

2017年02月28日

证券研究报告·动态跟踪报告

万和电气 (002543) 家用电器

买入 (上调)

当前价: 17.90 元

目标价: 24.86 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产品结构优化, 业绩增长超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2016 年度营业收入为 49.7 亿元, 与上年同期相比增长 18.5%, 2016 年度归属于上市公司股东的净利润为 4.1 亿元, 与上年同期相比增长 29.6%。
- **四季度传统旺季叠加经销商备库存, 产销两旺。** 四季度为公司出货传统旺季, 历来销售占比较大。16 年至今, 原材料价格呈上行趋势, 公司产品于 2017 年一月份正式涨价, 调价幅度为 5%-8%, 经销商在四季度加大备货力度。16 年四季度实现营收约 15 亿元, 同比上涨 36%, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比上涨 90%, 四季度的营收利润大增带动全年业绩提升。
- **产品结构优化, 提升盈利能力。** 2016 年 5 月, 公司携手德国博世, 共同投资设立合资公司广东万博电气有限公司, 在高端制造、技术研发等领域不断深化, 高端产品的推出将不断优化公司产品结构, 促进毛利率的提升。未来预计公司高端产品占比将进一步提升。
- **联营子公司模式推动渠道下沉, 深挖市场空间。** 公司对传统渠道经营模式进行变革, 采取联营子公司的模式, 在零售市场上不断拓展、细化, 进一步推进销售渠道的下沉。截止目前, 公司已成立 13 个联营子公司, 未来这一模式仍将不断推广, 有利于公司渠道优化, 管理优化。
- **积极完善拓展多元化渠道模式, 提升公司市场竞争力。** 公司电商渠道采取自营模式, 通过自主打造的电商平台获得定价上的自主权, 提升毛利率。公司与恒大、绿地、富丽、中粮等客户签约建立长期的战略合作关系, 通过工程渠道不断拓广该业务, 将为公司带来新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 基于四季度旺季叠加经销商备库存, 四季度业绩增幅超过预期, 带动全年业绩提升, 我们调整公司 2016-2018 年 EPS 至 0.94 元、1.13 元和 1.32 元, 预计公司归母净利润未来三年将保持 22% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 22 倍估值, 对应目标价 24.86 元, 上调评级为“买入”。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 燃热市场拓展的力度或不及预期, 混合动力系统推广不利风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4192.22	4985.58	5500.46	5999.00
增长率	5.39%	18.92%	10.33%	9.06%
归属母公司净利润 (百万元)	319.10	413.18	497.51	581.27
增长率	19.56%	29.48%	20.41%	16.84%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.94	1.13	1.32
净资产收益率 ROE	11.31%	13.15%	14.15%	14.72%
PE	25	19	16	14
PB	2.79	2.51	2.24	1.99

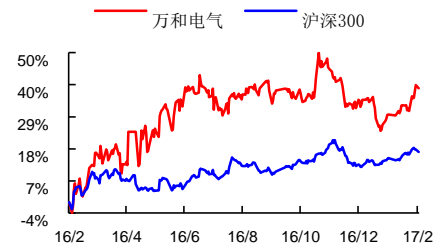
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 龚梦泓
 电话: 023-63786049
 邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.40
流通 A 股(亿股)	3.37
52 周内股价区间(元)	13.0-19.46
总市值(亿元)	78.76
总资产(亿元)	45.79
每股净资产(元)	6.33

相关研究

1. 万和电气(002543): 政策利好燃热龙头, 混合动力系统前景广阔 (2016-12-29)

关键假设：

收入与盈利：

(1) 生活热水业务：政策利好燃热增量空间释放，存量上迎来更新周期也将带来新增增长点，燃热将高速增长，电热传统项目保持稳定增长。16年中报显示，生活热水的营收同比大幅增长，yoy+22.3%。预计生活热水营收16年、17年仍能够延续高速增长的势头。随着公司制造水平的不断提升以及电商业务占比的上升，毛利率将稳步上升，预计16年、17年、18年毛利率分别为：40.5%、41.0%、41.5%。

(2) 厨房电器业务：在城镇化的趋势下厨电业务营收将保持稳中有进的趋势。同时厨房电器业务是公司产品结构优化重点发力的领域，高端产品的推出将会促使毛利率稳步提升，预计16年、17年、18年毛利率分别为21.8%、22.3%、22.5%。

费用：

联营子公司模式的推广将进一步拓展、细化零售市场提升公司的营销水平，预计公司销售费用率将会逐渐下降，16年、17年、18年公司的销售费用率为：17.8%、17.6%、17.5%。随着公司管理效率提升，管理费用率会逐步下降，16年、17年、18年公司的管理费用率为：6.5%、6.4%、6.3%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	4,192.22	4,985.58	5,500.46	5,999.00
	yoy	5.39%	18.92%	10.33%	9.06%
	毛利率	31.00%	33.31%	33.92%	34.40%
生活热水	收入	2180.19	2670.73	3017.93	3349.90
	yoy	4.00%	22.5%	13.00%	11.00%
	毛利率	36.47%	40.50%	41.00%	41.50%
厨房电器	收入	1672.12	1,964.74	2,121.92	2,270.45
	yoy	12.40%	17.50%	8.00%	7.00%
	毛利率	21.45%	21.80%	22.30%	22.50%
其他	收入	339.91	350.11	360.61	378.64
	yoy	-13.90%	3.00%	3.00%	5.00%
	毛利率	42.94%	43.00%	43.00%	43.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4192.22	4985.58	5500.46	5999.00	净利润	319.03	413.18	497.51	581.27
营业成本	2892.60	3325.07	3634.86	3935.12	折旧与摊销	201.74	149.99	162.24	170.86
营业税金及附加	28.17	33.44	36.93	40.26	财务费用	-38.32	-44.50	-57.00	-70.89
销售费用	661.29	887.43	968.08	1049.82	资产减值损失	7.35	5.00	5.50	6.00
管理费用	300.12	324.06	352.03	377.94	经营营运资本变动	38.87	-218.00	-97.59	-92.37
财务费用	-38.32	-44.50	-57.00	-70.89	其他	149.98	-26.88	-20.56	-20.04
资产减值损失	7.35	5.00	5.50	6.00	经营活动现金流净额	678.66	278.79	490.10	574.83
投资收益	23.24	21.00	15.00	14.00	资本支出	-166.34	-110.00	-93.00	-80.00
公允价值变动损益	-0.43	0.43	0.07	0.11	其他	-404.41	-8.57	15.07	14.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-570.75	-118.57	-77.93	-65.89
营业利润	363.81	476.50	575.13	674.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.05	12.90	13.49	13.55	长期借款	7.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	378.86	489.40	588.62	688.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	59.83	76.22	91.11	107.14	支付股利	-79.20	-94.69	-122.61	-147.64
净利润	319.03	413.18	497.51	581.27	其他	0.48	46.13	57.00	70.89
少数股东损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-70.92	-48.56	-65.61	-76.75
归属母公司股东净利润	319.10	413.18	497.51	581.27	现金流量净额	44.48	111.66	346.56	432.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	590.15	701.81	1048.37	1480.56	成长能力				
应收和预付款项	1073.02	1241.01	1378.53	1505.25	销售收入增长率	5.39%	18.92%	10.33%	9.06%
存货	794.44	913.86	999.06	1081.59	营业利润增长率	21.18%	30.97%	20.70%	17.34%
其他流动资产	369.31	414.17	443.28	471.47	净利润增长率	19.54%	29.51%	20.41%	16.84%
长期股权投资	156.72	156.72	156.72	156.72	EBITDA 增长率	16.64%	10.38%	16.90%	13.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	874.01	860.92	817.09	749.64	毛利率	31.00%	33.31%	33.92%	34.40%
无形资产和开发支出	257.81	234.92	215.02	197.13	三费率	22.02%	23.41%	22.96%	22.62%
其他非流动资产	140.50	181.49	175.97	170.46	净利率	7.61%	8.29%	9.04%	9.69%
资产总计	4255.96	4704.90	5234.05	5812.81	ROE	11.31%	13.15%	14.15%	14.72%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.50%	8.78%	9.51%	10.00%
应付和预收款项	1173.84	1275.83	1410.85	1537.35	ROIC	12.31%	15.20%	17.02%	19.29%
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	EBITDA/销售收入	12.58%	11.67%	12.37%	12.92%
其他负债	253.22	279.95	299.18	317.81	营运能力				
负债合计	1434.85	1563.57	1717.82	1862.95	总资产周转率	1.05	1.11	1.11	1.09
股本	440.00	440.00	440.00	440.00	固定资产周转率	5.65	6.31	7.05	8.13
资本公积	1248.97	1248.97	1248.97	1248.97	应收账款周转率	9.30	9.72	9.62	9.46
留存收益	1133.28	1451.76	1826.66	2260.30	存货周转率	3.63	3.89	3.80	3.78
归属母公司股东权益	2820.52	3140.73	3515.64	3949.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.54%	—	—	—
少数股东权益	0.59	0.59	0.59	0.59	资本结构				
股东权益合计	2821.11	3141.32	3516.23	3949.86	资产负债率	33.71%	33.23%	32.82%	32.05%
负债和股东权益合计	4255.96	4704.90	5234.05	5812.81	带息债务/总负债	0.54%	0.50%	0.45%	0.42%
					流动比率	2.09	2.21	2.36	2.55
					速动比率	1.50	1.59	1.75	1.94
					股利支付率	24.82%	22.92%	24.65%	25.40%
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	527.24	581.99	680.37	774.82	每股收益	0.73	0.94	1.13	1.32
PE	24.68	19.06	15.83	13.55	每股净资产	6.41	7.14	7.99	8.98
PB	2.79	2.51	2.24	1.99	每股经营现金	1.54	0.63	1.11	1.31
PS	1.88	1.58	1.43	1.31	每股股利	0.18	0.22	0.28	0.34
EV/EBITDA	13.39	11.89	9.66	7.93					
股息率	1.01%	1.20%	1.56%	1.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn