

胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

## 研发、营销双驱动，静候市场良机

### ——万和电气（002543）半年度运营分析报告

## 研究报告-公司分析

增持（首次）

发布日期：2011年8月24日

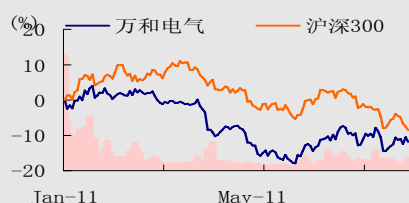
#### 市场数据（2011年08月23日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 25.19       |
| 一年内最高/最低(元) | 29.53/22.60 |
| 沪深300指数     | 2821.00     |
| 市净率(倍)      | 2.43        |
| 流通市值(亿元)    | 12.60       |

#### 基础数据（2011年06月30日）

|             |              |
|-------------|--------------|
| 每股净资产(元)    | 10.35        |
| 每股经营现金流(元)  | (.2)         |
| 毛利率(%)      | 29.43        |
| 净资产收益率(%)   | 5.76         |
| 资产负债率(%)    | 21.13        |
| 总股本/流通股(万股) | 20,000/5,000 |
| B股/H股(万股)   | /            |

#### 个股相对沪深300指数走势



#### 相关研究

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

#### 报告关键要素：

上半年公司实现平稳增长，毛利率与净利润率均有所提高，盈利能力改善，虽然销售费用与管理费用同比增长较多，但主要新增投入为有利于公司未来成长研发投入与市场促销，总体成本控制良好。公司未来有望受益于保障房集中交付所带来的装修需求井喷，更为重要的是由于新增装修需求以中低端需求为主，而公司产品定位中低端，价格适中，性价比高，若公司渠道策略具有预见性，市场策略得当，公司有望成为受益最大的厨电公司。

#### 投资要点：

- 2011年上半年，公司实现营业收入13.38亿元，同比增长23.97%，增速接近行业平均，但二季度受海外订单下降影响，营业收入仅为6.50亿元，同比增速从一季度的34.78%下滑至14.27%，降幅较大。
- 公司新产品研发与市场投入力度明显加强。上半年，公司研发投入1740万元，同比增长66.03%，导致公司管理费用自去年的3971万元飙升至5645万；上半年公司促销投入6260万元，较去年同期增长了282.47%。
- 尽管上半年公司应收项目增加较多，但主要构成为应收票据中的银行承兑，虽资金成本有所提高，但信贷风险并没有过多增长，且1.58亿营收账款中主要构成为海外客户未到期信用证，国内经销商以“现款现货”经销方式为主，其信贷管理明显好于业内同行。
- 公司未来有望受益于保障房集中交付所带来的装修需求井喷，更为重要的是由于新增的装修需求中以中低端需求为主，而公司产品定位中低端，价格适中，性价比高，若公司渠道策略具有必要的预见性，销售策略得当，公司有望受益最大的厨电公司。
- 预计公司2011年、2012年每股收益为1.19元与1.56元，对应的PE分别为21.19倍与16.18倍，给予“增持”投资评级。

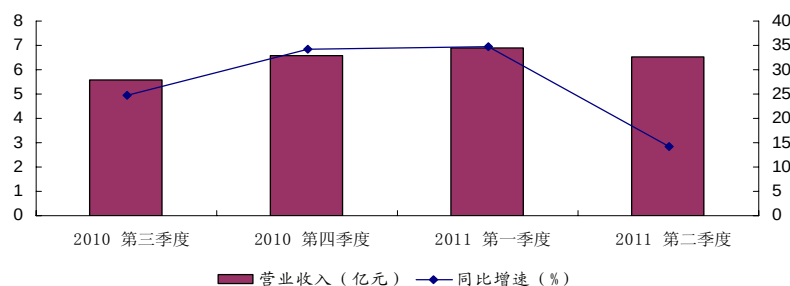
|          | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  |
|----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 17.34   | 22.93  | 28.76  | 39.28  |
| 增长比率(%)  | 12.45%  | 32.27% | 25.40% | 36.59% |
| 净利润(亿元)  | 1.26    | 1.86   | 2.39   | 3.13   |
| 增长比率(%)  | 151.09% | 47.76% | 28.48% | 31.03% |
| 每股收益(元)  | 0.84    | 1.24   | 1.19   | 1.56   |
| 市盈率(倍)   | 29.99   | 20.31  | 21.10  | 16.10  |

## 1. 营业收入稳定增长

### 1.1 二季度增速下滑近20个百分点

2011年上半年，公司实现营业收入13.38亿元，同比增长23.97%，增速接近行业平均，但二季度公司营业收入为6.50亿元，同比增速从一季度的34.78%下滑至14.27%，降幅较大。公司表示二季度出口不理想是造成增速下滑最主要的原因。

图1：公司单季营业收入变动态势



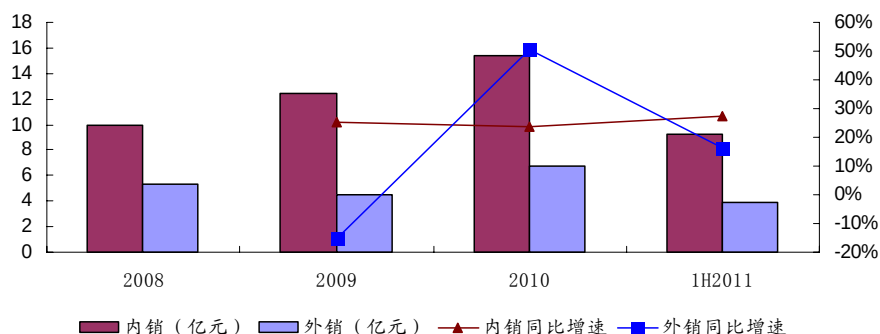
资料来源：中原证券、公司公告

### 1.2 海外核心客户增速放缓拖累出口增速

上半年，公司国内销售实现销售收入9.21亿元，同比增幅27.56%；出口实现销售收入3.88亿元，同比增幅16.42%，出口增速较2010年的49.69%下滑了30.27个百分点，是公司上半年营业收入增速放缓最主要的原因。

欧美市场需求不振是公司出口下滑最主要的原因，2011年上半年，公司在2010年最核心的三个海外客户订单均出现大幅下降，其中对美国高门户外娱乐器材公司销售从2010年上半年的1.29亿元下滑至8761万元，对法国盖世燃气用具公司销售从4117万下滑至3042万元。

图2：内销、出口同比增速变动情况

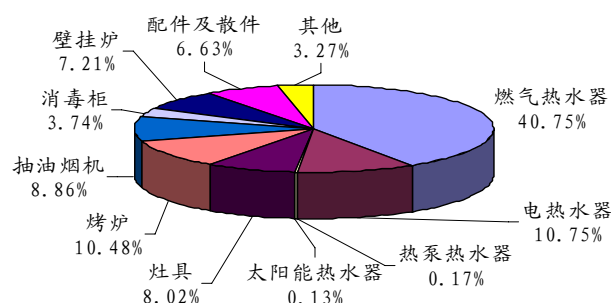


资料来源：中原证券、公司公告

### 1.3 核心产品稳定增长，新产品快速崛起

上半年，公司最核心产品燃气热水器实现营业收入5.33亿元，同比增长22.88%，新产品中热泵热水器与壁挂炉分别实现营业收入219万元与9430万，同比增速分别高达239%与137%，显示公司新产品成长势头良好；而有望受益于2012年保障房集中交付与农村市场普及的灶具与抽油烟机产品分别实现30.58%与29.67%销售增速，营业收入也均突破一个亿，增速高于行业平均，显示这二项业务市场竞争力有所加强。

