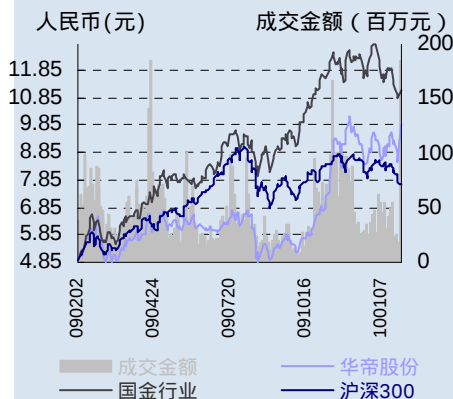


2010 年 01 月 28 日

市价(人民币): 9.90元
目标(人民币): 12.07-13.36元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 171.77
总市值(百万元) 1,700.54
年内股价最高最低(元) 10.20/4.85
沪深 300 指数 3206.57
中小板指数 5603.22


王晓莹

(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华帝股份 (002035.SZ)

——盈利从 1%到 5%，业态从厨卫家电到整体厨房

卖出
减持
持有
买入
强买
公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.204	0.086	-0.065	0.321	0.642	0.668
净利润增长率	-17.90%	-45.03%	-175.07%	N/A	99.86%	4.05%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.236	0.413	0.585
市盈率(倍)	29.16	98.42	N/A	30.78	15.40	14.80
行业优化市盈率(倍)	21.72	46.92	19.59	45.80	45.80	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	0.84%	0.59%	N/A	0.97%	1.95%	2.03%
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.15	3.66
净资产收益率	8.39%	4.49%	-3.58%	15.80%	25.87%	22.65%
每股净资产(元)	2.43	1.92	1.81	2.03	2.48	2.95
市净率(倍)	2.45	4.41	2.58	4.86	3.98	3.35
每股经营性现金流(元)	0.78	0.33	0.01	0.82	0.83	1.09
已上市流通A股(百万股)	66.28	94.75	171.77	171.77	171.77	171.77
总股本(百万股)	132.13	171.77	171.77	171.77	171.77	171.77

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 华帝是一个市场份额领先、根基深厚的成功品牌，毛利率在 07、08 年原材料大幅上涨时还能逆势提升；不过近两年面临着份额难以明显提升的瓶颈。而华帝股份 04 年上市至 09 年初净利润率一直走下坡路，收入和份额同样处于增长瓶颈；虽然客观上有奥运营销投入大却遭遇金融危机的影响，但主要原因是：1) 华帝和一级经销商之间的“利益共同体”存在经销商进取心不足的副作用；2) KA 渠道投入导致销售费用率持续攀升；3) 实际控制人、管理层激励不足。
- 不过，分析公司 09 年二季度以来的各项举措（如启动管理层薪酬激励、在共赢基础上刺激经销商的进取心、收紧原本投入产出比不高的广告宣传费用等）及财务表现，我们认为公司经营重现上升势头已经确立，这些改善除了能将公司的利润率带向正常水平，更有望打破收入和份额的增长瓶颈，令增长的含金量更高。而且，华帝目前已在向整体厨房方向拓展。国内整体厨房市场规模逾千亿，尚处于竞争不充分的大市场小品牌阶段，华帝如能抓住目前的机遇就有望立足一个空间更大的市场，强化竞争力。
- 预测公司 09-12 年收入为 13.8、16.9、20.6、24.3 亿元，增速分别为-2.56%、22.5%、22.0%、18.3%；EPS 分别为 0.321、0.642（剔除土地收益后为 0.547 元）、0.668、0.793 元，剔除土地收益后 10-12 年增速分别为 70.3%、22.1%、18.6%。
- 投资建议：厨电企业合理估值水平应为当年的 25 倍 PE，公司正处于业绩恢复期，增幅很大，因此应当给予一定的估值溢价。给予公司 2010 年剔除土地递延收益和减值准备冲回后的 EPS0.43 元*28 倍 PE、2011 年

EPS*20 倍 PE，6-12 个月的合理价位为 12.07-13.36 元；下限 12.07 元对应仅剔除土地递延收益的 0.55 元的 PE 是 22 倍；另外公司近期成立投资公司的举动令我们联想到未来可能会在资本运做方面有所动作；给予买入评级。

内容目录

厨卫家电品牌面对的是一个容量大、竞争不充分的市场	4
厨卫产品品种丰富、市场总量愈千亿	4
大市场小企业，竞争尚不充分	5
厨卫品牌都在走从单一产品到整体厨房的道路	7
华帝股份：经营重现上升势头，收入利润率双提升可期	7
华帝是一个根基深厚的成功品牌	7
上市以来公司业绩呈现三个阶段	9
过去业绩不佳的原因及继续改善的空间分析	10
2010 年突破收入瓶颈的新举措	12
公司盈利预测	13
收入预测	13
毛利率预测	14
三项费用预测	15
其他重要假设	15
盈利预测结论	15
股票估值和定价	16
PE 估值	16
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

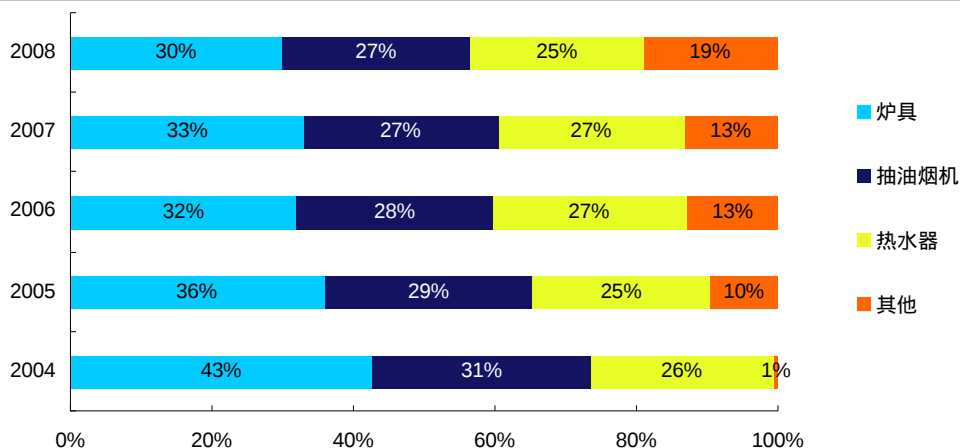
图表 1：华帝股份主营产品收入结构的变化.....	4
图表 2：厨卫相关产品品种丰富	4
图表 3：家用厨房电器具制造业收入规模及增速	5
图表 4：燃气、太阳能及类似能源的器具制造业收入规模及增速	5
图表 5：国内厨卫产品市场的品牌格局.....	5
图表 6：燃气灶城市零售市场份额 TOP10 品牌.....	6
图表 7：抽油烟机城市零售市场份额 TOP10 品牌	6
图表 8：热水器城市零售市场份额 TOP10 品牌.....	6
图表 9：消毒柜城市零售市场份额 TOP10 品牌.....	6
图表 10：华帝品牌的 4Ps 分析	7
图表 11：华帝品牌的市场份额变化	8
图表 12：华帝整体厨房业务快速增长	8
图表 13：华帝整体厨房产品.....	8
图表 14：公司毛利率在 07、08 年能够克服原材料上涨而提高	9
图表 15：公司上市以来业绩呈现三个阶段	9
图表 16：公司过去业绩不佳的原因及继续改善的空间分析	10
图表 17：公司股权结构、实际控制人、与管理层持股情况	11
图表 18：历年销售费用中广告和销售服务费占比甚高	11
图表 19：收入规模相当的家电企业期间费用率比较	12
图表 20：家装需求增长与商品房竣工面积增速相关度高.....	12
图表 21：华帝产品行业销量、份额、销量、均价预测	13
图表 22：公司主营产品收入预测	14
图表 23：毛利率预测	15
图表 24：三项费用预测	15
图表 25：厨卫家电上市公司业绩预测及估值.....	16

厨卫家电品牌面对的是一个容量大、竞争不充分的市场

厨卫产品品种丰富、市场总量愈千亿

- 华帝股份走的是相关多元化道路，公司目前主营业务虽然以厨卫大家电（灶具、抽油烟机、热水器）为主，但产品范围已经延伸到消毒柜、浴霸、橱柜、集成吊顶、厨房小家电、炊具、刀具等厨房用为主、兼顾卫生间用的产品领域；近年来其他产品所占收入比重逐年提升（图表 1）。因此展望公司发展不能单看其三大产品，应该从全局来看整个厨卫产品市场的发展趋势。

图表1：华帝股份主营产品收入结构的变化



来源：公司财报，国金证券研究所

- 整个厨卫相关产品市场品种丰富，我们从大类将其分为厨卫大家电、厨卫小家电、炊具、橱柜、厨卫五金、陶瓷卫浴（图表 2）。

图表2：厨卫相关产品品种丰富

	厨房用	卫生间用
厨卫大家电	灶具、抽油烟机、热水器、消毒柜	电热水器（电淋浴器）
厨卫小家电	各类电炊具	浴霸
炊具	炊具、刀具	——
橱柜	橱柜、集成吊顶	集成吊顶
厨卫五金	厨房水槽、龙头	卫生间龙头、挂具等
陶瓷卫浴	——	陶瓷卫浴

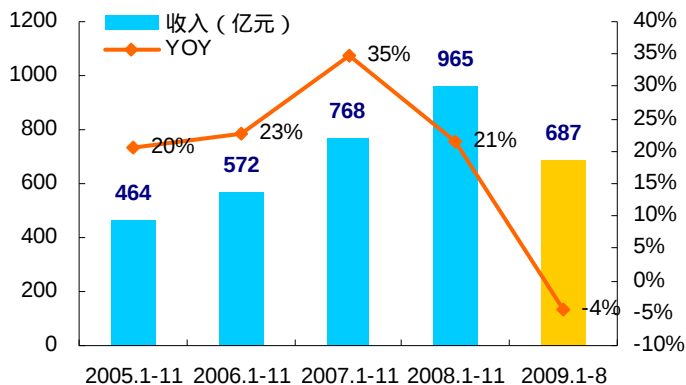
整体厨房

来源：国金证券研究所

- 虽然从单个品种来看容量不大，但合起来国内厨卫产品市场也是一个超过 1000 亿元的庞大市场（而且不包括卫浴陶瓷）。
 - ◆ 整个厨卫行业缺乏明确划分界限、系统性的统计数据。即使根据统计局的口径，厨卫家电企业也被分散在两个子行业内：家用厨房电器具制造行业和燃气、太阳能及类似能源的器具制造行业（华帝股份被归为后者）。前者 2008 年 1-11 月的收入是 965 亿元，同比增速 21%；后者 2008 年 1-11 月的收入是 417 亿元，同比增速 53%；合计收入规模近 1400 亿元。（图表 3、4）

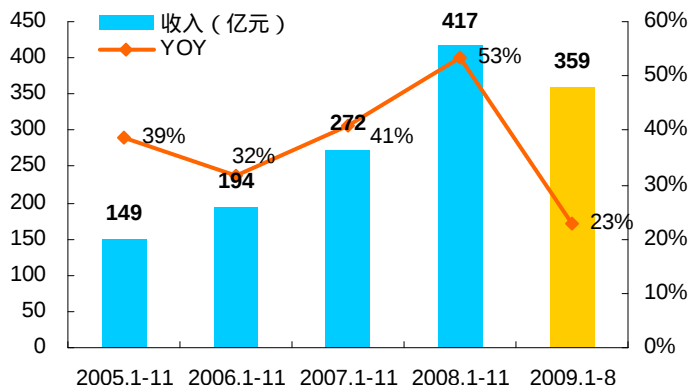
- ◆ 根据行业协会的估计，国内以厨卫家电为主的厨卫产品市场（不包括陶瓷类的卫浴洁具产品）有 1000 亿元的容量；考虑到统计局口径还包含出口，因此国内市场确是有千亿规模的容量。

图表3：家用厨房电器具制造业收入规模及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：燃气、太阳能及类似能源的器具制造业收入规模及增速



大市场小企业，竞争尚不充分

- 然而，在这样一个千亿规模的大市场中，企业（品牌）的规模却不大，市场份额分散：除了美的、海尔、苏泊尔、九阳等几个品牌的厨卫产品超过或接近 50 亿元收入规模、居于第一阵营以外，第二阵营品牌的规模就迅速下降到 10-20 亿元之间，包括以厨房大家电为主的华帝、方太、老板、帅康，以厨房小家电为主的格兰仕、奔腾，以及以橱柜产品为主的欧派等。（图表 5）

图表5：国内厨卫产品市场的品牌格局

	收入规模	主要品牌
第一阵营	超过或接近 50 亿元	大家电为主：海尔 小家电为主：美的、苏泊尔、九阳
第二阵营	10-20 亿元之间	大家电为主：华帝、方太、老板、帅康、万和 小家电为主：格兰仕、奔腾 橱柜为主：欧派
其他	10 亿元以下	品牌林立

来源：国金证券研究所

厨卫产品的市场份额今后必将走向更高的集中度：

一方面是因为消费者对厨卫产品选购的日益重视将提高品牌壁垒；另一方面是因为产品衍生需要品牌张力支持，这对企业提出高要求，而且渠道等竞争资源也是有限的。

- 大市场小企业的格局说明竞争尚不充分、品牌格局尚未稳定。这对于目前排名前列的企业而言，既是挑战也是机遇。

- ◆ 从厨房大家电产品的城市零售市场份额格局来看（图表 6-9），近 5 年市场份额无论是 CR3、CR5 还是 CR10 都没有明显的继续集中趋势；尤其燃气灶和抽油烟机两类产品的品牌格局还处于诸侯割据的局面。
- ◆ 图表 6-9 中我们标注红底色的品牌是这 5 年中份额上升明显的品牌：西门子在燃气灶、抽油烟机、消毒柜产品和的份额上升主要源自其作为欧洲厨电第一品牌的品牌拉力和工业设计；美的、万和、万家乐都是凭借接在某一类产品的领导地位（美的是燃气灶、万家乐和万和是热水器）带动其他几类产品的市场份额；艾欧史密斯是专注于电热水器产品、随着电热水器在热水器中比重的增加而上升。

- ◆ 华帝在 05-08 年中更多是一种守势，甚至在新进入者增加的情况下市场份额还略有下降，不过从 09 年市场份额同比 08 年都有所增加来看，开始重拾升势。

图表6：燃气灶城市零售市场份额 TOP10 品牌

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
华帝	11.6%	11.3%	10.7%	9.9%	10.3%
美的	9.1%	6.8%	7.2%	8.4%	8.6%
方太	6.4%	6.8%	7.4%	7.1%	7.9%
老板	7.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.9%
万和	3.5%	4.1%	4.1%	5.0%	6.2%
帅康	6.6%	7.7%	6.9%	5.9%	6.1%
西门子	0.7%	2.6%	4.3%	4.1%	4.7%
万家乐	2.0%	3.3%	3.6%	4.3%	4.5%
樱花	2.3%	2.2%	2.6%	3.3%	3.8%
海尔	4.8%	3.7%	3.3%	3.1%	2.6%
CR3	28%	26%	25%	25%	27%
CR5	41%	40%	39%	38%	41%
CR10	57%	57%	58%	58%	63%

来源：中怡康，国金证券研究所

图表7：抽油烟机城市零售市场份额 TOP10 品牌

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
老板	10.1%	10.0%	9.6%	9.2%	9.6%
方太	9.1%	9.5%	9.9%	9.0%	9.4%
华帝	6.5%	7.1%	7.2%	6.7%	7.3%
美的	4.4%	3.2%	4.4%	5.6%	6.9%
帅康	9.8%	9.9%	8.3%	6.9%	6.6%
樱花	5.2%	4.6%	4.7%	5.5%	5.5%
西门子	0.8%	3.0%	5.2%	4.7%	5.1%
万和	2.0%	2.7%	2.6%	3.5%	4.8%
万家乐	1.3%	1.9%	2.2%	2.9%	3.4%
海尔	6.2%	4.5%	4.1%	3.8%	3.1%
CR3	29%	29%	28%	25%	26%
CR5	42%	41%	40%	37%	40%
CR10	58%	58%	59%	58%	62%

