

万和电气 (002543)

公司研究/简评报告

三季度营收持续高增长，业绩同比下滑

—2017 年三季报点评

简评报告/家电

2017 年 10 月 26 日

一、事件概述

公司于 10 月 25 日晚发布 2017 年三季报：报告期内公司实现营业收入 46.64 亿元，同比增长 34.90%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比下降 6.35%；扣非后归母净利润 2.40 亿元，同比下降 13.48%；实现基本每股收益 0.63 元。

二、分析与判断

➤ 单季度营收保持高增长，业绩下滑速度环比改善

公司三季度单季度实现营收 15.98 亿元，同比+48.34%（2017Q2 同比+48.81%），归母净利润 0.61 亿元，同比-3.26%（2017Q2 同比-29.08%）。

我们认为公司收入保持高增长原因一是燃气热水器与厨电业务快速发展，二是北方地区“煤改气”带来壁挂炉销量爆发；净利润方面，公司在原材料上涨以及人民币升值带来汇兑损失的情况下，三季度业绩同比下滑，下滑速度环比改善的原因主要在于二季度一次性计提揭东农商行投资损失。

➤ 盈利能力同比下滑，但处于可控范围内

2017Q1-Q3 公司毛利率和净利率分别为 29.03%（同比-5.55pct）和 6.04%（同比-2.44pct），其中，Q3 单季度毛利率 29.6%（同比-5.66pct，环比+1.43pct），净利率 4.29%（同比-1.58pct，环比-1.18pct）。我们判断，公司毛利率下滑的原因一是原材料价格上涨，二是毛利率较低的出口收入快速提升，收入结构变化带来整体毛利率下降。期间费用率同比下降，其中销售费用率同比-3.64pct 至 15.34%，管理费用率同比-0.67pct 至 5.34%，财务费用率同比+1.12pct 至 0.58%。我们认为随原料价格回调、公司产品结构持续优化以及明年产品提价，未来公司盈利能力有望稳步提升。

➤ 公司为燃气热水器行业龙头，长期增长确定性强

内销端：一是万和连续十三年燃气热水器零售量份额行业第一，未来在规模和市占率方面仍有提升空间；二是公司在南方地区和三四级市场牌力强，且其产品均价水平在三四级市场更具竞争力，未来最大化受益南方燃气管道贯通与供气量提升及三四级市场消费升级。**出口端：**一是海外大客户相对稳定；二是逐渐减少 OEM 订单并提高 ODM 比重，提升在价值链中的地位和盈利能力；三是新增合同中增设价格与汇率/原材料价格变动挂钩条款，一定程度转移和规避风险。

➤ 受益“煤改气”实施，三四季度壁挂炉销量有望迎爆发

今年“2+26”城市“煤改气”工程有望带来超 200 万台壁挂炉需求量，受工程进度与供热时间计划，壁挂炉销量主要在三季度末与四季度初爆发，我们判断公司壁挂炉产品在“煤改气”实施过程中销量将快速提升。中长期来看，未来中南部地区壁挂炉市场也将逐步形成并扩大，带来全国范围内壁挂炉需求量增长。

三、盈利预测与投资建议

公司为燃气热水器龙头，受益天然气相关基建推进、消费升级，未来销售规模与集中度有望持续提升；壁挂炉产品受益“煤改气”，今年销量有望迎爆发；其他厨电产品在渠道、营销等多方布局下也有望保持 30%以上增长；广东万博设立运营有助于强化公司品牌管理。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.10、1.58、2.01 元，对应 PE 为 18 倍、13 倍和 10 倍。首次推荐，予以**强烈推荐**评级。

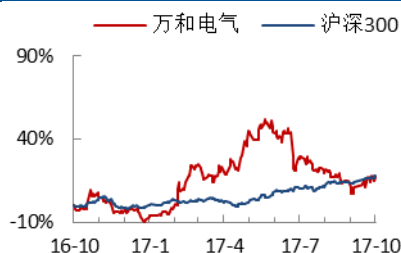
强烈推荐 首次评级

合理估值： 24—29 元

交易数据 2017-10-25

收盘价（元）	20.29
近 12 个月最高/最低	25.55/15.74
总股本（百万股）	440.00
流通股本（百万股）	373.28
流通股比例（%）	85%
总市值（亿元）	89.28
流通市值（亿元）	75.74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127533

邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018

电话： 010-85127533

邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

四、风险提示：终端需求不及预期，“煤改气”持续时间有限，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,960	6,553	8,181	9,941
增长率（%）	18.3%	32.1%	24.8%	21.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	431	484	696	884
增长率（%）	35.1%	12.2%	43.8%	27.0%
每股收益（元）	0.98	1.10	1.58	2.01
PE（现价）	20.7	18.4	12.8	10.1
PB	3.1	2.9	2.4	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,960	6,553	8,181	9,941
营业成本	3,309	4,341	5,382	6,500
营业税金及附加	39	49	63	76
销售费用	877	1,180	1,473	1,789
管理费用	295	393	491	596
EBIT	439	590	773	980
财务费用	(34)	(47)	(54)	(65)
资产减值损失	3	40	32	26
投资收益	25	(39)	20	20
营业利润	495	558	815	1,039
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	519	579	836	1,060
所得税	89	95	140	176
净利润	430	484	696	884
归属于母公司净利润	431	484	696	884
EBITDA	580	695	881	1,089

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1208	1384	1658	2347
应收账款及票据	1290	1633	2074	2526
预付款项	58	64	84	99
存货	875	1129	1386	1679
其他流动资产	13	13	13	13
流动资产合计	3471	4226	5195	6630
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	781	808	823	842
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1620	1625	1615	1608
资产合计	5090	5851	6811	8238
短期借款	21	21	21	21
应付账款及票据	1342	1521	1923	2307
其他流动负债	195	195	195	195
流动负债合计	2084	2682	2946	3490
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	75	75	75	75
非流动负债合计	83	83	83	83
负债合计	2167	2765	3029	3573
股本	440	440	440	440
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益合计	2923	3086	3782	4665
负债和股东权益合计	5090	5851	6811	8238

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.3%	32.1%	24.8%	21.5%
EBIT 增长率	41.6%	34.4%	31.0%	26.7%
净利润增长率	35.1%	12.2%	43.8%	27.0%
盈利能力				
毛利率	33.3%	33.8%	34.2%	34.6%
净利润率	8.7%	7.4%	8.5%	8.9%
总资产收益率 ROA	8.5%	8.3%	10.2%	10.7%
净资产收益率 ROE	14.7%	15.7%	18.4%	18.9%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.6	0.5	0.6	0.7
资产负债率	0.4	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	40.3	39.9	40.0	40.0
存货周转天数	92.1	94.9	94.0	94.3
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.1	1.6	2.0
每股净资产	6.6	7.0	8.6	10.6
每股经营现金流	2.0	0.7	1.5	1.7
每股股利	1.2	0.7	0.0	0.0
估值分析				
PE	20.7	18.4	12.8	10.1
PB	3.1	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	13.4	10.9	8.3	6.1
股息收益率	6.1%	3.6%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	430	484	696	884
折旧和摊销	144	145	140	136
营运资金变动	343	(343)	(142)	(229)
经营活动现金流	884	306	654	751
资本开支	402	90	77	81
投资	350	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(129)	(57)	(61)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	20	0	0	0
筹资活动现金流	(310)	(1)	(322)	(1)
现金净流量	534	175	275	689

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。