



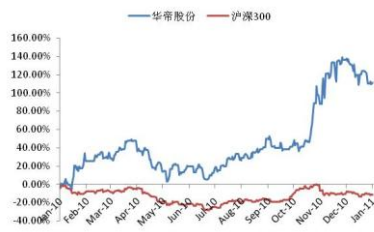
华帝股份 (002035):

进军整体厨房 持续受益消费升级

消费类-厨卫家电

首次评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
华帝股份	-11.3	47.3	110.6
沪深 300	-3.6	-2.5	-11.1

市场数据 2011.1.12

当前价格 (元)	14.55
52 周价格区间 (元)	6.83-17.2
总市值 (百万)	3249.06
流通市值 (百万)	3249.06
总股本 (万股)	22330.31
流通股 (万股)	22330.31
日均成交额 (百万)	71.66
近一月换手 (%)	32.64

相关报告

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

证书编号: S0350209030572

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

- 我国厨卫家电市场空间巨大, 具有千亿级的产业规模, 正在向品质化、精细化和节能环保的方向发展, 专业化龙头公司的优势初步形成。在城乡房屋装修需求和厨卫电器一体化等升级需求驱动下, 行业有望保持快速稳健增长态势。
- 公司长期专注于厨卫产品领域, 业务线齐全均衡, 形成了以燃气灶具为龙头, 吸油烟机、热水器和消毒柜等多业务并举的格局, 产品配套能力很强。
- 在消费升级的大背景下, 公司努力顺应市场需求, 产品结构不断升级, 正在积极拓展和住房精装修相关的整体厨卫业务, 志在成为我国厨卫产品整体解决方案的主流提供商, 从而可以持久的分享我国厨卫家电消费升级的果实。
- 研发设计实力领先, 产能强大, 成本整体可控。渠道建设日趋完善, 代理和 KA 的渠道体系均衡发展, 在三四线市场的渠道下沉基础尤为扎实。
- 公司的费用控制和激励不足制约了前几年的发展, 净利润率明显落后于业内可比公司, 近年来已开始明显改善, 费用控制对净利润率的提升效果正在显现, 有望向业内平均水平靠拢。此外, 公司股东管理思想向好, 市值管理将受到更多重视。
- 10、11 年 EPS 预计分别为 0.47、0.54 元, 对应的动态市盈率分别为 31、27 倍。目前 A 股中小企板 2010、2011 年动态市盈率分别为 40.2、29.2 倍, 考虑到公司的消费品属性和因费用控制导致的净利润率提升预期, 估值优势明显。我们看好公司的长远发展前景, 首次给予其“增持”评级。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1,311	1,413	1,386	1,667	1,994	2,386
营业利润 (百万元)	22	(11)	63	117	157	198
净利润 (百万元)	15	(11)	54	105	121	153
摊薄每股收益 (元)	0.07	(0.05)	0.24	0.47	0.54	0.69
摊薄每股净资产 (元)	1.92	1.81	2.12	2.26	2.42	2.63
加权平均 ROE (%)	4.2	-4.4	14.9	21.5	23.1	27.1

我国厨卫家电行业的龙头公司之一

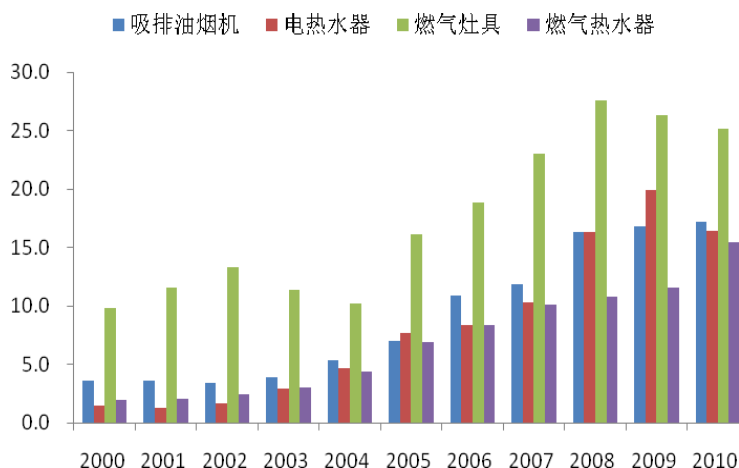
公司是国内知名的厨卫家电产品生产和销售企业。以燃气灶具业务为基础，经过十多年的持续发展，公司的业务线在厨卫产品领域内不断调整和延伸，形成了以燃气灶具为龙头，抽油烟机、燃气热水器、电热水器、太阳能热水器、整体橱柜和消毒柜等产品并举的多业务格局。

公司产品多达 500 多个品种，起家业务燃气灶具年产量连续九年位居中国产销量第一，是中国灶具第一品牌；燃气热水器进入全国行业三强，抽油烟机进入行业四强，并在积极拓展和住房精装修相关的整体厨卫业务。在消费升级的大背景下，公司正在努力顺应市场需求，产品结构不断升级，渠道建设日趋完善，正在成为我国厨卫家电行业的代表公司之一。

厨卫家电市场空间巨大，发展稳健，龙头公司的优势初步形成

顺应美好家居生活的消费升级需求，行业规模庞大且发展稳健

图 1 我国主要厨卫家电产量已达到千万级规模 单位：百万台



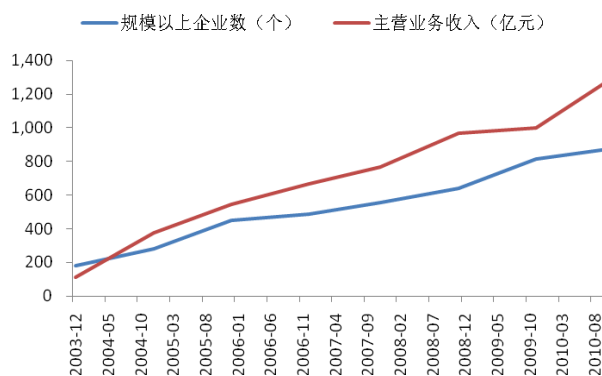
资料来源：国家统计局、国海证券研究所

公司主导产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜等厨卫家电的大部分需求产生于房屋购置和改善后的厨房装修环节，具备一定的“家具”属性，且与房屋装修风格及消费者消费观念的发展变化密切相关。近年来我国相关行业发展迅猛，厨房电器行业已具备近千家厂商和超过 1400 亿元的产销规模，主要产品的年产量都在千万台以上，家用燃气灶具更是接近 3000 万台，市场容量相当庞大。在消费升级背景下，随着居民对

品质生活日益重视，在满足功能需求的基础上，消费者对其外观以及整个家居装修品位的一致性要求日益提高，受此驱动厨电行业在满足功能需求的基础上正逐渐向品牌化、高端化方向发展。

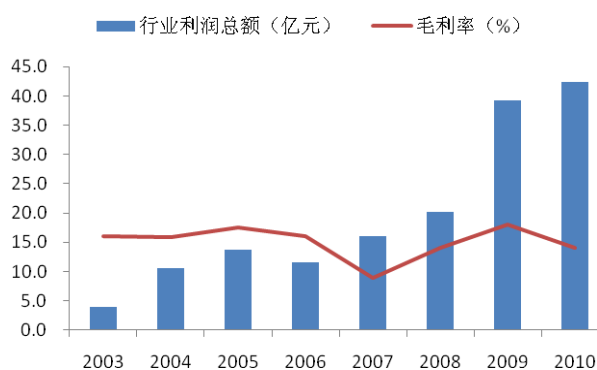
此外，从历史经验观察，厨卫家电行业的景气度和住宅销售情况呈现明显的正相关关系，2008 年行业曾经在严厉的房地产调控政策下面临较大压力。我们认为在我国城市化率不断提升和由此带来的房地产新增与改善需求的持续拉动下，厨卫家电行业有望整体保持稳健增长。

图 2 我国厨房电器行业近年来发展迅猛



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3 厨房家电行业的利润总额稳步增长，毛利率稳定



资料来源：Wind，国海证券研究所

厨房家电主要由“烟灶消”（燃气灶、吸油烟机、消毒柜）3 大件以及电饭煲、豆浆机等小家电组成。

燃气灶：天然气和液化石油气相对于煤炭、秸秆等具有环保、热值高、洁净等优势，西气东输等战略工程也为人口密集的东部地区消费天然气奠定了基础。国家能源发展“十一五”规划明确提出了加大天然气消费力度的预期，2010 年国内天然气产量预计将达到 920 亿立方米，占一次能源消费总量的 5.3%。预计未来随着天然气在我国能源消费结构中的比重逐步提高，相关燃气灶产品市场将会稳健发展，市场规模在 2500 万台的基础上继续以 5% 左右的速度稳步增长，仅一二线城市的行业规模就在百亿以上。

此外，近年来能够与整体橱柜相配套，同时具备美观、易清洁、环保健康等功能的高档嵌入式燃气灶逐步替代传统台式燃气灶的趋势明显，2009 年占整个燃气灶市场份额已经超过 80%。

吸油烟机：我国居民烹调有油大火大的特点，对排烟要求较高，因

而大风量、低噪声、更加节能环保代表着行业发展的方向。随着国民经济的发展与生活水平的提高,和厨房整体配套以及品质、时尚、个性都成为消费者选择品牌的重要考虑,目前外观较为典雅时尚的欧式机已经占据一半以上的份额,消费行为日趋品牌化。根据中怡康时代预测,2010 年、2011 年、2012 年,国内吸油烟机一二线城市市场将突破 1100 万台,零售额有望分别达到 145.4 亿元、157 亿元、171 亿元,市场增速为 8-9%,高端市场占比将进一步提高。

消毒柜:国内消毒柜行业萌芽于 1990 年左右,2003 年的“非典”更是行业发展的催化剂,使国内居民健康意识大幅提高,消毒柜行业也迎来了高速发展时期。目前年销售规模在 500 万台以上,零售市场销售在 50 亿元以上,国内家庭每百户消毒柜拥有率在 10%-20%之间,市场空间广阔。未来 3 年将会以快于烟灶产品的速度增长,中怡康预计年增速在 7-16%之间。

热水器:包括燃气热水器、太阳能热水器和电热水器三大类,目前每年的销售量超过 1300 万台。在我国大中城市家庭拥有率接近饱和,中小城市普及率也超过 80%,但农村家庭拥有率仅为 10-20%,在农村消费升级和家电下乡等因素驱动下,存在着巨大的发展空间。作为目前世界上最为成熟的太阳能利用产品,太阳能热水器因其环保、廉价的显著优势,代表着未来的发展方向。

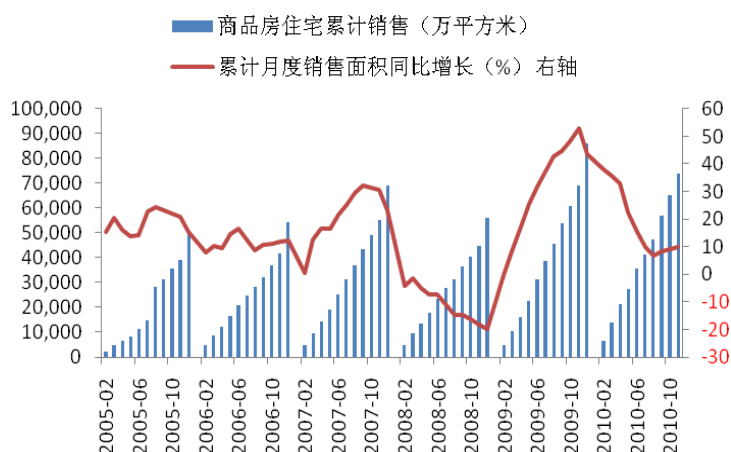
整体厨卫:随着居民对厨卫整体性和美观性的要求提升,整体厨卫行业需求应运而生。它是由厨卫电器、厨卫用品等系统搭配成为的一个整体,其中厨卫电器是整个系统的核心。其技术竞争主要集中在材质选择和整体设计两方面:整体设计主要是整体视觉效果和人性化,材质的选择包括面材的选择和五金件、厨卫电器的选择。综合来看,整体厨卫行业在我国还处于发展初期,行业洗牌尚不充分,尽管各有一批综合性和专业型的家电生产企业宣布进入,但目前没有出现全国性的整体厨卫产品的品牌和规模化的生产企业。行业集中度不高,据估计年市场需求在 300 万套以上。

综合来看,随着我国居民收入水平提升和城乡消费升级的进程持续,特别是随着商品房住宅销售面积逐步走出 08 年的谷底,厨卫家电市场有望整体保持稳健发展态势。其中烟灶产品已经成为城镇家庭的必需品,随着住房结构和消费习惯的改变,农村家庭对烟灶产品的需求也

必然稳步提升。此外，由于和房屋装修密切正相关和对家居无油烟环境的重视，烟灶产品配套购买渐渐成为趋势，2009 年燃气灶与油烟机产量比值为 1.43。

目前仅厨房家电（不含燃气及太阳能类器具）就有超过 1300 亿元的行业规模，再加上燃气及太阳能类器具以及分散但前途广阔的整体橱柜。总体市场规模在 2000 亿元以上。而业内的领先公司销售收入目前处于 10-20 亿元水平，随着行业洗牌后导致的行业集中度提升，在下一个 10 年有望诞生百亿级的厨卫家电巨头。

图 4 我国商品房住宅销售情况已经走出 2008 年的谷底



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

华东和华南两大优势产业集群初步形成

厨卫产品整体上属于劳动密集型产业，主要面向家庭、餐馆、酒店、美容美发等场所，下游较为分散，并具有较强的应用特性，市场广阔而需求稳定。经过数十年的发展，行业基础技术已经成熟，进入的技术、资金门槛较低，平均利润率相对大型家电较高，周期也相对较短，因而新厂商不断进入，国外著名家电企业也纷纷在国内投资建厂，市场竞争日趋激烈，目前几个子行业中都有大量参与者，仅灶具厂商就有 1000 家左右，吸油烟机等也都有 300 家以上。尽管市场竞争激烈，但行业发展并不均衡，集中度不高，像彩电、冰洗等具备寡头垄断特征的强势品牌尚未出现，资本运作层面的行业整合有待于进行。

经过多年的竞争，目前国内厨卫行业的主流品牌企业数量在 10 家左右，其销售渠道基本覆盖全国，合计约占有 60-70% 的份额，但尚未出现压倒性优势的品牌。这些企业大多集中于我国的“长三角”和“珠三角”。

角”，如老板、方太、西门子等集中在长三角，而美的、华帝、万家乐、万和等集中在珠江三角洲。两个地区的企业在人才、产品开发、设备、配套能力等方面均具备较强的竞争力，形成了相对于其他地区的优势产业集群，因此我国厨电行业的竞争很大程度上体现为这两大地区在产品创新能力、生产规模、营销及售后服务等方面的竞争。长三角企业产品结构相对高端，制造管理上占有；而珠三角则对市场感觉更为敏锐，以营销管理见长，两大区域整体处于攻守平衡的态势。

此外，受利润率相对较高的吸引，近年来西门子、美的、海尔等综合家电厂商纷纷进入厨电行业，凭借资金、销售网络方面的优势，向专业厨电品牌发起挑战。虽然目前其市场占有率与专业厨电品牌仍存在较大差距，但未来凭借其强大的资本力、品牌力和渠道掌控力也会对专业厨电厂商形成威胁。

消费升级背景下的厨卫家电需求持续而强劲

随着我国居民收入水平不断提高和城镇化进程加速，新增和改善型房地产需求也将持续增长，消费者在享受越来越品质化的居住环境时，必然要求厨房装修及厨卫电器更加品质化和精细化，具备一定的改善厨房环境和节能环保性能，真正符合“美丽、健康和快乐”的消费升级方向。在人们对品质和健康生活不懈追求的驱动下，厨电产品必然会向品牌化、个性化、高端化、专业化和更加节能环保的方向发展，注重上述核心竞争力要素培育的品牌优势企业市场份额将进一步上升，有望持续分享我国厨卫家电消费升级的盛宴。

业内的主要竞争压力来自于专业厨卫电器制造商

小家电领域的利润情况普遍要好于大家电，因此海尔等大家电厂商在厨卫家电领域的进入对公司形成一定挑战，美的等进攻性较强的品牌冲击很大，但目前此类公司的产品多集中于低端，在专业化程度和品牌认知度方面还略逊一筹。在代表着行业升级方向的高端市场方面，西门子、方太、老板是公司主要的竞争对手。

国外品牌在国内市场份额有限，一方面是因为民族家电资本经过多年的积累力量对比已今非昔比，另一方面也是在渠道、售后服务、价格等方面确有不足，特别是在代表未来方向的整体厨房领域，其配套能力

普遍不强，难以获得开发商的青睐。

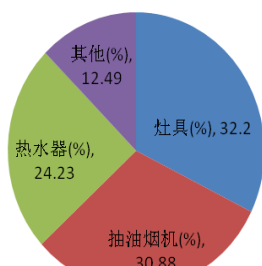
公司产品线齐全，是我国厨卫家电行业的代表公司之一

产能强大，研发实力雄厚，产品线齐全

公司从燃气灶和燃气热水器业务起步，经过十多年发展，在厨卫产品领域内不断地调整和延伸，形成了以燃气灶具为龙头，吸油烟机、燃气热水器、电热水器、太阳能热水器、橱柜、消毒柜等多产品并举的业务格局。公司旗下各业务和主要市场相对均衡，呈现全面增长态势，是我国厨卫家电行业的代表公司之一。

图 5 公司旗下各业务线均衡发展(2010 中报数据)

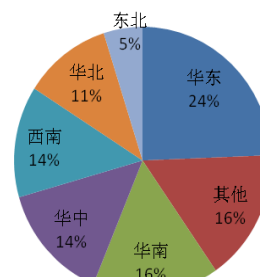
灶具(%) ■ 抽油烟机(%) ■ 热水器(%) ■ 其他(%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6 公司全国市场比重(2010 中报数据)

华东 ■ 其他 ■ 华南 ■ 华中 ■ 西南 ■ 华北 ■ 东北



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司产能强大，位于中山小榄的华帝工业园占地 25 万多平方米，是亚太地区最大的厨卫产品生产基地，可以支撑 50 亿元的销售规模。全部产品年销量超过 230 万台，其中灶具 150 多万台，多年来位居燃气灶第一名，并通过开发“聚能灶”等新产品在燃气领域奠定了牢固的综合优势；热水器 45 多万台，抽油烟机 36 多万台。根据中怡康发布的数据，2009 年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%；燃气热水器产位居行业第九，市场占有率为 4.55%；相对较新的消毒柜产品的销量也明显提升，上升到行业第六，市场占有率为 4.84%。综合来看，公司“烟灶消热”4 大业务线呈现全面增长态势。

公司在燃气具技术方面积淀深厚，具有领先业内的研发实力，技术储备雄厚，研发投入每年 2000 多万元，拥有 200 多人的研发团队和世界领先的低氮氧净燃烧、智能仿真控制、离子感应式意外熄火保护等高

端技术，保有多项相关专利，开发的聚能燃烧技术通过对预混、燃烧结构的创新，将热效率由行业国标的 50% 提高到 68%，大幅节省了能源消耗，代表了未来消费的方向。作为消费升级替代产品的“聚能灶”比重日益增大，年销量有望突破 15 万台。2009 年起公司还在精益生产、供应商管理等方面大力改进，在成本控制和物流、存货管理方面取得了明显的进步。

凭借雄厚的燃气具技术，公司先后为九、十、十一全运会、2009 香港东亚运动会、亚运会研发制造火炬，以“祥云”火炬中标 2008 年北京奥运会独家燃气具供应商标志着公司在燃气具应用方面达到新高度，并拥有中国唯一的奥运火炬典藏馆。

原材料成本整体可控

厨卫家电的主要原材料为冷轧板、不锈钢板、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀等，占总成本的 90% 左右，其中钢材、铜材、铝、玻璃、塑料等大宗产品的价格波动对公司影响较大。公司通过加强对采购流程的控制和对原材料市场的走势判断，尽量弱化不利影响。此外，公司在业内具有一定的品牌，因而对上下游形成了一定的议价能力，加上销售规模的扩大带来的规模效应，持续不懈的研发投入也使单位生产成本不断降低。总体看来，在上述因素的协同效应下，公司成本整体可控。

品牌基础好，代理和 KA 的渠道体系均衡发展

公司品牌“华帝（Vatti）”深入人心，热水器、灶具、家用橱柜为国家质检总局评选的“中国名牌产品”，抽油烟机为“国家免检产品”。品牌覆盖范围广，不仅在一二线城市用户广泛，值得一提的是在三四线市场深耕多年，有 60% 的终端位于此，群众基础相当好，可望较大幅度的受益于小城镇等大众消费升级的过程。

公司上市时已在全国建立了由 29 个省级区域营销中心，179 家一级经销商、3000 多个销售网点（其中包括属于公司经销商 1200 多家专卖店）组成的多层次营销网络体系，销售网络覆盖了国内全部主流销售渠道。早期是单一的总代理销售模式，这在市场拓展初期的确有较快的扩张效率，但也有品牌建设差、渠道控制力弱等明显弱点。后来根据市场发展的需要不断探索新的营销模式，现在已经形成了直营、特许连锁

专卖店、KA 市场、直供、直销等多渠道并举的销售模式，前两种方式目前贡献了主要的收入。直营直供直销目前的销售规模在 1000 万元左右，正在为缩短供应链条、拉近客户距离和实现渠道进一步扁平化积极探索。

近年来，公司付出大量工作致力于渠道升级，KA 渠道（指国美、苏宁、百安居、五星等家电连锁卖场）对 4 大主营业务（烟灶消热）的贡献逐年提升，2009 年销售占比已达 44.85%。KA 渠道高歌猛进的同时，传统的专卖店渠道建设也稳步推进，2010 年在国内新增约 600 家专卖店，专卖店总数达到约 3000 家。

随着一二线市场的饱和和燃气具家电下乡的启动，公司未来将把乡镇经销商的建设作为重中之重，大力推进渠道沉降。据测算全国有 10000 多个具有相应消费能力的乡镇，公司传统产品的主要增长点在此。公司将逐步建立覆盖我国主要经济区域、营销模式多样和深度足够下沉的立体营销体系。

拟大举进军前景广阔的整体厨房业务，产业链配套能力占优

随着消费升级的进行，居民对厨卫用具的功能性、整洁性和美观性统一提出了更高的要求，厨卫电器行业往整体化发展的趋势明显。而房地产市场也出现了一次开发时精装修比重提高的趋势，从国际经验来看我国精装修住房的比重将大幅度提升，业内的标杆企业如万科和中海都表示将逐步提高新交付住宅的精装修率，未来 3-5 年有望达到 30-50%。公司拟大规模介入房地产直销渠道，通过和重点开发商中建立战略合作关系先期占据制高点，目前已经和中海地产开始合作，为其楼盘精装修提供厨卫解决方案。连续进入 3 年的供应商以后可以不经竞标直接进入采购名单。

另一个开拓重点将是个人客户的整体厨房销售，业务模式是根据实际情况设计个性化方案，给出客户几个可选方案，选定后再嵌入各种家电。该业务毛利率普遍较高，但与设计和销售相关的人力成本也相应增大。整体橱柜市场空间巨大，约有上千亿的市场规模，良好的市场前景和利润率吸引了大量厂商进入，目前有 3 千家公司从事该业务，竞争激烈而粗放，没有领导性品牌，标准正在形成中。公司在厨卫电器方面积淀深厚，几大系列都有自己的拳头产品，配套能力非常强，除了卫浴陶

瓷之外的厨卫产品基本上都可以做，并且在水槽、五金件等方面的业务能力也在快速成长，有望向厨卫家电整体解决方案提供商的方向发展。长期来看，与整体厨房相关的业务有望占到全部销售规模的 30%。

公司管理思想向好，市值管理将受到更多重视

公司的实际控制人是黄文枝、黄启均、何伟坚等 8 个自然人，通过中山九洲实业有限公司、广东华帝经贸发展有限公司和中山市联动投资有限公司间接持有超过 45% 的股份，董事长黄文枝实际持有约 9% 的股份，股权相对分散，因此做大业绩和市值的动力显得不足；并且，多年来对资本运作方面并不擅长，和资本市场沟通的有效性也相对较低，市值管理意识更是相对滞后。

但这些情况都在近两年得到明显改观，首先在业绩增长方面董事会明确提出了要求。2010 年 3 月，公司通过了 2010 年度经营层及管理层的激励预案，拟定 2010 年经营目标为营业收入 16.34 亿元，净利润 9300 万元，如完成比例低于 50%，则高管年薪将下降 20%。预案中明确提出对公司经营层及管理层的激励方式。在经营目标达成度为 50% 至 100% 之间时，管理层年薪无变化；而如果完成度超过 100%，则管理层可以获取公司 2010 年度净利润总额的 5% 作为薪酬奖励。

2010 年 12 月 14 日，第二大股东广东华帝经贸发展有限公司清算注销，其所持 10.39% 股份转由 7 个自然人股东直接持有，这标志着公司已经意识到直接持股对股东个人财富效应的体现更加直接。这些举动都明确了未来提高业绩和市值的管理思想。

出售土地资产提供 1630 万元一次性收益

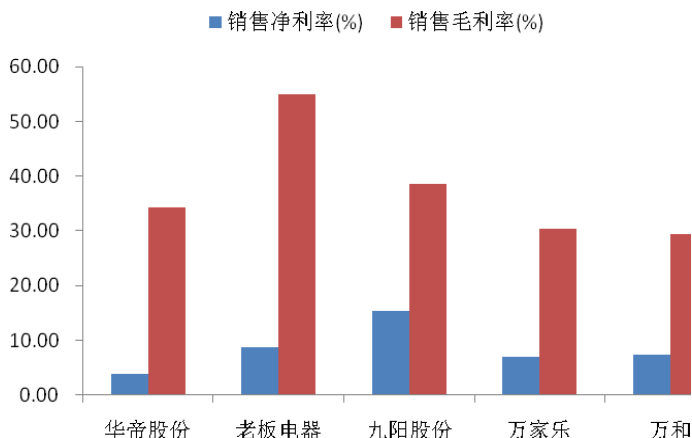
2009 年 12 月 23 日，公司将旧厂区四宗土地使用权及其地上房屋建筑物所有权以 6000 万元价格出售给中山市小榄镇城建发展总公司，出售产生的损益为 1630 万元，可为 2010 年业绩提供相应的一次性收益。

管理水平存在可提升空间，控制费用取得初步效果

经过世纪之初的几年稳定发展后，公司 2006 年销售收入突破 12 亿元，此后至今步入瓶颈期，在 12-14 亿元之间徘徊，净利润率（4% 左右）

也明显低于业内可比上市公司（九阳股份 15.4%、老板电器 8.8%）。除了前面分析的创始股东相对分散和管理层激励不足，导致其做大业绩和市值的动力较弱之外，市场拓展乏力和费用控制不力是主要的原因。中标奥运会之后的相关推广营销费用和 KA 渠道费用较高也是重要因素。

图 7 公司的净利润率明显落后于可比公司



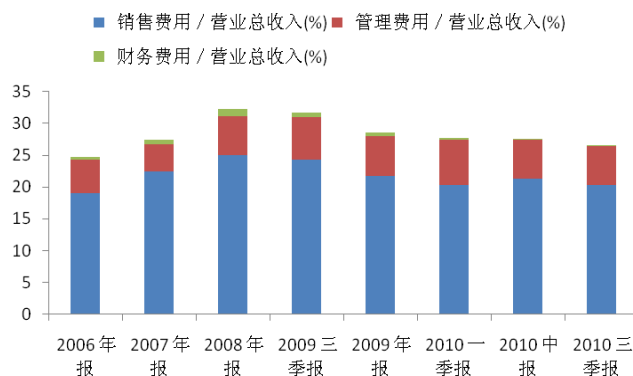
资料来源：Wind，国海证券研究所

从毛利率对比来看，其实并不显著落后，特别是和业务结构较为类似的万家乐，其热水器灶具业务的毛利率约为 24%，甚至落后于公司，但其净利润率却能达到 7%，其中费用控制的作用显而易见。近期即将上市的万和电气以燃气热水器为主打业务，成本结构和公司类似，其毛利率尚不足 30%，但凭借 13.1% 的销售费用率实现了 8% 的净利润率，由此可见公司降低费用水平的空间。

公司已经认识到控制费用的战略意义，并且已经付诸实践，对终端费用、广告宣传促销等费用加强控制，减少了无效广告投放，同时强化了各项预算管理的有效执行。在这些措施的累积效应下，2010 年 3 季报销售费用率、管理费用率较上年同期分别降低 4% 和 0.65%，公司净利润率也明显提升，前三季度已经攀升至 4.77% 的近期新高。

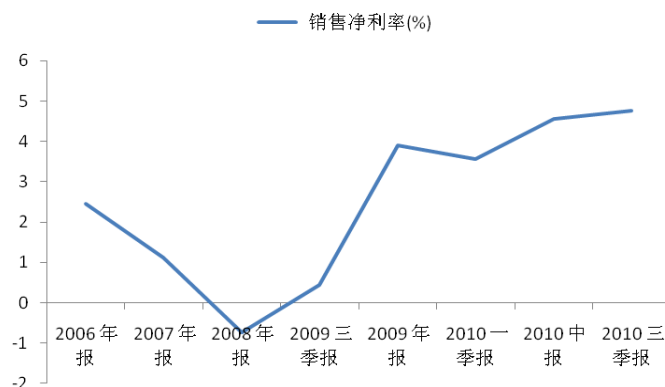
根据历史经验和行业发展趋势展望，厨卫电器行业的长期平均净利润率会接近 7-8% 的区间，老板电器和九阳股份都超过了该水准。公司虽然产品结构高端程度等弱于两者，但作为业内规模和地位类似的企业，长期来看不应有显著的差异。通过良好的费用控制，和公司业务可比性较强的万和电气达到了 8% 的水平。公司费用控制正处于进行时，随着公司产品结构日趋升级特别是整体厨房业务的放量，我们认为公司的净利润率水平有望向行业标杆水平靠拢。

图 8 公司的各项费用控制效果开始显现



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 9 费用控制后的公司净利润率攀升至近年来新高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

盈利预测

盈利预测主要假设:

- 1、根据宏观经济运行趋势和前几年行业增长情况，公司 2010 年灶具销量 110 万台，此后保持 10% 的销量增长；吸油烟机和热水器销量分别年均增长 10% 和 8%。产品整体售价年均递增 10%。
- 2、2010 年整体毛利率 34.6%，2011 年毛利率 35.0%。
- 3、2010 年销售费用率 21.1%，管理费用年均增长 12%，因带息负债基减少明显，财务费用大幅降低至 200 万元。
- 4、2010 年土地转让收入入账一次性收益 1630 万元；综合所得税率 22%。

表 1 2006 - 2011 年实际盈利及预测表:

单位: 人民币百万元

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,215	1,311	1,413	1,386	1,667	1,994	2,386
销售成本	870	920	947	910	1,091	1,296	1,549
毛利	345	391	466	476	577	699	837
毛利率	28.4%	29.8%	33.0%	34.3%	34.6%	35.0%	35.1%
期间费用	300	360	457	395	452	533	627
期间费用率	24.7%	27.5%	32.3%	28.5%	27.1%	26.7%	26.3%
营业利润	38	22	(11)	63	117	157	198
营业利润率	3.2%	1.7%	-0.7%	4.5%	7.0%	7.9%	8.3%
税前利润	40	23	(7)	67	136	157	198
所得税	10	8	3	13	30	34	44
归属母公司的净利润	28	15	(11)	54	105	121	153
净利润率	2.3%	1.1%	-0.8%	3.9%	6.3%	6.1%	6.4%
EPS (摊薄)	0.12	0.07	(0.05)	0.24	0.47	0.54	0.69
P/E		219.2	(292.2)	60.5	30.9	26.8	21.2

资料来源：国海证券研究所

投资建议

我国厨卫家电行业规模巨大，在城乡消费升级的背景下具有持久的发展动力和产业集中度提升空间。公司经过多年的积累，品牌具有较好的群众基础，产品线齐全，烟灶消热 4 大业务都有较为均衡的发展。在全国范围内渠道不断下沉，已经形成了品牌、产能、研发设计和渠道等综合优势，并在积极拓展和住房精装修相关的整体厨卫业务，志在成长为厨卫家电整体解决方案提供商，从而持续分享消费升级的果实。

因费用控制不力和动力不足等因素，目前公司的净利润率明显落后于业内可比公司，管理层对此已经开始切实转变观念。在一系列相关措施的改善下，费用正在得到严格的控制，净利润率正处于提升通道中，未来几年业绩可望继续保持快速、稳健增长。

根据现有业务的发展情况预测，10、11 年 EPS 预计分别为 0.47、0.54 元，按照目前 14.5 元的股价和 2.23 亿的总股本，2010、2011 年的动态市盈率分别为 31、27 倍。目前 A 股中小企板 2010、2011 年动态市盈率分别为 40.2、29.2 倍，考虑到公司的消费品属性和因费用控制导致的净利润率提升预期，估值优势明显。我们看好公司的长远发展前景，首次给予其“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。