

万和电气 (002543)

公司研究/动态报告

收入持续高增长，盈利能力望改善

动态研究报告/家电

2018 年 1 月 4 日

报告摘要:

● 壁挂炉业务：翻倍增长，盈利能力超整体

16 年我国燃气壁挂炉的销量在 210 万台左右。17 年受煤改气政策拉动，我们预计市场总规模将达到 400 万台左右，其中公司壁挂炉销量在 40 万台左右。综合需求和产能因素，预计公司 18 年壁挂炉销量在 80 万台左右。公司在壁挂炉业务上严把质量、着眼长远，2013 年数据显示公司壁挂炉业务毛利率在 38%，我们预测 2017 年壁挂炉净利率水平有望高于传统业务。

● 燃气热水器：稳健增长，提价有望改善盈利能力

燃气热水器行业内销量过去五年复合增长率 10.5%，公司作为规模领先企业最大化受益。我们预计公司 2017 年燃气热水器业务的收入增速在 20% 以上，2018 年仍将呈现快速增长局面。2017 年公司内销出货提价幅度远小于原材料上涨幅度，造成毛利率的大幅下降。针对于此 2018 年公司出厂价存在进一步提升的可能，这将在一定程度上缓解公司的成本端压力，带来盈利能力的回升。同时由于 2017 年终端销售增速较快，渠道端库存普遍较低，行业竞争对手普遍存在提价可能，我们预计公司燃气热水器的销量增速受提价影响的幅度相对较小。

● 出口：增长态势望延续，盈利能力将改善

出口业务受增速较高影响，占比逐渐提升。16 年公司出口收入同比增长 9%，占总收入 33%，17 年上半年出口收入同比增长 39%，占总收入比重已经提升至 41%。公司出口以烤炉为主，燃气热水器较少。我们预计 2018 年公司出口依然将维持高增长状态。另外出口业务对盈利能力的冲击随着新一年的到来有望显著改善。

● 看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级

短期来看：1、燃气热水器受益于天然气基建推进、流动性人口减少与消费升级，公司燃气热水器规模与市占率有望持续提升；2、其他厨电业务在营销渠道端不断发力的情况下也有望保持快速增长；3、受益于“煤改气”实施，2017 年公司壁挂炉产品有望爆发性增长；4、出口业务方面随着公司议价能力提升，也会在销量和均价方面有较大改善；5、公司投资的揭东农商行营业情况 18 年改善确定性较强，主业稳定增长叠加投资收益增加有望带来 18 年业绩高增长。

中长期来看：南方地区天然气使用有望加速普及，带动燃气热水器以及壁挂炉产品的需求增长。公司作为燃气热水器行业规模领先企业，有望持续受益。

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.97、1.53、2.00 元。给予强烈推荐评级。

● 风险提示：需求不及预期，汇率及原料价格波动，参股公司带来的非经常性损益。

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	6,902	8,829	10,607
增长率（%）	18.3%	39.2%	27.9%	20.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	431	427	674	881
增长率（%）	35.1%	-0.9%	57.8%	30.8%
每股收益（元）	0.98	0.97	1.53	2.00
PE（现价）	22.9	23.1	14.7	11.2
PB	3.4	3.3	2.7	2.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

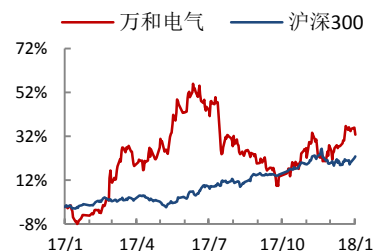
强烈推荐 维持评级

当前价格： 22.45 元

交易数据 2018-01-03

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）	98.78
流通市值（亿元）	83.80

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

- 1.《万和电气 (002543) 深度报告：燃热龙头，受益行业普及式增长》20171204.
- 2.《万和电气 (002543) 公司点评：三季度营收持续高增长，业绩同比下滑》20171026

目录

一、燃气壁挂炉：翻倍增长，盈利能力超整体	3
（一）行业销量：17 年接近翻倍，18 年继续高增长	3
（二）万和壁挂炉：严把质量，着眼长远	4
（三）盈利能力：壁挂炉业务强于传统业务	4
（四）商用锅炉：不可忽视的存在	4
二、燃气热水器：稳健增长，提价有望改善盈利能力	5
（一）受益行业快增长，公司保持高增速	5
（二）提价缓解压力，盈利能力望改善	5
（三）预计提价对销量增长影响有限	5
三、出口：增长态势望延续，盈利能力将改善	6
四、看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级	7
五、风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

一、燃气壁挂炉：翻倍增长，盈利能力超整体

(一) 行业销量：17 年接近翻倍，18 年继续高增长

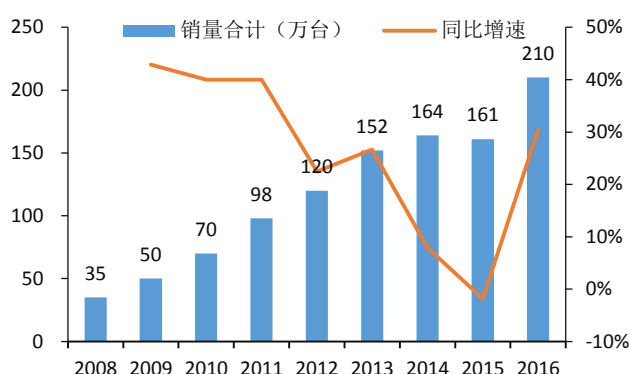
政策上冬季清洁取暖的总基调是“宜气则气”、“宜电则电”，气主要指的是燃气壁挂炉，其优点是投资少，缺点是受燃气管网基础设施的限制；电主要指的是空气源热泵，其优点是采暖和制热均可，但缺点是单次投资大，达到 2-3 万元/户。从目前情况来看，冬季清洁取暖改造中，采用煤改气的比例超过 80%。煤改气的市场仍然在不断扩大，由“2+26”向非“2+26”城市拓展，禁煤区建设也在逐步扩大，如河南、山西、山东等地。

2016 年，我国燃气壁挂炉的销量在 210 万台左右。2017 年受煤改气政策拉动，我们预计市场总规模将达到 400 万台左右，2018 年市场规模仍有望进一步扩大。

从壁挂炉市场格局来看，在零售端外资品牌仍能占据 40% 左右的市场，而在煤改气渠道中，外资品牌占比很小。我们预计主要的国内品牌万和与小松鼠在 2017 年的市占率均在 10% 左右。

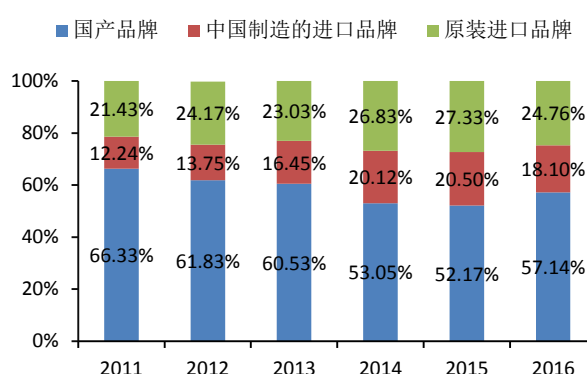
我们预计公司 2017 年壁挂炉销量在 40 万台左右，考虑到公司杏坛基地达产后产能释放，我们预计 18 年公司壁挂炉总产能在 80-120 万台之间，主要限制是上游供应商的供应能力，由于公司对供应链较为严格的管控，产量存在不确定性。

图 1：我国燃气壁挂炉市场销量快速增长



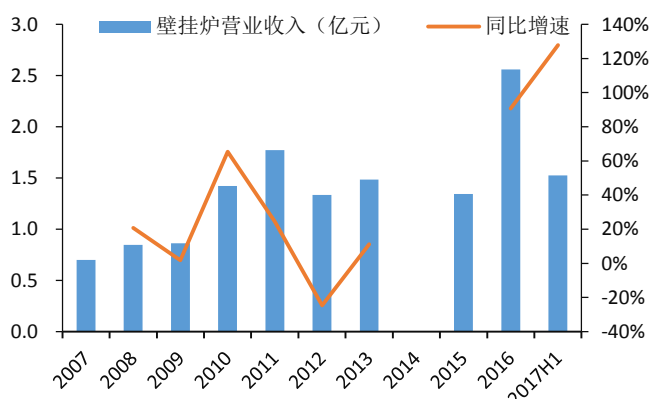
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：我国燃气壁挂炉市场销量结构：国产品牌主导



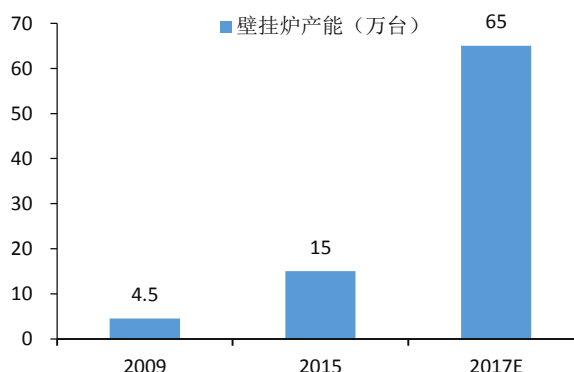
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：万和壁挂炉产品营业收入及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 4：万和电气壁挂炉产能



