

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖风 (8621) 68751711 xuchun0406@gmail.com

国内领先的燃气具生产龙头

事件描述

广东万和新电气股份有限公司拟于近期在深圳证券交易所挂牌上市，基本情况如下：

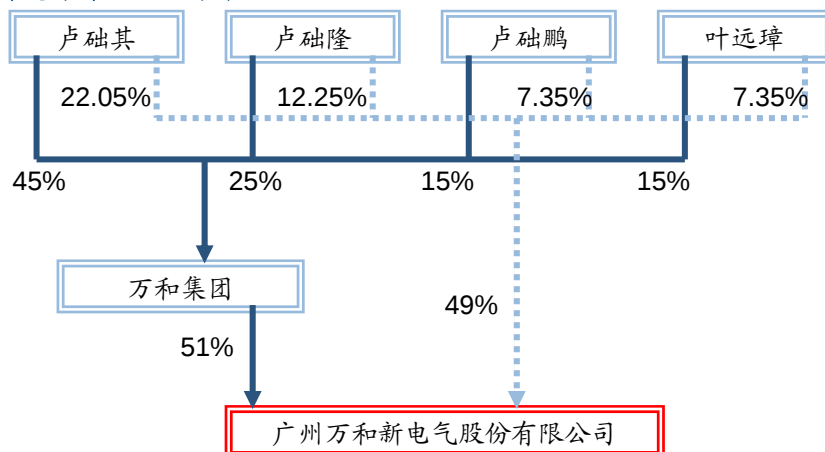
- 公司拟公开发行不超过 5000 万股人民币普通股（A 股），且占发行后总股本的比例不超过 25%。公司本次募集的资金主要投向包括“节能环保燃气热水、供暖产品生产线扩建及公司营销网络建设项目”、“健康厨房电器产品扩产项目”等在内的六大项目。随着公司募投项目的逐步推进，公司核心竞争力将得到全方位提升。
- 我们预计公司未来三年摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.14 以及 1.38 元。综合考虑家电行业具有代表性的四家厨房家电上市公司，其对应 2011 年 EPS 的 PE 均值为 27.69，我们认为给予公司 26-28 倍估值较为合理，对应合理询价区间为 29.64-31.92 元。

事件评论

以燃气热水器为核心，产品结构多元化延伸

公司是国内规模最大的专业厨卫电器生产制造企业之一，09 年销售规模在厨卫行业专业品牌中居于领先地位。据中怡康时代统计，“万和”品牌的燃气热水器连续六年在国内市场零售量份额排名第一，其燃气灶、吸油烟机、消毒柜等产品的市场份额也位居行业前列，目前公司在燃气热水器领域已经形成了较为完善的营销体系和研发机制，拥有一批富有经验的技术管理人员，形成了一定的技术、品牌及营销优势。

图 1：公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次发行前，万和集团持有公司 51% 的股份，处于绝对控股的地位。卢础其、卢楚隆、卢楚鹏、叶远璋分别持有万和集团 45%、25%、15%、15% 的股权，同时其分别直接持有万和电气 22.05%、12.25%、7.35%、7.35% 的股权。因此公司的实际控制人为卢础其先生、卢楚隆先生和卢楚鹏先生。本次发行后，尽管其所持有的股份比例有所下降，但仍对公司的发展战略、生产经营等实施直接控制。

