

证券研究报告—动态报告/公司快评
家用电器
小家电 II
华帝股份 (002035)
重大事件快评
谨慎推荐

(维持评级)

2012 年 08 月 08 日

并购低端品牌资产、未来经营成效有待观察

证券分析师： 王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

事项：

华帝股份公告：公司拟通过向特定对象奋进投资非公开发行股份和支付现金相结合的方式，购买其持有的百得厨卫 100% 股权，其中发行股份不超过 42,000,000 股，支付现金不超过 60,000,000.00 元，同时拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过本次交易总额的 25%。本次交易构成重大资产重组，属于关联交易。

评论：

■ 短期业绩增厚不明显、长期经营成效有待观察

并购同行业低端品牌资产、按重组后股本计算短期业绩略有增厚。此次公司购买的奋进投资持有的百得厨卫 100% 股权。百得厨卫所涉及行业和生产产品与公司主业基本重合，差异在于公司的“华帝”品牌定位中偏高端产品，“百得”品牌定位低端产品，主要面向三、四级市场消费人群。参考公司公告中给出的百得厨卫 2011 年盈利以及 2012 年承诺实现盈利估算，此次并购完成后短期业绩略有增厚，长期形成的双品牌经营成效还需要进一步的观察。我们之前预期公司 2012、2013 年每股收益 0.64 元，初步估算完成重组后按调整后股本 2012 年每股收益 0.65 元，短期业绩增厚不明显。

完成购买资产的方式：

- ✓ 向奋进投资定价发行股份和支付现金：发行 4200 万股，每股不低于 7.8 元。（资产重组董事会公告日前 20 个交易日均价为 7.5 元）
 - ✓ 向不超过 10 名特定投资者发行股份：发行不超过 1500 万股，每股不低于 6.75 元（按前 20 个交易日均价的 90%）
- 奋进投资承诺百得厨卫 2012、2013 和 2014 年实现的扣除非经常性损益后的净利润将分别不低于 3,806 万元、4,179 万元和 4,393 万元，以 7.43% 年均复合增长率增长。

表 1：百得厨卫主要财务指标（万元、%）

项 目	2012 年 1-6 月	2011 年度
营业收入	368	71,453
营业成本	29,551	57,404
利润总额	2,464	5,450
净利润	1,802	4,107
资产总计	44,207	43,408
所有者权益总计	23,267	21,465
资产负债率	47.37%	50.55%
总资产周转率	84.12%	198.07%
综合毛利率	19.89%	19.40%
销售净利率	4.89%	5.75%
净资产收益率	7.75%	19.13%

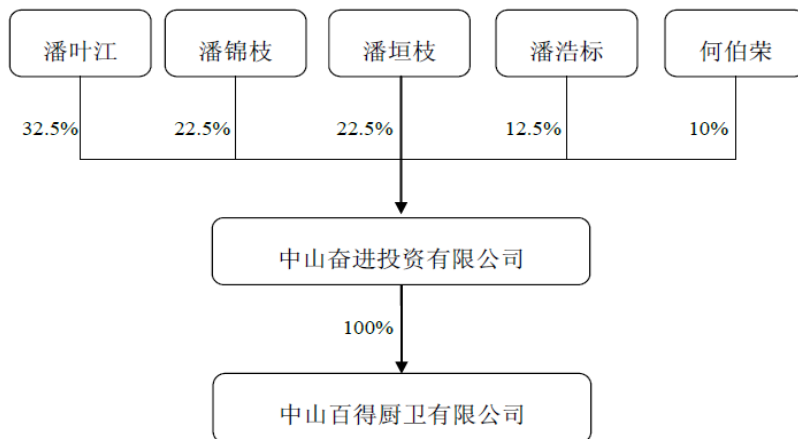
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

百得厨卫情况简介：厨卫行业公司，产品与公司重叠，品牌“百得”，定位低端产品。收入当中约 40% 为出口销售，出口销售方面，百得厨卫与国外 Bajoria appliances、Baltic gas company、Electrolux、Whirlpool 等品牌商主要以 ODM 方

式合作，部分产品以自有品牌销售，外销客户主要集中在俄罗斯、印度、美国、南美洲、东南亚、欧洲等国家和地区。渠道方面在国内 179 家一级经销商、652 家专卖店。

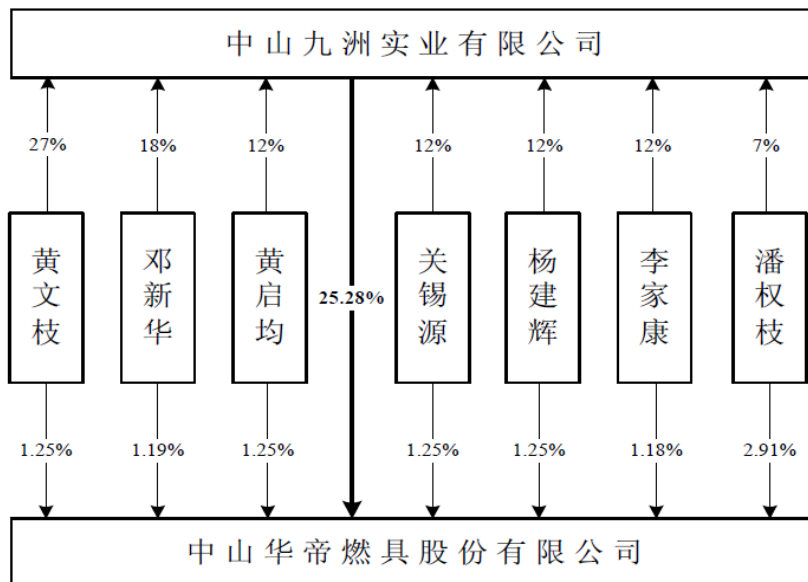
并购资产与公司存在关联关系。百得厨卫近年来是公司的外部委托加工方，2012 年 1-6 月以及 2011 年百得厨卫收入的 29.5%和 32%是给公司加工产品获得的销售收入。另外从股东关系来看，潘权枝先生是上市公司控股股东九洲实业的实际控制人之一。百得厨卫为奋进投资全资子公司，奋进投资共有五名股东，分别为潘叶江、潘垣枝、潘锦枝、潘浩标、何伯荣。潘权枝先生与潘叶江先生是父子关系，与潘垣枝先生、潘锦枝先生为兄弟关系。

图 1: 百得厨卫股东



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司股东情况



资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所整理

表 2: 百得厨卫与公司的关联交易金额及比率 (万元、%)

关联交易的类别	2012 年 1-6 月	2011 年	2010 年
销售商品 (元)	10,823	22,934	3,745
占全年销售金额的比例	29.45%	32.10%	37.69%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

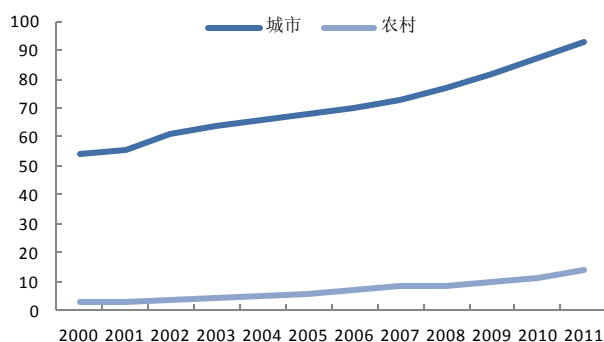
■ 形成双品牌覆盖中低端消费人群布局。

以百得、华帝两个品牌覆盖中低端消费人群：华帝目前在国内燃气灶产品市场占有率（按销量）约为 11%，吸油烟机产品市场占有率（按销量）约为 8%，在燃气灶行业处在市占率前三名位置（按 2012 年 6 月份截止数据看排名为华帝、美的、老板、方太为前四名），油烟机行业处在第四名（前三名为老板、方太、美的）。产品设计及价格定位看公司处于中等偏高端定位。百得由于 40% 的收入为出口，加上还有 30% 收入为给华帝加工产品，因此该品牌的市场份额是较小的。但公司这一次并购的主要目的是形成双品牌覆盖中低端消费人群的布局，从消费情况来看不确定未来三四级市场存在对该产品的消费增加以及对品牌产品认可的逐步上升阶段。这与老板电器增加“名气”品牌覆盖大众消费群体有类似之处，不同之处在于公司是通过收购方式，而老板电器是自身培育方式。