图3: 公司营业收入构成



资料来源：中原证券、公司公告

### 1.4 专卖店渠道拓展在旺季

公司上半年渠道拓展主要集中在二二级市场，由于三四级市场销售旺季通常出现在9月之后，公司预计三、四季度农村渠道建设将有突破。

## 2、 毛利率稳中有升

上半年，公司主营业务毛利率为28.68%，较去年同期提高1.58个百分点，在主要原材料价格攀升情况下，公司保持毛利率稳中有升，实属不易。但从产品看，公司各项主要产品毛利率波动较大（见表1），公司表示主要是因为重新划分事业部后对产品分类有所调整，因此公司半年报披露的各项主营业务同比增速与毛利率变动可比性不强。二季度，公司主营毛利率为29.21%，较一季度微降0.44个百分点。

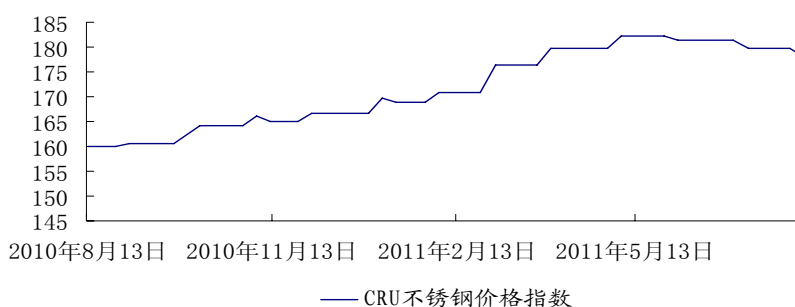
表1: 2011年上半年主要产品毛利率变动情况

| 产品名称   | 2011 年 | 2010 年 | 毛利率变动  |
|--------|--------|--------|--------|
| 燃气热水器  | 32.40% | 32.99% | -0.58% |
| 电热水器   | 29.66% | 19.97% | 9.70%  |
| 热泵热水器  | 18.49% | 17.59% | 0.90%  |
| 太阳能热水器 | 11.18% | 10.49% | 0.69%  |
| 灶具     | 38.33% | 22.45% | 15.89% |
| 烤炉     | 13.20% | 16.73% | -3.53% |
| 抽油烟机   | 32.40% | 22.91% | 9.50%  |
| 消毒柜    | 33.66% | 24.42% | 9.24%  |

|       |        |        |         |
|-------|--------|--------|---------|
| 壁挂炉   | 18.81% | 27.69% | -8.88%  |
| 配件及散件 | 18.48% | 28.97% | -10.49% |
| 其他    | 32.95% | 35.79% | -2.84%  |
| 合计    | 28.68% | 27.11% | 1.58%   |

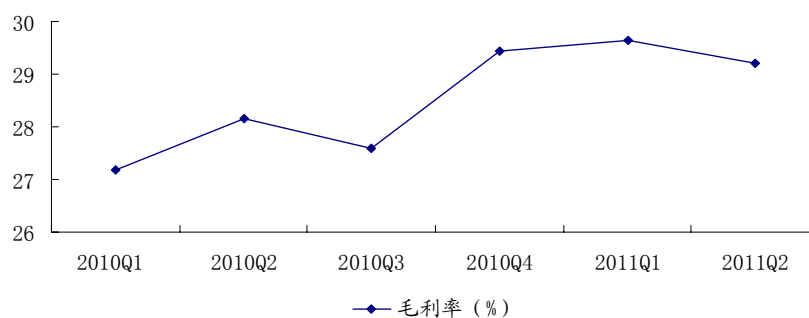
资料来源：中原证券、公司公告

图4：不锈钢板价格波动情况



资料来源：中原证券、西本新干线

图5：公司单季毛利率波动态势



资料来源：中原证券、公司公告

### 3、新产品促销力度加大

上半年，公司发生销售费用1.84亿元，同比增长42.87%，销售费用占比也较去年同期上升1.81个百分点至13.72%；其中二季度公司销售费用率为13.26%，较一季度微降0.9个百分点。公司表示主要原因是新品推广投入增大；其中促销费用与专柜费增长是公司销售费用增长主要因素。

