

内销优势明显 盈利稳定

——万和电气（002543）2011 年半年报点评——

增 持

事件:

- 万和电气公布了 2011 年半年报, 2011 年上半年公司实现营业收入 133,813.18 万元, 同比上升 23.97%; 实现营业利润 14,309.49 万元, 同比上升 19.57%; 实现净利润 12,449.66 万元, 同比上升 28.58%; 实现归属于母公司净利润 11,916.69 万元, 同比上升 31.76%。按目前股本计算实现 EPS 0.62 元, 符合预期。

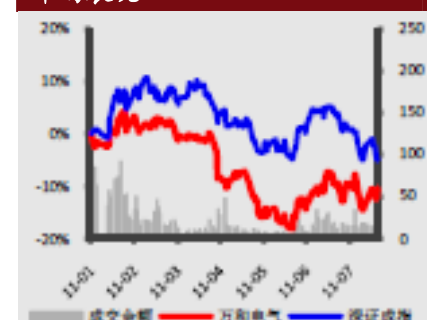
点评:

- **公司主要定位中低端市场, 内销明显优于外销** 公司 2011 年上半年实现内销收入 9.2 亿元, 同比增长 27.6%, 出口收入 3.88 亿元, 同比增长 12.7%, 国内销售的收入和毛利率表现较好, 但出口增速及毛利率出现下滑。华北、华南、西北、华东区域销售业务增长较快, 主要原因是公司借助品牌拉动力, 利用国内竞争对手和国外品牌厂商的薄弱环节, 结合所在区域业务特征针对性地采用了重点集中的营销战略抢占市场, 拓展了销售业务的提升空间。产品多数定位中低端, 具备较好的产品性价比优势, 市场份额表现良好。公司主营业务为厨卫电器产品的研发、生产和销售。公司战略定位于“燃气具专家”和“生活热水供应专家”, 以燃气热水器为核心, 一方面以燃气灶具为基础, 向吸油烟机、消毒柜等厨电产品延伸, 另一方面以热水器为基础, 向节能热水器和新能源热水器两个方向发展, 已经成为热水系统领域的先行者。公司产品定位于“适宜大众消费的高性价比产品”, 在国内市场, 根据中怡康时代统计数据, “万和”品牌的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。

分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

市场表现

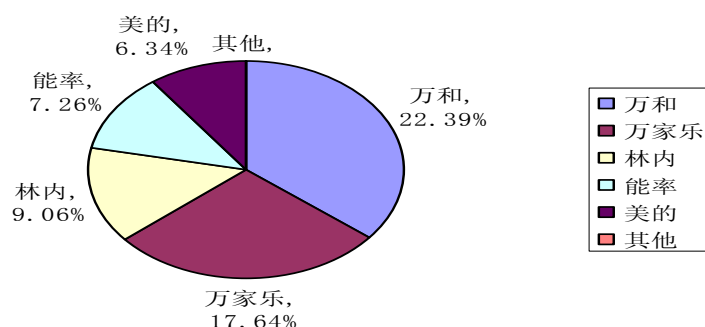


数据来源: 西南证券研发中心

基础数据

总股本(亿)	2.00
流通股本(亿)	0.50
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%

图 1: 公司燃气热水器市占率



- **低成本渠道扩张迅速** 公司继续加强与大型家电连锁卖场的战略合作,稳步推进新产品的进店步伐,使产品在一级市场的业务得到快速增长。力促产品渠道下沉,积极布局经销商和专卖店网点,其中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。大力开拓新能源产品和专业渠道市场业务。借力品牌优势和专业销售渠道,公司通过与房地产商建立长期业务合作关系,有效提升了壁挂炉和热泵热水器等新能源产品的市场份额。公司的销售网络覆盖全国 259 个地级市、1,224 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。

表 1: 公司渠道梯度分布

渠道分类	业态分类	2010 年		2009 年		2008 年		2007 年
		终端数量 (家数)	增长率 (%)	终端数量 (家数)	增长率 (%)	终端数量 (家数)	增长率 (%)	终端数量 (家数)
高成本渠道 (一类)	全国家电连锁	1,472	11.77	1,317	5.87	1,244	9.03	1,141
	地方家电连锁	493	6.02	465	12.86	412	10.46	373
	传统百货	305	2.01	299	24.58	240	21.21	198
	小计	2,270	9.08	2,081	9.76	1,896	10.75	1,712
低成本渠道 (二类)	超市	360	27.66	282	29.36	218	31.33	166
	地方家电商场	1,011	-8.17	1,101	28.17	859	18.81	723
	夫妻店	1,565	85.87	842	87.95	448	23.08	364
	小计	2,936	31.96	2,225	45.90	1,525	21.71	1,253
专业渠道 (三类)	橱柜市场	171	43.7	119	48.75	80	12.68	71
	建材市场	454	84.55	246	59.74	154	25.20	123
	煤气公司	191	24.84	153	30.77	117	19.39	98
	家装公司	21	133.33	9	-18.18	11	120.00	5
	小计	837	58.82	527	45.58	362	21.89	297
经销商为主体的自建渠道 (四类)	专卖店	1,053	23.88	850	102.38	420	43.84	292
	小区推广	81	575	12	500.00	2	-	-
	网店	2	-81.82	11	-	-	-	-
	小计	1,136	30.13	873	106.87	422	44.52	292
合 计		7,179	25.81	5,706	35.70	4,205	18.32	3,554

数据来源: 公司公告

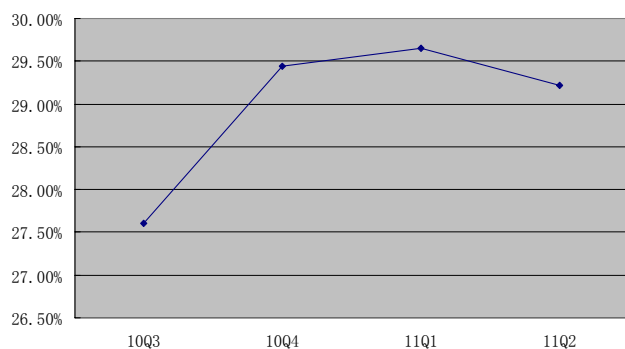
图 2: 公司渠道网点分布情况



数据来源: 公司公告

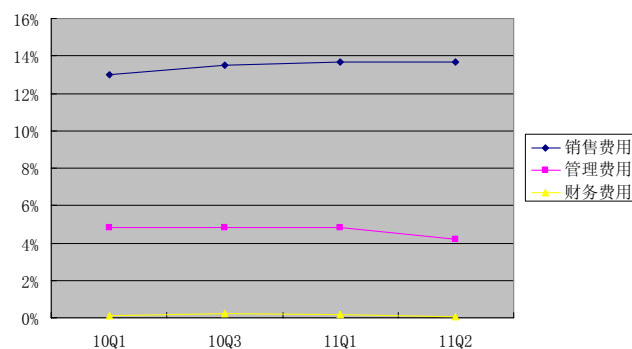
- **报告期公司综合毛利率表现稳定** 2011 年上半年公司实现毛利率 29.44%，同比上升 1.73%。三大费用率加总为 18.0%，同比多了 2.2%；其中销售费用率为 13.7%，同比上升了 1.8%；管理费用率为 4.2%，同比上升了 0.5%；财务费用率为 0.05%，同比下降了 0.16%。

图 3：毛利率变化



数据来源：公司公告

图 4：三费变化



数据来源：公司公告

- **风险提示** 原材料价格波动风险成本上涨带来的经营压力；家电行业竞争激烈，公司面临市场份额下降的风险。
- **业绩预测** 预期 2011、2012、2013 年每股收益 1.12、1.39、1.68 元，考虑公司未来的业绩增速预期以及行业状况，我们认为按 2011 年 21 倍 PE 较为合理，给予公司“增持”评级。

表 2：利润预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2293	2972	3599	4200
营业成本	1647	2156	2533.4	2926
毛利	646	816	1065.6	1274
营业税金及附加	10	12	17	19
销售费用	292	357	466	561
管理费用	102	126	165	193
财务费用	8	-13	-39	-58
资产减值损失	-1	19	11	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	235	289	367.6	436
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	241	294	372.6	441
所得税费用	43	57	66	86
净利润	198	237	306.6	355
归属于母公司所有者的净利润	185.9	224.6	278.7	336.0
EPS（元/股）	0.93	1.12	1.39	1.68

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

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及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>