从目前华帝品牌的产品定价来看，处在行业的中游偏高一点的水平，相比美的定价高，相比老板、方太、西门子低。产品优势主要集中在燃气灶产品上。

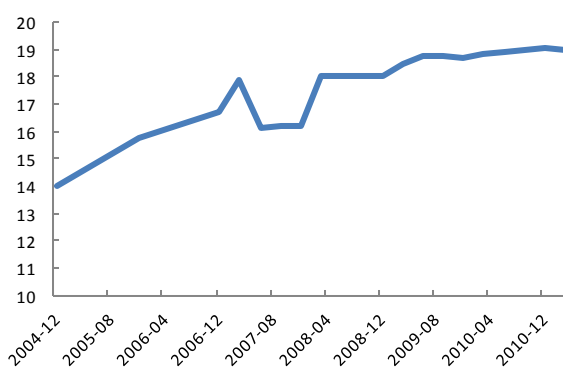
从未来经营成效来看还有待观察，这主要是考虑对公司协同两个品牌的销售成效、制造加工、成本控制等还需要观察，毕竟公司没有过这样的经验。

图 3：吸油烟机国内居民保有量情况（台/每百户）



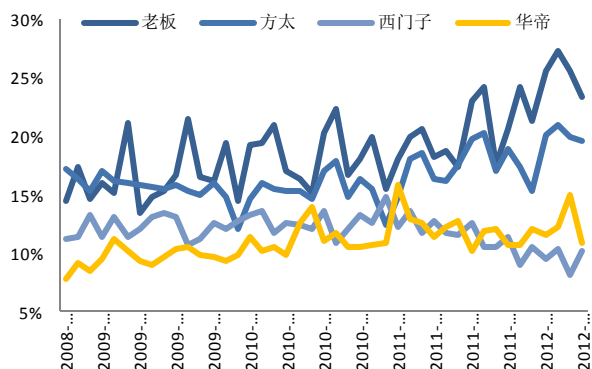
资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图 4：消毒柜城镇居民国内保有量情况（台/每百户）



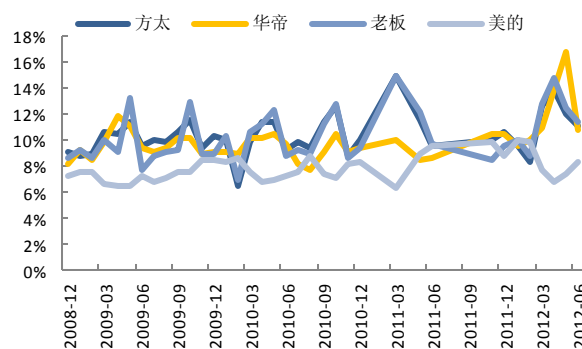
资料来源：统计局、国信证券经济研究所整理

图 5：欧式吸油烟机市场份额情况（%）按金额



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

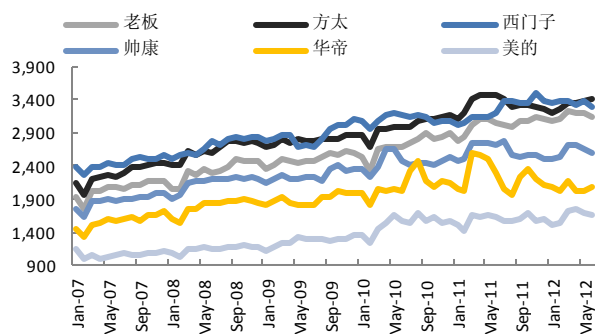
图 6：嵌入式燃气灶市场份额情况（%）



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

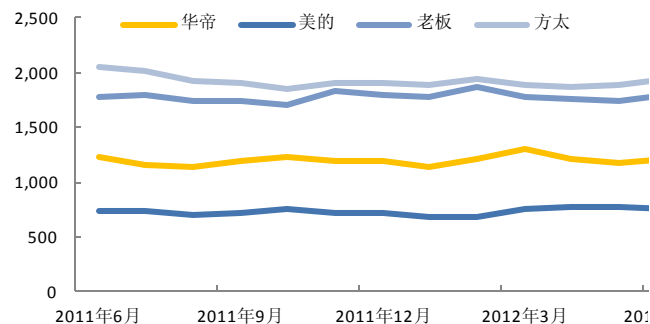
目前厨电三件产品的动态：2012 年 1-6 月，中怡康统计吸油烟机销量同比下滑 10.3%，金额下滑 6.45%；燃气灶销量和金额同比下滑 8.43%和 6.17%，消毒柜销量和金额同比下滑 14.85%和 15.93%。统计局统计 2012 年 1-6 月吸油烟机产量 885 万台，同比增加 5%，燃气灶产量 1409 万台，同比增加 1%。整体行业销量处在负增长状态，与主要公司沟通情况来看，对四季度行业需求多持谨慎预期。

图 7: 油烟机主要产品价格比较 (元)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 8: 燃气灶主要品牌价格比较



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

■ 维持“谨慎推荐”评级

从公司角度而言, 奋进投资对百得厨卫的盈利承诺会处于谨慎保守, 以免出现完成不了而需要补足的情况。从短期估算来看此次收购对公司短期业绩增厚并不明显。结合公司目前的估值情况, 我们维持对公司的谨慎推荐评级。预期不考虑这次资产收购 2012、2013 年每股收益 0.64、0.73 元, 完成收购后每股收益 0.65、0.75 元。

表 3: 公司资本整合前后股东结构变化 (%)

股东名称	本次交易之前		本次交易完成后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
九洲实业	6,209	25.28%	6,209	20.52%
董事、高管持有股份	1,501	6.11%	1,501	4.96%
奋进投资	-	-	4,200	13.88%
不超过 10 名其他特定投资者	-	-	1,500	4.96%
其他社会公众股东	16,853	68.61%	16,853	55.68%
股份总计	24,563	100%	30,263	100.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	320	450	733	936
应收款项	210	268	327	386
存货净额	113	177	218	259
其他流动资产	50	12	15	18
流动资产合计	697	912	1297	1603
固定资产	409	436	460	481
无形资产及其他	76	68	70	73
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	28	34	40	46
资产总计	1233	1450	1867	2203
短期借款及交易性金融负债	40	0	100	100
应付款项	358	422	519	614
其他流动负债	271	338	415	490
流动负债合计	670	759	1033	1204
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	6	7
长期负债合计	4	5	6	7
负债合计	674	765	1040	1212
少数股东权益	17	17	17	17
股东权益	542	667	810	974
负债和股东权益总计	1233	1450	1867	2203

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.57	0.64	0.73	0.83
每股红利	0.28	0.13	0.15	0.17
每股净资产	2.21	2.72	3.30	3.96
ROIC	24%	30%	37%	47%
ROE	26%	23%	22%	21%
毛利率	34%	34%	33%	33%
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	8%	8%	8%	7%
收入增长	25%	20%	22%	18%
净利润增长率	14%	13%	14%	14%
资产负债率	56%	54%	57%	56%
息率	4%	2%	2%	2%
P/E	12.8	11.3	9.9	8.7
P/B	3.3	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.2	12.5	12.2	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2039	2446	2985	3522
营业成本	1356	1620	1994	2360
营业税金及附加	12	11	13	16
销售费用	371	448	546	645
管理费用	160	193	231	272
财务费用	(4)	(5)	(6)	(7)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	4	(2)	(2)	(2)
其他收入	4	0	0	0
营业利润	153	177	204	235
营业外净收支	15	7	6	5
利润总额	168	184	210	240
所得税费用	25	28	32	36
少数股东损益	4	0	0	0
归属于母公司净利润	139	157	179	204

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	139	157	179	204
折旧摊销	21	29	31	34
公允价值变动损失	(4)	2	2	2
应付账款	36	63	97	95
财务费用	(4)	(5)	(6)	(7)
营运资本变动	(63)	70	72	70
其他	(34)	(63)	(97)	(95)
经营活动现金流	95	258	284	310
资本开支	(94)	(50)	(60)	(60)
其它投资现金流	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(125)	(56)	(66)	(66)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(70)	(31)	(36)	(41)
其它融资现金流	95	(40)	100	0
融资活动现金流	(45)	(71)	64	(41)
现金净变动	(75)	130	283	203
货币资金的期初余额	395	320	450	733
货币资金的期末余额	320	450	733	936
企业自由现金流	(16)	197	214	240
权益自由现金流	79	153	308	234

相关研究报告:

- 《华帝股份-002035-经营改善获取业绩超预期》 —— 2011-08-09
 《华帝股份-002035-业绩超预期来源于费用比率下降》 —— 2011-07-08
 《华帝股份-002035-费用控制还有进一步改善空间》 —— 2011-03-03
 《华帝股份：未来成长关键在于收入增速持续提升》 —— 2009-11-16
 《华帝股份：未来成长关键在于收入增速持续提升》 —— 2009-11-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行