

2017年06月13日

证券研究报告·动态点评报告

万和电气 (002543) 家用电器

买入 (维持)

当前价: 25.72 元

目标价: 29.44 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

政策东风助启航，多点发力促增长

投资要点

- **政策东风助燃热启航，高端化布局价位补缺。**2016 年国家共计 18 个省份实施了“煤改气”和“煤改电”措施，热水器市场进入增长快车道，电热、燃气增速分别为 3.3%/12.3%，燃热占比持续提升。热水器市场国内品牌份额提升，2016 年国内品牌零售量份额为 67.3%。且伴随着消费升级，燃热大型化趋势明显，13L 及以上的燃气热水器零售额占比 44.6%，助推产品均价提升，毛利率提升。广东万博于 17 年 5 月正式投产，公司本土化运营优势将与博世先进的生产技术形成协同效应，将有助于公司高端化布局，提升盈利能力。热水器市场价格断层的竞争格局为公司品牌形象及价位提升提供空间。
- **产品结构多元化，厨电壁挂炉贡献新盈利增长点。**公司厨电产品占比 40% 左右，打造高性价比，中高端产品占比提升，毛利呈逐步增长态势。16 年吸油烟机、燃气灶同比增长 25.0%/34.5%，同比增速好于厨电行业其他企业，市场份额稳定。16 年下半年华北各城市陆续出台政策鼓励壁挂炉的使用，给予壁挂炉购置、安装以及气价补贴，大幅降低壁挂炉的运行成本，壁挂炉市场实现爆发式增长。公司 16 年壁挂炉实现销售额 2.6 亿元，同比增长 90.7%，一季度同比增长 144.7%，公司将享受政策利好，实现新的业绩增长点。
- **渠道实现全覆盖，三四线房地产交易活跃促增长。**公司渠道包括连锁专卖店、KA、工程集采、电商等，市场覆盖全国 90% 的地级市和 70% 的县级地区。公司拟投资入股睿灿投资，参与恒大地产定向增资，未来工程渠道资源有望增强。政策调控下一二线购房需求外溢叠加三四线去库存，三四线房地产销售火爆，与公司渠道、品牌优势相契合，公司未来产品销售保持高速增长可期。
- **盈利预测与投资建议。**由于壁挂炉及电热增长超出预期，我们上调 2017-2019 年 EPS 分别为 1.28 元、1.65 元、2.12 元，未来三年归母净利润将保持 29% 的复合增长率，根据万得小家电一致预期，给予公司 2017 年 23 倍估值，对应目标价 29.44 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**燃热市场拓展的力度或不及预期，原材料大幅波动风险，品牌形象提升不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4959.51	6194.96	7828.88	9661.82
增长率	18.30%	24.91%	26.37%	23.41%
归属母公司净利润 (百万元)	431.17	563.26	726.41	933.29
增长率	35.12%	30.64%	28.96%	28.48%
每股收益 EPS (元)	0.98	1.28	1.65	2.12
净资产收益率 ROE	14.72%	18.53%	22.84%	27.76%
PE	26	20	15	12
PB	3.81	3.66	3.50	3.30

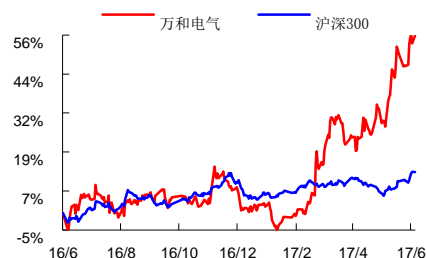
数据来源: Wind, 西南证券

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)	16.05-25.75
总市值(亿元)	113.17
总资产(亿元)	53.45
每股净资产(元)	6.93

相关研究

1. 万和电气(002543): 营收业绩增长加速, 未来持续增长可期 (2017-04-20)
2. 万和电气(002543): 产品结构优化, 业绩增长超预期 (2017-02-28)
3. 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)

