

2012-08-30

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

万和电气 (002543)
主营稳定增长，盈利能力小幅改善

分析师：陈志坚

 (8621) 68751711

 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120018

联系人：徐春

 (8621) 68751711

 xuchun@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《主营增速放缓，期待毛利率改善带来盈利能力提升》2012/2/24

《主营增长符合预期，毛利率下滑影响盈利能力》2011/10/27

《二季度主营增速略有放缓，费用率环比持续改善》2011/8/22

报告要点

■ 事件描述

万和电气今日披露其 2012 年中期报告：上半年公司实现主营 14.54 亿元，同比增长 8.62%；实现营业利润 1.53 亿元，同比增长 7.03%；实现归属母公司股东净利润 1.27 亿元，同比增长 6.28%，二季度实现归属净利润 0.67 亿元，同比增长 9.30%；上半年公司实现 EPS 0.633 元，其中二季度实现 0.337 元。公司同时预计其前三季度归属上市公司股东净利润同比增幅在 0-20% 之间。

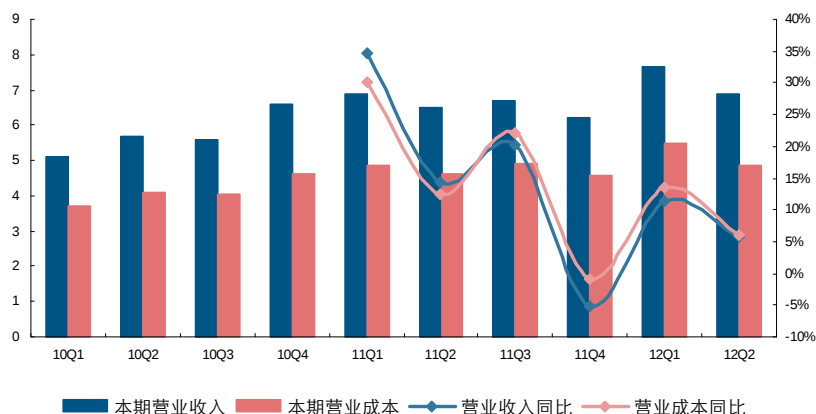
■ 事件评论

- 上半年公司主营保持逆势增长的原因主要有以下几方面：首先，二季度公司通过启动“千县万镇”战略进一步下沉渠道；其次，公司针对房地产精装修及保障房配套服务成立工程团购部门，目前已达成部分项目合作；再次，在新兴渠道方面，年初公司即已成立电子商务部，目前且已开设万和淘宝旗舰店；除此之外，上半年公司参加了意大利米兰卫浴暖通等多个国际性展会，并与外资企业建立了一定合作关系，使得外销也实现较好增长。
- 在铜、铝等原材料价格同比下滑幅度较大背景下，上半年毛利率同比略有下滑的原因或在于公司开展针对节能产品的降价促销活动；此外，劳动力成本上升也在一定程度上使得毛利率有所下滑。针对高能效热水器的节能补贴政策已经出台，不过考虑到政策采取企业先行下调出厂价、政府随后向企业发放补贴的运作模式，下半年公司名义毛利率或仍有进一步下滑。
- 上半年销售费用率及财务费用率同比分别下滑 0.77 及 0.87 个百分点导致整体费用率下滑 0.67 个百分点。上半年管理费用同比增长 33.75%，增速远超主营，主要是人工成本增加较多所致；此外，财务费用为净盈利 0.12 亿元，同比下滑 1956.09%，主要在于补充流动资金的存款利息增加所致。
- 上半年营业利润增速略低于主营增速，其原因一方面在于毛利率的下滑，另一方面，应收款项增加导致资产减值损失增多以及开展理财产品使得公司投资收益小幅亏损也在一定程度上使得公司营业利润增速相对较低。而归属母公司股东净利润略低于营业利润增速的原因则主要在于营业外净收入的减少，上半年公司营业外净收入为 0.08 亿元，同比下滑 14.49%。
- 随着节能新政的推出，公司有望在高能效燃气热水器销量明显提升的同时迎来盈利能力改善，我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.12、1.31 及 1.52 元，对应目前股价 PE 为 15.24、13.07 及 11.29 倍，维持“推荐”评级。

二季度主营同比增长 5.65%

上半年公司实现营业收入 14.54 亿元，同比增长 8.62%；其中二季度实现营业收入 6.87 亿元，同比增长 5.65%，公司主营保持稳定增长。

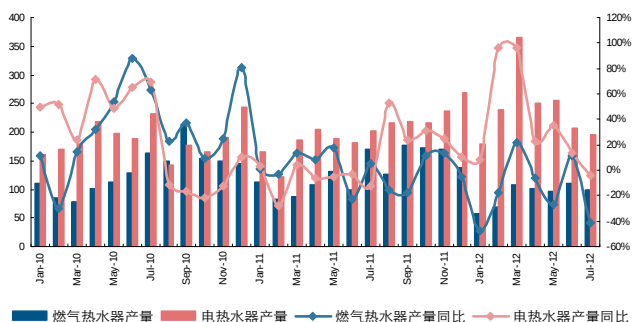
图 1：二季度公司主营收入同比增长 5.65%



资料来源：Wind，长江证券研究部

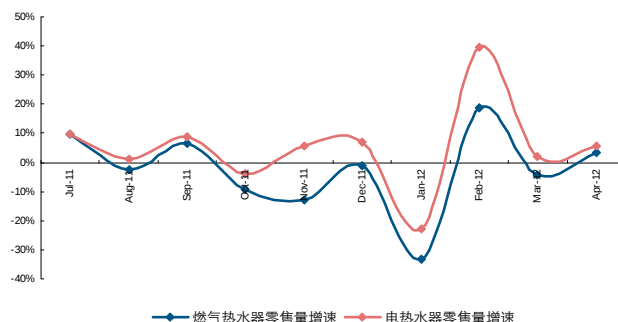
考虑到燃气热水器、电热水器及燃气灶等具有较强的装修属性，在房地产政策调控背景下上半年其整体销量增速有所放缓也属正常，不过公司主营仍保持逆势增长，其原因主要有以下几方面：首先，二季度公司通过启动“千县万镇”战略进一步下沉渠道，其中华南及长江流域乡镇网点建设力度较大，目前已新增网点 2740 家，总网点数达到 11635 家；其次，公司工程渠道开拓也取得进展，公司针对房地产精装修及保障房配套服务成立工程团购部门，目前已达成部分项目合作，并与多家房地产公司达成战略合作意向；

图 2：上半年燃气热水器产量下滑 12.87%，电热水器产量增长 42.57%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：12 年上半年燃气热水器及电热水器终端销量有所下滑



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

再次，新兴渠道方面，12 年年初公司即已成立电子商务部，并与京东商城、淘宝商城、苏宁易购及国美库巴等签署了战略合作协议，且已开设万和淘宝旗舰店，目前公司电商平台市场占比位居行业前列；除此之外，上半年公司参加了意大利米兰卫浴暖通等多个国际性展会，同时与惠而浦及博世等外资企业建立了战略合作伙伴关系，使得外销实现较好增长。

表 1：12 年上半年公司各产品收入情况一览

产品	12H1 收入	11H1 收入	同比增速	12H1 收入占比
----	---------	---------	------	-----------

燃气热水器	5.15	5.33	-3.48%	36.16%
电热水器	2.13	1.41	51.66%	15.00%
烤炉	1.76	1.37	28.08%	12.35%
配件及散件	1.54	0.87	78.20%	10.86%
吸油烟机	1.21	1.16	4.62%	8.52%
灶具	1.13	1.05	7.42%	7.92%
壁挂炉	0.42	0.94	-55.58%	2.94%
消毒柜	0.41	0.49	-15.88%	2.89%
其他	0.38	0.43	-10.92%	2.68%
热泵热水器	0.08	0.02	258.90%	0.55%
太阳能热水器	0.02	0.02	14.52%	0.13%
合计	14.23	13.08	8.76%	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

分产品来看，上半年公司电热水器、烤炉、配件与散件及热泵热水器业务收入同比分别增长 51.66%、28.08%、78.20%及 258.90%，带动公司主营增速相对较好，而燃气热水器、壁挂炉及消毒柜业务收入同比则分别下滑 3.48%、55.58%及 15.88%。

表 2：12 年上半年公司内外销收入情况一览

	12H1收入	11H1收入	同比增速
内销	9.55	9.21	3.73%
外销	2.02	1.72	17.56%

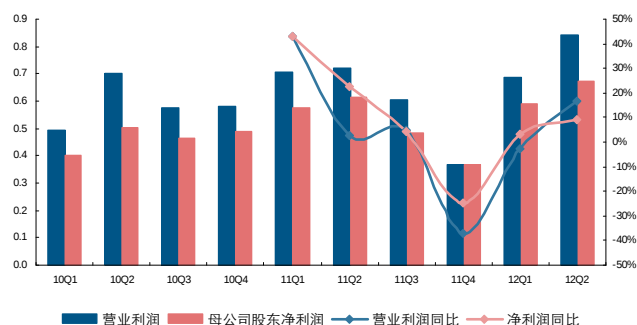
资料来源：公司公告，长江证券研究部

分地区来看，12 年上半年公司实现内销业务收入 9.55 亿元，同比增长 3.73%，实现外销业务收入 2.02 亿元，同比增长 17.56%。

费用率下滑使得二季度盈利能力有所改善

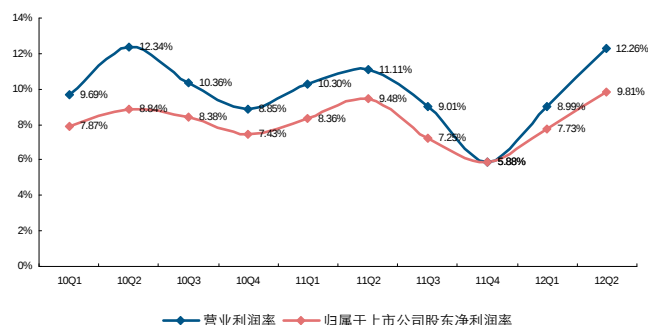
上半年公司实现营业利润 1.53 亿元，同比增长 7.03%，实现归属于上市公司股东净利润 1.27 亿元，同比增长 6.28%；其中二季度公司实现营业利润 0.84 亿元，同比增长 16.62%，实现归属于上市公司股东净利润 0.67 亿元，同比增长 9.30%。

图 4：二季度营业利润及归属净利润同比分别增长 16.62%及 9.30%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：二季度营业利润率及净利润率分别上升 1.15 及 0.33 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年公司营业利润增速略低于主营增速，其原因一方面在于毛利率的下滑，另一方面，应收款项增加导致上半年资产减值损失增加；此外，报告期内公司未开展理财产品导致投资收益小幅亏损也在一定程度上造成了营业利润增速相对较低。而归属于上市公司股

东净利润增速略低于营业利润增速的原因在于营业外净收入的减少，上半年公司营业外净收入为 0.08 亿元，同比下滑 14.49%。

在毛利率有所下滑的背景下，使得二季度营业利润增速超过主营的原因在于费用率下滑；此外，二季度营业税金及附加为 0.04 亿元，同比下滑 27.79%，这也在一定程度使得营业利润增速相对较好；而归属于上市公司股东净利润增速低于营业利润增速的原因在于营业外净收入的减少，二季度公司营业外净收支为 0.02 亿元，同比下滑 72.21%。

表 3：利润表各项占营收比重变动一览

	12Q2	11Q2	12Q1	同比变动	环比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-
营业成本	71.10%	70.78%	71.67%	0.31%	-0.57%
毛利率	28.90%	29.22%	28.33%	-0.31%	0.57%
营业税金及附加	0.62%	0.91%	0.59%	-0.29%	0.03%
销售费用	11.23%	13.26%	14.49%	-2.03%	-3.26%
管理费用	5.80%	4.44%	4.65%	1.36%	1.15%
财务费用	-1.29%	-0.32%	-0.41%	-0.97%	-0.88%
资产减值损失	0.26%	-0.17%	0.00%	0.43%	0.26%
投资净收益	-0.01%	0.02%	-0.01%	-0.03%	-0.01%
营业利润率	12.26%	11.11%	8.99%	1.15%	3.27%
营业外收入	0.22%	1.18%	0.75%	-0.96%	-0.53%
营业外支出	0.10%	0.03%	0.05%	0.07%	0.05%
利润总额	12.39%	12.26%	9.69%	0.13%	2.70%
所得税	2.41%	2.45%	1.78%	-0.04%	0.63%
净利润	9.98%	9.81%	7.91%	0.17%	2.07%
少数股东损益	0.17%	0.33%	0.18%	-0.16%	-0.01%
归属母公司股东净利润率	9.81%	9.48%	7.73%	0.33%	2.08%

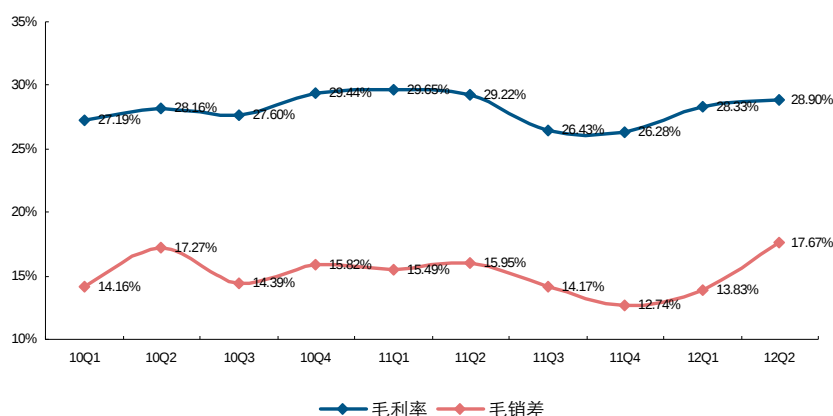
资料来源：公司公告，长江证券研究部

上半年公司营业利润率为 10.54%，同比下滑 0.16 个百分点，归属于母公司股东净利润率为 8.71%，同比下滑 0.19 个百分点。其中二季度公司营业利润率为 12.26%，同比上升 1.15 个百分点，环比一季度上升 3.27 个百分点；归属于母公司股东净利润率为 9.81%，同比上升 0.33 个百分点，环比一季度上升 2.08 个百分点。显然，使得上半年公司盈利能力同比下滑的主要原因在于毛利率下滑幅度相对较大，而二季度盈利能力同比上升的原因则在于期间费用率的明显下滑。

二季度毛利率为 28.90%，同比略有下滑

上半年公司毛利率为 28.60%，同比下滑 0.84 个百分点；其中二季度公司毛利率为 28.90%，同比下滑 0.31 个百分点，环比上升 0.57 个百分点。

图 6：二季度毛利率为 28.90%，同比下滑 0.31 个百分点



资料来源：Wind, 长江证券研究部

在铜、铝等原材料价格较去年同期下滑幅度较大背景下，上半年毛利率同比略有下滑的原因或在于公司在终端市场开展的针对节能产品的降价促销活动，此外，劳动力成本的上升也在一定程度上使得毛利率有所下滑。针对高效太阳能热水器、空气能热水器及燃气热水器的节能补贴政策已经出台，不过考虑到节能补贴政策采取企业先行下调出厂价、政府随后向企业发放补贴的运作模式，预计下半年公司名义毛利率或有进一步下滑。

表 4：公司分产品毛利率一览

产品	12H1毛利率	11H1毛利率	同比变动	12H1收入占比
燃气热水器	32.64%	32.40%	0.24%	36.16%
电热水器	29.73%	29.66%	0.07%	15.00%
烤炉	10.72%	13.20%	-2.48%	12.35%
配件及散件	32.04%	18.48%	13.56%	10.86%
吸油烟机	31.65%	32.40%	-0.75%	8.52%
灶具	24.78%	38.33%	-13.55%	7.92%
壁挂炉	34.20%	18.81%	15.39%	2.94%
消毒柜	28.05%	33.66%	-5.61%	2.89%
热泵热水器	23.20%	18.49%	4.71%	0.55%
太阳能热水器	33.74%	11.18%	22.56%	0.13%
其他	17.82%	32.95%	-15.13%	2.68%

资料来源：公司公告, 长江证券研究部

分产品来看，上半年公司收入占比相对较高的燃气热水器及电热水器毛利率同比分别上升 0.24 及 0.07 个百分点；不过灶具业务毛利率同比下滑 13.55 个百分点，其原因主要在于子公司中山产能下降背景下固定费用摊销、设备与模具采购及海外订单变动频繁导致成本有所上升；而产品结构改善使得上半年壁挂炉业务毛利率同比上升 15.39 个百分点；此外，公司还通过加大研发力度使得新能源产品结构优化、核心零部件自制比例提升，这使得太阳能业务毛利率同比上升 22.56 个百分点。

表 5：公司分地区毛利率一览

	12H1毛利率	11H1毛利率	毛利率变动
内销	28.08%	30.62%	-2.54%

外销	14.35%	9.46%	4.89%
----	--------	-------	-------

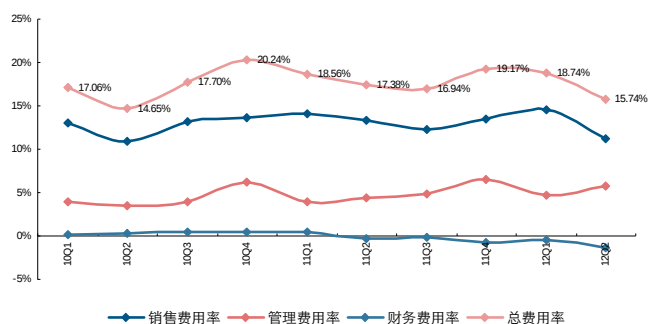
资料来源：公司公告，长江证券研究部

分地区看，上半年公司内销毛利率为 28.08%，同比下滑 2.54 个百分点，外销毛利率为 14.35%，同比上升 4.89 个百分点，外销毛利率表现较好部分抵消了内销毛利率的下滑。

二季度期间费用率为 15.74%，同比有所下滑

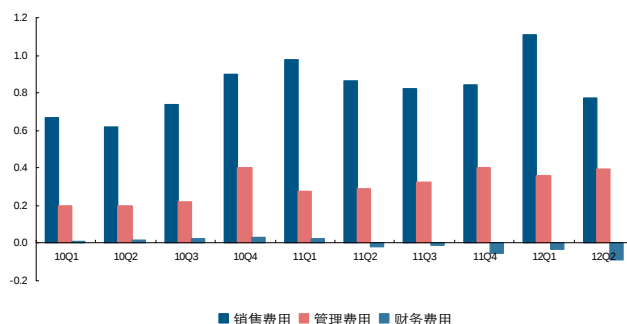
上半年公司期间费用率为 17.32%，较去年同期下滑 0.67 个百分点。其中管理费用率为 5.19%，同比上升 0.98 个百分点，而销售费用率及财务费用率分别为 12.95%及-0.82%，同比分别下滑 0.77 及 0.87 个百分点，导致整体费用率有所下滑。使得上半年公司管理费用率增长的原因在于人工成本增加较多所致；此外，上半年财务费用为净收益 0.12 亿元，同比下滑 1956.09%，主要原因则在于补充流动资金的存款利息增加所致。

图 7：二季度总费用率为 15.74%，同比下滑 1.64 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：公司期间费用绝对额一览



资料来源：Wind，长江证券研究部

分季度看，二季度公司期间费用率为 15.74%，较去年同期下滑 1.64 个百分点，环比一季度下滑 3.00 个百分点。在管理费用率同比上升 1.36 个百分点情况下，销售费用率及财务费用率同比分别下滑 2.03 及 0.97 个百分点是导致二季度整体费用率下滑的主因。

维持“推荐”评级

随着节能新政的推出，公司有望在高能效燃气热水器销量明显提升的同时迎来盈利能力改善，我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.12、1.31 及 1.52 元，对应目前股价 PE 为 15.24、13.07 及 11.29 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2630	2972	3504	4134	货币资金	979	617	406	547
营业成本	1895	2166	2556	3028	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	734	806	948	1106	应收账款	236	267	314	371
%营业收入	27.9%	27.1%	27.1%	26.8%	存货	475	543	641	760
营业税金及附加	16	18	21	25	预付账款	94	108	127	151
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	350	371	438	517	流动资产合计	2107	1900	1919	2337
%营业收入	13.3%	12.5%	12.5%	12.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	129	144	177	200	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.9%	4.9%	5.1%	4.8%	长期股权投资	10	10	10	10
财务费用	-6	-3	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	457	901	1182	1127
资产减值损失	5	2	3	3	无形资产	123	116	111	105
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	1
营业利润	240	274	311	363	其他非流动资产	56	112	168	224
%营业收入	9.1%	9.2%	8.9%	8.8%	资产总计	2759	3040	3391	3803
营业外收支	18	10	20	20	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	258	284	331	383	应付款项	478	546	644	763
%营业收入	9.8%	9.5%	9.4%	9.3%	预收账款	60	68	81	95
所得税费用	45	50	58	67	应付职工薪酬	14	16	19	22
净利润	213	234	272	315	应交税费	-5	-6	-7	-8
归属于母公司所有者的净利润	204.3	224.6	261.9	303.2	其他流动负债	25	29	34	40
少数股东损益	8	9	11	12	流动负债合计	572	653	771	913
EPS (元/股)	1.02	1.12	1.31	1.52	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-200	169	192	226	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	572	653	771	913
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2153	2344	2567	2825
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	33	42	53	65
固定资产投资	-233	-500	-365	-41	股东权益	2187	2387	2620	2890
其他	-5	0	0	0	负债及股东权益	2759	3040	3391	3803
投资活动现金流净额	-237	-500	-365	-41	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	1421	0	0	0	EPS	1.021	1.123	1.309	1.516
银行贷款增加 (减少)	-14	0	0	0	BVPS	10.77	11.72	12.83	14.12
筹资成本	52	-31	-37	-44	PE	16.75	15.24	13.07	11.29
其他	-88	0	0	0	PEG	1.19	1.08	0.93	0.80
筹资活动现金流净额	1372	-31	-37	-44	PB	1.59	1.46	1.33	1.21
现金净流量	935	-362	-211	141	EV/EBITDA	8.98	8.45	7.56	6.20
					ROE	9.5%	9.6%	10.2%	10.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。