

2011-01-13

万和电器 002543-SZ

厨卫劲旅，燃气热水器龙头

◇公司 IPO

◆厨卫劲旅，燃气热水器龙头

万和是燃气热水器市场龙头，厨卫电器知名品牌之一。2010 年上半年，公司热水器销售规模是热水器龙头青岛海尔的 33%，但公司是燃气热水器市场龙头。此外，公司燃气灶销售规模是市场龙头华帝股份的 32%；吸油烟机销售规模是市场龙头老板电器的 28%；消毒柜销售规模同老板电器相当。

◆内需：渠道扩张战略空间广阔

公司还有广阔的渠道扩张战略空间。当前公司具有 7100 多个零售终端，覆盖 259 个城市，1224 个县，城市覆盖率仅 40%。过去三年，公司销售终端增加近一倍。未来，渠道扩张将继续成为公司业绩增长的主要动力之一。

◆出口：燃气热水器产能转移造就出口业务的快速增长

中国的制造优势决定全球燃气热水器产能向中国持续转移。当前中国燃气热水器产量占全的 50-60%，产能转移还具有很大的空间。随着增发扩产，公司将有能力扩大燃气热水器的出口规模。预计未来出口业务的增长将高于国内业务的增长。

◆增发全面提升公司制造能力，再造一个万和

公司当前整体产能利用率已经达到 90%以上，对公司业务持续发展构成制约。本次募投项目投资总额十亿元，新建产能逐步释放，于 2013 年完全达产。届时将新增热水器产能 140%，新增厨卫电器产能 125%，相当于再造一个万和。

◆合计询价区间 27-33 元

预计公司 2010-2012 年增发摊薄后 EPS 分别为 0.90/1.20/1.58 元。综合考虑新股发行中发行方的议价能力以及同类上市公司 2011 年估值，预计合理询价区间介于 27-33 元；上市后合理价格区间介于 30-36 元，对应 2011 年 25-30 倍 PE 估值。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,542	1,734	2,260	2,899	3,800
净利润(百万元)	50	126	179	240	317
每股收益	0.25	0.63	0.90	1.20	1.58
每股净资产	1.78	2.62	3.82	11.06	12.65
ROIC	13.16%	27.79%	22.06%	23.05%	24.87%
ROE	18.73%	31.99%	31.32%	10.84%	12.53%

合理申购价格 27~33 元

预计上市合理价 30~36 元

询价开始日期 1 月 12 日

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

联系人：何伟

021-22169108

hewei@ebsecn.com

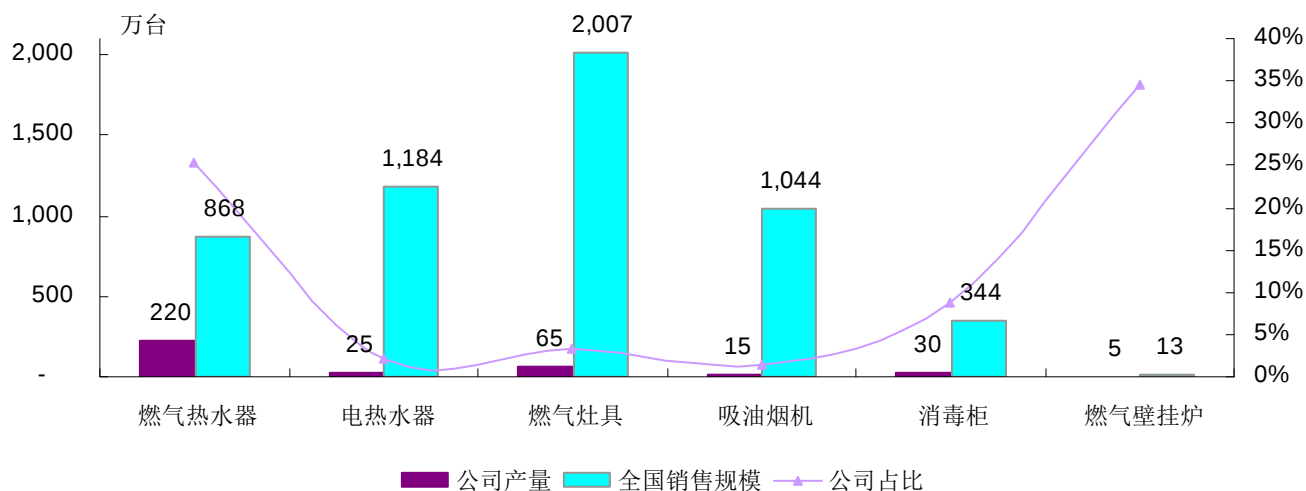
发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	50
发行后总股本(百万股)	150
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2011-01-19
主承销商	平安证券有限责任公司
主要股东	广东万和集团有限公司
第一大股东持有比例(%)	51.00%

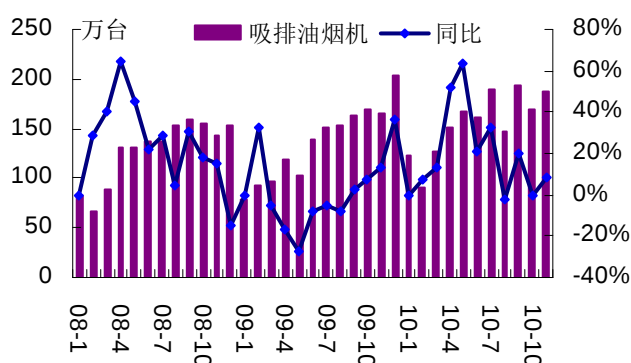
募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
节能环保燃气热水、供暖产品生产线扩建及公司营销网络建设项目	316
健康厨房电器产品扩产项目	95
新能源集成产品生产基地建设项目	247
核心零部件规模化自制建设项目	96
科技与研发中心扩建项目	60
信息管理系统升级建设项目	31
合计	845

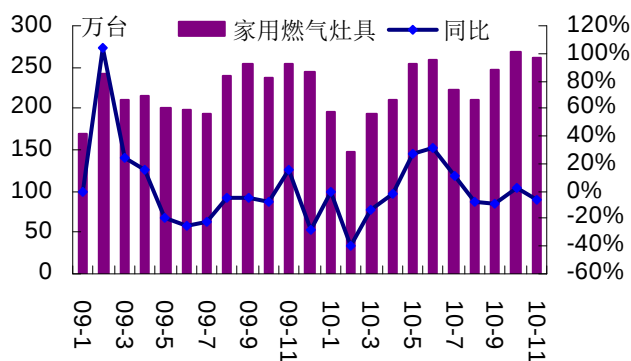
相关报告：

图表 1：2009 年公司主要产品产量以及全国销售规模比较

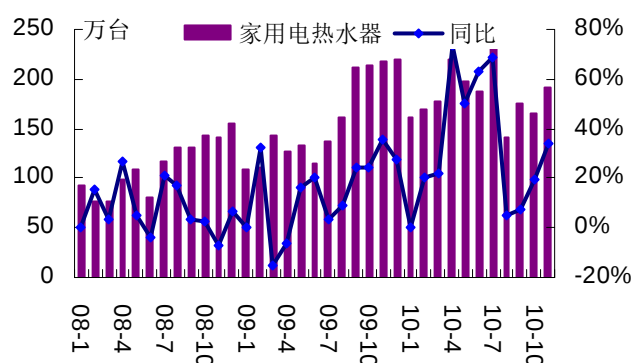
资料来源：公司招股说明书，慧聪商情，光大证券研究所

图表 2：吸油烟机产量推移图

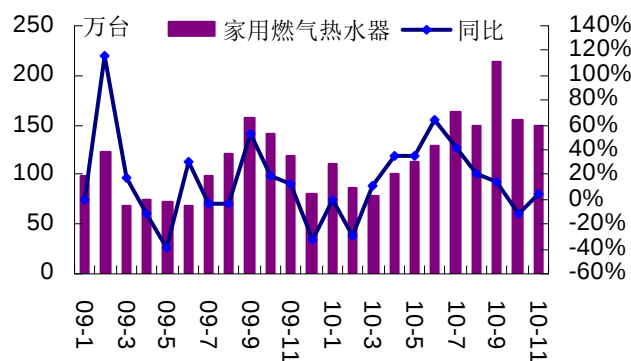
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 4：家用燃气灶产量推移图

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

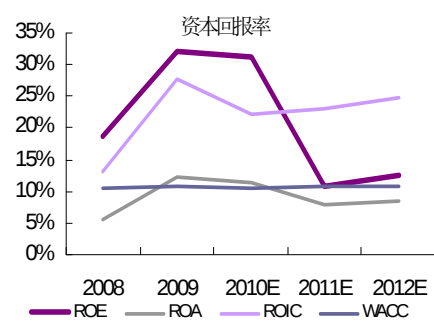
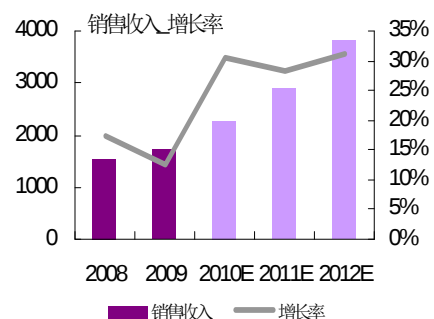
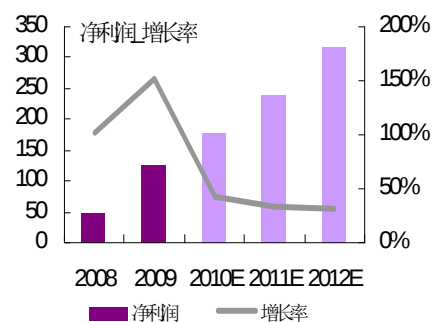
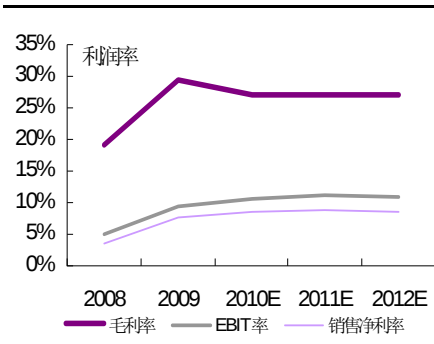
图表 3：家用热水器产量推移图

