

审慎推荐-A (维持)

万和电气 002543.SZ

目标估值: 20.31~25.39 元

当前股价: 19.86 元

2011年12月14日

行业景气下行，现金充裕过冬

基础数据

上证综指	2292
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	5000
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	10
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	20.2%
主要股东	广东万和集团有限公司
主要股东持股比例	38.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-13	-30
相对表现	2	2	-10



资料来源: 港澳资讯, 招商证券

相关报告

1. 《万和电气(002543)-发挥成本和渠道优势,2013再造一个万和》2011年2月26日
2. 《老板电器IPO投资价值分析报告-定位中高端市场的厨电龙头企业》2010年11月9日

纪敏

86-755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

事件:

笔者近日调研了万和电气,与高管进行了深入的交流。基于对燃气具行业景气下行的考虑,我们小幅下调公司的盈利预测,预计未来三年EPS分别为1.08元、1.27元、1.43元。按2012年EPS给予16~20x估值,对应目标价20.31~25.39元,维持审慎推荐-A评级。

表1: 08-09年业绩预估调整

(百万元)	2011E		2012E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2011E	2012E
营业收入	2966	2859	3644	3478	(107)	(166)
营业毛利	795	780	984	930	(14)	(55)
营业利润	287	275	371	324	(12)	(47)
母公司净利润	226	216	290	254	(9)	(37)
EPS(元)	1.13	1.08	1.45	1.27	(0.05)	(0.18)
收入增长率	29%	25%	23%	22%	-4.7%	-1.2%
毛利率	27%	27%	27%	27%	0.5%	-0.3%
净利率	8%	8%	8%	7%	0.0%	-0.7%

资料来源: 招商证券

调研记录提要及相关点评:

1. 燃气具行业景气面临下行压力

- 预计今年燃气具行业内销增长约10%,出口可能有较大幅度的下滑
- 今年经营的压力主要体现在烤箱、烤炉上
- 公司今年5、6月份开始,出口增速下滑,研究之后发现是整个行业的问题,不是万和自己的问题,万和相对算好的。整体而言,公司Q1-Q3出口还是增长的,但是增幅不大
- 公司2010年出口净利率8.8%左右,与内销差不多,今年出口净利率可能下滑,因为今年大客户(订单利润率高、付款及时)下的单少了

【招商点评】

燃气具产品的内需受经济景气的影响较大。结合普及率分析,燃气具的需求结构与冰箱、洗衣机类似,主要体现为城市的更新需求和农村首次购买的新增需求,二者均与宏观景气相关。因此燃气具的内需提振尚需等待宏观景气改善。

当前燃气具的出口主要受于海外市场低迷的拖累。目前尚未看到燃气具行业出口业务向好的迹象。

2. 燃气具行业相对具有封闭性

- 燃气热水器的工艺比空调等大家电复杂很多，要烧气、供水、通电，而各地的气源和水源不同，大家电厂商进入这个市场只能做电热水器，因为电热水器的工艺相对简单
- 很多空调厂压缩机都不是自己生产，而我们的很多零部件都是自己生产
- 相比之下，燃气具更讲究性能，烟灶消更讲究外观
- 估计某综合性家电厂商的厨电业务大约有几十亿规模，但是其燃气具业务规模较小，市场占比不高
- 从财务上看，燃气具企业的应收账款低，净利率高，燃气具 8-10% 的净利率很正常。个别竞争对手做不到这个水平，主要是因为战略摇摆、零部件外包等方面的原因

【招商点评】

由于生产工艺的复杂性，大家电厂商进入燃气具行业有一定难度，这也使燃气具得以维持较高的利润率。然而，如果行业的技术更新缓慢，大家电厂商依然可以通过技术学习，消除竞争劣势。未来燃气具行业的竞争格局，将取决于专业厂商规模扩张的速度和大家电厂商技术学习的进度。

由于各地的气种、水源不同，一些二线燃气具品牌选择了专攻区域市场的战略。在早期的成长阶段，专攻区域市场可以在若干品类上形成规模优势。不过，区域市场的空间始终是有限的，只有走向全国才能获得长期成长空间。

3. 公司坚持规模优先的战略

- 粤派厂商倾向于在国内发挥规模优势，承接出口订单
- 浙派厂商的经营思路很不一样，这可能也跟经营的产品属性不同有关
- 传统的低工资低福利的模式已经不行了
- 万和不打算内迁，应对思路是机械化
- 惠而浦、博世都与万和建立了长期合作关系

【招商点评】

规模领先战略是当前竞争格局下的明智之选。当前，各类厨卫产品均处在成长前期，行业的寡头垄断未完全确立。油烟机、燃气灶、消毒柜、电热水器、燃气热水器等市场前三名的销量占比均未超过 50%，有些还低于 30%。笔者认为，在这一阶段，注重抢占市场份额是领先企业的明智之选。当达到较大的销量以后，燃气具企业就能形成成本优势和品牌影响力，在与同业和外来的大家电厂商的竞争中占优。

4. 公司对燃气热水器的长期出口前景充满信心

- 中国制造的优势在燃气热水器上还没有完全发挥。从全球来看，现在很多家电产品都是中国制造，但燃气热水器不是，因为各地的水质、气源不一样，比如墨西哥（温度与广东相似，但是水质很差，水管用久了容易堵）、加拿大（能源丰富、很冷）用的燃气热水器就很不一样。国内的小厂不敢四处接出口的单，因为研发成本摊不下来，只能专供某个地区
- 万和电气的实验大楼有巴西实验室，根据国外的水质进行测试
- 万和 2008 年的出口增速没怎么下滑，2009 年上半年增速开始下滑，金融危机之后，万和发现出口客户中，存活下来的质地都很好，都是当地主流的大客户
- 汇率变动造成的成本增加可以协商解决，因为这点波动在大客户眼中不值一提，例如出口美国的水热器（散件），在美国市场卖的时候政府补贴 100 美元，因此汇率波动在客户眼中几乎可以忽略不计
- 上市公司里面，万和的出口比重比较高

【招商点评】

中国已经是白电和多种小家电的全球制造中心，也是黑电的全球三大制造中心之一，在燃气具领域能否也成为全球制造中心？笔者认为，中国燃气具在欧美等发达国家和地区具有成本优势；而对发展中国家而言，其本土企业的成本也比较低，甚至有可能低于中国，如果当地的水质、气种复杂，而且当地的竞争对手已经掌握一定的生产工艺，则中国制造的燃气具不具备成本优势。

万和电气在出口业务上已经与大客户建立了较为稳固的关系，在业内处于较为领先的地位。在国外经济恢复之后，万和的出口优势将展现得更为充分。

5. 现金流充裕

- 经销商通常旺季贷款，淡季还款，今年经销商资金紧张，万和接受经销商的银承
- 万和的应收账款 100% 是银承，还款时限为 3~6 个月，一方面支持经销商，另一方面可以稍微提价
- 供应商比经销商更难过，给供应商现金可有 3-5 个点的折扣（去年折扣只有 1 个点）
- 这次拿了 3.5 亿超募资金出来补充流动资金
- 短期没有募投项目之外的其他投资项目

【招商点评】

公司借助现金流优势获取财务收益。作为新上市的企业，公司现金流充裕，在当前环境下亦不急于上项目，因而对来年的现金流亦无需多虑。考虑到上下游企业的资金紧张，公司在对上下游的占款中做出让步，以换取财务收益，有助于公司维持相对较高的净利率。由于应收账款 100% 是银承，风险甚小。这可算是新上市公司在当前环境下占的一点便宜。

6. 新技术带来降成本的空间

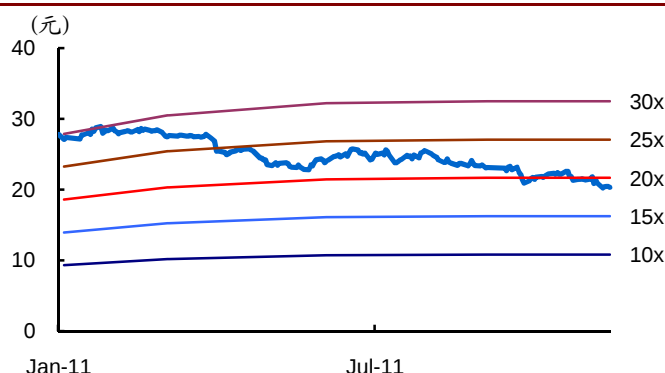
- 只要新技术不断出来，成本下降的空间就永远存在
- 未来预混阀、冷凝、恒温阀等在产品中的应用比例会提升
- 目前铝代铜用在相对低端的产品，无氧铜用在相对高端的产品。应用铝代铜的产品销量占比 50-60%，销售额占比 50%左右。对于铝代铜的争议，最终的解决方法是专利放开。以后有可能放开铝代铜技术

【招商点评】

就燃气具热水器而言，其技术升级是改善式的。今日的燃气热水器与十年前的燃气热水器相比，工作原理、实现的基本功能都是相似的，不过在排气、控温、能效等细节方面都有所提升。改善式的技术升级意味着产业的竞争不以技术竞争为主导，而主要体现在生产和渠道两个环节。生产和渠道是评价燃气具标的竞争力的重要指标。

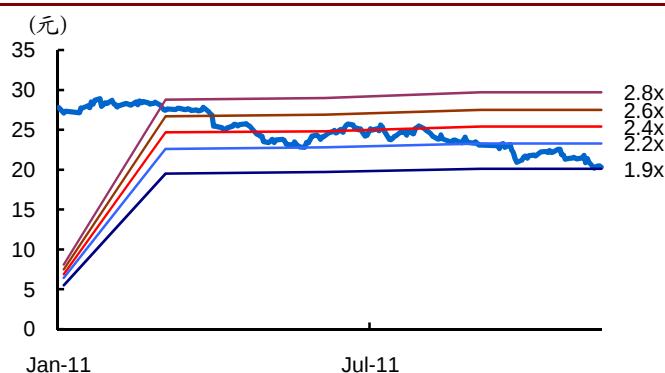
铝代铜是一个重大的生产工艺改进，一旦经受住时间的检验，将成为公司提升竞争力的有力武器。如果专利放开，公司还可获得专利费收入，提升行业地位。

图 1: 万和电气历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 万和电气历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告:

1. 《万和电气（002543）-发挥成本和渠道优势,2013 再造一个万和》2011 年 2 月 26 日

通过详细的费用测算和性能比较，分析指出燃气热水器的成长空间大于电热水器，在行业中长期快速成长的背景下，看好万和电气的成本和渠道优势

2. 《老板电器 IPO 投资价值分析报告-定位中高端市场的厨电龙头企业》2010 年 11 月 9 日

对比广东和浙江两大厨卫产业集群的战略，指出厨电市场在未来仍能免于价格战，领先企业上市将推动产业整合

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	686	851	2427	2735	3111
现金	85	41	1156	1183	1229
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	159	177	429	522	631
应收款项	121	145	229	278	336
其它应收款	5	16	20	24	29
存货	292	410	517	634	771
其他	24	61	77	94	114
非流动资产	410	452	459	560	651
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	271	291	309	421	522
无形资产	121	121	109	98	88
其他	13	36	36	36	36
资产总计	1097	1303	2886	3295	3762
流动负债	691	699	680	818	981
短期借款	30	14	0	0	0
应付账款	359	429	416	510	621
预收账款	137	110	138	167	202
其他	165	147	127	141	158
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	691	699	680	818	981
股本	150	150	200	200	200
资本公积金	131	131	1503	1503	1503
留存收益	112	297	464	717	1003
少数股东权益	13	25	39	56	75
母公司所有者权益	393	579	2166	2420	2706
负债及权益合计	1097	1303	2886	3295	3762

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	302	91	(203)	156	174
净利润			216	254	286
折旧摊销			46	52	62
财务费用			(12)	(23)	(24)
投资收益			(0)	(0)	(0)
营运资金变动			(467)	(143)	(168)
其它			14	17	19
投资活动现金流	(110)	(115)	(53)	(153)	(153)
资本支出			(53)	(153)	(153)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(206)	(17)	1370	23	24
借款变动			(14)	0	0
普通股增加			50	0	0
资本公积增加			1371	0	0
股利分配			(50)	0	0
其他			12	23	24
现金净增加额	(14)	(42)	1115	27	46

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1734	2293	2859	3478	4205
营业成本	1223	1647	2078	2549	3104
营业税金及附加	10	10	12	15	18
营业费用	276	292	377	459	555
管理费用	59	102	128	155	188
财务费用	6	8	(12)	(23)	(24)
资产减值损失	2	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	157	235	275	324	365
营业外收入	7	9	9	9	9
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	161	241	280	329	370
所得税	28	43	50	58	65
净利润	133	198	231	271	305
少数股东损益	7	12	14	17	19
母公司所有者净利润	126	186	216	254	286
EPS (元)	0.84	1.24	1.08	1.27	1.43

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	12%	32%	25%	22%	21%
营业利润	157%	50%	17%	18%	13%
净利润	151%	48%	16%	17%	13%
获利能力					
毛利率	29.4%	28.2%	27.3%	26.7%	26.2%
净利率	7.3%	8.1%	7.6%	7.3%	6.8%
ROE	32.0%	32.1%	10.0%	10.5%	10.6%
ROIC	30.9%	32.5%	9.8%	10.0%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	63.0%	53.7%	23.6%	24.8%	26.1%
净负债比率	2.7%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	1.2	3.6	3.3	3.2
速动比率	0.6	0.6	2.8	2.6	2.4
营运能力					
资产周转率	1.6	1.8	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.3	4.7	4.5	4.4	4.4
应收帐款周转率	16.2	17.2	15.3	13.7	13.7
应付帐款周转率	4.0	4.2	4.9	5.5	5.5
每股资料(元)					
每股收益	0.84	1.24	1.08	1.27	1.43
每股经营现金	2.01	0.60	-1.01	0.78	0.87
每股净资产	2.62	3.86	10.83	12.10	13.53
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00
估值比率					
PE	25.3	17.1	19.6	16.7	14.8
PB	8.1	5.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	6.7	6.1	5.4	4.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学，计算机专业学士、硕士；2007-2010年，任招商证券交通运输行业分析师；2010年获“水晶球”交通运输行业第四名。2011年起任家电行业分析师。

张立聪，北京大学光华管理学院企业管理硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。