

为保障房蛋糕量身订做

买入 维持

投资要点:

- 上市加快万和发展速度
- 3600 万套保障房为万和内销带来巨大机会
- 公司质地优良, 值得长期关注, 维持“买入”评级

报告摘要:

- 经营思路:** 维持产品高性价比优势基础上提升品牌、开拓渠道网络, 通过做大规模、技改降低成本、优化产品结构、海内外产品共享市场和引进专业人才提升毛利率。
- 需求新增点:** 万和 2011 年销售要明显好于 2010 年。出口: 拉丁美洲订单有可能超预期。内销: 今年 1000 万套保障房巨大机会带来新增量, 保障房对厨卫电器的需求更倾向于像万和这种高性价比的产品, 万和产品质量过硬、便宜最适合保障房的要求。
- 渠道细分区别对待。** 在国美苏宁等大型连锁店投入更多高价高毛利率产品, 用于品牌宣传和提高盈利能力, 低端产品逐步退出一级市场。二三四级市场仍是以性价比高产品为主, 增加销售网点。
- 出口占比会上升, 订单增多。** 随着产能扩大后出口销售增速会快于内销。万和拿海外订单的能力较强, 海外客户更看中企业的研发能力。
- 烟灶消产品发展思路。** 烟灶消仍将延续燃热的风格, 走高性价比之路。同时加强工艺水准, 拉近与江浙同行企业的差距。
- 维持“买入”评级。** 我们预计一季度收入同比增长较大, 明显大于全年增速。公司 2011-2013 年营业收入增速分别为 36%、43%、28%, 归属母公司股东净利润分别增长 32%、42%、41%, EPS 分别为 1.23、1.74、2.44。2011 年 PE 为 23 倍, 未来 3 年复合增长率约为 38%, PEG 为 0.61, 目前公司估值略有低估, 万和具备长期投资价值, 维持“买入”评级, 建议长期关注。
- 风险提示:** (1) 人民币升值和中东北非政治动荡抑制出口; (2) 人工成本上升和原材料价格上涨降低盈利水平。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1733.66	2293.07	3124.43	4471.85	5732.01
同比增长率	12.45%	32.27%	36.26%	43.13%	28.18%
归属母公司净利润(百万元)	125.79	185.87	244.94	347.10	488.24
同比增长率	151.09%	47.76%	31.78%	41.71%	40.66%
每股收益(元)	0.629	0.929	1.225	1.735	2.441
P/E (倍)	45.12	30.54	23.17	16.35	11.63

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

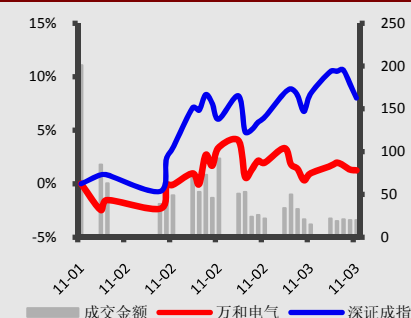
分析师

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	2.00
流通股本(亿)	0.40
股价(元)	28.38
第一大股东	广东万和集团有限公司
第一大股东持股比例	38.25%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

万和电气(002543): 多做少说 低调中业绩说话 (2011.3.1)

万家乐(000533): 静候新能源项目进展佳音 (2011.3.6)

华帝股份(002035): 费用控制给力 (2011.3.3)

家电下乡和以旧换新 3 月报: 以旧换新超预期 家电龙头更强 (2011.3.7)

空调行业 11 年 2 月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期 (2011.2.22)

3月10日万和在公司举办了投资者交流会，董事长卢础其、总裁叶远璋、财务总监雷达旺、董秘林健明等公司领导出席。交流内容如下：

一、经营思路

维持产品高性价比优势基础上提升品牌、开拓渠道网络，通过做大规模、技改降低成本和优化产品结构来提升毛利率。

(1) **规模效应**：渠道扩张（网点增加30%）和产能扩张。

(2) **技术改进**：保持技术研发优势，保障质量前提下材料替代（如铝合金、塑料替代铜），降低铜的使用比例，即使铜价上涨，也要让毛利率维持原来水平；引进自动化设备以提高生产效率、缓解人工成本压力。

(3) **优化产品结构**：开发更高端产品投入到一级市场；稳步发展热泵热水器、平板太阳能热水器（国内第一家）。进一步提高零配件自给率：明显降低成本和质量控制。关键零部件自给90%以上，是行业内最高的。阀件、电控板都是自己做。

(4) **海内外产品共享市场**：内销产品同时出口，出口产品转内销。

(5) **引进专业人才**：以前有些领域没有用专业人才，现在招了专业人士。上市后不只是募集了资金，更重要的是募集了专业人才。公司重点在宣传推广和新能源产品领域聘请了专业人才。工人待遇上万和在当地算中上水平。

二、需求新增点

万和2011年销售要明显好于2010年的几个新亮点：

(1) **出口**：拉丁美洲订单有可能超预期。

(2) **内销**：今年1000万套保障房巨大机会带来新增量。保障房对厨卫电器的需求更倾向于像万和这种高性价比的产品，万和产品质量过硬、便宜最适合保障房的要求。“十二五”期间3600万套，公司有信心拿到很多订单。现在公司市场体系正在重点研究保障房市场。中低阶层收入上升促使低端消费大幅增长，对性价比良好的公司是利好。

(3) **上市**：提升知名度和品牌影响力（弥补短板），有利于提高市场份额。

三、渠道：细分市场区别对待

中国市场太大，要区别对待。根据不同渠道把产品区分高中低端，产品区分后价格就不会混乱。经销商的毛利率在30-40%。

一级市场：

在国美苏宁等大型连锁店投入更多高价高毛利率产品，用于品牌宣传和提高盈利能力。把出口产品如烤炉等引进到国内一级市场，让国际化产品在中国落地，并做成专柜形式。

低端产品逐步退出一级市场。

二三四级市场：

仍是以性价比高产品为主，增加销售网点。

专业渠道：

今年房地产重点攻关保障房，蛋糕很大；万和的产品定位很适合保障房。

四、出口占比会上升，订单增多

去年国内外占比是 7:3。之前由于产能不足，万和优先做好国内从而放弃了部分海外订单，随着产能扩大后出口销售增速会快于内销。（产能释放主要在 2012 年）

万和出口（全都是代工）产品除了烤炉，还有燃气热水器、壁挂炉和燃气灶。与同行比，万和拿海外订单的能力较强，海外客户更看中企业的研发能力。订单主要通过广交会等平台获得，新客户变成老客户保持长期合作。

毛利率上灶具不一定比烤炉高，但灶具有个好处就是内外销市场共享。

五、烟灶消产品发展思路

（1）烟灶消仍将延续燃热的风格，走高性价比之路。与老板方太在产品 and 市场层级上展开差异化竞争，在性能与同行差不多情况下，价格要低很多。同时在品牌上比杂牌要有优势。

（2）在烟灶消领域里，万和将后发制人，一定要把工艺做上去，目前与方太、老板对比在工艺有一定的差距。

（3）有可能通过收购兼并加快发展速度。

（4）发挥自身技术优势，制造高能效烟灶消加强节能环保功能。

六、品牌建设

公司仍是坚持先铺好渠道、扩大产能，打好基础后再加大宣传做广告，稳步发展戒躁。

万和在燃热定位第一品牌，要做到无可撼动。通过做好产品来提升品牌价值，而不只是通过广告较虚拟的方式来宣传品牌。公司认为品牌宣传是目前的短板，但做宣传并不是很难，需要把握技巧和时机。

万和在广东知名度较高，在南方很有优势。公司认为在广东（如深圳）竞争非常激烈的市场都能做到最好，向北方市场推广也很有信心。

七、其他

（1）研发效果：性价比高不只是体现在质量好、价格低，还有节能环保、省气的含义。新材料替代后，有一款低端产品的市场价从 350 元降到了 280 元，降低了 20%，效果卓著。

（2）营销费用：今年随着渠道扩张，销售费用会增加。

（3）股权激励：高管中除了董事外都没有股份。公司表示这是以后要发展的方向。

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1541.78	1733.66	2293.07	3124.43	4471.85	5732.01
增长率(%)	17.29%	12.45%	32.27%	36.26%	43.13%	28.18%
归属母公司股东净利润	50.10	125.79	185.87	244.94	347.10	488.24
增长率(%)	102.04%	151.09%	47.76%	31.78%	41.71%	40.66%
每股收益(EPS)	0.250	0.629	0.929	1.225	1.735	2.441
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.306	0.434	0.610
每股经营现金流	0.673	1.517	0.487	1.996	1.197	3.638
销售毛利率	19.08%	29.45%	28.18%	27.44%	27.35%	27.99%
销售净利率	3.48%	7.66%	8.64%	8.08%	8.00%	8.78%
净资产收益率(ROE)	18.73%	31.99%	32.13%	10.46%	13.34%	16.45%
投入资本回报率(ROIC)	97.38%	31.05%	50.14%	40.34%	40.19%	35.44%
市盈率(P/E)	113.30	45.12	30.54	23.17	16.35	11.63
市净率(P/B)	21.22	14.43	9.81	2.42	2.18	1.91
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.011	0.015	0.022

资料来源: 宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1541.78	1733.66	2293.07	3124.43	4471.85	5732.01
减: 营业成本	1247.66	1223.15	1646.94	2266.95	3248.91	4127.78
营业税金及附加	5.36	10.22	9.87	14.24	20.39	26.13
营业费用	165.26	275.54	291.58	399.93	572.40	722.23
管理费用	44.78	59.13	102.39	140.60	201.23	252.21
财务费用	15.99	6.18	7.96	8.06	10.38	13.93
资产减值损失	0.60	2.39	-1.12	0.62	0.62	0.62
加: 投资收益	-0.92	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.20	157.01	235.45	294.02	417.92	589.11
加: 其他非经营损益	-0.75	3.89	5.16	3.06	3.06	3.06
利润总额	60.45	160.90	240.61	297.08	420.98	592.17
减: 所得税	6.82	28.15	42.52	44.56	63.15	88.82
净利润	53.63	132.75	198.08	252.52	357.83	503.34
减: 少数股东损益	3.53	6.96	12.21	7.58	10.73	15.10
归属母公司股东净利润	50.10	125.79	185.87	244.94	347.10	488.24

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	88.27	65.04	21.41	1527.23	1283.90	1694.36
应收和预付款项	265.59	309.48	399.37	567.07	816.34	955.29
存货	276.25	291.51	409.84	662.18	874.19	1077.79
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.25	4.97	4.97	4.97	4.97	4.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	257.40	271.34	312.47	673.21	993.81	1073.62
无形资产和开发支出	75.61	121.43	120.67	107.89	95.12	82.34
其他非流动资产	9.40	11.07	12.73	6.36	0.00	0.00
资产总计	973.78	1074.83	1281.46	3548.92	4068.34	4888.37
短期借款	230.00	30.00	13.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	469.73	637.41	663.48	1174.13	1422.49	1861.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.77	1.41	0.96	0.96	0.96	0.96
负债合计	700.50	668.82	677.94	1175.09	1423.45	1862.20
股本	150.00	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	50.00	131.39	131.39	1660.42	1660.42	1660.42
留存收益	67.45	111.83	297.13	480.84	741.16	1107.34
归属母公司股东权益	267.45	393.22	578.52	2341.26	2601.58	2967.76
少数股东权益	5.83	12.79	25.00	32.57	43.31	58.41
股东权益合计	273.28	406.01	603.52	2373.83	2644.89	3026.17
负债和股东权益合计	973.78	1074.83	1281.46	3548.92	4068.34	4888.37

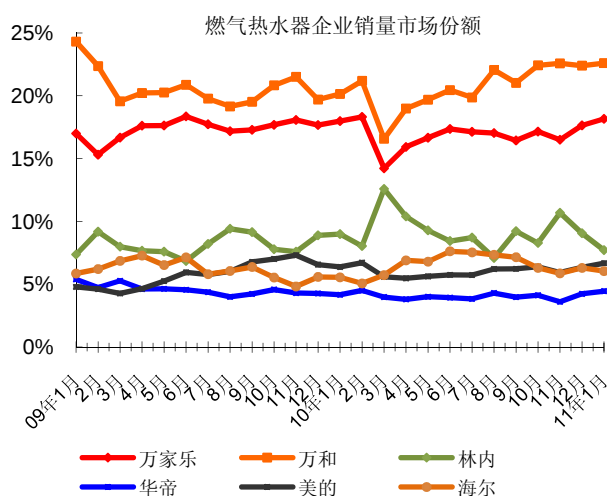
资料来源: 宏源证券

表 4: 现金流量表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	134.66	303.42	97.44	399.10	239.37	727.61
投资性现金净流量	-198.67	-109.84	-115.30	-398.73	-398.73	-198.07
筹资性现金净流量	75.58	-205.85	-17.24	1505.45	-83.96	-119.08
现金流量净额	9.28	-12.38	-37.04	1505.81	-243.32	410.46

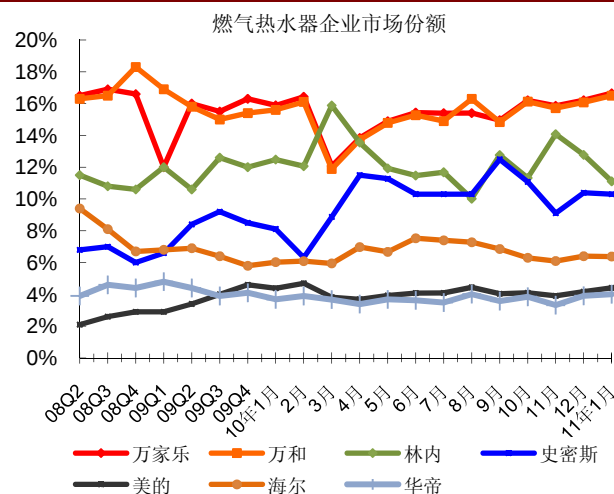
附：万和在各子产品的竞争格局

图 1：燃气热水器竞争格局（销量）



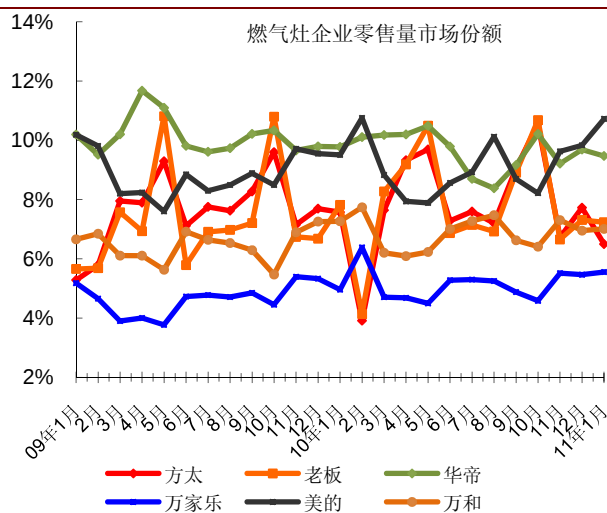
资料来源：中怡康，宏源证券

图 2：燃气热水器竞争格局（销售额）



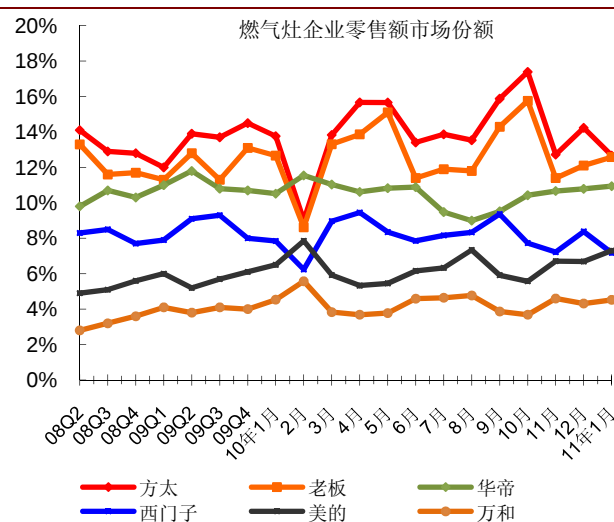
资料来源：中怡康，宏源证券

图 3：燃气灶竞争格局（销量）



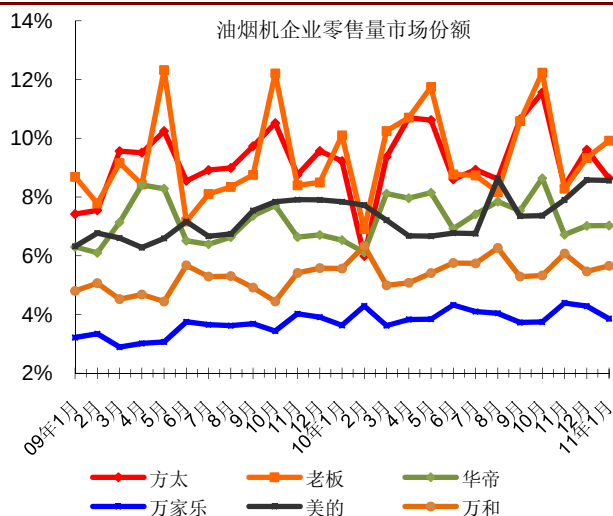
资料来源：中怡康，宏源证券

图 4：燃气灶竞争格局（销售额）



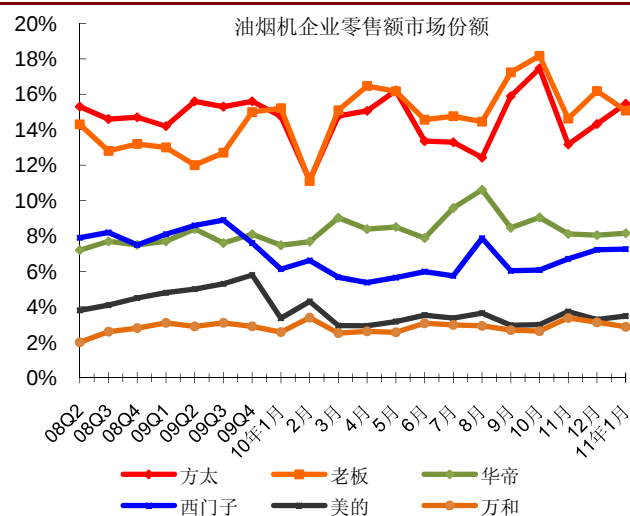
资料来源：中怡康，宏源证券

图 5: 油烟机竞争格局 (销量)



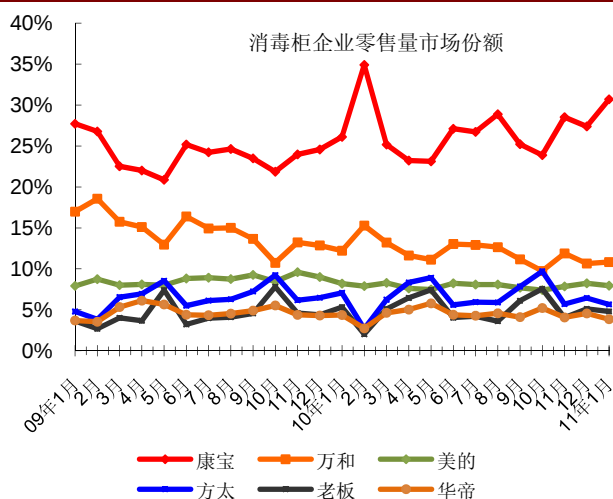
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 6: 油烟机竞争格局 (销售额)



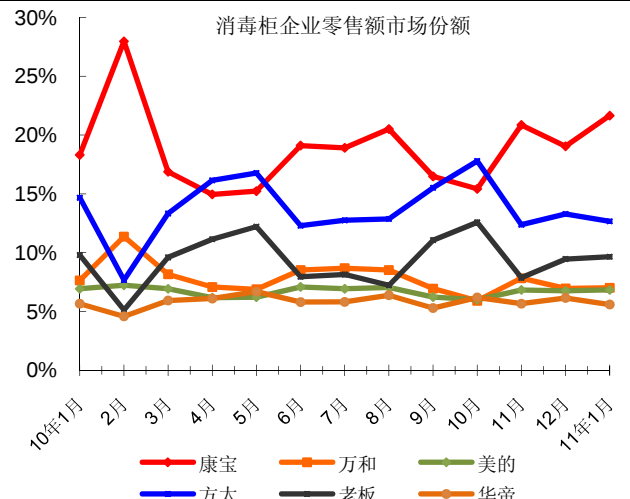
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 7: 消毒柜竞争格局 (销量)



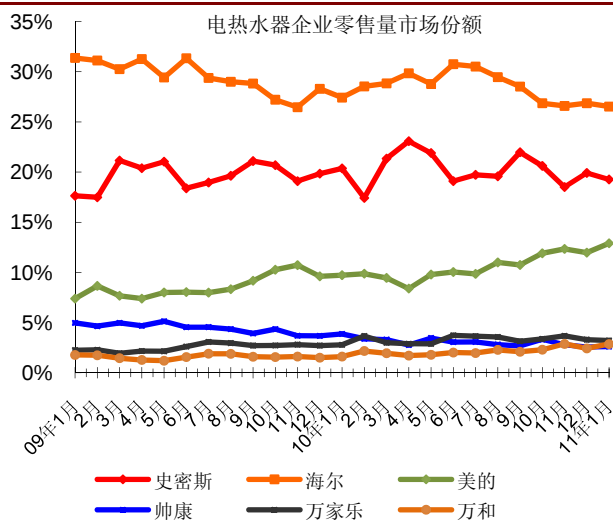
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 8: 消毒柜竞争格局 (销售额)



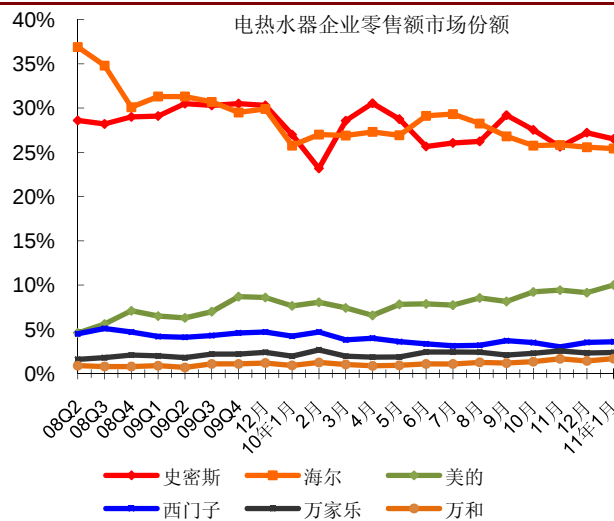
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 9: 电热水器竞争格局（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

图 10: 电热水器竞争格局（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、万家乐、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。