

新能源行业

华帝股份 (002035)

评级: 买入

行业研究员

樊恺都

010-88086830-679

fanky@rxzq.com.cn

华帝股份与上证指数走势对比图



资料来源: wind

华帝股份: 业绩拐点确立, 估值有优势

投资要点

- 华帝股份 2009 年实现营业收入 13.86 亿元, 同比下降 1.9%, 营业利润 6292 万元, 净利润 5370 万元, 实现每股收益 0.32 元, 其中 4 季度单季业绩 0.29 元, 大幅超出市场预期。
- 公司 4 季度完成销售收入 4.33 亿元, 同比增长 14.6%, 环比增长 10.2%。销售的增长主要得益于公司对销售渠道的整合以及家电下乡政策的推动。公司的市场占有率稳中有升, 灶具销量稳居行业第一, 市场占有率 10.2%, 烟机销量位居行业第三, 市场占有率 7.2%。
- 公司业绩增长的主要动力来自产品毛利率的提高和销售费用的下降。2009 年公司的综合毛利率达到 34.34%, 同比上升 1.34 个百分点, 公司毛利率的提升得益于高毛利产品的销售增长以及原材料成本控制。同时, 公司调整和优化治理结构, 加强预算控制, 提高广告投放效率, 销售费用大幅下降, 09 年公司的销售费率为 21.7%, 同比下降 3.3 个百分点。
- 我们认为, 公司 09 年 2 季度以来对公司采取了各项举措, 1) 启动管理层薪酬激励; 2) 对经销商的渠道整合, 3) 收紧低效广告宣传, 提高广告投放效率等, 公司的经营成效显著, 随着公司管理和经营调整的完毕, 以及 2010 年节能灶等节能环保产品的投放以及进军整体橱柜市场等, 公司的业绩拐点基本确立。
- 我们预计 2010 年-2011 年公司分别实现每股收益 0.56 元和 0.76 元, 目前股价对应 PE 分别为 20.7 倍和 15.3 倍, 考虑到公司节能产品未来受国家政策支持的可能性较大, 以及较低的估值水平, 我们给予买入的评级。

表 1: 主要财务指标

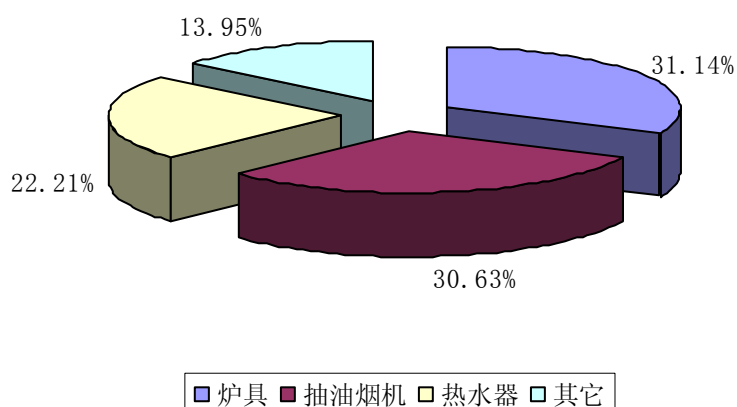
单位: 百万

科目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	1413	1386	1765	2145
YOY	8%	-2%	28%	22%
归属母公司净利润	-10	54	97	131
YOY		390%	79%	35%
EPS	-0.06	0.31	0.56	0.76

1、2009 年，公司通过多项举措，对公司经营和管理进行调整，成果显著

公司是一家多元化经营的家电企业，主营业务以灶具、抽油烟机、热水器为主，目前公司的产品不断拓展，产品种类包括消毒柜、浴霸、集成吊顶、厨房小家电、炊具、刀具等厨房为主、兼顾卫浴的产品领域，公司从单一的家电企业向厨卫整体解决方案商转型。