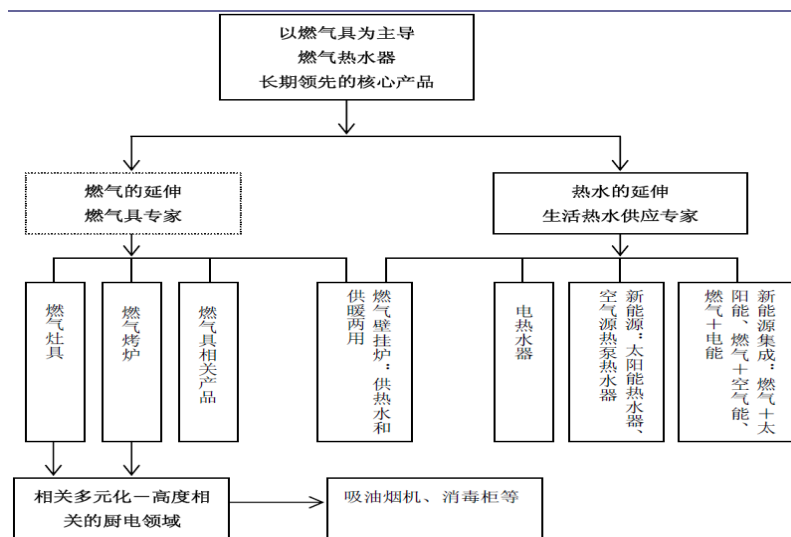
表 1：本次发行前后股本结构变化一览

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	占比(%)	股份数（万股）	占比(%)
万和集团	7650.0	51.00	7650.0	38.25
卢础其	3307.5	22.05	3307.5	16.54
卢楚隆	1837.5	12.25	1837.5	9.19
卢楚鹏	1102.5	7.35	1102.5	5.51
叶远璋	1102.5	7.35	1102.5	5.51
社会股东	-	-	5000.0	25.00
合计	15000.0	100.00	20000.0	100.00

数据来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的发展一直围绕厨卫电器主业展开，致力于成为世界级品牌的燃气具专家和最具高效、节能、环保的生活热水系统供应商。公司专注于以燃气热水器为核心的燃气具业务的发展，并以燃气灶具为基础，向高度相关的吸油烟机、消毒柜等厨电产品领域进行相关多元化延伸。同时，公司在生活热水供应领域积极探索，顺应热水器行业多种能源产品共同发展的趋势，前瞻性的致力于节能型常规能源产品和新能源产品的开发，并已成为能源集成热水系统领域的先行者。

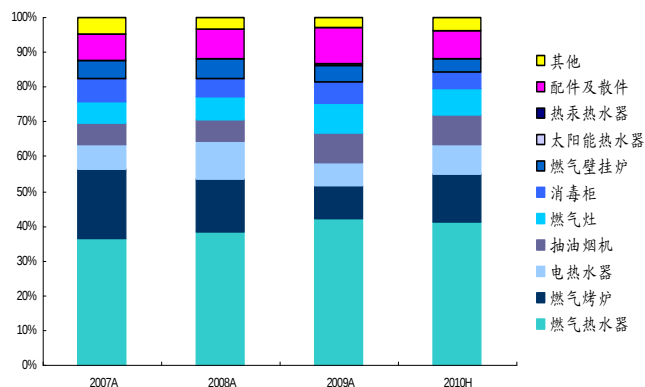
图 2：以燃气热水器为核心，产品结构多元化延伸



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

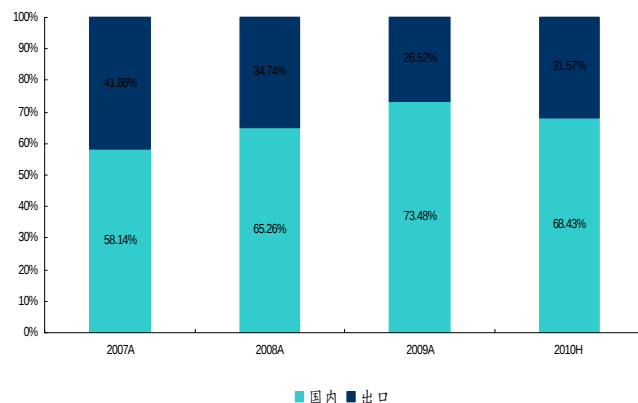
从公司历年主营中分产品占比来看，目前公司的产品结构依旧以燃气热水器、燃气烤炉、电热水器、抽油烟机、燃气灶等为主，其约占公司主营收入的 80% 左右。包括太阳能热水器、热泵热水器等在内的新兴业务则在主营中的占比依旧较低，且目前正呈快速增长趋势。

