

家用电器上游

署名人: 袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 10.00 元

当前股价: 8.90 元

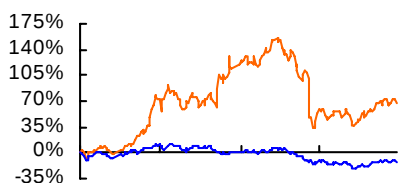
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2639.37
总股本(百万)	223
流通股本(百万)	223
流通市值(亿)	20
EPS (TTM)	0.45
每股净资产(元)	1.67
资产负债率	57.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华帝股份	7.36	10.29	-2.24
上证综合指数	2.62	2.16	-11.51



2009/8 2009/11 2010/2 2010/5

—— 华帝股份 —— 上证综合指数

相关报告

《华帝股份-业绩超预期 发展势头好》

2010-3-13

《华帝股份-09 年四季度业绩大幅超预期》

2010-1-28

《华帝股份-可以期待的利好事项较多》

2010-1-27

华帝股份

002035

推荐

业绩增长符合预期 盈利能力有所提升

投资要点:

- **2010 年上半年营收增长明显, 盈利能力大幅提升。**公司实现营业收入 7.7 亿元, 同比增长 36.9% (二季度收入 4.2 亿, 同比增长 16%)。实现净利润 3383 万元, (上年同期亏损 1228 万元), 基本每股收益 0.15 元。净利润率增长近 7 个点, 主要由于毛利率稳中有升的同时, 期间费用率有较显著地下降。
- **受益于渠道建设完善, 各线产品增长率均在 30% 以上。**其中炉具产品收入 2.5 亿元, 同比增长 31.1%, 收入占比 33.5%, 保持市占率第一水平。烟机和热水器收入分别为 2.4 亿元和 1.9 亿元, 同比增长 44% 和 44.8%, 收入占比分别为 32.1% 和 25.2%。主要得益于公司渠道升级和业务拓展: 1) 增加大连锁渠道的进店率和专卖店的数量, 2) 扩大直供试点范围, 3) 加强工程业务的拓展, 4) 加大产品推广力度。同时 09 年底房地产成交旺盛和家电下乡也推动了行业销售增长。
- **费用率下降明显, 盈利能力提升。**上半年综合毛利率 33.5%, 同比略升 0.5 个百分点。期间内费用率得到较好控制, 三项费用率同比下降 7.2 个百分点, 主要由于广告促销费用占比降低以及公司有效执行费用预算, 管理费用率降低。销售费用率虽然同比下降 4.5 个点, 但 21.3% 的水平相比去年四季度 16.1% 仍有下降空间。同样, 上半年公司净利润率 4.7%, 相比 09 年四季度 11.5% 尚存较大改善空间。前期较高费用率主要由于广告促销费用支出以及渠道拓展费用较高, 相信前期公司产品提升和渠道拓展的效果将会逐渐显现, 加上公司激励体系的不断完善和细化, 费用率有进一步下降空间, 业绩弹性较大。
- **渠道完善和产品研发提供持续增长动力。**二季度增速放缓一方面是受行业整体增长下滑 (地产的滞后效应), 另一方面是由于公司进行直供渠道调整影响产品销售。下半年公司将进一步深化渠道建设 (主要是增加专卖店数量和大型家电卖场的进店数量, 目前大连锁销量收入占比为 25%) 和产品研发 (主要针对聚能灶等节能环保型产品的研发和投入), 通过渠道渗透和产品升级进一步增加产品市占率, 提高公司销售收入的同时, 降低费用率水平, 进一步提升公司盈利能力。
- **盈利预测与公司估值:**我们预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.62 元。按照 10 年主营业务贡献的每股收益 0.50 元给予 20 倍 PE, 6-12 个月目标价 10.00 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:**公司产品销售受地产影响较大。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,413	1,386	1,796	2,217
同比(%)	8%	-2%	30%	23%
归属母公司净利润(百万元)	(11)	54	112	138
同比(%)			108%	23%
毛利率(%)	33.0%	34.3%	34.1%	34.0%
ROE(%)	11.8%	21.7%	23.0%	22.6%
每股收益(元)	(0.04)	0.24	0.50	0.62
P/E		37	18	14
P/B	5.2	4.5	3.9	3.5

资料来源: 中投证券研究所

一、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	766	560	36.9%
二、营业总成本	723	572	26.3%
其中: 营业成本	509	375	35.8%
毛利率(简单测算)	33.5%	33.0%	0.6%
营业税金及附加	4	3	
销售费用	163	144	12.8%
销售费用率	21.3%	25.8%	-4.5%
管理费用	47	45	5.0%
管理费用率	6.1%	8.0%	-1.9%
财务费用	0	5	
资产减值损失	-0	0	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	-0	
三、营业利润	44	-13	-439.9%
加: 营业外收入	2	1	
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	45	-12	-471.4%
减: 所得税费用	9	0	
综合所得税率	19.9%	0.0%	19.9%
五、净利润	36	-12	-397.4%
净利润率	4.7%	-2.2%	6.9%
归属于母公司净利润	35	-12	-390.6%
少数股东损益	1	-0	
少数股东损益占比	3.0%	0.7%	
六、总股本	223	172	
七、按期末股数简单每股收益:	0.16	(0.07)	
毛利率减销售费用率	12.3%	7.2%	5.1%

资料来源: 公司半年报

二、销售收入分产品

表 2: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
炉具	247	33.5%	31.1%	188	35.4%
烟机	237	32.1%	44.0%	164	31.0%
热水器	186	25.2%	44.8%	128	24.2%
其他	96	13.0%	27.4%	75	14.2%
小计	765	103.9%	37.6%	556	104.7%
公司内部相互 抵销	29	3.9%	-	25	4.7%
合计	736	100.0%	38.7%	531	100.0%

资料来源: 公司半年报

三、产品毛利率变化

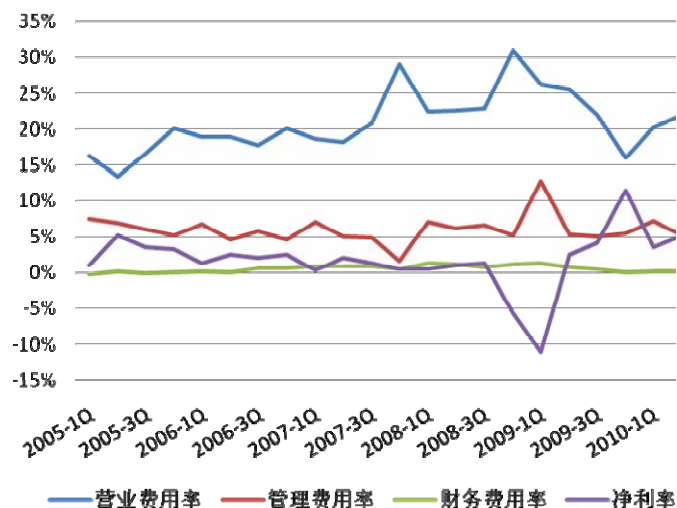
表 3: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率 (2010H1)	毛利率 (2009H1)	毛利率同比
炉具	40.8%	36.5%	4.3%
烟机	35.3%	33.4%	1.9%
热水器	24.9%	27.8%	-3.0%
其他	27.1%	26.2%	0.9%
合计	33.5%	32.2%	1.3%

资料来源: 公司半年报

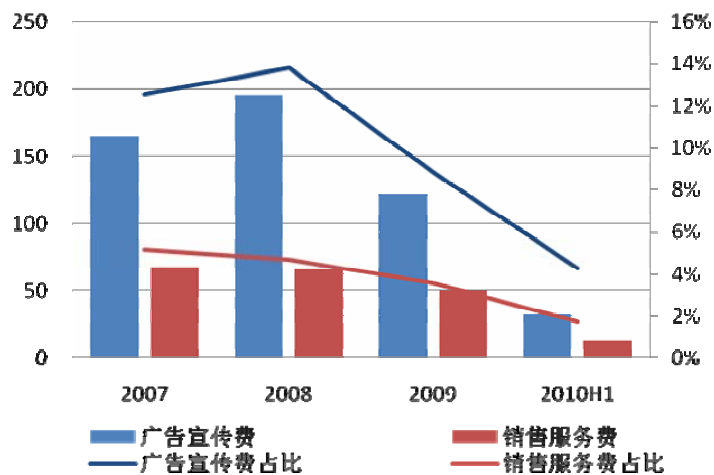
四、期间费用率变化

图 1：公司三项费用率与净利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2：光宣传费及销售服务费占比变化（单位：百万，%）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

五、盈利预测与估值

表 4: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	1,413	1,386	1,796	2,217
营业收入增长率	8%	-2%	30%	23%
二、营业总成本	1,424	1,325	1,675	2,050
其中: 营业成本	947	910	1,184	1,463
毛利率(简单测算)	33.0%	34.3%	34.1%	34.0%
营业税金及附加	6	7	8	9
销售费用	353	301	368	435
销售费用率	24.9%	21.7%	20.5%	19.6%
管理费用	88	88	104	125
管理费用率	6.2%	6.3%	5.8%	5.6%
财务费用	16	7	3	8
资产减值损失	14	13	8	10
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它	0	2	2	3
三、营业利润	-11	63	123	170
加: 营业外收入	6	5	19	5
减: 营业外支出	3	1	2	2
四、利润总额	-7	67	140	173
减: 所得税费用	4	13	25	31
综合所得税率	-52.8%	19.3%	18.0%	18.0%
五、净利润	-11	54	115	142
归属于母公司净利润	-10	54	112	138
净利润率	-0.7%	3.9%	6.2%	6.2%
少数股东损益	-1	0	3	4
六、总股本	223	223	223	223
七、每股收益:	-0.04	0.24	0.50	0.62
净利润增长率			108%	23%

资料来源: 公司半年报

我们预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.62 元。按照 10 年主营业务贡献的每股收益 0.50 元给予 20 倍 PE, 6-12 个月目标价 10.00 元, 维持“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434