图 1：公司 2009 年收入结构

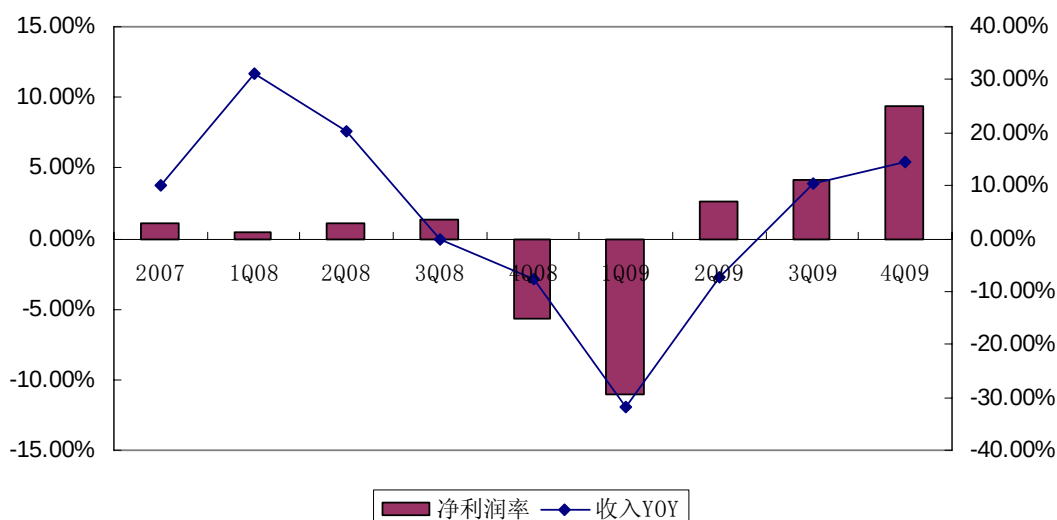


资料来源：公司 2009 年报

1.1 受金融危机影响，奥运营销到今年开始产生正面推动效应

2007 年以来，公司的业绩表现为波动较大，收入增速下降，费用率较高，导致公司长期利润率较低。2008 年 4 季度开始，受金融危机影响，公司的销售收入出现大幅下滑，同时由于奥运期间公司广告费用投放巨大以及奥运特许商品的存货跌价损失，公司出现亏损。

图 2：公司收入与利润率历年增速



2007年4月28日，华帝股份正式成为北京奥运会燃器具的独家供应商，公司开展了一系列的广告推广活动，同时对经销商的直营门店进行统一的外部形象改造，营销投入大幅增加，销售费用率从2009年的19%上升到2007年的22.4%，2008年则进一步提高到25%。其中2007年公司广告费用投入1.646亿元，占营业收入比重高达12.56%，2008年广告费用投入1.95亿元，占当年营业收入的比重为13.8%。巨额投入恰逢金融危机，公司从08年4季度开始，收入下滑，出现亏损。

2009年公司支出广告宣传费1.22亿元，同比下降7303万元，对业绩贡献巨大。同时随着家电行业的复苏，以及家电下乡政策的推动，公司在奥运期间投放的大量广告开始产生效应，公司产品销售开始出现复苏，2009年2季度单季盈利944.6万元，到2009年4季度单季实现利润4981万元。

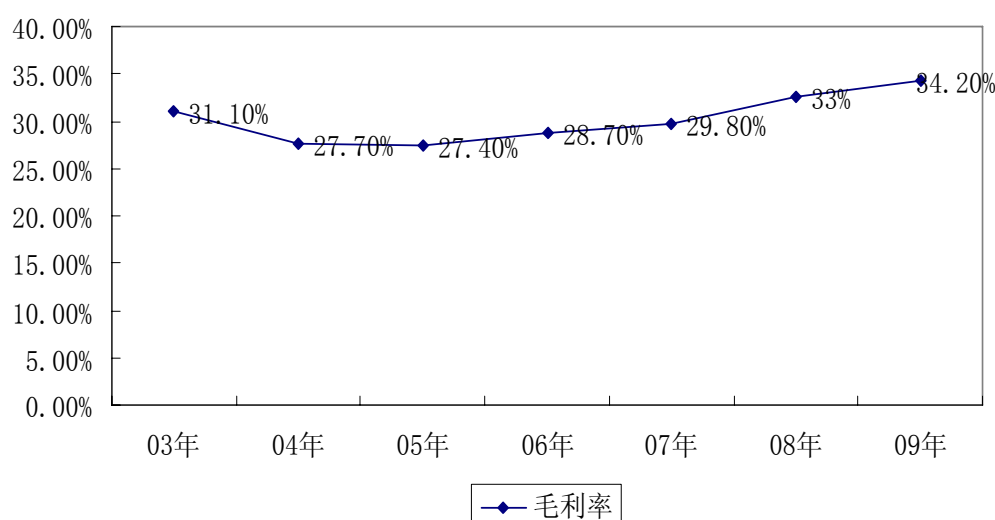
1.2 产品结构调整，开发节能环保产品，提升公司的整体毛利率水平，未来受国家政策鼓励的可能性较大

公司从2008年开始逐步淘汰落后的台式燃气灶的同时，努力开发更为节能环保的产品，推出节能燃气灶，较原有的产品节能20-30%，同时可以降低不良废气的产生，毛利率高达40%。

据相关部门统计显示，在日常家庭生活中，厨房是碳排放重地，冰箱、灶具、抽油烟机、消毒柜、微波炉等等集中在小小的厨房内，据了解，平均每台燃气灶(假如都用天然气)每天要用0.5公斤天然气，全国每天耗气达9.3万吨。公司的节能灶是全球首款低碳灶。新实施的《家用燃气灶具》国家标准规定灶具热效率要求为：嵌入式燃气灶不小于50%，台式燃气灶不小于55%；而公司的节能灶的热效率高达68.5%，根据测算，热效率每提高5%，将省气8.57%，为此，公司产品比普通燃气灶省气31.7%。

受公司产品结构的调整，公司的产品毛利率出现了不同程度的上升，2009年公司的综合毛利率达到34.34%，同比上升1.34个百分点。

图 3：公司毛利率变动情况



随着公司新产品的不断投入，以及节能环保产品未来受到国家政策支持的可能性较大，我们预计公司未来的盈利能力将进一步增强。

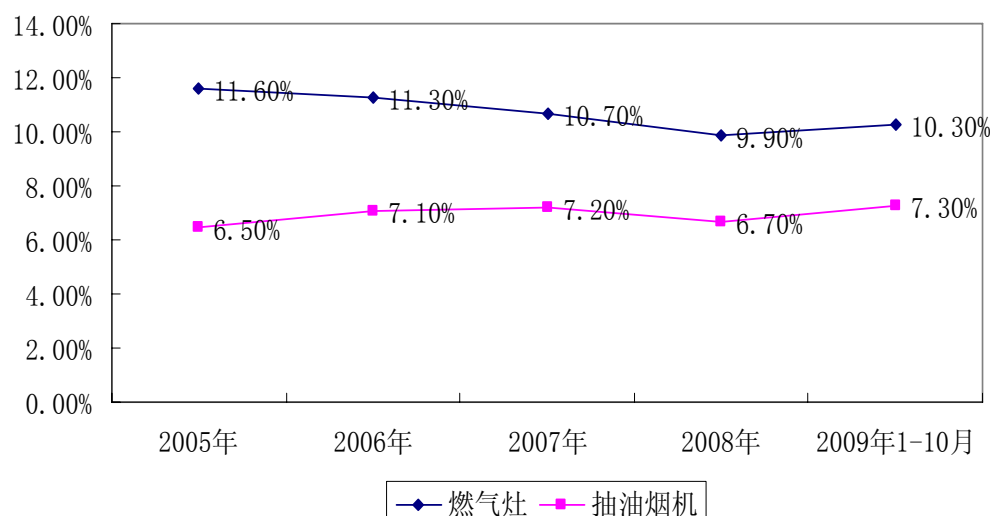
1.3 调整销售渠道，加大连锁卖场的进店率，提升了市场份额和公司的利润空间

公司原有的销售渠道主要包括自有控制渠道、燃气公司以及房地产开发商等一级经销商，销售比率达到 80%，在利润分配上给予了经销商较大的利润空间。这一措施在公司起步阶段为公司拓展了市场份额。但随着市场发展，这一举措虽然稳固了经销商，但对经销商的进取心却产生了负面作用，导致公司前几年的市场份额不升反降。

公司改变销售渠道结构，不断增加了国美、苏宁等家电连锁卖场的销售，2009 年，公司进入国内连锁卖场的进店率从 20%提升到约为 50%，2010 年，公司预计进店率将进一步提高到 75%左右。在销售渠道调整的同时，公司对 1000 多家专卖电进行了改造，新建 800 多家专卖店，专卖店数量达到 2000 多家。

渠道结构调整，降低了公司销售费用，2009 年公司的销售费率为 21.7%，同比下降 3.3 个百分点，同时 2009 年公司产品的市场占有率得到了提升，其中灶具销量稳居行业第一，市场占有率 10.2%，烟机销量位居行业第三，市场占有率 7.2%。

图 4：公司市场占有率变动情况



资料来源：中怡康

1.4 管理层激励于 2009 年 12 月正式启动，管理层业绩释放及做大市值强烈

2009 年 12 月，公司通过管理层激励的决议，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。

公司的实际控制人为 7 位自然人，从管理层激励的人员范围来看，由于其中有 3 位股东，我们相信公司释放业绩做大市值的意愿将较为强烈。

综合来看，公司通过管理的精细化，公司的费用率逐步下降，净利润水平也大幅提升，三季度成为经营向上的拐点。三季度单季 EPS 达到 0.09 元，如果扣除三季度一次性计提的资产减值 1229 万元，当季 EPS 在 0.15 元左右。而四季 EPS 直接上冲到 0.29 元。净利润水平达到创纪录的 11.5%，业绩拐点确立，我们有理由对公司未来盈利水平充满期待。

2、盈利预测与估值

我们预计 2010 年-2011 年公司分别实现每股收益 0.56 元和 0.76 元，目前股价对应 PE 分别为 20.7 倍和 15.3 倍，考虑到公司节能产品未来受国家政策支持的可能性较大，以及较低的估值水平，我们给予买入的评级。

表 2：盈利预测表

科目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
主营业务收入	1413	1386	1765	2145
营业总成本	1424	1325	1660	1992
营业税金及附加	6	7	8	9
销售费用	353	301	365	425
财务费用	16	7	14	14
资产减值损失	14	13	10	11
公允价值变动				
投资收益及其它	0	2	2	2
营业利润	-11	63	107	155
营业外收支	3	4	15	5
利润总额	-7	67	122	160
所得税	4	13	20	25
净利润	-11	54	100	135
少数股东权益	-1	0	3	4
归属母公司净利润	-10	54	97	131
EPS	-0.06	0.31	0.56	0.76

资料来源：日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。