

营收增速创新高, 业绩受拖累不改长期逻辑

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 17H1实现营收30.7亿元, 同比增长28.8%, 实现归母净利润2.1亿元, 同比下降7.2%, 实现扣非后归母净利润1.8亿元, 同比下降20.4%。Q2单季度实现营收16.1亿元, 同比增长48.8%, 实现归母净利润0.9亿元, 同比下降29.1%。
- **Q2营收增速创新高, 投资、汇兑、成本上升拖累利润。** 公司2017Q2营收同比增长48.8%, 营收增速创新高。但由于广东揭东农村商业银行亏损, 公司计提投资损失4151.6万, 人民币升值造成公司财务费用同比增加2400万元, 投资与汇兑损失削弱当期利润, 加之原材料价格上涨, 外销占比增加等因素, 公司Q2毛利率28.2%, 同比下降7.1pp, 多重原因导致公司Q2归母净利润同比下滑29.1%。我们认为公司主营业务积极向好, 当期投资与汇兑损失具有一定的即时性, 不会在未来持续引起净利润的大幅下滑, 长期投资逻辑依然成立。
- **国际市场、电商渠道高速扩张, 共推业绩长期向好。** 报告期内, 公司持续推进国际市场开拓, 重点聚焦俄罗斯、中东、东南亚等海外新兴市场, 2017H1公司实现海外营收12.6亿元, 同比增长39.4%。同期, 公司电商渠道实现营收3.8亿元, 同比增长128%。海外市场拓展与电商渠道高增长, 为公司多市场、多渠道打开局面, 共推业绩长期向好。
- **厨电壁挂炉乘风而上, 爆发式增长创造利润新增点。** 在“煤改气”政策东风助力下, 壁挂炉市场爆发增长已初现端倪, 2017H1公司壁挂炉业务实现营收1.5亿元, 同比增长127.7%, 增速较2016年上升了37pp。伴随利好政策加持、消费趋势加码, 壁挂炉成为公司未来业绩增长的一大看点。
- **盈利预测与投资建议。** 由于投资与汇兑亏损, 我们下调盈利预测, 2017-2019年EPS分别为1.09元、1.48元、1.80元, 未来三年归母净利润将保持22.5%的复合增长率, 参考wind小家电板块2018年平均PE, 给予公司2018年18倍估值, 对应目标价26.64元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 人民币汇率波动风险。

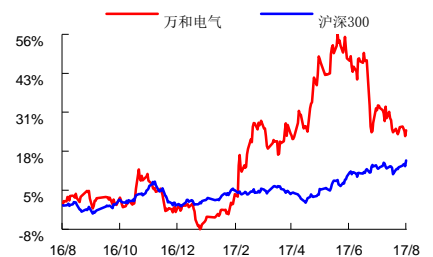
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4959.51	6244.16	7603.55	8942.40
增长率	18.30%	25.90%	21.77%	17.61%
归属母公司净利润(百万元)	431.17	479.03	649.68	792.91
增长率	35.12%	11.10%	35.62%	22.04%
每股收益EPS(元)	0.98	1.09	1.48	1.80
净资产收益率ROE	14.72%	16.20%	20.91%	24.57%
PE	21	19	14	12
PB	3.17	3.13	2.98	2.86

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)	3.73
52周内股价区间(元)	16.05-26.36
总市值(亿元)	92.58
总资产(亿元)	54.57
每股净资产(元)	6.40

相关研究

1. 万和电气(002543): 政策东风助启航, 多点发力促增长 (2017-06-13)
2. 万和电气(002543): 营收业绩增长加速, 未来持续增长可期 (2017-04-20)
3. 万和电气(002543): 产品结构优化, 业绩增长超预期 (2017-02-28)
4. 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长点, 燃热将高速增长, 预计出货量保持与行业持平增速; 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 150% 营收增速。

(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, 预计保持较高速增长, 但占比较大的烤炉外销业务由于外汇波动, 影响厨电板块毛利率。

(3) 2016 年人民币兑美元汇率下降, 公司汇兑收益较多, 2017 年年初至 8 月底人民币兑美元汇率稳中有升, 我们预计 2017 年公司财务费用增长较多, 而公司营收增长迅速, 基数扩大, 预计 2017 年管理费用率与销售费用率基本持平。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	4,959.51	6,244.16	7,603.55	8,942.40
	yoy	18.30%	25.90%	21.77%	17.61%
	成本	3,309.07	4,184.37	5,006.89	5,810.87
	毛利率	33.28%	32.99%	34.15%	35.02%
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	2615.55	3117.54	3629.54
	yoy	23.70%	26.5%	19.2%	16.4%
	成本	1514.67	1,933.38	2,248.58	2,567.68
	毛利率	26.77%	26.08%	27.87%	29.26%
其他	收入	328.78	338.65	348.80	359.27
	yoy	-3.3%	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

由于投资和汇兑损失, 我们下调盈利预测, 2017-2019 年 EPS 分别为 1.09 元、1.48 元、1.80 元, 未来三年归母净利润将保持 22.5% 的复合增长率, 根据 wind 小家电一致预期, 给予公司 2018 年 18 倍估值, 对应目标价 26.64 元, 维持“买入”评级。

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	6244.16	7603.55	8942.40	净利润	430.31	479.03	650.78	794.91
营业成本	3309.07	4184.37	5006.89	5810.87	折旧与摊销	140.82	156.44	169.33	180.53
营业税金及附加	39.50	45.82	56.60	67.03	财务费用	-34.28	-5.47	-15.04	-15.76
销售费用	876.70	1080.24	1353.43	1609.63	资产减值损失	3.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	295.15	368.41	456.21	554.43	经营营运资本变动	580.31	-232.57	-69.50	-86.44
财务费用	-34.28	-5.47	-15.04	-15.76	其他	-236.66	27.22	-19.98	-22.10
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	424.66	715.60	851.14
投资收益	24.98	-28.00	20.00	22.00	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	-27.93	20.11	22.15
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	-143.93	-94.89	-92.85
营业利润	495.30	542.86	765.56	938.35	短期借款	20.76	-20.76	0.00	0.00
其他非经营损益	23.83	32.00	16.79	16.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	519.13	574.87	782.35	955.05	股权融资	0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	88.82	95.83	131.57	160.14	支付股利	-330.00	-445.90	-495.40	-671.88
净利润	430.31	479.03	650.78	794.91	其他	-1.13	5.52	15.04	15.76
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	-461.14	-480.36	-656.12
归属母公司股东净利润	431.17	479.03	649.68	792.91	现金流量净额	543.06	-180.41	140.35	102.17
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	1028.08	1168.43	1270.59	成长能力				
应收和预付款项	1373.96	1695.12	2076.81	2439.58	销售收入增长率	18.30%	25.90%	21.77%	17.61%
存货	875.26	1108.18	1326.26	1539.50	营业利润增长率	36.14%	9.60%	41.02%	22.57%
其他流动资产	13.18	16.60	20.21	23.77	净利润增长率	34.88%	11.32%	35.85%	22.15%
长期股权投资	169.64	169.64	169.64	169.64	EBITDA 增长率	14.15%	15.29%	32.58%	19.92%
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%	32.99%	34.15%	35.02%
无形资产和开发支出	255.74	243.26	229.79	216.31	三费率	22.94%	23.11%	23.60%	24.02%
其他非流动资产	217.86	216.80	215.74	214.68	净利率	8.68%	7.67%	8.56%	8.89%
资产总计	5090.43	5427.06	6116.47	6732.68	ROE	14.72%	16.20%	20.91%	24.57%
短期借款	20.76	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	8.83%	10.64%	11.81%
应付和预收款项	1688.54	1913.60	2354.45	2756.56	ROIC	18.50%	22.13%	27.62%	31.80%
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	EBITDA/销售收入	12.13%	11.11%	12.10%	12.34%
其他负债	450.24	549.38	642.55	733.62	营运能力				
负债合计	2167.33	2470.78	3004.79	3497.98	总资产周转率	1.06	1.19	1.32	1.39
股本	440.00	440.00	440.00	440.00	固定资产周转率	6.32	7.89	9.58	11.67
资本公积	1249.05	1249.05	1249.05	1249.05	应收账款周转率	9.07	9.33	9.30	9.10
留存收益	1234.45	1267.58	1421.87	1542.89	存货周转率	3.95	4.21	4.11	4.05
归属母公司股东权益	2923.45	2956.63	3110.92	3231.95	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	2956.29	3111.67	3234.70	资产负债率	42.58%	45.53%	49.13%	51.96%
负债和股东权益合计	5090.43	5427.06	6116.47	6732.68	带息债务/总负债	1.32%	0.32%	0.26%	0.22%
					流动比率	1.67	1.61	1.57	1.54
					速动比率	1.25	1.15	1.12	1.09
					股利支付率	76.54%	93.08%	76.25%	84.74%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.09	1.48	1.80
					每股净资产	6.64	6.72	7.07	7.35
					每股经营现金	2.01	0.97	1.63	1.93
					每股股利	0.75	1.01	1.13	1.53
业绩和估值指标									
EBITDA	601.83	693.84	919.86	1103.12					
PE	21.47	19.33	14.25	11.68					
PB	3.17	3.13	2.98	2.86					
PS	1.87	1.48	1.22	1.04					
EV/EBITDA	13.08	11.57	8.58	7.06					
股息率	3.56%	4.82%	5.35%	7.26%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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