



成立实业投资平台，为后续发展积聚资源

——华帝股份（002035）动态点评报告

分析师

何奇峰：

010-88366060-8876

heqf@cgws.com

事件：

公司公告两个关联交易项目，一是，转让公司旧厂区四宗土地使用权及其地上建筑物所有权，交易金额约 6000 万元；二是，与大股东九洲实业合资成立九洲投资管理公司，旨在发展和培育新的投资项目，为公司后续发展提供优质资源。

要点：

- **转让 4 宗老厂区部分土地使用权，增厚年度业绩 0.08 元。**根据中山市小榄镇整体规划，公司将老厂区（九洲基工业开发区）四宗土地使用权及其地产房屋建筑出售给公司第三大股东中山联动投资实际控制人——小榄镇城建资产投资有限公司。上述土地资产账面价值 3872 万元，评估价值 5129 万元，实际成交价格约 6000 万元，扣除相关税费后实收净额 5500 万元，这将为公司当期带来 1630 万元溢价收益，增厚 2009 年业绩约 0.08 元。
- **成立实业投资公司，为后续发展储备项目资源。**公司与大股东九洲实业合资成立九洲投资管理公司，其中华帝股份出资 4500 万元，占合资公司 90% 股份，九洲实业出资 500 万元，占 10%。成立九洲投资的目的在于发展和培育优势项目，为公司未来的可持续发展提供新的盈利增长点。我们认为，九洲投资管理公司将作为华帝股份新业务的发展平台，未来不排除通过收购、再融资等方式扩大产品线和业务规模，为公司未来的可持续发展奠定基础。
- **《管理层薪酬方案议案》显示公司管理改善预期。**公司董事会公告将提交临时股东大会表决《关于 2009 年度公司高管薪酬方案的议案》，同意以 2009 年公司利润目标为考核基数，根据实际完成业绩情况对高管薪酬进行调整。如果管理层完成 2009 年考核利润目标，则将提取净利润 5% 作为高管团队和相关业绩突出个人的年度奖励。该《议案》的出台，我们认为体现了董事会加大对管理层的业绩考核激励力度，表明改善公司管理、提升经营效率的决心。
- **股价上行催化因素将逐步切换。**华帝股份从我们 16 日开始推荐至今，股价上涨驱动因素在于 2010 年业绩确定性增长，带来的估值修复行情。未来公司股价上行驱动力，将逐步转化为公司治理改善、经营效率提升、后续可能陆续推出的资本运作预期明朗等因素。
- **维持推荐评级！**根据此次出让土地带来的收益，我们调升华帝股份 2009 年 EPS 预测为 0.21 元，维持 2010 - 2011 年 0.57、0.71 元业绩预测，继续维持华帝股份推荐评级！3 - 6 个月目标价 12.54 - 14.25 元不变！

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：推荐（维持）

3-6 个月目标价：12.54—14.25 元

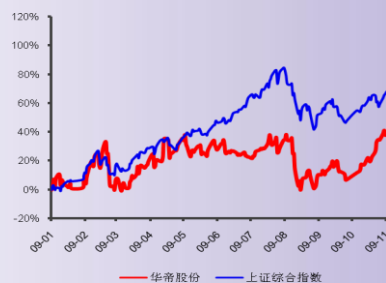
市场数据

总市值（百万元）	727
流通市值（百万元）	897
总股本（百万股）	171.77
流通股本（百万股）	171.77
12 个月最高/最低	10.30 / 3.84
十大流通股（%）	49.73%
股东户数	24,697

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（百万）	1,413	1,521	1,796	1,956
营业利润（百万）	-11	26	115	144
净利润（百万）	-11	36	98	122
每股收益（元）	-0.06	0.21	0.57	0.71
PE	-	47.69	17.64	14.11

华帝股份股价表现图



相关报告

- 《向上拐点确立，价值明显低估》 2009.11.16
- 《销售体系效率存在提升空间》 2009.11.25



附表：华帝股份未来三年财务预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	141343	152103	179603	195574	成长性				
营业成本	94704	102966	119906	130571	营业收入增长	7.8%	7.6%	18.1%	8.9%
利息收入	0	83	126	196	营业成本增长	2.9%	8.7%	16.5%	8.9%
利息支出	0	737	737	737	营业利润增长	-148.6%	-349.7%	337.8%	25.1%
销售费用	35265	34509	35921	37159	利润总额增长	-130.1%	-715.1%	170.3%	25.1%
管理费用	8776	9425	11135	12126	净利润增长	-175.1%	-425.5%	170.3%	25.1%
投资净收益	3	0	0	0	盈利能力				
营业利润	-1053	2629	11511	14395	毛利率	33.0%	32.3%	33.2%	33.2%
营业外收支	361	1630	0	0	销售净利率	-0.8%	2.4%	5.4%	6.3%
利润总额	-692	4259	11511	14395	ROE	-3.6%	10.4%	21.9%	21.5%
所得税	348	639	1727	2159	ROIC	7.4%	9.0%	21.4%	25.8%
少数股东损益	72	0	0	0	营运效率				
净利润	-1112	3620	9784	12236	销售费用/营业收入	25.0%	22.7%	20.0%	19.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
货币资金	11123	14212	24390	35756	投资收益/营业利润	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	7901	9121	10776	11734	所得税/利润总额	-50.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	608	608	718	782	应收帐款周转率	16.61	15.29	15.96	16.03
存货	12486	12356	14389	15669	存货周转率	7.62	7.70	7.98	7.82
流动资产合计	35004	39876	54467	68509	流动资产周转率	3.78	3.22	2.92	2.81
固定资产	35302	38486	41470	45004	总资产周转率	1.67	1.58	1.59	1.53
资产总计	81546	88209	104496	120783	偿债能力				
短期借款	12300	12300	12300	12300	资产负债率	61.7%	60.5%	57.3%	52.9%
应付款项	28420	31919	37171	40477	流动比率	0.74	0.78	0.94	1.11
流动负债合计	47596	51354	57857	61909	速动比率	0.47	0.54	0.69	0.85
长期借款	2000	2000	2000	2000	每股指标（元）				
负债合计	50311	53354	59857	63909	EPS	-0.065	0.211	0.570	0.712
股本	17177	17177	17177	17177	每股净资产	1.82	2.03	2.60	3.31
留存收益	13887	17507	27291	39527	每股经营现金流	0.01	0.59	1.04	1.18
少数股东权益	170	170	170	170	每股经营现金/EPS	-0.1	2.8	1.8	1.7
权益合计	31234	34855	44639	56874	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	81546	88209	104496	120783	PE	-155.2	47.7	17.6	14.1
现金流量表（万元）					PEG	0.48	0.57	0.70	-
经营活动现金流	97	10052	17779	20347	PB	5.5	5.0	3.9	3.0
其中营运资本减少	-5906	1975	2090	1377	EV/EBITDA	35.19	19.14	10.41	8.55
投资活动现金流	-5307	-6963	-7601	-8980	EV/SALES	1.33	1.23	1.04	0.96
其中资本支出	-5333	-7067	-7601	-8980	EV/IC	4.06	3.98	3.84	3.67
融资活动现金流	-1622	0	0	0	ROIC/WACC	0.81	0.99	2.35	2.84
净现金总变化	-6832	3089	10178	11367	REP	5.00	4.01	1.63	1.29

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

何奇峰：中国人民大学金融学硕士，三年证券从业经验，任电子/家电行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。