

费用控制致利润大增，未来受地产销售影响

华帝股份 (002035)

评级: 中性 (首次)

股价: 11.66 元

年报点评

2010 年 03 月 10 日 星期三

TMT 小组

李军政 康志毅

010-59707117

ljz@longone.com.cn

家用电器

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

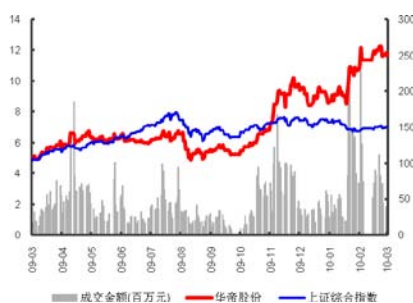
重要数据

总股本(亿股)	1.72
流通股本(亿股)	1.72
总市值(亿元)	20.03
流通市值(亿元)	20.03

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	5.42	1.35
3 个月	23.91	29.17
6 个月	112.77	108.60

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **实现扭亏为盈，主要盈利在第四季度。**公司 2009 年实现营业收入 13.86 亿元，同比减少 1.95%，净利润 5370.26 万元，扭亏为盈，实现每股收益 0.31 元，08 年为 -0.06 元。第四季度实现营业收入 4.33 亿元，归属母公司净利润 4983.03 万元，每股收益 0.29 元，占全年的 92.78%。
- **毛利率提升，费用控制致利润大增。**华帝股份上半年受金融危机影响，营业收入下降，从第三季度起销售情况逐渐好转，第三季度同比增长 10.33%，第四季度同比增长 14.57%。全年综合毛利率 34.34%，同比提升 1.34 个百分点，主要原因为产品均价上升。全年扭亏除毛利率提升外，主要是由于期间费用控制得当，销售费用和财务费用同比分别下降 14.77% 和 55.61%，销售费用率和财务费用率分别降低 3.26 和 0.64 个百分点。
- **公司是国内厨卫行业的龙头企业之一。**根据中怡康发布的数据，公司灶具产品的销量稳居行业第一，市场占有率为 10.21%。烟机产品的销量稳中有升，位居行业第三，市场占有率为 7.17%。燃气热水器产品的销量取得一定进步，位次提升到行业第九，市场占有率为 4.55%。消毒柜产品的销量明显提升，上升到行业第六，市场占有率为 4.84%。
- **新的增长点可能在聚能灶。**新开发的低碳聚能灶烟气排放量不足国标的五分之一，而其热效率高达 68.5%，相比 50% 的国家热效率标准，节能率达到 37%。09 年该产品推向市场后未能取得预期效果，2010 年将会大力推广。
- **可能在资本运作方面有所动作。**公司 09 年底公告与大股东九州实业合资成立广东九洲投资管理有限公司，业务为投资实业和企业管理咨询，公司出资 90%，此举令市场猜测未来公司可能在资本运作方面有所动作。
- **给予“中性”评级。**预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.41 元、0.45 元、0.51 元，对应当前股价 PE 分别为 28.1X、25.7X、23.0X，考虑到厨卫和小家电公司的估值较低，且当前股价已到达前期机构一致预测区间，股价的进一步提升需要业绩支撑，而业绩受地产销售影响较大，暂给予“中性”评级。
- **风险提示。**房地产市场调整、原材料价格波动、技术选择错误带来的风险。

