

公司研究/季报点评

2017年04月20日

家用电器/小家电 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 22.09  
合理价格区间(元): 27.72-30.24

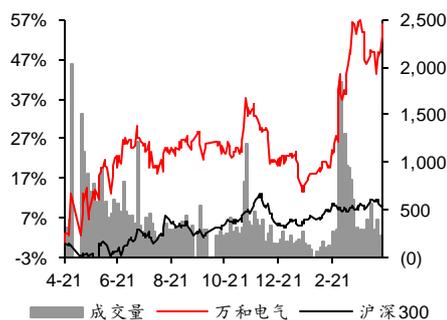
张立聪 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413  
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《万和电气(002543):稳健增长延续,涉足净水新领域》 2016.10
- 2 《万和电气(002543):Q2 业绩加速发展,电商销售增长 24%》 2016.08
- 3 《万和电气(002543):毛利率大幅增长,市场份额稳步提升》 2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 被忽视的燃热龙头, 增长超预期

## 万和电气(002543)

### 燃气热水器份额第一, 业绩增长大超预期

万和电气 2016 全年业绩 YoY+35%, 大超市场预期。2017Q1 由于原材料价格上涨成本承压, 增速有所下滑。公司产品价格更为亲民, 品牌与渠道优势集中于广西、安徽等中部地区, 三四线地产高增速将推动销售持续增长。

### 2017Q1 业绩 YoY+18.2%

万和电气 2016 全年实现收入 49.6 亿元, YoY+18.3%; 实现业绩 4.3 亿元, YoY+35.1%; 实现 EPS0.98 元; 大超市场预期。2017Q1 单季度, 公司实现收入 14.5 亿元, YoY+12.1%; 实现业绩 1.3 亿元, YoY+18.2%; 业绩增速有所下滑。同时, 公司预测 2017H1 业绩变动幅度为 5%-40%。增速下滑主要由于原材料价格高于上年同期, 盈利能力承压。2017Q1 公司毛利率同比下降 4.1pct 至 29.3%; 期间费用率基本持平, 由于公允价值变动亏损大幅减少, 归母净利率同比提升 0.5pct 至 8.7%。

### 三四线地产超预期, 公司显著受益

与 A.O. 史密斯等高端品牌相比, 万和产品在价格上更具亲和力, 品牌与渠道优势也主要集中于中部地区。根据中怡康数据, 2017Q1 万和热水器广西省零售量市场份额 27.0%、广东省 25.4%、安徽省 29.3%、湖南省 25.7%、江西省 22.9%, 领先优势明显。我们测算 2017Q1 三四线城市商品房住宅成交面积 YoY+45%, 超出市场预期。家电销售滞后于地产, 三四线地产去库存将为万和热水器与厨电销量维持快速增长提供重要支撑。

### 北方地区“煤改气”, 壁挂炉市场空间广阔

根据 2017 年两会政府工作报告, 未来政府将“全面实施散煤综合治理, 推进北方地区冬季清洁取暖, 完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上”。北京、河北、天津等雾霾重灾区均已推出“煤改清洁能源”相关政策, 并加大壁挂炉等取暖设备的招标采购力度。按照壁挂炉 70% 使用率、单台价格 6000 元测算, 市场整体规模 126 亿元。北京通州 2016-2017 年度农村地区“煤改气”项目壁挂炉和燃气灶具采购项目总金额 6 亿元, 公司为中标企业之一。未来随着雾霾治理力度加大以及政府取暖设备招标持续进行, 壁挂炉业务有望产生明显收入与业绩贡献。

### 受益三四线地产高增速与京津冀“煤改气”, 维持“增持”评级

万和为我国燃气热水器龙头企业, 2017Q1 燃气热水器零售量市场份额 16.1% 位列行业第一。公司产品价格亲民, 在广西、安徽等中部地区具有较强的品牌与渠道优势, 市场一方面忽视了三四线地产高增速所带来的业绩弹性。另一方面, 公司作为北方“煤改气”受益标的, 市场也并未给予足够重视。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.26/1.56/1.89 元。参考可比公司估值, 给予 2017 年 22-24 倍 PE, 对应合理价格区间 27.72-30.24 元。维持“增持”评级。

风险提示: 地产销售大幅下滑, 原材料价格大幅上涨。

公司基本资料

总股本(百万股)	440.00
流通 A 股(百万股)	336.51
52 周内股价区间(元)	14.80-22.24
总市值(百万元)	9,720
总资产(百万元)	5,345
每股净资产(元)	6.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,192	4,960	5,845	6,826	7,897
+/-%	5.39	18.30	17.84	16.79	15.69
净利润(百万元)	319.10	431.17	554.27	686.65	829.65
+/-%	19.56	35.12	28.55	23.88	20.83
EPS(元, 最新摊薄)	0.73	0.98	1.26	1.56	1.89
PE(倍)	30.46	22.54	17.54	14.16	11.72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

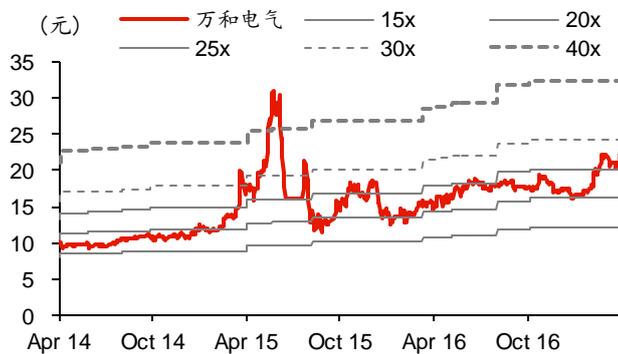
**图表1: 公司单季度财务分析**

单位: 亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY(%)	10.5	14.0	12.5	35.2	12.1
归母净利 YoY(%)	3.3	26.7	14.6	118.5	18.2
ROE(%)	3.7	4.2	2.2	4.8	4.2
扣非后 ROE(%)	3.7	4.2	1.7	4.6	3.3
ROA(%)	2.5	2.7	1.4	2.8	2.4
销售毛利率(%)	33.5	35.3	35.3	30.3	29.3
销售净利率(%)	8.2	11.4	5.9	9.1	8.6
销售商品提供劳务收到的现金	11.8	11.5	18.6	3.5	14.8
经营活动现金净流量	3.5	2.8	1.7	0.8	2.8
购建固定无形长期资产支付的现金	0.6	0.7	1.1	1.6	0.8
投资支付的现金	5.4	20.6	9.2	0.5	0.1
投资活动现金净流量	-0.7	1.1	0.7	-1.5	-0.8
吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
取得借款收到的现金	0.0	0.6	0.3	-0.4	0.0
筹资活动现金净流量	0.0	-0.8	-2.5	0.2	0.0
现金流量净额	2.8	3.1	-0.1	-0.4	2.1

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

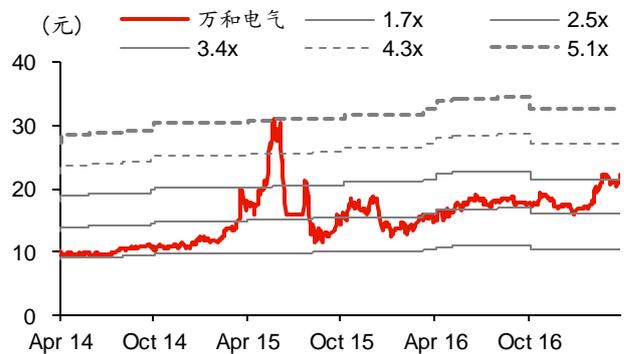
**PE/PB - Bands**

**图表2: 万和电气历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表3: 万和电气历史 PB-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,827	3,471	4,366	5,479	6,710
现金	590.15	1,208	1,633	2,306	3,066
应收账款	487.24	606.62	678.55	801.13	927.16
其他应收账款	31.67	26.48	39.30	43.82	49.68
预付账款	25.99	57.78	58.55	72.44	81.94
存货	794.44	875.26	1,087	1,255	1,447
其他流动资产	897.44	696.27	870.70	1,002	1,138
非流动资产	1,429	1,620	1,070	870.26	670.34
长期投资	156.72	169.64	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	787.15	781.15	795.80	754.35	684.86
无形资产	257.81	255.74	254.29	248.19	242.90
其他非流动资产	227.36	413.01	19.55	(132.29)	(257.42)
资产总计	4,256	5,090	5,436	6,350	7,380
流动负债	1,353	2,084	1,880	2,219	2,551
短期借款	0.00	20.76	0.00	0.00	0.00
应付账款	696.52	922.55	1,015	1,209	1,401
其他流动负债	656.81	1,141	864.66	1,010	1,150
非流动负债	81.51	83.20	78.92	78.90	79.32
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	7.79
其他非流动负债	73.72	75.41	71.12	71.10	71.53
负债合计	1,435	2,167	1,959	2,298	2,630
少数股东权益	0.59	(0.35)	(0.35)	(0.35)	(0.35)
股本	440.00	440.00	440.00	440.00	440.00
资本公积	1,249	1,249	1,249	1,249	1,249
留存公积	1,133	1,234	1,789	2,363	3,061
归属母公司股	2,821	2,923	3,478	4,052	4,750
负债和股东权益	4,256	5,090	5,436	6,350	7,380

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	678.66	883.99	229.07	753.40	830.77
净利润	319.03	430.31	554.27	686.65	829.65
折旧摊销	201.74	140.82	160.99	168.30	170.62
财务费用	(38.32)	(34.28)	(57.43)	(80.91)	(110.59)
投资损失	(23.24)	(24.98)	(21.35)	(22.58)	(22.78)
营运资金变动	175.59	342.82	(585.88)	(0.73)	(39.56)
其他经营现金	43.86	29.31	178.47	2.68	3.44
投资活动现金	(570.75)	(39.53)	158.52	(49.39)	(48.65)
资本支出	218.09	402.73	0.00	0.00	0.00
长期投资	366.25	(350.47)	(213.78)	0.00	0.00
其他投资现金	13.59	12.73	(55.26)	(49.39)	(48.65)
筹资活动现金	(70.92)	(310.29)	36.53	(31.07)	(21.25)
短期借款	0.00	20.76	(20.76)	0.00	0.00
长期借款	7.79	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(78.72)	(331.13)	57.30	(31.07)	(21.25)
现金净增加额	44.48	543.06	424.13	672.94	760.87

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,192	4,960	5,845	6,826	7,897
营业成本	2,893	3,309	4,000	4,650	5,368
营业税金及附加	28.17	39.50	41.65	49.63	58.86
营业费用	661.29	876.70	888.37	1,024	1,169
管理费用	300.12	295.15	338.98	392.49	450.10
财务费用	(38.32)	(34.28)	(57.43)	(80.91)	(110.59)
资产减值损失	7.35	3.50	4.78	4.35	4.50
公允价值变动收益	(0.43)	0.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.24	24.98	21.35	22.58	22.78
营业利润	363.81	495.30	649.15	808.62	979.32
营业外收入	17.04	27.98	18.56	19.53	20.24
营业外支出	1.99	4.15	2.56	2.68	2.77
利润总额	378.86	519.13	665.16	825.47	996.79
所得税	59.83	88.82	110.89	138.82	167.14
净利润	319.03	430.31	554.27	686.65	829.65
少数股东损益	(0.07)	(0.85)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	319.10	431.17	554.27	686.65	829.65
EBITDA	527.24	601.83	752.71	896.01	1,039
EPS(元)	0.73	0.98	1.26	1.56	1.89

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.39	18.30	17.84	16.79	15.69
营业利润	21.18	36.14	31.06	24.56	21.11
归属母公司净利润	19.56	35.12	28.55	23.88	20.83
获利能力(%)					
毛利率	31.00	33.28	31.55	31.87	32.02
净利率	7.61	8.69	9.48	10.06	10.51
ROE	11.31	14.75	15.94	16.94	17.47
ROIC	13.99	26.37	27.11	37.42	49.71
偿债能力					
资产负债率(%)	33.71	42.58	36.03	36.19	35.64
净负债比率(%)	0.54	1.32	0.40	0.34	0.30
流动比率	2.09	1.67	2.32	2.47	2.63
速动比率	1.50	1.25	1.74	1.90	2.06
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.06	1.11	1.16	1.15
应收账款周转率	8.78	8.84	8.91	8.90	8.83
应付账款周转率	4.56	4.09	4.13	4.18	4.11
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.98	1.26	1.56	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	2.01	0.52	1.71	1.89
每股净资产(最新摊薄)	6.41	6.64	7.90	9.21	10.80
估值比率					
PE(倍)	30.46	22.54	17.54	14.16	11.72
PB(倍)	3.45	3.32	2.79	2.40	2.05
EV_EBITDA(倍)	15.50	13.58	10.86	9.12	7.86

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com