

出口受阻挡不住万和稳定增长 买入 维持

投资要点:

- 📖 毛利率在成本上升压力下不降反升
- 📖 3600 万套保障房为万和内销带来巨大机会
- 📖 价值低估, 目前是较好的买入时机

报告摘要:

- **收入增长低于预期, 净利润增长符合预期。**万和电气 2011 年上半年营业收入 13.4 亿元, 同比增长 24%; 归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元, 同增 32%; 公司预计今年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比增长 20-40%。**费用率上升幅度大于毛利率上升幅度。**上半年毛利率 29.44%, 同比上升 1.73 个百分点。三大费用率加总为 18.0%, 同比多了 2.2 个百分点; 其中销售费用率为 13.7%, 同比上升了 1.8 个百分点; 管理费用率为 4.2%, 同比上升了 0.5 个百分点; 财务费用率为 0.05%, 同比下降了 0.16 个百分点。净利率 9.3%, 同比上升了 0.33 个百分点。
- **原因解析: 出口低于预期。**上半年出口收入增速为 16.42%, 其中出口的烤炉为负增长, 低于我们的预期。国内市场的广东区域和东北区域低于预期。电热水器、灶具、油烟机、消毒柜的毛利率均明显上升。
- **买点已现, 维持“买入”评级。**我们略微下调了万和的收入增速。预计万和 2011-2013 年销售收入为 30、42.5、52 亿元, 同比增长 31%、42%、23%, 归属母公司股东净利润为 2.5、3.5、4.3 亿元, 同比增长 33%、44%、20%, 2011-13 年 EPS 分别为 1.23、1.78、2.13, 对应 PE 为 20X、14X、12X。未来 3 年年复合增长率约为 32%, 今年 PEG 为 0.63, 目前万和价值低估, 是较好的买入时机, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 人工成本上升、原材料涨价和人民币升值降低盈利; (2) 厨卫电器行业竞争加剧; (3) 海外经济复苏遇阻和政治动荡抑制出口。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1733.66	2293.07	2994.88	4248.93	5232.82
同比增长率	12.45%	32.27%	30.61%	41.87%	23.16%
归属母公司净利润(百万元)	125.79	185.87	246.76	355.97	426.76
同比增长率	151.09%	47.76%	32.76%	44.26%	19.89%
每股收益(元)	0.629	0.929	1.234	1.780	2.134
P/E(倍)	39.54	26.76	20.16	13.97	11.66

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

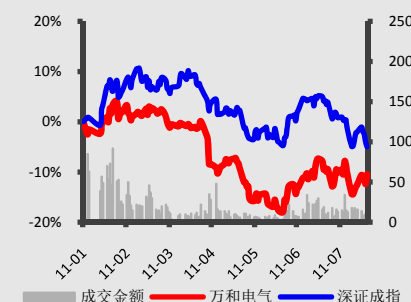
家电行业研究员

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)	0.50
股价(元)	24.87
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): 盈利水平提升体现成本控制能力 (2011. 04. 22)

万和电气(002543): 为保障房蛋糕量身订做 (2011. 03. 13)

万和电气(002543): 多做少说 低调中业绩说话 (2011. 03. 01)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011. 07. 19)

2011 年中期策略报告: 保障房是明年厨卫最大蛋糕 (2011. 06. 22)

净利润增长符合预期

成长性：收入增长低于预期，净利润增长符合预期。

万和电气 2011 年上半年实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 24%；归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元，同比增长 32%；上半年 EPS 为 0.62 元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 1.1 亿元，同比增长 23.5%。

二季度收入少于一季度，低于我们的预期。

公司在一季报中预计今年上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长 30-50%，结果（32%）符合公司预期。

公司在中报中预计今年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比增长 20-40%。结合公司调整净利润增长范围和对出口的担忧，我们预判全年增速有可能略低于上半年增速。

盈利能力：费用率上升幅度大于毛利率上升幅度。

2011 年上半年毛利率 29.44%，同比上升 1.73 个百分点（2010 年上半年为 27.71%）。

三大费用率加总为 18.0%，同比多了 2.2 个百分点；其中销售费用率为 13.7%，同比上升了 1.8 个百分点；管理费用率为 4.2%，同比上升了 0.5 个百分点；财务费用率为 0.05%，同比下降了 0.16 个百分点。

净利率 9.3%，同比上升了 0.33 个百分点。

原因解析：出口低于预期

收入增长低于预期：

2011 年上半年出口收入增速为 16.42%，其中出口的烤炉为负增长，低于我们的预期。2011 年上半年出口占总收入的 30%，占比较去年有所下降。烤炉等出口产品受欧债美债危机拖累，欧美发达国家市场的需求显著下滑；而中东北非等市场政局动荡，销售也受到影响。

国内市场的广东区域和东北区域低于预期。广东是万和目前最大的市场，但万和受到了国内品牌如华帝、美的和国外品牌如惠而浦、史密斯的挑战。

万和需要主动调整出口战略，以及积极应对广东市场的激烈竞争，保卫自己地盘上的核心地位。

毛利率上升：

电热水器、灶具、油烟机、消毒柜的毛利率均明显上升。

（1）内销占比上升。

（2）产品涨价：二季度公司产品售价均有个位数上涨。

（3）自制率提高：随着公司上市资金充裕，万和致力于提高核心零部件的自给能力，

目前自制率不断提高；以前由于产能不足，部分产品如电热水器等通过外购再贴万和品牌销售，目前已经解决了电热水器自给产能不足的问题。

（4）渠道结构改善：随着各类渠道不断扩展，自建店（专卖店）新建速度较快，高毛利渠道占比上升。三级市场专卖店的开店数量快速增加，实现三级市场业务的快速增长。

（5）提高内部管理效率：通过优化车间的工艺流程、提高机械替代人工环节等措施来提升制造管理能力和生产效率。万和拥有较强的成本控制能力和内部管理水平。

营销费用率上升：

主要是加大了热泵热水器、太阳能热水器和壁挂炉等新品的推出，对此类产品的促销和加快专柜上市增加了销售费用。另外还有销售人工成本上升。

管理费用率上升：

研发费用（技术开发费）大幅增加所致，2011 年上半年有 1740 万元，而去年同期仅 105 万元。管理人工成本没有增加。

财务费用率下降：

上半年公司上市募集资金利息收入大增 700 万元。但人民币升值导致的汇兑损益有 500 万元。

风险提示

- （1）成本上升压力：原材料价格持续上涨，人工成本迅速上升。
- （2）厨卫电器行业竞争加剧，盈利水平有下降风险。
- （3）海外经济复苏遇阻、政局不稳定抑制烤炉等产品的出口。
- （4）人民币升值影响出口盈利。

盈利预测与估值：是较好的买入时机

我们略微下调公司今年的收入增速，其中下调燃气热水器、太阳能热水器、消毒柜、烤炉、配件及散件的增速，上调灶具、壁挂炉的增速。

综合毛利率不变，各产品毛利率将略有调整：上调电热水器、灶具、油烟机、消毒柜的毛利率；下调太阳能热水器、热泵热水器、烤炉、壁挂炉、配件及散件的毛利率。

保障房对厨卫电器的拉动，这方面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。鉴于对保障房拉动的乐观预计，我们假定出口订单对明后年业绩负面影响不大，不下调明后年的业绩预测。

我们预计万和 2011-2013 年销售收入为 30.0 亿元、42.5 亿元、52.3 亿元，同比增长 31%、42%、23%，归属母公司股东净利润为 2.5 亿元、3.5 亿元、4.3 亿元，同比增长 33%、44%、20%，2011-13 年 EPS 分别为 1.23、1.78、2.13，对应 PE 为 20X、14X、12X。未来

3 年年复合增长率约为 32%，今年 PEG 为 0.63，目前万和价值低估，是较好的买入时机，维持“买入”评级。

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	2994.88	4248.93	5232.82
增长率(%)	17.29%	12.45%	32.27%	30.61%	41.87%	23.16%
归属母公司股东净利润	50.10	125.79	185.87	246.76	355.97	426.76
增长率(%)	102.04%	151.09%	47.76%	32.76%	44.26%	19.89%
每股收益(EPS)	0.250	0.629	0.929	1.234	1.780	2.134
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.308	0.445	0.533
每股经营现金流	0.673	1.517	0.487	2.037	1.221	3.463
销售毛利率	19.08%	29.45%	28.18%	28.06%	27.95%	27.81%
销售净利率	3.48%	7.66%	8.64%	8.49%	8.64%	8.41%
净资产收益率(ROE)	18.73%	31.99%	32.13%	10.53%	13.64%	14.57%
投入资本回报率(ROIC)	97.38%	31.05%	50.14%	39.97%	41.61%	31.04%
市盈率(P/E)	113.30	45.12	30.54	20.16	13.97	11.66
市净率(P/B)	21.22	14.43	9.81	2.12	1.91	1.70
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.012	0.018	0.021

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	2994.88	4248.93	5232.82
减：营业成本	1247.66	1223.15	1646.94	2154.40	3061.47	3777.75
营业税金及附加	5.36	10.22	9.87	13.65	19.37	23.86
营业费用	165.26	275.54	291.58	404.31	552.36	669.80
管理费用	44.78	59.13	102.39	128.78	182.70	225.01
财务费用	15.99	6.18	7.96	1.83	5.66	23.17
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	291.28	426.73	512.60
加：其他非经营损益	-0.75	3.89	5.16	8.00	5.00	5.00
利润总额	60.45	160.90	240.61	299.28	431.73	517.60
减：所得税	6.82	28.15	42.52	44.89	64.76	77.64
净利润	53.63	132.75	198.08	254.39	366.97	439.96
减：少数股东损益	3.53	6.96	12.21	7.63	11.01	13.20
归属母公司股东净利润	50.10	125.79	185.87	246.76	355.97	426.76

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	1539.34	1300.32	1692.74
应收和预付款项	265.59	309.48	399.37	526.17	787.15	830.62
存货	276.25	291.51	409.84	608.96	838.78	947.68
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	3466.91	4020.15	4631.97
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	1090.70	1365.95	1644.51
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	1091.67	1366.92	1645.47
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	482.20	749.17	1069.25
归属母公司股东权益	267.45	393.22	578.52	2342.62	2609.59	2929.66
少数股东权益	5.83	12.79	25.00	32.63	43.64	56.84
股东权益合计	273.28	406.01	603.52	2375.25	2653.23	2986.50
负债和股东权益合计	973.78	1074.83	1281.46	3466.91	4020.15	4631.97

资料来源: 宏源证券

表 4: 现金流量表预测

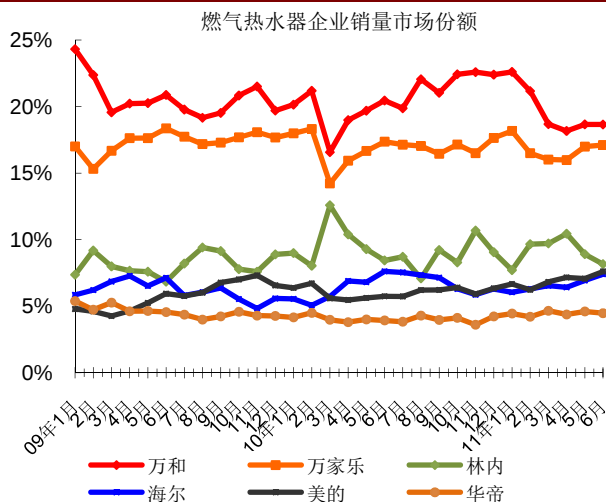
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	134.66	303.42	97.44	407.46	244.21	692.54
投资性现金净流量	-198.67	-109.84	-115.30	-394.53	-397.08	-196.42
筹资性现金净流量	75.58	-205.85	-17.24	1505.00	-86.15	-103.70
现金流量净额	9.28	-12.38	-37.04	1517.93	-239.02	392.43

资料来源: 宏源证券

附：万和在各子产品的竞争格局（国内大中城市）

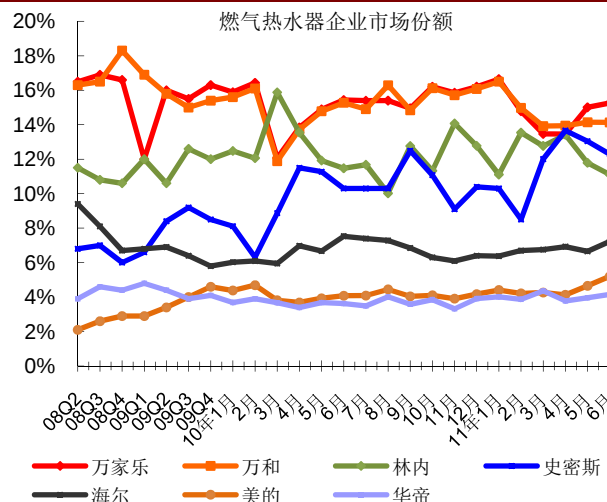
燃气热水器：万和（销量第1）与万家乐仍处于领先地位，但今年受到美的、华帝激烈竞争，万和市场份额略有下降。

图1：燃气热水器竞争格局（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

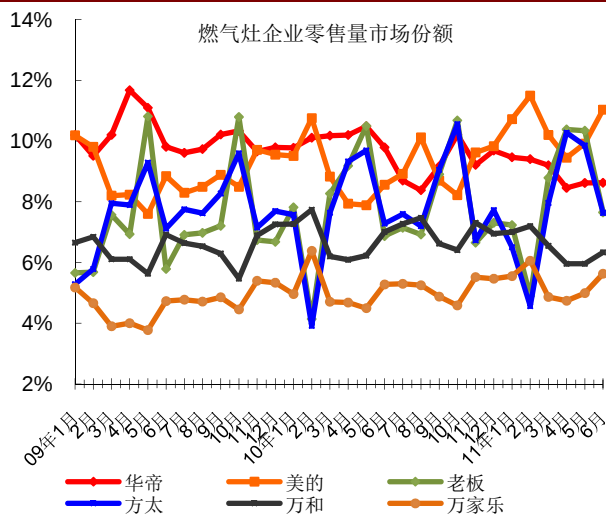
图2：燃气热水器竞争格局（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

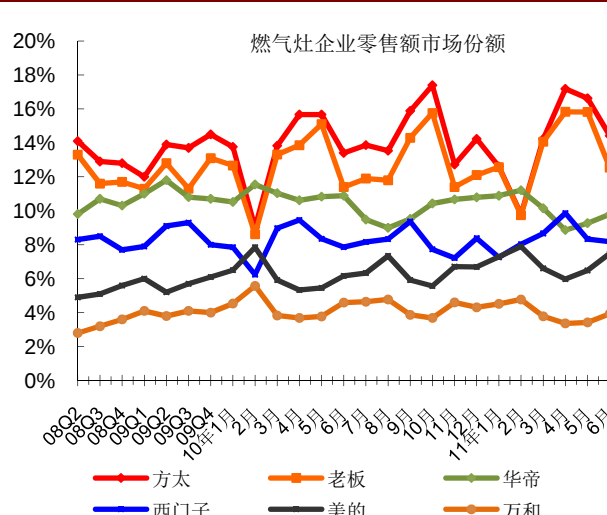
燃气灶：万和的市场份额基本维持不变，仍处于第5位；美的强势出击，份额上升为第1。

图3：燃气灶竞争格局（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

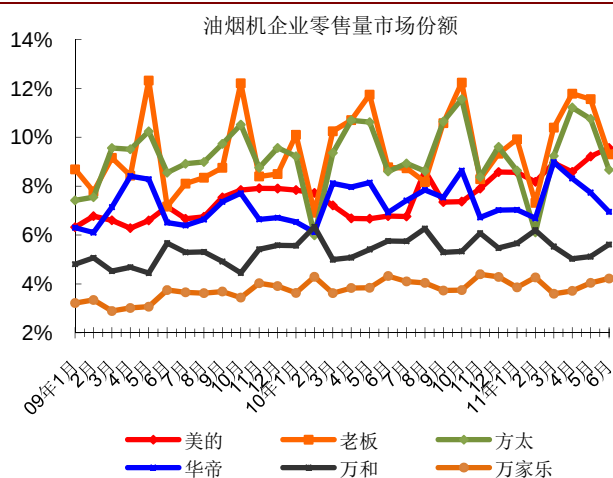
图4：燃气灶竞争格局（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

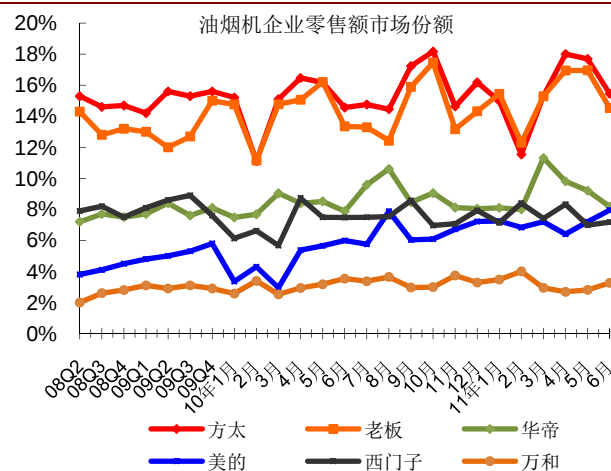
油烟机：万和的市场份额排第5，基本维持不变。油烟机竞争激烈，老板和美的上升势头较快。

图 5：油烟机竞争格局（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

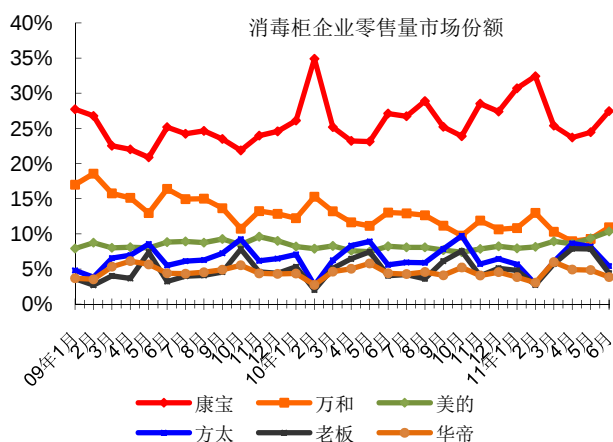
图 6：油烟机竞争格局（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

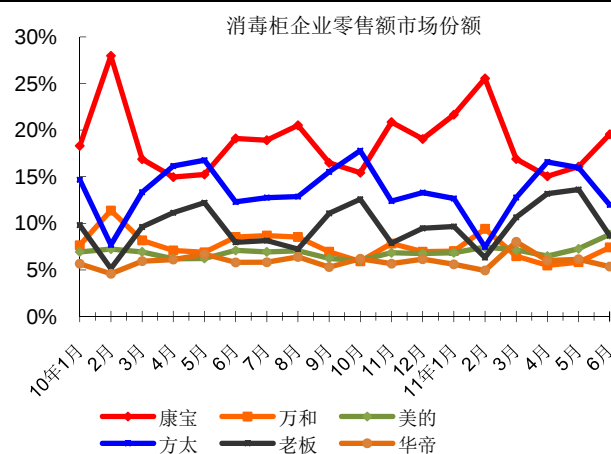
消毒柜：虽然万和的市场份额仍排第2，但万和的份额呈下降趋势，我们预计未来份额仍将继续下滑。

图 7：消毒柜竞争格局（销量）



资料来源：中怡康，宏源证券

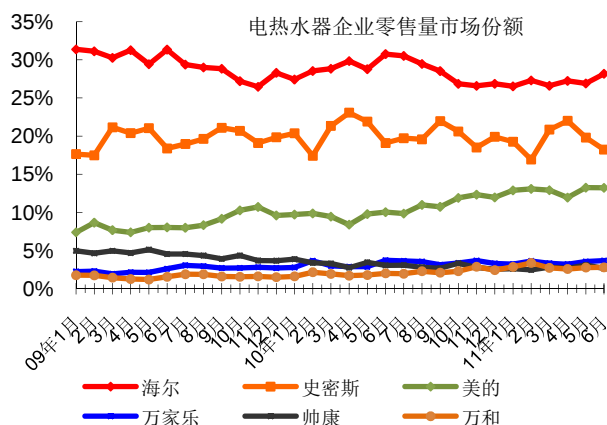
图 8：消毒柜竞争格局（销售额）



资料来源：中怡康，宏源证券

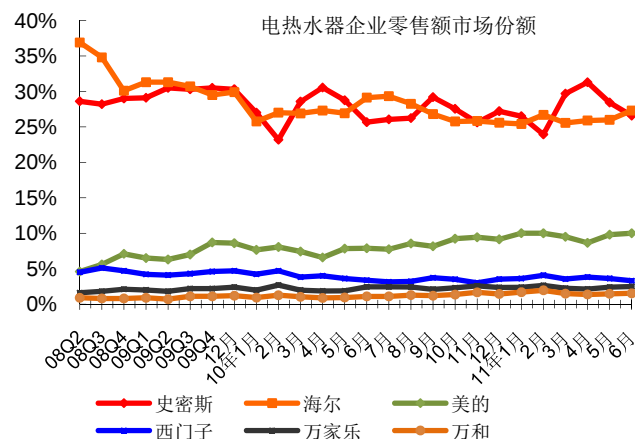
电热水器：万和的市场份额较小，但份额有所上升，排名从去年的第 12 提升为今年上半年的第 7。随着公司扩大产能、调整战略欲做大电热水器规模，市场份额仍将快速上升。

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、四川长虹、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

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。