

华帝股份 (002035.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

向上修正业绩预增幅度，持续改善趋势显著

事件

华帝股份公告向上修正 2010 年业绩预增幅度：对于归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度由三季报披露的 90%-120%向上修正为 125%-135%。

评论

2010 年扣除土地出让收益的净利率估计为 6.4%，盈利能力较 09 年显著上升：根据公告披露的业绩增长主要原因，我们估算公司 2010 年收入为 16.4 亿、同比增长 18%；毛利率 34.7%，同比提高 0.3 个百分点；销售费用率 20%、同比下降 1.7 个百分点；含土地出让收益的净利润为 1.25 亿、净利率 7.6%、EPS0.56 元；扣除土地出让收益后的净利润为 1.05 亿、同比增长 95%、净利率 6.4%、EPS0.47 元。相比于 08 年的亏损、09 年净利率 3.9%，公司经过 2010 年的改善，盈利能力再一次显著上升 2.5 个百分点。（详见图表 1 公司三张报表及预测摘要）

年初 9300 万的考核目标超额 12%完成，管理团队奖金池翻番，激励作用明显，将刺激继续改善：公司自 09 年起实行基于收入及利润目标的经营层及管理层现金激励方案，2010 年的考核目标是：营业收入 16.34 亿元、归属于母公司所有者净利润 9300 万元；达成率 $\geq 100\%$ 时可领取 2010 年度公司净利润总额的 5% 的薪酬奖励（董事长 20%、总裁 20%、3 名副总裁各 12%、余额 24% 给业绩卓越的相关人员）。因此 2010 年这一奖金池约达 500 万元，较 09 年接近翻番，激励作用明显，将刺激管理层和骨干人员在 2011 年继续励精图治改善公司基本面。2011 年的考核目标目前还在制定中，我们估计 3 月 3 日年报前后将确定并公告，若超预期则将成为短期刺激因素。

2010 年改善的主要还是产品结构提升和降费用，2011 年将花力气在收入增速上台阶：前次报告中我们预计公司 2010 年的收入将超过 17 亿、业绩将超全市场预期；从公告来看实际收入没有超过 17 亿、只是刚好达到考核目标，超预期改善的主要还是靠产品结构提升带来的毛利率提升以及费用预算和费用控制制度下期间费用率的下降。不过 2011 年管理层将花更多力气在收入增速上台阶上，如走“厨电一体化道路”加大投入橱柜业务、战略性发展以地产开发商为客户的精装修房配套工程、以及用鲶鱼效应进一步促进各级经销商精耕细作区域市场。我们期待看到公司 2011 年考核目标中的收入增速目标能够再上一个台阶，用市场份额的提升来强化资本市场的信心。

投资建议

我们一直认为公司具备改善的动力和能力：在股东要求、同行上市的压力、管理层激励需要下，公司确有改善利润率水平的动力；在收入达成考核目标下期间费用可控规模效应明显，公司也确有改善利润率水平的能力。

本次我们根据修正公告上调 2010 年业绩，基本保持今明两年预测不变（已是市场最高），即 2010-2012 年考虑土地出让收益的 EPS 为 0.56、0.70、0.91 元，净利润增速 133.4%、25.1%、29.4%；扣除土地出让收益的 EPS 为 0.47、0.70、0.91 元，净利润增速 95.4%、49.5%、29.4%。而且公司 2011 年业绩还有超预期可能性。

厨房大家电公司的成长空间大（千亿容量下华帝、万和、老板的收入仅分别为 17、22、12 亿），因此市场给予小家电类似的估值水平是合理的；但近期泥沙俱下，估值稍高的公司都被抛售（连苏泊尔本周两个交易日也有 7% 的下跌）、华帝昨日跌停也是不合理的。我们维持 6-12 个月 21 元目标价不变，当前价格极具安全边际，且上涨空间大，继续建议积极买入。短期关注 2011 年的考核目标制定。

风险：改善速度或幅度低于预期。

图1：公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,311	1,413	1,386	1,636	2,008	2,453
增长率		7.8%	-2.0%	18.1%	22.7%	22.2%
主营业务成本	-920	-947	-910	-1,069	-1,322	-1,639
% 销售收入	70.2%	67.0%	65.7%	65.3%	65.8%	66.8%
毛利	391	466	476	568	686	815
% 销售收入	29.8%	33.0%	34.3%	34.7%	34.2%	33.2%
营业税金及附加	-6	-6	-7	-8	-10	-12
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-294	-353	-301	-327	-382	-442
% 销售收入	22.4%	25.0%	21.7%	20.0%	19.0%	18.0%
管理费用	-56	-88	-88	-103	-110	-123
% 销售收入	4.3%	6.2%	6.3%	6.3%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	36	20	81	129	184	238
% 销售收入	2.7%	1.4%	5.8%	7.9%	9.2%	9.7%
财务费用	-11	-16	-7	-2	-1	3
% 销售收入	0.8%	1.2%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	-14	-13	1	7	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
% 税前利润	0.0%	-0.4%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	22	-11	63	128	189	246
营业利润率	1.7%	n.a	4.5%	7.8%	9.4%	10.0%
营业外收支	1	4	4	26	4	4
税前利润	23	-7	67	154	193	250
利润率	1.8%	n.a	4.9%	9.4%	9.6%	10.2%
所得税	-8	-3	-13	-28	-35	-45
所得税率	35.9%	n.a	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	15	-10	54	126	158	205
少数股东损益	0	1	0	1	2	2
归属于母公司的净利润	15	-11	54	125	157	203
净利率	1.1%	n.a	3.9%	7.7%	7.8%	8.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	15	-11	54	126	158	205
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	47	43	26	22	26
非经营收益	10	14	4	-17	1	-3
营运资金变动	4	-50	89	-107	40	51
经营活动现金净流	56	0	190	28	222	279
资本开支	-57	-53	-27	-23	-57	-54
投资	-4	0	0	-1	0	0
其他	5	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-56	-53	-26	-24	-57	-54
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-6	9	-103	62	-72	-35
其他	-18	-25	-8	-5	-43	-48
筹资活动现金净流	-24	-16	-111	57	-115	-83
现金净流量	-24	-69	53	61	50	142
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	180	111	239	300	350	492
应收款项	118	93	66	107	131	160
存货	115	125	86	97	132	172
其他流动资产	17	20	8	23	28	35
流动资产	429	350	398	528	641	859
% 总资产	49.5%	42.9%	45.6%	51.7%	55.0%	60.9%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	322	353	358	392	423	448
% 总资产	37.1%	43.3%	40.9%	38.4%	36.3%	31.8%
无形资产	113	107	112	98	99	101
非流动资产	437	465	476	493	525	552
% 总资产	50.5%	57.1%	54.4%	48.3%	45.0%	39.1%
资产总计	866	815	874	1,021	1,167	1,411
短期借款	133	123	40	108	36	0
应付款项	367	334	396	393	485	600
其他流动负债	26	19	59	60	74	94
流动负债	526	476	496	560	595	693
长期贷款	1	20	0	0	0	1
其他长期负债	8	7	6	0	0	0
负债	535	503	502	560	595	694
普通股股东权益	330	311	364	452	562	704
少数股东权益	1	2	8	9	10	12
负债股东权益合计	866	815	874	1,021	1,167	1,411
比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.112	-0.065	0.313	0.561	0.703	0.909
每股净资产	1.923	1.808	2.121	2.023	2.515	3.151
每股经营现金净流	0.326	0.006	1.110	0.127	0.993	1.251
每股股利	0.200	0.050	0.050	0.170	0.211	0.273
回报率						
净资产收益率	4.49%	-3.58%	14.74%	27.75%	27.94%	28.85%
总资产收益率	1.71%	-1.36%	6.14%	12.28%	13.45%	14.39%
投入资本收益率	4.90%	6.73%	15.84%	18.67%	24.81%	27.22%
增长率						
主营业务收入增长率	10.20%	7.81%	-1.95%	18.08%	22.71%	22.18%
EBIT增长率	-18.13%	-42.76%	297.51%	59.65%	42.05%	29.47%
净利润增长率	-45.03%	-175.07%	-582.78%	133.43%	25.14%	29.41%
总资产增长率	4.56%	-5.89%	7.20%	16.78%	14.27%	20.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.8	23.6	16.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.5	48.4	48.4	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	65.5	61.5	58.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	89.7	90.9	93.6	86.2	75.5	65.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.75%	10.17%	-53.34%	-41.70%	-54.93%	-68.60%
EBIT利息保障倍数	3.3	1.2	11.1	59.7	124.8	-79.4
资产负债率	61.76%	61.70%	57.42%	54.88%	50.97%	49.23%

来源：国金证券研究所

图2：从相对估值来看，华帝股份的估值水平偏低

	收盘价 20110125	EPS					PE		
		2009A	2010E	10/09 YOY	2011E	11/10 YOY	09A	10E	11E
苏泊尔	20.03	0.54	0.73	35%	0.95	31%	37.3	27.5	21.1
老板电器	32.61	0.51	0.84	65%	1.09	29%	63.8	38.7	30.0
华帝股份	12.61	0.24	0.47	95%	0.70	50%	52.4	26.9	17.9
万和电气	30	0.63	0.89	41%	1.17	31%	47.6	33.7	25.6

说明：华帝股份 2010 年 0.47 元是扣除土地出让收益的万和电气尚未上市，这里以发行价为基准。来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-01-29	买入	8.28	12.07 ~ 13.36
2	2010-03-12	买入	8.85	13.41 ~ 13.68
3	2010-03-24	买入	9.61	13.41 ~ 13.68
4	2010-08-20	买入	8.84	10.30 ~ 10.60
5	2010-11-08	买入	14.34	N/A
6	2010-12-16	买入	16.15	20.70 ~ 21.00
7	2011-01-12	买入	14.55	21.00 ~ 21.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室