

万和电气 (002543.SZ) 白色家电行业

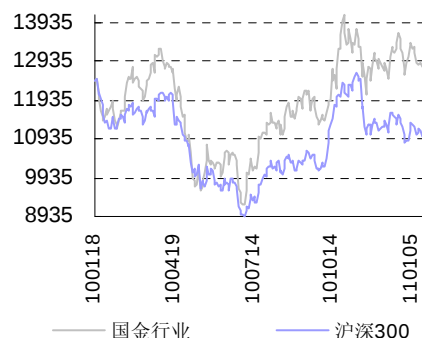
新股研究

目标价格 (人民币): 29.30-35.20 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行 A 股上限(百万股)	50.00
总股本(百万股)	150.00
国金白色家电指数	12790.35
沪深 300 指数	3091.86
中小板指数	7053.15



公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.334	0.839	0.885	1.172	1.443
每股净资产(元)	1.78	2.62	2.85	3.99	5.44
每股经营性现金流(元)	0.83	2.01	0.69	1.36	1.65
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	19.59	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	102.04%	151.09%	40.66%	32.46%	23.16%
净资产收益率(%)	18.73%	31.99%	31.03%	29.35%	26.55%
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **燃气热水器行业龙头:** 万和电气 1993 年起以燃气热水器起家, 产品线向各类燃气具和热水器两个方向延伸, 并涵盖其他厨卫电器; 2010 年收入约达 22 亿元。按产品分燃气热水器收入占 42%、且是细分行业龙头; 按地区分内外销 7: 3, 内外兼修。
- **厨电行业发展空间大、集中度还很低:** 厨电行业规模超过 1000 亿, 而目前集中度还很低; 厨电上市公司往往从一类核心产品 (如华帝是燃气灶、老板是油烟机、万和是燃气热水器) 横向延伸至全品类, 自 90 年代发展至今规模也不过 10-30 亿之间。生命周期晚于大家电的厨电行业在城镇化率提高、家庭保有量提高、住房改善、消费升级下还有很大发展空间, 未来五年能够保持 10-15% 的增速; 因此领导企业在行业边发展、边整合中具备快速成长为真正龙头企业的客观基础。
- **从单品龙头要发展为综合性行业龙头, 万和有燃气热水器竞争力突出、三四级市场和内外销兼修三大优势; 也有提升定位、全国市场均衡发展 and 防范中低端市场率先洗牌的挑战:** 热水器品牌集中度优于灶具和油烟机, 万和在中怡康口径便有 20% 以上的份额 (三四级市场的份额应更大), 加上外销占 1/3 (且毛利率达 18%), 令万和目前收入规模大于华帝和老板, 渠道结构较为均衡。不过万和主力产品价位中低端, 尽管拓展农村市场有利, 但受美的 (对厨电市场虎视眈眈) 的威胁较大, 而且提升定位不易; 另外份额南强北弱, 想要突破地域局限尚需努力。希望公司能够充分利用上市契机, 强化优势的同时弥补短板。
- **募投资金主要用于扩产和加强渠道建设:** 预计 2013 年达产, 有助于解决产能瓶颈、进一步强化公司优势, 推动销售收入增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2010-2013 年收入为 22.2、28.8、36.5、45.4 亿元, 增速为 28.3%、29.6%、26.8%、24.4%。全面摊薄 EPS 为 0.89、1.17、1.44 和 1.74 元, 净利润增长率为 40.7%、32.5%、23.2% 和 20.4%。上市后 6-12 个月合理估值水平为 25-30X11PE, 即 29.3-35.1 元。
- **风险提示:** 要素成本上升风险; 渠道网点快速增长后存活率的风险; 实际控制人风险。

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

内容目录

燃气具主导、产品多元的平民电器商	4
万和电气：产品多元，燃气具主导，内外兼修	4
股权结构：家族企业烙印严重	5
产品定位中低端市场	5
万和的主要产品、市场及竞争力分析	6
燃气热水器的优势明显，支撑公司收入	6
其他产品保持平稳增长	9
外销以 ODM 和 OEM 为主，不过毛利率较高	10
多层级渠道铺设，利于开拓农村市场	10
万和与其他企业的 4Ps 模型比较	11
毛利率和净利率迅速提高，未来可保持高位	12
募投项目分析	13
盈利预测与估值	14
风险提示	17
原材料成本上升的风险	17
专卖店萎缩的风险	17
实际控制人风险	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：万和电气产品线延伸图	4
图表 2：万和电气收入结构：燃气产品贡献大	4
图表 3：万和电气内销收入增长明显	5
图表 4：万和电气内外销毛利率比较	5
图表 5：发行前股权结构图	5
图表 6：发行后股权结构	5
图表 7：2009 年 12 月至 2010 年 7 月全国热水器均价	6
图表 8：万和的主要产品、市场及竞争力一览	6
图表 9：我国部分家电城镇居民保有量	7
图表 10：行业销售量及增速：燃气热水器 Vs 电热水器	7
图表 11：行业销售额及增速：燃气热水器 vs 电热水器	7
图表 12：中怡康 2009 年燃气热水器销售额份额	8
图表 13：从燃气热水器 TOP3 的不同城市份额分布可见品牌格局区域性很强	8

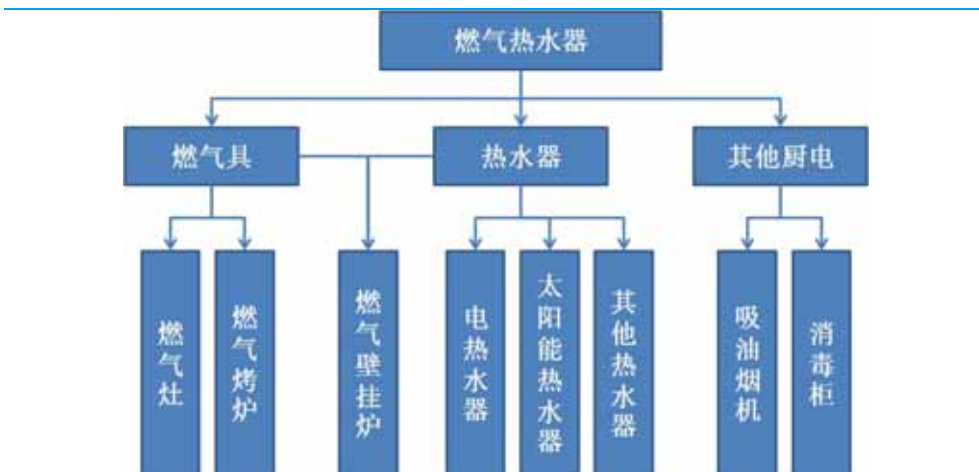
图表 14: 万和燃气壁挂炉内外销收入及增速对比	9
图表 15: 2009 年电热水器销售额份额	10
图表 16: 分产品外销收入	10
图表 17: 外销收入占总收入比重	10
图表 18: 万和销售渠道结构	11
图表 19: 万和与竞争对手的 4Ps 比较	12
图表 20: 万和毛利率及净利率	12
图表 21: 同行业公司毛利率比较	12
图表 22: 主要原材料平均采购价格	13
图表 23: 燃气热水器技改节约成本	13
图表 24: 燃气壁挂炉零件国产化采购均价比较	13
图表 25: 募投项目一览	14
图表 26: 万和电气销售收入分拆及毛利率预测	15
图表 27: 万和电气销售收入分拆及毛利率预测 (续)	16
图表 28: 可比上市公司估值水平	17

燃气具主导、产品多元的平民电器商

万和电气：产品多元，燃气具主导，内外兼修

- 万和自 1993 年开始从事燃气热水器生产，产品线分别向各种燃气具和热水器两个方向延伸，并涵盖了其他厨房电器（图 1）。

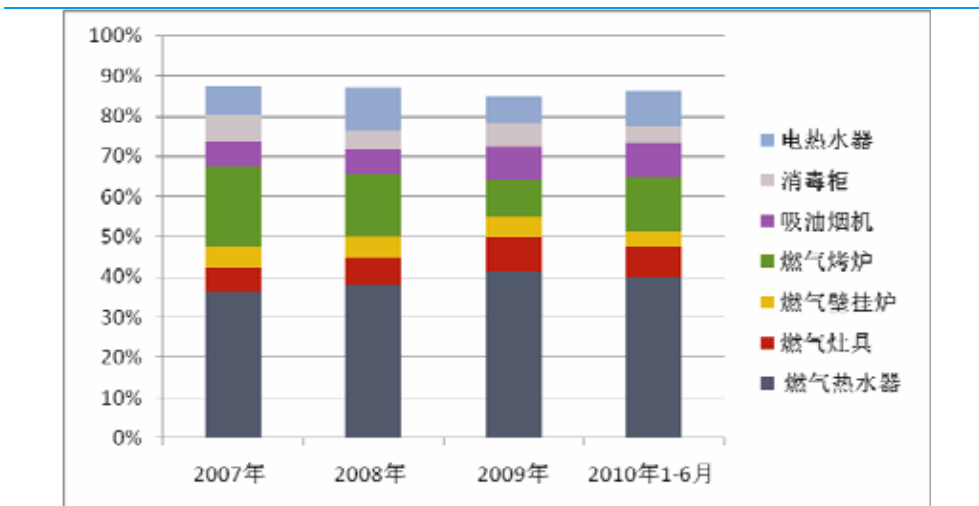
图表1：万和电气产品线延伸图



来源：招股书，国金证券研究所

- 燃气产品贡献了公司的大部分销售收入，燃气热水器占公司收入的 40%，燃气热水器、燃气烤炉和燃气壁挂炉合计占公司收入的 65%。电热水器、吸油烟机和消毒柜合计占公司收入的 20%左右。（图 2）

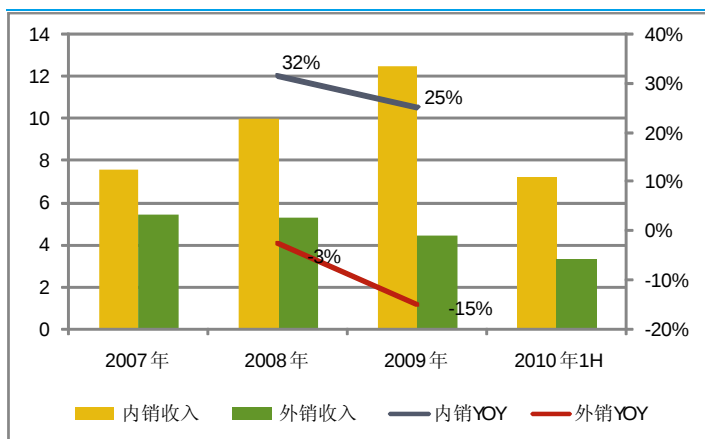
图表2：万和电气收入结构：燃气产品贡献大



来源：招股书，国金证券研究所

- 公司产品中，燃气热水器、电热水器、燃气壁挂炉及配件散件兼供出口内销，燃气烤炉仅供出口，沼气热水器、燃气灶具、吸油烟机和消毒柜仅供内销。近年来，公司内销收入增长明显，毛利率高，地位不断上升；出口额受到外部经济环境影响，有所减少。

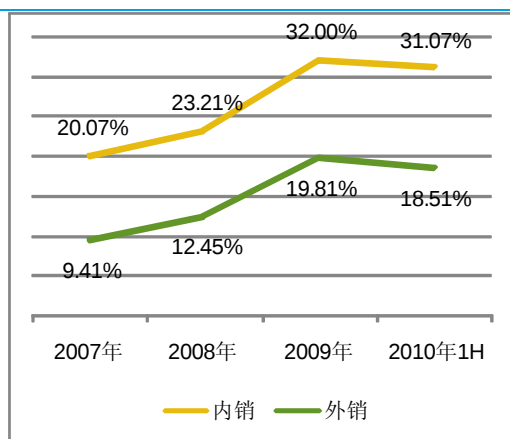
图表3：万和电气内销收入增长明显



单位：亿元

来源：招股书，国金证券研究所

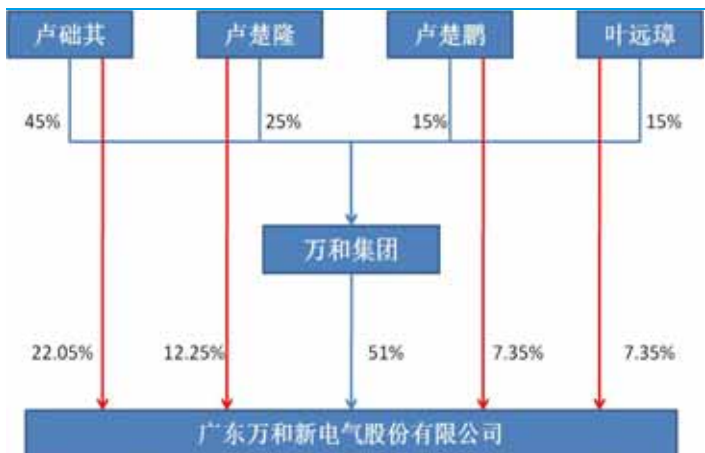
图表4：万和电气内外销毛利率比较



股权结构：家族企业烙印严重

- 发行前，公司股份由卢础其、卢楚隆、卢楚鹏、叶远璋四人持有，其中卢础其、卢楚隆、卢楚鹏三人为兄弟，卢础其是实际控制人。四人通过万和集团间接持有公司 51%股份，同时作为自然人直接持有 49%股份。发行后，四人将直接、间接拥有公司股份的 75%。公司其他高管和技术人员没有股权激励，家族企业烙印严重。

图表5：发行前股权结构图



来源：招股书，国金证券研究所

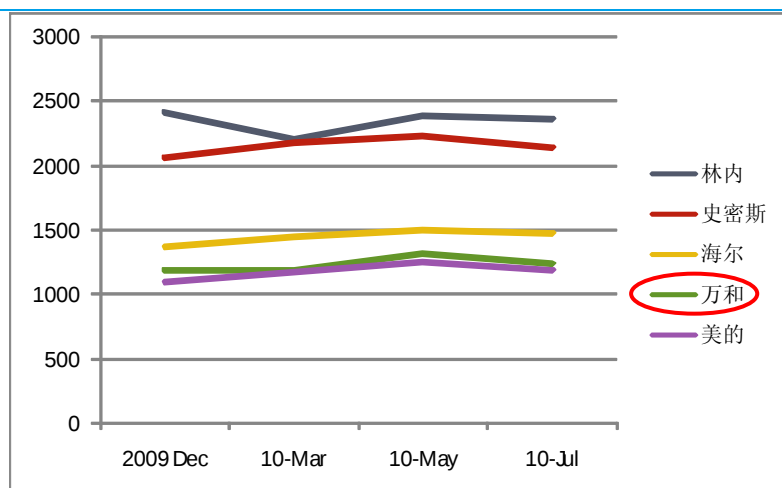
图表6：发行后股权结构

股东名称	直接持股	间接持股	合计
卢础其	16.5%	17.2%	33.8%
卢楚隆	9.2%	9.6%	18.8%
卢楚鹏	5.5%	5.7%	11.3%
叶远璋	5.5%	5.7%	11.3%
社会公众股	25%	0%	25.0%

产品定位中低端市场

- 万和各类产品定位中低端市场，走实惠的平民路线，在拓展农村市场时有一定价格优势，缺点是难以享受消费升级带来的收益。
- 万和定位与美的接近，后者雄心勃勃，对厨电产品虎视眈眈，预计未来品牌竞争相当激烈。

图表7：2009年12月至2010年7月全国热水器均价



单位：元/台

来源：现代家电，国金证券研究所

万和的主要产品、市场及竞争力分析

图表8：万和的主要产品、市场及竞争力一览

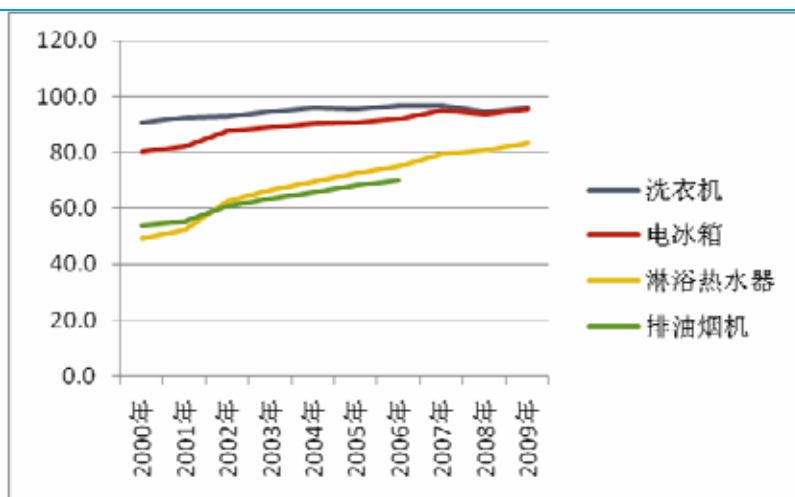
产品名称		主要市场	行业特点	万和行业地位	万和竞争力
热水器系列	燃气热水器	国内、欧洲、南美、中东、北非	集中度不高，威胁来自电/太阳能热水器等替代品	高	强（核心产品）
	电热水器	国内、亚洲、非洲	集中度高，海尔和史密斯双寡头	低	弱
	沼气热水器	国内农村地区	规模小	-	-
中央热水系列	燃气壁挂炉	国内、欧洲、中东、北非	产品的技术含量高；外资品牌和本土自主研发企业占优	低（万和无自主研发能力）	弱
	热泵热水器	国内	主要用于商用	-	-
	太阳能热水器	国内	市场集中度低；专业太阳能热水器企业占优	低	弱
配套厨电系列	燃气灶具	国内	发展前景广阔，市场集中度不高，高端和低端分化	价格有优势，中低端定位，地位一般	中
	吸油烟机	国内			
	消毒柜	国内	目前发展较慢，市场集中度不高	量大价低，定位低，未来发展受限	中
	燃气烤炉	北美、大洋洲、欧洲	供出口，受经济大环境影响大	ODM/OEM 为主	中

来源：招股书，国金证券研究所

燃气热水器的优势明显，支撑公司收入

- 我国热水器保有量较低，低于电冰箱和洗衣机保有量。长期看，随着收入水平上升、健康意识加强和城镇化水平提高，我国热水器市场前景广阔。短期内，热水器列入家电下乡产品将推动销售额快速增长。

图表9：我国部分家电城镇居民保有量

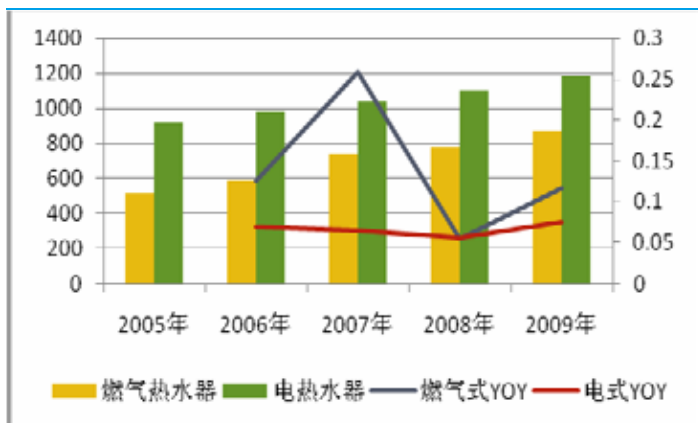


单位：台/百户

来源：华通人，国金证券研究所

- 目前最常见的热水器产品是电热水器、燃气热水器和太阳能热水器。根据招股书数据，电热水器的销售额高于燃气热水器。尽管电热水器更安全，但是由于具备出水快、出水量不受限制、使用方便等优点，燃气热水器市场仍能保持 10% 左右的增速。预计未来可以继续保持 15% 的行业增速。

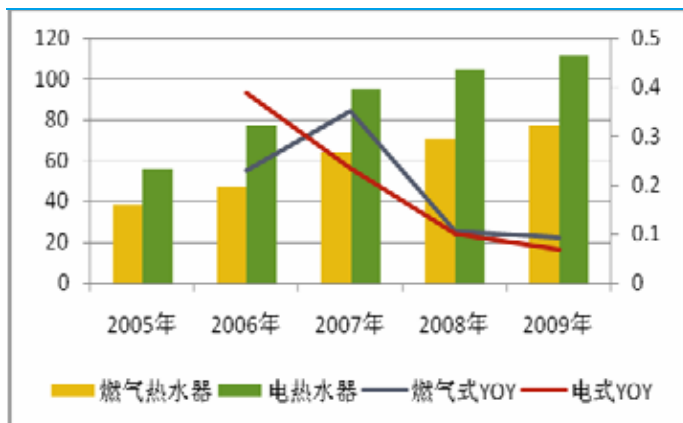
图表10：行业销售量及增速：燃气热水器 Vs 电热水器



单位：万台

来源：招股书，国金证券研究所

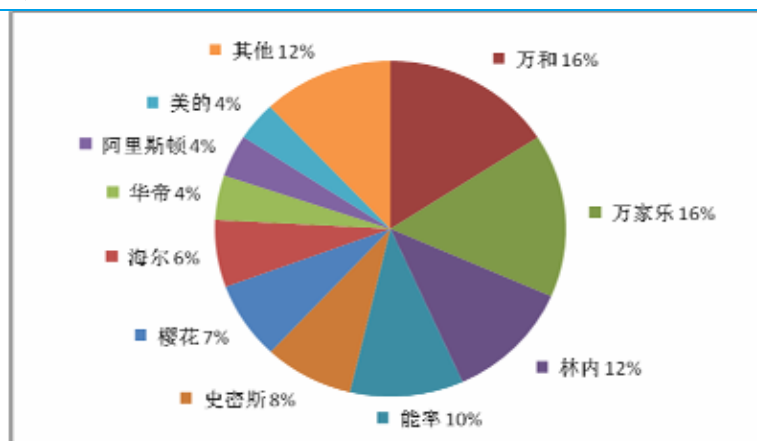
图表11：行业销售额及增速：燃气热水器 vs 电热水器



单位：亿元

- 万和从 1993 年开始从事燃气热水器生产，在该领域耕耘多年，积累深厚，销售额份额占据第一，有较好的品牌积淀。而且中怡康的监测范围以城市市场为主，万和在三四级市场的份额应该更高，因此万和在全国的市场份额应高于中怡康的数据。

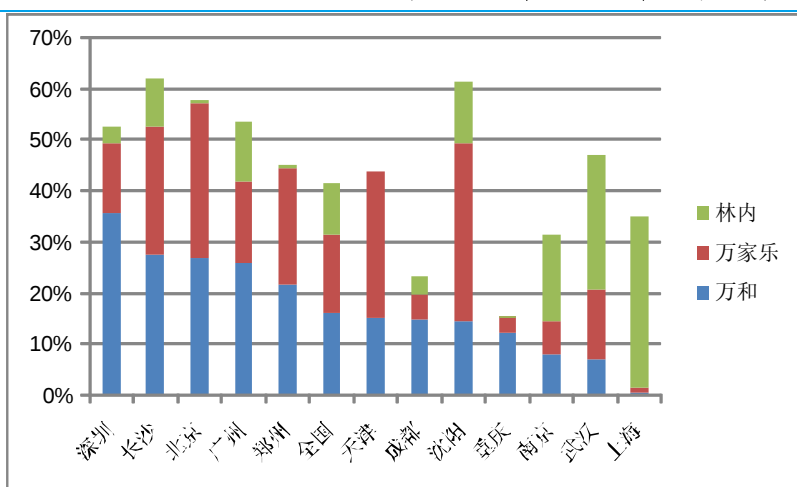
图表12：中怡康 2009 年燃气热水器销售额份额



来源：中怡康，国金证券研究所

- 技术上，万和的冷凝换热技术可以有效吸收利用高温烟气中蕴含的热量，提高热效率，减少有害气体的排放。同时，万和使用铝合金代替浸铅铜制作热交换器，降低成本、提高产品的安全性。
 - 万和使用铝合金材料替代浸铅铜。铝合金热交换器的成本更低，约为浸铅铜热交换器的 45%-55%（根据招股书数据）；导热性较好；不产生含铅废气，对人体更为安全。铝合金最大的缺点是焊接处容易泄露，不易防腐。不过在我国铜资源匮乏的大背景下，从节能角度看，铝合金材料的发展潜力很大。
 - 2009 年，万和的燃气热水器中 52%使用铝合金热交换器、其余使用浸铅铜热交换器，预计未来将有更高比例的产品使用铝合金热交换器，推动成本进一步降低。但是，浸铅铜是较劣质的材料，导热性差，易产生危害人体健康的含铅废气，欧洲已明令禁止使用。承认使用浸铅铜可能损害品牌形象。
- 燃气热水器各品牌割据一方，区域性很强：万家乐在我国北方地区（以北京、天津、沈阳为代表）表现强势，万和在南方地区（如广州、深圳、长沙、成都、重庆；图表 12）占据市场份额第一；在上海、南京、武汉等中部地区，林内等外资品牌表现较好。万和想要争取更多的市场份额并不容易，需要在产品、渠道建设和营销手法上多下功夫。预计万和的市场份额将缓慢提升。

图表13：从燃气热水器 TOP3 的不同城市份额分布可见品牌格局区域性很强



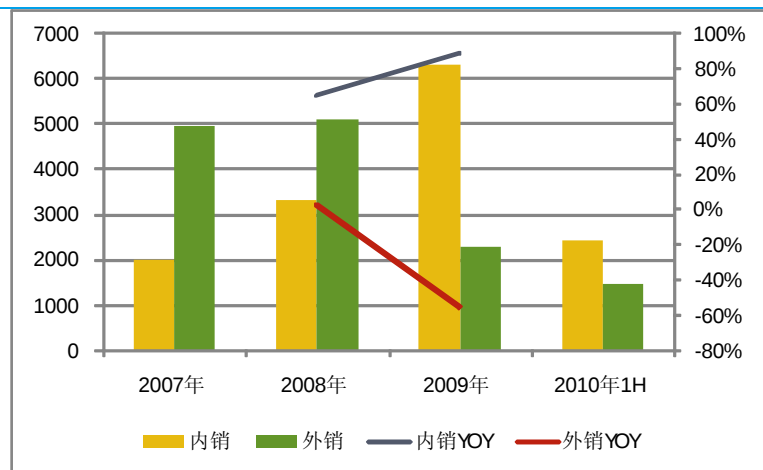
来源：中怡康（2010 年 8 月），国金证券研究所

- 如以行业增速 15%、万和市场份额每年提升 1 个百分点计算，意味着万和燃气热水器销售收入年增速可达 20%。

其他产品保持平稳增长

- 万和的其他产品价格便宜，市场份额不高：或者是企业自身缺乏技术、品牌和规模的优势，或者是市场已被大品牌垄断，空间不足。考虑到低基数和价格优势，预计未来可在一段时间内保持较平稳的增长，长期来看，增速可能出现缓慢下降。
 - 燃气灶和吸油烟机的行业前景与热水器类似，由于低保有量和城镇化进程的因素，行业发展前景广阔。万和在这两个行业中市场份额不高，竞争力较为有限。
 - 消毒柜在国内尚处于起步阶段，由于消费习惯的原因，以城市市场为主，发展较为缓慢。
 - 未来随着收入增长、消费升级，消毒柜的中高端市场增速将快于低端市场增速，万和则受限于市场定位，难以享受到这项收益。
 - 太阳能热水器在我国发展较快，国内专业太阳能热水器生产商如皇明、清华阳光、辉煌、太阳雨和力诺瑞特等，已经在品牌、技术、规模上筑起了进入壁垒。目前，万和的太阳能热水器全部外包，尚未掌握相关自行生产的技术，品牌和规模也不具优势，增长前景不明朗。
 - 燃气壁挂炉是一种可以实现分户供暖的家用电器，通过热水管道向房间供暖，可以满足多居室的不同供暖需求，同时提供大量恒温生活热水，替代传统的集中供暖。万和所生产的燃气壁挂炉主要是组装产品，企业自身不具备技术研发实力，产品质量不够稳定，难以和外资品牌和国内有自主研发能力的企业产品竞争。从收入数据看，出口额快速萎缩；内销得益于国内普及和基数小，增长较快，但是后劲尚需观察。

图表14：万和燃气壁挂炉内外销收入及增速对比

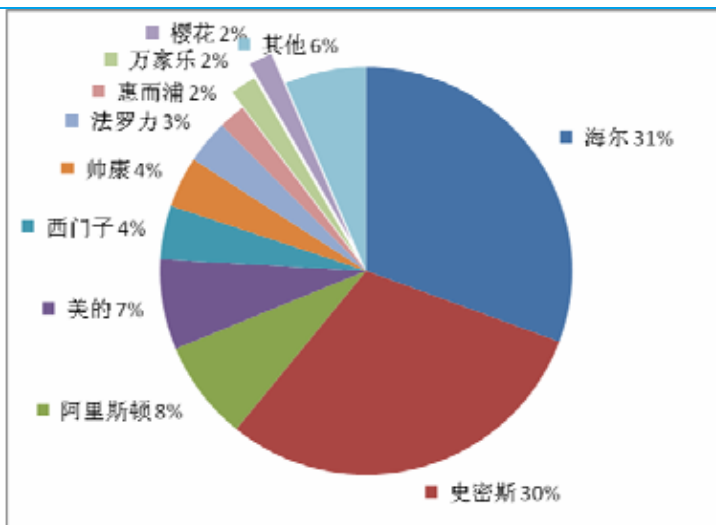


单位：万元

来源：招股书，国金证券研究所

- 电热水器的行业集中度高，海尔和史密斯两大品牌合计占有 60%以上的市场份额，呈明显的双寡头垄断市场特征。留给万和的市场空间有限。

图表15：2009 年电热水器销售额份额

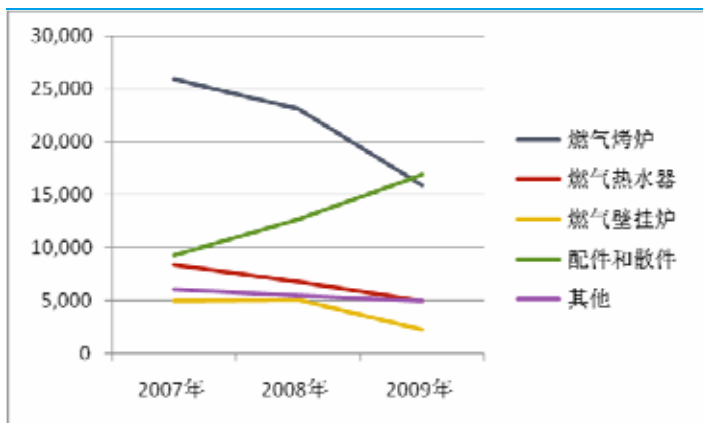


来源：中怡康，国金证券研究所

外销以 ODM 和 OEM 为主，不过毛利率较高

- 公司的出口业务以 ODM 和 OEM 为主，其中燃气烤炉贡献约 40% 的出口收入，配件、散件和其他贡献约 40%，燃气热水器和壁挂炉合计贡献约 20%。
- 2008、2009 年，公司出口业务不论绝对值还是在销售收入中的比重都在下降，反映出公司出口受到外部经济环境的巨大影响。其中，燃气壁挂炉由于技术实力有限，出口竞争力不强；但随着世界经济回暖，预计燃气烤炉和配件的出口额将较快增长。
- 不过公司外销业务的毛利率较高，1H10 达到 18.5%，由于外销所需销售费用很小，因此净利率应比内销高。

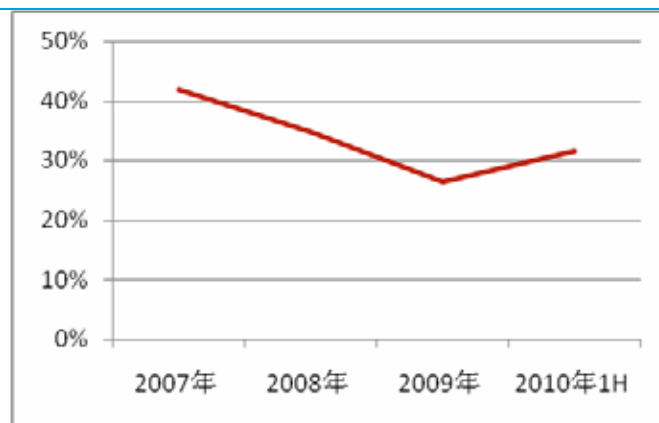
图表16：分产品外销收入



单位：万元

来源：国金证券研究所

图表17：外销收入占总收入比重



多层次渠道铺设，利于开拓农村市场

- 公司拥有 230 多名一级经销商，已开拓 7100 多个社会性零售终端，覆盖全国 259 个地级市、1224 个县。公司的零售终端分布不均匀，南方地区密集、北方地区稀疏，这也符合品牌地区割据的特点。

- 各类零售终端中，专卖店、夫妻店、橱柜建材市场的开店数量增长较快，年增速在 50%以上，同时在销售收入中的占比也不断升高。专卖店等经销商自建渠道贡献的销售收入从 2007 年的 8%左右上升到今年上半年的 18%左右，地方家电卖场和夫妻店等低成本渠道贡献的收入从 35%提高到 40%，而全国家电连锁等高成本渠道的贡献从接近 50%降至 30%左右。
- 公司强调专卖店建设，计划在未来进一步提高专卖店的销售能力。
 - 计划将旗舰店的面积从 100 平米增加到 200 平米，数量从 3 家提高到 150 家，分布于全国各省。
 - 计划新建 1200 家普通专卖店，均匀分布在全国各省。
- 公司的渠道结构适应厨电产品的特点，注重三四级市场和专卖店的建设，如果经营得当，加上定价偏低，有助于公司快速拓展农村市场。

图表18：万和销售渠道结构

渠道分类	业务分类	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
高成本渠道 (一类)	全国家电连锁	1,141	1,244	1,317	1,472
	地方家电连锁	373	412	465	493
	传统百货	198	240	299	305
	小计	1,712	1,896	2,081	2,270
低成本渠道 (二类)	超市	166	218	282	360
	地方家电卖场	723	859	1,101	1,011
	夫妻店	364	448	842	1,565
	小计	1,253	1,525	2,225	2,936
专业渠道 (三 类)	橱柜市场	71	80	119	171
	建材市场	123	154	246	454
	煤气公司	98	117	153	191
	家装公司	5	11	9	21
	小计	297	362	527	837
经销商为主体的 自建渠道 (四类)	专卖店	292	420	850	1,053
	小区推广	-	2	12	81
	网店	-	-	11	2
	小计	292	422	873	1,136
合计		3,554	4,205	5,706	7,179

单位：家

来源：招股书，国金证券研究所

万和与其他企业的 4Ps 模型比较

- (图表 19) 万和与类似企业相比，价格适应定位，渠道较为丰富立体，适合开拓农村市场，但是品牌容易受冲击，后续发展有待观察。

图表19：万和与竞争对手的4Ps 比较

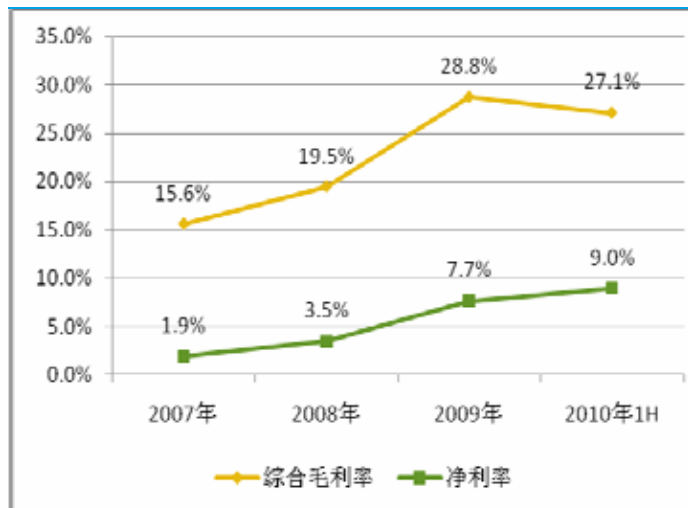
	产品	价格	渠道	营销
老板	定位高端，产品质量好，核心产品油烟机	较高	专卖店经营成功，住宅精装修市场的发展前景好，经销商关系稳固	切合品牌定位，营销成功
华帝	定位中高端，历史久，口碑好，核心产品燃气灶	中档	专卖店销售良好，正在采取措施进一步激发经销商的积极性	已加大营销力度，提高广告的投入产出比
美的	产品性价比高，适合大众家庭，后进入者，无核心产品	较低	借助美的渠道，较强	较好
万和	产品性价比高，适合大众家庭；核心产品为燃气热水器	较低	渠道丰富立体；未来着重发展专卖店	在上市前已加大广告投入

来源：国金证券研究所

毛利率和净利率迅速提高，未来可保持高位

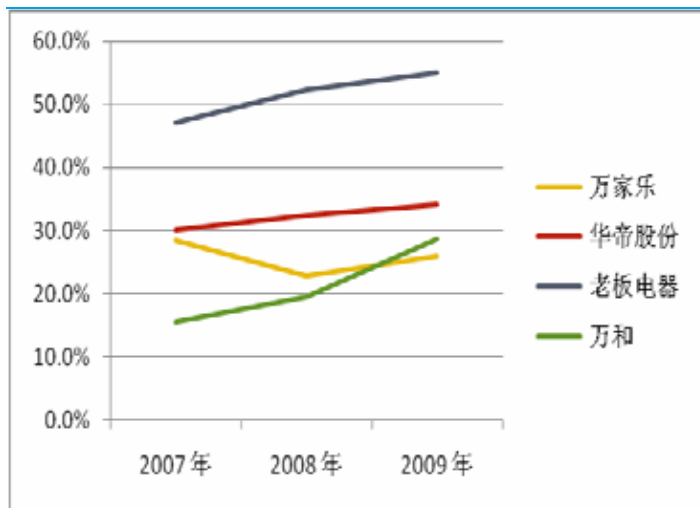
- 近三年，公司毛利率和净利率从 15.6%和 1.9%迅速提高到 27.1%和 9.0%，增长明显。与同行业其他上市公司相比，虽然仍低于老板电器和华帝股份，但是已经赶上了万家乐。

图表20：万和毛利率及净利率



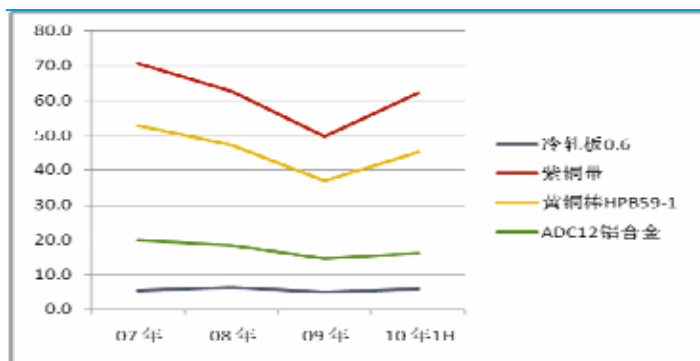
来源：招股书，国金证券研究所

图表21：同行业公司毛利率比较



- 究其原因，主要是原材料价格降低、公司采取各种措施降低成本，同时内销比重提高，提高了公司的盈利能力。
- 2008 年，主要原材料如铜、铝的价格大幅下降。铜和铝在成本中合计占 30%左右，09 年均价比 08 年均价下降大约 20%，计算表明，如果保持 2008 年售价不变，原材料成本下降可以使公司毛利率提高约 5 个百分点。
- 2009 年技改后，部分原本外购的零件改为自制，成本大为下降，简单计算表明，如果保持 2008 年售价不变，零件自制节约的成本可以使燃气热水器的毛利率提高大约 6 个百分点。

图表22：主要原材料平均采购价格



单位：元/千克

来源：招股书，国金证券研究所

图表23：燃气热水器技改节约成本

项目名称	技改前 (外购)	技改后 (自制)	成本节约 率
水阀体材料替代	10.12	2.75	73%
出水嘴材料替代	3.97	0.66	83%
微动开关技改	4.96	2.14	57%
电路板技改	8.83	5.47	38%
燃烧器自制	1.68	0.71	58%
比例阀自制	70.09	59.04	16%
按照每台1个零件计算，合计成本	99.65	70.77	-29%

单位：元

- 2009年，使用铝合金热交换器的燃气热水器占比升到52%，铝合金热交换器的成本约为浸铅铜热交换器的45%-55%，如果售价不变，这一项节约成本可以使燃气热水器的毛利率比重提高约4个百分点。
- 2009年，公司生产燃气壁挂炉的部分零件由进口改为购买国产零件，成本明显下降，每台可节约成本200元，如果售价不变，可以令毛利率提高约7个百分点。

图表24：燃气壁挂炉零件国产化采购均价比较

材料名称	2008年	2009年	下降比率
燃气比例阀 SIGMA845 (SIT)	182.05	86.93	-52%
板式换热器	105.53	51.31	-51%
膨胀水箱	117.95	66.67	-43%
按每台需各种零件1个计算，合计	405.53	204.91	

单位：元/个

来源：招股书，国金证券研究所

- 实际毛利率提高并没有计算总和这么高，主要是产品售价也有所下降，但是售价下降的速度慢于成本下降的速度，因此公司的毛利率不断升高。
- 未来原材料价格可能走高，但是零部件自产化、国产化的趋势将不会改变，同时使用铝合金热交换器的比例可进一步提高，因此预计毛利率可能出现缓慢下降，但可以保持在较高位置。

募投项目分析

- 公司募投项目主要用于扩产、建设营销渠道及提高研发、管理能力，预计于2013年达产。有助于
- 公司计划使用1.5亿资金投入终端网络建设项目，其中1.3亿用于装修终端网络，目的是扩大专卖店面积，增加专卖店数量，提高单店收入，优化营销网络。另外公司计划加大广告投放力度，提升品牌知名度。预计未来销售费用率将维持较高水平。

图表25：募投项目一览

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)	产品类型	2009年产能 (万台)	2013年募投达产 后产能 (万台)	扩产比例 (%)
1	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	37,281	31,634	燃气热水器 (含沼气热水器)	220	416	89%
				燃气壁挂炉	4.5	15.5	244%
2	健康厨房电器产品扩产项目	11,985	9,454	燃气灶具	65	152	134%
				吸油烟机	15	50	233%
				消毒柜	30	46.5	55%
3	新能源集成热水产品生产基地建设项 目	30,576	24,741	电热水器	50	200	300%
				太阳能热水器	-	20	-
				热泵热水器	-	15	-
4	核心零部件规模化自制建设项目	11,426	9,643	-			
5	科技与研发中心扩建项目	6,006	6,006	-			
6	信息管理系统升级建设项目	3,060	3,060	-			
合计		100,334	84,538	-			

来源：招股书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 关键盈利假设：燃气热水器销售增长迅速，其他产品保持稳定增长；烟、灶、消产品受益于产品结构升级，毛利率略有上升，其他产品的毛利率由于竞争和成本的关系有所下降，总体毛利率稳中有降（图表 26、27）。
- 预计公司 2010-2013 年收入为 22.2、28.8、36.5、45.4 亿元，增速为 28.3%、29.6%、26.8%、24.4%。全面摊薄 EPS 为 0.89、1.17、1.44 和 1.74 元，净利润增长率为 40.7%、32.5%、23.2%和 20.4%。

图表26：万和电气销售收入分拆及毛利率预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
燃气热水器							
平均售价（元/件）	438.72	434.89	416.47	425.00	446.25	468.56	491.99
增长率（YOY）		-0.87%	-4.24%	2.05%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	1,091.10	1,354.40	1,725.90	2,150.00	2,795.00	3,493.75	4,192.50
增长率（YOY）		24.13%	27.43%	24.57%	30.00%	25.00%	20.00%
销售收入（百万元）	478.69	589.02	718.79	913.75	1,247.27	1,637.04	2,062.67
增长率（YOY）		23.05%	22.03%	27.12%	36.50%	31.25%	26.00%
毛利率	16.87%	23.27%	35.86%	33.00%	33.00%	32.00%	31.00%
销售成本（百万元）	397.93	451.95	461.03	612.21	835.67	1,113.19	1,423.24
增长率（YOY）		13.57%	2.01%	32.79%	36.50%	33.21%	27.85%
毛利（百万元）	80.75	137.06	257.76	301.54	411.60	523.85	639.43
增长率（YOY）		69.73%	88.06%	16.99%	36.50%	27.27%	22.06%
占总销售额比重	36.42%	38.20%	41.46%	41.09%	43.29%	44.83%	45.40%
占主营业务利润比重	38.12%	45.38%	50.78%	50.09%	52.73%	53.62%	53.77%
电热水器							
平均售价（元/件）	459.98	507.14	378.41	380.00	391.40	403.14	415.24
增长率（YOY）		10.25%	-25.38%	0.42%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量（千件）	204.10	326.30	302.50	450.00	585.00	731.25	877.50
增长率（YOY）		59.87%	-7.29%	48.76%	30.00%	25.00%	20.00%
销售收入（百万元）	93.88	165.48	114.47	171.00	228.97	294.80	364.37
增长率（YOY）		76.26%	-30.83%	49.39%	33.90%	28.75%	23.60%
毛利率	26.41%	25.75%	24.82%	21.00%	22.00%	23.00%	24.00%
销售成本（百万元）	69.09	122.87	86.06	135.09	178.60	226.99	276.92
增长率（YOY）		77.84%	-29.96%	56.98%	32.21%	27.10%	21.99%
毛利（百万元）	24.79	42.61	28.41	35.91	50.37	67.80	87.45
增长率（YOY）		71.86%	-33.32%	26.39%	40.28%	34.60%	28.97%
占总销售额比重	7.14%	10.73%	6.60%	7.69%	7.95%	8.07%	8.02%
占主营业务利润比重	11.70%	14.11%	5.60%	5.97%	6.45%	6.94%	7.35%
燃气灶具							
平均售价（元/件）	189.52	226.48	260.09	270.00	278.10	286.44	295.04
增长率（YOY）		19.50%	14.84%	3.81%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量（千件）	408.30	456.70	577.50	650.00	780.00	897.00	1,031.55
增长率（YOY）		11.85%	26.45%	12.55%	20.00%	15.00%	15.00%
销售收入（百万元）	77.38	103.43	150.20	175.50	216.92	256.94	304.34
增长率（YOY）		33.67%	45.22%	16.84%	23.60%	18.45%	18.45%
毛利率	15.76%	22.20%	29.80%	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	65.19	80.47	105.44	135.14	164.86	192.70	228.26
增长率（YOY）		23.45%	31.03%	28.16%	21.99%	16.89%	18.45%
毛利（百万元）	12.20	22.96	44.76	40.37	52.06	64.23	76.09
增长率（YOY）		88.29%	94.93%	-9.82%	28.97%	23.39%	18.45%
占总销售额比重	5.89%	6.71%	8.66%	7.89%	7.53%	7.04%	6.70%
占主营业务利润比重	5.76%	7.60%	8.82%	6.71%	6.67%	6.57%	6.40%
吸油烟机							
平均售价（元/件）	561.43	496.35	455.74	470.00	493.50	518.18	544.08
增长率（YOY）		-11.59%	-8.18%	3.13%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	146.60	190.40	309.60	390.00	468.00	538.20	618.93
增长率（YOY）		29.88%	62.61%	25.97%	20.00%	15.00%	15.00%
销售收入（百万元）	82.31	94.51	141.10	183.30	230.96	278.88	336.75
增长率（YOY）		14.82%	49.30%	29.91%	26.00%	20.75%	20.75%
毛利率	28.18%	22.33%	27.20%	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	59.11	73.40	102.72	141.14	175.53	209.16	252.56
增长率（YOY）		24.17%	39.94%	37.41%	24.36%	19.16%	20.75%
毛利（百万元）	23.19	21.10	38.38	42.16	55.43	69.72	84.19
增长率（YOY）		-9.01%	81.86%	9.85%	31.48%	25.78%	20.75%
占总销售额比重	6.26%	6.13%	8.14%	8.24%	8.02%	7.64%	7.41%
占主营业务利润比重	10.95%	6.99%	7.56%	7.00%	7.10%	7.14%	7.08%

来源：国金证券研究所

图表27：万和电气销售收入分拆及毛利率预测（续）

消毒碗柜							
平均售价（元/件）	408.68	397.88	400.79	410.00	430.50	464.94	502.14
增长率（Y0Y）		-2.64%	0.73%	2.30%	5.00%	8.00%	8.00%
销售数量（千件）	212.60	193.60	247.30	230.00	241.50	253.58	266.25
增长率（Y0Y）		-8.94%	27.74%	-7.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	86.89	77.03	99.12	94.30	103.97	117.90	133.70
增长率（Y0Y）		-11.34%	28.67%	-4.86%	10.25%	13.40%	13.40%
毛利率	17.81%	9.92%	22.29%	24.00%	24.50%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	71.41	69.39	77.02	71.67	78.49	88.42	100.27
增长率（Y0Y）		-2.83%	11.00%	-6.95%	9.52%	12.65%	13.40%
毛利（百万元）	15.47	7.64	22.09	22.63	25.47	29.47	33.42
增长率（Y0Y）		-50.62%	189.12%	2.44%	12.55%	15.71%	13.40%
占总销售额比重	6.61%	5.00%	5.72%	4.24%	3.61%	3.23%	2.94%
占主营业务利润比重	7.30%	2.53%	4.35%	3.76%	3.26%	3.02%	2.81%
燃气壁挂炉							
平均售价（元/件）	2,558.23	2,529.78	2,298.09	2,460.00	2,583.00	2,712.15	2,847.76
增长率（Y0Y）		-1.11%	-9.16%	7.05%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	27.40	33.40	37.50	32.00	35.20	38.02	40.30
增长率（Y0Y）		21.90%	12.28%	-14.67%	10.00%	8.00%	6.00%
销售收入（百万元）	70.10	84.49	86.18	78.72	90.92	103.11	114.76
增长率（Y0Y）		20.54%	1.99%	-8.65%	15.50%	13.40%	11.30%
毛利率	16.35%	17.29%	26.37%	28.00%	27.00%	26.00%	26.00%
销售成本（百万元）	58.63	69.89	63.45	56.68	66.37	76.30	84.92
增长率（Y0Y）		19.19%	-9.20%	-10.68%	17.10%	14.95%	11.30%
毛利（百万元）	11.46	14.61	22.73	22.04	24.55	26.81	29.84
增长率（Y0Y）		27.47%	55.56%	-3.01%	11.38%	9.20%	11.30%
占总销售额比重	5.33%	5.48%	4.97%	3.54%	3.16%	2.82%	2.53%
占主营业务利润比重	5.41%	4.84%	4.48%	3.66%	3.14%	2.74%	2.51%
燃气烤炉							
平均售价（元/件）	297.03	324.77	307.27	270.00	283.50	297.68	312.56
增长率（Y0Y）		9.34%	-5.39%	-12.13%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（千件）	874.20	713.20	517.60	1,100.00	1,430.00	1,859.00	2,416.70
增长率（Y0Y）		-18.42%	-27.43%	112.52%	30.00%	30.00%	30.00%
销售收入（百万元）	259.66	231.63	159.04	297.00	405.41	553.38	755.36
增长率（Y0Y）		-10.80%	-31.34%	86.74%	36.50%	36.50%	36.50%
毛利率	6.51%	9.55%	14.84%	17.00%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	242.76	209.51	135.44	246.51	340.54	464.84	634.50
增长率（Y0Y）		-13.70%	-35.35%	82.01%	38.14%	36.50%	36.50%
毛利（百万元）	16.90	22.12	23.60	50.49	64.86	88.54	120.86
增长率（Y0Y）		30.86%	6.70%	113.92%	28.47%	36.50%	36.50%
占总销售额比重	19.75%	15.02%	9.17%	13.36%	14.07%	15.15%	16.63%
占主营业务利润比重	7.98%	7.32%	4.65%	8.39%	8.31%	9.06%	10.16%
其他							
销售收入（百万元）	165.56	196.19	264.76	310.00	356.50	409.98	471.47
增长率（Y0Y）		18.50%	34.95%	17.09%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.35%	17.29%	26.37%	28.00%	27.00%	26.00%	25.00%
销售成本（百万元）	138.49	162.27	194.95	223.20	260.25	303.38	353.60
增长率（Y0Y）		17.17%	20.14%	14.49%	16.60%	16.58%	16.55%
毛利（百万元）	27.07	33.92	69.82	86.80	96.26	106.59	117.87
增长率（Y0Y）		25.32%	105.82%	24.32%	10.89%	10.74%	10.58%
占总销售额比重	12.60%	12.73%	15.27%	13.94%	12.37%	11.23%	10.38%
占主营业务利润比重	12.78%	11.23%	13.76%	14.42%	12.33%	10.91%	9.91%
销售总收入（百万元）	1314.46	1541.78	1733.66	2223.57	2880.91	3652.01	4543.42
销售总成本（百万元）	1102.61	1239.74	1226.11	1621.63	2100.30	2674.99	3354.28
毛利（百万元）	211.85	302.03	507.54	601.94	780.60	977.03	1189.14
平均毛利率	16.12%	19.59%	29.28%	27.07%	27.10%	26.75%	26.17%

来源：国金证券研究所

- 参考行业估值水平（图表 28）、考虑到公司未来的成长性，我们认为公司上市后 6-12 个月合理估值水平为 25-30X11PE，即 29.3-35.1 元。

图表28：可比上市公司估值水平

代码	名称	2011-1-11	EPS					PE	
		收盘价	2010	2011E	YOY	2012E	YOY	2010	2011E
002035	华帝股份	14.65	0.50	0.70	40%	0.90	29%	29	21
002508	老板电器	35.65	0.81	1.03	27%	1.27	23%	44	35
000533	万家乐*	9.97	0.35	0.42	20%	0.57	36%	28	24
	万和电气	-	0.88	1.17	32%	1.44	23%		

单位：元

来源：Bloomberg，国金证券研究所

风险提示

原材料成本上升的风险

- 原材料价格对公司销售利润的影响较大，如果未来铜、钢、铝等原材料的价格大幅上升，公司的利润将受到不利影响。

专卖店萎缩的风险

- 近年来公司专卖店扩张迅速，但如果经营管理不当，未来可能快速萎缩，对公司利润产生负面影响。

实际控制人风险

- 公司的股权全部掌握在四人手中，四人可能利用实际控制权做出不利于中小股东的决定。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,314	1,542	1,734	2,224	2,881	3,652	4,543
增长率		17.3%	12.4%	28.3%	29.6%	26.8%	24.4%
主营业务成本	-1,107	-1,248	-1,223	-1,622	-2,100	-2,675	-3,354
% 销售收入	84.2%	80.9%	70.6%	72.9%	72.9%	73.2%	73.8%
毛利	208	294	511	602	781	977	1,189
% 销售收入	15.8%	19.1%	29.4%	27.1%	27.1%	26.8%	26.2%
营业税金及附加	0	-5	-10	-11	-14	-18	-23
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-131	-165	-276	-278	-369	-475	-591
% 销售收入	10.0%	10.7%	15.9%	12.5%	12.8%	13.0%	13.0%
管理费用	-38	-45	-59	-78	-92	-113	-136
% 销售收入	2.9%	2.9%	3.4%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	38	79	166	235	305	371	439
% 销售收入	2.9%	5.1%	9.6%	10.6%	10.6%	10.2%	9.7%
财务费用	-9	-16	-6	3	7	13	20
% 销售收入	0.7%	1.0%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-3	-1	-2	-2	0	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26	61	157	236	312	383	459
营业利润率	2.0%	4.0%	9.1%	10.6%	10.8%	10.5%	10.1%
营业外收支	1	-1	4	0	0	0	0
税前利润	27	60	161	236	312	383	459
利润率	2.0%	3.9%	9.3%	10.6%	10.8%	10.5%	10.1%
所得税	-2	-7	-28	-47	-62	-77	-92
所得税率	5.7%	11.3%	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	25	54	133	189	249	307	367
少数股东损益	1	4	7	12	15	18	20
归属于母公司的净	25	50	126	177	234	289	347
净利率	1.9%	3.2%	7.3%	8.0%	8.1%	7.9%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	0	189	249	307	367
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	32	30	29	29
非经营收益	0	0	0	1	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	-83	-7	-6	-7
经营活动现金净流	0	0	0	138	272	329	389
资本开支	-64	-30	-106	8	1	0	0
投资	0	-168	-4	-1	0	0	0
其他	0	-1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-64	-199	-110	7	1	0	0
股权募资	83	121	0	0	-6	0	0
债权募资	30	200	-200	-30	0	1	2
其他	89	-248	-6	0	0	0	0
筹资活动现金净流	203	73	-206	-30	-6	1	2
现金净流量	138	-125	-316	115	267	330	391

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	103	99	85	200	467	798	1,189
应收款项	165	247	285	391	507	643	800
存货	401	276	292	333	432	550	689
其他流动资产	45	19	24	59	76	96	119
流动资产	715	641	686	983	1,481	2,086	2,797
% 总资产	77.4%	65.0%	62.6%	72.6%	81.3%	87.0%	90.8%
长期投资	0	1	5	6	5	5	5
固定资产	182	257	271	252	232	211	191
% 总资产	19.7%	26.1%	24.7%	18.6%	12.7%	8.8%	6.2%
无形资产	26	85	132	112	103	95	87
非流动资产	209	345	410	372	341	313	285
% 总资产	22.6%	35.0%	37.4%	27.4%	18.7%	13.0%	9.2%
资产总计	923	986	1,097	1,355	1,823	2,399	3,082
短期借款	30	230	30	0	0	0	0
应付款项	772	470	637	725	939	1,194	1,494
其他流动负债	-14	13	23	35	46	58	73
流动负债	788	712	691	760	984	1,252	1,567
长期贷款	0	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
负债	788	712	691	760	984	1,253	1,570
普通股股东权益	133	267	393	570	799	1,087	1,435
少数股东权益	2	6	13	25	40	58	78
负债股东权益合计	923	986	1,097	1,355	1,823	2,399	3,082

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股指标							
每股收益	0.248	0.334	0.839	0.885	1.172	1.443	1.737
每股净资产	1.327	1.783	2.621	2.851	3.993	5.436	7.173
每股经营现金净流	0.616	0.830	2.015	0.690	1.361	1.646	1.947
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率							
净资产收益率	18.69%	18.73%	31.99%	31.03%	29.35%	26.55%	24.22%
总资产收益率	2.69%	5.08%	11.47%	13.06%	12.86%	12.03%	11.27%
投入资本收益率	21.91%	13.88%	31.34%	31.60%	29.13%	25.88%	23.20%
增长率							
主营业务收入增长率	0.00%	17.29%	12.45%	28.26%	29.56%	26.77%	24.41%
EBIT增长率	0.00%	105.20%	110.40%	41.93%	29.87%	21.47%	18.52%
净利润增长率	0.00%	102.04%	151.09%	40.66%	32.46%	23.16%	20.36%
总资产增长率	N/A	6.75%	11.27%	23.57%	34.53%	31.58%	28.51%
资产管理能力							
应收账款周转天数	14.3	23.3	22.6	25.0	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	66.2	99.1	84.7	75.0	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	37.7	70.2	91.1	70.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	50.6	60.9	57.1	41.2	29.2	21.0	15.3
偿债能力							
净负债/股东权益	-53.86%	48.03%	-13.58%	-33.61%	-55.74%	-69.56%	-78.41%
EBIT利息保障倍数	4.2	4.9	26.8	-88.7	-44.2	-28.4	-21.5
资产负债率	85.38%	72.27%	62.97%	56.09%	54.01%	52.26%	50.93%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室