目 录

1 政策东风助燃热启航，与博世合作促高端化布局	1
1.1 燃热占比提升，增量存量空间双释放	1
1.2 国产品牌份额提升，燃热大型化趋势助推毛利提升.....	2
1.3 万博电气正式投产，推动高端化布局	2
2 产品结构多元化，厨电壁挂炉贡献新盈利增长点	3
2.1 烟灶同比增速亮眼，厨电毛利呈稳定增长态势	3
2.2 壁挂炉呈爆发式增长，市场空间巨大	4
3 渠道实现全覆盖，三四线房地产交易活跃促增长	7
3.1 三四线地产超预期，公司显著受益	7
3.2 渠道实现全覆盖，工程渠道有望贡献新增长点	7
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 燃气热水器线下分出水量均价变化	2
图 2: 万和 2013 年以来生活热水毛利率变化	2
图 3: 热水器市场产品均价	3
图 4: 万和 2013 年以来厨电营收占比及毛利率	3
图 5: 各公司 2016 年烟灶销售额增速	4
图 6: 壁挂炉管道图示	5
图 7: 万和壁挂炉	5
图 8: 2012 年以来国外品牌和国内品牌销量及总销量增速	6
图 9: 各地区壁挂炉销售占比	6
图 10: 2013 年以来内外销营收占比	7
图 11: 2013 年以来内外销毛利率	7

表 目 录

表 1: 煤改气、煤改电相关政策汇总	1
表 2: 壁挂炉相关补贴政策	5
表 3: 2017 年各地区房地产销售情况	7
表 4: 分业务收入及毛利率	8
附表: 财务预测与估值	10

1 政策东风助燃热启航，与博世合作促高端化布局

1.1 燃热占比提升，增量存量空间双释放

2016 年国家共计 18 个省份实施了“煤改气”和“煤改电”措施，热水器市场进入增长快车道。据产业在线数据，2016 年电热水器、燃气热水器、热泵热水器、太阳能热水器销售 2660.5/2224.3/151.3/618.5 万台，同比增长 3.3%/12.3%/20.7%/-16.5%。燃热仍是增长主力，增速显著高于电热，燃热占比持续提升，2016 年电热水器、燃热零售量占比 57.8%/39.75%，零售额占比 46.24%/ 50.79%。随着天然气供应量的提升，管道基础设施的不断铺开，燃热占比会逐步加大，公司作为燃热龙头将享受政策红利，保持高速增长。

表 1：煤改气、煤改电相关政策汇总

发布时间	政策名称	政策内容
2016 年 4 月	山西省大气污染防治 2016 年行动计划	加快城乡结合部以及农村地区“煤改电”“煤改气”工程进度，加大电力供应和燃气管网建设，优先支持有条件的农村地区尤其是污染较重的重点地区改用电、天然气、地热和太阳能等清洁能源。
2016 年 4 月	关于调整燃煤锅炉房清洁能源改造市政府固定资产投资政策的通知	北京市对 20 蒸吨以上燃煤锅炉按照原规模改造工程建设投资 30%比例安排补助资金
2016 年 5 月	云南省节能“十三五”规划	推进实施“气化云南”工程，加快推进工业领域天然气利用，支持对重点地区、园区、企业燃煤、燃油工业锅炉置换为燃气锅炉，促进工业大用户利用天然气
2016 年 6 月	贵州省推动电力行业供给侧结构性改革促进产业转型升级的实施意见	到 2020 年，电力总装机达到 6900 万千瓦，其中煤电装机控制在 3800 万千瓦，全社会用电量力争达到 1700 亿千瓦时，全省外送电量力争达到 1000 亿千瓦时。
2016 年 10 月	广西能源发展“十三五”规划	到 2020 年，全区能源消费总量力争控制在 1.22 亿吨标准煤以内。优化能源结构，安全稳妥发展核电、深度开发水电、优化提升发展煤电、大力发展可再生能源、积极发展天然气分布式能源、积极打造现代智能电网、着力增强能源储运能力。
2016 年 11 月	河北省大气污染防治强化措施实施方案	抓好“2+4”核心区与河北省城市、特别是保定、廊坊市的污染治理，大力推进“电代煤”“气代煤”工程和燃煤小锅炉淘汰
2016 年 11 月	山东省关于推进农村地区供暖工作的实施意见	鼓励通过清洁燃煤替代、“煤改电”、“煤改气”等方式，减少煤炭散烧直排和煤炭扬尘污染，到 2020 年年底，全省 70%以上的村庄实现冬季清洁供暖。
2017 年 1 月	天然气发展“十三五”规划	以京津冀、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，扩大城市高污染燃料禁燃区范围，大力推进天然气替代步伐，替代管网覆盖范围内的燃煤锅炉、工业窑炉、燃煤设施用煤和散煤。
2017 年 2 月	2017 年北京市农村地区村庄冬季清洁取暖工作方案	2017 年 10 月 31 日前，完成 700 个农村地区村庄内住户“煤改清洁能源”任务，朝阳、海淀、丰台、房山、通州、大兴 6 个区平原地区村庄内住户基本实现“无煤化”。
2017 年 3 月	京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案	将“2+26”城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，北京、天津、廊坊、保定市 10 月底前完成“禁煤区”建设任务。
2016 年 4 月	山西省大气污染防治 2016 年行动计划	加快城乡结合部以及农村地区“煤改电”“煤改气”工程进度，加大电力供应和燃气管网建设，优先支持有条件的农村地区尤其是污染较重的重点地区改用电、天然气、地热和太阳能等清洁能源。

数据来源：政府网站，西南证券整理

燃气热水器的发展取决于各地区燃气基础设施的改善进度，北方地区受“煤改气”利好政策推动，增速领先于南方，据奥维云网，华北地区燃热增速为 22%。低气化率的地区燃气热水器普及率不高，市场存在大量空白，增长潜力巨大。16 年气化率仅为 7.1% 的云南地区，燃气热水器增速达到 114.1% 呈现爆发式增长。

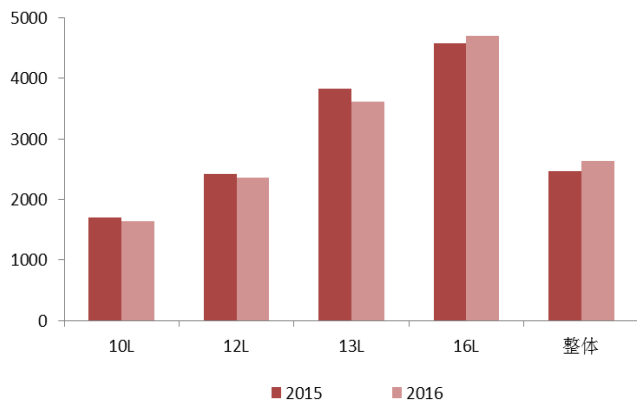
更新周期逐步来临，存量市场绽放新活力。燃热产品使用寿命大概为 6-8 年，部分地区燃热改革的时间已有 6-7 年，接近更换周期，存量市场将会释放出新空间。

1.2 国产品牌份额提升，燃热大型化趋势助推毛利提升

热水器市场外资品牌仍占据市场优势地位，但国产品牌市场份额呈逐步提升态势。据中怡康数据，2016 年国内品牌零售量、零售额份额为 67.3%/53.4%。A.O.史密斯市场份额高达 25% 为绝对冠军，海尔、美的、万和、万家乐处于行业前五，行业前 5 除史密斯外已全为国有企业。其中电热水器零售量最高的为海尔，燃气热水器零售量最高为万和。

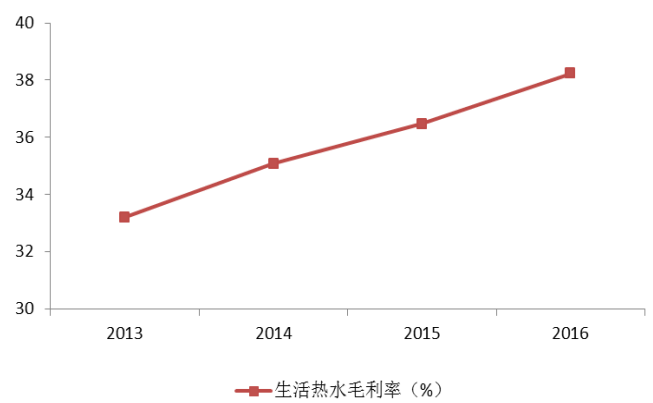
伴随着消费升级，燃气热水器大型化趋势明显，拉动高价位产品占比提升，助推毛利率提升。据奥维云网，13L 及以上的燃气热水器零售额占比 44.6%，同比增长 11%；11.1L 以上的燃气热水器零售额份额超过 75%。大出水量产品均价较高，拉动整体均价上涨，16 年底市场整体均价为 2600 元，年底比年初上涨 11%。高价位产品国外品牌仍占主导，国产品牌均价显著低于外资品牌，但国内品牌也开始推出高端产品，如万和推出 13L 的 13ST28 系列产品价格 3000 以上，进入零售额排名前五。

图 1：燃气热水器线下分出水量均价变化



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 2：万和 2013 年以来生活热水毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 万博电气正式投产，推动高端化布局

公司与博世荷兰、博世中国共同投资设立合资子公司广东万博，广东万博注册资本 3 亿元，其中公司出资 1.5 亿元，占比 50%，博世荷兰、博世中国占比分别为 40%、10%。广东万博与 2017 年 5 月正式投产。

博世产品定位高端，据中怡康，17 年 3 月博世产品均价 3802 元，主要与 A.O.史密斯、林内、能率等高端品牌竞争。公司的本土化运营优势将与博世先进的生产技术形成协同效应，推动公司高端化布局，提升公司盈利能力。

热水器市场不同品牌定价两极分化明显，高端产品如 AO 史密斯、林内、能率等品牌产品均价在 4000 元左右，而大多品牌均价则集中在 1500-2000 元区间，价位断层严重。因此，龙头借助规模及技术优势，借消费升级东风进行产品均价提升，具有较大空间。

图 3：热水器市场产品均价



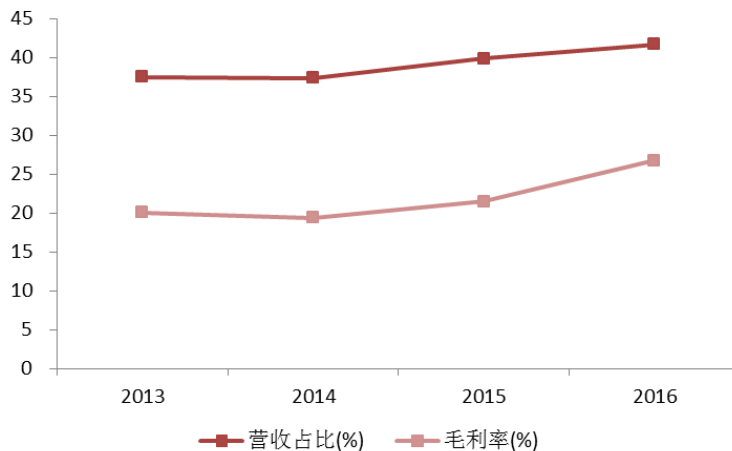
数据来源：中怡康，西南证券整理

2 产品结构多元化，厨电壁挂炉贡献新盈利增长点

2.1 烟灶同比增速亮眼，厨电毛利呈稳定增长态势

公司的厨电营收占比逐步小幅提升，2016 年占比 40%左右，产品包括烟、灶、消以及烤炉、烟熏机等，2016 年各产品占营收比例分别为 8.2%/7.2%/1.1%/23.6%/1.4%，其中烤炉、烟熏机主要为出口，烤炉占公司出口的 50%。厨电产品烤炉占比较大，公司出口渠道为 OEM 毛利较低，使得公司厨电整体毛利率稍低，但公司厨电毛利率近年呈增长态势，2016 年厨电毛利率达到 26.8%。

图 4：万和 2013 年以来厨电营收占比及毛利率

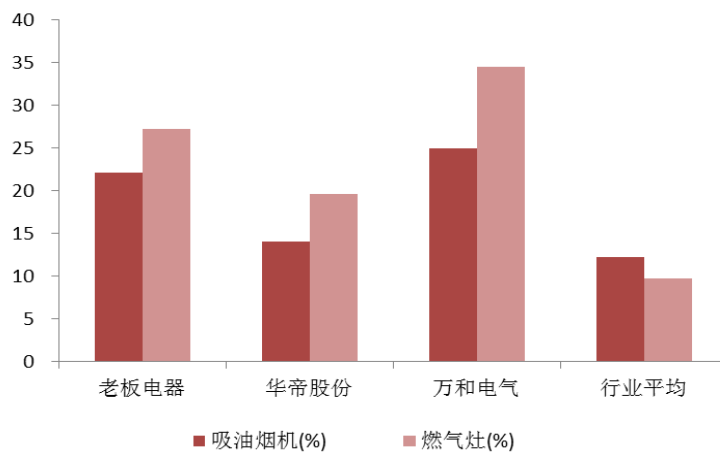


数据来源：wind，西南证券整理

厨电品牌间价格分化明显，以燃气灶为例，老板、方太和西门子专注高端市场，产品均价超过 2000 元，华帝专注中端市场，均价在 1500 元以上，万和以 1100 元以下的产品为主，1100 元以下产品占到 80% 左右，在中低端市场更具竞争力，但公司中高端产品占比逐年稳步提升。

公司烟机、灶具零售额同比增长亮眼，16 年吸油烟机同比增长 25.0%，燃气灶同比增长 34.5%，同比增速好于厨电行业其他企业，且市场地位稳定。据中怡康数据，公司吸油烟机 2016 年线下、线上市场份额为 3.0%/1.7%，同比上升 0.3/-0.1 个百分点，行业排名第 8/10；2016 年燃气灶线下、线上份额为 3.6%/2.2%，同比上升 0/-0.7 个百分点，排名第 6/10。公司 16 年制定目标厨电未来三年实现年均增长 25%，随着公司渠道下沉、城镇化推进、三四线市场需求逐步释放，公司有望实现厨电进一步扩容。

图 5：各公司 2016 年烟灶销售额增速



数据来源：wind, 西南证券整理

2.2 壁挂炉呈爆发式增长，市场空间巨大

壁挂炉是分户式采暖设备，按功能，可分为单暖式和采暖、洗浴两用式；按加热方式可分为电壁挂炉和燃气壁挂炉，电壁挂炉耗电量较高且在用电高峰容易产生不稳定现象，市面上大部分为燃气壁挂炉；按技术特点，可分为普通壁挂炉和冷凝式壁挂炉，冷凝式壁挂炉能节省 10%-30% 的燃气，但冷凝式壁挂炉价格较高。壁挂炉通过末端接入地暖或地暖片实现供暖，主要用于北方非集中供暖地区和南方高端市场。

图 6：壁挂炉管道图示



数据来源：京东，西南证券整理

图 7：万和壁挂炉



数据来源：京东，西南证券整理

伴随着“煤改气”政策，2016 年下半年华北各城市陆续出台政策鼓励壁挂炉的使用，原来燃煤集中取暖改为分户式壁挂炉取暖，给予壁挂炉购置、安装以及气价补贴，大幅降低壁挂炉的运行成本，壁挂炉市场实现爆发式增长，2016 年行业销量同比增长 30%，预计未来 4-5 年壁挂炉将保持高速增长态势。

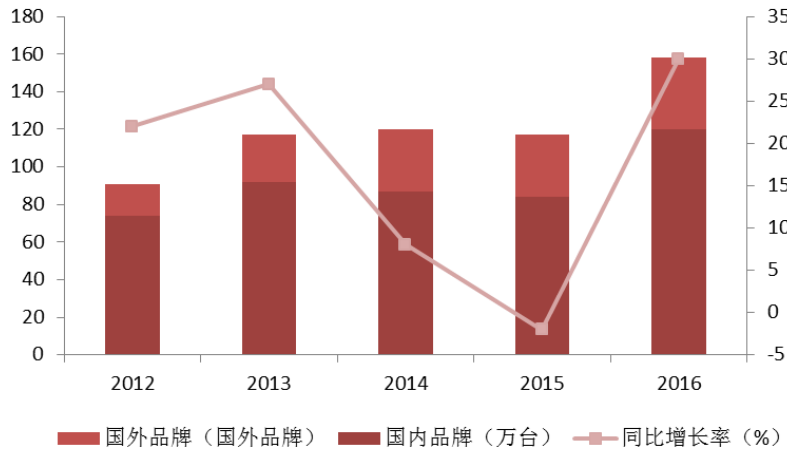
表 2：壁挂炉相关补贴政策

发布时间	城市	政策内容
2016 年 11 月	河南新乡	按照政府采购价的 70% 给予一次性补贴，每户最高补贴不超过 3500 元。
2017 年 1 月	北京通州区	市、区两级补贴设备价 90%，个人承担 10%，最高补贴 5940
2017 年 2 月	河北石家庄	2900 元用于支付居民生活和燃气采暖初装费等费用
2017 年 3 月	河北邢台	“一城五星”区域内，每户补贴 3000 元，主要用于购买壁挂炉补贴
2017 年 3 月	河北邯郸	采用天然气壁挂炉采暖的，在冬季采暖期内用量超过 40 立方米以上的部分，给予每立方米 1 元补贴，最高补贴 900 元。

数据来源：政府网站，西南证券整理

壁挂炉外资品牌有威能、博世、菲斯曼等，国内品牌有小松鼠、万和、万家乐、海尔等。德系品牌销量领先，其中威能市场份额第一，但国内品牌销量占半壁江山，2016 年国内总销量为 158 万台，其中国产品牌销量 120 万台，市场占有率达 76.0%。受益于煤改气政策，国产品牌增长迅猛，主要品牌销量增速在 40%-200% 之间，远超外资品牌增速。

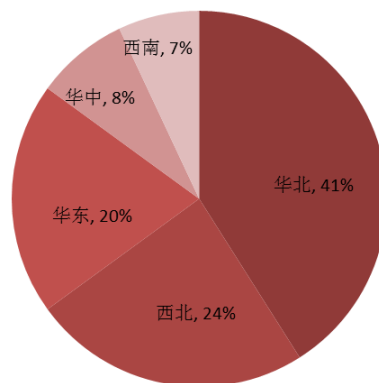
图 8: 2012 年以来国外品牌和国内品牌销量及总销量增速



数据来源: wind, 西南证券整理

壁挂炉的销售渠道主要为工程渠道和零售渠道,北方地区以工程渠道为主,南方地区以零售渠道为主。据中华建材网数据,2016 年工程渠道同比增长 74%,零售渠道同比增长 24%。按区域看,2016 年华北销量最高,占比 41%,西北、华东、华中、西南销量占比 24%/20%/8%/7%。

图 9: 各地区壁挂炉销售占比



数据来源: 中华建材网, 西南证券整理

万和壁挂炉享受壁挂炉市场扩容,2016 年实现爆发式增长,16 年壁挂炉实现销售额 2.6 亿元,同比增长 90.7%,今年一季度销售额 0.5 亿元,同比增长 144.7%。

目前壁挂炉市场品牌数量繁多,品质良莠不齐,公司凭借多年的技术积累和品质打造,已成为行业领军企业。公司燃气壁挂炉已全面进入国家华北煤改气工程,据与公司沟通,公司今年计划投标全部中标,预计壁挂炉实现爆发式增长,贡献营收及业绩弹性。公司 17 年壁挂炉生产基地投产,合计超过 80 万产能将逐步释放,公司将分享壁挂炉行业增长红利,实现新的业绩增长点。

3 渠道实现全覆盖，三四线房地产交易活跃促增长

3.1 三四线地产超预期，公司显著受益

公司产品价格更具亲和力，品牌和渠道优势主要集中于三四线市场，中部地区领先优势明显。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%。

自 2016 年 10 月一二线热点城市房地产调控，一二线城市销量大幅下降，大量购房需求向周边外溢和挤出，叠加三四线城市继续享受去库存政策红利，销售十分火爆。三四线房地产销售契合公司渠道布局与产品定位，公司将显著受益，未来销量持续增长可期。

表 3：2017 年各地区房地产销售情况

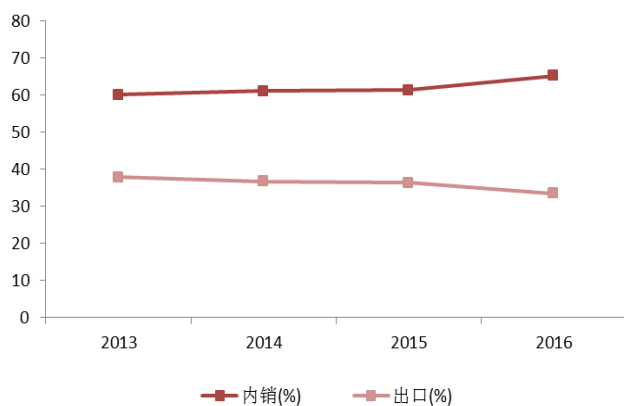
时间	一线	调控二三线	重点二三线	其他
1 月	5518.3	5545.9	7727.8	3204.1
2 月	5039.3	4875.4	5422.6	2914.6
3 月	8966.3	8984.0	9488.8	3584.1
4 月	6062.8	8237.1	8569.3	3900.4
5 月	3366.0	3887.1	4529.2	2633.8
最新环比	-32.4%	-8.3%	-9.7%	8.8%
最新同比	-32.6%	-38.3%	-13.0%	22.7%
累计同比	-30.3%	-32.7%	-1.6%	24.1%

数据来源：wind，西南证券整理

3.2 渠道实现全覆盖，工程渠道有望贡献新增长点

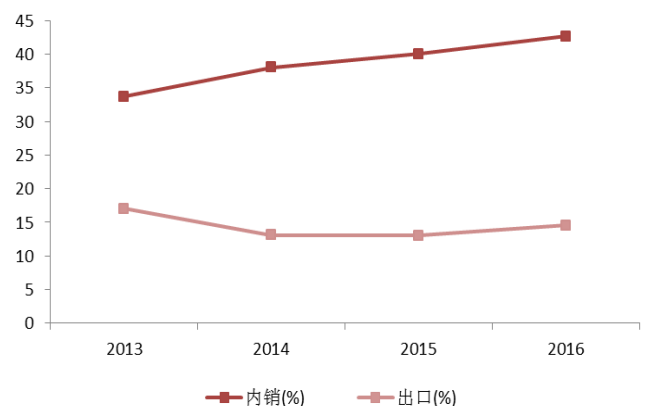
公司产品出口为 OEM 模式，2016 年出口占比 33.4%，借助国家“一带一路”的政策东风，公司重点聚焦俄罗斯、南美、中东、东南亚等“一带一路”沿线及其他海外新兴市场。公司内销毛利显著高于出口，近年来，内外销毛利均呈上升趋势，2016 年内销、出口毛利率达 42.6%/14.5%。

图 10：2013 年以来内外销营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2013 年以来内外销毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

内销方面，布局线上和线下，线下为经销商模式，有 20 个主力经销商，拥有连锁专卖店、KA、工程集采等渠道，市场分布在全国 32 个省、市、自治区，覆盖全国 90% 的地级市和 70% 的县级地区，基本实现了从一线市场到乡镇渠道的全面覆盖。

公司 17 年 5 月拟以自有资金 2 亿元投资入股睿灿投资，参与恒大地产定向增资，未来工程渠道资源有望增强，贡献新的盈利增长点。

线上进驻天猫、淘宝、京东、苏宁易购、国美在线等电商平台，建立电商运营的自营团队，加强定价自主权，线上和经销商打造 O2O 联动，线上线下实现产品差异化布局。线上渠道实现稳增长，2016 年电商渠道占营收主营业务比重 11.5%，同比增长 40.0%，17Q1 增长 47.2%。

4 盈利预测与估值

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长点，燃热将高速增长，预计出货量保持 15% 左右增速，至少与行业持平；电热受益于博世合作，营收、毛利率同时大幅提升；壁挂炉业务零售、工程、投标渠道同时发力，尤其受益于公司今年投标全部中标，预计实现 160% 营收增速。

(2) 厨房电器业务：在公司渠道下沉、城镇化和三四线需求逐步释放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，中高端产品的占比提升将会促使毛利率稳步提升，预计 17 年、18 年、19 年毛利率分别为 27.85%、29.12%、30.40%。

(3) 公司致力于提升品牌形象，营销投入将大幅加大，但由于营收增速较快，基数较大，因此我们预计销售费用率小幅上涨，预计 17-19 年销售费用率 18%，18.3%，18.5%。管理费用率基本持平。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	4959.51	6194.96	7828.88	9661.82
	yoy	18.30%	24.91%	26.37%	23.41%
	成本	3309.07	4081.26	5089.52	6207.20
	毛利率	33.28%	34.12%	34.99%	35.76%
生活热水	收入	2562.31	3386.79	4556.23	5887.21
	yoy	17.53%	32.18%	34.53%	29.21%
	成本	1582.46	2079.39	2797.39	3614.57
	毛利率	38.24%	38.60%	38.60%	38.60%
厨房电器	收入	2068.42	2469.53	2923.84	3415.34
	yoy	23.70%	19.39%	18.40%	16.81%
	成本	1514.67	1781.75	2072.39	2377.07

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	26.77%	27.85%	29.12%	30.40%
其他	收入	328.78	338.65	348.80	359.27
	yoy	-3.27%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	211.94	220.12	219.75	215.56
	毛利率	35.54%	35.00%	37.00%	40.00%

数据来源：西南证券

根据上述预测，我们上调 2017-2019 年 EPS 分别为 1.28 元、1.65 元、2.12 元，未来三年归母净利润将保持 29% 的复合增长率，根据万得小家电一致预期，给予公司 2017 年 23 倍估值，对应目标价 29.44 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

- (1) 燃热市场拓展的力度不及预期风险：虽然国家从政策层面鼓励天然气使用，但是可能存在消费者使用习惯的固化，导致燃热市场拓展或不及预期，从而影响公司业绩。
- (2) 原材料大幅波动风险：一旦原材料价格大幅波动，会直接影响公司盈利能力。
- (3) 公司产品品牌形象提升不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4959.51	6194.96	7828.88	9661.82	净利润	430.31	563.26	727.51	935.29
营业成本	3309.07	4081.26	5089.52	6207.20	折旧与摊销	140.82	156.44	169.33	180.53
营业税金及附加	39.50	45.46	58.28	72.42	财务费用	-34.28	-63.22	-72.03	-84.80
销售费用	876.70	1115.09	1432.68	1787.44	资产减值损失	3.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	295.15	365.50	469.73	579.71	经营营运资本变动	580.31	-243.92	-87.55	-120.38
财务费用	-34.28	-63.22	-72.03	-84.80	其他	-236.66	-0.78	0.02	-0.10
资产减值损失	3.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	883.99	411.78	737.28	910.53
投资收益	24.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-105.45	-116.00	-115.00	-115.00
公允价值变动损益	0.43	0.07	0.11	0.15	其他	65.92	0.07	0.11	0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-39.53	-115.93	-114.89	-114.85
营业利润	495.30	650.94	850.80	1100.01	短期借款	20.76	-20.76	0.00	0.00
其他非经营损益	23.83	25.00	23.79	23.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	519.13	675.95	874.58	1123.71	股权融资	0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	88.82	112.68	147.08	188.42	支付股利	-330.00	-445.90	-582.50	-751.22
净利润	430.31	563.26	727.51	935.29	其他	-1.13	63.28	72.03	84.80
少数股东损益	-0.85	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流净额	-310.29	-403.38	-510.48	-666.42
归属母公司股东净利润	431.17	563.26	726.41	933.29	现金流量净额	543.06	-107.53	111.91	129.26
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1208.49	1100.96	1212.87	1342.13	成长能力				
应收和预付款项	1373.96	1680.73	2137.33	2634.76	销售收入增长率	18.30%	24.91%	26.37%	23.41%
存货	875.26	1080.82	1348.18	1644.64	营业利润增长率	36.14%	31.42%	30.70%	29.29%
其他流动资产	13.18	16.47	20.81	25.68	净利润增长率	34.88%	30.90%	29.16%	28.56%
长期股权投资	169.64	169.64	169.64	169.64	EBITDA 增长率	14.15%	23.65%	27.41%	26.12%
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	976.30	949.39	909.60	858.61	毛利率	33.28%	34.12%	34.99%	35.76%
无形资产和开发支出	255.74	243.26	229.79	216.31	三费率	22.94%	22.88%	23.38%	23.62%
其他非流动资产	217.86	216.80	215.74	214.68	净利率	8.68%	9.09%	9.29%	9.68%
资产总计	5090.43	5458.08	6243.95	7106.45	ROE	14.72%	18.53%	22.84%	27.76%
短期借款	20.76	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	10.32%	11.65%	13.16%
应付和预收款项	1688.54	1872.06	2398.73	2950.56	ROIC	18.50%	24.17%	28.29%	33.69%
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	EBITDA/销售收入	12.13%	12.01%	12.11%	12.38%
其他负债	450.24	537.70	651.91	778.52	营运能力				
负债合计	2167.33	2417.56	3058.43	3736.87	总资产周转率	1.06	1.17	1.34	1.45
股本	440.00	440.00	440.00	440.00	固定资产周转率	6.32	7.83	9.86	12.61
资本公积	1249.05	1249.05	1249.05	1249.05	应收账款周转率	9.07	9.29	9.45	9.30
留存收益	1234.45	1351.81	1495.71	1677.77	存货周转率	3.95	4.16	4.18	4.14
归属母公司股东权益	2923.45	3040.86	3184.76	3366.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.39%	—	—	—
少数股东权益	-0.35	-0.35	0.75	2.75	资本结构				
股东权益合计	2923.10	3040.52	3185.52	3369.58	资产负债率	42.58%	44.29%	48.98%	52.58%
负债和股东权益合计	5090.43	5458.08	6243.95	7106.45	带息债务/总负债	1.32%	0.32%	0.25%	0.21%
					流动比率	1.67	1.66	1.59	1.55
					速动比率	1.25	1.20	1.13	1.10
					股利支付率	76.54%	79.16%	80.19%	80.49%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.28	1.65	2.12
					每股净资产	6.64	6.91	7.24	7.66
					每股经营现金	2.01	0.94	1.68	2.07
					每股股利	0.75	1.01	1.32	1.71
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	601.83	744.16	948.10	1195.73					
PE	25.83	19.77	15.33	11.93					
PB	3.81	3.66	3.50	3.30					
PS	2.25	1.80	1.42	1.15					
EV/EBITDA	16.20	13.22	10.26	8.02					
股息率	2.96%	4.00%	5.23%	6.75%					

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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn