

万家乐 (000533)

出口业务或受迪拜金融危机影响

— 万家乐调研简报

姓名 张晓亮
 86-10-58362156
 zhangxiaoliang@bhqz.com

本报告导读:

- 热水器业务稳定
- 出口订单受金融危机影响

投资要点:

● 公司历史负担已经基本解决

万家乐从顺德县二轻局下属的集体企业改制而来。1993-2005 年, 经过几番重组, 现在已经改制为民营企业, 但还存在一些债务负担, 今年财务费用接近 1 个亿。目前主营业务为燃气热水器和干式变压器。

● 热水器业务保持平稳

2008 年上半年, 公司热水器业务收入占比为 34%。目前国内主要应用的热水器有燃气热水器、电热水器、太阳能热水器, 各有适用的用户群。公司主营燃气热水器, 需求仍在小幅增长。公司在这个行业市场份额稳定在前三位。

● 受金融危机影响, 迪拜输变电业务订单有所推迟

输变电业务已经成为公司主业。公司子公司顺特电气在国内干式变压器行业长期占据第一的位置。公司从 2006 年开始获得迪拜的订单, 2008 年中公司获得迪拜 7.6 亿订单, 供货期原定于 2008 年底至 2010 年。

迪拜自己并没有石油资源, 它的经济建立在房地产、金融和旅游业上。金融危机对迪拜经济打击很大, 游客锐减、房价暴跌、投资者大批撤离。公司最近仍在做之前的订单, 但最近几个月已经没有新的订单, 部分迪拜的订单也将推迟一年。

公司部分设备应用于国内风力发电, 但规模不大。预计公司今年输变电业务总体需求将略有下降。

● 北电通信国内业务仍在盈利

公司持有广东北电 15% 股权, 2008 年计划分红 1500 万。北电全球业务大幅亏损, 但广东北电业务在国内, 盈利性一直比较好。

● 给予“中性”评级

预计公司 2008 - 2010 年 EPS 分别为 0.12、0.11、0.15 元。给予“中性”评级。

1、业绩预测表

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2242.54	3137.19	2870.53	3014.06	3315.47
EBITDA(百万元)	166.10	320.63	436.28	467.12	496.22
净利润(百万元)	19.47	129.08	66.39	62.40	84.23
摊薄 EPS(元)	0.03	0.22	0.12	0.11	0.15
PE(X)	108.50	16.37	31.82	33.86	25.08
EV/EBITDA(X)	17.23	8.62	9.11	8.09	7.26
PB(X)	4.23	3.57	3.49	3.29	3.01
ROIC	3.05%	11.60%	4.39%	5.29%	6.09%
总资产周转率	0.77	1.15	0.84	0.72	0.81

请务必阅读正文之后的免责条款部分

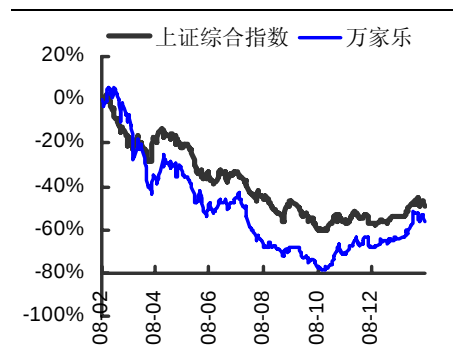
评级: 中性

目标价格: 3.0

当前价格: ¥ 3.67

2009.02.27

最近 52 周走势图



公司是国内燃气热水器、干式变压器的龙头企业, 并持有广东北电通信设备有限公司 15% 的股权。

相关报告

资产负债表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	535.7	362.5	331.7	348.3	383.1	营业收入	2242.5	3137.2	2870.5	3014.1	3315.5
应收票据	49.9	63.2	57.9	60.8	66.8	营业成本	1715.5	2307.2	2125.4	2216.6	2438.3
应收账款	697.2	813.8	744.6	781.8	860.0		5.5	10.5	9.6	10.1	11.1
预付款项	128.1	128.8	118.7	123.8	136.1	销售费用	260.0	404.2	398.5	418.5	458.7
其他应收款	156.5	84.5	77.3	81.2	89.3	管理费用	162.9	157.8	173.1	181.7	198.2
存货	548.4	603.2	555.7	579.5	637.5	财务费用	100.6	91.8	84.4	112.0	102.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	20.3	26.7	20.0	21.0	23.1
长期股权投资	67.1	66.0	66.0	66.0	66.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	324.8	287.1	765.7	725.0	670.7	投资收益	54.4	31.0	15.0	15.0	15.0
在建工程	33.8	3.1	116.4	95.9	89.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	32.1	170.0	74.5	69.2	98.3
无形资产	66.0	64.2	1281.8	1139.4	997.0	营业外收支净额	3.1	8.6	14.0	14.0	14.0
长期待摊费用	12.3	9.6	8.7	7.7	6.7	税前利润	35.3	178.6	88.5	83.2	112.3
资产总计	2869.0	2608.3	4228.6	4113.5	4107.0	减：所得税	15.8	49.5	22.1	20.8	28.1
短期借款	1213.4	954.5	2136.0	1954.0	1814.8	净利润	19.5	129.1	66.4	62.4	84.2
应付票据	410.0	275.9	254.2	265.1	291.6	归属于母公司的净利润	19.5	129.1	66.4	62.4	84.2
应付账款	359.4	346.6	314.9	328.4	361.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	124.7	145.1	132.8	139.4	153.3	基本每股收益	0.03	0.22	0.12	0.11	0.15
应付职工薪酬	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	稀释每股收益	0.03	0.22	0.12	0.11	0.15
应交税费	53.7	79.6	79.6	79.6	79.6	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	94.6	114.3	114.3	114.3	114.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.3%	39.9%	-8.5%	5.0%	10.0%
长期借款	71.0	58.3	58.3	58.3	58.3	EBIT 增长率	-244.1%	161.1%	-36.4%	14.2%	11.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-111.1%	562.9%	-48.6%	-6.0%	35.0%
负债合计	2369.9	2016.9	3131.4	2980.4	2914.6	盈利性					
股东权益合计	499.1	591.4	606.1	642.0	701.2	销售毛利率	23.5%	26.5%	26.0%	26.5%	26.5%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	0.9%	4.1%	2.3%	2.1%	2.5%
净利润	19	129	66	62	84	ROE	3.9%	21.8%	11.0%	9.7%	12.0%
折旧与摊销	67	63	272	280	287	ROIC	3.05%	11.60%	4.39%	5.29%	6.09%
经营活动现金流	115	25	498	397	370	估值倍数					
投资活动现金流	180	140	-1575	-60	-68	PE	108.5	16.4	31.8	33.9	25.1
融资活动现金流	-216	-149	1045	-321	-267	P/S	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
现金净变动	79	16	-31	17	35	P/B	4.2	3.6	3.5	3.3	3.0
期初现金余额	442	536	363	332	348	股息收益率	0.9%	1.6%	2.4%	1.3%	1.2%
期末现金余额	520	552	332	348	383	EV/EBITDA	17.2	8.6	9.1	8.1	7.3

3、DCF—WACC 输出											
万元	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	25756	16390	18717	20920	23012	23307	23432	22287	20968	22017	23118
所得税	7144	4098	4679	5230	5753	6526	5624	5349	5032	5284	5548
NOPLAT	5448	18612	12293	14038	15690	17259	16781	17808	16938	15936	16733
营运资金净变动	-2723	-19448	7241	-4187	-8942	-9836	-10919	-12021	-6672	-7011	-7241
资本支出	-148263	-158964	-7535	-8289	-9118	-10029	-10531	-11057	-11610	-12191	-12191
自由现金流	-142792	-112192	30311	27161	27720	26001	26217	31002	29983	30888	32304

WACC	6.96%	Ke	11.02%
永续增长率	1.00%	Kd	5.00%
终值	17817.64	t	15.00%
企业价值	399251.53	Rf	3.60%
非核心资产价值	39772.19	E(Rm)	10.00%
债务价值	219431.18	Rm - Rf	6.40%
股权价值	179820.35	D/A	50.95%
股本	57568.00	E/A	49.05%
每股价值 (元)	3.12	Beta	1.16

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.81%	2.55	2.91	3.34	3.85	4.46
	6.86%	2.49	2.84	3.26	3.76	4.36
	6.91%	2.43	2.78	3.19	3.68	4.26
	6.96%	2.37	2.72	3.12	3.59	4.17
	7.01%	2.32	2.66	3.05	3.51	4.07
	7.06%	2.26	2.59	2.98	3.44	3.98
	7.11%	2.21	2.53	2.91	3.36	3.89

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津
天津市河西区宾水道三号
邮政编码: 300061
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京
北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107
邮政编码: 100032
电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn