



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 17 日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

推荐

华帝股份(002035.CH)

二股东清算注销, 股权关系理顺启动

投资亮点:

公司发布公告, 第二大股东“广东华帝经贸发展有限公司”于 12 月 14 日清算注销, 其所持 10.39% 股份转由自然人股东直接持有。我们认为此事件 1) 标志着公司股权关系理顺的启动, 使创业股东的利益与二级市场股东趋于一致; 2) 是引入内部制约和激励机制的开始。并无减持压力, 且明年更多资本运作可待。

重申“推荐”, 12 个月目标价位 20.15 元 (2011 年 30 倍市盈率), 目前价位仍可积极介入。

理由:

- 1、标志着股权关系理顺的启动, 创业股东的利益与二级市场股东趋于一致, 有利于业绩的释放。二股东注销后, 创业股东潘权枝直接持有公司股份 2.91%, 对应市值 1 亿; 黄文枝 (董事长)、邓新华、黄启均 (总裁)、关锡源 (副总裁)、杨建辉和李家康各直接持有公司股份 1.25%, 对应市值各 4500 万。
- 2、是引入内部制约和激励机制的开始, 有利于中长期经营和渠道管理改善。只有在直接持股、股东充分认识到个人财富增值的情况下, 内部制约才有望顺利推行和严格执行, 此外对管理层的激励机制也将更为顺畅 (现金分红或股权激励)。
- 3、股份无限售, 但并无减持压力。因为 1) 公司的变革才迈出第一步, 业绩释放和渠道管理改善尚未在股价和市值上充分体现; 2) 创业股东还间接通过大股东九州实业持股 28.86%, 绑定合作持股关系, 个人减持压制股价的可能性很小。
- 4、明年可待更多有利于股东利益的资本运作。

盈利预测调整:

维持盈利预测不变, 预计公司 2010-2012 年每股收益 0.51 (经营性 0.45), 0.67 和 0.89 元 (YoY114%、31%和 32%, 经营性利润 YoY83%、52%和 32%), 未来两年净利润复合增长有望超过 30%、经营性利润复合增长超过 40%。接下来重点关注年底费用预算会议, 明年业绩还有超预期可能性。

估值

目前股价对应 2010-2011 动态市盈率 31x 和 24x, 仍处于小家电板块低端 (明显低于苏泊尔 2011 年 28x 和爱仕达 36x, 老板 44x), 反映了市场对于公司的中长期变革和业绩持续高速增长仍然有分歧, 尚有较大提升空间。

风险: 公司治理和渠道改革进程; 房地产市场波动。

主要财务信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,413	1,386	1,648	1,975	2,412
(+/-%)	8%	-2%	19%	20%	22%
营业利润	-11	63	136	202	268
(+/-%)	-149%	698%	116%	49%	32%
净利润	-11	54	115	150	199
(+/-%)	-175%	-583%	114%	31%	32%
每股收益 (元)	-0.05	0.24	0.51	0.67	0.89
每股净资产 (元)	1.4	1.7	1.9	2.3	2.9
每股经营现金流 (元)	0.0	0.9	0.8	1.1	1.4
市盈率	-324.2	67.2	31.4	24.0	18.1
市净率	11.5	9.7	8.3	7.0	5.5
股价/经营现金	3,719.5	18.9	21.4	15.1	11.6
EV/EBITA	66.3	24.7	18.7	14.3	10.5
净资产收益率	-3.6%	14.7%	27.1%	29.6%	31.1%
投入资本回报率	-3.3%	14.2%	26.3%	28.8%	30.5%
股息收益率	0.0%	0.5%	1.5%	1.9%	1.9%

股票信息

股票代码	002035 CH Equity
当前股价 (人民币)	16.15
日成交量 (百万股)	4.46
52周最高价/最低价 (人民币)	17.2/6.154
总市值 (百万人民币)	3,606.30
发行股数 (百万股)	223
其中: 流通股 (百万股)	134
主要股东 (持股比例)	中山九洲实业有限公司 (28.86%)

最近估值走势

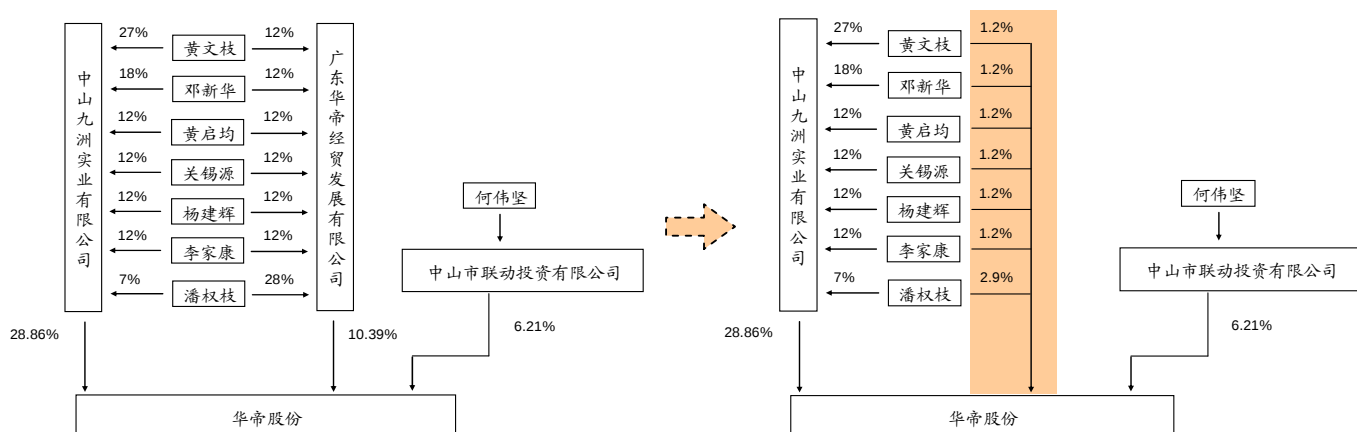
	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
华帝股份	-0.9	8.3	63.8	125.8
深证A指	5.2	5.1	16.4	11.8
家电行业指数	5.3	3.7	12.2	3.4

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 1：股权结构变化



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	1,413	1,386	1,648	1,975	2,412
(+/-%)	8%	-2%	19%	20%	22%
营业总成本	-1,424	-1,325	-1,512	-1,773	-2,144
营业成本	-947	-910	-1,108	-1,320	-1,607
销售费用	-353	-301	-291	-330	-390
管理费用	-88	-88	-96	-105	-124
财务费用	-16	-7	-2	-1	0
其他经营收益	0	2	0	0	0
营业利润	-11	63	136	202	268
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-2
净利润	-11	54	115	150	199
(+/-%)	-175%	-583%	114%	31%	32%
现金流量表					
经营活动现金流	1	191	168	239	311
投资活动现金流	-53	-26	-50	-50	-50
融资活动现金流	-16	-111	-58	-68	-67
货币资金增加额	-68	53	61	121	193
资产负债表					
总资产	815	874	990	1,172	1,438
流动资产	350	398	488	644	885
货币资金	111	239	299	420	614
应收帐款	79	43	49	59	72
存货	125	86	103	122	148
非流动资产	465	476	502	528	553
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	351	354	344	340	340
总负债	503	502	556	654	788
流动负债	476	496	553	652	786
短期借款	123	40	40	40	40
应付款项	284	302	368	438	533
预收帐款	47	84	99	119	145
长期负债	27	6	3	3	3
股东权益	312	372	432	517	650
实收股本	172	172	223	223	223
少数股东权益	2	8	9	10	12
财务指标					
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转天数	48	34	34	34	34
应收款项周转天数	24	17	17	17	17
应付款项周转天数	122	143	143	143	143
营业周期	-49	-91	-92	-92	-92
毛利率	33.0%	34.3%	32.8%	33.2%	33.4%
营业利润率	-0.7%	4.5%	8.2%	10.2%	11.1%
净利润率	-0.8%	3.9%	7.0%	7.6%	8.2%
总资产报酬率	-1.4%	6.1%	11.6%	12.8%	13.8%
净资产收益率	-3.6%	14.7%	27.1%	29.6%	31.1%
投入资本回报率	-3.3%	14.2%	26.3%	28.8%	30.5%
资产负债率	61.7%	57.4%	56.1%	55.8%	54.8%
全面摊薄每股收益	-0.05	0.24	0.51	0.67	0.89
全面摊薄每股净资产	1.40	1.67	1.94	2.31	2.91
摊薄每股经营现金流	0.25	0.00	0.85	0.75	1.07
市盈率	-324.2	67.2	31.4	24.0	18.1
市净率	11.5	9.7	8.3	7.0	5.5
股价/经营现金	3,719.5	18.9	21.4	15.1	11.6

