

万和电气 (002543)

家电行业

专业的厨房电器企业
——万和电气新股定价报告

联系人

黄亚玲

010-6878 4260

huangyaling@hotmail.com

预计首日上市价: 30
发行价格:

2011.01.16

SAC 执业证书编号 S1150207100102

崔健 CFA
核心观点:

- 公司股权高度集中, 属于典型家族企业
- 公司的燃气热水器具有核心竞争力

投资要点:
● 公司股权高度集中, 属于典型家族企业

发行前公司实际控制人是卢础其、卢楚隆和卢楚鹏三兄弟, 直接和间接持有公司股权比例为 85%, 15% 的股权由公司现任总裁叶远璋持有; 发行成功后, 卢氏三兄弟直接和间接持有公司 63.75% 的股权, 仍然是公司的控股股东, 属于典型的家族企业。

● 燃气热水器是公司核心竞争力产品

公司销售收入主要依次来源于电热水器、燃气灶具、吸油烟机, 其中燃气热水器少量外销, 燃气壁挂炉在报告期内从以外销为主转变为以内销为主, 燃气烤炉则为典型的海外市场产品, 基本均为出口。从公司内销产品在国内销售的市场份额来看, 燃气热水器市场份额在 9% 以上, 预计到 2012 年市场份额将上升到 14% 左右。

● 公司具有三大主要竞争优势

公司的竞争优势主要体现在三个方面: 一是成本优势, 研发替代材料降低了产品的成本并提高了产品的性能; 二是先进产品的研发与推广优势; 三是营销优势。公司的营销网络覆盖面较广, 延伸较长。

● 募投资金提高产能

本次募集资金将用于研发中心建设、产品生产线扩建以及营销渠道建设等方面, 投产后很大程度上提升公司产能。需要指出的是, 项目建设至少需要一年的时间, 产能在 2013 年才能完全释放出来。

● 盈利预测与估值

预计 2010 年-2012 年每股收益 1.16 元、1.15 元、1.44 元, 考虑公司未来几年成长性以及国内同行业上市公司估值水平, 公司上市后合理的市盈率区间在 26-28 倍之间, 预计公司发行价格在 27.6 元-32.2 元之间。

关键数据

发行价

预计首日上市价 30.0

申购收益率

一年目标价 33

股本数据

A 股发行股数 5,000 万股

发行后总股本 2 亿股

(百万元, 元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1542	1734	2254	2945	4199
EBITDA(百万元)	101	199	267	350	469
净利润	50	126	174	229	288
摊薄 EPS(元)	0.33	0.84	1.16	1.15	1.44
ROIC	13.88%	31.34%	33.37%	12.16%	13.49%
总资产周转率	1.62	1.67	1.87	1.37	1.29

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 16

目 录

1 公司简介.....	4
1.1 专业的厨具电器生产商	4
1.2 发行前后持股结构.....	5
2 公司主营业务分析.....	6
2.1 公司核心竞争力产品是燃气热水器	6
2.2 公司所处行业地位.....	8
3 募投项目介绍	10
3.1 募集资金运用概况.....	10
3.2 募投项目产能前景分析	11
4 盈利预测.....	12
5 投资定价分析	14

图 目 录

图 1: 发行前股权结构	5
图 2: 公司产品结构分析图	7
图 3: 万和燃气热水器占国内市场份额	9
图 4: 万和灶具占国内市场份额	9
图 5: 万和电热水器占国内市场份额	9
图 6: 万和吸油烟机占国内市场份额	9

表 目 录

表 1: 公司主要系列产品	4
表 2: 发行前后持股情况（万）	6
表 3: 公司主要产品的用途	8
表 4: 公司募集资金投资项目	11
表 5: 募投项目新增产能分析	12
表 6: 主要经营产品产销量、销售收入及毛利率预测（单位：万）	13
表 7: 盈利预测	14
表 8: 参考公司 PE 估值水平	14

1 公司简介

1.1 专业的厨具电器生产商

万和电器系万和有限整体于 2003 年年底变身的股份有限公司，公司发展一直围绕厨卫电器展开，向燃气和热水两个方向延伸，目前公司的产品线涵盖了燃气热水器、电热水器、烟灶消产品、燃气烤炉、燃气壁挂炉、新能源/新能源集成热水器。制造系统分布在顺德高黎、顺德红旗、高明、中山四大生产基地，年产能达 1500 多万台。

公司是国家级高新技术企业，截至 2010 年 7 月 28 日，公司及其子公司拥有 416 项已授权专利。公司 2010 年 12 月成为国家火炬计划重点高新技术企业。

表 1: 公司主要系列产品

系列名称		主要产品
热 水 器 系列	传统能源产品系列	燃气热水器、电热水器、燃气壁挂炉
	新能源产品系列	热泵热水器、太阳能热水器、沼气热水器
配套厨电系列		燃气灶具、吸油烟机、消毒碗柜、燃气烤炉
数据来源：公司招股意向书，渤海证券研究所		

公司在厨卫电器领域建立起较强的核心竞争优势，主要体现在以下几方面：

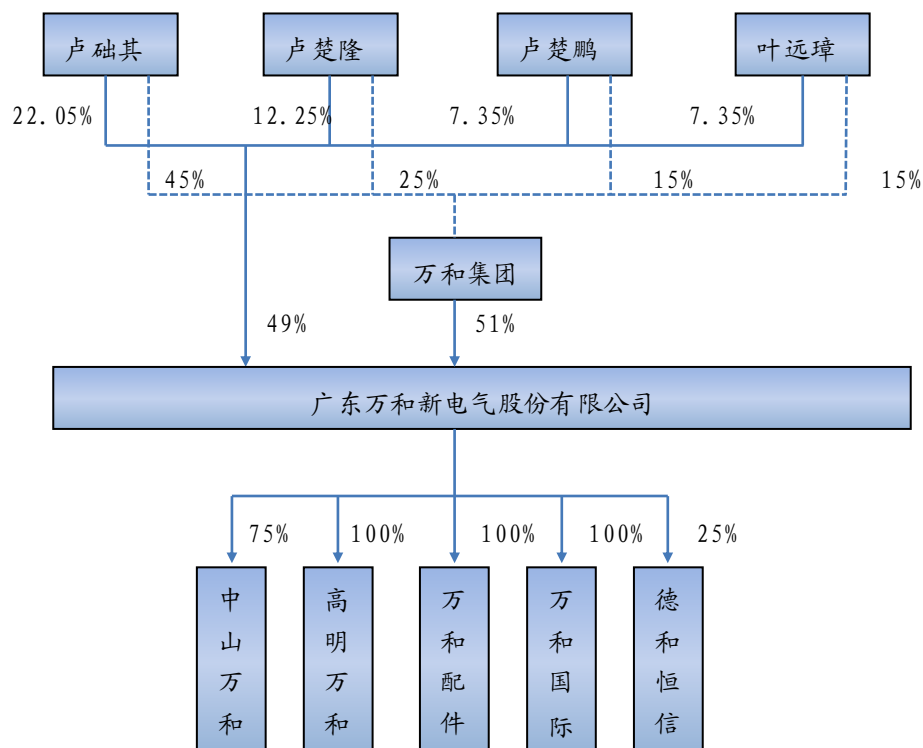
一是成本领先优势。近几年来公司在新材料替代运用方面获得较大成功，提升产品性能的同时降低了产品生产成本。同时，公司通过产品结构标准化、规模化以及关键零部件自制后向一体化等措施有效降低成本。二是先进产品的研发与推广优势。公司已经形成研发并储备数年后领先技术的前瞻性研发格局，促使公司产品在节能、低碳环保技术等方面处于行业领先地位，加强技术同顾客需求的结合，从而形成差异化竞争优势，获得新产品市场定价的权利。三是营销优势。公司已经开拓了大约 7100 多个社会性零售终端，包括千余家以经销商为主导的专卖店和众多依托于全国家电连锁卖场、地方家电连锁卖场和百货上次的各种类型的店中店。公司的销售网络覆盖全国 259 个地级市、1224 个县级地区，拥有厨卫电器行业各种业态覆盖率最高的销售渠道之一。在全国各地建立了 1110 多个特约维修网店和 1130 多个特约安装网店，拥有上千人的专业服务队伍。(3)独特的品牌建设能力。公司不仅在全国性和地方性媒体上进行了广告投入，还更多地采用了低成本的、更具针对性的品牌推广方式。

四是行业认知优势。公司在行业类积累了较为深厚的认知能力，为公司的持续性发展奠定了基础。

1.2 发行前后持股结构

本次发行前公司总股本是 1.5 亿股，万和集团、卢础其、卢楚隆、卢楚鹏、叶远璋四位自然人，分别持有发行前公司股权的 51%、22.05%、12.25%、7.35%、7.35%。

图 1：发行前股权结构



资料来源：招股意向说明书，渤海证券研究所

需要指出的是，卢础其、卢楚隆、卢楚鹏和叶远璋分别持有万和集团 45%、25%、15%、15%的股权，其中卢础其、卢楚隆和卢楚鹏是三兄弟，是万和集团的实际控制人，万和集团系发行人的控股股东，卢础其、卢楚隆、卢楚鹏是公司的实际控制人。此次 IPO 拟发行 5000 万股，发行会总股本为 2 亿股，卢础其、卢楚隆、卢楚鹏和叶远璋直接并间接持有上市公司股权的 33.75%、18、75%、11.25%、11.25%，其中卢家三兄弟直接和间接持股股权合计为 63.75%，仍是公司的控股股东，叶远璋是目前是公司总裁。从上述股权结构来看，公司股权集中于卢氏三兄弟。一方面，股权高度集中有利于公司在发展站略上保持高度一致；但是另一方面，一家独大的结构模式不利于公司有效治理。

表 2: 发行前后持股情况 (万)

	发行前持股数(含直接并间接持股)	发行前持股比例	发行后持股数(含直接并间接持股)	发行后持股比例
卢础其	6750	45.00%	6750	33.75%
卢楚隆	3750	25.00%	3750	18.75%
卢楚鹏	2250	15.00%	2250	11.25%
叶远璋	2250	15.00%	2250	11.25%
公众股东	—	—	5000	25.00%
合计	15000	100.00%	20000	100.00%

资料来源：招股意向书，渤海证券研究所

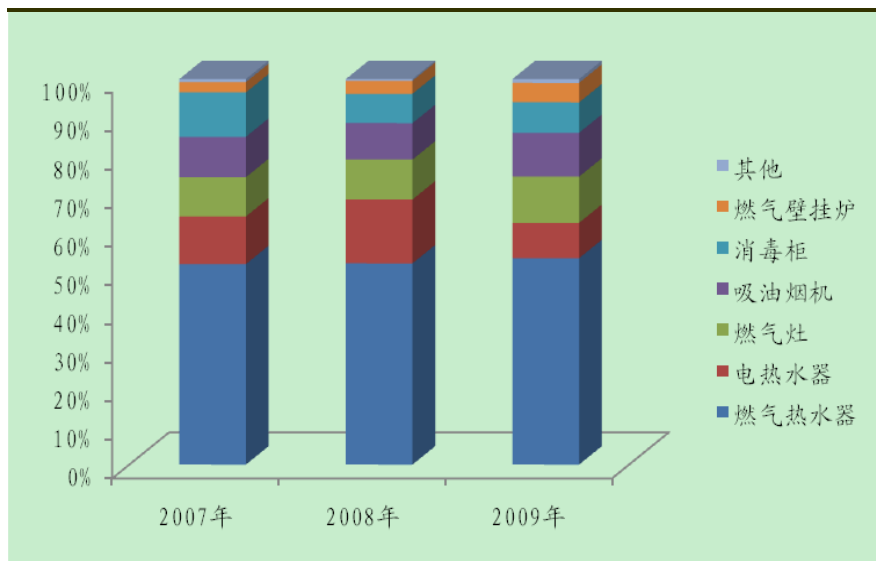
2 公司主营业务分析

2.1 公司核心竞争力产品是燃气热水器

公司的主营业务为厨卫电器产品的研发、生产和销售。公司的主要产品包括热水器系列（燃气热水器、燃气壁挂炉、电热水器和沼气、热泵、太阳能等新能源热水器）和配套厨房电器系列（吸油烟机、燃气灶具、消毒碗柜、以及燃气烤炉等），总体属于厨卫电器行业。公司近几年取得了较大的增长。作为燃气具专家和生活热水供应专家，公司在燃气热水器领域长期保持行业龙头地位。同时，通过在燃气具和配套厨电领域的相关多元化延伸，以及在生活中热水供应领域的积极开拓，公司在整个厨卫电器领域建立起了较强的竞争优势，已经成为厨卫电器行业的全国性领导品牌之一。

在国内市场上，万和品牌燃气热水器连续六年市场零售量份额排名第一，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。作为最早进入行业的企业之一，在燃气热水器领域已经形成了完善的营销体系和研发机制。近两年来，凭借产品的高性价比优势和营销策略上的成功，万和成为成长最快的品牌之一。预计在未来的一段时期内，燃气热水器行业的竞争格局不会有太大改变，公司的行业龙头地位将得到保持和巩固。

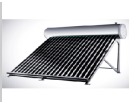
图 2: 公司产品结构分析图



数据来源：招股意向书，渤海证券研究所

公司产品的用途如下：

表 3: 公司主要产品的用途

产品名称		产品图样		主要用途和功能		主要市场	
热水器系列	燃气热水器			利用燃气加热生活用水		国内、欧洲、南美、中东、北非市场	
	电热水器			利用电能加热生活用水		国内、亚洲、非洲	
	沼气热水器			利用沼气加热生活用水		国内农村地区	
中央热水系列	燃气壁挂炉			利用燃气加热生活用水及取暖		国内、欧洲、中东、北非	
	热泵热水器			利用空气能加热生活用水		国内	
	太阳能热水器			利用太阳能加热生活用水		国内	
配套厨电系列	燃气灶具			利用燃气加热器皿用于烹饪		国内	
	吸油烟机			抽取厨房的油烟并排出室外		国内	
	消毒碗柜			利用臭氧、紫外线或高温消毒餐具		国内	
	燃气烤炉			利用燃气烧烤食品		北美、大洋洲、欧洲	

数据来源：公司招股意向书，渤海证券研究所

2.2 公司所处行业地位

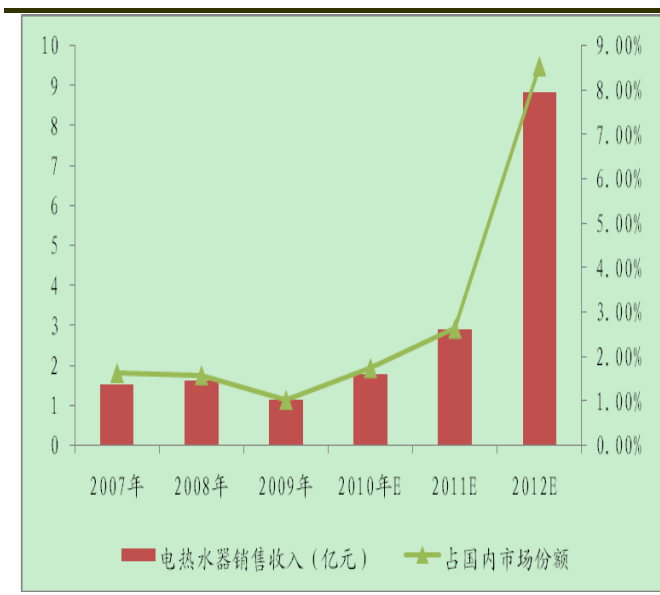
如前所述，公司主要经营产品包括燃气热水器、电热水器、燃气灶具、吸油烟机。其中电热水器、吸油烟机、灶具、消毒柜基本为内销，燃气热水器少量外销，燃气壁挂炉在报告期内从以外销为主转变为以内销为主，燃气烤炉则为典型的海外市场产品，基本均为出口。由于燃气热水器只是少量外销，因此在分析燃气热水器在国内市场所占据份额时不将外销收入剔除出去。

图 3: 万和燃气热水器占国内市场份额



数据来源：招股意向书，Wind，渤海证券研究所

图 5: 万和电热水器占国内市场份额



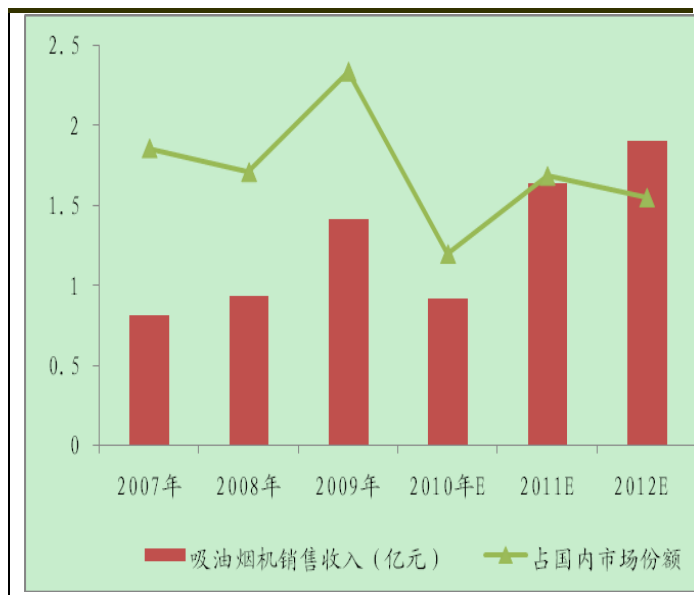
数据来源：招股意向书，Wind，渤海证券研究所

图 4: 万和灶具占国内市场份额



数据来源：招股意向书，Wind，渤海证券研究所

图 6: 万和吸油烟机占国内市场份额



数据来源：招股意向书，Wind，渤海证券研究所

从上图中可以看出，在燃气热水器市场，公司还是处于比较领先地位的。在燃气灶具市场，公司目前处于第二阵营的领先地位，凭借其在燃气具领域长期积累的丰富运营经营、强大技术实力和专业服务能力。近年来，公司成为业内提升最快的品牌之一，位于行业前列的品牌在高端市场拥有较强的竞争优势，但是总体来看，领先型品牌与第二阵营的品牌市场份额差距较小，行业内缺乏具有绝对统治力的企业。基于燃气具专家的地位，公司的发展战略将燃气灶定位仅次于燃气热水器的第二主导地位。

在吸油烟机市场，公司目前处于第二阵营。公司将从工艺、外观等装饰性功能角度考虑，更加追求产品的性价比，提升公司的竞争力。另外，在消毒柜，燃气壁挂炉等领域也处于行业领先地位。凭借公司在行业内较强的渠道控制能力，将会有较大的发展。

总体而言，公司作为厨卫电器企业，始终坚持战略聚焦，即以燃气具为主导、以厨电为支撑，专注于厨卫电器的发展。

3 募投项目介绍

3.1 募集资金运用概况

公司募集资金存放于董事会决定的专户集中管理，本次募集资金投向经公司股东大会审议确定，由董事会负责实施。本次募集资金到位前，公司将根据各项目的实际进度，通过自有资金和银行贷款支持上述项目的实施，募集资金到位后，将优先偿还先期支付资金。

本次募集资金投资项目全部围绕公司的热水器及厨电主业展开，在对传统产品进行扩产的同时，加大了对节能环保型产品的投入和增加新能源产品的生产；同时，提升上游配套核心零部件产能，加大公司营销网络、研发系统和 IT 系统的投入；营销网络的建设将进一步完善公司的营销模式，提升公司品牌形象和市场竞争力，增强公司对销售渠道的控制力；生产型项目的实施将使公司的产能进一步充实，提升和优化公司产品结构，满足消费者对厨卫电器产品不断升级和变化的需求；科技和研发中心扩建项目的实施将使公司在现有研发基础上，提升研发团队、研发环节及硬件设施等；信息管理系统升级建设项目将为公司构筑国内一流的厨卫电器市场信息采集、物流供应链、生产和财务管理的信息平台，提供有力的后台支持。

总体而言，本次募集资金各项投资项目相互促进、良性互动，将有效提升公司的核心竞争力和综合实力，实现公司的发展战略。

表 4: 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)(注)	项目环评批文	项目备案批文
1	节能环保热水器、供暖产品生产线扩建及公司营销网络建设项目	37280.6	31633.56	顺管环审 【2010】第 2 号	广东省发改委 100600396129003
2	健康厨房电器产品扩产项目	11984.72	9453.94	佛环明工业表 【2010】006 号	广东省发改委 100600395429004
3	新能源集成产品生产基地建设项目	30576.4	24740.99	佛 No.F2010-11	广东省发改委 100600395429004
4	核心零部件规模化自制建设项目	11425.75	9643.47	顺管环审 【2010】11 号	广东省发改委 100600354329002
5	科技与研发中心扩建项目	6006.18	6006.18	顺管环审 【2010】3 号	广东省发改委 100600396129006
6	信息管理系统升级建设项目			顺管环审 【2010】7 号	广东省发改委 100600396129007
7	其他与主营业务相关的营运资金			—	—
合计		100,333.65	84,538.14	—	—

数据来源：招股意向书，渤海证券研究所

注：使用募集资金金额由项目的固定资产投资和铺底流动资金组成

本次募集资金到位前，公司将根据各项目的实际进度，通过自有资金和银行贷款支持上述项目的实施，募集资金到位后，将优先偿还先期支付资金。

3.2 募投项目产能前景分析

厨卫电器行业在未来几年将保持稳定增长，根据慧聪商情预测，我国热水器市场在 2010-2014 年将保持年约 14% 的增长速度；到 2013 年，市场总容量将达 5549 万台，而厨电市场在 2010-2014 年将保持年约 12% 的增长速度，到 2013 年，市场总容量将达 5392 万台，市场销售规模大 340.72 亿元。

行业的发展将在很大程度上消化公司各募投项目扩产增加的产能，而报告期内，公司的热水器和厨电产品的年均增长速度均高于市场平均水平。公司自设立以来一直从事厨卫电器产品的研发、生产和销售业务，目前热水器的总体产能为 274.5 万台，厨电的总体产能为 110 万台，本次募投项目的产能将逐步释放，于 2013 年完全达产，届时将新增热水器产能 392 万台，产能扩张率为 142.81%，新增厨卫产能 138.5 万台，产能扩张率为 125.91%。

募投项目的实施将进一步增强公司竞争实力。此外，本次募投项目涉及的不同产品的部分生产工艺具有通用性，生产线也具有一定的柔性，公司充分考虑产能利用问题，加大对通用性设备和柔性设备的配置比例，可以适时根据市场需求情况灵活机动的调整各产品的生产，从而可以有效避免可能出现的产能闲置。

表 5：募投项目新增产能分析

项目名称	产品类型	2009 年产能	募投达产后产能	扩产比例 (%)
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	燃气热水器(含 沼热水器)	220	416	89.09
	燃气壁挂炉	4.5	15.5	244.44
	燃气灶具	65	152	133.85
	吸油烟机	15	50	233.33
	消毒柜	30	46.5	55.00
	电热水器	50	200	300
	太阳能热水器	-	20	-
	热泵热水器	-	15	-
热水器合计		274.5	666.5	142.81
厨电合计		110	248.5	125.91

数据来源：招股意向书，渤海证券研究所

4 盈利预测

公司项目实施后，公司相关产品的产能将于 2013 年完全达产，其中，募投项目中，并没有涉及到燃气烧烤炉生产线的建设。在此基础上对公司未来产能、产量、销量以及产品价格和销售收入、毛利率进行盈利预测。此外，公司还生产配件、散件以及热泵热水器和太阳能热水器，这些产品收入在 07 年-09 年占公司销售收入比例在 6%左右，因此本报告主要对主要产品的业绩进行了预测，预测公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.16 元、1.15 元和 1.44 元。

表 6: 主要经营产品产销量、销售收入及毛利率预测 (单位: 万)

		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
燃气热水器	产能	200	220	240	281.6	241.92
	产量	151.59	168.93	228	270.34	234.66
	销售量	135.44	172.59	230	270	335
	销售收入	58901.50	71878.55	95930.7	112860	139360
	毛利率	23%	36%	39%	43%	46%
电热水器	产能		25	58	85.2	255.6
	产量		23.37	55.68	82.64	250.49
	销售量	32.63	30.25	50	79	130
	销售收入	16547.98	11446.90	18139.5	29230	48750
	毛利率	26%	25%	19%	20%	23%
燃气灶具	产能	55	65	70	119.2	135.6
	产量	48.9	60.4	64.4	108.47	126.11
	销售量	45.67	57.75	59	105	123
	销售收入	10343.21	15019.73	15178.93	27300	32595
	毛利率	22%	30%	55%	16%	18%
吸油烟机	产能	15	15	18	37.2	43.6
	产量	11.94	13.91	17.1	35.34	41.856
	销售量	19.04	30.96	17	35	41
	销售收入	9449.73	14196.29	9180	16450	19188
	毛利率	22%	27%	22%	23%	25%
消毒柜	产能	25	30	30	67.8	80.4
	产量	22.82	24.78	24.6	59.66	72.36
	销售量	19.36	24.73	25	30	37
	销售收入	7704.69	9909.54	10165.5	12240	15170
	毛利率	10%	22%	30%	26%	29%
燃气壁挂炉	产能	4.5	4.5	4.5	20.4	25.7
	产量	3.94	4.15	2.925	13.872	17.99
	销售量	3.34	3.75	2.5	12.7	16.9
	销售收入	8461.11	8609.11	6139.62	31800.8	47151
	毛利率	17%	26%	30%	31%	33%
燃气烧烤炉	产能	70	60	120	120	120
	产量	60.89	52.26	114	114	115.2
	销售量	71.32	51.76	110	113	120
	销售收入	23161.64	15904	28551.6	33900	49800
	毛利率	10%	15%	19%	20%	22%
其他产品	销售收入	29950.8802	41421.11	57258.85	59671.01	100478.98
总计	销售收入	154,177.53	173,365.51	225365.78	294519.81	419897.98

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

表 7: 盈利预测

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	1,542	1,734	2,254	2,945	4,199
(+/-)%	17%	12%	30%	31%	43%
经营利润 (EBIT)	79	166	235	309	425
(+/-)%	105%	110%	42%	32%	37%
净利润	50	126	174	229	288
(+/-)%	102%	151%	38%	32%	26%
每股净收益 (元)	0.334	0.839	1.160	1.147	1.440
每股股利 (元)	0.00	0.35	0.30	0.26	0.23
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	19.08%	29.45%	27.92%	27.91%	27.52%
ROE(%)	18.33%	30.98%	31.42%	11.00%	12.19%
ROIC (%)	13.88%	31.34%	33.37%	12.16%	13.49%

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

5 投资定价分析

表 8: 参考公司 PE 估值水平

代码	公司名称	2010-12-31	EPS			PE (倍)			
		收盘价 (元)	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002053	华帝股份	15.48	0.43	0.55	0.69	66	36	28	23
002508	老板电器	37.35	0.76	0.95	1.17	73	49	39	32
00533	万家乐	10.22	0.34	0.48	0.64	36	40	21	16
002032	苏泊尔	23.9	0.74	0.95	1.23	45	32	25	19
002403	爱仕达	16.66	0.37	0.55	0.71	36	45	30	23
平均值						51	38	29	23
中值						45	36	28	23

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

公司属于厨卫电器制造业,因此选取国内同行业上市公司华帝股份、老板电器、万家乐、苏泊尔、爱仕达作为估值参照。这 5 家公司未来三年的业绩增速均值为 32%,以 2010 年 12 月 31 日的收盘价为基准,5 家可比上市公司 2010 年的平均动态 PE 为 36 倍,2011 年的平均动态为 29 倍,给予公司 2011 年 24-28 倍的 PE 估值,对应股价为 27.6-32.22 元之间。

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 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%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 1: 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股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhqz.com		xiexd@bhqz.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn