

首席研究员: 帅再先

电话: 010-84802005

研究员: 魏静

电话: 0755-83689717

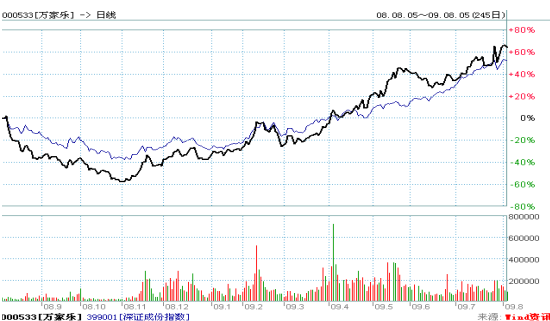
E-mail: weijing6982@hotmail.com

报告日期: 2009.8.5

12个月目标价	8.36元
当前股价:	8.09元
投资评级:	持有

基础数据

总股本(百万股)	575.680
流通A股(百万股)	398.378
每股净资产(整体法, 09 Q2)	1.2
ROE 净资产收益率:(加权)	4.53%
动态市盈率	43
PB(整体法, 09 Q2, 剔除负值)	6.74
资产负债率(整体法, 09 Q2)	73.5%

万家乐与深成指数走势对比


资料来源: wind

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

 地址: 深圳市深南中路68号航空大厦2902室
(518031)

相关报告:

《稳健经营的干式变压器、燃气热水器龙头》

2009.4.23

《业绩预计先抑后扬, 期待合资带来飞跃性发展》

2009.4.30

《期待合资后的化蛹成蝶》2009.5.19

《突破合资瓶颈, 未来发展可期》2009.5.21

投资要点:

- 09年上半年, 公司实现营业收入11.8亿元, 同比下降8.74%, 第二季度与第一季度收入基本持平。顺特的输配电产品通过整合优化内部资源, 将开关产品部与组变产品部合并为组变成套部, 使开关产品和组变产品订单提升, 实现年营业收入7.08亿元, 同比上升2.63%; 万家乐燃气具有限公司销售额经历了年初的低谷后逐步回升, 上半年实现营业收入4.51亿元, 同比下降0.43%。公司总收入下降8.74%的原因是其他业务收入同比减少7,790万元, 使得控股子公司顺特电气有限公司总收入7.4亿元, 同比下降15.86%。
- 在变压器行业销售增长基本在20%以上的形势下, 公司收入增长较慢主要受制于公司一般选取毛利率较高的订单。公司输变电产品的毛利率达到31.27%, 增长1.37%, 毛利率较大幅度高于同行业的特变23%、天威25%、三变20%。卫厨燃气具毛利率达到27.42%, 增长3.9%, 高于美的20%, 海尔25%, 其中燃气热水器毛利率达到39.49%, 与九阳豆浆机毛利率39.85%相当。
- 公司营业利润3673.75万元, 同比下降12.72%, 主要由于代理费用、促销费用及运输费用的增加, 使得期间费用率上升了4.8%。公司的短期借款及长期借款分别下降了6千万及3千万, 资产负债率降低了4个百分点左右。公司09年上半年净利润3115.69万元, 同比增长1.41%, 主要由于上半年按15%的税率计缴企业所得税, 而去年同期均按25%的税率预缴。

- 公司目前的增长短板在于较高的期间费用率26.32%, 相对于特变的10.2%, 天威的10.35%, 三变的14.24%。阿海珐与公司的合资目前处于被商务部审批阶段, 预计获批在即, 将给公司发展带来资金及市场。我们预计未来公司的三年的收益为0.19元, 0.32元, 0.42元, 相对8.09元收盘价, 市盈率为43, 24, 19, 目前基本合理, 给予持有评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2264	2438	3580	4400	营业收入	2797	3046	4264	5415
现金	573	619	860	1093	营业成本	2069	2235	3125	3974
应收账款	862	939	1314	1669	营业税金及附加	9	9	13	16
其他应收款	67	81	109	138	营业费用	354	382	496	617
预付账款	99	107	149	190	管理费用	188	190	256	322
存货	634	661	1110	1268	财务费用	108	115	71	83
其他流动资产	29	31	37	43	资产减值损失	8	9	9	17
非流动资产	520	417	382	362	公允价值变动收益	-10	0	0	0
长期投资	66	66	66	66	投资净收益	15	16	16	16
固定资产	269	249	227	204	营业利润	66	122	310	401
无形资产	50	55	53	54	营业外收入	25	27	30	34
其他非流动资产	135	47	37	38	营业外支出	3	3	3	4
资产总计	2784	2854	3962	4762	利润总额	88	145	336	431
流动负债	2106	2070	2596	3170	所得税	23	37	86	111
短期借款	1165	1036	1272	1540	净利润	66	108	250	320
应付账款	329	355	496	631	少数股东损益	0	0	62	80
其他流动负债	613	679	828	998	归属母公司净利润	66	108	187	241
非流动负债	22	20	20	20	EBITDA	229	262	406	509
长期借款	7	7	7	7	EPS (元)	0.11	0.19	0.323	0.42
其他非流动负债	15	13	13	13					
负债合计	2128	2090	2616	3190	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	62	142	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	576	576	576	576	成长能力				
资本公积	72	72	72	72	营业收入	-10.8%	8.9%	40.0%	27.0%
留存收益	9	117	250	397	营业利润	-60.9%	83.2%	154.3%	29.7%
归属母公司股东权益	657	765	898	1045	归属于母公司净利润	-49.1%	64.5%	73.5%	28.3%
负债和股东权益	2784	2854	3576	4377	获利能力				
					毛利率 (%)	26.0%	26.6%	26.7%	26.6%
现金流量表					净利率 (%)	2.3%	3.5%	4.4%	4.4%
单位: 百万元									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE (%)	10.0%	14.1%	20.9%	23.0%
经营活动现金流	115	127	-270	125	ROIC (%)	15.3%	19.2%	18.8%	20.4%
净利润	66	108	250	320	偿债能力				
折旧摊销	55	25	25	25	资产负债率 (%)	76.4%	73.2%	73.1%	72.9%
财务费用	108	115	71	83	净负债比率 (%)	56.27%	51.16%	49.87%	49.30%
投资损失	15	16	16	16	流动比率	1.08	1.18	1.38	1.39
营运资金变动	-75	-37	-704	-350	速动比率	0.75	0.84	0.92	0.96

其他经营现金 流	-53	-100	72	30	营运能力				
投资活动现金流	6	169	16	16	总资产周转率	1.04	1.08	1.25	1.24
资本支出	23	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	-1	-153	0	0	应付账款周转率	6.13	6.54	7.34	7.05
其他投资现金 流	28	16	16	16	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-43	-250	110	91	每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.19	0.33	0.42
短期借款	210	-128	235	268	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.20	0.22	-0.47	0.22
长期借款	-51	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.14	1.33	1.56	1.82
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	31.30	19.02	10.96	8.54
其他筹资现金 流	-202	-122	-125	-177	P/B	3.13	2.69	2.29	1.97
现金净增加额	78	46	-144	232	EV/EBITDA	11	10	6	5

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003

