

华帝股份 (002035) 重大事项点评

收购关联方优化治理， 经营改革循序渐进

2014年12月30日

事项：

❖ 2014年12月29日晚，华帝股份发布董事会决议公告，公司审议通过了《关于公司2014年度经营层激励方案的议案》、《关于收购中山市能创电器科技有限公司100%股权的议案》以及《收购广东德乾投资管理有限公司10%股权的议案》等相关事项。其中能创电器按照资产基础法评估价值为513.96万元，德乾投资10%股权价值500万元，收购完成后能创电器与广州德乾均成为公司全资子公司。

评论：

❖ **管理层激励制度化，有利于增强管理层积极性。**激励方案是以2014年公司经营目标为基准，根据经营目标达成情况对员工实施相应正负激励，并计发奖金，预算奖金总额2233万元。该方案的制定反映公司将管理层激励制度化，有利于增强管理层积极性。随着公司增长模式与目标日益清晰，职业经理人制度逐步完善，为公司适时推出股权激励创造条件。

❖ **收购关联公司优化治理，培育净水业务。**中山能创电器与广州德乾皆为华帝股份关联方。其中中山能创控股股东中山华帝取暖电器与华帝股份同受石河子九洲股权投资有限合伙企业控制，中山能创股东刘伟、付韶春、吴刚等均为华帝前、现任高级管理人员。前期中山能创主要负责为公司供应净水机、空净等产品，2013年关联交易额1406万元。通过收购，一方面公司治理得到优化，关联交易减少；另一方面，公司有望利用上市公司平台继续培育净水业务，促进品类多元化。

❖ **基本面状况稳定，经营改革措施有望渐次落地。**经历前期渠道去库存后，预计公司四季度收入继续维持小幅增长。新管理层上任后，公司经营改革相关措施有望渐次落地，未来销售渠道利益的梳理是新管理层关注的重心。稳固渠道利益、实现渠道下沉是后续公司渠道调整的关键。

❖ **风险因素：**1.地产销量下滑；2.治理调整阵痛；3.与美的竞争加剧。

❖ **盈利预测及估值。**公司四季度收入料维持小幅增长，经营性恢复和变革措施逐步落地是公司明年的主基调。新管理层逐步磨合、完成渠道梳理与调整，公司经营变革仍会持续推进。我们维持公司2014-2016年EPS预测0.81/1.10/1.37元，当前股价对应PE为15/11/9倍，近期公司股价回调较多，估值已具备一定安全边际，维持“买入”评级。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,488	3,709	4,029	4,957	5,971
增长率 YoY %	22.0	49.1	8.6	23.0	20.5
净利润(百万元)	159	224	290	395	491
增长率 YoY%	14.7	40.6	29.5	36.3	24.3
每股收益(元)	0.44	0.62	0.81	1.10	1.37
净资产收益率%	16.1%	18.0%	19.7%	22.2%	22.8%
市盈率PE	27	19	15	11	9
市净率PB	4.4	3.5	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	20.6	16.0	13.2	9.6	7.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2014年12月29日收盘价


买入 (维持)

当前价：11.97元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

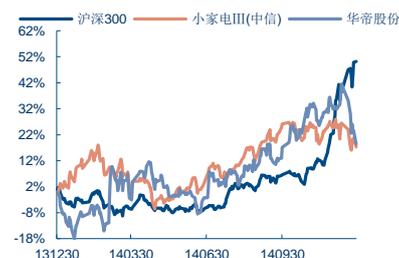
执业证书编号：S1010510120019

金星

电话：021-20262128

邮件：jinxing@citics.com

执业证书编号：S1010512100002

相对指数表现


资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3455.46点
总股本/流通股本	358.9 / 296.8 百万股
近12月最高/最低价	14.31元 / 9.25元
近1月绝对涨幅	-11.66%
近6月绝对涨幅	21.02%
今年以来绝对涨幅	19.29%
12个月日均成交额	60.25 百万元

相关研究

1. 华帝股份(002035)2014年三季度报点评—治理架构明晰，高速增长有望启动(2014-10-27)
2. 华帝股份(002035)重大事项点评—治理改善取得突破，向上弹性可期(2014-10-09)
3. 华帝股份(002035)2014年中报点评—短期经营承压，期待治理改善释放向上弹性(2014-08-26)

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,488	3,709	4,029	4,957	5,971
营业成本	1,662	2,375	2,539	3,104	3,729
毛利率	33.21%	35.96%	36.99%	37.37%	37.55%
营业税金及附加	15	22	20	25	30
营业费用	454	761	818	989	1,185
营业费用率	18.27%	20.51%	20.30%	19.95%	19.85%
管理费用	181	297	322	394	469
管理费用率	7.28%	8.02%	8.00%	7.95%	7.85%
财务费用	-4	-5	-8	-13	-18
财务费用率	-0.15%	-0.13%	-0.20%	-0.27%	-0.30%
投资收益	-1	0	0	0	0
营业利润	182	255	324	451	567
营业利润率	7.33%	6.86%	8.04%	9.10%	9.49%
营业外收入	11	25	23	22	21
营业外支出	1	2	1	2	2
利润总额	193	277	346	471	586
所得税	28	48	50	68	85
所得税率	14.60%	17.21%	14.50%	14.50%	14.50%
少数股东损益	6	6	6	8	10
归属于母公司股东的净利润	159	224	290	395	491
净利率	6.40%	6.04%	7.19%	7.97%	8.22%
每股收益(元)(摊薄)	0.44	0.62	0.81	1.10	1.37

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	159	224	290	395	491
少数股东损益	6	6	6	8	10
折旧和摊销	51	46	30	33	31
营运资金变动	-18	-29	142	-48	3
其他	-1	22	6	-7	-9
经营现金流	197	269	473	381	526
资本支出	-64	-65	-52	-52	-22
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	4	0	0	0	0
其他	54	-216	0	0	0
投资现金流	-5	-281	-52	-52	-22
发行股票	6	112	0	0	0
负债变化	-29	-61	-20	0	0
股息支出	0	-86	-60	-87	-118
其他	-43	17	8	13	18
融资现金流	-66	-19	-72	-74	-100
现金净增加额	126	-31	349	255	404

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	444	400	749	1,005	1,409
存货	206	341	338	442	531
应收账款	138	153	145	182	220
其他流动资产	227	484	452	528	611
流动资产	1,015	1,379	1,685	2,158	2,771
固定资产	615	625	623	646	652
长期股权投资	28	48	48	48	48
无形资产	152	149	149	149	149
其他长期资产	152	166	190	186	171
非流动资产	948	987	1,010	1,029	1,020
资产总计	1,963	2,366	2,694	3,187	3,791
短期借款	80	20	0	0	0
应付账款	359	509	533	621	746
其他流动负债	498	545	634	723	820
流动负债	938	1,074	1,167	1,343	1,565
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	20	20	20	20
非流动性负债	8	20	20	20	20
负债合计	945	1,094	1,187	1,363	1,586
股本	288	299	359	359	359
资本公积	355	430	371	371	371
股东权益合计	988	1,241	1,471	1,779	2,151
少数股东权益	29	30	36	44	54
负债股东权益总计	1,963	2,366	2,694	3,187	3,791

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	22.0	49.1	8.6	23.0	20.5
营业利润	19.4	39.7	27.2	39.3	25.6
净利润	14.7	40.6	29.5	36.2	24.3
利润率(%)					
毛利率	33.2	36.0	37.0	37.4	37.5
EBIT Margin	7.1	6.8	8.2	9.0	9.3
EBITDA Margin	9.1	8.1	8.9	9.6	9.9
净利率	6.4	6.0	7.2	8.0	8.2
回报率(%)					
净资产收益率	16.1	20.1	21.4	24.3	25.0
总资产收益率	8.2	10.5	11.6	13.6	14.3
其他(%)					
资产负债率	48.2	46.3	44.0	42.8	41.8
所得税率	14.6	17.2	14.5	14.5	14.5
股利支付率	54.2	26.7	30.0	30.0	30.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。