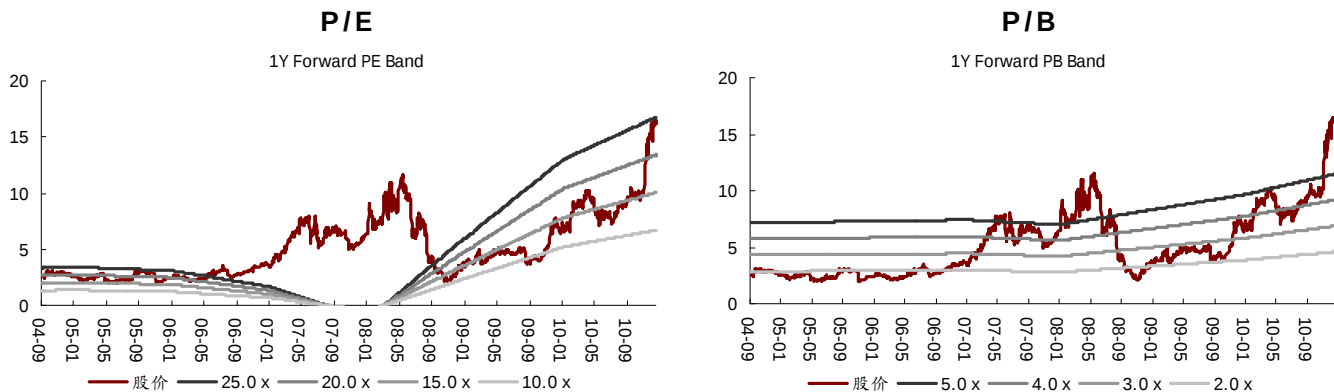
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR	
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	17.10	8,008	3,350	77%	4,219	26%	4,993	18%	0.98	1.24	1.46	17.4	13.8	11.7	22.1%	0.79
	000651.CH	格力电器	17.83	7,541	3,946	35%	4,686	19%	5,287	13%	1.32	1.57	1.77	13.5	11.4	10.1	15.8%	0.86
	600690.CH	青岛海尔	26.97	5,418	1,965	71%	2,563	30%	3,161	23%	1.47	1.91	2.36	18.4	14.1	11.4	26.8%	0.68
	600983.CH	合肥三洋	13.74	1,099	305	48%	402	32%	502	25%	0.57	0.75	0.94	24.0	18.2	14.6	28.2%	0.85
	000418.CH	小天鹅A	19.36	1,658	545	145%	749	37%	1,016	36%	0.86	1.18	1.61	22.5	16.3	12.1	36.5%	0.61
	000521.CH	美菱电器	12.49	686	363	21%	387	7%	482	24%	0.80	0.85	1.06	15.6	14.6	11.8	15.2%	1.03
	600336.CH	澳柯玛	8.19	419	73	40%	146	101%	127	-13%	0.21	0.43	0.37	38.4	19.1	22.0	32.2%	1.19
	000921.CH	ST科龙（经营性）	7.85	1,339	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	22.4	17.8	13.1	30.9%	0.73
	000921.CH	ST科龙	7.85	1,339	660	339%	770	17%	907	18%	0.49	0.57	0.67	16.1	13.8	11.7	17.3%	0.93
A股平均													15.7	12.6	10.6			
黑电	000100.CH	TCL集团	3.54	2,252	639	36%	789	23%	814	3%	0.15	0.19	0.19	23.5	19.0	18.4	12.8%	1.83
	600839.CH	四川长虹	3.96	1,692	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	68.2	43.1	33.9	41.8%	1.63
	000016.CH	深康佳	5.19	788	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	58.0	38.4	23.8	56.1%	1.03
	600060.CH	海信电器	12.91	1,679	620	24%	743	20%	874	18%	0.72	0.86	1.01	18.0	15.1	12.8	18.7%	0.97
A股平均						24%		28%		17%			27.9	21.8	18.7			
小家电	002242.CH	九阳股份	16.33	1,865	689	13%	830	20%	981	18%	0.91	1.09	1.29	18.0	15.0	12.7	19.3%	0.93
	002403.CH	爱仕达	18.40	663	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	54.4	36.3	24.7	48.4%	1.12
	002032.CH	苏泊尔	25.38	2,199	402	30%	517	29%	651	26%	0.70	0.90	1.13	36.4	28.3	22.5	27.2%	1.34
	002035.CH	华帝股份	16.15	541	115	114%	150	31%	199	32%	0.51	0.67	0.89	31.4	24.0	18.1	31.5%	1.00
	002508.CH	老板电器	41.43	995	125	53%	152	22%	188	23%	0.78	0.95	1.17	53.0	43.5	35.3	22.6%	2.3
	000533.CH	万家乐	11.11	1,152	228	18%	319	40%	407	28%	0.33	0.46	0.59	33.7	24.1	18.9	33.6%	1.00
A股平均						26%		29%		25%			30.5	23.7	18.9			
H股 白电	1169.HK	海尔电器	7.89	2,171	849	102%	1,214	43%	1,584	31%	0.40	0.56	0.74	20.0	14.0	10.7	36.6%	0.55
	0921.HK	海信科龙	4.82	1,339	767	349%	939	22%	1,106	18%	0.57	0.69	0.82	8.5	6.9	5.9	20.1%	0.42
	0921.HK	海信科龙（经营性）	4.82	1,339	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	12.1	9.6	7.1	30.4%	0.40
	0449.HK	志高控股	6.24	622	421	34%	492	17%	528	7%	0.61	0.72	0.77	10.2	8.7	8.1	12.0%	0.85
H股平均													12.7	9.8	7.9			
黑电	0751.HK	创维	4.54	1,503	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	12.6	10.3	9.3	16.1%	0.78
	1070.HK	TCL多媒体	3.08	430	-905	-328%	391	143%	585	50%	-0.83	0.36	0.54	-3.7	8.6	5.7	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.48	1,054	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	67.3	39.1	23.2	70.3%	0.96
H股平均													25.4	19.3	12.8			
美国	WHR.US	Whirlpool	87.21	6,630	711	117%	668	-6%	873	31%	9.35	8.78	11.48	9.3	9.9	7.6	10.8%	0.87
	UTX.US	United Technology	78.95	72,903	4,363	14%	4,827	11%	5,412	12%	4.72	5.23	5.86	16.7	15.1	13.5	11.4%	1.47
	GE.US	GE	17.49	186,351	11,774	7%	13,014	11%	16,145	24%	1.11	1.22	1.52	15.8	14.3	11.5	17.1%	0.93
国际平均													14.0	13.1	10.9			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	188.20	8,506	4,641	78%	4,814	4%	5,290	10%	15.48	16.05	17.64	12.2	11.7	10.7	6.8%	1.80
	ARCLK.TI	Arcelik	7.44	3,307	534	10%	530	-1%	560	6%	0.79	0.78	0.83	9.4	9.5	9.0	2.3%	4.01
	DLG.IM	De'Longhi	5.89	1,166	72	122%	78	9%	92	18%	0.48	0.52	0.62	12.3	11.3	9.6	13.2%	0.93
	SK.FP	SEB	77.79	5,147	243	66%	261	7%	288	10%	4.86	5.22	5.76	16.0	14.9	13.5	8.8%	1.82
	PHIA.NA	Philips	22.50	29,375	1,699	314%	1,909	12%	2,133	12%	1.72	1.94	2.16	13.1	11.6	10.4	12.0%	1.08
国际平均													12.6	11.8	10.6			
日本	6502.JP	Toshiba	439	22,141	83,610	523%	131,323	57%	159,731	22%	19.73	30.99	37.69	22.2	14.2	11.6	38.2%	0.58
	6367.JP	Daikin Industries	2893	10,093	30,395	57%	52,953	74%	68,100	29%	103.70	180.66	232.33	27.9	16.0	12.5	49.7%	0.56
	6752.JP	Panasonic	1177	34,366	108,815	205%	158,993	46%	185,000	16%	44.36	64.81	75.42	26.5	18.2	15.6	30.4%	0.87
	6758.JP	Sony	2976	35,583	84,123	306%	149,950	78%	190,900	27%	83.74	149.27	190.03	35.5	19.9	15.7	50.6%	0.70
	6753.JP	Sharp	828	10,946	30,855	602%	32,485	5%	45,565	40%	27.78	29.25	41.02	29.8	28.3	20.2	21.5%	1.38
国际平均													28.4	19.3	15.1			
韩国	066570.KS	LG Electronics	115500	14,494	460,296	-78%	1,484,839	223%	2,210,000	49%	3,182	10,265	15,278	36.3	11.3	7.6	119.1%	0.30
	005930.KS	Samsung Electronic	911000	116,418	15,311,202	59%	15,202,032	-1%	17,654,536	16%	103,946	103,205	119,855	8.8	8.8	7.6	7.4%	1.19
国际平均													22.5	10.0	7.6			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED