

万和电气 (002543)

公司研究/深度报告

燃热龙头，受益行业普及式增长

深度研究报告/家电

2017 年 12 月 04 日

报告摘要：

● 家族企业，国内燃气热水器行业龙头

公司是国内燃气热水器行业龙头，一直围绕厨卫电器主业发展，在壁挂炉上也是国内著名品牌。公司内外销并重，2016 年出口业务占比 33%，2017H1 内外销均取得较快增长。作为典型的家族企业，公司股权集中，卢氏家族合计持股 63.91%。

● 燃气热水器：普及式增长，行业空间大

热水器市场格局—1、热水器仍处在普及阶段：2015 年每百户拥有量仅 71 台，电热水器和燃气热水器是主力，前者集中北方，后者集中南方。2、燃气热水器处发展更早阶段：量小集中度低，但其性能有优势，随燃气普及优势开始显现。3、优势体现：今年前 7 个月燃气热水器内销量增长 10%，而电热水器仅增长 3%。

燃气热水器市场格局—1、七大品牌角逐：由于发展起步晚，燃气热水器市场仍呈现国内国外品牌势均力敌的状态，七大品牌中万和万家乐销量领先，AO 史密斯和林内销售额领先。2、品牌定位：三大外资品牌占据高端，海尔中高端，万家乐、美的和万和处在中低端。3、城乡格局：燃气热水器主要在一二线城市（占热水器的 49%），三四线市场相对较少（仅为 25%）。4、区域格局：热水器市场呈现极强的区域性，主要的中低端品牌中，万和优势在南方，而万家乐在北方。
燃气热水器快速持续增长—近 6 年内销量复合增长率 10.48%，其发展的主要支撑因素因素有：1、天然气普及情况；2、流动性人口规模减少；3、消费升级。

● 万和燃气热水器：受益品牌定位和区域结构

获益行业普及式增长：燃气热水器增长以低端市场普及为主，普及式需求的特点是寻找性价比，更契合于万和和万家乐的品牌定位，今年前 8 月数据也印证这点。
受益于区域结构：万和品牌优势集中在南方，而南方地区天然气管道铺设与供给量呈更快增长状态，公司渠道布局更容易转化为收入提升。

● 燃气壁挂炉：受益“煤改气”政策，未来三年高增长

壁挂炉市场品牌达 400 多家，我们测算去年万和产品市占率在 5% 左右，今年有望提升到 10% 以上，明年到 14% 以上。受“煤改气”带动，未来三年行业仍将快速增长，我们测算 17 年因此带来的壁挂炉需求约 272 万台，2020 年累计达 2502 万台。预计带动公司今年壁挂炉业务收入达 5.4-6.8 亿元，2018 年将超 10 亿元。

● 看好公司中长期发展，给予强烈推荐评级

出货端提价将极大改善 2018 年盈利状况，我们预测 17-19 年公司的 EPS 分别为 0.98/1.49/1.88 元，对应 PE 分别为 22/15/12 倍。维持强烈推荐评级。

● 风险提示：终端需求不及预期，“煤改气”持续时间有限，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,960	6,963	8,738	10,562
增长率（%）	18.3%	40.4%	25.5%	20.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	431	432	654	826
增长率（%）	35.1%	0.1%	51.5%	26.3%
每股收益（元）	0.98	0.98	1.49	1.88
PE（现价）	22.1	22.0	14.6	11.5
PB	3.3	3.1	2.6	2.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

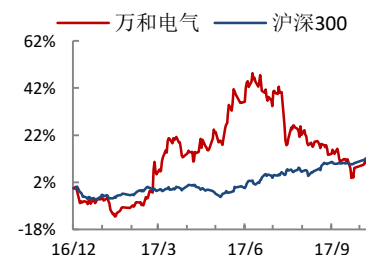
强烈推荐 维持评级

当前价格： 21.62 元

交易数据 2017-12-01

近 12 个月最高/最低	25.55/15.74
总股本（百万股）	440.00
流通股本（百万股）	373.28
流通股比例（%）	85%
总市值（亿元）	95.13
流通市值（亿元）	80.70

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号： S0100513070001
电话： 010-85127533
邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018
电话： 010-85127533
邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

1.《万和电气（002543）公司点评：三季度营收持续高增长，业绩同比下滑》
20171026

目录

一、家族企业，主营厨卫电器	4
（一）深耕厨卫电器行业多年	4
（二）股权集中，内销与出口经营效率提升	5
二、燃气热水器：普及式增长，行业空间大	7
（一）热水器市场格局：发展空间大，燃气式最为受益	7
（二）燃气热水器市场格局：区域性强，低端市场是主要增长点	10
（三）燃气热水器行业发展支撑：基建+流动人口降低+消费升级	12
三、万和燃气热水器：受益品牌定位和区域结构	18
四、壁挂炉：受益“煤改气”政策，未来三年高增长	20
（一）行业格局：竞争者众，国产品牌销量领先	20
（二）短期：“煤改气”带来北方地区壁挂炉市场爆发	22
（三）中长期：消费升级趋势下，全国范围推广	25
五、燃气灶等其他厨房电器：收入有望维持高增长	26
六、内销渠道、品牌管理强化，出口议价能力增强	27
（一）渠道建设多元化	27
（二）品牌管理不断强化	27
（三）海外市场议价能力提升	29
七、看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级	29
八、风险提示	30
插图目录	32
表格目录	33

民生观点：

第一，我们对公司热水器业务较为乐观

1、燃气热水器相对于电热水器优势愈发明显，近几年燃气热水器销量增速也显著快于后者，在燃气普及形势下，这一趋势将持续。公司作为燃气热水器龙头将显著受益。

2、燃气热水器市场的增长主要来自新增需求，也即低端市场的首次普及，定位于该市场的品牌将在销量上表现更突出。万和定位于中端市场，最大化受益于当前的市场需求结构。

3、燃气热水器市场区域分化严重，主要的中端品牌是万和和万家乐，万和的竞争优势在南方，万家乐更多集中在北方。在燃气由北往南的普及趋势下，万和区域上相对更加受益。

第二，燃气壁挂炉业务近两年贡献业绩有望大幅增长

1、在北方煤改气的大政策下，壁挂炉出现了供不应求的状况。公司作为壁挂炉的主要品牌，三季度已经显著受益，提振公司单季度收入增速到 50%，四季度这一趋势还将持续。

2、随着煤改气范围的扩大，未来两年壁挂炉的增长态势仍然是比较确定的。公司壁挂炉的年产能有望从去年的 15 万台扩展到明后年的 80 万台。同时市场忽略的商用锅炉业务也会贡献收入。

第三，明年起公司的盈利能力会有大幅提升

在原材料大幅涨价的背景下，公司在 2017 年产品出货涨价不多。从 2018 年开始，公司产品出货端有望提价 15%-20%，这将极大的改善公司的盈利状况。今年公司是增收不增利，明年公司在收入快速增长的同时，有望实现利润端的飞速增长。

第四，公司估值修复空间较大

我们预测公司 2018 年归母净利润为 6.54 亿元，同比增长在 52%左右，对应当前股价估值 15 倍。与市场同类公司相比估值明显较低，存在很大的估值修复空间。

一、家族企业，主营厨卫电器

(一) 深耕厨卫电器行业多年

公司成立于 2003 年，持续专注于以燃气热水器为核心的燃气具业务的发展，并以燃气灶具为基础，向高度相关的吸油烟机、消毒柜等厨电产品领域进行多元化延伸。公司在生活热水和供暖热水供应领域积极探索，已成为多能源集成热水系统领域的先行者，公司还加大研发力度，从原来单一的生活热水产品发展到集生活热水、采暖热水、制冷、烘干以及余热回水等多用途产品。同时，公司也发力布局大健康产业，进军净水领域。

表 1：公司发展历程

时间	主要事项
2003.12	万和有限公司成立，注册资本200万美元，其中万和集团持股75%，香港万和持股25%。
2006.11	香港万和退出，将全部股权转让给卢楚其、卢楚隆、卢楚鹏和叶远璋。
2009.08	公司改制，将净资产折成股份15,000万股，变更为股份有限公司。
2011.01	首次公开发行5000万股人民币A股，在深交所主板上市。
2012.11	全资子公司合肥万和电气有限公司设立，杨和新能源生产基地一期工程完工并投产。
2013.10	新建合肥万和电气有限公司新能源热水产品生产基地一期建设项目。
2013.12	广东揭东农村商业银行股份有限公司宣布成立，公司为第一大股东。
2014.05	设立全资子公司广东万和热能科技有限公司，注册资本为人民币5000万元。
2015.05	公司与Unical AG S.p.A.达成在家用、商用与工业热能应用领域的合作，共同拓展全球业务。
2015.12	子公司计划筹建“顺德互联网产业园”，投资金额为人民币2,500万元，预计2024年完工。
2016.10	公司与自然人曹刚合资设立广东万和净水设备有限公司，公司出资人民币1,400万元，持有万和净水70%的股权。
2016.11	公司与淘宝（中国）软件有限公司签订了《阿里智能平台服务协议》。
2017.3	公司与罗伯特·博世投资荷兰有限公司、博世（中国）投资有限公司，共同投资设立合资公司广东万博电气有限公司，公司出资1.5亿元，占合资公司50%股权。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

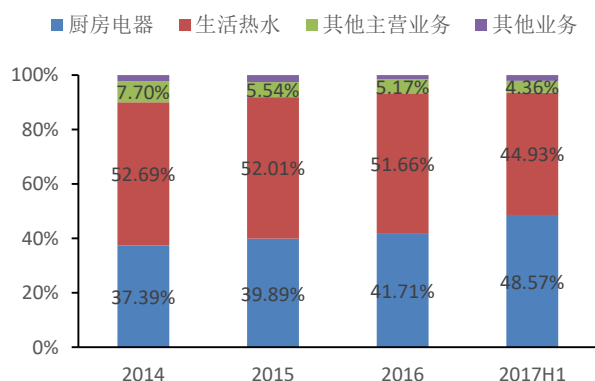
公司目前主要产品包括生活热水器系列和配套厨房电器系列。

图 1：公司主要产品

厨房电器	烤炉、抽油烟机、灶具、消毒柜等
生活热水	燃气热水器、电热水器、热泵热水器、太阳能热水器、壁挂炉
其他主营业务	配件及散件等
其他业务	——

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 2：公司主营收入结构（分产品）



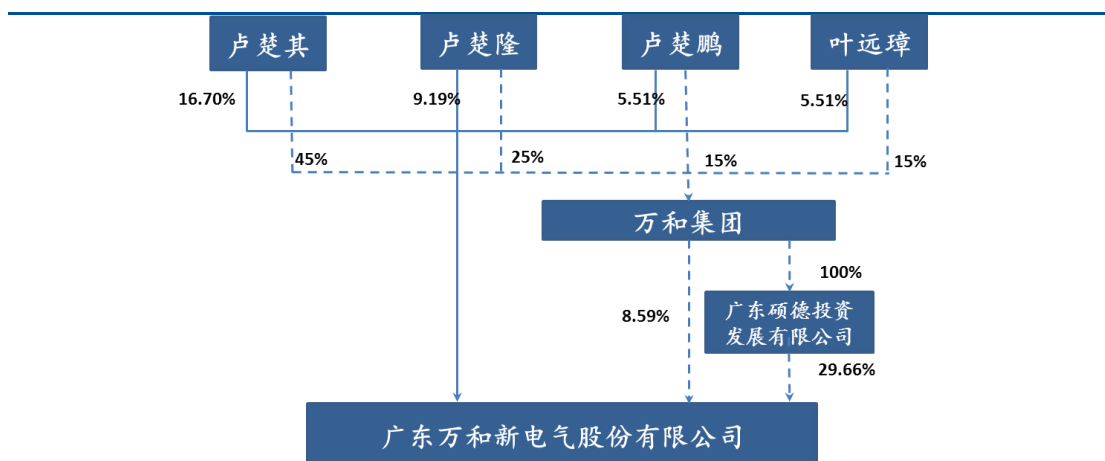
资料来源：公司年报，民生证券研究院

(二) 股权集中，内销与出口经营效率提升

1、家族企业，卢氏家族合计持股 63.91%

公司股权集中，卢氏家族合计持股 63.91%。最新公告数据显示，卢楚其合计持有公司股权 33.91%；叶远璋任公司董事长，合计持股 11.25%；卢楚隆任公司副董事长，合计持股 18.75%；卢楚鹏任公司董事兼常务副总裁，合计持股 11.25%。卢楚其、卢楚隆、卢楚鹏三人为兄弟关系，合计持股 63.91%，股权结构较为稳定。

图 3：公司股权结构

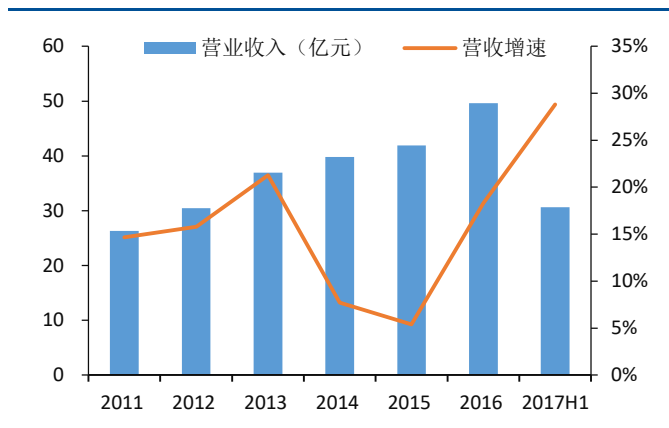


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、营收稳定，内外销市场均保持较快增速

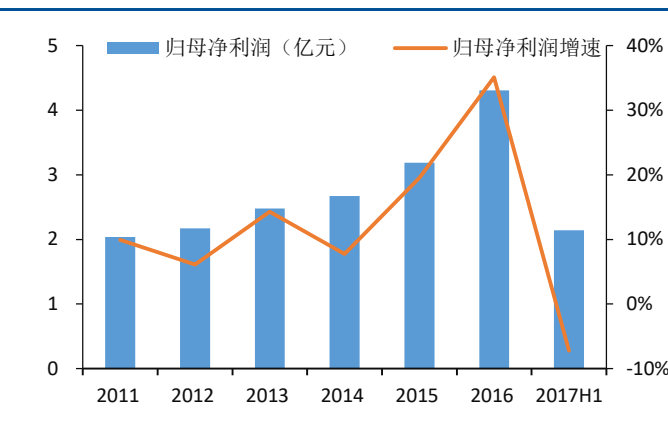
公司营业收入稳步上升，同比增速自 2015 年以来有明显提升趋势。归母净利润增速也有上涨趋势，但 2017 年上半年归母净利润同比下降 7.2%，主要原因是 2017 年上半年公司所投资的广东揭东农商行出现同比大幅度亏损和汇率波动带来汇兑损失。

图 4：公司营业总收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

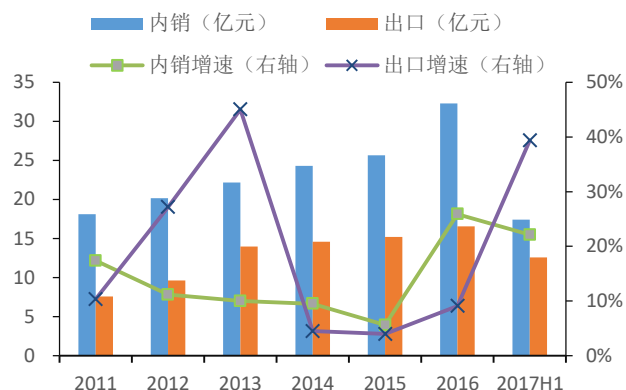
图 5：归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

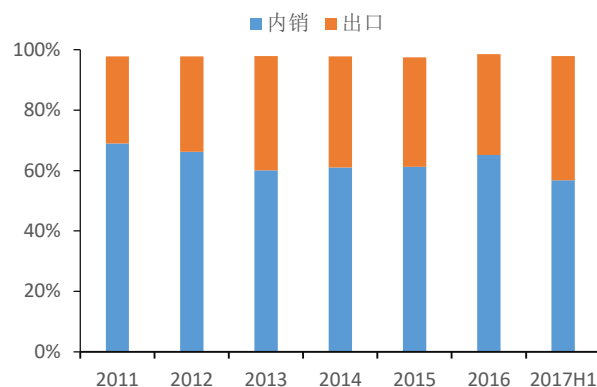
分市场来看，公司内销与外销市场均保持较快增长。内销产品主要包括燃气热水器、电热水器、热泵热水器、太阳能热水器、壁挂炉、以及油烟机、燃气灶具、消毒柜等。出口产品包括燃气烤炉、燃气壁挂炉、燃气热水器及电热水器等。

图 6: 公司内销/出口收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 公司内销/出口收入占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

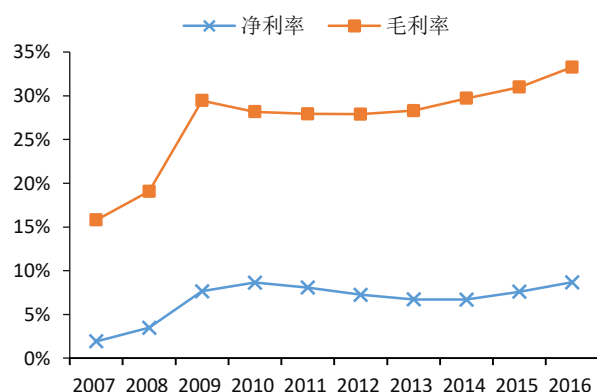
表 2: 公司主要产品与销售市场

产品名称	主要用途和功能	主要市场
热水器系列	燃气热水器	利用燃气加热生活用水
	电热水器	利用电能加热生活用水
	沼气热水器	利用沼气加热生活用水
中央热水系列	燃气壁挂炉	利用燃气加热生活用水及取暖
	热泵热水器	利用空气能加热生活用水
	太阳能热水器	利用太阳能加热生活用水
配套厨电系列	燃气灶具	利用燃气加热器皿用于烹饪
	吸油烟机	抽取厨房的油烟机并排出室外
	消毒柜	利用臭氧、紫外线或高温消毒餐具
	燃气烤炉	利用燃气烧烤食品

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

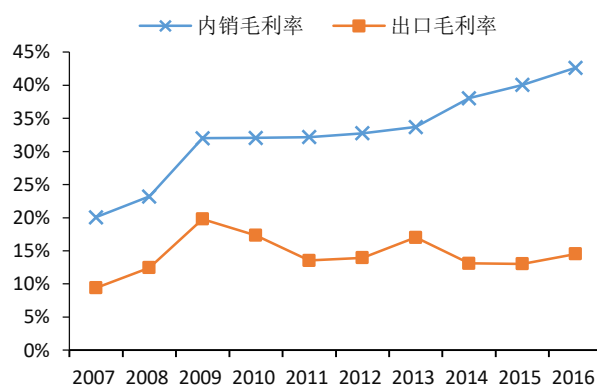
在盈利能力方面, 公司毛利率水平逐年提升, 其中内销毛利率水平上升明显。

图 8: 公司毛利率与净利率水平稳中有升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 9: 内销毛利率提升明显



资料来源: wind, 民生证券研究院

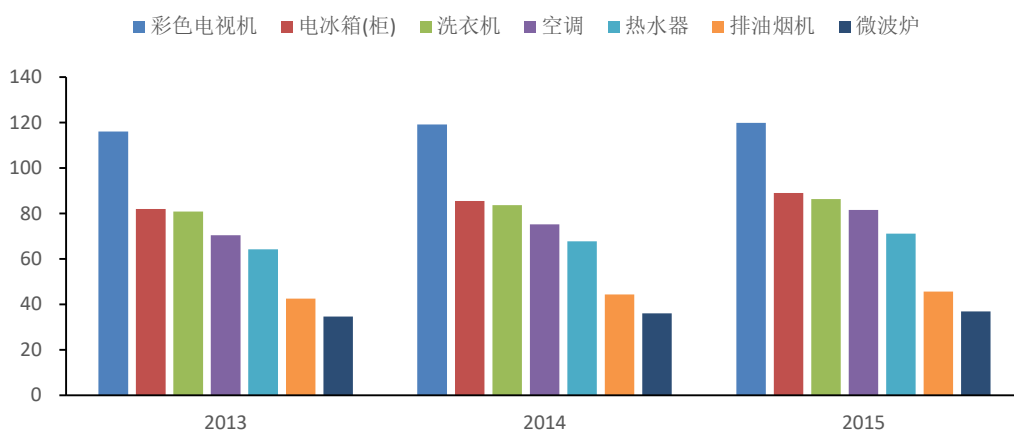
二、燃气热水器：普及式增长，行业空间大

（一）热水器市场格局：发展空间大，燃气式最为受益

1、热水器仍处在普及阶段

2015 年我国居民年末每百户拥有热水器 71 台，而同期冰箱、洗衣机和空调每百户拥有量为 89、86 和 81 台，我国热水器渗透率还存有提升空间。随着消费升级，近几年热水器在低端市场中呈现快速普及的局面，正在逐步减小与空冰洗保有量的差距。

图 10：全国居民年末耐用消费品每百户拥有量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2、电热水器和燃气热水器是市场主力

因制热方式不同，热水器可以分为燃气热水器、电储水式热水器、太阳能式热水器、电即热式热水器、热泵热水器五大类。目前市场中以电储水和燃气热水器为主，其他三种占比较小，中怡康 2017 年 1~8 月累计数据显示，燃气热水器与电储水式热水器的零售量占比分别达到了 41.24%和 55.76%。

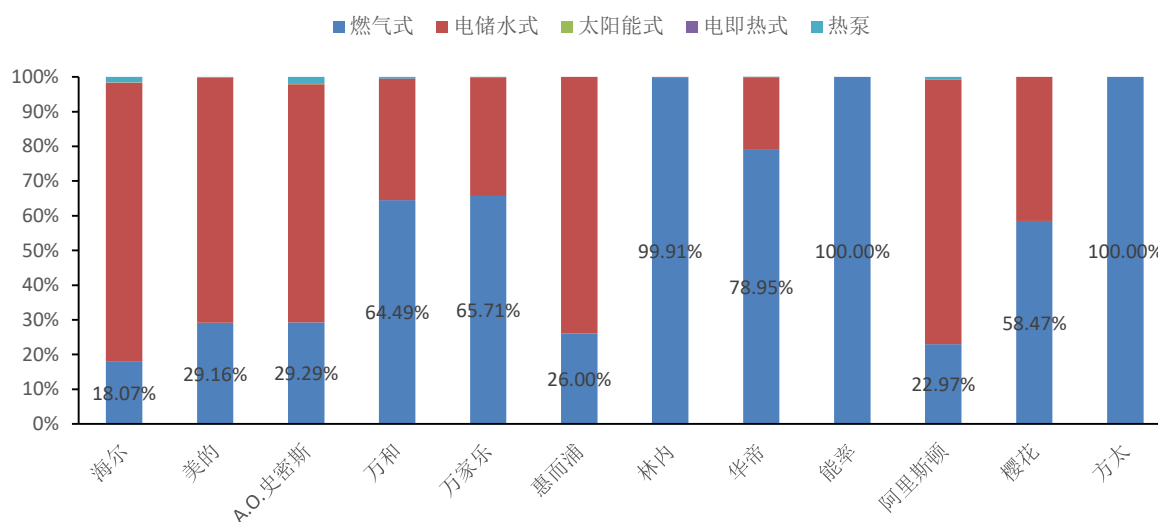
图 11：五类热水器产品示例图片



资料来源：万和商城官网，海尔商城官网，民生证券研究院

我国热水器线下市场中，存在众多品牌。方太、能率等聚焦燃气热水器，品牌下燃气式热水器占比为 100%。而海尔、美的以电储水式产品为主，品牌下电储水热水器占比分别为 80.32%和 70.57%。

图 12：线下市场中各品牌下热水器类型占比

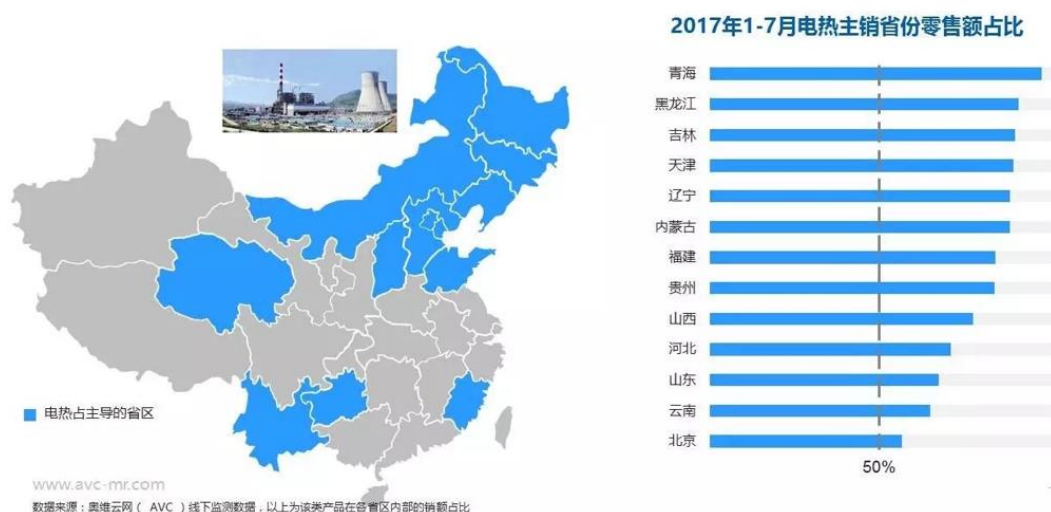


资料来源：中怡康，民生证券研究院

3、电储水式集中北方，燃气式集中西部与南方

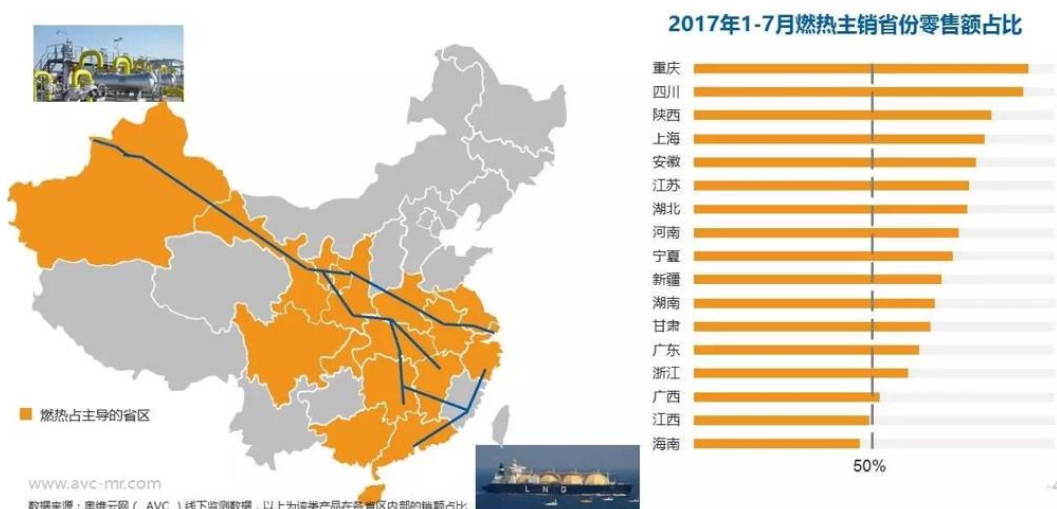
据奥维云网 2017 年 1-7 月线下监测数据显示，我国电热水器主要集中在北方、云贵及福建市场，而西部、中南部地区用户更偏爱燃气热水器。我们认为主要是受天然气管道铺设与供应情况影响，未来这种地域性差异将持续。

图 13：电热水器主导北方、云贵及福建市场



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图 14：我国西部、中南部地区用户偏爱燃气热水器

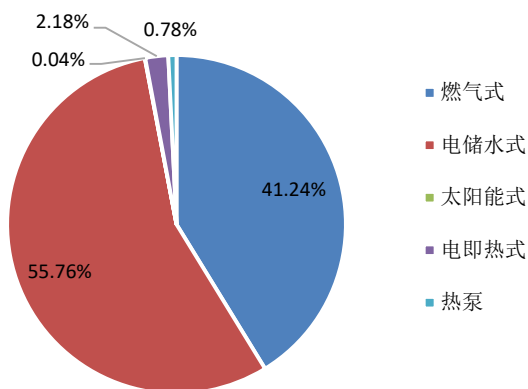


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

4、与电热水器相比，燃气热水器处在发展的更早阶段

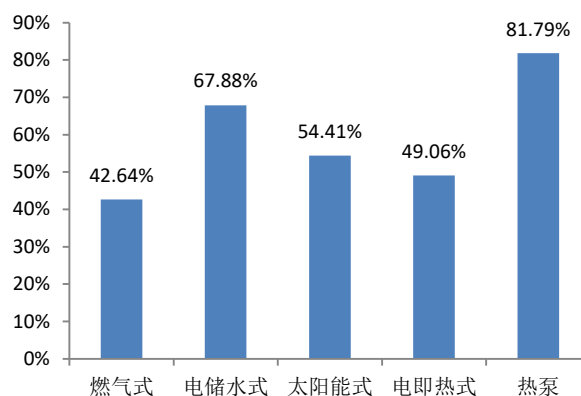
一方面由于前期中国燃气覆盖范围不够，燃气热水器发展不充分；另一方面当前燃气热水器市场集中度不高，也从侧面反映了行业的发展阶段。

图 15：五类热水器零售量占比（2017 年 1-8 月累计数据）



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 16：五类热水器行业集中度前三（2017 年 1-8 月累计数据）



资料来源：中怡康，民生证券研究院

5、燃气热水器相对电热水器有着显著的优势

燃气热水器拥有即开即热、温度稳定、体积小、价格低廉、经济性高、提供热量不受限制等优点。但也存在使用需连接燃气管道等限制，随着燃气普及，这种限制逐步转变为后发优势。

表 3：五类热水器优劣势比较（2017 年 1-8 月累计数据）

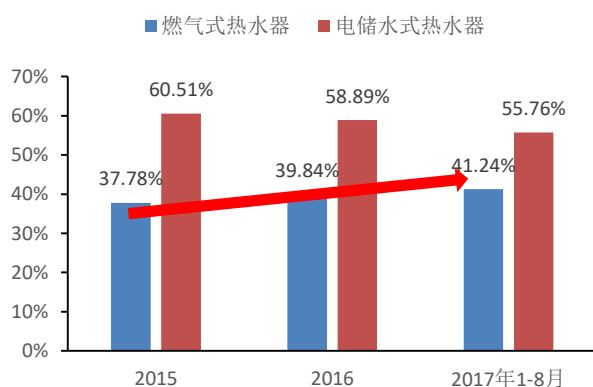
	燃气热水器	电储水式热水器	太阳能热水器	电即热式热水器	热泵热水器
体积	较小	适中	较大	最小	最大
安装便捷性	需要安装烟道	大容积水箱需安装在承重墙	安装复杂，需放置在室外屋顶	安装方便	一般安装在楼顶或地面
安全性	通风性要求较高 废气需及时排出	较高	较高	对功率要求较高 有一定隐患	较高
耗能	耗能低 天然气为清洁能源	较大，关闭电源后 热水冷却	吸收太阳能 耗能低	较低 现用现加热	较低 节能环保
使用限制	需连接燃气管道	无	高层建筑禁止安装	无	储水箱较大，商用为主
市场均价（元）	2881	1776	3871	2372	7235

资料来源：中怡康，民生证券研究院

6、优势已在销量中得以展现

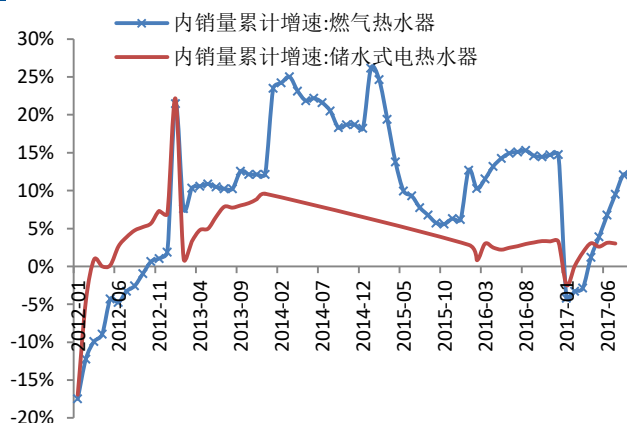
一方面燃气热水器在热水器中的占比已经由 2015 年的 37.78% 提升到 2017 年前 8 月的 41.24%，提高幅度 3.46pct。而同期电储水式热水器占比则由 2015 年的 60.51% 下降到 2017 年前 8 月的 55.76%，下降 4.75pct；另一方面燃气热水器销量增速显著快于电热水器，产业在线数据显示，今年前 7 个月，燃气热水器内销量增长 10%，而电热水器仅增长 3%。

图 17：市场份额：燃气热水器优势开始显现



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 18：燃气热水器销量近年来呈现快速增长局面



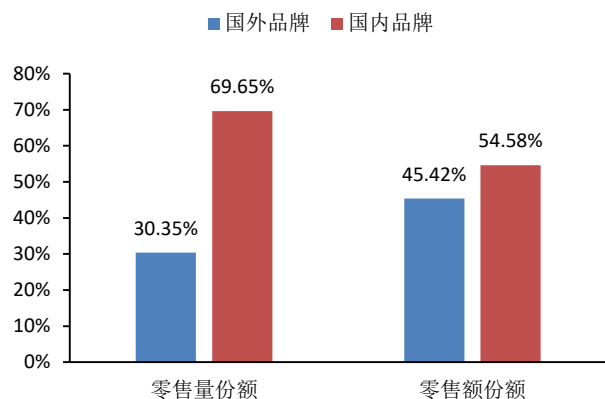
资料来源：产业在线，民生证券研究院

（二）燃气热水器市场格局：区域性强，低端市场是主要增长点

1、品牌格局：七大品牌角逐，万和销量领先

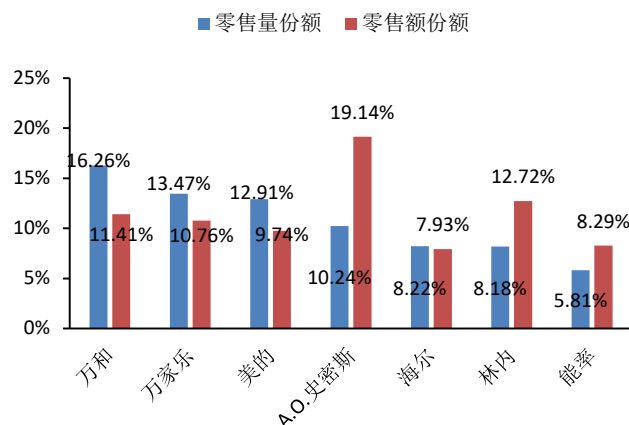
与大家电不同，由于发展起步晚，燃气热水器市场仍呈现国内国外品牌势均力敌的状态，国内品牌销量占据些许优势，但国外品牌均价遥遥领先。2017 年前 8 月，国内品牌零售量市占率 69.7%，但零售额份额仅有 54.6%。同时，由于发展不成熟，燃气热水器市场集中度较差，目前是 7 大品牌角逐的状态，万和万家乐销量领先，A.O.史密斯和林内销售额领先。

图 19：国内品牌产品在零售量与零售额份额方面均领先



资料来源：中怡康，民生证券研究院

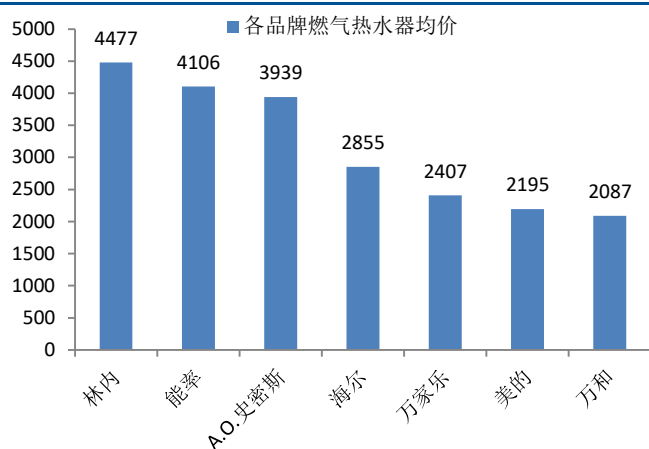
图 20：我国市场中七大品牌燃气热水器市占率



资料来源：中怡康，民生证券研究院

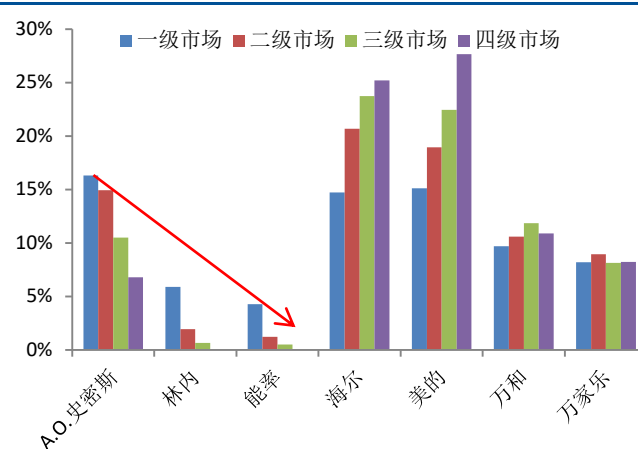
从品牌定位来看，三大外资品牌占据高端，海尔为中高端，而万家乐、美的和万和处在中低端。从市场结构看，由于定位的原因，三大外资品牌主要集中在一线市场，A.O.史密斯在二三线也做的不错，海尔和美的受益于渠道，低端市场覆盖更全（主要是电热水器），而万和万家乐在各个市场相对均衡。

图 21：7 大品牌定位不同，均价差异较大



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 22：外资以一线市场为主，万和万家乐相对均衡



资料来源：中怡康，民生证券研究院（各个市场销量市占率）

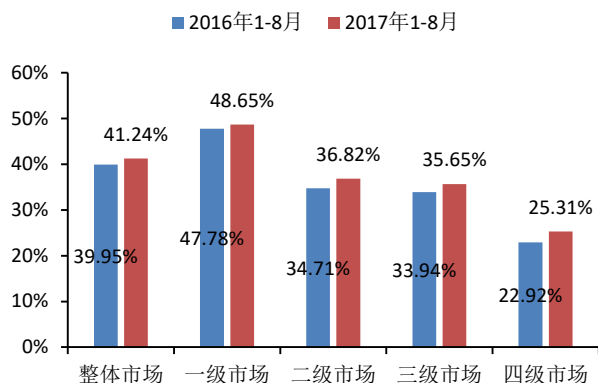
2、城乡格局：三四线市场是燃气热水器增长的主要动力

在热水器产品结构中，燃气热水器在一线市场结构占比高（占热水器的 49%），而低端的三四线市场则相对较差（仅为 25%），而且差别较为显著。中怡康市场监测数据显示，我国一二三四级市场燃气热水器零售量市占率呈现顺次下降特点，我们认为这主要是受消费水平与天然气管道铺设状况影响。

随着消费升级和燃气管道铺设范围扩大，近两年低端市场的燃气热水器销售快速增长。2017 年 1-8 月四级市场燃气热水器销售占比提升 2.39pct 至 25.31%，而同期电热水器同比下降 3.95pct 至 71.74%。我们认为未来三四线市场燃气热水器销售量与市占率有望进一步提升，原因一是消费升级与三四线城市地产销售向好拉动；二是近年我国实施的“煤改气”工程加

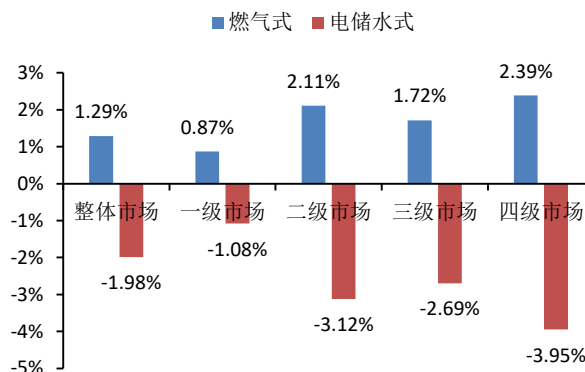
速了三四线市场天然气贯通进程，为燃气热水器在三四线市场尤其是农村及乡镇的推广普及奠定基础。

图 23：一二三四级市场燃气热水器市占率顺次降低



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 24：17 年 1-8 月燃气式与电储水式热水器市占率同比变动

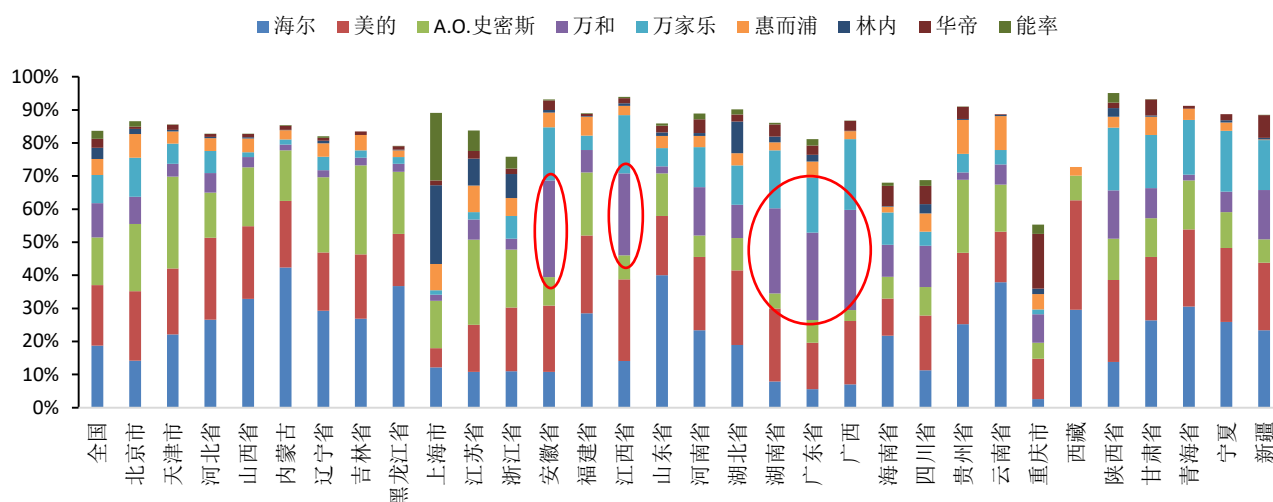


资料来源：中怡康，民生证券研究院

3、区域格局：各热水器品牌下产品结构不一，在不同省份竞争力存有差异

热水器市场呈现极强的区域性，不同市场的品牌影响力差异巨大。以 2017 年 1-8 月中怡康数据为例，能率与林内品牌产品在上海的市占率分别达到 20.41%和 23.89%，而在其他省份市占率却很低；万和在中南部省份市占率领先，北方地区较低，而万家乐西北地区市占率较高，在南方地区市占率低。

图 25：各品牌在不同省份市占率存有差异



资料来源：中怡康，民生证券研究院

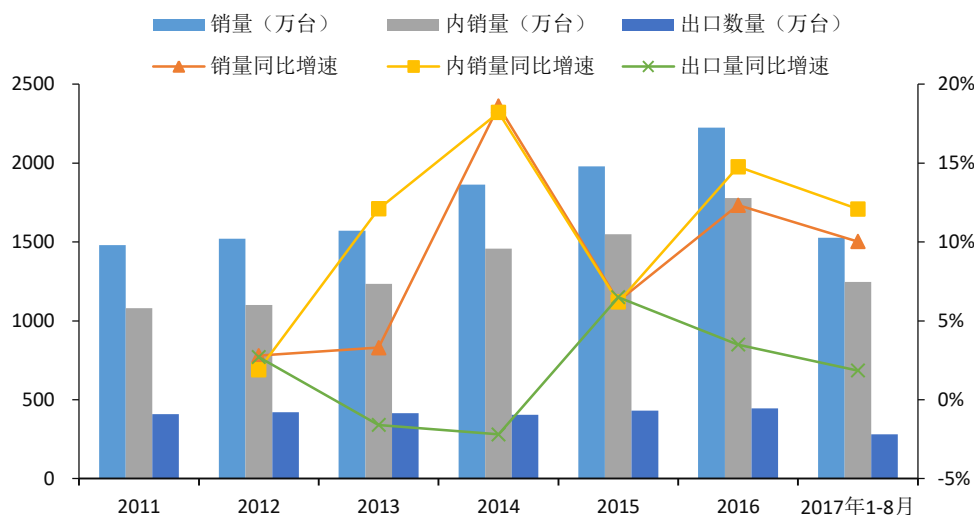
（三）燃气热水器行业发展支撑：基建+流动人口降低+消费升级

1、快速持续增长：近 6 年内销量复合增长率 10.48%

据产业在线监测的出货端数据显示，燃气热水器内销量从 2011 年的 1080 万台增长到 2016 年的 1777.9 万台，年均复合增长率 10.48%，2017 年 1-8 月内销量累计数额达到 1247.5

万台，同比增长 12.09%。而出口方面，出口量由 2011 年的 409.5 万台增长到 2016 年的 446.3 万台，年均复合增长率 1.74%。我们认为随着天然气管道铺设及天然气供应加强，未来我国燃气热水器内销量有望继续保持两位数增长。

图 26：燃气热水器销量及同比增速



资料来源：产业在线，民生证券研究院

燃气热水器发展影响因素主要有：（1）天然气普及情况；（2）流动性人口规模；（3）消费升级。这三方面的持续快速推进为公司燃气热水器业务的持续稳定增长提供有力基础支撑。

我们假设未来热水器行业渗透率和更换周期与冰箱相似，燃气热水器占热水器比重为 50%，那么行业未来销量的均衡值在 2500 万台左右，目前仍然有 40% 以上的增长空间。而鉴于当前较低的行业集中度，龙头销量提升的空间仍然很大。

2、增长支撑-天然气：政策扶持&管道建设推进&气价有望低位运行

气源保证：（1）天然气储量快速增长。截至 2015 年底，我国常规天然气地质资源量 68 万亿立方米，累计探明地质储量约 13 万亿立方米，探明程度 19%，处于勘探早期。“十二五”期间我国天然气累计产量约 6000 亿立方米，比“十一五”增加约 2100 亿立方米，年均增长 6.7%。据《天然气发展“十三五”规划》，目标在 2020 年实现国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上。

（2）进口天然气快速增加。天然气进口战略通道格局基本形成。西北战略通道逐步完善，中亚 A、B、C 线建成投产；西南战略通道初具规模；东北战略通道开工建设；海上进口通道发挥重要作用。“十二五”期间累计进口天然气超过 2500 亿立方米，是“十一五”天然气进口量的 7.2 倍。

表 4: “十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015 年	2020 年	年均增速	属性
累计探明储量(常规气, 万亿方)	13	16	4.3%	预期性
产量(亿方/年)	1350	2070	8.9%	预期性
天然气占一次能源消费比例	5.9	8.3-10	--	预期性
气化人口(亿人)	3.3	4.7	10.3%	预期性
城镇人口天然气气化率(%)	42.8	57	--	预期性
管道里程(万公里)	6.4	10.4	10.2%	预期性
管道一次运输能力(亿立方米)	2800	4000	7.4%	预期性
地下储气库工作气量(亿立方米)	55	148	21.9%	约束性

资料来源:《天然气发展“十三五”规划》, 民生证券研究院

天然气相关基建推进: 据《天然气发展“十三五”规划》, “十三五”期间, 将新建天然气主干及配套管道 4 万公里, 2020 年总里程达到 10.4 万公里, 干线输气能力超过 4000 亿立方米/年; 地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。

截止 2017 年 5 月, 根据中华天然气全图、项目数据库和行业报告的统计, 全国已建、在建和规划中的输气管道共计 3,390 条, 包括 9 条往中国供气的境外输气干线、59 条省际管道、294 条城际管道、2,509 条市域管道和 421 条油气田输气干线。除西藏以外的每个省已经贯通至少一条年输气能力超过 100 亿立方米的战略级省际干线。这些战略管线正在把沿途地区的省内供气网络建设推向高潮。

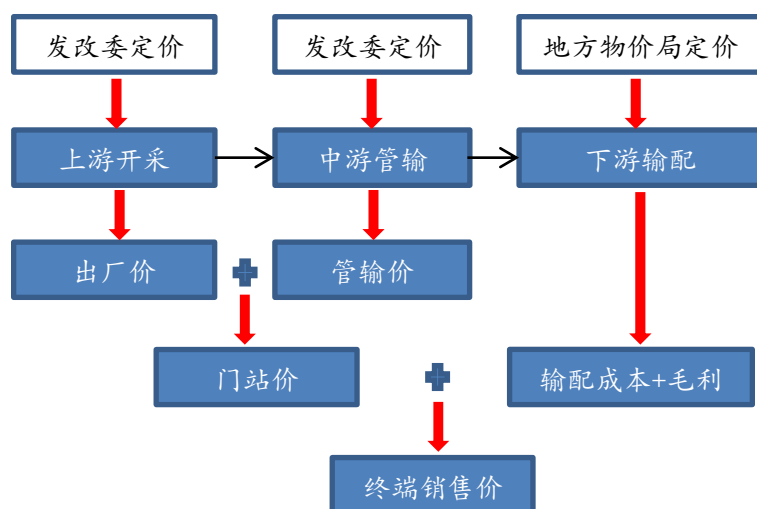
图 27: 2017 年中国天然气管道分布图 (截至 2017 年 6 月)



资料来源: China National Gas, 民生证券研究院

气价有望低位运行: 我国长期以来对天然气实施国家管制定价, 生产、管输、配送三个环节均实行国家指导价。我国管道天然气价格体系, 按照上中下游关系, 主要包含出厂价、门站价和终端价。国家发改委对出厂价和门站价进行核定。

图 28：我国管道天然气价格管理体系



资料来源：民生证券研究院整理

门站价定价原则为：按照“市场净回值”法，参照可替代能源（LPG、燃料油）价格，对天然气门站价按照一定周期进行调整，计算参考天然气价格形成公式为：

$$P_{\text{天然气}} = K \times \left(\alpha \times P_{\text{燃料油}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} + \beta \times P_{\text{LPG}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{LPG}}} \right) \times (1+R)$$

$P_{\text{天然气}}$ ——门站价（含税），元/方；

K ——折价系数，暂定 0.9；

α 、 β ——燃料油和液化石油气的权重，分别为 60%、40%；

$P_{\text{燃料油}}$ 、 P_{LPG} ——计价周期内海关统计进口燃料油和液化石油气的价格，元/千克；

$H_{\text{天然气}}$ 、 $H_{\text{燃料油}}$ 、 H_{LPG} ——燃料油、液化石油气和天然气的低位净热值，分别取 8000 千卡/方、12000 千卡/千克和 10000 千卡/千克；

R ——天然气增值税税率，目前为 11%。

按照这一公式计算，目前油价下对应天然气门站价约 2 元/方，和目前主要消费省份的门站价相当。但天然气作为鼓励优先使用的清洁能源，国际通行的价格转换系数为 0.6，远低于我国目前暂定的 0.9，未来为鼓励天然气消费，折价系数有下调的可能。

我国天然气输配气环节费用占比过高，导致天然气终端消费价格偏高。以某省会城市为例，其终端价位 3.22 元/方，其中长输、省网和城燃的输配费用合计就高达 2.07 元/方。

发改委 2017 年 6 月 22 号印发的《关于加强配气价格监管的指导意见》，标杆成本以及全投资税后内部收益率不超过 7% 等条款有利于压缩配气环节成本、降低终端天然气销售价格；提高燃气公司管网建设的积极性，从而提升全社会天然气的消费水平。

表 5: 某城市天然气终端价格构成, 输配环节高达 2.07 元/方 (单位: 元/方)

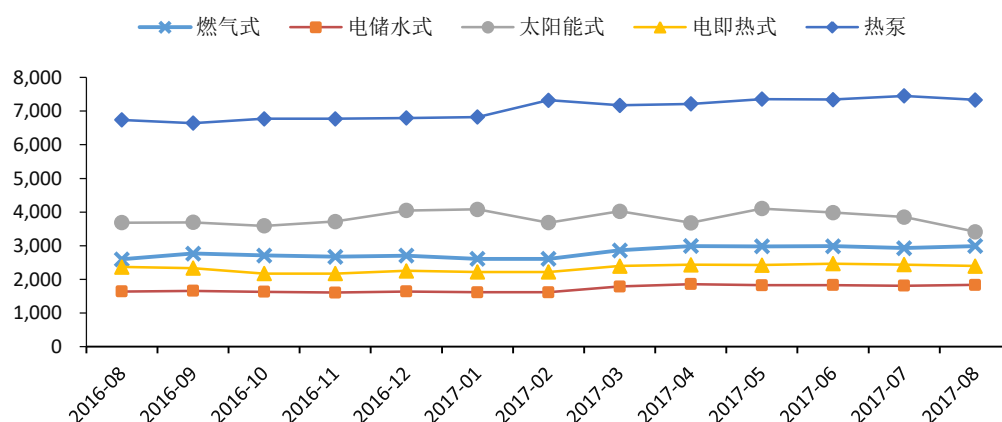
井口价	长输管网费	省级管网费	城市燃气输配费	合计
1.15	0.86	0.36	0.85	3.22

资料来源: 民生证券研究院整理

3、增长支撑-流动人口: 流动人口规模减小

流动人口下降, 利好燃气热水器销量提升。流动性人口租房时一般选用电热水器, 原因一是电热水器价格一般低于燃气热水器; 二是燃气热水器安装需要用户信息登记与相应的许可, 流动性人口较非流动人口而言, 购买安装燃气热水器受限。

图 29: 燃气热水器均价高于电储水式热水器与电即热式热水器

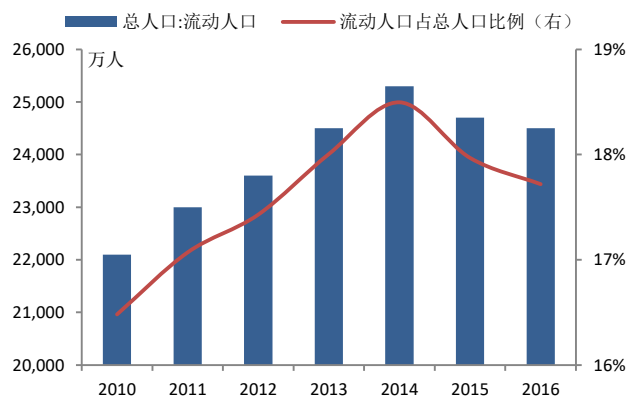


资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

2015 年 6 月国务院发布《国务院办公厅关于支持农民工等人员返乡创业的意见》, 农民工返乡将是大势所趋。

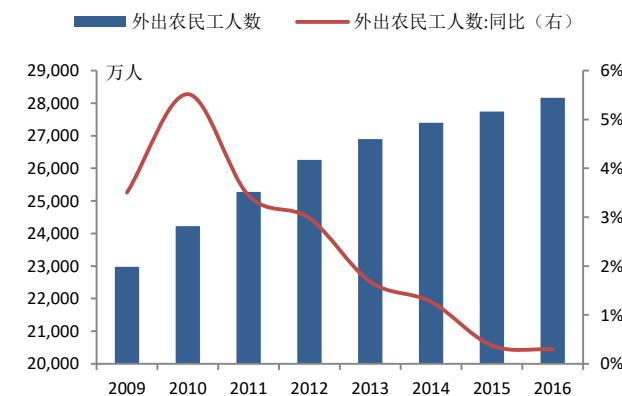
全国范围看, 中国流动人口数量于 2014 年出现拐点, 2011~2014 年平均每年增加约 800 万人, 但在 2015 年全国流动人口较 2014 年减少 600 万人、2016 年较 2015 年减少 200 万人; 在流动人口中, 外出农民工占 68%, 2016 年外出农民工数量仅增长 0.3%, 较 2010 年下降 5.22pct。我们认为流动人口下降非流动人口增加, 将一定程度扩大燃气热水器潜在需求量。

