

强烈推荐-A (维持)

华帝股份 002035.SZ

目标估值: 42-48 元

当前股价: 37.18 元

2017 年 04 月 26 日

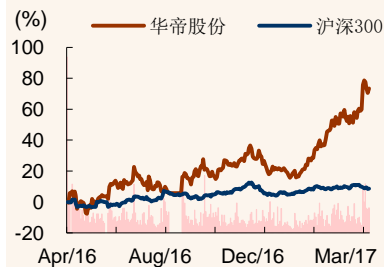
高端化战略成效初显, 业绩向好趋势延续

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	36360
已上市流通股(万股)	31970
总市值(亿元)	135
流通市值(亿元)	119
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	50.1%
主要股东	石河子九洲股权投资
主要股东持股比例	17.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	49	73
相对表现	13	47	64



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华帝股份(002035)一定增助力高端化转型, 经销商持股共赢可期》2016-09-04

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

厨电行业的高成长性叠加公司经营的持续改善, 华帝股份 2017 业绩值得期待。

- 事件描述: 公司披露 2017 年一季报。Q1 实现营收 11.56 亿元, YoY+32%, 单季营收增速创 2014 年以来新高; 实现归母净利润 0.8 亿元, YoY+60.9%, 延续 2016Q4 的高盈利能力。业绩表现符合预期。
- 产品价格: 均价显著提升带动营收高涨, 高端化战略成效初显。16.3 以来, 公司产品均价同比显著提升, 17Q1 每月同比提升幅度均超过 15%, 高于同业其他公司。公司在 2016 年彻底完成领导层新老交替后, 推行高端化智能厨电战略的信心坚定, 至 17Q1, 公司烟机产品均价与老板电器的差距缩小百元以上, 品牌力明显提升, 且未来仍有较大提升空间。
- 渠道拓展: 积极打造立体销售渠道, 提升高毛利渠道占比提升盈利能力。公司持续推进三四线渠道下沉, 开拓建材超市及家装公司等新型渠道, 打造立体销售渠道, 促进线上线下资源整合; 高毛利电商渠道销售延续高增长态势, 亦为公司的盈利能力提升贡献力量。持续推进渠道下沉、品牌形象升级等导致公司销售费用率处于相对高位, 17Q1 销售费用率为 26.6%, 较比 16Q4 的 27.7%略有下降; 公司高成长高盈利的经营态势下, 销售费率无碍业绩增长, 且随着公司治理的持续改善, 16Q4 以及 17Q1 管理费率的相对下行亦有助于控制公司的期间费率。
- 公司治理: 经营改善明显, 向好趋势延续。2016 年末注销原控股股东九洲投资后, 公司股权结构进一步优化, 潘氏对公司控制权的提升将提高公司的决策效率; 公司 2016 年及 2017Q1 的业绩高增长, 印证了新管理层所推行战略的有效性, 在行业高成长的背景下, 公司经营向好趋势有望延续。
- 盈利预测: 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.22/1.57/2.00 元, 对应 PE30.6/23.6/18.6 倍, 考虑到厨电“大行业小公司”格局下的高成长性以及公司经营改善的持续性, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示: 地产景气不及预期、高端化战略推行不及预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3720	4395	5571	7124	9105
同比增长	-12%	18%	27%	28%	28%
营业利润(百万元)	222	378	518	678	867
同比增长	-26%	71%	37%	31%	28%
净利润(百万元)	208	328	442	573	727
同比增长	-26%	58%	35%	30%	27%
每股收益(元)	0.58	0.90	1.22	1.57	2.00
PE	64.2	41.3	30.6	23.6	18.6
PB	8.7	7.8	6.6	5.6	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1712	2546	3363	4392	5683
现金	379	1110	1570	2101	2755
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	233	377	477	611	780
应收款项	358	264	312	398	509
其它应收款	20	23	29	37	47
存货	276	370	465	592	757
其他	446	403	511	653	835
非流动资产	1064	1047	1000	938	882
长期股权投资	22	8	8	8	8
固定资产	591	568	546	506	469
无形资产	138	130	117	106	95
其他	313	341	329	319	311
资产总计	2776	3593	4363	5330	6565
流动负债	1193	1782	2236	2783	3489
短期借款	31	16	30	30	30
应付账款	421	540	693	884	1129
预收账款	171	274	352	449	574
其他	569	951	1160	1420	1756
长期负债	12	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	17	17	17	17
负债合计	1205	1799	2253	2800	3506
股本	359	364	364	364	364
资本公积金	371	392	392	392	392
留存收益	797	981	1278	1673	2172
少数股东权益	44	58	77	102	133
归属于母公司所有者权益	1526	1736	2033	2429	2927
负债及权益合计	2776	3593	4363	5330	6565

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	270	818	578	666	831
净利润	208	328	442	573	727
折旧摊销	84	94	69	63	57
财务费用	2	(13)	(28)	(36)	(46)
投资收益	(2)	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(33)	412	78	40	57
其它	11	5	24	33	42
投资活动现金流	(188)	13	(21)	0	0
资本支出	(39)	(35)	(21)	0	0
其他投资	(149)	48	0	0	0
筹资活动现金流	(145)	(117)	(97)	(135)	(177)
借款变动	(100)	(30)	14	0	0
普通股增加	(0)	5	0	0	0
资本公积增加	(0)	21	0	0	0
股利分配	(72)	(144)	(145)	(177)	(229)
其他	27	31	34	42	52
现金净增加额	(63)	715	460	531	654

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3720	4395	5571	7124	9105
营业成本	2285	2525	3242	4132	5281
营业税金及附加	27	42	53	68	87
营业费用	899	1138	1448	1852	2367
管理费用	297	329	334	427	546
财务费用	(22)	(20)	(28)	(36)	(46)
资产减值损失	14	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	7	7	7	7
营业利润	222	378	518	678	867
营业外收入	41	26	26	26	26
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	258	399	539	699	888
所得税	40	58	78	102	129
净利润	217	341	461	597	758
少数股东损益	10	14	19	24	31
归属于母公司净利润	208	328	442	573	727
EPS (元)	0.58	0.90	1.22	1.57	2.00

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-12%	18%	27%	28%	28%
营业利润	-26%	71%	37%	31%	28%
净利润	-26%	58%	35%	30%	27%
获利能力					
毛利率	38.6%	42.5%	41.8%	42.0%	42.0%
净利率	5.6%	7.5%	7.9%	8.0%	8.0%
ROE	13.6%	18.9%	21.7%	23.6%	24.8%
ROIC	10.5%	16.9%	19.5%	21.4%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	50.1%	51.6%	52.5%	53.4%
净负债比率	1.1%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
存货周转率	8.3	7.8	7.8	7.8	7.8
应收帐款周转率	11.2	14.1	19.3	20.1	20.1
应付帐款周转率	5.4	5.3	5.3	5.2	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.58	0.90	1.22	1.57	2.00
每股经营现金	0.75	2.25	1.59	1.83	2.28
每股净资产	4.25	4.78	5.59	6.68	8.05
每股股利	0.40	0.40	0.49	0.63	0.80
估值比率					
PE	64.2	41.3	30.6	23.6	18.6
PB	8.7	7.8	6.6	5.6	4.6
EV/EBITDA	77.0	46.6	33.5	26.6	21.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。2016年获新财富家电行业第3名。2015年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2014年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2013年获新财富家电行业第5名，水晶球奖家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2016年获新财富家电行业第3名，金牛奖第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。