

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

## 节能补贴成效低于预期

日出东方(603366) 三季度点评报告

## 证券研究报告-点评报告

增持(下调)

发布日期: 2012-10-26

## 报告关键要素:

报告期内,公司毛利率水平环比下降,节能补贴政策驱动的产品结构改善为对公司盈利能力正面影响非常有限。考虑到皇明公司董事长黄鸣10月23日举行发布会,举报江苏质检院涉嫌为日出东方伪造质检报告,质疑日出东方和检测方江苏质检院出具虚假报告骗补,并于上周日向国家质检总局、江苏省质检总局、财政部等部门实名举报。公司节能补贴政策受益度不确定性增加,下调公司评级至“增持”。

## 事件:

- **公司公布三季报**,三季度,公司实现销售收入7.79亿元,同比增长10.47%,营业利润1.21亿元,同比下降1.56%,净利润0.99亿元,同比增长5.46%。

## 点评:

- **营收保持增长**。三季度公司实现营业收入7.79亿元,同比增长10.47%,增速较上半年回落1.22Pt,基本保持稳定。受部分省市家电下乡政策退出影响,太阳能热水器市场出现负增长,公司受益行业集中度提高,维持10%左右增速,实属不易。考虑到年底全国性家电下乡政策将会到期终止,预计明年太阳能热水器市场也不容乐观。
- **毛利率下降具有指标意义**。三季度,公司主营业务毛利率为34.38%,较上半年下降1.07Pt。由于三季度是节能补贴后首个完整的财务季度,三季报数据具有指标意义。由于公司在节能补贴的会计处理中使用的是权责发生制原则,营业收入中已确认节能补贴金额,而未收到的补贴款体现在应收账款中,因此本季度毛利率反映了将节能补贴计入营业收入后的真实毛利率。三季度毛利率下降显示节能补贴导致的产品结构改善作用有限,毛利率也未因此提高。
- **节能补贴金额尚未确认**。报告期末公司应收账款为4016万元,较二季度末减少180万元,其他应收款为3628万元,较二季度末增加371万元。考虑到公司节能补贴中标型号较多,单季度节能补贴发生额应在千万级别,由此推测公司尚未在应收款项中确认节能补贴金额。
- **销售费用率环比改善**。三季度,公司销售费用支出为1.05亿元,同比增长25.58%,销售费用率较上半年下降2.91Pt。中报销售费用高企后,公司承诺将调整前期过于激进的渠道扩展策略,减少费用支出,三季报数据显示,公司已有所行动。
- **受益节能补贴存在不确定性**。10月23日,皇明公司董事长黄鸣举行发布会,举报江苏质检院涉嫌为日出东方伪造质检报告,质疑日出东方和检测方江苏质检院出具虚假报告骗补,并于上周日向国家质检总局、江苏省质检总局、财政部等部门实名举报。公司目前正在积极应对此事,但公司节能补贴受益度存在一定不确定性。
- **下调公司评级至“增持”**。预计公司2012、2013年每股收益分别为1.12元与1.26元,对应的PE分别为12.76倍与11.40倍,下调公司评级至“增持”

- **风险提示：**1、行业内黑天鹅事件；2、年底全国性家电下乡到期终止，太阳能热水器市场可能继续负增长。

**盈利预测**

| 资产负债表           |              |              |              |              | 利润表             |         |        |        |        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| (亿元)            |              |              |              |              | (亿元)            |         |        |        |        |
|                 | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |                 | 2011A   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
| <b>流动资产</b>     | <b>14.41</b> | <b>33.04</b> | <b>31.69</b> | <b>34.87</b> | <b>营业收入</b>     | 30.95   | 37.43  | 43.23  | 57.56  |
| 现金              | 10.80        | 28.86        | 26.88        | 28.71        | 营业成本            | 20.02   | 24.53  | 28.34  | 37.33  |
| 交易性金融资产         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税费            | 0.22    | 0.27   | 0.31   | 0.41   |
| 应收票据            | 0.39         | 0.37         | 0.43         | 0.58         | 销售费用            | 4.83    | 5.84   | 6.74   | 8.98   |
| 应收款项            | 0.58         | 0.59         | 0.68         | 0.91         | 管理费用            | 1.51    | 1.61   | 1.86   | 2.47   |
| 存货              | 1.76         | 2.20         | 2.54         | 3.34         | 财务费用            | -0.04   | -0.10  | -0.14  | -0.14  |
| 其他              | 0.88         | 1.01         | 1.15         | 1.34         | 资产减值损失          | 0.04    | 0.02   | 0.02   | 0.03   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>5.74</b>  | <b>11.29</b> | <b>12.39</b> | <b>12.34</b> | 公允价值变动收益        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 0.01         | 0.01         | 0.00         | 0.00         | 投资收益            | 0.01    | 0.00   | 0.00   | 0.04   |
| 固定资产            | 3.53         | 6.17         | 8.15         | 8.94         | <b>营业利润</b>     | 4.37    | 5.27   | 6.09   | 8.51   |
| 无形资产            | 1.77         | 1.68         | 1.59         | 1.51         | 营业外收入           | 0.18    | 0.20   | 0.00   | 0.00   |
| 其他              | 0.43         | 3.43         | 2.65         | 1.88         | 营业外支出           | 0.07    | 0.03   | 0.00   | 0.00   |
| <b>资产总计</b>     | <b>20.15</b> | <b>44.32</b> | <b>44.08</b> | <b>47.21</b> | <b>利润总额</b>     | 4.47    | 5.44   | 6.09   | 8.51   |
| <b>流动负债</b>     | <b>7.86</b>  | <b>8.74</b>  | <b>9.27</b>  | <b>10.51</b> | 所得税             | 0.78    | 0.94   | 1.06   | 1.48   |
| 短期借款            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>净利润</b>      | 3.70    | 4.50   | 5.04   | 7.04   |
| 应付帐款            | 1.81         | 2.45         | 2.83         | 3.73         | 少数股东权益          | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 预收帐款            | 4.71         | 4.74         | 4.77         | 4.84         | <b>归属母公司净利润</b> | 3.70    | 4.50   | 5.04   | 7.04   |
| 其他              | 1.34         | 1.55         | 1.66         | 1.93         | <b>EPS (元)</b>  | 1.23    | 1.12   | 1.26   | 1.76   |
| <b>长期负债</b>     | <b>0.46</b>  | <b>0.46</b>  | <b>0.46</b>  | <b>0.46</b>  | <b>主要财务比率</b>   |         |        |        |        |
| 长期借款            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 | 2011A   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
| 其他              | 0.46         | 0.46         | 0.46         | 0.46         | <b>每股指标</b>     |         |        |        |        |
| <b>负债合计</b>     | <b>8.32</b>  | <b>9.20</b>  | <b>9.73</b>  | <b>10.97</b> | 每股收益            | 1.23    | 1.12   | 1.26   | 1.76   |
| 股本              | 3.00         | 4.00         | 4.00         | 4.00         | 每股经营现金          | 0.58    | 5.37   | 0.38   | 1.43   |
| 资本公积金           | 3.91         | 24.41        | 24.41        | 24.41        | 每股净资产           | 3.94    | 9.14   | 10.39  | 12.15  |
| 未分配利润           | 4.49         | 7.71         | 12.75        | 19.78        | <b>增长率</b>      |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业收入增长率         | 23.85%  | 20.94% | 15.50% | 33.13% |
| <b>母公司所有者权益</b> | <b>11.82</b> | <b>36.54</b> | <b>41.58</b> | <b>48.61</b> | 营业利润增长率         | 155.24% | 20.54% | 15.69% | 39.68% |
| <b>负债及权益合计</b>  | <b>20.15</b> | <b>45.74</b> | <b>51.30</b> | <b>59.58</b> | 净利润增长率          | 193.12% | 21.61% | 11.99% | 39.68% |
| <b>现金流量表</b>    |              |              |              |              | <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |
| (亿元)            |              |              |              |              | 毛利率             | 35.30%  | 34.47% | 34.44% | 35.14% |
|                 | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 净利率             | 11.95%  | 12.02% | 11.65% | 12.22% |
| <b>经营活动现金流</b>  | <b>3.84</b>  | <b>5.17</b>  | <b>5.38</b>  | <b>7.53</b>  | ROE             | 31.28%  | 12.31% | 12.11% | 14.47% |
| 净利润             | 3.70         | 4.50         | 5.04         | 7.04         | ROIC            | 30.57%  | 23.04% | 18.21% | 18.93% |
| 资产减值准备          | 0.04         | 0.02         | 0.02         | 0.03         | <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |
| 折旧摊销            | 0.37         | 0.45         | 0.60         | 0.79         | 资产负债率           | 18.19%  | 17.93% | 16.32% | 16.07% |
| 财务费用            | -0.04        | -0.10        | -0.14        | -0.14        | 流动比率            | 1.83    | 3.78   | 3.42   | 3.32   |
| 投资收益            | 0.01         | 0.00         | 0.00         | 0.04         | 速动比率            | 1.61    | 3.53   | 3.15   | 3.00   |
| 营运资金变动          | 0.00         | 0.30         | -0.14        | -0.15        |                 |         |        |        |        |

|         |       |       |       |       |         |        |        |        |        |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 投资活动现金流 | -1.50 | -4.00 | -3.99 | -1.96 | 营运能力    |        |        |        |        |
| 资本支出    | 0.00  | -4.00 | -4.00 | -2.00 | 资产周转率   | 1.64   | 1.14   | 0.89   | 1.04   |
| 其他投资    | -1.50 | 0.00  | 0.01  | 0.04  | 存货周转率   | 11.95  | 12.36  | 11.91  | 12.63  |
| 筹资活动现金流 | -0.59 | 20.32 | 0.14  | 0.14  | 应收帐款周转率 | 125.28 | 108.25 | 108.28 | 115.37 |
| 借款变动    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 估值比率    |        |        |        |        |
| 其他      | -0.59 | 20.32 | 0.14  | 0.14  | PE      | 11.67  | 12.76  | 11.40  | 8.16   |
| 现金净增加额  | 1.74  | 21.49 | 1.53  | 5.71  | PB      | 3.64   | 1.57   | 1.38   | 1.18   |

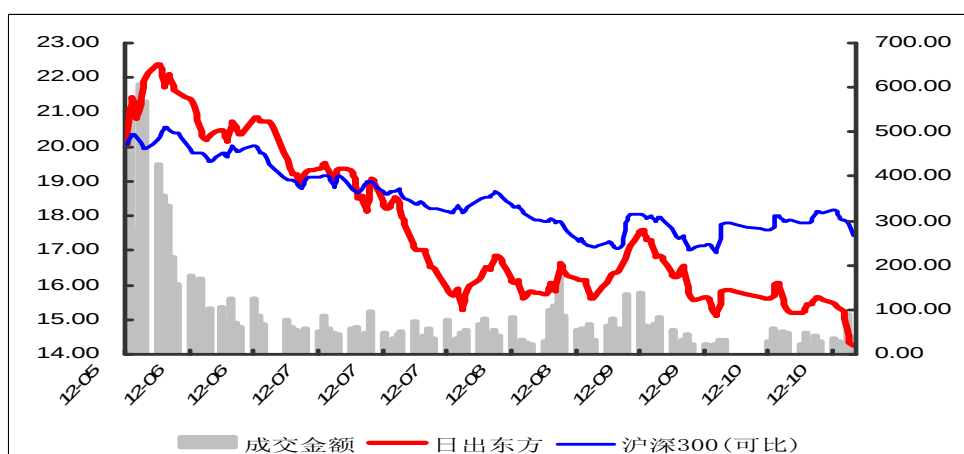
### 市场数据 (2012-10-25)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 14.35       |
| 一年内最高/最低 (元) | 22.45/14.98 |
| 沪深300 指数     | 2307.78     |
| 市净率 (倍)      | 1.49        |
| 流通市值 (亿元)    | 15.25       |

### 基础数据 (2012-09-30)

|              |                  |
|--------------|------------------|
| 每股净资产 (元)    | 8.44             |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.28             |
| 毛利率 (%)      | 35.10            |
| 净资产收益率 (%)   | 9.00             |
| 资产负债率 (%)    | 15.56            |
| 总股本/流通股 (万股) | 40000.00/8000.00 |
| B股/H股 (万股)   | /                |

### 个股相对沪深300 指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。