

**证券研究报告—动态报告**

家用电器

厨房家电

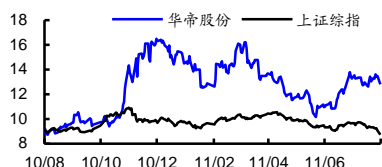
**华帝股份(002035)**

2011 年半年报点评

**谨慎推荐**

(维持评级)

2011 年 8 月 9 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本 (百万股)	223.3/223.3
总市值 (百万元)	2,860.5/2,860.5
沪深 300/深圳成指	2,526.82/11,312.63
12 个月最高/最低 (元)	16.50/8.72

**相关研究报告:**

《华帝股份-002035-业绩超预期来源于费用率下降》——2011-7-8

《华帝股份-002035-费用控制还有进一步改善空间》——2011-3-3

《华帝股份: 未来成长关键在于收入增速持续提升》——2009-11-16

《G 华帝: 灶具龙头调整中前行》——2006-10-25

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**半年报点评**

## 经营改善获取业绩超预期

**●销售费用率下降成就上半年业绩超预期**

公司 2011 年 1-6 月获得收入 9.07 亿元, 同比增长 18%, 归属母公司所有者的净利润 5,564 万元, 同比增长 64%, 每股收益 0.17 元。期间公司销售费用率同比下降 1.83 个百分点, 使得公司营业利润同比增长 47.8%, 超出收入增速。

**●吸油烟机销售收入超出预期**

上半年公司吸油烟机收入 3.82 亿元, 同比增长 62%, 大幅超出行业均值, 与同类公司老板电器收入相当, 超出我们预期。同时油烟机的毛利率达到 44.5%, 同比去年上升 9 个百分点, 很好的弥补了灶具和热水器收入增速偏低和毛利率下降, 成为上半年收入增长的主要力量。

**●继续努力提升三、四级市场销售增长**

从 5-7 月行业的销售情况来看, 一二线城市的表现一般, 甚至部分月份有负增长的表现。我们认为公司下半年的增长主要来源于三、四级市场的销售增长, 以及经营改善带来的费用率同比下降。对各地的经销商考核更具执行力, 对于不满足业绩要求的代理或经销商, 会考虑缩减该经销商的经营区域范围, 引入其他经销商负责原经销商的部分区域, 使得弱势区域销售成绩得到改善。

**●风险提示**

治理结构、经营调整出现成效比我们预期的时间长。

**●合理价值在 15.0~16.0 元/股之间, 维持“谨慎推荐”评级**

预计 2011、2012、2013 年 EPS 0.69 元、0.89 元、1.12 元, 公司存在治理和股权结构的进一步调整改善空间, 公司合理价值在 15-16 元, 我们维持对公司的“谨慎推荐”评级。

**独立性声明:**

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。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,385.87	1,635.84	1,944	2,313	3,007
(+/-%)	-1.95%	18.04%	18.8%	19.0%	30.0%
净利润(百万元)	54.62	121.47	153	199	250
(+/-%)	591.03%	122.40%	26.2%	30.1%	25.1%
每股收益(元)	0.32	0.54	0.69	0.89	1.12
EBIT Margin	4.85%	9.08%	8.9%	10.3%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	14.92%	25.83%	26.5%	27.8%	28.0%
市盈率 (PE)	40.29	23.55	5.1	3.9	3.1
EV/EBITDA	22.95	16.21	6.2	5.0	4.6
市净率 (PB)	6.01	6.08	1.35	1.09	0.88

## 销售费用得到合理控制、吸油烟机收入超预期

公司上半年收入增速 18%，表现符合我们的预期，上半年对于厨电行业的整体经营环境来说不算容易，成本上升以及由于 CPI 上升减少消费者的消费意愿。其中公司吸油烟机收入 3.8 亿元，同比增长 62%，超出市场预期，与同类公司老板电器的收入基本相当，虽然两个公司的产品定位不同，也显示公司的很大进步，且同期吸油烟机的毛利率达到 44.5%，同比上升 9 个百分点。

观察中怡康统计的市场份额变化，公司在油烟机产品上份额略有上升，但在燃气灶产品的份额略有下滑。另外从行业比较来看，美的电器在油烟机和燃气灶产品上今年的份额进步较大，因其产品价位较低，与公司还有一定差距（我们从中怡康看美的燃气灶 2011 年 5 月平均报价低于公司 39%，油烟机报价低 34%），因此暂时对公司影响不大。

销售区域分布来看，华东、华中和华北增速约 38%，其他区域表现一般。

**表 1: 主要油烟机品牌累计市场份额变化比较 (%)**

	零售量份额		零售金额份额	
	2010 年 5 月	2011 年 5 月	2010 年 5 月	2011 年 5 月
老板	10.4	10.7	15.0	16.0
方太	9.6	9.7	15.5	16.3
美的	7.1	8.8	5.8	7.0
华帝	7.6	7.9	8.3	9.5
万和	5.4	5.4	3.2	3.0
帅康	6.0	4.7	8.2	6.3
西门子	4.6	4.9	7.9	7.6
樱花	5.3	4.7	5.1	4.5
万家乐	3.8	3.9	2.6	2.6
海尔	3.4	3.7	2.9	3.6

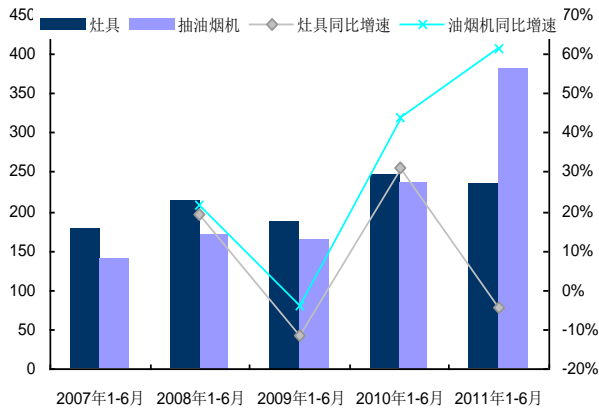
资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

**表 2: 主要燃气灶品牌累计市场份额变化比较 (%)**

	零售量份额		零售金额份额	
	2010 年 5 月	2011 年 5 月	2010 年 5 月	2011 年 5 月
老板	8.3	8.6	13.3	14.1
美的	8.8	10.3	6.0	6.7
方太	8.0	8.1	14.2	14.7
华帝	10.2	9.0	10.8	9.9
万和	6.6	6.5	4.1	3.9
万家乐	4.9	5.2	3.1	3.3
西门子	4.3	4.5	8.4	8.5
帅康	5.5	4.2	8.4	6.3
海尔	3.1	3.3	2.9	3.6
樱花	3.6	3.1	4.3	4.2

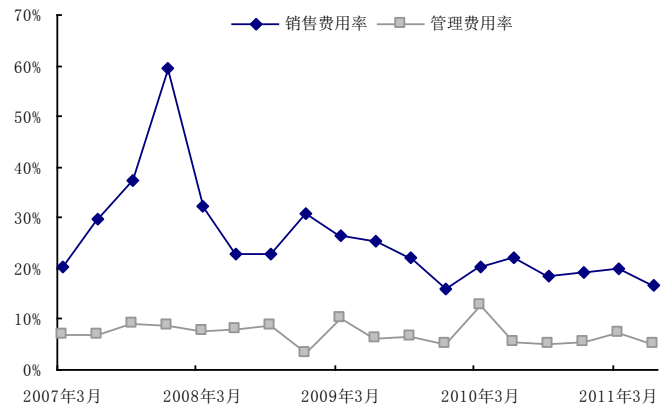
资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

图 1: 公司灶具和油烟机收入及增速 (百万元、%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度费用率比较 (%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 3: 公司分区域销售收入及增速 (百万元)

	2009 年	2010 年 1-6 月	2010 年	2011 年 1-6 月
华东	386	186	380	244
华南	238	121	261	128
华中	222	109	263	151
华北	179	85	198	114
西南	153	103	214	106
其他	102	122	169	51
东北	77	37	90	47

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测假设

表 4: 公司分产品类别收入 (百万元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
收入					
灶具	431.53	507.36	547.95	684.93	890.41
抽油烟机	424.52	522.11	746.62	895.95	1164.73
热水器	307.84	376.08	394.88	454.12	522.23
其他	193.35	254.13	254.13	292.25	438.38
合计	1,385.87	1,635.84	1,943.58	2,327.24	3,015.75
合计同比增速	-1.95%	18%	18.81%	19.74%	29.58%

资料来源: 公司公开信息, 国信证券经济研究所

表 5: 公司分产品毛利率 (%)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
毛利率					
灶具	37.93%	36.85%	32.00%	34.00%	36.00%
抽油烟机	35.89%	39.08%	43.00%	40.00%	38.00%
热水器	27.07%	24.94%	23.00%	24.00%	26.00%
其他	33.51%	32.96%	35.00%	32.00%	32.00%
合计	34.34%	35.36%	34.79%	34.11%	34.46%

资料来源: 公司公开信息, 国信证券经济研究所

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	395	397	567	815
应收款项	115	149	177	231
存货净额	74	102	121	159
其他流动资产	63	29	35	45
<b>流动资产合计</b>	<b>647</b>	<b>677</b>	<b>900</b>	<b>1250</b>
固定资产	336	349	359	366
无形资产及其他	77	75	72	70
投资性房地产	19	19	19	19
长期股权投资	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1080</b>	<b>1121</b>	<b>1352</b>	<b>1706</b>
短期借款及交易性金融负债	30	50	50	50
应付款项	322	391	465	610
其他流动负债	244	87	102	133
<b>流动负债合计</b>	<b>596</b>	<b>528</b>	<b>617</b>	<b>793</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>负债合计</b>	<b>601</b>	<b>533</b>	<b>622</b>	<b>798</b>
少数股东权益	8	10	13	16
股东权益	470	578	717	892
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1080</b>	<b>1121</b>	<b>1352</b>	<b>1706</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.54	0.69	0.89	1.12
每股红利	0.08	0.21	0.27	0.34
每股净资产	2.11	2.59	3.21	3.99
ROIC	23%	27%	33%	45%
ROE	26%	27%	28%	28%
毛利率	35.36%	34.79%	35.00%	34.70%
EBIT Margin	8%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	9%	11%	12%	11%
收入增长	18%	19%	19%	30%
净利润增长率	126%	26%	30%	25%
资产负债率	56%	48%	47%	48%
息率	2.2%	5.9%	7.7%	9.6%
P/E	6.4	5.1	3.9	3.1
P/B	1.7	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	9.5	6.2	5.0	4.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1636</b>	<b>1944</b>	<b>2313</b>	<b>3007</b>
营业成本	1057	1267	1503	1963
营业税金及附加	9	9	10	14
销售费用	327	360	405	532
管理费用	117	135	156	202
财务费用	1	(10)	(12)	(18)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	121	181	249	313
营业外净收支	27	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>148</b>	<b>186</b>	<b>254</b>	<b>318</b>
所得税费用	25	30	51	64
少数股东损益	2	3	4	5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>153</b>	<b>199</b>	<b>250</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>121</b>	<b>153</b>	<b>199</b>	<b>250</b>
资产减值准备	(11)	0	0	0
折旧摊销	21	38	41	44
公允价值变动损失	2	2	2	2
财务费用	1	(10)	(12)	(18)
营运资本变动	8	(116)	36	75
其它	13	2	3	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>155</b>	<b>79</b>	<b>281</b>	<b>374</b>
资本开支	17	(51)	(51)	(51)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>17</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(17)	(46)	(60)	(75)
其它融资现金流	19	20	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>(26)</b>	<b>(60)</b>	<b>(75)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>156</b>	<b>2</b>	<b>170</b>	<b>248</b>
货币资金的期初余额	239	395	397	567
货币资金的期末余额	395	397	567	815
企业自由现金流	150	16	217	305
权益自由现金流	169	44	227	320

### 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

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn