

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

产品结构优化提升公司盈利能力

万和电气(002543)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(首次)

发布日期: 2012-07-11

报告关键要素:

公司在高能效的冷凝热水器市场市占率极高,节能补贴政策推出后,燃气热水器产品中仅有冷凝燃气热水器能达到推广产品的能耗标准,预计冷凝热水器受益节能补贴后性价比将获得改善,其市场份额也有望扩大,公司在该市场市占率高的优势有望提升整体盈利能力。

事件:

- 近期我们调研了公司,就公司上半年经营情况与节能补贴政策对公司的影响与公司管理层进行了交流。

点评:

- 上半年公司逆势成长。厨卫电器与房地产销售的相关性较高,上半年受经济下行与房地产不振影响,行业整体出货不理想,但公司营业收入依旧保持二位数的增长,上半年公司国内市占率维持在20%左右。
- 产品结构优化驱动公司盈利能力提升。公司前期依靠性价比优势,迅速崛起,一直将出货量放在首位。今年,公司调整了思路,将更重视产品结构优化。
 - ◆ 公司近年来在核心技术方面掌握了带冷凝装置的燃气热水器生产技术,在工业设计方面引入外脑,邀请香港工业设计专家参与研发,将产品外观与智能化作为突破重点,已形成了高端产品平台研发、设计与产业化能力。
 - ◆ 公司较早开始研发与推广带有冷凝装置的高能效燃气热水器,目前此类高能效燃气热水器在国内燃气热水器市场中的占比约为5%-10%,第三方数据显示,公司在带冷凝装置的燃气热水器市场市占率超过50%,目前冷凝热水器销量在公司燃气热水器内销占比超过23%。
 - ◆ 节能补贴政策中对燃气热水器能效要求较高,现有的产品中仅带有冷凝装置的燃气热水器能达到该能效要求,由于公司在该领域起步较早,公司燃气热水器与采暖炉共有35个型号中标燃气热水器节能补贴推广型号,成为燃气热水器行业推广型号最多的公司。
 - ◆ 带有冷凝装置的燃气热水器价格较高,是影响其市场推广的主要原因,预计此次将受益于节能补贴政策,此类产品在燃气热水器市场的占比有望迅速提高,公司作为该子市场市占率有绝对优势的企业,有望受益于该类产品市场份额的提高。同时由于该产品具有一定的技术门槛,其毛利率较公司平均水平高出5-7个点,预计受益于产品结构优化,公司盈利能力也有望得到加强。
- 下半年,内销市场仍将发力。上半年,受房地产市场不景气影响,厨电市场需求不振,但公司仍计划在下半年在内销市场发力。下半年,除要推出4个系列高能效热水器新品外,在传统渠道公司将通过招商会等模式继续开拓经销商渠道,在非传统渠道领域公司将组织建材团购、在有6-8年房龄的老式小区展开社区营销等手段提升内销市占率。

- **寄厚望于能源集成热水系统，向新能源产业转型。**今年初，公司启动向新能源企业的转型，期望通过三年的努力，到2014年公司营业收入达到50亿元，成为全球领先的燃气具与生活热水系统供公司。主营产品由目前的燃气热水器向燃气热水器与太阳能、空气能结合的新能源集成热水系统过渡。公司募投项目新能源集成产品生产基地已建成，将于今年8月28日投产，届时公司将同时具备太阳能、空气能与燃气热水器生产能力。
- **首次给予“增持”评级。**预计公司2012年每股收益为1.09元，2013年每股收益1.26元，对应动态市盈率分别为16.56倍和14.36倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**商品房销售快速下滑，厨房电器设备需求存在不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	21.07	15.24	17.29	20.12	营业收入	26.30	29.21	34.38	40.37
现金	9.79	3.29	3.44	4.04	营业成本	18.95	21.26	24.83	29.02
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.16	0.22	0.26	0.30
应收票据	3.23	3.21	3.78	4.44	销售费用	3.50	3.89	4.57	5.37
应收款项	2.36	2.71	3.19	3.75	管理费用	1.29	1.31	1.55	1.82
存货	4.75	5.08	5.93	6.94	财务费用	-0.06	-0.20	0.12	0.54
其他	0.94	0.94	0.94	0.94	资产减值损失	0.05	0.03	0.03	0.02
非流动资产	6.52	15.64	23.99	30.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.10	0.10	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	3.78	13.20	21.63	28.91	营业利润	2.40	2.71	3.01	3.34
无形资产	1.23	1.16	1.11	1.05	营业外收入	0.19	0.05	0.17	0.00
其他	1.42	1.17	1.25	0.94	营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	27.59	30.88	41.28	51.02	利润总额	2.58	2.76	3.18	3.34
流动负债	5.72	6.87	14.88	22.00	所得税	0.45	0.48	0.56	0.58
短期借款	0.00	0.00	6.98	12.88	净利润	2.13	2.28	2.62	2.75
应付帐款	4.44	4.89	5.71	6.67	少数股东权益	0.08	0.09	0.10	0.11
预收帐款	0.60	0.60	0.60	0.60	归属母公司净利润	2.04	2.18	2.52	2.64
其他	0.68	1.37	1.59	1.84	EPS (元)	1.04	1.09	1.26	1.32
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		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	5.72	6.87	14.88	22.00	每股收益	1.04	1.09	1.26	1.32
股本	2.00	2.00	2.00	2.00	每股经营现金	4.68	-3.55	-0.02	0.36
资本公积金	15.03	15.03	15.03	15.03	每股净资产	10.77	11.87	13.13	14.45
未分配利润	4.23	6.41	8.93	11.58	增长率				
少数股东权益	0.33	0.42	0.53	0.64	营业收入增长率	14.68%	11.09%	17.68%	17.42%
母公司所有者权益	21.55	23.73	26.25	28.90	营业利润增长率	1.92%	12.83%	11.12%	10.97%
负债及权益合计	27.59	31.02	41.66	51.54	净利润增长率	9.91%	6.91%	15.27%	5.04%
现金流量表					获利能力				
(亿元)					毛利率	27.93%	27.24%	27.76%	28.11%
	2011A	2012E	2013E	2014E					

经营活动现金流	-2.00	3.70	4.01	5.32	净利率	7.77%	7.48%	7.32%	6.55%
净利润	2.13	2.28	2.62	2.75	ROE	9.48%	9.20%	9.59%	9.15%
资产减值准备	0.05	0.03	0.03	0.02	ROIC	9.09%	9.43%	7.66%	7.54%
折旧摊销	0.65	1.13	2.13	3.08	偿债能力				
财务费用	-0.06	-0.20	0.12	0.54	资产负债率	18.45%	16.48%	28.88%	35.98%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	3.68	2.22	1.16	0.91
营运资金变动	0.00	0.46	-0.90	-1.04	速动比率	2.85	1.48	0.76	0.60
投资活动现金流	-2.37	-11.00	-10.90	-9.96	营运能力				
资本支出	0.00	-11.00	-11.00	-10.00	资产周转率	1.29	1.00	0.95	0.87
其他投资	-2.37	0.00	0.10	0.04	存货周转率	4.28	4.31	4.49	4.49
筹资活动现金流	13.72	0.20	6.85	5.37	应收帐款周转率	14.13	11.95	12.03	12.01
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	13.72	0.20	6.85	5.37	PE	17.38	16.56	14.36	13.67
现金净增加额	9.35	-7.10	-0.03	0.73	PB	1.68	1.52	1.38	1.25

资料来源：中原证券

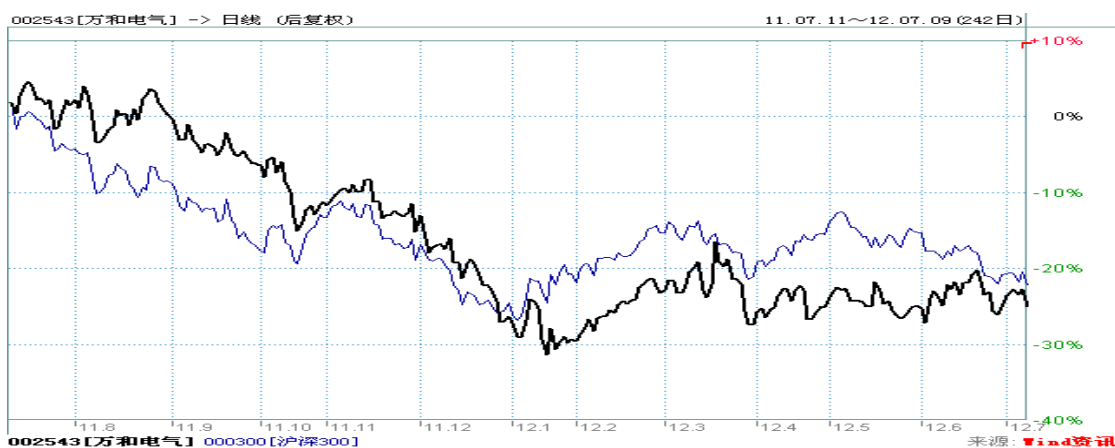
市场数据 (2012-07-10)

收盘价 (元)	18.08
一年内最高/最低 (元)	25.95/16.63
沪深300指数	2430.37
市净率 (倍)	1.70
流通市值 (亿元)	9.42

基础数据 (2012-03-31)

每股净资产 (元)	11.06
每股经营现金流 (元)	0.23
毛利率 (%)	28.32
净资产收益率 (%)	2.68
资产负债率 (%)	22.31/22.31
总股本/流通股 (万股)	20000.00/5000.00
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。