

公司研究/更新报告

2019年02月11日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.99
合理价格区间(元): 12.71~14.35

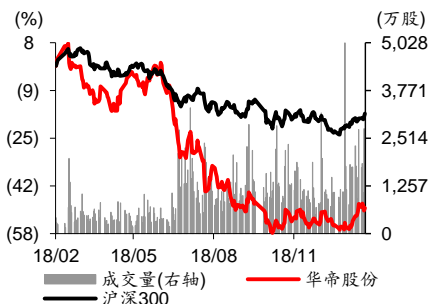
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 wangsenquan@htsc.com

相关研究

1 《家用电器: 厨电龙头具备估值提升潜力》
2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

估值修复预期增强

华帝股份(002035)

公司经营表现行业领先, 维持“买入”评级

公司所在厨电行业有较强的地产后周期属性, 虽然 2018 年受到地产行业景气度下行影响, 但公司有望通过产品升级及均价提升实现收入规模增长, 我们认为公司经历调整, 已逐步完善渠道布局, 且持续推动产品升级换代, 在品牌与产品上提升竞争力, 有望维持中长期成长优势, 同时产品毛利率或有较大提升空间, 未来净利润增速有望保持领先, 公司估值相对优势较明显, 估值修复预期持续增强。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元的预测, 对应目标价格 12.71~14.35 元, 维持“买入”评级。

逆周期成长, 渠道领先行业

厨电行业由于家装前装属性较强, 与地产关系紧密, 在 2018 年地产销售数据偏弱弱的情况下 (国家统计局数据, 2018 年 1-12 月, 全国商品房住宅销售面积 14.79 亿平方米, 同比+2.2%), 公司依托产品力提升, 依然维持了收入与归母净利润增速行业领先 (2018Q1-Q3, 公司收入同比+13.8%、归母净利润同比+41.9%)。同时, 我们认为房地产结构性市场下 (国家统计局数据, 分区域商品房销售面积: 1-12 月, 东部地区同比-5.0%、西部地区同比+6.9%、中部地区同比+6.8%), 公司渠道在三四城市有较深布局, 有望继续保持增长相对优势。

盈利能力提升行业领先

面对原材料压力, 2018 年以来公司均价提升领先行业, 推升毛利率水平 (2018Q1-Q3, 公司毛利率为 46.4%, 同比+2.2PCT)。中怡康零售监控数据显示, 2018 年全年, 公司油烟机产品均价为 3536 元, 同比+6.4%。(同期, 油烟机行业均价为 3316 元, 同比+3.9%, 其中龙头企业老板、方太均价分别为 4468、4570 元, 分别同比+0.4%、+0.6%)。热水器产品均价为 2325 元, 同比+9.9%(同期, 热水器行业均价为 2319 元, 同比+6.3%)。公司产品价格 (以油烟机为主) 与龙头有较大差距, 依然有较大空间, 我们认为公司产品升级、价格提升空间依然充分, 盈利能力有望继续提升。

市场波动中, 公司零售份额维持稳态

市场波动加大, 公司依然保持了相对领先的产品竞争力, 维持了市场份额。根据中怡康零售监控数据, 2018 年 1-12 月, 公司在油烟机、燃气灶、热水器的零售额市场份额分别为 9.3%、11.3%、3.1%, 均维持相对稳定态势。预计厨电市场或继续维持三四线城市优于一二线城市、农村乡镇市场成长空间大于城市市场的结构性态势, 看好公司通过产品下沉提升未来份额。

行业地位领先, 净利润增长稳健

我们维持公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元的预测, 截止 2019 年 2 月 1 日, 行业可参考公司 2019 年平均 PE 为 15.17x, 对比行业基准, 公司推动渠道下沉, 有望减缓需求下行影响。且公司毛利率、净利润率水平或继续提升, 净利润增速有望保持领先。认可给予公司 2019 年 15.5-17.5x PE, 对应目标价格 12.71~14.35 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 厨电市场竞争加剧。原材料价格不利波动。地产周期影响大于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	881.62
流通 A 股 (百万股)	782.64
52 周内股价区间 (元)	8.30-32.24
总市值 (百万元)	8,807
总资产 (百万元)	5,158
每股净资产 (元)	2.81

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,395	5,731	6,448	6,932	8,008
+/-%	18.15	30.39	12.52	7.50	15.53
归属母公司净利润 (百万元)	327.52	509.63	656.10	724.35	840.91
+/-%	57.67	55.60	28.74	10.40	16.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95
PE (倍)	26.89	17.28	13.42	12.16	10.47

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

我们维持公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元的预测，截止 2019 年 2 月 1 日，行业可参考公司 2019 年平均 PE 为 15.17x，对比行业基准，公司推动渠道下沉，有望减缓需求下行影响。同时公司在行业波动中或能实现毛利率、净利润率水平提升，净利润增速有望保持领先。认可给予公司 2019 年 15.5-17.5x PE，对应目标价格 12.71~14.35 元，维持“买入”评级。

图表1：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2017	2018E	2019E	2020E
002508.sz	老板电器	28.22	12.31	13.74	12.01
002543.sz	万和电气	22.68	13.49	11.11	9.05
002677.sz	浙江美大	37.10	15.53	13.84	10.63
002032.sz	苏泊尔	25.29	26.64	21.98	18.34
	全部平均	28.32	16.99	15.17	12.51

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2019/2/1

资料来源：wind、华泰证券研究所

风险提示

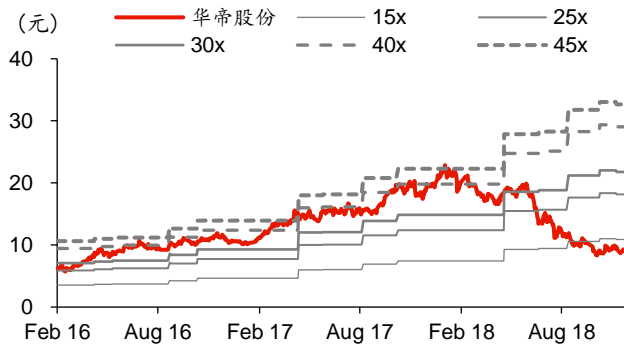
(1) 厨电市场竞争加剧。如果厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

(2) 原材料价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

(3) 地产周期影响大于预期。公司所处厨电行业与地产周期相关性较大，如果地产周期持续下行，可能继续减弱厨电需求，进而可能影响公司未来收入及净利润增长。

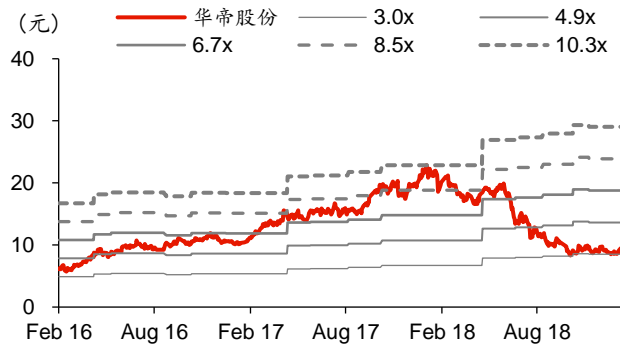
PE/PB - Bands

图表2：华帝股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：华帝股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,546	3,117	3,731	4,341	5,080
现金	1,110	652.74	1,487	1,943	2,314
应收账款	264.31	393.67	479.58	468.74	562.23
其他应收账款	22.71	19.96	29.90	30.65	33.45
预付账款	33.98	17.50	43.95	39.17	41.23
存货	369.81	460.09	502.35	540.85	625.43
其他流动资产	745.48	1,573	1,187	1,318	1,504
非流动资产	1,047	1,094	996.00	942.39	882.74
长期投资	7.63	11.72	13.86	11.07	12.21
固定投资	567.92	553.67	539.07	525.96	508.09
无形资产	130.39	122.35	107.05	91.74	76.57
其他非流动资产	341.31	405.88	336.03	313.62	285.86
资产总计	3,593	4,210	4,727	5,283	5,963
流动负债	1,782	1,915	1,924	2,075	2,276
短期借款	16.09	20.00	22.44	19.51	20.65
应付账款	540.10	664.56	698.62	774.67	889.55
其他流动负债	1,226	1,230	1,203	1,281	1,366
非流动负债	16.79	33.69	20.93	23.80	26.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.79	33.69	20.93	23.80	26.14
负债合计	1,799	1,949	1,945	2,099	2,302
少数股东权益	58.35	75.26	88.79	103.64	120.26
股本	363.60	581.76	881.62	881.62	881.62
资本公积	434.40	248.51	65.00	65.00	65.00
留存公积	981.09	1,382	1,746	2,134	2,594
归属母公司股东权益	1,736	2,187	2,693	3,080	3,540
负债和股东权益	3,593	4,210	4,727	5,283	5,963

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	818.41	368.53	961.88	779.13	702.17
净利润	341.48	526.54	669.63	739.19	857.54
折旧摊销	94.30	79.25	82.72	85.49	85.11
财务费用	(20.29)	(31.90)	(42.71)	(69.44)	(86.62)
投资损失	(6.64)	(5.09)	(16.00)	(9.90)	(16.00)
营运资金变动	377.45	(263.82)	245.09	21.36	(150.24)
其他经营现金	32.12	63.56	23.15	12.42	12.38
投资活动现金	13.26	(709.87)	(22.70)	(53.24)	(37.55)
资本支出	34.77	72.47	38.00	30.00	22.00
长期投资	8.85	32.50	(25.14)	4.73	5.23
其他投资现金	56.88	(604.90)	(9.84)	(18.51)	(10.32)
筹资活动现金	(116.54)	(106.14)	(104.58)	(270.43)	(293.27)
短期借款	(15.14)	3.91	2.44	(2.93)	1.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.74	218.16	299.86	0.00	0.00
资本公积增加	63.90	(185.89)	(183.51)	0.00	0.00
其他筹资现金	(170.03)	(142.32)	(223.38)	(267.50)	(294.41)
现金净增加额	717.69	(452.19)	834.60	455.45	371.35

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,395	5,731	6,448	6,932	8,008
营业成本	2,525	3,125	3,431	3,688	4,260
营业税金及附加	41.94	48.20	54.00	62.18	72.12
营业费用	1,138	1,600	1,741	1,934	2,234
管理费用	328.96	377.78	425.60	454.74	525.34
财务费用	(20.29)	(31.90)	(42.71)	(69.44)	(86.62)
资产减值损失	8.94	18.60	72.00	13.00	28.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.64	5.09	16.00	9.90	16.00
营业利润	378.32	612.11	783.91	859.56	990.72
营业外收入	25.94	17.82	12.00	16.36	24.63
营业外支出	5.10	8.80	7.17	7.03	7.67
利润总额	399.15	621.12	788.73	868.89	1,008
所得税	57.68	94.59	119.10	129.69	150.14
净利润	341.48	526.54	669.63	739.19	857.54
少数股东损益	13.95	16.91	13.53	14.85	16.63
归属母公司净利润	327.52	509.63	656.10	724.35	840.91
EBITDA	452.33	659.45	823.91	875.61	989.21
EPS (元, 基本)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.15	30.39	12.52	7.50	15.53
营业利润	70.67	61.80	28.07	9.65	15.26
归属母公司净利润	57.67	55.60	28.74	10.40	16.09
获利能力 (%)					
毛利率	42.54	45.47	46.80	46.80	46.80
净利率	7.45	8.89	10.17	10.45	10.50
ROE	18.86	23.31	24.36	23.51	23.75
ROIC	50.38	32.85	53.19	61.98	66.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.05	46.28	41.15	39.73	38.61
净负债比率 (%)	0.89	1.03	1.15	0.93	0.90
流动比率	1.43	1.63	1.94	2.09	2.23
速动比率	1.22	1.38	1.67	1.83	1.95
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.47	1.44	1.39	1.42
应收账款周转率	11.88	13.91	12.18	11.96	12.63
应付账款周转率	5.25	5.19	5.03	5.01	5.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.42	1.09	0.88	0.80
每股净资产(最新摊薄)	1.97	2.48	3.05	3.49	4.02
估值比率					
PE (倍)	26.89	17.28	13.42	12.16	10.47
PB (倍)	5.07	4.03	3.27	2.86	2.49
EV_EBITDA (倍)	17.79	12.20	9.77	9.19	8.14

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com