



家用电器业/可选消费品

万和电气 (002543)

业绩符合预期，盈利能力较为稳定

——万和电气 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

业绩 0.62 元符合预期。海外大客户销售同比下滑；电热水器与壁挂炉是亮点；盈利能力较稳定。2011-2013 年 EPS 分别至 1.20 元、1.52 元与 1.96 元，维持“谨慎增持”投资要点：

- 万和电气 2011 年上半年实现营业收入 13.38 亿元，同比增长 24.0%。利润总额 1.52 亿元，归母净利润 1.19 亿元，同比分别增长 27.0% 与 31.8%。扣除非经常性损益后的归母净利润 1.12 亿元，同比增长 23.5%。每股收益 0.62 元，符合预期。
- 出口压力增加，关注新客户开拓。出口收入 3.87 亿元，同比增长 16.4%；毛利率 12.7%，下降 5.8 个点。受高基数及欧美经济走弱影响：美国高门 0.88 亿元，同比下降 32.6%；法国盖世 0.30 亿元，同比下降 26.1%；开罗环球至少下降 35%。烤炉收入 1.19 亿元同比下降 6.3%。热水器 OEM 还有较大转移空间，关注新客户的开拓。
- 电热水器与壁挂炉是亮点，烟灶消增长平稳。热水器系列同比增长 33.1%，其中电热水器及热泵热水器增长较好，分别达到 54.0% 与 243.2%，对应家电下乡电热水器销售同比增长超过 70%。壁挂炉收入 0.94 亿元同比增长 137.4%，得益于橱柜等专业市场渠道开拓。烟灶消收入分别同比增长 29.7%、30.6% 与 4.3%，在城市烟灶消零售同比下滑的环境下，三四级市场开拓贡献较大。
- 盈利能力较为稳定，高端化有所体现。综合毛利率 29.4%，营业利润率 10.7%，净利率 8.9%，同比分别提升 1.7、-0.4 与 0.5 个百分点。营业管理费用率分别提升 1.8 与 0.5 个百分点。春节提价后内销毛利率 35.4% 提升 4.3 个点，电热水器、烟灶消毛利率提升均超过 9 个点。
- 应收项目增加大于应付增加，经营现金流 -0.40 亿元，首现负值。上市融资后加大了对经销商的资金支持，以支撑销售增长。
- 公司预计 1-9 月归母净利润同比增长 20%-40%。欧美经济走弱或影响出口，但三四级及新兴渠道开拓值得期待，产能稳步投放。考虑政府补贴及海外经济影响，略调整 2011-2013 年 EPS 分别至 1.20 元、1.52 元与 1.96 元，维持“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,734	2,293	2,880	3,715	4,717
(+/-)%	12.4%	32.3%	25.6%	29.0%	27.0%
经营利润 (EBIT)	163	243	295	376	486
(+/-)%	111.4%	49.2%	21.0%	27.5%	29.3%
净利润	126	186	240	305	392
(+/-)%	151.1%	47.8%	29.1%	27.0%	28.6%
每股净收益 (元)	0.63	0.93	1.20	1.52	1.96
每股股利 (元)	-	0.25	0.24	0.30	0.39

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	9.4%	10.6%	10.2%	10.1%	10.3%
市盈率	39.5	26.8	20.7	16.3	12.7
股息率 (%)	0.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：32.40

上次预测：34.90

当前价格：24.87

2011.08.22

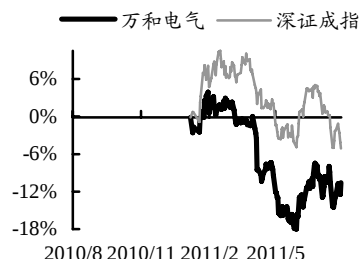
交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.60-29.53
总市值 (百万元)	4,974
总股本/流通 A 股 (百万股)	200/50
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,070
每股净资产	10.35
市净率	2.4
资产负债率	21%

52 周内股价走势图



相关报告

《坚持高性价比，稳步增长可期》

2011.03.21

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		