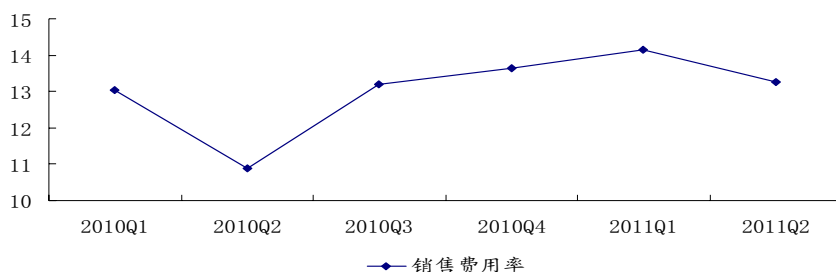
公司上半年发生促销费6260万元，较去年同期增长了282.47%。而同期广告宣传投入同比下降11.74%，显示公司新品推广更依重店头产品推广与现场促销。

上半年，公司专柜费支出为2496万元，同比增幅为52.92%，专柜投入加大显示公司比以往更注重店头品牌形象，与上市后公司产品与产品高端化趋势匹配。考虑到下半年三四级市场专卖店渠道建设将提速，公司专柜费用支出有可能进一步上升。

新品促销增加有利于改善公司产品结构，提高毛利率水平，但由于销售费用占比也同比提高，是否有利于公司提高净利润率及盈利能力改善还有待进一步观察。

上半年，公司运杂费用与安装费支出分别为2294万元与1118万元，分别同比下降11.73%与21.05%，公司表示主要是部分费用结算延后所致。

图6：季度销售费用率波动情况



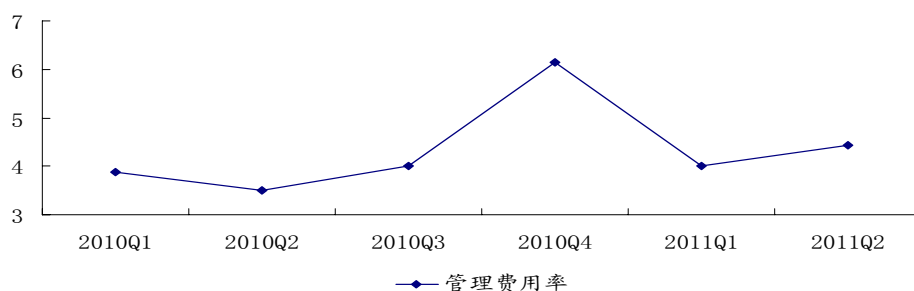
资料来源：中原证券、公司公告

#### 4、研发投入快速增长

上半年，公司研发投入1740万元，同比增长66.03%，导致公司管理费用自去年的3971万元飙升至5645万，同比增长42.16%，管理费用率较去年同期上升0.54个百分点至4.22%，其中二季度公司管理费用率为4.44%，较一季度上涨0.43个百分点。公司表示研发费用新增部分主要用于加强平板太阳能采集系统等高端新品研发投入，研发人员招募等。

公司现有主营产品中除燃气热水器市场占有率较高外，其他产品在国内市场均不具竞争优势。灶具、油烟机等产品未来二年虽有望受益于保障房集中交付所带来的需求拉动，但面对美的、华帝等品牌，公司想跻身三甲有一定难度。而研发高端家庭设备，有利于公司开拓家庭设备的细分产品市场，培育新利润增长点，提高品牌定位。

图7：公司管理费用季度变动情况



资料来源：中原证券、公司公告

#### 5、结算中银行承兑占比增加至经营性现金流减少

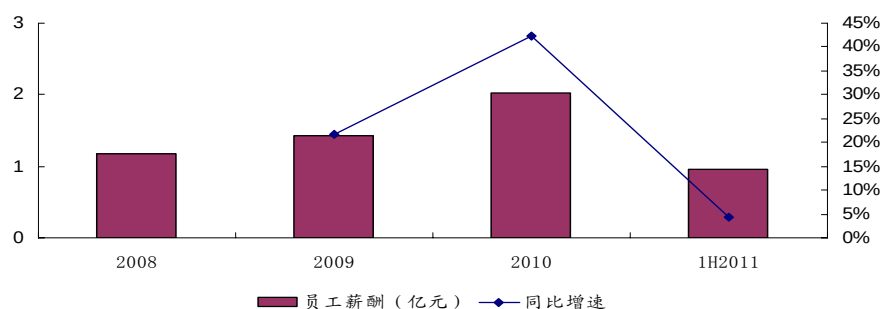
截止2011年6月底，公司应付票据余额自年初的1.77亿元上升至3.14亿元，应收票据余额净增1.37亿元，是公司经营性现金流从去年同期的7749万下降至-3990万最主要原因。

尽管上半年应收票据余额较高，但由于其构成全部为银行承兑，公司坏账风险并未同步上升。同期，公司应收账款余额为1.59亿元，较去年同期增长6.71%。由于公司前五大应收账款客户全部为海外客户，且仅这5家应收账款余额总计达到9918万元，可推测公司应收账款构成主要为海外客户未到期信用证所致。公司国内销售仍旧坚持“现款现货”的经销模式，公司信贷政策明显优于业内同行。

## 6、人力成本控制较好

上半年，公司员工薪酬福利支出约9606万元，同比增幅4.40%，增幅较2010年有较大回落。

图7：公司员工薪酬福利支出变动情况



资料来源：中原证券、公司公告

## 7、看好保障房集中交付带来的中低端厨电需求井喷

今年2月24日，国务院副总理李克强出席全国保障性安居工程工作会议并讲话指出：国务院的决策部署，大规模实施保障性安居工程，要求保质保量完成今年开工建设1000万套保障房的任务，十二五期间要完成保障房建设3600万套。会上李副总理还特别强调2011年保障性安居工程建设1000万套是硬任务，各地必须完成。

若2011年，保障房开工超过800万套以上，十二五期间保障房开工达到3600万套，保障房开工建设周期为12-18个月，预计（表2）2012-2014年将出现保障房交付高峰，在此期间，每年家庭装修总需求将比2010年增加45-60%，较2010年装修需求将净增500-700万套。公司的热水器、灶具和油烟机等产品兼具装修建材属性，有望受益于保障房推动的装修需求井喷。更为重要的是由于新增的装修需求中以中低端需求为主，而公司产品定位中低端，价格适中，性价比高，若公司渠道策略具有必要的预见性，销售策略得当，公司有望成为受益最大的厨电公司。



表2：十二五期间住房交付、装修需求预测

|          | 商品房  |     |       | 保障房  |      |       | 总计   |      |      |
|----------|------|-----|-------|------|------|-------|------|------|------|
|          | 建设   | 销售  | 装修需求  | 建设   | 交付   | 装修需求  | 建设   | 交付   | 装修需求 |
| 2008 (A) | 799  | 559 | 447.2 | 195  |      |       |      |      |      |
| 2009 (A) | 925  | 862 | 689.6 | 320  | 195  | 191.1 | 1120 | 1057 | 881  |
| 2010 (A) | 1295 | 930 | 744   | 580  | 320  | 313.6 | 1875 | 980  | 1058 |
| 2011 (E) | 600  | 600 | 570   | 800  | 580  | 568.4 | 1400 | 1180 | 1138 |
| 2012 (E) | 800  | 800 | 760   | 1000 | 800  | 784   | 1800 | 1600 | 1544 |
| 2013 (E) | 800  | 800 | 760   | 1000 | 1000 | 980   | 1800 | 1800 | 1740 |
| 2014 (E) | 800  | 800 | 760   | 800  | 1000 | 980   | 1600 | 1800 | 1740 |
| 2015 (E) | 800  | 800 | 760   | /    | 800  | 784   | ?    | 1600 | 1544 |