图 30: 流动人口减少



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 31: 外出农民工数量增速放缓



资料来源: wind, 民生证券研究院

4、增长支撑-消费升级：尤其是三四线城市消费升级拉动力明显

我国农村与城镇居民可支配收入均稳步提升，为热水器需求增长提供经济支撑。从地产数据来看，三四线地产销售持续向好，也为热水器需求量提升提供较强劲动力支撑。

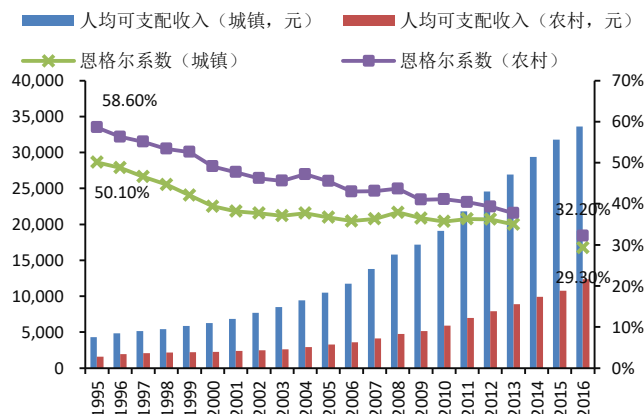
我们用“剔除 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积”来近似估算我国三四线城市商品房销售情况。同比数据显示，今年 1-8 月，剔除 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积同比增长率达到 20.22%，而同期 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积同比增长率仅为 4.68%，表明今年以来三四线城市销售情况明显好于一二线，为燃气热水器提供需求增长空间。

计算公式：

① 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积 = 40 大中城市中一线城市商品房销售面积 + 40 大中城市中二线城市商品房销售面积

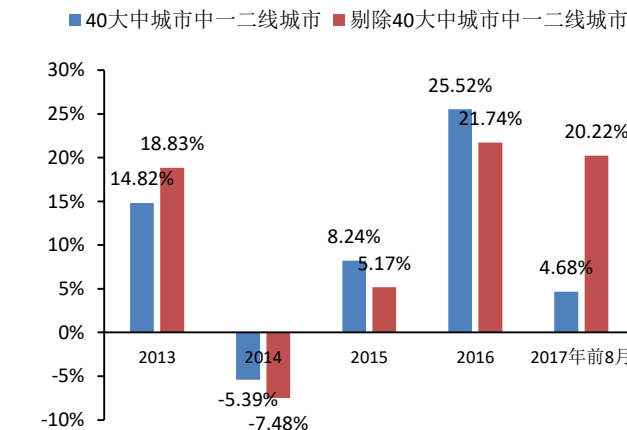
② 剔除 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积 = 全国商品房销售面积 - 40 大中城市中一二线城市商品房销售面积

图 32: 农村与城镇可支配收入提升



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 33: 商品房销售面积同比增速情况



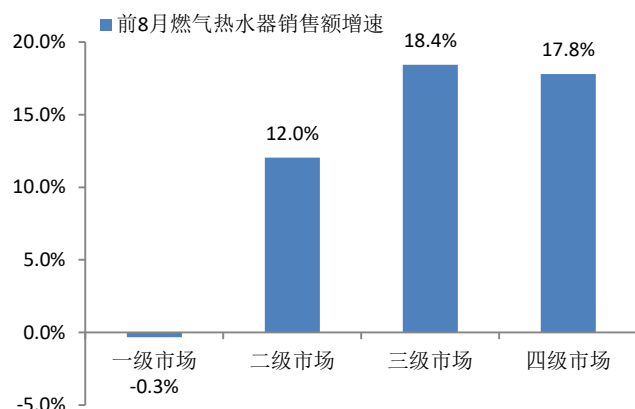
资料来源: wind, 民生证券研究院

三、万和燃气热水器：受益品牌定位和区域结构

1、国内市场行业龙头，获益行业普及式增长

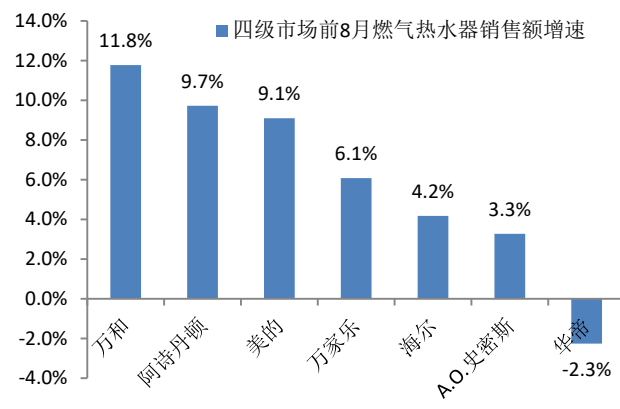
目前燃气热水器的增长仍以低端市场的普及为主，表现为一二线市场低速或无增长，而三四线城市高速增长。普及式需求的特点是寻找性价比，而由于万和与万家乐的市场定位在此，所以拥有比其他品牌更快速的增长，从数据端看，今年前8月四级市场中万和销售额增速11.8%，显著快于A.O.史密斯和海尔等。

图 34：燃气热水器的增长以低端市场普及为主



资料来源：中怡康，民生证券研究院

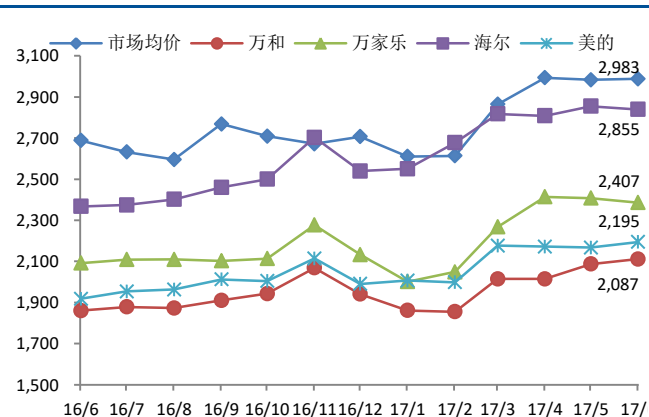
图 35：万和在低端市场的销售额增速快于其他品牌



资料来源：中怡康，民生证券研究院

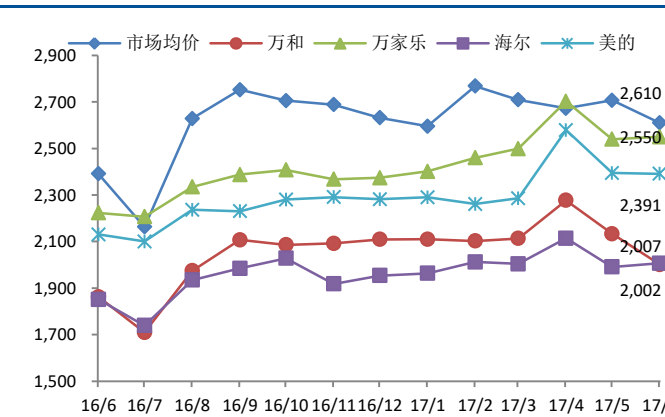
万和品牌定位中低端：中怡康监测数据显示，在主要的国内品牌中，万和与美的、万家乐等均价在 2000 出头，与当前中低端市场的需求相吻合。

图 36：国内主要燃气热水器品牌均价



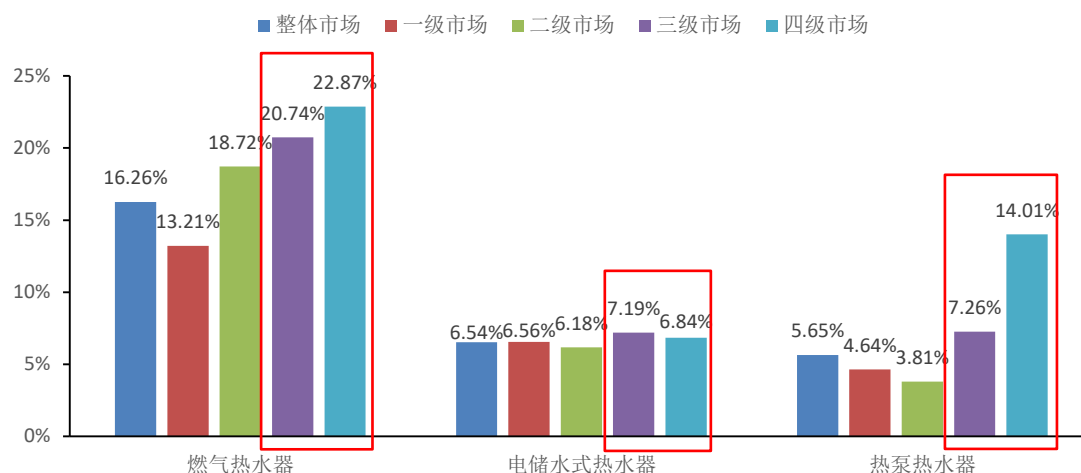
资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 37：国内主要电热水器品牌均价



资料来源：中怡康，民生证券研究院

渠道优势明显：万和品牌产品在三四级市场市占率优于一二级，燃气式热水器趋势更为明显。我们认为万和品牌在三四级市场的影响力更强，未来将最大化受益于三四线市场燃气热水器普及式增长。

图 38: 万和品牌热水器在三四级市场零售量市占率优于一二级市场


资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

未来集中度仍有提升空间。中怡康市场监测数据显示, 公司燃气热水器产品 2016 年度零售量份额为 16.71%, 已连续十三年行业排名第一。但对比空冰洗等竞争格局成熟的家电产品, 燃气热水器行业集中度仍有较大提升空间。中怡康监测数据显示, 冰箱、洗衣机、空调零售量市场份额第一的品牌市占率分别在 26%左右、27%左右和 35%左右。我们认为万和热水器无论是与其他类型热水器龙头比较还是与成熟大家电比较, 在零售量份额方面均存在提升空间。

表 6: 万和燃气热水器零售量份额领先 (2017 年 1-8 月累计数据)

	零售量份额		零售额份额	
燃气热水器	万和	16.26%	A.O. 史密斯	19.14%
	万家乐	13.47%	林内	12.72%
	美的	12.91%	万和	11.41%
电储水式热水器	海尔	27.02%	A.O.史密斯	31.68%
	美的	23.11%	海尔	27.87%
	A.O.史密斯	17.75%	美的	18.75%
	惠而浦	6.42%	万家乐	3.55%
	万和	6.54%	万和	3.50%
热泵热水器	A.O.史密斯	37.97%	A.O.史密斯	47.18%
	海尔	37.03%	海尔	32.18%
	格力	6.80%	美的	5.12%
	美的	6.22%	格力	5.10%
	万和	5.65%	万和	4.37%

资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

2、区域结构优势明显

万和品牌优势集中在南方:如前所述, 万和品牌热水器在中南部省份零售量市占率更具优势, 其中在安徽、江西、湖南、广东、广西地区零售量份额分别达到 29.26%、24.85%、25.68%、26.43%和 30.30%。而在北京及周边省份、上海、江浙地区市占率则较低, 平均零售量市占率不足 5% (图 25)。我们认为, 在南方地区天然气管道铺设与供给量呈更快增长的情况下, 公司区域结构优势更容易转化为收入提升。

四、壁挂炉：受益“煤改气”政策，未来三年高增长

壁挂炉市场品牌达 400 多家，我们测算去年万和产品市占率在 5% 左右，今年有望提升到 10% 以上，明年到 14% 以上。受“煤改气”带动，未来三年行业仍将快速增长，我们测算 2017 年因此带来的壁挂炉需求约 272 万台，2020 年累计达 2502 万台。带动公司今年壁挂炉业务收入达 5.4-6.8 亿元，2018 年将达到 10 亿以上。

（一）行业格局：竞争者众，国产品牌销量领先

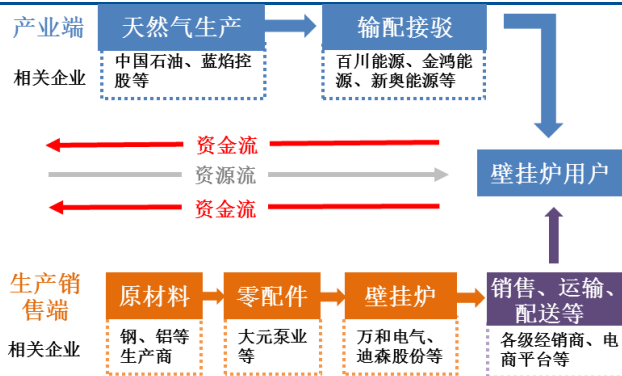
1、行业起步不久，400 余品牌竞逐

燃气壁挂炉又称燃气两用炉、燃气采暖热水炉，在我国的标准名称为“燃气壁挂式快速采暖热水器”，是指既能提供采暖用水又能提供卫生热水的一种燃气热水器，与热水器有着本质区别。目前已成为西欧家庭取暖的主要用品，欧洲国家壁挂炉的普及率已达到 60%。

图 39：壁挂炉示例



图 40：壁挂炉产业链



资料来源：万和电气官网，民生证券研究院

资料来源：民生证券研究院整理

2006 年 8 月燃气壁挂炉的行业标准 CJ/T228-2006 正式实施，使行业步入了标准规范的发展阶段。我国燃气壁挂炉行业虽然起步较晚，但发展迅速，目前已成为继燃气热水器、燃气灶具之后的第三大燃气产品。燃气壁挂炉作为独立的家庭采暖设备的广泛应用已逐渐成为一种趋势，普及率越来越高。燃气壁挂炉在我国的迅速发展与中国供热体制的改革直接相关，可以说**燃气壁挂炉是由集中采暖模式向分户采暖模式发展的产物**。另外，天然气的推广和国内房地产业的迅速发展也为燃气分户式采暖系统提供了良好的发展契机，为燃气壁挂炉提供了巨大的市场发展空间。

目前国内市场中壁挂炉品牌众多，有数据显示，在中国壁挂炉市场中国内外品牌多达 400 余个，其中国内主要品牌有小松鼠、万和等。

表 7：国内市场主要竞争品牌举例

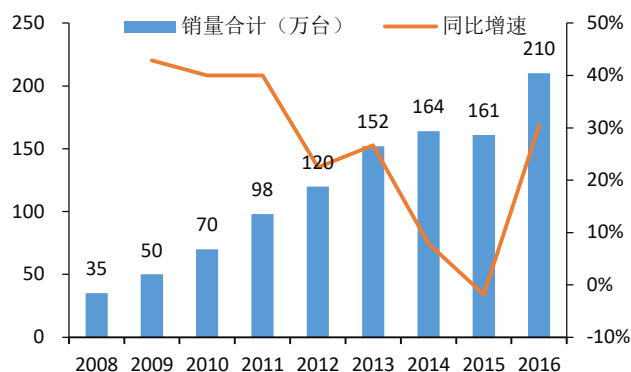
品 牌	
欧洲品牌	依玛 Immergas、阿里斯顿 Ariston、贝雷塔 Beretta、八喜 Baxi、威能 Vaillant、博世 Bosch、菲斯曼 Viessmann、法罗力 Ferroli、洛卡 Roca 等
韩国品牌	大宇 Daewoo、大成 Daesung、乐天 Lotte、魂都啦咪 Kiturami、庆东 KyungDong、大元 Daewon 等
国内品牌	小松鼠 Squirrel、万和 Vanward、诺科（半球）ROC、华帝、赛维达、美的 Midea、创尔特 Chant、海尔 Haier、成发炬宝、海多、海智、望尔福、三益等

资料来源：民生证券研究院整理

2、行业高速增长，万和市占率 5%左右

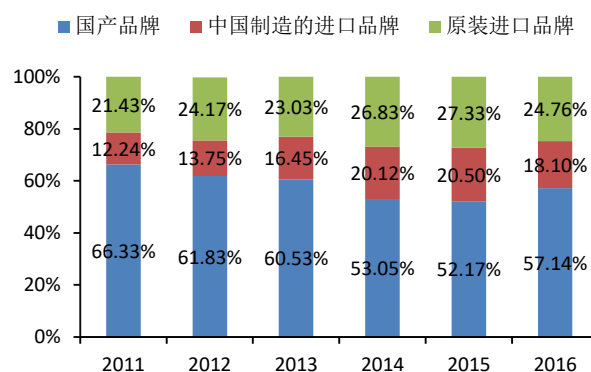
从销量来看，我国燃气壁挂炉销量规模快速增长，由 2008 年的年销量 35 万台，增长到 2016 年的 210 万台，年均复合增长率达 25%。销量结构方面，国产品牌的燃气壁挂炉销量占比超 50%，在我国壁挂炉市场中占据主导地位。

图 41：我国燃气壁挂炉市场销量快速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图 42：我国燃气壁挂炉市场销量结构：国产品牌主导

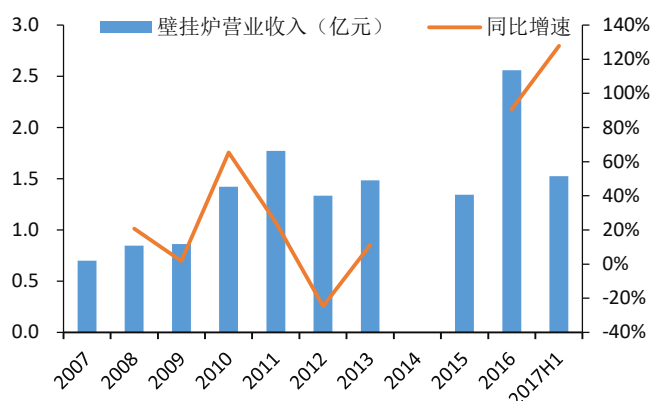


资料来源：wind，民生证券研究院

目前尚未有权威第三方机构对不同品牌燃气壁挂炉市占率进行统计排序，公司 2016 年壁挂炉产品收入约为 2.56 亿，假设单台壁挂炉产品出厂均价 2500 元，粗略计算出公司 2016 年壁挂炉产品销售量为 10.24 万台，以此测算出公司 2016 年销售量市占率约为 5%。

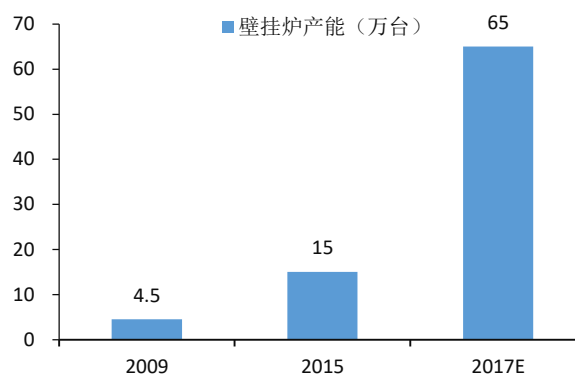
万和壁挂炉业务受“煤改气”政策影响，近两年快速增长。2016 壁挂炉产品营收增速超 90%，2017 年上半年壁挂炉产品营业收入 1.53 亿元，同比增速高达 127.73%。由于“煤改气”情况下壁挂炉产品品牌集中度相对较高，公司在本次“煤改气”产品销售中营收快速增加的同时，有望实现市占率的快速提升。

图 43：万和壁挂炉产品营业收入及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 44：万和电气壁挂炉产能



资料来源：公司年报，民生证券研究院

3、销售模式：政府、燃气公司、个人主导三种模式共存

我国目前壁挂炉销售模式有三类：政府主导、燃气公司主导和个人主导。不同销售模式下，壁挂炉厂商及消费者的自主权不一，其中燃气公司主导的模式下，消费者无自主选择权；

政府主导模式下，消费者有一定自主选择权；个人主导模式下，消费者享有充分自主选择权。

图 45：壁挂炉销售模式

	主导部门	壁挂炉采购环节	消费者选择权
垄断式	燃气公司	1、燃气公司直接向壁挂炉厂商采购，壁挂炉企业为燃气公司OEM 2、代理商向壁挂炉企业付款提货，然后销售给燃气公司	消费者无选择权
非垄断式1	政府	1、壁挂炉企业直接投标 2、壁挂炉企业委托代理商投标	部分情况下消费者有选择权： 1、政府根据排名划分销售台数，消费者无自主选择权； 2、政府提供平台，消费者自主选择，生产商自由竞争
非垄断式2	个人	消费者直接从线上/线下渠道商购买	消费者具备自主选择权

资料来源：民生证券研究院整理

（二）短期：“煤改气”带来北方地区壁挂炉市场爆发

“煤改气”的直接目的在于解决雾霾等大气污染问题，逐步提高燃气使用比例，以改善我国能源消费结构。2016年3月，国务院颁发《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，要求推进重点城市的“煤改气”工程，新增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。此后，“煤改气”工程在各省市区逐渐开展落实工作。

表 8：煤改气政策梳理

时间	主要内容	主要省份
2016. 03	国务院颁发《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，要求加快实施“煤改气”工程，增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。	京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点。
2016. 04	河北省出台《河北省散煤污染治理专项行动方案》，统筹燃气、电力供应条件，积极推进居民采暖。	河北省
2016. 06	环保部发布《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》，要求限时完成农村散煤清洁化替代。	北京市、河北省
2016. 11	山东省出台《山东省人民政府关于推进农村地区供暖工作的实施意见》，至 2018 年底全部农村公共场所和农村新型社会实现冬季清洁供暖；到 2020 年底，全省 70% 以上的村庄实现清洁供暖。	山东省
2017. 03	环保部、发改委、能源局等多部门联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，要求全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，将“2+26”城市列为地方地区清洁取暖首批实施范围。	北京、天津、河北、山西、山东、河南
2017. 04	山西省政府出台《山西省大气污染防治 2017 年行动计划》，统筹“煤改气”规划与实施，加大气源保障力度。	山西省
2017. 08	环保部印发《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。	“2+26”城市

资料来源：民生证券研究院整理

注：“2+26”城市包括北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸市，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市（含河北省雄安新区、辛集市、定州市，河南省巩义市、兰考县、滑县、长垣县、郑州航空港区）。

2017 年 5 月，财政部印发的《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》明确，农村清洁供暖的中央财政补贴标准为直辖市 10 亿元/年，省会城市 7 亿元/年，地级市 5 亿元/年。地方配套的补贴政策力度也极大，例如廊坊地区合计每户补贴达 8000 元

以上。强力的中央和地方财政补贴，将加速区域农村清洁供暖工程及煤改气工作的推进。

表 9：京津冀部分城市煤改气补贴政策统计

地区	接驳费用补贴	设备补贴	天然气消费补贴
北京通州	9000 元/户	90%，上限 7200 元/台	2440 元/年
廊坊、保定	4000 元/户	70%，上限 2700 元/台	1 元/立方米，上限 1200 元/年
沧州	2600 元/户	70%，上限 5000 元/台	1000 元/年
石家庄	2900 元/户	1000 元/台	上限 900 元/年
衡水	无	2600 元/台	1.5 元/立方米
邯郸	3000 元/户	无	无
太原	无	5000 元/台	1500 元/年
郑州	无	上限 3500 元/台	1 元/立方米，上限 600 元/年

资料来源：民生证券研究院整理

2017 年 8 月 21 日，环保部印发《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。要求全面完成以电代煤、以气代煤任务，2017 年 10 月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上。其中，北京市 30 万户、天津市 29 万户、河北省 180 万户、山西省 39 万户、山东省 35 万户、河南省 42 万户。北京、天津、廊坊、保定市 2017 年 10 月底前完成“禁煤区”建设任务，散煤彻底“清零”。我们判断“煤改气”工程今年将带来超 200 万台壁挂炉需求量。

表 10：“2+26”城市散煤治理涉及“壁挂炉”产品相关煤改气工程措施梳理

城市	主要任务	完成时限	工程措施
北京	实施 700 个平原村煤改清洁能源	2017 年 10 月底前	完成 700 个平原村（约 30 万户）、1400 个村委会和村民公共活动场所、79 万平方米籽种农业设施煤改清洁能源工作。其中，房山区 110 个、通州区 209 个、大兴区 186 个。城区和南部四区平原地区实施“煤改清洁能源”的区域全面取消散煤销售点。
天津	武清区“无煤区”建设、电代煤、气代煤	2017 年 10 月底前	完成武清区“无煤区”建设，对 610 个村、18.7 万户实行清洁能源替代，对 218 家燃煤设施实施“电代煤”、“气代煤”。 完成静海、蓟州、宝坻、北辰、河北等区 10 万户散煤清洁能源替代工程。
石家庄	加快城市、农村散煤综合治理	2017 年 10 月底前	“1+4”组团城市实现散煤“清零”。长安区、裕华区、桥西区、新华区、高新区、藁城区、正定县（含正定新区）、鹿泉区、栾城区、循环化学园区全面完成清洁取暖。 完成气代煤、电代煤 39 万户以上（含四组团），农村服务业分散燃煤全面取缔，农业生产散煤治理完成 50%。
唐山	加快城乡散煤综合治理	2017 年 10 月底前	路南、路北、高新 3 区全面完成清洁取暖任务。其中，路南区气代煤 18982 户，路北区气代煤 12831 户，高新区气代煤 17752 户。全市完成气代煤、电代煤 50000 户。
保定	加快禁煤区建设	2017 年 10 月底前	1296 个村、573877 户全面完成气代煤、电代煤建设。
廊坊	强力推进散煤清洁化替代	2017 年 10 月底前	推进气代煤和电代煤，完成禁煤区内（荣乌高速以北）40 万户居民清洁能源替代，同步推进荣乌高速以南霸州、文安、大城农村地区 30 万户居民清洁能源替代。全部区县实现清洁取暖。 已设立的“禁燃区”“禁煤区”取消煤炭销售网点。
沧州	农村及农业散煤整治	2017 年 10 月底	完成气代煤、电代煤 10 万户（含城区 3 万户）；全市农村服务业分散燃煤全面取缔，农业生产散煤治理完成 50%。
衡水	推进气代煤、电代煤工作	2017 年 10 月底前	全市所有县市区全部启动城乡气代煤、电代煤工作，2017 年采暖季前完成 10 万户。
邢台	主城区内散煤“清零”；农村及农业散煤治理	2017 年 10 月底前	主城区： 主城区范围内除集中供热和重点企业原料用煤外，一律禁止运输、储存、销售和使用燃煤，全面实现主城区散煤“清零”。 农村： 完成气（电）代煤工程改造 10 万户（含主城区 1.5 万户）。
邯郸	绕城高速以内散煤“清零”；农村及农业散煤整治	2017 年 10 月底前	主城区范围内除集中供热和重点企业原料用煤外，一律禁止运输、储存、销售和使用燃煤，全面实现主城区散煤“清零”。完成煤改气 39591 户。邯山区、复兴区、丛台区全面实现煤改气等方式清洁取暖。 全市完成气代煤、电代煤 10 万户（含主城区）；农村服务业分散燃煤全面取缔，农业生产散煤治理完成 50%。
雄安新区	散煤清洁替代	2017 年 10 月底前	加大实施以气代煤、以电代煤力度。
辛集	中心城区散煤“清零”；农村及农业散	2017 年 10 月底前	在城市规划区内（北至石黄高速公路，南至石济客运专线，西至市行政管辖边界，东至北端到军齐排干以西、南端至双柳树村东纵向公路，总面积约为 187 平方公里）实现燃

煤整治			煤“清零”。
			完成气代煤 0.6 万户；全市农村服务业分散燃煤全面取缔，农业生产散煤治理完成 50%。
定州	加快农村散煤综合治理	2017 年 10 月底前	全市完成气代煤、电代煤 3 万户。全域取缔分散燃煤。
太原	冬季清洁取暖改造；禁煤区建设	2017 年 10 月底前	完成 111991 户农村清洁供暖改造任务，其中市区农村共计 203 个、81991 户，清徐县 20000 户、阳曲县 10000 户。年内实现市区及周边农村清洁供暖全覆盖。将市区划为禁煤区，并制定禁煤实施方案，完成除煤电、集中供热和原料用煤企业外燃料煤炭“清零”任务。
阳泉	冬季清洁取暖工程	2017 年 10 月底前	完成 5.6 万户以气代煤、以电代煤工程，其中“煤改气”5.3 万户、“煤改电”0.3 万户。
长治	冬季清洁取暖改造	2017 年 10 月底前	完成主城区及周边 15km 范围内 118005 户居民冬季清洁取暖“以电代煤”“以气代煤”改造。其中，热电联产集中供热改造 29214 户，以电代煤改造 8819 户，以气代煤改造 79972 户。
晋城	冬季清洁取暖改造	2017 年 10 月底前	全市完成 11.2 万户居民清洁取暖改造任务，其中以气代煤改造 7.1 万户，以电代煤改造 0.3 万户，清洁集中供热 3.8 万户。市区划定“禁煤区”面积约 42 平方公里，完成除煤电、集中供热和原料用煤企业外燃料煤炭“清零”任务。
济南	以气代煤或以电代煤工程	2017 年 10 月底前	完成小岭村安置房清洁能源采暖项目、扳倒井安置房清洁能源采暖项目等棚户区 and 老旧小区整治改造任务；实施华山片区、绿地滨河片区等清洁供暖项目，实现 5.025 万户以气代煤或以电代煤工程。
淄博	清洁能源替代	2017 年 10 月底前	完成 5 万户以气代煤、以电代煤工程。
济宁	主城区散煤“清零”；农村散煤治理	2017 年 10 月底前	主城区： 完成 5 万户以气代煤、以电代煤工程，其中，任城区、邹城市、兖州区、曲阜市各 0.5 万户，其他县市区各 0.3 万户。 农村： 未实行以气代煤、以电代煤工程的地区，全部实施清洁煤炭替代，禁止销售劣质散煤。
德州	煤改气、煤改电；完成全市散煤清洁化治理	2017 年 10 月底前	全市完成 5 万户煤改气、煤改电工作。加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，全年推广 125 万吨清洁煤。
聊城	居民清洁取暖工程	2017 年 10 月底前	完成“气代煤、电代煤”5.4 万户。
滨州	清洁取暖重点工程	2017 年 10 月底前	完成气代煤、电代煤 5.5 万户。
菏泽	推进以气代煤、以电代煤	2017 年 10 月底前	采取集中供暖替代或以气代煤、以电代煤方式替代 10 万户，其中：牡丹区 1.2 万户、市开发区 0.6 万户、市高新区 0.2 万户、其他县市区各 1 万户。
郑州	开展“电代煤”、“气代煤”工程	2017 年 10 月底前	完成城市建成区及以外区域和县城的燃煤替代工作，集中供热覆盖区域内的实施集中供热，完成气代煤、电代煤 8 万户。
开封	气代煤、电代煤工程	2017 年 10 月底前	完成气代煤、电代煤 5 万户。
安阳	完成电代煤、气代煤任务	2017 年 10 月底前	完成 5 万户电代煤、气代煤工作。
鹤壁	气代煤、电代煤	2017 年 10 月底前	完成气代煤、电代煤 5 万户以上。
新乡	以气代煤、以电代煤	2017 年 10 月底前	完成 5 万户以上气代煤和电代煤工作。
焦作	完成电代煤、气代煤年度改造任务	2017 年 10 月底前	完成 5 万户以电代煤或以气代煤改造任务。
濮阳	气代煤、电代煤	2017 年 10 月底前	完成气代煤（4 万户）、电代煤（1 万户）。洁净型煤替代工程（覆盖乡村户数 63.24 万户）。
巩义	完成电代煤、气代煤任务	2017 年 10 月底前	完成 1 万户电代煤、气代煤工作。
河南滑县	完成电代煤、气代煤任务	2017 年 10 月底前	完成 1 万户电代煤、气代煤工作。其中，气代煤 0.7 万户、电代煤 0.3 万户。
河南长垣县	完成电代煤、气代煤任务	2017 年 10 月底前	完成 1 万户电代煤、气代煤工作，其中气代煤 0.4 万户、电代煤 0.6 万户。

资料来源：《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，民生证券研究院

2017 年“煤改气”带来壁挂炉需求量测算：

已知：1、2017 年北京、天津、河北、山西、山东、河南计划改造户数；2、第六次人口普查数据中的农村户数。

假设：1、“电代煤、气代煤”用户中“煤改气/气代煤”占比（北京、天津、河北、山西地区地貌多平原，假设占比 80%；山东 70%；河南 60%）；2、预计 2020 年清洁能源改造

率，北京天津 100%，其他省份 70%。

经测算，2017 年因“煤改气”导致的我国燃气壁挂炉需求量达到 272 万台，2020 年燃气壁挂炉需求量累计有望达到 2502 万台。如果万和产品占比达到 8-10%，今年“煤改气”工程为万和带来的壁挂炉需求量将达到 22-27 万台，假设以 2500 元/台计算，预计将会给公司带来 5.4-6.8 亿元收入。

表 11：“煤改气”带来的壁挂炉市场空间测算

地区	2017 年计划改造户数 (万户)	煤改气比例	2017 年预计煤改气户数 (万户)	农村户数 (万户)	2020 年清洁能源改造率	2020 年潜在完成煤改气户数 (万户)
北京	30	80%	24	88	100%	70
天津	29	80%	23	79	100%	63
河北	180	80%	144	1142	70%	640
山西	39	80%	31	523	70%	293
山东	35	70%	25	1556	70%	762
河南	42	60%	25	1603	70%	673
合计	355		272	4991		2502

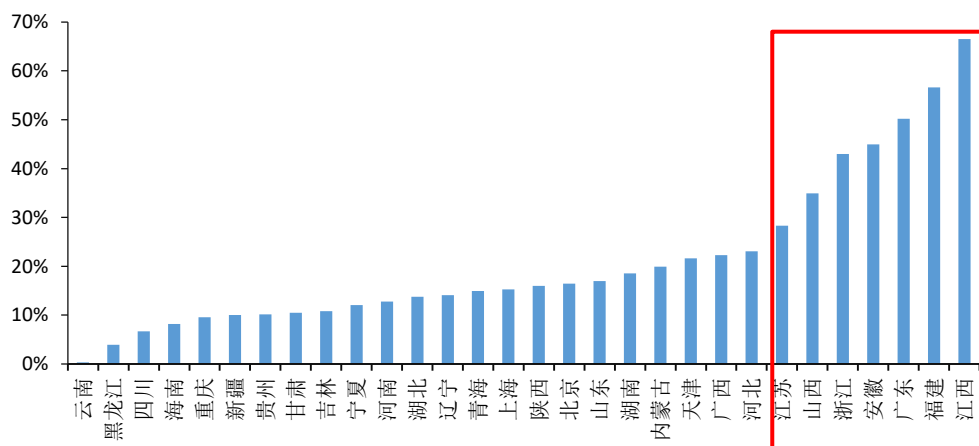
资料来源：民生证券研究院整理

(三) 中长期：消费升级趋势下，全国范围推广

从全国各个省 2005-2015 年天然气消费量复合增长率来看，我国中部和南部省份增速排名靠前。我们判断这一方面与基建和政策导向相关，另一方面与居民消费升级相关。江苏、浙江、安徽等中部省份冬季潮湿阴冷，但以前并没有集中供暖，大多数旧小区均没有配套集中供暖设施。近年，随着居民消费能力的提升，自采暖用户快速增长，从而带动天然气消费快速增长。

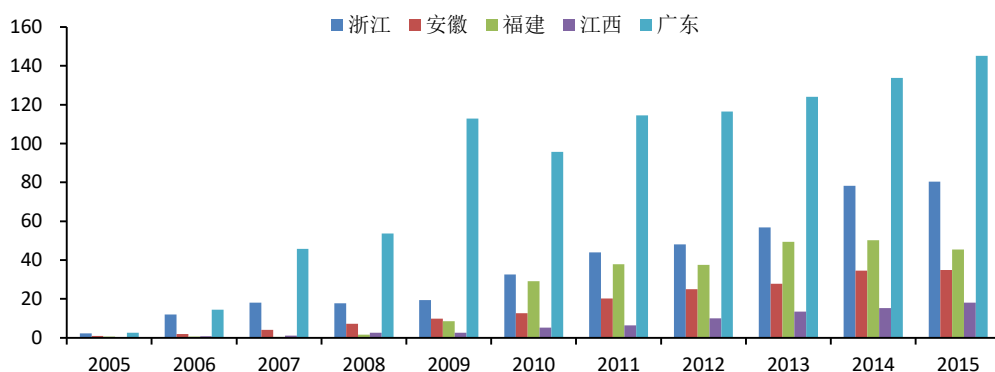
未来随着天然气气源保障加强与天然气价格下调，非集中供暖区域内采用壁挂炉取暖用户量有望快速增加。我们判断到 2020 年北方地区“煤改气”基本完成时，中南部地区壁挂炉市场也将逐步形成并扩大，带来全国范围内壁挂炉需求量提升。

图 46：主要省份 2005-2015 年天然气消费量复合增长率比较，中南部省份增速明显



资料来源：wind，民生证券研究院

图 47：增速较快的省份 2005-2015 年每年天然气消费量（单位：亿立方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

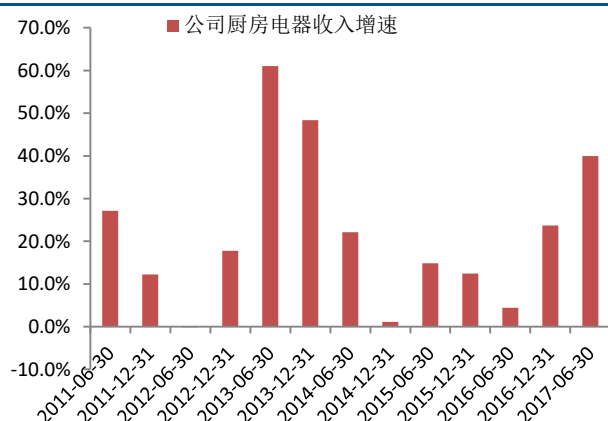
五、燃气灶等其他厨房电器：收入有望维持高增长

对于厨房电器行业而言，由于东西方饮食和烹饪习惯的差异，国际市场的厨房电器产品与国内市场存在较大差异，国际市场主流的厨房电器产品包括烤箱灶、烤炉、吸油烟机等，其中吸油烟机在产品诉求方面与国内市场差异较大，烤箱灶、烤炉目前在国内市场基本无销售。燃气烤炉在北美市场、欧洲市场的普及率较高，各种档次和类型的产品需求量较大，南美洲、大洋洲受消费习惯转变的影响，市场需求亦逐年增长。

公司厨电业务内外销收入均有保障：内销方面，2017 年 6 月，公司在北京中国电影导演中心举办了主题为“大·不一样”的 2017 年品牌战略暨 X12A 新品吸油烟机发布会，会上万和宣布大力进军高端厨电，从热水器“单品类”巨头向“热水器+厨电”的“双子星”战略迸发，将单一品类巨头向多品类领先品牌延伸，起到较好营销宣传效果。出口方面，今年原材料价格上涨压力下，国内规模较小的烤炉、烤箱灶等承接海外订单的代工厂商接单量有可能下调，部分订单大概率转移至万和，带来公司厨电业务出口收入快速增长。

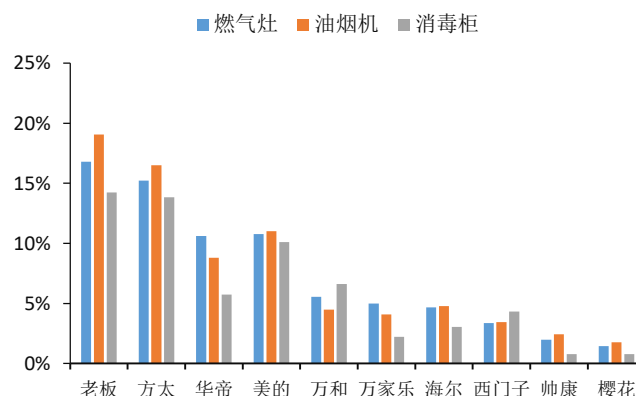
我们预计公司今年厨电销售收入同比有望实现 30% 以上的增长，未来三年仍将保持高速增长状态。

图 48：公司厨房电器业务收入增速呈加快趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 49：2017 年 1-9 月中怡康烟灶消毒零售量份额比较



资料来源：中怡康，民生证券研究院

六、内销渠道、品牌管理强化，出口议价能力增强

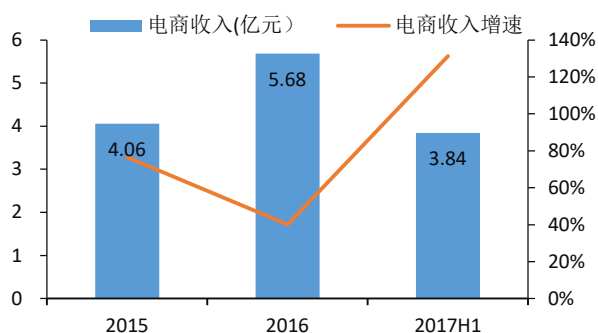
(一) 渠道建设多元化

公司积极拓展多元化渠道布局：

线上端：一方面，公司在三大主要电商平台（天猫、京东、苏宁易购）采取直营模式，为用户提供一站式物流配送安装服务；另一方面，2017年8月，万和电气的官方商城正式运营，将有望通过整合网络、实体和社群空间，发力新零售，打破传统电商和线下实体店中间的隔阂。公司电商收入快速提升，2016年电商收入56839.29万元，同比增长40.04%，占营业收入总额11.46%；2017年上半年电子商务实现销售收入38421万元，比上年同期增长131.26%，占营业收入总额12.53%。随着公司线上渠道管理运营综合能力提升，未来公司线上收入有望继续保持快速增长。

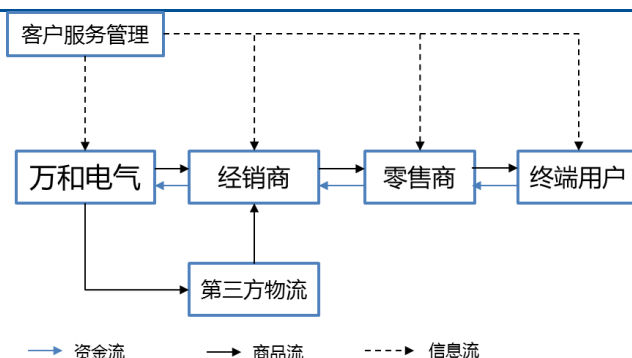
线下端：采取经销商为主的销售模式进行产品销售。目前公司已经建立了超过15000个渠道网点，渠道资源分布在全国32个省、市、自治区，覆盖全国90%的地级市和70%的县级地区，与一级经销商形成了利益共同体，基本实现了从一线市场到乡镇渠道的全面覆盖，包括以经销商为主导的自建专卖店和众多依托于全国家电连锁卖场、地方家电连锁卖场和百货商场的各种类型的“店中店”，拥有行业内较为领先的渠道覆盖率。

图 50：万和电气电商收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 51：公司经销商模式

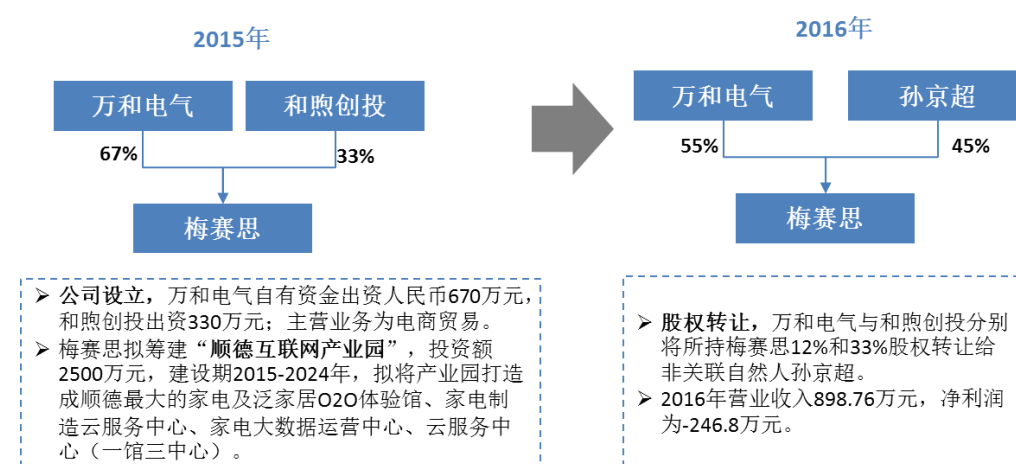


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 品牌管理不断强化

“梅赛思”打造高端新品牌，利好长期发展。2015年，公司新增“梅赛思”和意大利 Unical AG S.p.A 授权的国际品牌“Schuster”，从品牌塑造着手，深化战略转型。梅赛思品牌专注于高端智能白色家电、黑色家电、信息家电、燃气具等泛家居电器产品的研发、开发和销售，核心定位于“高端智能、私享定制”。公司计划一方面利用信息技术对全产业链进行整合，将上游供应链和下游的销售、服务体系进行优化配置，另一方面，对家居相关产品资源进行整合，拓展业务范围。我们认为随着梅赛思“顺德互联网产业园”建成，未来在品牌力、渠道力方面都会有明显提升，有望转化成收入与利润端规模增长。

图 52：公司参与设立子公司，“梅赛思”定位高端



资料来源：公司公告，民生证券研究院

成立广东万博子公司与合肥万博孙公司，强化品牌管理。为满足公司战略和业务发展的需要，继续专注于家用热水解决方案的研发和生产，公司于2016年5月6日与博世荷兰、博世中国签订了《合资合同》，拟在储水式电热水器、即热式电热水器、热泵热水器、太阳能热水器以及水箱领域进行合作，共同投资设立合资公司广东万博电气有限公司，投资总额为人民币41,200万元，注册资本为人民币30,000万元，并于2017年3月17日完成了工商设立登记手续；2017年4月18日，广东万和在合肥市长丰县设立全资子公司合肥万博电气有限公司，注册资本7,000万元。

表 12：广东万博出资比例与出资方式

出资方	认缴出资额（万元）	持股比例	出资方式
万和电气	15000	50%	现金出资
罗伯特·博世投资荷兰有限公司	12000	40%	现金出资
博世（中国）投资有限公司	3000	10%	现金出资
合计	30000	100%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

基于合资公司与博世 TT 另行签署的博世贴牌加工供应协议，由合资公司生产博世品牌的合资产品，博世 TT 销售渠道销售博世品牌的合资产品；基于合资公司与万和电气及其在中国境内的关联公司另行签署的贴牌加工供应协议，由合资公司生产万和品牌的合资产品，万和销售渠道销售万和品牌的合资产品。

成立合资公司实现共赢。博世公司是欧洲顶级的高效供暖产品及舒适热水解决方案供应商，而万和电气的热水器及热水系统的技术研发及专业制造规模国内领先。广东万博、合肥万博的建立将使公司在储水式电热水器、即热式电热水器、热泵热水器、太阳能热水器以及水箱领域提升市场竞争力，将对公司热水器及热水系统的技术研发、专业制造等战略性产业布局得到进一步优化。博世公司相关领域产品开发和质量控制方面的知识及经验，将在合作过程中得到充分的利用，同时公司的成本控制和国内市场网络控制能力将得到进一步发挥，实现双方共赢。

(三) 海外市场议价能力提升

公司产品除在国内销售外，还远销欧洲、南美、中东、北非市场。目前公司出口销售通过 OEM 或 ODM 方式为海外品牌商或大型零售商贴牌生产，尚未形成自主品牌销售，在整个价值链中处于相对低端的环节，但我们认为公司海外收入仍有望保持快速增长：

- 一是公司产品品质保证，海外大客户相对稳定；
- 二是公司有意识的减少 OEM 订单，提高 ODM 业务比重，凭借自身研发与设计能力不断开发出适合国外人群的新产品和附加值更高的产品，提升在价值链中的地位和盈利能力；
- 三是随公司出口议价能力增强，公司新增客户在合同条款中逐步增设了价格与汇率变动或与主要原材料价格变动相挂钩的条款，通常约定当外部市场环境发生较大变化时（如原材料价格或交易货币汇率发生变化且升、降幅度超过 3% 时），经双方同意可重新定价，通常在与客户签订的合同或协议中保留价格重新确认的条款。我们认为，这将有效转嫁上游成本上涨压力、规避外部市场环境变化带来的风险。

七、看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级

(1) 短期来看：1、燃气热水器受益于天然气基建推进、流动性人口减少与消费升级，公司燃气热水器规模与市占率有望持续提升；2、其他厨电业务在营销渠道端不断发力的情况下也有望保持快速增长；3、受益于“煤改气”实施，今年公司壁挂炉产品有望爆发性增长；4、出口业务方面随着公司议价能力提升，也会在销量和均价方面有较大改善；5、公司投资的揭东农商行营业情况明年改善确定性较强，主业稳定增长叠加投资收益增加有望带来明年业绩高增长。

(2) 中长期来看：南方地区天然气使用有望加速普及，带动燃气热水器以及壁挂炉产品的需求增长。公司作为燃气热水器行业龙头，有望持续受益。

(3) 在原材料大幅涨价的背景下，公司在 2017 年产品出货涨价不多。从 2018 年开始，公司产品出货端有望提价 15%-20%，这将极大的改变公司的盈利状况。今年公司是增收不增利，明年在收入快速增长的同时，有望实现利润端的飞速增长。

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.98 元、1.49 元、1.88 元，对应 PE 为 22 倍、15 倍和 12 倍，给予强烈推荐评级。

表 13：公司主要产品未来三年收入及增速预测

产品（分品类）	2017 年 E		2018 年 E		2019 年 E	
	营业收入（亿元）	同比增速	营业收入（亿元）	同比增速	营业收入（亿元）	同比增速
生活热水	38.82	51.50%	50.87	31.05%	62.99	23.82%
燃气热水器	19.97	23.20%	25.72	28.8%	31.12	21.00%
电热水器	7.41	15.00%	8.29	12.00%	9.12	10.00%
壁挂炉	10.70	317.87%	15.81	47.81%	21.49	35.91%
其他热水器	0.74	80.00%	1.04	40.00%	1.25	20.00%
厨房电器	26.92	30.16%	31.84	18.26%	37.03	16.31%
烟机	5.29	30.00%	6.35	20.00%	7.30	15.00%
灶具	4.67	30.00%	5.60	20.00%	6.44	15.00%
烟熏机	0.91	30.00%	1.00	10.00%	1.08	8.00%
消毒柜	0.72	30.00%	0.79	10.00%	0.85	8.00%
烤炉	15.34	31.00%	18.10	18.00%	21.36	18.00%
合计	65.74	32.56%	82.71	25.81%	100.02	20.93%

资料来源：民生证券研究院整理

表 14：相关公司估值比较（2017-12-01）

公司代码	公司简称	收盘价 (2017-12-01)	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002508	老板电器	45.68	433.52	1.71	2.26	2.75	27	20	17
002035	华帝股份	28.00	162.89	0.86	1.15	1.47	33	24	19
002677	浙江美大	16.65	107.57	0.42	0.54	0.66	40	31	25
300335	迪森股份	19.64	71.18	0.59	0.85	1.10	33	23	18

资料来源：wind，民生证券研究院

八、风险提示

终端需求不及预期，“煤改气”政策对壁挂炉销量带动持续时间有限，汇率波动风险，原材料价格上涨风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,960	6,963	8,738	10,562
营业成本	3,309	4,692	5,848	7,031
营业税金及附加	39	53	67	81
销售费用	877	1,267	1,573	1,901
管理费用	295	418	524	634
EBIT	439	533	726	916
财务费用	(34)	(47)	(51)	(60)
资产减值损失	3	42	34	27
投资收益	25	(39)	20	20
营业利润	495	499	762	968
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	519	520	783	989
所得税	89	88	129	163
净利润	430	432	654	826
归属于母公司净利润	431	432	654	826
EBITDA	580	638	833	1,025

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1208	1299	1524	2149
应收账款及票据	1290	1735	2216	2684
预付款项	58	69	91	107
存货	875	1220	1506	1816
其他流动资产	13	13	13	13
流动资产合计	3471	4340	5328	6734
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	781	808	823	842
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1620	1625	1615	1608
资产合计	5090	5966	6943	8341
短期借款	21	21	21	21
应付账款及票据	1342	1644	2090	2496
其他流动负债	195	195	195	195
流动负债合计	2084	2849	3173	3745
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	75	75	75	75
非流动负债合计	83	83	83	83
负债合计	2167	2932	3256	3828
股本	440	440	440	440
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益合计	2923	3034	3687	4513
负债和股东权益合计	5090	5966	6943	8341

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.3%	40.4%	25.5%	20.9%
EBIT 增长率	41.6%	21.5%	36.1%	26.2%
净利润增长率	35.1%	0.1%	51.5%	26.3%
盈利能力				
毛利率	33.3%	32.6%	33.1%	33.4%
净利率	8.7%	6.2%	7.5%	7.8%
总资产收益率 ROA	8.5%	7.2%	9.4%	9.9%
净资产收益率 ROE	14.7%	14.2%	17.7%	18.3%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.6
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	40.3	39.9	40.0	40.0
存货周转天数	92.1	94.9	94.0	94.3
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.0	1.5	1.9
每股净资产	6.6	6.9	8.4	10.3
每股经营现金流	2.0	0.5	1.4	1.6
每股股利	1.2	0.7	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.1	22.0	14.6	11.5
PB	3.3	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	14.4	12.9	9.6	7.2
股息收益率	5.7%	3.4%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	430	432	654	826
折旧和摊销	144	147	142	137
营运资金变动	343	(377)	(153)	(235)
经营活动现金流	884	221	604	688
资本开支	402	90	77	81
投资	350	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(129)	(57)	(61)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	20	0	0	0
筹资活动现金流	(310)	(1)	(322)	(1)
现金净流量	534	91	224	626

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司主要产品	4
图 2: 公司主营收入结构 (分产品)	4
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 公司营业总收入 (亿元) 及增速	5
图 5: 归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 6: 公司内销/出口收入 (亿元) 及增速	6
图 7: 公司内销/出口收入占比	6
图 8: 公司毛利率与净利率水平稳中有升	6
图 9: 内销毛利率提升明显	6
图 10: 全国居民年末耐用消费品每百户拥有量	7
图 11: 五类热水器产品示例图片	7
图 12: 线下市场中各品牌下热水器类型占比	8
图 13: 电热水器主导北方、云贵及福建市场	8
图 14: 我国西部、中南部地区用户偏爱燃气热水器	9
图 15: 五类热水器零售量占比 (2017 年 1-8 月累计数据)	9
图 16: 五类热水器行业集中度前三 (2017 年 1-8 月累计数据)	9
图 17: 市场份额: 燃气热水器优势开始显现	10
图 18: 燃气热水器销量近年来呈现快速增长局面	10
图 19: 国内品牌产品在零售量与零售额份额方面均领先	11
图 20: 我国市场中七大品牌燃气热水器市占率	11
图 21: 7 大品牌定位不同, 均价差异较大	11
图 22: 外资以一线城市为主, 万和万家乐相对均衡	11
图 23: 一二三四级市场燃气热水器市占率顺次降低	12
图 24: 17 年 1-8 月燃气式与电储水式热水器市占率同比变动	12
图 25: 各品牌在不同省份市占率存有差异	12
图 26: 燃气热水器销量及同比增速	13
图 27: 2017 年中国天然气管道分布图 (截至 2017 年 6 月)	14
图 28: 我国管道天然气价格管理体系	15
图 29: 燃气热水器均价高于电储水式热水器与电即热式热水器	16
图 30: 流动人口减少	17
图 31: 外出农民工数量增速放缓	17
图 32: 农村与城镇可支配收入提升	17
图 33: 商品房销售面积同比增速情况	17
图 34: 燃气热水器的增长以低端市场普及为主	18
图 35: 万和在低端市场的销售额增速快于其他品牌	18
图 36: 国内主要燃气热水器品牌均价	18
图 37: 国内主要电热水器品牌均价	18
图 38: 万和品牌热水器在三四级市场零售量市占率优于一二级市场	19
图 39: 壁挂炉示例	20
图 40: 壁挂炉产业链	20
图 41: 我国燃气壁挂炉市场销量快速增长	21
图 42: 我国燃气壁挂炉市场销量结构: 国产品牌主导	21
图 43: 万和壁挂炉产品营业收入及增速	21
图 44: 万和电气壁挂炉产能	21
图 45: 壁挂炉销售模式	22
图 46: 主要省份 2005-2015 年天然气消费量复合增长率比较, 中南部省份增速明显	25
图 47: 增速较快的省份 2005-2015 年每年天然气消费量 (单位: 亿立方米)	26
图 48: 公司厨房电器业务收入增速呈加快趋势	26
图 49: 2017 年 1-9 月中怡康烟灶消零售量份额比较	26
图 50: 万和电气电商收入及增速	27
图 51: 公司经销商模式	27

图 52: 公司参与设立子公司, “梅赛思”定位高端.....28

表格目录

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司主要产品与销售市场.....	6
表 3: 五类热水器优劣势比较 (2017 年 1-8 月累计数据)	10
表 4: “十三五”天然气行业发展主要指标.....	14
表 5: 某城市天然气终端价格构成, 输配环节高达 2.07 元/方 (单位: 元/方)	16
表 6: 万和燃气热水器零售量份额领先 (2017 年 1-8 月累计数据)	19
表 7: 国内市场主要竞争品牌举例.....	20
表 8: 煤改气政策梳理	22
表 9: 京津冀部分城市煤改气补贴政策统计	23
表 10: “2+26”城市散煤治理涉及“壁挂炉”产品相关煤改气工程措施梳理	23
表 11: “煤改气”带来的壁挂炉市场空间测算	25
表 12: 广东万博出资比例与出资方式.....	28
表 13: 公司主要产品未来三年收入及增速预测.....	30
表 14: 相关公司估值比较 (2017-12-01)	30

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。