2014-12-30

公司报告(点评报告)

评级 推荐 维持

华帝股份（002035）

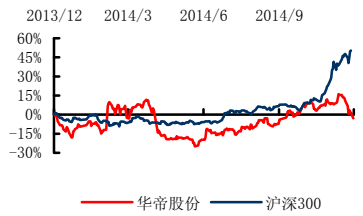
股权关系理顺，品类扩张有期待

分析师：徐春
☎ (8621)68751711
✉ xuchun@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490513070006

联系人：杨金金
☎ (8621)68751711
✉ yangjj3@cjsc.com.cn

联系人：管泉森
☎ (8621)68751711
✉ guanqs@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《经营表现符合预期，盈利能力持续改善》2014-10-26

《经营表现依旧抢眼，坚定看好长期发展》2014-10-23

《改善逻辑持续兑现，重申“推荐”评级》2014-10-8

报告要点

■ 事件描述

公司近日举行第五届董事会第十三次会议，会议决议通过了《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》、《关于收购广东德乾投资管理有限公司 10%股权的议案》等多条议案，收购完成后能创电器、广州德乾成为公司全资子公司；其中能创电器按照资产基础法评估价值为 513.96 万元，而广州德乾 10%股权价值为 500 万元。

■ 事件评论

- **产权关系进一步明晰，公司治理持续优化：**两次收购均为公司从关联方收购资产，其中大股东九州实业控股 90%的华帝取暖及刘伟、付韶春、吴刚（公司前任及现任高管）分别持有能创电器 40%、22%、21%及 17%股权；同时九州实业持有广东德乾 10%股权；我们认为本次收购主要目的为理清上市公司与大股东、公司高管之间产权关系，减少关联交易，并将实体资产注进上市公司，为后续公司股权层面的进一步动作埋下伏笔。
- **关联交易持续理顺，品类扩张或有期待：**能创电器主营华帝牌净水机、空气净化器等环境电器系列产品的研发、生产与销售，主要为华帝提供 OEM 代工服务，13 年关联交易额达到 1406.77 万元；我们认为随着能创顺利被公司收购及深度整合，一方面关联交易减少，经营效率提升；另一方面随着国内空气净化器及净水器等销量爆发式增长，能创环境电器产品将有望借助华帝渠道及品牌营销优势实现快速发展，华帝产品扩张或有期待。
- **潘系入主管理层，基本面改善预期强烈：**由于历史股权结构带来的治理问题，公司在过去几年经营层面出现较大波折，目前基本面正处底部（主要在盈利能力层面）；近期公司管理层持续调整，原总裁辞职且潘系入选第一、第二副总裁，标志着继实际控制人易主后公司新管理团队已基本成型，公司治理空前改善；预计公司后续经营改善措施将陆续推出，同时关联交易造成的渠道漏出利润等问题也在逐步解决，公司基本面向上预期强烈。
- **重申“推荐”评级：**目前公司股权结构调整及新管理团队组建基本落定，且公司与关联方产权关系及关联交易正持续优化，尽管短期收入增速有所放缓，但经营效率及盈利能力改善将确保业绩无忧，长期来看随着公司经营层面持续改善，公司基本面及估值双重向上趋势确定，预计公司 14、15 年 EPS 为 0.87 元、1.17 元，对应目前股价 PE 为 13.76、10.23 倍，考虑到近期公司估值在市场风格转变背景下大幅回落，重申“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**3709**	**4096**	**4916**	**5898**
营业成本	2375	2555	3067	3660
毛利	**1334**	**1541**	**1848**	**2238**
%营业收入	36.0%	37.6%	37.6%	37.9%
营业税金及附加	22	24	29	35
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	761	814	947	1109
%营业收入	20.5%	19.9%	19.3%	18.8%
管理费用	297	328	351	401
%营业收入	8.0%	8.0%	7.2%	6.8%
财务费用	-5	7	16	11
%营业收入	-0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
资产减值损失	4	3	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**255**	**365**	**500**	**675**
%营业收入	6.9%	8.9%	10.2%	11.4%
营业外收支	23	22	22	22
利润总额	**277**	**387**	**522**	**697**
%营业收入	7.5%	9.4%	10.6%	11.8%
所得税费用	48	67	90	120
净利润	229	320	432	577
归属于母公司所有者的净利润	**223.8**	**312.4**	**421.3**	**563.1**
少数股东损益	6	8	11	14
EPS（元/股）	**0.62**	**0.87**	**1.17**	**1.57**

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	**269**	**366**	**531**	**685**
取得投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	-77	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-64	-511	-380	-59
其他	-140	0	0	0
投资活动现金流净额	**-281**	**-511**	**-380**	**-59**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	112	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-60	282	98	-289
筹资成本	70	-54	-79	-95
其他	-140	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-19**	**228**	**19**	**-385**
现金净流量	**-31**	**83**	**171**	**241**

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	400	294	350	415
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	190	210	252	302
存货	341	367	440	526
预付账款	36	39	46	55
其他流动资产	120	130	148	172
流动资产合计	**1379**	**1361**	**1621**	**1933**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	48	48	48	48
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	621	1062	1343	1291
无形资产	149	141	134	128
商誉	104	104	104	104
递延所得税资产	7	0	1	1
其他非流动资产	58	116	174	232
资产总计	**2366**	**2832**	**3426**	**3737**
短期贷款	20	322	420	130
应付款项	515	547	657	784
预收账款	204	225	270	325
应付职工薪酬	67	72	87	103
应交税费	6	7	10	13
其他流动负债	262	282	333	395
流动负债合计	**1074**	**1456**	**1777**	**1750**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	20	40	60	80
负债合计	**1094**	**1496**	**1837**	**1830**
归属于母公司	1241	1507	1865	2343
少数股东权益	30	38	49	63
股东权益	**1272**	**1545**	**1914**	**2406**
负债及股东权益	**2366**	**2832**	**3426**	**3737**

基本指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	0.624	0.87	1.174	1.569
BVPS	4.31	5.24	6.48	8.15
PE	19.18	13.76	10.20	7.63
PEG	0.53	0.39	0.28	0.21
PB	2.78	2.28	1.85	1.47
EV/EBITDA	13.74	9.95	7.29	5.18
ROE	18.00%	20.70%	22.60%	24.00%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘　露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨　忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于市场
	中　　性：	相对表现与市场持平
	看　　淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	推　　荐：	相对大盘涨幅大于 10%
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对大盘涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

研究部/机构客户部

上海
浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
（200122）
电话：021-68751100
传真：021-68751151

武汉
武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
（430015）
传真：027-65799501

北京
西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
（100032）
传真：021-68751791

深圳
深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
（518000）
传真：0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。