资料来源：中原证券，国家住房和城乡建设部、国家统计局

主要假设：1、由于投资需求装修率较低，2008年-2010年商品房装修率为80%，2011年住房大规模限购后，住房装修率提高到95%。

2、假设保障房装修需求为98%

3、保障房开工后建设至交付周期为1年

## 8、盈利预测与投资建议

预计公司2011年、2012年每股收益为1.19元与1.56元，对应的PE分别为21.19倍与16.18倍，给予“增持”投资评级。

## 9、风险提示

- 1、欧美债务危机加剧，海外订单进一步萎缩。
- 2、2012、2013年保障房交付低于预期。

表 3：盈利预测

| 资产负债表        | (亿元)         |              |              |              | 利润表         | (亿元)  |       |       |       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>  | <b>8.51</b>  | <b>22.46</b> | <b>24.92</b> | <b>31.74</b> | <b>营业收入</b> | 22.93 | 28.76 | 39.28 | 49.43 |
| 现金           | 0.41         | 12.03        | 11.10        | 14.74        | 营业成本        | 16.47 | 20.55 | 28.07 | 35.30 |
| 交易性金融资产      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税费        | 0.10  | 0.12  | 0.16  | 0.20  |
| 应收票据         | 1.77         | 3.74         | 5.11         | 6.43         | 销售费用        | 2.92  | 3.88  | 5.54  | 6.92  |
| 应收款项         | 1.61         | 1.78         | 2.43         | 3.05         | 管理费用        | 1.02  | 1.27  | 1.73  | 2.13  |
| 存货           | 4.10         | 4.52         | 6.17         | 7.76         | 财务费用        | 0.08  | -0.21 | -0.39 | -0.44 |
| 其他           | 0.61         | 0.40         | 0.12         | -0.23        | 资产减值损失      | -0.01 | 0.10  | 0.13  | 0.17  |
| <b>非流动资产</b> | <b>4.52</b>  | <b>9.23</b>  | <b>12.58</b> | <b>12.42</b> | 公允价值变动收益    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 长期股权投资       | 0.05         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 投资收益        | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.04  |
| 固定资产         | 2.91         | 3.71         | 8.73         | 11.09        | <b>营业利润</b> | 2.35  | 3.01  | 4.04  | 5.20  |
| 无形资产         | 1.21         | 1.15         | 1.09         | 1.03         | 营业外收入       | 0.09  | 0.09  | 0.00  | 0.00  |
| 其他           | 0.36         | 4.37         | 2.76         | 0.29         | 营业外支出       | 0.03  | 0.04  | 0.00  | 0.00  |
| <b>资产总计</b>  | <b>13.03</b> | <b>31.69</b> | <b>37.50</b> | <b>44.16</b> | <b>利润总额</b> | 2.41  | 3.06  | 4.04  | 5.20  |
| <b>流动负债</b>  | <b>6.99</b>  | <b>8.11</b>  | <b>10.59</b> | <b>12.98</b> | 所得税         | 0.43  | 0.52  | 0.72  | 0.92  |

|          |       |       |       |       |          |        |        |        |        |
|----------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 短期借款     | 0.14  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 净利润      | 1.98   | 2.54   | 3.33   | 4.28   |
| 应付帐款     | 4.29  | 5.14  | 7.02  | 8.82  | 少数股东权益   | 0.12   | 0.15   | 0.20   | 0.26   |
| 预收帐款     | 1.10  | 1.10  | 1.10  | 1.10  | 归属母公司净利润 | 1.86   | 2.39   | 3.13   | 4.02   |
| 其他       | 1.47  | 1.87  | 2.47  | 3.05  | EPS (元)  | 1.24   | 1.19   | 1.56   | 2.01   |
| 长期负债     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 主要财务比率   |        |        |        |        |
| 长期借款     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |          |        |        |        |        |
| 其他       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |          | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 负债合计     | 6.99  | 8.11  | 10.59 | 12.98 | 每股指标     |        |        |        |        |
| 股本       | 1.50  | 2.00  | 2.00  | 2.00  | 每股收益     | 1.24   | 1.19   | 1.56   | 2.01   |
| 资本公积金    | 1.31  | 15.81 | 15.81 | 15.81 | 每股经营现金   | -0.28  | 5.81   | -0.47  | 1.82   |
| 未分配利润    | 2.81  | 4.96  | 7.78  | 11.40 | 每股净资产    | 3.86   | 11.59  | 13.15  | 15.17  |
| 少数股东权益   | 0.25  | 0.40  | 0.60  | 0.86  | 增长率      |        |        |        |        |
| 母公司所有者权益 | 5.79  | 23.18 | 26.31 | 30.33 | 营业收入增长率  | 32.27% | 25.40% | 36.59% | 25.84% |
| 负债及权益合计  | 13.03 | 31.69 | 37.50 | 44.17 | 营业利润增长率  | 49.95% | 27.75% | 34.48% | 28.52% |
|          |       |       |       |       | 净利润增长率   | 47.76% | 28.48% | 31.03% | 28.52% |
| 现金流量表    |       |       |       | (亿元)  | 获利能力     |        |        |        |        |
|          | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 毛利率      | 28.18% | 28.55% | 28.54% | 28.59% |
| 经营活动现金流  | 0.91  | 1.50  | 2.68  | 4.19  | 净利率      | 8.11%  | 8.30%  | 7.97%  | 8.14%  |
| 净利润      | 1.98  | 2.54  | 3.33  | 4.28  | ROE      | 32.09% | 10.30% | 11.89% | 13.26% |
| 资产减值准备   | -0.01 | 0.10  | 0.13  | 0.17  | ROIC     | 32.74% | 19.22% | 18.73% | 22.61% |
| 折旧摊销     | 0.40  | 0.26  | 0.65  | 1.19  | 偿债能力     |        |        |        |        |
| 财务费用     | 0.08  | -0.21 | -0.39 | -0.44 | 资产负债率    | 22.07% | 21.62% | 23.98% | 24.81% |
| 投资收益     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.04  | 流动比率     | 1.22   | 2.77   | 2.35   | 2.45   |
| 营运资金变动   | 0.00  | -1.19 | -1.04 | -0.97 | 速动比率     | 0.63   | 2.21   | 1.77   | 1.85   |
| 投资活动现金流  | -1.15 | -4.95 | -4.00 | -0.99 | 营运能力     |        |        |        |        |
| 资本支出     | 0.00  | -5.00 | -4.00 | -1.03 | 资产周转率    | 1.91   | 1.29   | 1.14   | 1.21   |
| 其他投资     | -1.15 | 0.05  | 0.00  | 0.04  | 存货周转率    | 4.69   | 4.77   | 5.25   | 5.06   |
| 筹资活动现金流  | -0.17 | 15.07 | 0.39  | 0.44  | 应收帐款周转率  | 17.22  | 18.59  | 20.26  | 19.55  |
| 借款变动     | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 估值比率     |        |        |        |        |
| 其他       | -0.17 | 15.07 | 0.39  | 0.44  | PE       | 20.31  | 21.10  | 16.10  | 12.53  |
| 现金净增加额   | -0.42 | 11.62 | -0.93 | 3.64  | PB       | 6.52   | 2.17   | 1.91   | 1.66   |

资料来源：中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。