

华帝股份 (002035.SZ)

地产影响下收入增长放缓，经营效率继续提升

● 收入增长略低预期，利润增长符合预期

公司发布 2018 年度业绩快报：2018FY 公司实现收入 61.5 亿元 (YoY +7.3%)，实现归母净利润 6.9 亿元 (YoY +35.3%)，对应净利润率 11.2% (YoY +2.3pct)；其中 Q4 单季度实现收入 15.0 亿元 (YoY -9.0%)，实现归母净利润 2.5 亿元 (YoY +24.8%)，对应净利润率 16.5% (YoY +4.5pct)。

● 地产影响下需求不旺致 Q4 收入略有下滑，降本增效盈利能力上行

收入端：从 2018FY 全年的角度看，公司收入增速环比持续下降，相比上个季度 Q4 收入增速环比下降 16.0pct。我们认为其主要的原由有两点：

(1) 整体看，地产政策调控持续偏紧、行业内竞争力度有所增加。在这样的宏观大环境下，厨电行业景气度整体有所下降；

(2) 在终端需求相对萎靡的情况下，公司坚持良性经营理念，持续加强渠道效率建设，减轻了经销商拿货、库存与资金成本的压力。从财务报表可以看出公司降低了经销商打款要求，2018 前三季度预收款项占公司营业收入比例持续下降至约 3.1%，达到近年来最低点。

利润端：公司通过产品高端化、管理精细化为自身带来的降本增效仍在持续，整体盈利能力在毛利率持续上行的拉动下仍逆势提升。

(1) 中怡康数据显示，2018FY 华帝油烟机、燃气灶均价分别达到 3,536 元 (YoY +4.4%) / 1,784 元 (YoY +6.0%)，超越行业整体价格涨幅，前三季度实现毛利率 46.4% (YoY +2.2pct)。

(2) 经营效率持续提升，前三季度实现销售费用率 33.3% (YoY -1.1pct)

● 持续加码终端提效，改善逻辑仍将持续

在渠道方面，公司开始建立营销分销管理平台，加强对终端情况的把控能力，同时倡导一二级经销商从批发导向转为零售导向，取消三级以下经销商，减少加价层级、提升渠道效率。预计公司整体的改善逻辑仍将持续。

● 盈利预测

我们认为厨电在长周期的维度上仍是家电行业中成长空间较为确定的品种。华帝近年来在品牌建设与公司运营效率方面的改善已初见成效，也具备百尺竿头更进一步的能力。但短期地产偏紧的后周期影响仍在给予终端需求一定的压力。预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 6.9、7.5、8.6 亿元，同比增速分别为 35.3%、8.9%、14.3%，最新收盘价对应 2019 年 PE 为 12.8x，短期来看公司估值与家电行业平均估值基本持平，已接近合理水平；考虑到随着地产拉动部分需求的逐步稳定，长期的成长空间与公司经营效率的提升仍有望催生业绩增速逐步修复，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨；新品开拓低于预期；房地产持续低迷；提效不及预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,395	5,731	6,146	6,445	6,940
增长率(%)	18.2	30.4	7.2	4.9	7.7
EBITDA(百万元)	455	660	824	880	992
净利润(百万元)	328	510	689	751	859
增长率(%)	57.7	55.6	35.3	8.9	14.3
EPS (元/股)	0.90	0.88	0.78	0.85	0.97
市盈率 (P/E)	28.81	34.41	13.96	12.82	11.21
市净率 (P/B)	5.43	8.02	3.03	2.45	2.01
EV/EBITDA	18.35	25.62	9.46	7.94	6.12

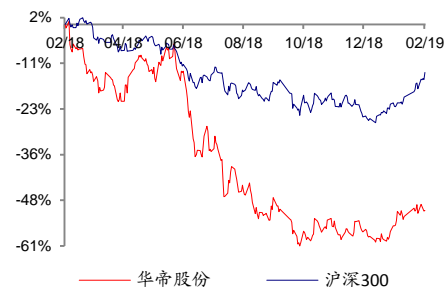
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	10.92 元
合理价值	11.50 元
前次评级	增持
报告日期	2019-02-26

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

华帝股份(002035.SZ):增速	2018-10-23
放缓，盈利能力仍在提升	
华帝股份(002035.SZ):收入	2018-08-27
增速环比下降，热水器或成为新的增长点	
华帝股份(002035.SZ):业绩	2018-04-27
保持良好增长	

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,546	3,117	4,186	5,050	6,059
货币资金	1,110	653	1,851	2,661	3,576
应收及预付	675	978	858	882	931
存货	370	460	438	467	510
其他流动资产	392	1,026	1,038	1,039	1,042
非流动资产	1,047	1,094	1,048	1,004	963
长期股权投资	8	12	13	15	18
固定资产	568	554	511	468	426
在建工程	10	11	12	14	17
无形资产	130	122	117	112	107
其他长期资产	331	395	395	395	395
资产总计	3,593	4,210	5,233	6,054	7,022
流动负债	1,782	1,915	1,930	1,981	2,068
短期借款	16	20	20	20	20
应付及预收	982	959	997	1,037	1,105
其他流动负债	783	936	913	924	943
非流动负债	17	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	34	34	34	34
负债合计	1,799	1,949	1,964	2,015	2,101
股本	364	582	882	882	882
资本公积	434	249	249	249	249
留存收益	981	1,382	2,071	2,822	3,681
归属母公司股东权	1,736	2,187	3,176	3,928	4,786
少数股东权益	58	75	93	112	134
负债和股东权益	3,593	4,210	5,233	6,054	7,022

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,395	5,731	6,146	6,445	6,940
营业成本	2,525	3,125	3,264	3,409	3,649
营业税金及附加	42	48	49	52	56
销售费用	1,138	1,600	1,659	1,740	1,839
管理费用	329	378	182	180	194
研发费用	-	-	215.11	232.04	256.77
财务费用	-20.29	-31.90	-18.23	-33.30	-46.23
资产减值损失	8.94	18.60	0.00	0.00	0.00
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	20.00	20.00	20.00
营业利润	378.32	612.11	829.89	904.30	1033.9
营业外收支	20.84	9.02	2.00	2.00	2.00
利润总额	399	621	832	906	1,036
所得税	58	95	125	136	155
净利润	341	527	707	770	881
少数股东损益	14	17	18	19	22
归属母公司净利润	328	510	689	751	859
EBITDA	454.63	659.70	824.35	879.69	992.40
EPS (元)	0.90	0.88	0.78	0.85	0.97

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	818	369	879	792	899
净利润	341	527	707	770	881
折旧摊销	94	79	48	48	48
营运资金变动	402	-222	145	-4	-7
其它	-19	-16	-22	-22	-22
投资活动现金流	13	-710	20	18	16
资本支出	-34	-72	1	0	-1
投资变动	-9	-36	-1	-2	-3
其他	57	-602	20	20	20
筹资活动现金流	-117	-106	300	0	0
银行借款	-15	4	0	0	0
股权融资	43	0	300	0	0
其他	-144	-110	0	0	0
现金净增加额	715	-447	1,199	810	915
期初现金余额	356	1,073	653	1,851	2,661
期末现金余额	1,073	621	1,851	2,661	3,576

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	18.2	30.4	7.2	4.9	7.7
营业利润增长	70.7	61.8	35.6	9.0	14.3
归母净利润增长	57.7	55.6	35.3	8.9	14.3
获利能力					
毛利率	42.5	45.5	46.9	47.1	47.4
净利率	7.8	9.2	11.5	12.0	12.7
ROE	18.9	23.3	21.7	19.1	17.9
ROIC	51.3	32.9	50.6	55.9	65.2
偿债能力(%)					
资产负债率	50.1	46.3	37.5	33.3	29.9
净负债比率	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
流动比率	1.43	1.63	2.17	2.55	2.93
速动比率	1.20	1.38	1.93	2.30	2.67
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.47	1.30	1.14	1.06
应收账款周转率	7.14	7.16	7.30	7.45	7.60
存货周转率	7.82	7.53	7.45	7.30	7.16
每股指标(元)					
每股收益	0.90	0.88	0.78	0.85	0.97
每股经营现金流	2.25	0.63	1.00	0.90	1.02
每股净资产	4.78	3.76	3.60	4.45	5.43
估值比率					
P/E	28.81	34.41	13.96	12.82	11.21
P/B	5.43	8.02	3.03	2.45	2.01
EV/EBITDA	18.35	25.62	9.46	7.94	6.12

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。