图 3：公司主营分品种构成一览



资料来源：长江证券研究部

图 4：目前公司出口业务占比较高



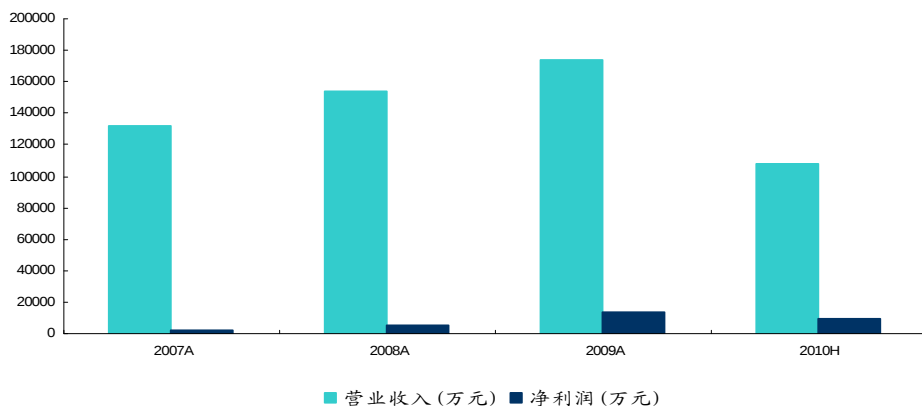
资料来源：长江证券研究部

公司经营稳健，产能利用率维持高位

业绩增速明显，毛利率持续提升

公司近年来主营保持平稳增长，08 年、09 年同比增速分别为 17.29%、12.44%，10 年上半年公司主营为 10.79 亿元，预计全年增速接近 30%。在公司主营平稳增长的同时，公司业绩增速更为明显，08 年、09 年净利润同比增速分别为 111.78%、147.54%，09 年上半年净利润达 0.97 亿元。

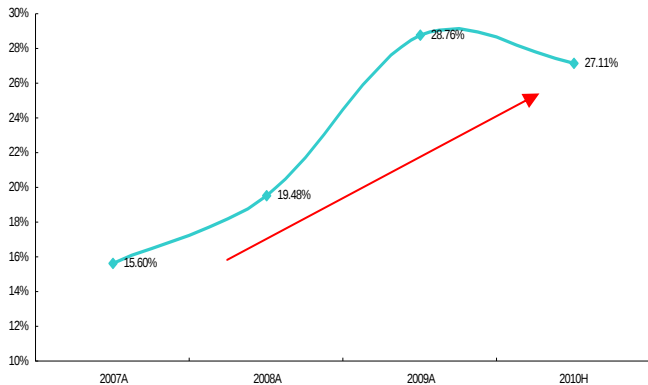
图 5：近年来公司业绩保持高速增长



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

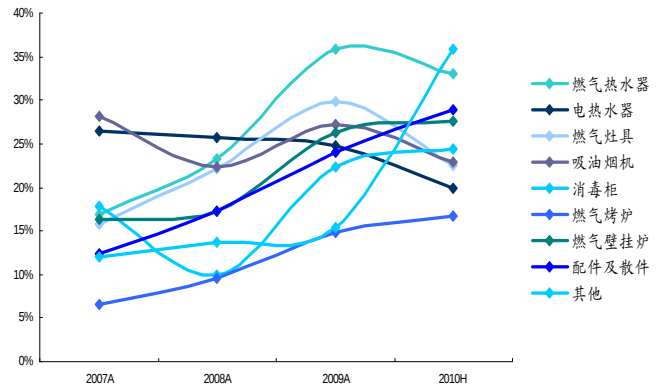
同时公司毛利率也呈逐步上升趋势，由 07 年的 15.60%逐步上升至 10 年上半年的 27.11%。除公司产品结构逐步调整使得盈利能力有所提升以外，我们认为内销占比逐步提升也是使得毛利率持续上升的一个重要因素。

图 6：公司毛利率近年来提升明显



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

图 7：公司分产品毛利率一览



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

由于公司外销产品主要采用 OEM 模式进行销售，因此毛利率远低于内销产品，且仅为内销产品毛利率的一半。近几年来，公司逐步加快对国内市场的开拓，同时由于受金融危机影响，公司 07-09 年以来内销占比持续提升，10 年上半年略有下降，而随着内销产品占比的变动，公司毛利率也呈现出与其相一致的走势。

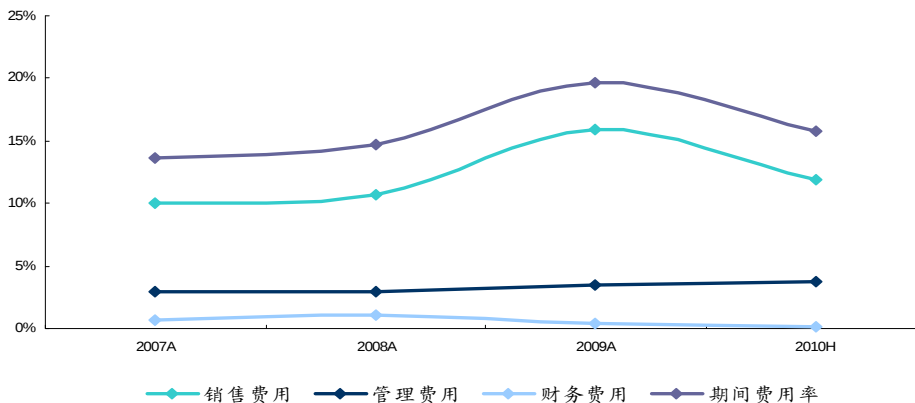
表 2：公司内销产品远高于外销产品，毛利率上升主要由内销比重增加导致

产品类型	2007A		2008A		2009A		2010H	
	毛利率	主营占比	毛利率	主营占比	毛利率	主营占比	毛利率	主营占比
内销产品	20.07%	58.14%	23.21%	65.26%	32.00%	73.48%	31.07%	68.43%
外销产品	9.41%	41.86%	12.45%	34.74%	19.81%	26.52%	18.51%	31.57%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的期间费用率较为稳定，09 年随着销售费用率的提升使得公司期间费用率有所波动。我们认为其 09 年销售费用率有所上升主要原因在于受金融危机影响，公司外销占比下滑所致。考虑到该诱因不具可持续性，且随着全球经济的逐步复苏，我们预计未来公司的期间费用率仍将维持在 15% 左右。

图 8：公司期间费用率基本维持稳定



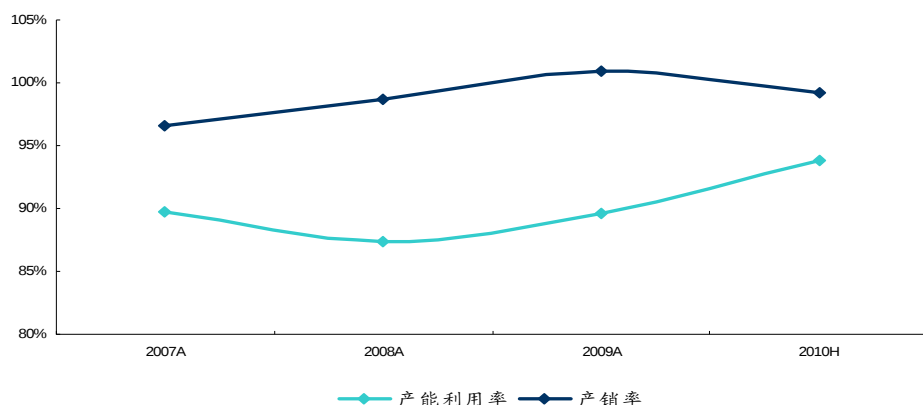
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司产能利用率及产销率维持高位

公司产销率始终维持在 95% 以上，2010 年上半年为 99%，公司产品销售状况良好。由于受金融危机影响，公司在 2008

年和 2009 年出口受到较大影响，产能利用率最低滑落到 2008 年的 87%，随着经济的复苏，2010 年上半年公司的产能利用率回升至 94%。

图 9：公司产销率及产能利用率持续维持高位



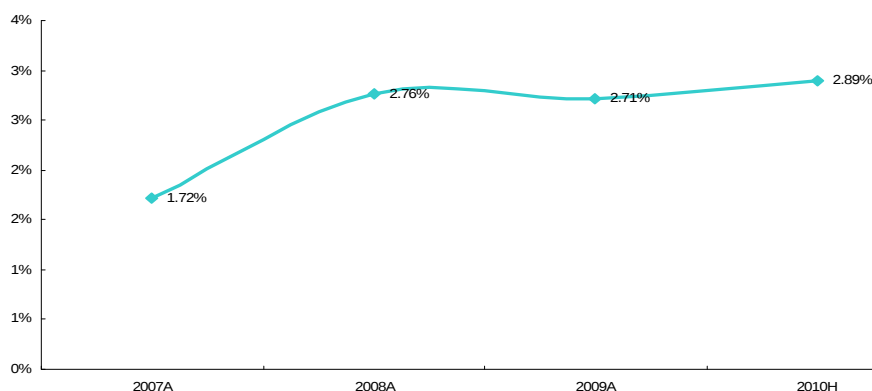
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

竞争优势明显，未来成长可期

研发实力雄厚，行业认知明晰

公司作为国家级高新技术企业，一直将技术研发作为持续发展的源动力，并多次填补国内技术空白。截至 2010 年 7 月底，公司及其子公司共拥有已授权专利 418 项，包括 9 项境内发明专利、317 项境内实用新型专利、89 项境内外外观设计专利和 1 项境外实用新型专利。另外，公司目前拥有 200 多项在研项目，在行业内处于领先水平。

图 10：公司研发投入较高，且呈小幅上升趋势



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

基于较强的研发能力，近几年来公司在新材料替代运用方面获得较大的突破，如研制成功的燃气热水器铝合金热交换器替代浸铅铜热交换器技术，在保障和部分提升产品性能的同时较大程度地降低了产品生产成本，为公司保持成本优势提供了重要基础。公司通过新产品研发、技改等，不断将各类产品结构进行标准化，也在一定程度上也提高了产品的生产效率。

同时考虑到公司一直专注于以燃气热水器为主导的厨卫电器业务的发展，其在行业内的长期积淀也为公司造就了较为深厚的行业认知能力。对于行业特性的熟知以及对行业发展趋势的把握，也为公司的持续发展奠定了基础。

销售网络覆盖广泛，售后服务较为完善

目前公司已开拓了约 7100 个社会性零售终端，包括千余家以经销商为主导的自建专卖店和众多依托于全国家电连锁卖场、地方家电连锁卖场和百货商场的各种类型的“店中店”。公司的销售网络覆盖全国 259 个地级市、1224 个县级地区，拥有行业内较为领先的渠道覆盖率。

同时公司在全国各地建立了 1110 多个特约维修网点和 1130 多个特约安装网点，拥有上千人的专业服务队伍，并制定了规范的流程和制度保障其运营，从而形成了与销售发展相匹配的售后服务体系。

图 11：公司未来两年专卖店规划图

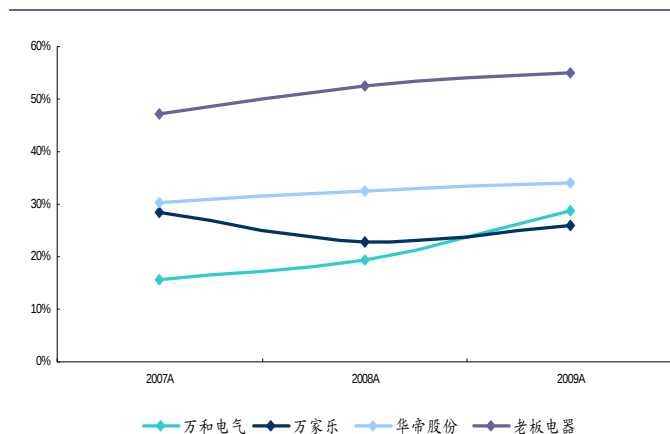


资料来源：招股意向书，长江证券研究部

定位于高性价比产品，渠道下沉降低销售成本

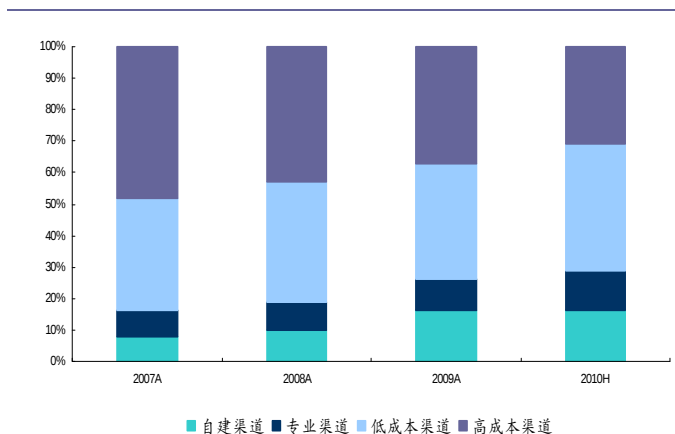
公司的品牌定位于提供适宜大众消费的高性价比产品，目前已在国内特别是南方地区形成了良好的品牌形象与口碑，特别是在优势产品燃气电热水器领域具有很高的知名度。

图 12：公司定位高性价比产品，综合毛利率较同行略低



资料来源：招股意向书，长江证券研究所

图 13：公司高成本渠道销售占比呈逐年下滑趋势



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

相对于诸多受限自身定位或产品成本高等因素而无法进行渠道下沉的品牌企业，公司销售渠道逐渐下沉，更多地采

用了超市、地方家电卖场、夫妻店、经销商为主的自建渠道等低成本渠道，其全国家电连锁卖场、百货商场等高成本渠道销售占比逐年下降，有效降低了公司的销售成本，同时增强了公司对于三四线市场的开拓能力。

募投项目全面提升公司核心竞争力

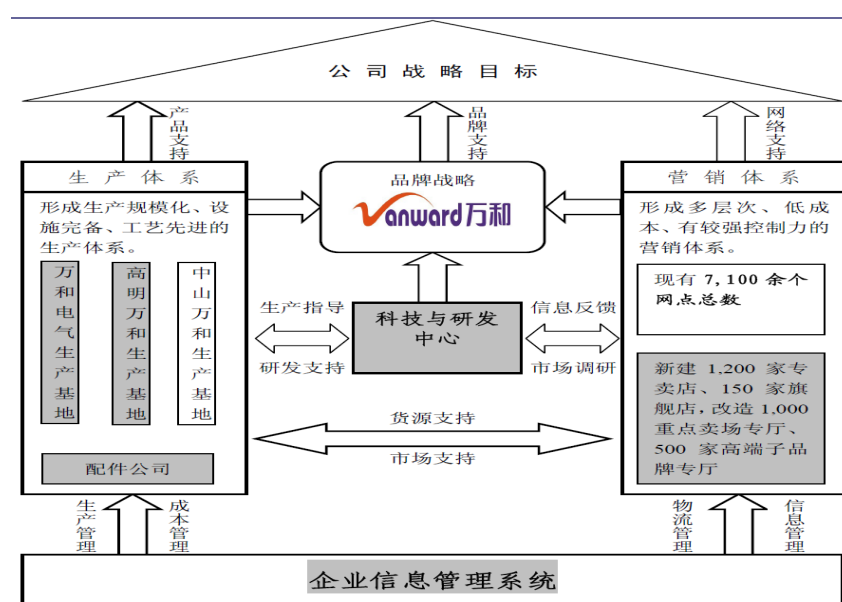
公司此次募集资金将投向包括“节能环保燃气热水、供暖产品生产线扩建及公司营销网络建设项目”、“健康厨房电器产品扩产项目”等在内的六大项目。公司在对传统产品进行扩产的同时也加大了对节能环保型和新能源产品的投入。同时，此次募投项目还将提升上游配套核心零部件产能，并加大公司营销网络、研发系统和 IT 系统的投入。随着公司募投项目的逐步推进，公司核心竞争力将得到全面提升。

表 3：公司募投项目一览

项目名称	项目投资额（万元）	使用募集资金（万元）
燃气热水、供暖产品生产线扩建等项目	37280.60	31633.56
健康厨房电器产品扩产项目	11984.72	9453.94
新能源集成产品生产基地建设项目	30576.40	24740.99
核心零部件规模化自制建设项目	11425.75	9643.47
科技与研发中心扩建项目	6006.18	6006.18
信息管理系统升级建设项目	3060.00	3060.00
合计	100333.65	84538.14

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

图 14：募投项目围绕主业展开，全面提升公司的核心竞争力



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

募投项目达产后，公司热水器产能将由2009年底的274.5万台增至666.5万台，增幅为142.81%；厨电产能将由2009年底的110万台增至248.5万台，增幅为125.91%。随着公司产能的逐步释放，未来几年公司业绩也将得到明显提升。

表 4：募投项目达产后公司产能将大幅提升

项目名称	产品类型	2009年产能(万台)	达产后产能(万台)	扩产比例(%)
节能环保燃气热水、供暖产	燃气热水器	220	416	89.09
品生产线扩建及公司营销网	燃气壁挂炉	4.5	15.5	244.44

络建设项目				
健康厨房电器产品扩产项目	燃气灶具	65	152	133.85
	吸油烟机	15	50	233.33
	消毒柜	30	46.5	55.00
新能源集成热水产品生产基地建设项目	电热水器	50	200	300.00
	太阳能热水器	-	20	-
	热泵热水器	-	15	-
热水器合计		274.5	666.5	142.81
厨房电器合计		110	248.5	125.91

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

原材料价格波动的风险

公司的主要原材料包括铜材、钢材、铝材等基础原料产品。近年来，该等原材料的市场价格出现了较大幅度的波动，对公司的采购价格产生了一定的影响，进而影响到公司的成本和利润。如果该等原材料价格未来出现较大幅度的上升，可能对公司未来的盈利能力产生一定的影响。

市场竞争加剧的风险

公司主要从事厨卫电器的研发、生产和销售。厨卫电器作为日常消费类电器产品，市场空间较大，但由于进入门槛相对较低，竞争厂商数量较多。除了专业的厨卫电器企业外，近年来国内部分综合性家电企业也陆续进入了厨卫电器市场。因此，市场存在竞争加剧的风险，可能对公司未来的盈利能力产生一定的影响。

人民币升值带来的汇兑风险

目前公司的外销收入主要以美元结算，近期人民币对美元存在持续升值的趋势。一方面，人民币的持续升值削弱了公司出口产品的价格优势；另一方面，公司面临一定的汇兑损失。近三年一期公司的汇兑损失分别达到 612.88 万元、940.13 万元、58.31 万元、114.80 万元，汇率的波动将对公司的经营业绩产生一定的影响。

盈利预测与询价建议

我们预计公司未来三年摊薄后 EPS 分别为 0.90、1.14 以及 1.38 元。综合考虑家电行业具有代表性的四家厨房家电上市公司，其对应 2011 年 EPS 的 PE 均值为 27.69，由于公司的产品结构最接近于华帝股份，我们认为给予公司 26-28 倍估值较为合理，对应合理询价区间为 29.64-31.92 元。

表 5：可比公司估值一览

可比公司	股价	EPS (元)			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
华帝股份	14.63	0.49	0.66	0.83	29.86	22.17	17.63
老板电器	32.71	0.78	0.95	1.20	41.94	34.43	27.26
爱仕达	15.88	0.32	0.51	0.69	49.63	31.14	23.01
苏泊尔	22.58	0.75	0.98	1.22	30.11	23.04	18.51
平均值					37.88	27.69	21.60

资料来源：长江证券研究部整理

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1734	2257	2824	3551	货币资金	85	9167	13695	19502
营业成本	1223	1635	2044	2599	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	511	621	780	951	应收账款	126	181	226	285
% 营业收入	29.4%	27.5%	27.6%	26.8%	存货	292	421	531	671
营业税金及附加	10	13	17	21	预付账款	24	32	41	52
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	276	282	395	497	流动资产合计	686	10008	14752	20837
% 营业收入	15.9%	12.5%	14.0%	14.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	59	86	107	135	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	6	-11	-41	-60	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	-0.5%	-1.5%	-1.7%	固定资产合计	268	708	980	914
资产减值损失	2	21	10	5	无形资产	121	115	110	104
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	4	2	1
营业利润	157	231	292	353	其他非流动资产	15	15	15	15
% 营业收入	9.1%	10.2%	10.3%	9.9%	资产总计	1097	10855	15863	21875
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	30	0	0	0
利润总额	161	231	292	353	应付款项	428	577	722	918
% 营业收入	9.3%	10.2%	10.3%	9.9%	预收账款	137	181	226	284
所得税费用	28	40	51	62	应付职工薪酬	15	21	26	34
净利润	133	190	240	291	应交税费	6	4	7	9
归属于母公司所有者					其他流动负债	74	99	127	161
的净利润	125.8	180.5	228.0	276.1	流动负债合计	691	883	1107	1405
少数股东损益	7	10	13	15	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.90	1.14	1.38	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	302	-31	153	181	负债合计	691	883	1107	1405
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	393	547	2240	2475
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	13	23	35	50
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	406	569	2276	2525
固定资产投资	-106	-493	-359	-36	负债及股东权益	1097	1452	3383	3930
其他	-4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-110	-493	-359	-36		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.629	0.902	1.140	1.380
股权融资	0	0	1500	0	BVPS	2.62	3.64	14.94	16.50
银行贷款增加（减少）	-200	-540	0	0	PE	47.70	33.24	26.32	21.73
筹资成本	6	-16	7	18	PEG	1.59	1.11	0.88	0.73
其他	-12	0	0	0	PB	11.44	8.23	2.01	1.82
筹资活动现金流净额	-206	-555	1507	18	EV/EBITDA	31.30	-11.38	-22.48	-33.69
现金净流量	-14	-1079	1301	164	ROE	32.0%	33.0%	10.2%	11.2%

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
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。

重要声明

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。