

**万家乐** (000533.SZ/000533 CH)

干变业务与燃气热水器将出现双赢

Rmb6.55

**增持**

首次评级

公司拜访

动态更新

V 王志霖

W 886.2.2181.8730

X stephen.wang@kgi.com.tw

V 翁佳梁(Coordinator)

W 86.21.6125.8671

- 公司 09 年一季度净利润同比增 35%
- 干式变压器龙头，与阿海珐合资打开国际市场
- 公司燃气热水器市占第一，新产品研发和“家电下乡”为未来发展点
- 12 月目标价 7 元，首次评级给予「增持」

**公司介绍**

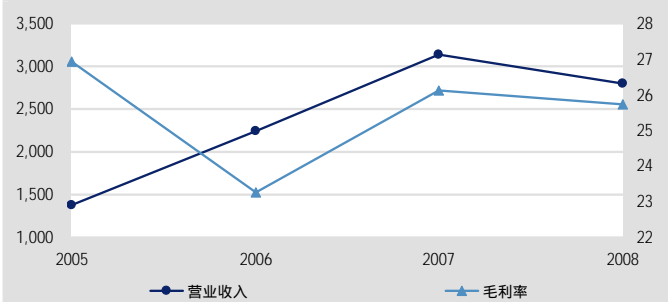
广东万家乐股份有限公司是广东省 50 家工业龙头企业。公司以市场需求，国家产业政策和高新技术为导向，努力发展以干式变压器为龙头的输配电设备产业和以燃气热水器为龙头的卫厨燃气具家电企业，基本形成了聚集品牌效应，凝合技术优势，集成优质资产的高新技术产业格局。

**公司 09 年一季度净利润同比增 35%**

公司 09 年第一季完成营收 5.91 亿，同比减少 5.5%，实现净利润 879 万元，同比增加 35%，稀释每股收益达到 0.015 元，同比增加 35.4%。

**图一：公司 2008 年收入和毛利水平均出现下滑**

营收，百万元（左轴）；同比，百分比（右轴）



资料来源：凯基团队整理

从公司 1Q 情况来看，尽管主业营收同比减少，但是净利润却大幅增加，主要原因在于公司主导产品干式变压器成本诸如有色金属铜和铝以及取向硅钢的价格在年初出现大幅下滑，使公司该产品毛利率得以提升仅 4 个百分点。其次公司控制三费开支，同时所的税费率下降 10

个百分点也是公司获得净利增加的主要原因。从 2009 年来看，公司成本开支将伴随取向硅钢价格的下滑而进一步降低，干式变压器全年将维持 32% 左右的毛利水平；而燃气热水器部分由于成本支出的稳定性，产品毛利也将稳定在 22%-23% 之间。

**干式变压器龙头，与阿海珐合资打开国际市场**

万家乐下属子公司顺特电气为国内干式变压器制造龙头企业。顺特电气与 1989 年从德国 M&C 公司引进环氧树脂真空浇注干式变压器技术后，以此为起点，开拓创新，历经 20 年历史，经过多次技术改造，研发出新一代节能智慧化 SC(B)10 系列干式变压器。

**图二：SC(B)10 系列产品空载及负载损耗与国际值比较**

容量(KVA)	250	500	800	1,000	1,250	1,600	2,000	2,500
空载损耗 国际值	950	1,500	2,120	2,480	2,980	3,420	4,150	5,000
SC(B)10系列产品	630	1,020	1,330	1,550	1,830	2,140	2,400	2,850
负载损耗 国际值	3,650	6,360	10,300	12,300	14,700	17,700	21,200	26,000
(120摄氏度) SC(B)10系列产品	2,750	4,880	6,950	8,130	9,690	11,730	14,450	17,170

资料来源：凯基团队整理

顺特电气 SC(B)10 系列变压器拥有如下优势：

1. **损耗。**变压器的损耗包括空载损耗，负载损耗和附加杂碎损耗。上图显示 10 系列变压器通过选购优质低耗晶粒冷轧硅钢片，阶梯步进铁心接缝，以及计算机优化设计，使该产品空载损耗较国标（GBT10228）下降 33%，负载损耗平均下降 15%，总损耗下降 19%。
2. **声级水平。**顺特 10 系列产品通过对电压分接头位置的分析，适时调整对分接头位置，将噪声污染降到最低。和国标（JBT10088-1999）相比，噪声降低达到 10-20dB(A)。

**图三：SC(B)10 系列产品空载及负载损耗与国际值比较**

容量(KVA)	250	500	800	1,000	1,250	1,600	2,000	2,500
国际值	58	62	64	64	65	66	67	71
SC(B)10系列产品	50	50	50	50	52	52	52	52

资料来源：凯基团队整理

**超负载能力。**顺特 10 系列产品，平均温升比国际（F 级绝缘 100K）下降 17K。当环境温度维持 20 摄氏度时，可长期超载 1.16 倍；若需超载 1.5 倍，只要投入风机，使变压器在强迫风冷状况下运行，可持续 1.5 倍超载运行。以上特性使 10 系列在额定负载下，获得成倍的使用寿命增长，同时在额定寿命期内，其超载能力具有更高可靠性。

在如此的品牌优势下，公司干变产销量跻身世界前列（2008 年产销量达 18000MVA，2001 年为 4000MVA，7 年时间产量增加 4.5 倍）。公司产品用于国内多个大型项目，在广州，北京和上海的地铁建设变压器覆盖率达到 80%。公司于 2008 年 6 月 22 日与迪拜水电局签定供应量达 3,171 台干变合同，总值人民币 7.62 亿元，合同至 2010 年 6 月 20 日截止，共供货 11 次。

2007 年 5 月 30 日，顺特电气与阿海砧（全球三大输配电公司之一）签定《顺特电气有限公司和 Areva T&D Holding SA 之间的合资合同》，阿海砧以人民币 7.45 亿收购 50% 股权。我们从正反两方面来分析此次合资：对于顺特电气而言，公司通过 Areva 的品牌优势将获得更多海外定单，同时顺特将减少 4,000 万财务费用；但是合并后的万家乐只持有 50% 股权，因此顺特只有营收翻番，万家乐才能达到目前的赢利水平，同时合资公司使用 Areva 的商标要支付使用费。因此我们认为此次合作对 Areva 而言可以弥补其在干变领域的落后地位，但是对于万家乐而言其优势将在未来几年才可显现。

### 公司燃气热水器市占第一，新产品研发和“家电下乡”为未来发展点

国家统计局中国行业企业信息发布中心在京举办的“第十三届全国市场销售领先品牌信息发布会”，会上公布权威调查资料：万家乐，华帝，万和等是大品牌合计燃气热水器市场份额为 79.5%，比 2007 年提高 1.3 个百分点；万家乐，华帝，万和三家企业共占领市场 51.6%，其中万家乐更是达到 26.6%，连续数年在该领域占据头位，同时万家乐电热水器，燃气灶具，吸油烟机等产品也名列前茅。

国家商务部，财政部开展的“家电下乡”活动中，公司产品凭借可靠性技术，过硬的产品质量，最佳的性价比，共 20 款产品中标，其主打燃气和电热热水器均榜上有名。但是考虑到燃气热水器的高排放以及安全隐患，万家乐通过 20 年燃气行业技术沉淀，自主研发“冷凝技术”，“低氮燃烧技术”，“新一代双高火技术”以提高公司产品竞争力。2009 年 5 月 8 日，公司发布中国第一套“集成式家用燃气中央热水系统”，对该套系统公司拥有完全知识产权，是新一次的技术突破。我们认为伴随房地产市场复苏，消费者对于楼盘的更高环保要求，该套

系统发展前景将十分广阔。

由于顺特电气在 2008 年净资产较 2006 年增加 2.4 亿元增值，合资公司按照规定将支付给顺特电气该笔增值费用，尽管该笔费用无法计入损益表，但是万家乐公司通过这笔资金将完全解决其燃气具公司资金流动问题，未来燃气业务的发展壮大将得以保证。

### 投资风险

公司目前主要 2 大风险

1. 合资设立的顺特阿海砧电气有限公司，由于万家乐所持股权降到 50%，今年业绩能否翻番将直接关系到公司在 2009 年及未来的营收。
2. 公司在燃气热水器市场占据领先统治地位，但是房地产市场是否可以进一步回暖以及家电下乡能否取得预期效果，都将给公司未来的业绩带来影响。

### 公司评价与投资建议

综合而言，万家乐公司 20 年的研发经验使公司无论在干式变压器领域还是燃气热水器领域，均享有极高的市场份额。2009 年伴随顺特电气和 Areva 公司的合并，公司将步入下一个成熟发展期。但是由于目前合资公司刚刚成立，公司的业绩变化如何还存在未知变量，我们在预测模型中进行保守估值，而燃气业务我们预测 09 年水平与 08 年持平，10 年开始将步入稳定增长长期。我们预测公司 09 年-11 年 EPS 分别为 0.21 元，0.35 元和 0.50 元，各于公司 10 年 20 倍 PE 估值，12 个月目标价 7 元，首次评级给予「增持」。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2008A	2,797	720	178	230	84	0.15
2009F	2,997	809	225	308	119	0.21
2010F	3,896	1,079	339	424	204	0.35
2011F	5,065	1,418	466	569	287	0.50
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2008A	1.4	22.4	14.0	39.8	2.1	13.4
2009F	1.4	19.2	17.3	31.6	2.1	16.7
2010F	1.2	13.5	14.0	18.5	1.7	23.2
2011F	0.9	10.2	14.0	13.1	1.4	25.5
<b>产业</b>		<b>机械制造</b>		52 周股价 (低/高):	2.1-7.2	
12个月目标价 (人民币元)		7.0		市值 (十亿元/美金百万):		3.8/524
上涨/下跌空间 (%)		6.9		流通在外股数 (百万股):		576
上涨空间排名 (percentile, %)		65		不受大股东控股股数 (百万股):		398
股利收益率-12/09估 (%)		N.A.		外资持有股数 (百万股):		N.A.
每股净值 -12/09估 (人民币元)		1.3		3 个月平均日成交量 (百万股):		18
价格每股净值比 -12/09估 (x)		4.9		股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)		57.1; 82.9; 27
净负债比率 -12/09估 (%)		68.9		股价相对表现 % (3, 6, 12个月)		25.9; 21.2; 7.8

## 资产负债表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
<b>资产总额</b>	<b>2,608</b>	<b>2,784</b>	<b>3,006</b>	<b>3,858</b>	<b>4,860</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,056</b>	<b>2,264</b>	<b>2,511</b>	<b>3,131</b>	<b>3,847</b>
现金及短期投资	363	573	698	849	1,034
存货	603	634	625	741	810
应收帐款及票据	877	876	985	1,281	1,665
其它流动资产	213	181	203	260	338
<b>非流动资产</b>	<b>552</b>	<b>520</b>	<b>495</b>	<b>726</b>	<b>1,013</b>
长期投资	170	167	170	170	170
固定资产	290	272	240	436	693
什项资产	92	81	85	120	150
<b>负债总额</b>	<b>2,017</b>	<b>2,128</b>	<b>2,230</b>	<b>2,878</b>	<b>3,593</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,946</b>	<b>2,106</b>	<b>2,202</b>	<b>2,851</b>	<b>3,564</b>
应付帐款及票据	623	590	629	733	979
短期借款	955	1,190	1,220	1,660	1,989
什项负债	369	326	353	458	596
<b>长期负债</b>	<b>71</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>29</b>
长期借款	58	7	12	12	14
其它负债及准备	12	15	15	15	15
<b>股东权益总额</b>	<b>591</b>	<b>657</b>	<b>776</b>	<b>980</b>	<b>1,267</b>
普通股本	576	576	576	576	576
资本公积	73	72	72	72	72
保留盈余	(57)	9	128	332	619

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 主要财务比率

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	39.9	(10.8)	7.1	30.0	30.0
营业利益	228.9	(31.0)	26.5	50.8	37.5
EBITDA	51.2	(34.1)	34.1	37.6	34.2
税后纯益	711.5	(46.2)	42.5	70.6	40.8
每股盈余	711.5	(46.2)	42.5	70.6	40.8
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	26.1	25.7	27.0	27.7	28.0
营业利率率	8.2	6.4	7.5	8.7	9.2
EBITDA 利率率	11.1	8.2	10.3	10.9	11.2
税后纯益率	5.0	3.0	4.0	5.2	5.7
平均资产报酬率	5.7	3.1	4.1	5.9	6.6
平均净值报酬率	28.6	13.4	16.7	23.2	25.5
<b>稳定 \ 偿债能力分析</b>					
毛负债比率 (%)	171.3	182.3	158.8	170.6	158.2
净负债比率 (%)	110.0	95.0	68.9	83.9	76.5
利息保障倍数(X)	3.0	2.0	2.2	2.7	2.8
利息及短期债保障倍数 (X)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (X)	0.5	0.4	1.1	0.1	1.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
流动比率 (X)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (X)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9
净负债 (Rmb百万)	700	637	579	678	896
<b>每股资料分析 (人民币元)</b>					
每股盈余	0.3	0.1	0.2	0.4	0.5
每股现金盈余	0.4	0.2	0.4	0.5	0.7
每股净值	1.0	1.1	1.3	1.7	2.2
每股营收	5.4	4.9	5.2	6.8	8.8
EBITDA/shr	0.4	0.3	0.4	0.6	0.8
每股股利	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

## 资产运用状况

资产周转率 (X)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
资产周转率 (X)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
应收帐款周转天数	102.0	114.3	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	70.2	82.7	76.1	69.4	58.4
应付帐款周转天数	72.4	77.0	76.7	68.7	70.6
现金转换循环天数	99.8	120.0	119.5	120.8	107.8

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 损益表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
<b>营业收入</b>	<b>3,137</b>	<b>2,797</b>	<b>2,997</b>	<b>3,896</b>	<b>5,065</b>
营业成本	2,318	2,078	2,188	2,817	3,647
<b>营业毛利</b>	<b>820</b>	<b>720</b>	<b>809</b>	<b>1,079</b>	<b>1,418</b>
营业费用	562	542	584	740	952
<b>营业利益</b>	<b>258</b>	<b>178</b>	<b>225</b>	<b>339</b>	<b>466</b>
利息收入净额	(92)	(108)	(115)	(137)	(174)
利息收入	10	4	6	8	9
利息支出	102	112	121	145	184
投资收益净额	31	15	16	19	20
其它营业外收入净额	9	22	15	19	25
税前纯益	205	107	140	240	337
所得税费用	50	23	21	36	51
非常项目税前后利润	156	84	119	204	287
非常项目 (包括少数股东权益)	0	0	0	0	0
<b>税后纯益</b>	<b>156</b>	<b>84</b>	<b>119</b>	<b>204</b>	<b>287</b>
EBITDA	348	230	308	424	569
<b>每股盈余(人民币元)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.15</b>	<b>0.21</b>	<b>0.35</b>	<b>0.50</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 现金流量表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>52</b>	<b>47</b>	<b>131</b>	<b>11</b>	<b>221</b>
本期纯益	156	84	119	204	287
折旧及摊提	91	52	83	85	103
本期运用资金变动	(194)	(74)	(56)	(259)	(148)
其它营业资产及负债变动	0	(15)	(16)	(19)	(20)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>110</b>	<b>(5)</b>	<b>(42)</b>	<b>(298)</b>	<b>(369)</b>
资本支出净额	5	(18)	(25)	(257)	(334)
本期长期投资变动	131	18	12	19	20
其它资产变动	(26)	(5)	(29)	(60)	(55)
Free Cash Flow	162	42	89	(288)	(147)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(335)</b>	<b>169</b>	<b>36</b>	<b>439</b>	<b>332</b>
现金增资	(64)	(18)	(0)	0	(0)
本期负债变动	(272)	184	36	439	332
其它长期负债变动	(0)	3	0	0	0
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(173)</b>	<b>211</b>	<b>125</b>	<b>151</b>	<b>185</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - 营业成本 / 营业收入	+	折旧及摊提 / 营业收入	+	销管费用 / 营业收入	=	营业利率率
2007A	71.0%		2.9%		17.9%		8.2%
2008A	72.4%		1.9%		19.4%		6.4%
2009F	70.2%		2.8%		19.5%		7.5%
2010F	70.1%		2.2%		19.0%		8.7%
2011F	70.0%		2.0%		18.8%		9.2%
至12月31日	1/ 营业运用资金 / 营业收入	+	净固定资产 / 营业收入	+	什项资产 / 营业收入	=	资本周转率
2007A	0.3		0.1		0.0		2.5
2008A	0.3		0.1		0.0		2.2
2009F	0.3		0.1		0.0		2.3
2010F	0.3		0.1		0.0		2.1
2011F	0.3		0.1		0.0		2.2
至12月31日	营业利率率	x	资本周转率	x	1 - 有效现金税率	=	税后 ROIC
2007A	8.2%		2.5		75.9%		15.8%
2008A	6.4%		2.2		78.7%		11.0%
2009F	7.5%		2.3		85.0%		14.6%
2010F	8.7%		2.1		85.0%		15.6%
2011F	9.2%		2.2		85.0%		17.0%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估