表 1. 华帝股份第四季度业绩对比

单位: 百万元	1-4Q2009	1-4Q2008	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	1,385.87	1,413.43	-1.95%	433.44	378.31	14.57%	392.89	10.32%
增长率	-1.95%	7.81%	-9.76%	14.57%	-7.62%	22.20%	7.78%	6.79%
毛利率	34.34%	33.00%	1.34%	34.50%	34.61%	-0.11%	36.10%	-1.60%
营业成本	910.03	947.04	-3.91%	283.91	247.38	14.76%	251.08	13.08%
营业税金及附加	6.65	5.58	19.16%	1.98	1.50	32.24%	1.66	19.11%
期间费用率	28.53%	32.32%	-3.79%	21.44%	37.40%	-15.96%	27.51%	-6.07%
销售费用	300.55	352.65	-14.77%	69.60	117.23	-40.63%	86.54	-19.57%
销售费用率	21.69%	24.95%	-3.26%	16.06%	30.99%	-14.93%	22.03%	-5.97%
管理费用	87.57	87.76	-0.22%	23.43	19.37	20.98%	19.59	19.61%
管理费用率	6.32%	6.21%	0.11%	5.41%	5.12%	0.29%	4.99%	0.42%
财务费用	7.31	16.47	-55.61%	(0.10)	4.90	-102.09%	1.96	-105.23%
财务费用率	0.53%	1.17%	-0.64%	-0.02%	1.29%	-1.32%	0.50%	-0.52%
资产减值损失	13.04	14.48	-9.96%	0.74	14.48	-94.86%	12.29	-93.95%
投资净收益	2.20	0.03	7684.73%	2.18	0.02	8732.2%	0.05	4246.8%
营业利润	62.92	(10.53)	697.51%	56.06	(26.52)	311.41%	19.83	182.75%
增长率	697.51%	-148.55%	846.06%	311.41%	-3069.3%	2757.9%	125.13%	186.28%
营业利润率	4.54%	-0.74%	5.28%	12.93%	-7.01%	19.94%	5.05%	7.89%
加: 营业外收入	4.93	6.33	-22.14%	3.80	4.02	-5.38%	0.19	1927.94%
减: 营业外支出	0.57	2.72	-79.03%	0.14	1.60	-91.54%	0.09	43.46%
利润总额	67.27	(6.92)	1071.49%	59.72	(24.10)	347.80%	19.92	199.84%
减: 所得税	13.10	3.48	276.27%	9.77	(2.64)	469.29%	3.33	193.43%
实际所得税率	19.47%	-50.26%	69.73%	16.35%	10.97%	5.38%	16.71%	-0.36%
六、净利润	54.17	(10.40)	620.67%	49.96	(21.46)	332.82%	16.59	201.13%
净利率	3.91%	-0.74%	4.65%	11.53%	-5.67%	17.20%	4.22%	7.30%
减: 少数股东损益	0.47	0.72	-34.30%	0.13	0.26	-50.70%	0.43	-70.83%
归属于母公司所有者的净利润	53.70	(11.12)	582.78%	49.83	(21.71)	329.49%	16.16	208.43%
增长率	582.78%	-175.07%	787.85%	329.49%	-1229.4%	1558.9%	72.11%	257.38%
每股收益 (元)	0.31	(0.06)	616.67%	0.29	(0.13)	329.49%	0.09	208.43%

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

表 2. 华帝股份盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,311.1	1,413.4	1,385.9	1,560.5	1,707.3	1,857.1
增长率	7.9%	7.8%	-2.0%	12.6%	9.4%	8.8%
炉具	432.7	421.3	431.5	475.5	517.9	561.9
抽油烟机	359.5	376.5	424.5	468.2	510.9	555.3
热水器	349.1	348.8	307.8	341.7	371.4	403.0
其他	169.8	266.8	221.9	274.9	307.1	336.8
综合毛利率	29.8%	33.0%	34.3%	33.1%	33.0%	32.7%
营业成本	920.2	947.0	910.0	1,044.0	1,143.8	1,250.5
营业税金及附加	5.8	5.6	6.6	7.4	8.1	9.0
期间费用率	27.5%	32.3%	28.5%	27.7%	26.9%	25.9%
销售费用	293.6	352.7	300.6	327.7	353.4	377.0
销售费用率	22.4%	25.0%	21.7%	21.0%	20.7%	20.3%
管理费用	55.8	87.8	87.6	96.7	100.7	102.1
管理费用率	4.3%	6.2%	6.3%	6.2%	5.9%	5.5%
财务费用	10.7	16.5	7.3	7.8	5.1	1.9
财务费用率	0.8%	1.2%	0.5%	0.5%	0.3%	0.1%
资产减值损失	3.3	14.5	13.0	10.0	5.0	7.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	2.2	2.4	2.6	2.9
营业利润	21.7	(10.5)	62.9	69.2	93.7	112.5
增长率	-43.5%	-148.6%	-697.5%	10.0%	35.4%	20.1%
营业利润率	1.7%	-0.7%	4.5%	4.4%	5.5%	6.1%
加: 营业外收入	3.4	6.3	4.9	21.3	5.3	5.5
减: 营业外支出	2.1	2.7	0.6	0.6	0.7	0.5
利润总额	23.0	(6.9)	67.3	89.9	98.3	117.5
减: 所得税	8.3	3.5	13.1	18.0	19.7	29.4
实际所得税率	35.9%	-50.3%	19.5%	20.0%	20.0%	25.0%
净利润	14.7	(10.4)	54.2	71.9	78.6	88.1
减: 少数股东损益	(0.1)	0.7	0.5	0.7	0.7	0.9
归属于母公司所有者的净利润	14.8	(11.1)	53.7	71.2	77.9	87.2
增长率	-46.2%	-175.1%	582.8%	32.6%	9.4%	11.9%
净利润率	1.1%	-0.8%	3.9%	4.6%	4.6%	4.7%
每股收益(元)	0.09	-0.06	0.31	0.41	0.45	0.51

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122