

年报业绩如期不济，雄风大振还看增发

——ST 厦华（600870.SH）10 年年报点评

要点：

- 公司年报业绩低于市场预期。每股收益同比下降 39%，扣除非经常性损益的每股收益下降 63%。公司在公告中透露业绩下滑的原因有三条，一是市场波动造成的毛利率下滑，二是利率增加、汇兑损失增加等造成财务费用较同期有较大增长，三是计提了一部分坏账损失。过去的 1 年里，厦华获得了多个国家级和省级荣誉，申请专利 18 项，参与多个国家标准的起草制定；公司打开了日本和印度市场之门，未来这些国家有可能成为公司新的盈利增长点。11 年公司管理层充满信心，在当地政府与股东的支持下，公司立志在新一年获得较大起色。
- 我们对年报观点：**公司年报业绩在我们的预期之内（见我们 1 月 24 日调研报告《蛰伏已久，静待黎明》）。四季度历来是家电行业的淡季，在经过 09 年、10 上半年的热销之后，平板电视市场有所降温，反映在国内平板电视企业毛利率整体出现下滑迹象。公司在国内市场暂时还不具备营销的优势，这部分可能蚕食掉较多业绩，而去年下半年及时收缩国内战线积极发挥出口优势是明智之举。分解利润来看，公司收入同比小幅增加 3%，说明销售情况尚可；四季度公司计提坏账损失 3800 万也反映了公司财务稳健的考虑。报告期内公司处置投资性房产获利 1300 万，反映出积极回笼现金降低净负债是公司当务之急。
- 对公司前景的判断：**公司近期的发展思路非常明晰，即是做强国外 ODM 市场。近期我们对 BestBuy 实地考察发现，BestBuy 自有品牌 Insignia、Dyrex 等性价比非常突出。例如中端品牌 Insignia 价格比同类型 Sony 便宜近 50%，质量却口碑极佳。欧美经济在 11 年复苏已成定局，作为 BestBuy 的牢靠供货商，公司有望享受出口增加带来的收入增长。当前欧美正在卷起 LED 电视替代 LCD 电视的风潮，未来高毛利 LED 产品比重也有望逐步提高。
- 由于公司资产负债率较高，经营上无法放开手脚，财务费用率始终处于同业较高水平；当前公司产品仍较为传统，如能利用股东优势在业务线上开拓新的领域，则更有利于未来成长。我们认为公司质变当看两步走，第一步是降负债拓产能，第二步是重拾国内市场。今年的增发融资是关键之举，如能顺利通过，则公司业绩有望脱胎换骨大幅增长。我们稍微调整之前的盈利预测，认为融资成功之后 12 年公司业绩开始走强。当前股价对应未来三年 PE 分别为 21X、12X、10X，继续给予“推荐”评级。建仓和介入时点我们依旧建议是在 4 月间。
- 风险提示：**汇率风险，行业风险，公司增发融资不能顺利通过。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期 2011 年 3 月 7 日

分析师

宋绍峰 FRM,CIIA

☎010-88366060-8869

✉ songsf@cgws.com

执业证书编号：S1070210030003

投资评级：推荐（维持）

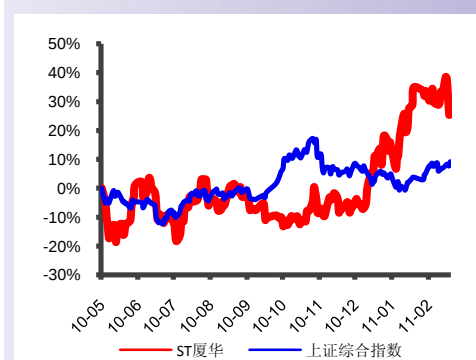
市场数据：

目前股价	7.4
总市值（亿元）	27.3
流通市值（亿元）	20.4
总股本（万股）	37081.9
流通股本（万股）	27698.2
12 个月最高/最低	8.2/4.58

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入	429198	450658	608388
(+/-%)	3.2%	5.0%	35.0%
净利润	6142	13104	24300
(+/-%)	-39.8%	113.4%	85.4%
摊薄每股收益	0.17	0.35	0.62
PE	44.4	20.8	11.9

公司股价表现图



相关报告

《蛰伏已久，静待黎明——ST 厦华调研报告》

2010 年 1 月 24 日

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	429198	450658	608388	730065	成长性				
营业成本	383279	403339	541465	649758	营业收入增长	3.2%	5.0%	35.0%	20.0%
销售费用	19974	20280	27377	32853	营业成本增长	6.9%	5.2%	34.2%	20.0%
管理费用	8349	8562	11559	13871	营业利润增长	-53.3%	154.0%	92.7%	21.4%
财务费用	9175	5912	3922	4364	利润总额增长	-37.2%	114.1%	85.1%	21.3%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	-39.8%	113.2%	85.1%	21.3%
营业利润	4842	12300	23706	28790	盈利能力				
营业外收支	1773	1861	2513	3016	毛利率	10.7%	10.5%	11.0%	11.0%
利润总额	6615	14162	26219	31806	销售净利率	1.4%	2.9%	4.0%	4.0%
所得税	172	425	787	954	ROE	-6.8%	-19.9%	-60.1%	#####
少数股东损益	302	643	1190	1444	ROIC	44.9%	44.3%	52.1%	48.8%
净利润	6142	13094	24242	29408	营运效率				
资产负债表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	销售费用/营业收入	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
流动资产	160764	183151	191172	229406	管理费用/营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
货币资金	46175	63888	30419	36503	财务费用/营业收入	2.1%	1.3%	0.6%	0.6%
应收帐款	79116	81239	109673	131607	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	3249	2710	3658	4390	所得税/利润总额	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
存货	28106	30147	40471	48565	应收帐款周转率	5.35	4.72	5.04	5.41
非流动资产	19256	28270	35793	45476	存货周转率	13.16	11.42	12.16	13.13
固定资产	12286	22132	30485	40999	流动资产周转率	2.50	2.41	2.89	3.00
资产总计	180019	211421	226964	274882	总资产周转率	2.19	2.06	2.42	2.49
流动负债	265437	271878	341988	359054	偿债能力				
短期借款	147538	147538	147538	147538	资产负债率	150.4%	131.1%	117.8%	103.4%
应付款项	64636	82077	110186	132223	流动比率	0.61	0.67	0.56	0.64
非流动负债	5301	5301	-74699	-74699	速动比率	0.50	0.56	0.44	0.50
长期借款	0	0	-80000	-80000	每股指标（元）				
负债合计	270738	277179	267289	284355	EPS	0.166	0.332	0.616	0.747
股东权益	-90719	-65758	-40325	-9473	每股净资产	-2.45	-1.67	-1.02	-0.24
股本	37082	39382	39382	39382	每股经营现金流	-0.04	0.48	0.83	1.03
留存收益	#####	-107073	-82830	-53423	每股经营现金/EPS	-0.2	1.4	1.3	1.4
少数股东权益	1290	1933	3124	4568	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	180019	211421	226964	274882	PE	43.5	21.7	11.7	9.6
现金流量表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	PEG	0.63	0.43	0.55	-
经营活动现金流	-1394	18765	32558	40661	PB	-2.9	-4.3	-7.0	-29.9
其中营运资本减少	1305	1167	1128	1241	EV/EBITDA	20.39	19.77	11.42	8.81
投资活动现金流	1507	-12276	-13520	-18252	EV/SALES	0.98	0.97	0.63	0.50
其中资本支出	-881	-12876	-13520	-18252	EV/IC	11.87	9.85	6.55	5.03
融资活动现金流	-6349	11224	-80000	0	ROIC/WACC	-11.75	-11.60	-13.62	-12.77
净现金总变化	-6926	17713	-60961	22410	REP	-1.01	-0.85	-0.48	-0.39

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

宋绍峰: 07年毕业于清华大学热能工程系工程热物理专业, 获工学硕士学位, 持有FRM、CIIA等资格, 通过CFA 3级考试, 研究范围包括金融工程与小盘股研究

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S0890209060008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>