图表8：热水器城市零售市场份额 TOP10 品牌

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
海尔	20.7%	21.8%	21.7%	23.6%	20.7%
史密斯	9.8%	13.0%	14.2%	13.8%	13.9%
万和	9.8%	9.1%	8.8%	8.5%	8.8%
万家乐	6.4%	8.3%	8.1%	7.6%	8.0%
美的	4.5%	3.5%	3.6%	5.4%	7.3%
阿里斯顿	8.0%	7.8%	6.7%	5.7%	5.2%
樱花	3.1%	2.7%	3.0%	3.5%	3.8%
林内	3.8%	3.6%	3.3%	2.6%	3.0%
帅康	2.0%	2.7%	2.8%	2.7%	2.9%
能率	3.4%	2.7%	2.7%	2.2%	2.8%
CR3	48%	43%	44%	45%	46%
CR5	60%	55%	57%	56%	58%
CR10	80%	79%	78%	75%	77%

说明：热水器城市零售市场份额华帝 2009 年以 2.1%位居第 12 位。

来源：中怡康，国金证券研究所

图表9：消毒柜城市零售市场份额 TOP10 品牌

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
康宝	23.9%	21.1%	22.4%	20.9%	23.5%
万和	13.7%	15.6%	14.4%	15.2%	14.5%
美的	10.0%	6.7%	7.4%	8.5%	8.5%
方太	4.9%	6.1%	7.4%	6.5%	6.9%
老板	4.6%	5.9%	5.7%	5.1%	5.0%
华帝	3.5%	4.6%	4.6%	4.4%	4.9%
西门子	0.0%	0.0%	1.1%	3.6%	3.8%
康星	0.0%	1.9%	2.5%	3.4%	3.6%
索奇	3.9%	3.0%	3.3%	3.4%	3.2%
帅康	3.3%	4.9%	4.2%	3.2%	2.9%
CR3	40%	44%	45%	46%	43%
CR5	55%	60%	59%	59%	59%
CR10	72%	75%	75%	76%	76%

- ◆ 我们认为厨卫产品的市场份额今后必将走向更高的集中度。一方面，家庭装修中，厨房和卫生间由于使用频率高和功能性强，是装修投入的一大重点；随着居民收入水平的提高，消费者在厨卫产品购置上的品牌消费趋势将越来越明显，市场份额必将集中。另一方面，厨卫家电的竞争特点是和小家电类似的，关键成功要素有三点——品牌张力必须足以支持产品延伸；渠道能见度要尽可能高；研发创新能力要既快又准，能符合或引导市场需求（详见我们 09 年 3 月的苏泊尔公司研究报告）；由于打造品牌张力对企业经营者的高要求和渠道等竞争资源的有限性，市场份额必将集中。

整体厨房的商业模式有助于厨卫家电企业扩大自建网络比重，摆脱对 KA 的依赖；风险是对建筑设计和订制需求的把握。

厨卫品牌都在走从单一产品到整体厨房的道路

- 厨卫产品市场的另一发展趋势是厨卫相关品牌大都在走从单一产品到整体厨房的道路。所谓整体厨房，即指将橱柜、吸油烟机、燃气灶、消毒柜、洗碗机、冰箱、微波炉、电烤箱等厨房电器及各式挂件、水盆、各式抽屉拉篮等厨房用具进行系统搭配集成的一种新型厨房形式；是一种为消费者或开发商提供个性化的厨电一体化解决方案的商业模式。这种趋势其实也是厨卫产品品牌追求上述关键成功要素的结果，即通过产品延伸来扩大规模和增高渠道能见度。
 - ◆ 华帝：燃气灶→厨房大家电→整体厨房（下文图表 13）
 - ◆ 老板、帅康、方太：抽油烟机→厨房大家电→整体厨房
 - ◆ 欧派：橱柜→整体厨房
 - ◆ 海尔：热水器→整体厨房
 - ◆ 美的：厨房小家电→厨房大家电→整体厨房
- 这种趋势对于我们上述各类品牌的影响，应该从两个方面来考量：
 - ◆ 一方面，企业的发展空间变得更大。这种空间不仅仅是产品上的，而且是渠道上的；因为产品丰富后，单个品牌的产品系列可以足够支撑一个专卖店所需要的产品量和客流量，而且在终端网络再不用过多依赖家电连锁，可以形成家电连锁、建材市场、家居连锁、其他专卖店四种终端网点形式的平衡结构。
 - ◆ 但另一方面，市场参与者增加，对于企业综合能力的要求也增加。家电企业需要克服的是缺乏家装风格设计以及一对一订单式销售的经验缺乏。

我们认为华帝是一个根基深厚的成功品牌，07、08 年间毛利率能够克服原材料上涨逆势提升即可证明其品牌溢价能力。

华帝股份：经营重现上升势头，收入利润率双提升可期

华帝是一个根基深厚的成功品牌

- 华帝股份的发展始于 1992 年，至今已是第 18 个年头；连续 14 年燃气灶销量第一的成绩证明，在这个细分产品市场，华帝的品牌知名度、忠诚度和美誉度都达到较高水平，并且积累了良好且深厚的口碑，这是华帝所拥有的品牌资产。用 4P 来分析华帝品牌成功的原因（图表 11）：

图表10：华帝品牌的4Ps 分析

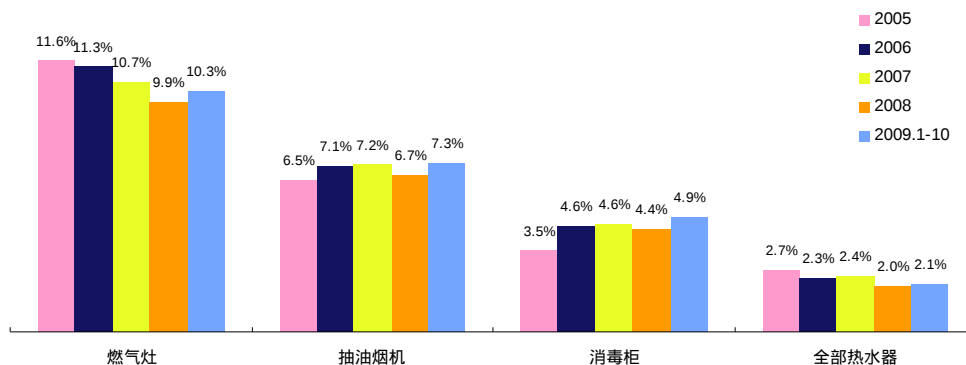
	华帝品牌的 4Ps 分析
产品 Product	做好产品质量，重视工业设计，并在新技术新产品研发上领先。由于燃气灶具质量的好坏关乎消费者的人身安全，奥运火炬提供商身份给予消费者对其产品的高度信任。
价格 Price	初期以较高定位打入市场，随着居民收入水平上升，逐渐转为目前的中档核心定位伴以中高端系列拉动，适合渠道下沉，并能有 30%以上的毛利率。
推广 Promotion	重视品牌形象，舍得投入。92 年便导入品牌识别系统，06 年获得奥运燃气具独家供应商，到 08 年间一直重金投入宣传。
渠道 Pipe	1、舍得给经销商高利润空间，形成“华帝经营共同体”文化；因此经销商忠诚度高，140 多位经销商多年来几乎没有流失过。 2、早年便率先建设专卖店，因此形成良好的专卖店网络资源。

来源：国金证券研究所

- 目前几个主要产品的城市零售市场中，华帝是燃气灶第 1、抽油烟机第 3、消毒柜第 6、热水器第 12；热水器排名靠后主要因为华帝在这两年快

速上量的电热水器产品上竞争力不强，其实在燃气热水器中也以 4.3% 的份额排名第 8。

图表11：华帝品牌的市场份额变化



说明：华帝在燃气热水器中以 4.3% 的份额排名第 8（2009 年 1-11 月）。

来源：中怡康，国金证券研究所

- 华帝整体厨房业务的发展态势目前也很好（图表 13），从上市至今一直快速增长，而且在 08 年的情况下净利润率也达到了 9.3%，09 年收入预计逾 1 亿。这证明了华帝品牌在厨卫产品领域较强的品牌张力。

图表12：华帝整体厨房业务快速增长

（百万元）	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
收入	20.4	32.7	42.9	81.6
收入 YOY	—	60%	31%	90%
净利润	-0.7	2.4	2.0	7.6
净利润率	-3.6%	7.4%	4.6%	9.3%

来源：公司财报，国金证券研究所

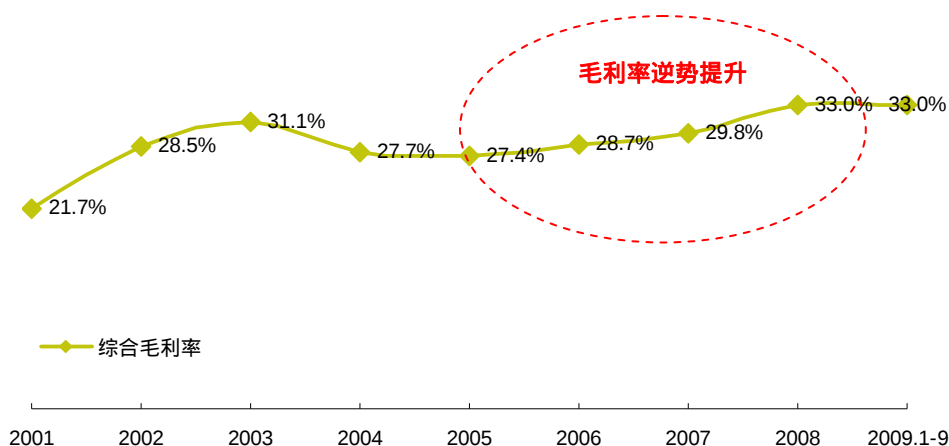
图表13：华帝整体厨房产品



来源：国金证券研究所

- 尽管钢、铝、铜等金属原材料价格上涨，但公司毛利率确实屡创新高，这也充分证明了单就品牌和产品来看，华帝的溢价能力也是相当不错。

图表14：公司毛利率在 07、08 年能够克服原材料上涨而提高

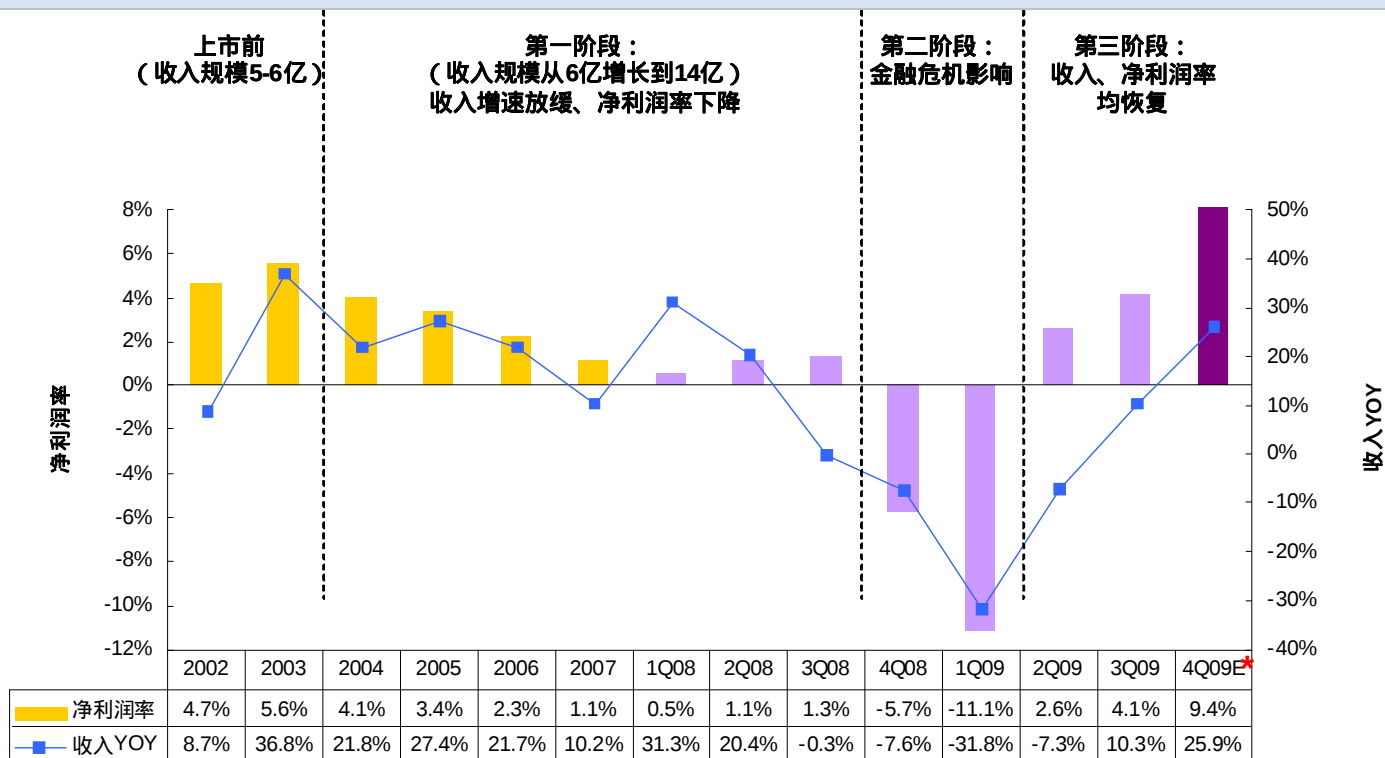


来源：国金证券研究所

上市以来公司业绩呈现三个阶段

- 不过，虽然华帝品牌是成功的，但是公司上市以来到 2Q09 前的业绩表现却给人一种这个 92 年起步的企业已经处于成熟期后段、再难突破的感觉；而 2Q09 以来又重现上升势头。我们观察公司的收入增长和净利润率变化，呈现三个阶段（图表 15）：

图表15：公司上市以来业绩呈现三个阶段



*标注说明：4Q09 的业绩是按照公司 1 月 28 日预增公告与我们收入预测的估计值。

来源：国金证券研究所

■ 第一阶段：收入增速放缓、净利润下降

- ◆ 华帝上市前收入只有 5-6 亿规模时的净利润率在 5%左右，但上市以后净利润率逐年下降到 07 年和 08 年前三季度只有 1.5%左右，收入增速也从 20%以上下降到 10%的水平（08 上半年有奥运会因素）。

- 第二阶段：金融危机影响和奥运营销受挫
 - ◆ 4Q08-1Q09 的半年里，公司收入倒退回 06 年同期的水平；净利润率则分别因 4Q08 计提坏账准备及奥运特许商品相关存货跌价损失、1Q09 降价促销的缘故而发生亏损。
- 第三阶段：份额提高和销售费用率下降
 - ◆ 2Q09 至今的三个季度公司收入增长和利润率均快速回复，市场份额如图表 12 所示也同比 08 年均有提高，根据公司 1 月 28 日的业绩预告修正，全年净利润约为 5250-5750 万元，我们估计 4Q09 的单季度净利润率将高达 12% 以上！

过去业绩不佳的原因及继续改善的空间分析

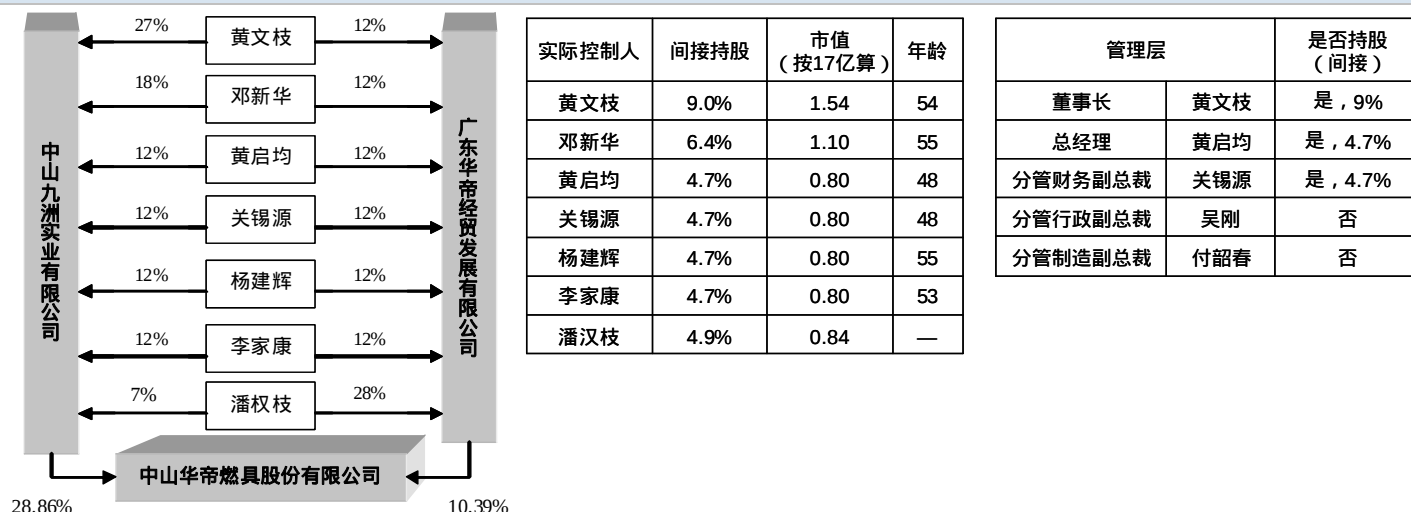
- 根据我们的了解，一个处于市场领导地位的厨卫家电企业应该能够做到 8% 的净利润率水平；因此从理论角度来看，华帝净利润率的改善空间是非常大的。
- 我们列表定性分析造成公司过去业绩不佳的种种原因，以及业绩继续改善持续上升的空间（图表 16）。

图表16：公司过去业绩不佳的原因及继续改善的空间分析

过去业绩不佳的原因		改善的空间
华帝和一级经销商之间的“利益共同体”成也萧何、败也萧何	◆ 在华帝起步和快速成长的阶段，公司和 140 多位一级经销商同舟共济、情感深厚，公司倡导的“利益共同体”原则给予这些经销商高于行业一般水平较多的利润空间；虽然稳固了经销商团队，但对经销商的进取心却产生了负面作用，导致市场激烈的竞争中公司的份额前几年不升反降，收入增速低于行业水平。	◆ 公司已经着手在多方共赢基础上尽可能消除“利益共同体”的副作用——计划引入新的经销商深度开拓各地的专卖店渠道，在销售政策上享受一级经销商的待遇，同时可以计入当地现有的一级经销商的销售任务，这样就能做到在维护好现有经销商团队的情况下可以进一步深耕各地市场。
KA 渠道投入导致销售费用率持续攀升	◆ 华帝最初依靠自建渠道起家，但随着 KA 渠道的壮大（尤其在一级城市），公司对 KA 渠道的依赖度也提高，占公司收入的比重从 05 年的 25% 上升到 45% 左右，KA 渠道的费用对于收入上不具规模优势的华帝来说成为销售费用率高居不下原因之一。	◆ 09 年起公司强调自建渠道建设，计划把专卖店数量由 1500 多个增加到 2000-2500 个。这与引入新的经销商深耕各地市场的动作一致。未来将稳定来自 KA 的收入占比在 40% 左右，以保持渠道的均衡发展。 ◆ 另外公司将在整体厨房上做更大投入，这也将为自有渠道发展提供更丰富的业务和产品。
实际控制人、管理层激励不足	◆ 公司的股权结构比较特殊（图表 17），7 位不存在亲属关系的自然人通过两家投资公司持有公司 39.25% 的股权，个人间接持股最大比例 9%，最小比例 4.7%，按 17 亿市值算，个人拥有市值最高的现任董事长也就是 1.54 亿；因此我们猜测达成共识不容易（比如减持股份），也就是市值难以变现，导致大股东对与公司业绩的好坏、二级市场的表现可能看得比较淡，加上三位股东还在公司担任高管，可能会将这样的心态带到日常经营中去，导致公司上进心不足。 ◆ 公司支付给高管的待遇在同业中也偏低，因此管理层激励也不足。	◆ 目前管理层激励已经启动，09 年 12 月通过决议——公司完成 09 年目标利润 100% 以上的部分可以提取 5% 作为薪酬奖励，按董事长 20%、总裁 20%、三位副总裁合计 33%、相关业绩卓越的管理人员 27% 来分配。从目前来看 09 年公司完成了目标利润翻番的业绩，管理层将获得高于日常报酬的薪酬奖励。 ◆ 由于其中有一位股东，我们相信这将同时激励管理层和股东。 ◆ 另外，从近三个季度公司的业绩表现来看，我们倾向于相信实际控制人对于资本市场的看法已经有所改变。我们认为资本市场的融资功能对于目前收入规模处于瓶颈期的公司而言将很有帮助，从实际控制人对于华帝品牌的感情角度判断，他们理应认识到这一点。
奥运营销遭遇金融危机	◆ 从 06 年到 08 年，公司为奥运营销投入巨大；其实从 08 上半年的销售增长等各方面来看，奥运营销是成功的，但金融危机的影响确实是遭遇了不可预料的风险。	◆ 今后的广告宣传费开支将比 08 年减少。 ◆ 奥运营销给公司带来的品牌增值和业务拓宽将是中长期的良性影响；而且我们预计前期计提跌价准备的奥运特许商品有望绝大部分冲回。

来源：国金证券研究所

图表17：公司股权结构、实际控制人、与管理层持股情况



来源：公司财报，国金证券研究所

■ 换一个角度从定量来看（图表 18）：

- ◆ 单就销售费用率一项，细分之后可以看到，04-08 年间广告宣传费和销售服务费占销售费用的合计比重一直在 70%左右，广告服务费一项则在 50%左右，相当于营业收入的八分之一都投入了广告，但公司收入并没有显著增长，这说明肯定一部分广告宣传的投放效率低下，不投也罢。09 年从上半年来看，虽然应该有一部分是季节性因素，不过广告宣传费确实大幅降了下来。
- ◆ 我们比较上市公司中收入规模与华帝相当的几家公司（图表 19），我们认为后续公司的销售费用率还有一定的下降空间，当然下降空间不可能再像 09 年这么大；销售费用压缩过度反过来会影响收入的增长。预计伴随收入的持续增长，2012 年销售费用率能够下降到 20%的水平。

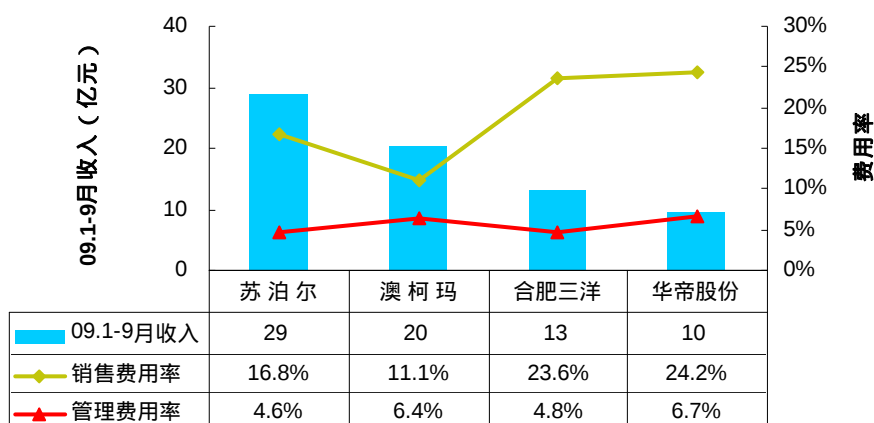
图表18：历年销售费用中广告和销售服务费占比甚高

（百万）	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		2008 年		1H09*	
销售费用	136		165		231		294		353		144	
销售费用率	17.7%		16.9%		19.4%		22.4%		25.0%		25.8%	
销售费用明细	金额	占销售 费用比 重	金额	占销售 费用比 重	金额	占销售 费用比 重	金额	占销售 费用比 重	金额	占销售 费用比 重	金额	占销售 费用比 重
广告宣传费	60	44%	84	51%	108	47%	165	56%	195	55%	17.5	12%
销售服务费	32	24%	31.5	19%	62	27%	68	23%	66	19%	8	6%
合计占比		68%		70%		74%		79%		74%		18%

*标注说明：1H09 广告和销售服务费用占比很低，有一部分是季节性因素的原因，因为销售旺季和结算都在下半年。

来源：公司财报，国金证券研究所

图表19：收入规模相当的家电企业期间费用率比较



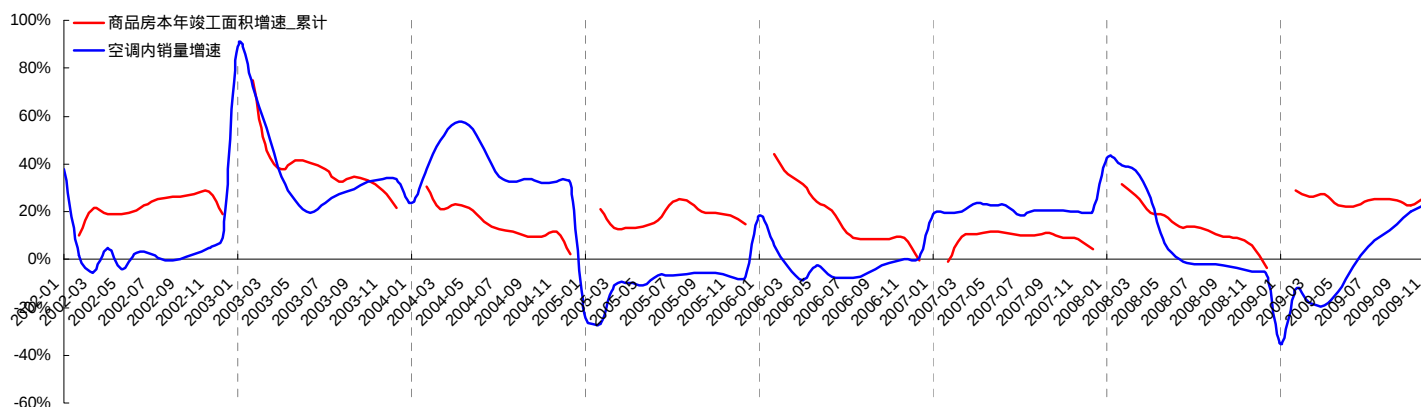
说明：苏泊尔 30%为出口，因此销售费用率较低。

来源：公司财报，国金证券研究所

2010 年突破收入瓶颈的新举措

- 我们倾向于上述改善的空间能够一方面将公司的利润率带向正常水平，另一方面能够打破收入瓶颈，令增长的含金量更高。
- 从行业需求来看，我们预计厨卫装修需求将能有 10-20%的增长，而华帝在激活经销商的进取心之后，加上一些业务、产品新增长点的贡献，至少应能第一步延续 09 年市场份额的稍许升势，稳固住目前的市场份额，并逐渐稳重有升。
- ◆ 首先从行业需求来看，虽然楼市成交量从元旦以来萎缩，但厨卫装修与新房交房的相关度更为紧密（二手房可能并不翻新厨卫空间；目前的期房往往要一年以后才交房），也就是与商品房竣工面积的增长更为紧密（借用该数据与空调内销量的相关性图表可以说明，图表 20）；根据国金房地产研究员的预测，基于 09 年新开工的增长，今年商品房竣工面积的增速还将保持 18-20%，因此我们预计厨卫装修需求将能有 10-20%的增长。

图表20：家装需求增长与商品房竣工面积增速相关度高



*说明：我们借空调内销量增速来证明。

来源：中经网，国金证券研究所

- ◆ 第二，进一步分割市场区划，在共赢的基础上引入经营专卖店的经销商新鲜力量，这一点上文图表 16 中已述。
- ◆ 第三，公司将加大整体厨房业务的投入。今年计划对子公司华帝集成厨房有限公司进行增资，引入橱柜生产设备，完善对整体厨房订单的

响应流程，提高设计人才的层次和水平。虽然家电企业进入这一领域有设计理念上的弱势，但华帝多年来重视品牌形象和产品设计上的投入，包括和丹麦知名设计公司持续合作，我们相信公司对设计理念的接受力。

- 此外，通过差异化的领先产品继续巩固公司在燃气灶市场的领导地位，并拉动产品结构升级。公司的“聚能灶”产品是采用与专利持有人合资成立公司（中山炫能燃气科技股份有限公司）纳入的差异化产品，专利技术《用在燃气具上的红外线金属蜂窝体燃烧及其制作方法》生产的“聚能灶”灶具比普通燃气灶具节能 20%以上，热效率值达到 63.8%，且燃烧过程排放的有害气体远低于国家标准。
- 再有，负责厨房小家电业务的控股子公司中山市华帝生活电器有限公司在 08 年由于运营不善亏损而停业整顿；公司计划将该业务重新恢复。

公司盈利预测

收入预测

- 基于前文对行业、公司在各类产品市场的竞争力及成长性，对华帝产品行业销量、份额、销量、均价预测如下表：

图表21：华帝产品行业销量、份额、销量、均价预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
炉具							
行业产量	1,888	2,305	2,759	2,897	3,331	3,664	4,030
YOY	22%	22%	20%	5%	15%	10%	10%
华帝份额	7.1%	6.1%	4.4%	3.4%	3.5%	3.8%	4.0%
华帝销量	134	141	121	99	117	139	161
YOY		5%	-14%	-18%	18%	19%	16%
华帝均价	285	308	348	337	354	372	390
YOY		8%	13%	-3%	5%	5%	5%
抽油烟机							
行业产量	1,090	1,189	1,633	1,715	2,058	2,366	2,721
YOY	46%	9%	37%	5%	20%	15%	15%
华帝份额	4.3%	4.1%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%	3.2%
华帝销量	47	48	45	50	62	76	87
YOY		2%	-8%	13%	23%	23%	15%
华帝均价	700	741	841	816	856	891	917
YOY		6%	13%	-3%	5%	4%	3%
热水器							
燃气热水器行业产量	837	1,016	1,078	1,250	1,438	1,582	1,740
YOY	19%	21%	6%	16%	15%	10%	10%
华帝份额	4.1%	3.1%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
华帝销量	35	32	28	30	35	38	42
电热水器行业产量	840	1,037	1,637	2,210	2,652	3,050	3,507
YOY	23%	24%	58%	35%	20%	15%	15%
华帝份额	1.5%	1.3%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
华帝销量	12	13	11	11	13	15	18
合计华帝销量	47	45	39	42	48	53	59
YOY		-5%	-14%	8%	14%	11%	11%
华帝均价	690	778	902	875	919	965	1,013
YOY		13%	16%	-3%	5%	5%	5%

来源：行业产量数据处处为国家统计局，包含出口；国金证券研究所

图表22：公司主营产品收入预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
炉具							
平均售价（元/件）	284.83	307.68	347.70	337.27	354.14	371.84	390.43
增长率（YOY）		8.02%	13.01%	-3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	1,336.50	1,406.40	1,211.70	989.20	1,165.84	1,392.35	1,612.20
增长率（YOY）		5.23%	-13.84%	-18.36%	17.86%	19.43%	15.79%
销售收入（百万元）	380.67	432.73	421.31	333.63	412.87	517.74	629.46
增长率（YOY）		13.67%	-2.64%	-20.81%	23.75%	25.40%	21.58%
毛利率	28.77%	31.92%	35.65%	38.00%	36.50%	36.00%	36.00%
销售成本（百万元）	271.14	294.62	271.12	206.85	262.17	331.35	402.85
增长率（YOY）		8.66%	-7.98%	-23.70%	26.74%	26.39%	21.58%
毛利（百万元）	109.53	138.11	150.19	126.78	150.70	186.38	226.60
增长率（YOY）		26.09%	8.75%	-15.59%	18.87%	23.68%	21.58%
占总销售额比重	32.00%	33.01%	29.81%	24.22%	24.47%	25.15%	25.85%
占主营业务利润比重	32.10%	35.34%	32.20%	27.12%	27.26%	27.78%	28.78%
抽油烟机							
平均售价（元/件）	700.05	741.30	840.92	815.69	856.47	890.73	917.46
增长率（YOY）		5.89%	13.44%	-3.00%	5.00%	4.00%	3.00%
销售数量（千件）	473.50	484.90	447.70	503.90	617.33	757.26	870.85
增长率（YOY）		2.41%	-7.67%	12.55%	22.51%	22.67%	15.00%
销售收入（百万元）	331.48	359.46	376.48	411.03	528.73	674.52	798.96
增长率（YOY）		8.44%	4.74%	9.18%	28.64%	27.57%	18.45%
毛利率	30.94%	30.67%	34.64%	35.00%	33.50%	33.50%	33.00%
销售成本（百万元）	228.91	249.23	246.08	267.17	351.60	448.55	535.31
增长率（YOY）		8.88%	-1.26%	8.57%	31.60%	27.57%	19.34%
毛利（百万元）	102.56	110.23	130.40	143.86	177.12	225.96	263.66
增长率（YOY）		7.47%	18.30%	10.32%	23.12%	27.57%	16.68%
占总销售额比重	27.86%	27.42%	26.64%	29.84%	31.34%	32.77%	32.81%
占主营业务利润比重	30.05%	28.20%	27.96%	30.78%	32.04%	33.68%	33.49%
热水器							
平均售价（元/件）	689.74	778.47	901.93	874.87	918.62	964.55	1,012.77
增长率（YOY）		12.86%	15.86%	-3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	470.80	448.50	386.70	418.00	477.67	532.07	592.90
增长率（YOY）		-4.74%	-13.78%	8.09%	14.28%	11.39%	11.43%
销售收入（百万元）	324.73	349.14	348.78	365.70	438.80	513.20	600.47
增长率（YOY）		7.52%	-0.11%	4.85%	19.99%	16.96%	17.00%
毛利率	24.08%	24.50%	27.12%	29.00%	27.50%	27.00%	26.50%
销售成本（百万元）	246.54	263.61	254.19	259.64	318.13	374.64	441.35
增长率（YOY）		6.92%	-3.57%	2.15%	22.52%	17.76%	17.81%
毛利（百万元）	78.19	85.54	94.59	106.05	120.67	138.57	159.13
增长率（YOY）		9.39%	10.58%	12.12%	13.78%	14.83%	14.84%
占总销售额比重	27.30%	26.63%	24.68%	26.55%	26.01%	24.93%	24.66%
占主营业务利润比重	22.91%	21.89%	20.28%	22.69%	21.83%	20.65%	20.21%
其他							
销售收入（百万元）	152.78	169.73	266.86	266.86	306.89	352.93	405.87
增长率（YOY）		11.10%	57.23%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	33.36%	33.56%	34.18%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本（百万元）	101.80	112.76	175.66	176.13	202.55	232.93	267.87
增长率（YOY）		10.76%	55.78%	0.27%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	50.97	56.97	91.21	90.73	104.34	120.00	138.00
增长率（YOY）		11.76%	60.10%	-0.52%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	12.84%	12.95%	18.88%	19.38%	18.19%	17.15%	16.67%
占主营业务利润比重	14.94%	14.58%	19.56%	19.41%	18.87%	17.89%	17.53%
销售总收入（百万元）	1189.66	1311.06	1413.43	1377.22	1687.29	2058.38	2434.76
销售总成本（百万元）	848.40	920.21	947.04	909.79	1134.45	1387.48	1647.38
毛利（百万元）	341.26	390.85	466.39	467.42	552.83	670.91	787.38
平均毛利率	28.69%	29.81%	33.00%	33.94%	32.76%	32.59%	32.34%

来源：国金证券研究所

毛利率预测

- 前文已述，公司在 07、08 年原材料上涨的时期，通过成功的中高端新品策略以及凭借品牌溢价能力，毛利率反而持续向上，这点证明了公司有能力转嫁一部分原材料上涨的影响。
- 09 年在原材料价格较低、市场需求下半年大幅复苏的情况下，公司产品的毛利率预计较高；2010 年一方面考虑原材料上涨的因素（全年均价可能与 08 年的水平相当）、另一方面考虑公司向二、三级市场深耕可能会增加大众化产品的比重，我们估计毛利率将比 09 年都有所下降、回到 08 年的水平。11、12 年我们则保守地按照毛利率基本保持稳定来预计。

图表23：毛利率预测

	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E	2012E
炉具	28.8%	31.9%	35.6%	36.5%	38.0%	36.5%	36.0%	36.0%
抽油烟机	30.9%	30.7%	34.6%	33.4%	35.0%	33.5%	33.5%	33.0%
热水器	24.1%	24.5%	27.1%	27.8%	29.0%	27.5%	27.0%	26.5%
其他	33.4%	33.6%	34.2%	32.1%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
合计	28.7%	29.8%	33.0%	33.0%	33.9%	32.8%	32.6%	32.3%

来源：国金证券研究所

三项费用预测

- 销售费用率：从公司 09 年销售费用率逐季降低的情况来看（图表 24），年初开始的全面实施刚性预算管理确实取得了成效。由于 3Q 已经预提了全年的返利费用，因此预计 09 全年的销售费用率将比 08 年显著下降（21% VS 25%）。
- ◆ 我们比较上市公司中收入规模与华帝相当的几家公司（上文图表 19），我们认为后续公司的销售费用率还有一定的下降空间，当然下降空间不可能再像 09 年这么大；销售费用压缩过度反过来会影响收入的增长。预计伴随收入的持续增长，2012 年销售费用率能够下降到 20% 的水平。

图表24：三项费用预测

	2006	2007	2008	1Q09	2Q09	3Q09	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入	1190	1311	1413	195	560	952	1377	1687	2058	2435
YOY	22%	10%	8%	-32%	-18%	-8%	-3%	23%	22%	18%
销售费用	231	294	353	51	144	231	289	354	422	487
销售费用率	19.4%	22.4%	25.0%	26.3%	25.8%	24.2%	21.0%	21.0%	20.5%	20.0%
管理费用	65	56	88	25	45	64	88	94	99	112
管理费用率	5.5%	4.3%	6.2%	12.8%	8.0%	6.7%	6.5%	5.6%	4.8%	4.6%
财务费用率	0.4%	0.8%	1.2%	1.4%	1.0%	0.8%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.2%

来源：国金证券研究所

- 管理费用率：按照收入增长体现一定规模效应，管理费用按照持续小幅增长预计。

其他重要假设

- 09 年 12 月公司公告一笔土地出售交易，将产生一次性收益 1630 万元（1 月 28 日业绩预告的 5250-5750 万净利润中不含此项），并递延到 2010 年；因此我们在 2010 年的盈利预测中计入此项营业外收入。
- 08 年公司计提奥运火炬纪念品的跌价损失 800 多万，3Q 年 09 又计提了约 1200；但实际是可以逐步以成本价以上的价格消化完毕；因此我们按 2010 年全部跌价损失都将冲回来预测业绩。

盈利预测结论

- 预测公司 09-12 年收入为 13.8、16.9、20.6、24.3 亿元，增速分别为-2.56%、22.5%、22.0%、18.3%；
- 预测 09-12 年 EPS 分别为 0.321、0.642（剔除土地收益后为 0.547 元）、0.668、0.793 元，剔除土地收益后 10-12 年增速分别为 70.3%、22.1%、18.6%。

股票估值和定价

PE 估值

- 同为产品应用地以厨房为主的企业，华帝股份的估值应该参照以内销为主的厨房小家电上市公司苏泊尔和九阳股份，市场的成长性和竞争格局也类似。（图表 25）

图表25：厨卫家电上市公司业绩预测及估值

	收盘价 2010-1-28	EPS					PE		
		2009E	2010E	10/09 YOY	2011E	11/10 YOY	09E	10E	11E
苏泊尔	19.04	0.75	0.97	29%	1.18	22%	25.4	19.6	16.1
九阳股份	26.28	1.30	1.56	20%	1.94	25%	20.2	16.8	13.5
华帝股份	9.89	0.32	0.55 (剔除土地递延收益)	70%	0.67	22%	30.8	18.1	14.8
			0.43 (剔除土地递延收益和减值准备冲回)	55%				22.9	

来源：国金证券研究所

- 我们认为此类企业由于行业尚处在成长期合理估值水平应为当年的 25 倍 PE，目前因市场下跌整体估值偏低。另外华帝股份正处于业绩恢复期，增幅很大，因此应当给予一定的估值溢价。给予公司 2010 年剔除土地递延收益和减值准备冲回后的 EPS*28 倍 PE、2011 年 EPS*20 倍 PE，6-12 个月的合理价位为 12.07-13.36 元；下限 12.07 元对应仅剔除土地递延收益的 0.55 元的 PE 是 22 倍。

投资建议

- 6-12 个月的合理价位为 12.07-13.36 元，给予买入评级。另外，公司处于利润率恢复期的趋势已经比较明确，同时我们也看到了突破市场份额和收入增长瓶颈的可能性，加上我们对 2010 年盈利预测中的毛利率、费用率假设都较为保守，因此不排除实际超预期的可能性。建议投资者买入并密切关注公司主业及资本运作方面的动作。

风险提示

- 原材料上涨影响毛利率、竞争加剧影响利润率的风险。
- 资产减值损失（约 2000 万的奥运火炬纪念品的存货跌价准备）不能如我们预计的在 2010 年全部冲回的风险，或将影响 2010 年盈利预测低于预期和 2011 年高于预期。
- 第三股东减持的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,190	1,311	1,413	1,377	1,687	2,058	2,435
增长率		10.2%	7.8%	-2.6%	22.5%	22.0%	18.3%
主营业务成本	-848	-920	-947	-910	-1,134	-1,387	-1,647
% 销售收入	71.3%	70.2%	67.0%	66.1%	67.2%	67.4%	67.7%
毛利	341	391	466	467	553	671	787
% 销售收入	28.7%	29.8%	33.0%	33.9%	32.8%	32.6%	32.3%
营业税金及附加	-5	-6	-6	-6	-7	-8	-10
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-231	-294	-353	-289	-354	-422	-487
% 销售收入	19.4%	22.4%	25.0%	21.0%	21.0%	20.5%	20.0%
管理费用	-65	-56	-88	-90	-94	-99	-112
% 销售收入	5.5%	4.3%	6.2%	6.5%	5.6%	4.8%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	40	36	20	83	97	142	179
% 销售收入	3.4%	2.7%	1.4%	6.0%	5.8%	6.9%	7.3%
财务费用	-5	-11	-16	-5	-1	3	5
% 销售收入	0.4%	0.8%	1.2%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	-3	-14	-11	20	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	22	-11	67	116	144	183
营业利润率	2.9%	1.7%	n.a	4.9%	6.9%	7.0%	7.5%
营业外收支	5	1	4	1	16	1	1
税前利润	40	23	-7	68	133	145	184
利润率	3.4%	1.8%	n.a	4.9%	7.9%	7.1%	7.6%
所得税	-12	-8	-3	-12	-21	-29	-46
所得税率	29.1%	35.9%	n.a	18.0%	16.0%	20.0%	25.0%
净利润	28	15	-10	56	111	116	138
少数股东损益	3	0	1	1	1	2	2
归属于母公司的净	25	15	-11	55	110	115	136
净利率	2.1%	1.1%	n.a	4.0%	6.5%	5.6%	5.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	27	15	-11	56	111	116	138
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	27	47	36	8	30	32
非经营收益	7	10	14	10	-12	0	1
营运资金变动	49	4	-50	39	36	40	42
经营活动现金净流	104	56	0	141	143	187	212
资本开支	-189	-57	-53	-39	-45	-57	-61
投资	0	-4	0	-1	0	0	0
其他	0	5	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-189	-56	-53	-40	-45	-57	-61
股权募资	0	0	0	0	0	0	0
债权募资	121	-6	9	-55	-75	1	2
其他	-30	-18	-25	-8	-20	-35	-36
筹资活动现金净流	90	-24	-16	-63	-96	-34	-34
现金净流量	6	-24	-69	39	2	96	117

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	204	180	111	150	152	249	366
应收款项	111	118	93	90	110	134	159
存货	99	115	125	79	123	151	179
其他流动资产	25	17	20	20	25	30	35
流动资产	439	429	350	339	410	563	739
% 总资产	53.0%	49.5%	42.9%	41.5%	44.6%	51.1%	56.5%
长期投资	0	1	1	2	1	1	1
固定资产	290	322	353	383	415	441	469
% 总资产	34.9%	37.1%	43.3%	47.0%	45.1%	40.0%	35.9%
无形资产	100	113	107	90	92	95	97
非流动资产	389	437	465	477	510	539	569
% 总资产	47.0%	50.5%	57.1%	58.5%	55.4%	48.9%	43.5%
资产总计	829	866	815	816	921	1,102	1,308
短期借款	140	133	123	75	0	0	0
应付款项	324	367	334	334	415	507	602
其他流动负债	36	26	19	35	56	62	73
流动负债	500	526	476	444	471	569	676
长期贷款	0	1	20	20	20	21	23
其他长期负债	4	8	7	0	0	0	0
负债	503	535	503	464	491	590	699
普通股股东权益	321	330	311	349	427	507	602
少数股东权益	4	1	2	2	3	5	7
负债股东权益合计	829	866	815	816	921	1,102	1,308

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
每股指标							
每股收益	0.193	0.086	-0.065	0.321	0.642	0.668	0.793
每股净资产	2.430	1.923	1.808	2.033	2.483	2.951	3.506
每股经营现金净流	0.785	0.326	0.006	0.823	0.832	1.088	1.236
每股股利	0.200	0.050	0.050	0.096	0.193	0.200	0.238
回报率							
净资产收益率	8.39%	4.49%	-3.58%	15.80%	25.87%	22.65%	22.62%
总资产收益率	3.25%	1.71%	-1.36%	6.77%	11.98%	10.41%	10.41%
投入资本收益率	6.63%	4.90%	6.73%	15.26%	18.16%	21.31%	21.20%
增长率							
主营业务收入增长率	21.69%	10.20%	7.81%	-2.56%	22.51%	21.99%	18.29%
EBIT增长率	10.02%	-18.13%	-42.76%	307.87%	16.93%	45.89%	25.93%
净利润增长率	-17.90%	-45.03%	-175.07%	N/A	99.86%	4.05%	18.64%
总资产增长率	31.35%	4.56%	-5.89%	0.04%	12.87%	19.71%	18.64%
资产管理能力							
应收账款周转天数	29.6	27.8	23.6	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	41.2	42.5	48.4	40.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	57.0	65.5	61.5	60.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	89.0	89.7	90.9	100.5	88.5	77.5	69.5
偿债能力							
净负债/股东权益	-19.71%	-13.75%	10.17%	-15.52%	-30.80%	-44.52%	-56.36%
EBIT利息保障倍数	8.5	3.3	1.2	16.0	132.7	-51.9	-36.9
资产负债率	60.76%	61.76%	61.70%	56.89%	53.31%	53.57%	53.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	3	3	4	6	6
买入	0	0	0	1	7
持有	0	0	0	1	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.17	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。