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 5：家用燃气热水器产量推移图

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,542	1,734	2,260	2,899	3,800
营业成本	1,248	1,223	1,649	2,113	2,774
折旧和摊销	22	33	35	47	58
营业税费	5	10	9	12	15
销售费用	165	276	271	348	456
管理费用	45	59	84	101	133
财务费用	16	6	4	-2	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0
营业利润	61	157	235	326	423
利润总额	60	161	235	326	423
少数股东损益	4	7	11	14	13
归属母公司净利润	50.10	125.79	179.33	239.72	317.00

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	986	1,097	1,677	3,219	3,896
流动资产	641	686	1,003	2,392	2,928
货币资金	99	85	181	1,382	1,577
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	94	121	153	189	257
应收票据	146	159	162	249	316
其他应收款	7	5	14	13	17
存货	276	292	452	517	700
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	5	5	5	5
固定资产	257	271	498	637	771
无形资产	76	121	115	110	104
总负债	712	691	1,081	968	1,316
无息负债	482	661	795	968	1,316
有息负债	230	30	286	0	0
股东权益	273	406	596	2,250	2,580
股本	150	150	150	200	200
公积金	56	137	155	1,529	1,561
未分配利润	61	106	267	483	768
少数股东权益	6	13	24	38	51

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	125	302	144	285	388
净利润	50	126	179	240	317
折旧摊销	22	33	35	47	58
净营运资金增加	224	-104	129	65	64
其他	-172	247	-200	-67	-52
投资活动产生现金流	-199	-110	-300	-200	-200
净资本支出	30	106	300	200	200
长期投资变化	1	5	0	0	0
其他资产变化	-230	-221	-600	-400	-400
融资活动现金流	76	-206	252	1,116	8
股本变化	50	0	0	50	0
债务净变化	200	-200	256	-286	0
无息负债变化	-276	178	134	174	348
净现金流	-4	-14	96	1,201	195

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.29%	12.45%	30.36%	28.26%	31.11%
净利润增长率	102.04%	151.09%	42.56%	33.67%	32.24%
EBITDA 增长率	91.10%	95.84%	39.20%	35.67%	27.49%
EBIT 增长率	122.50%	108.97%	46.43%	35.48%	28.20%
估值指标					
PE	112	45	31	23	18
PB	16	11	7	3	2
EV/EBITDA	44	22	17	12	9
EV/EBIT	57	26	19	14	11
EV/NOPLAT	64	32	23	18	14
EV/Sales	3	2	2	2	1
EV/IC	8	9	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.08%	29.45%	27.03%	27.10%	27.01%
EBITDA 率	6.51%	11.34%	12.11%	12.81%	12.45%
EBIT 率	5.07%	9.42%	10.58%	11.17%	10.92%
税前净利润率	3.92%	9.28%	10.38%	11.24%	11.12%
税后净利润率 (归属母公司)	3.25%	7.26%	7.94%	8.27%	8.34%
ROA	5.44%	12.11%	11.33%	7.89%	8.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.73%	31.99%	31.32%	10.84%	12.53%
经营性 ROIC	13.16%	27.79%	22.06%	23.05%	24.87%
偿债能力					
流动比率	0.90	0.99	0.93	2.47	2.22
速动比率	51.15%	57.14%	50.96%	193.58%	169.19%
归属母公司权益/有息债务	1.16	13.11	2.00	-	-
有形资产/有息债务	3.91	32.08	5.41	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.63	0.90	1.20	1.58
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.83	2.01	0.96	1.43	1.94
每股自由现金流(FCFF)	-1.08	1.12	-1.29	0.18	0.62
每股净资产	1.78	2.62	3.82	11.06	12.65
每股销售收入	10.28	11.56	15.07	14.49	19.00

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。