资料来源：公司年报，民生证券研究院

(二) 万和壁挂炉：严把质量，着眼长远

公司壁挂炉业务着眼于长期健康发展，并未因短期需求爆发而去快速抢占市场、降低自身门槛。公司在质量和品牌端的管控主要体现在以下几点。

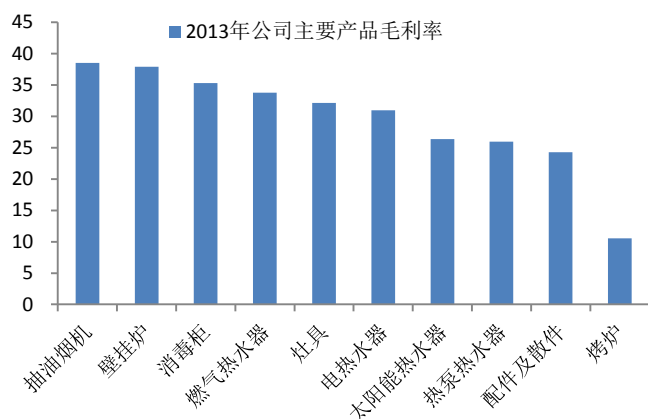
一是供应链管理，公司壁挂炉以进口配件为主，包括燃气阀、水泵、换热器等；二是对整机性能把控，杜绝稳定性相对较差的“定制机”；三是在渠道上重视基础设施、后续服务等能力；四是价格管控，拒绝过低价格。

(三) 盈利能力：壁挂炉业务强于传统业务

由于投标竞争的激烈，市场担忧壁挂炉行业盈利能力较弱，但从主要规模领先企业来看，其净利率水平还处在理想区间。

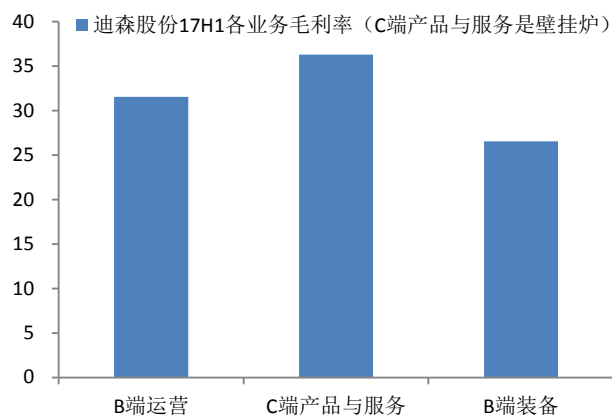
公司壁挂炉业务的盈利能力一直以来强于传统业务，2013 年数据显示，公司壁挂炉业务毛利率 38%，高于燃气热水器的 34%。我们预计由于公司壁挂炉业务的销售费用率与管理费用率相对低，壁挂炉业务的净利率水平有望高于整体。

图 5：公司主要产品毛利率情况（2013 年），单位：%



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图 6：迪森股份各业务毛利率，单位：%



资料来源：wind，迪森股份公司公告，民生证券研究院

(四) 商用锅炉：不可忽视的存在

据公司官网发布的信息显示，公司筹建的位于顺德杏坛的生产基地，其规划年产能为壁挂炉 65 万台，商用锅炉 5 万台，已于 16 年底开始陆续达产。

公司商用锅炉包括专门为酒店、餐饮、娱乐休闲、学校、医院、企事业等中小型商用场所量身定制的 700kW、1000 kW、2800 kW 三款商用冷凝燃气锅炉。其采用全预混冷凝技术、交叉扰流自清洗式铸铝换热片技术、模块化技术、无级变频调节技术以及智能控制技术五大核心技术，在满足了企业的大面积供暖需求的同时，将锅炉的体积较少了 80%，费用节省了 30%，NO_x、CO 的排放量降低了 80%，节省更多的资源。产品均价在几万元，盈利能力高于普通壁挂炉，随着销售的放量将为公司带来可观的收入和利润。

二、燃气热水器：稳健增长，提价有望改善盈利能力

（一）受益行业快增长，公司保持高增速

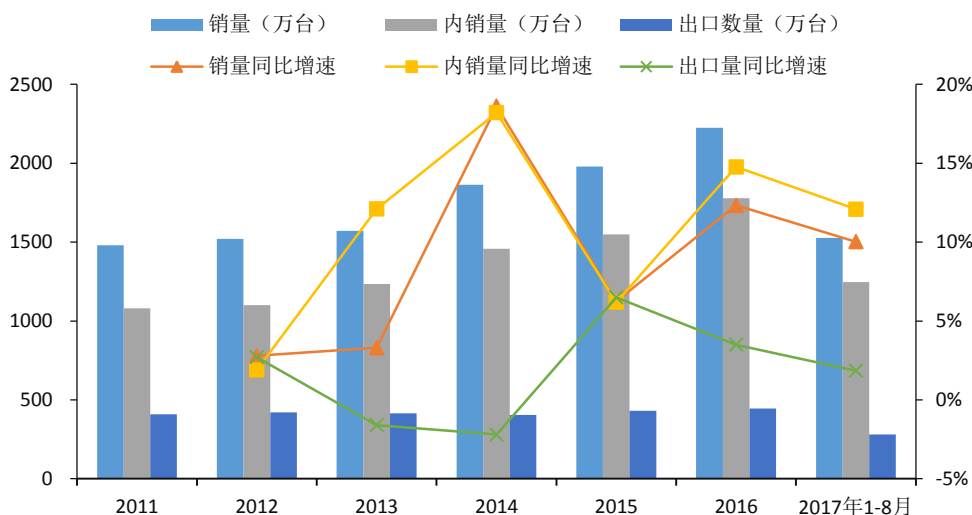
燃气热水器相对于电热水器优势愈发明显，近几年燃气热水器销量增速也显著快于后者，在燃气普及形势下，这一趋势将持续。公司作为燃气热水器规模领先企业显著受益。我们预计公司 2017 年燃气热水器业务的收入增速在 20% 以上。

在行业增长稳定的情况下我们判断公司燃气热水器业务 18 年仍将快速增长。

燃气热水器市场的增长主要来自新增需求，也即低端市场的首次普及，定位于该市场的品牌将在销量上表现更突出。万和定位于中端市场，最大化受益于当前的市场需求结构。

燃气热水器市场区域分化严重，主要的中端品牌是万和和万家乐，万和的竞争优势在南方，万家乐更多集中在北方。在燃气由北往南的普及趋势下，万和区域上相对更加受益。

图 7：燃气热水器内销量从 11 年的 1080 万台到 16 年的 1777.9 万台，复合增长率达 10.48%



资料来源：产业在线，民生证券研究院

（二）提价缓解压力，盈利能力望改善

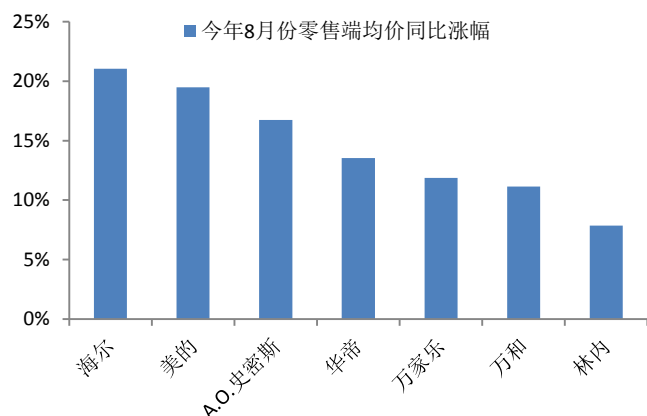
公司前三季度毛利率 29.03%，较 16 年同期的 34.58% 显著下降。其中原材料价格的上升是主要因素之一。2017 年主要的原材料铜、铝、镀锌板等涨幅较大，以铜为例涨幅在 25% 以上。而公司 2017 年整体提价幅度小于原材料上涨幅度，导致毛利率水平下降。

由于原材料价格仍在高位，2018 年公司出厂价存在进一步提升的可能，其提价幅度可能将超越 2017 年。这在一定程度上将缓解公司的成本端压力，带来盈利能力的回升。

（三）预计提价对销量增长影响有限

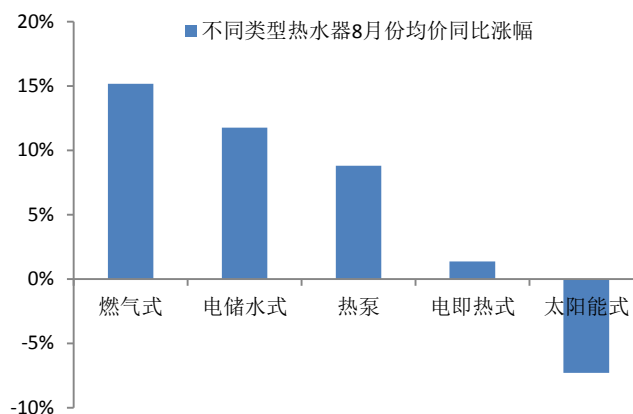
投资者普遍担忧提价后公司出货端增速是否会受影响，我们认为由于 2017 年终端销售增速较快，渠道端普遍库存较低。这意味着 2018 年的需求受提价影响的幅度相对较小。同时行业竞争对手普遍存在提价可能，这意味着竞争格局仍有望保持稳定。

图 8: 2017 年 8 月份热水器终端零售均价变化



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

图 9: 不同类型热水器 2017 年 8 月份均价涨幅



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

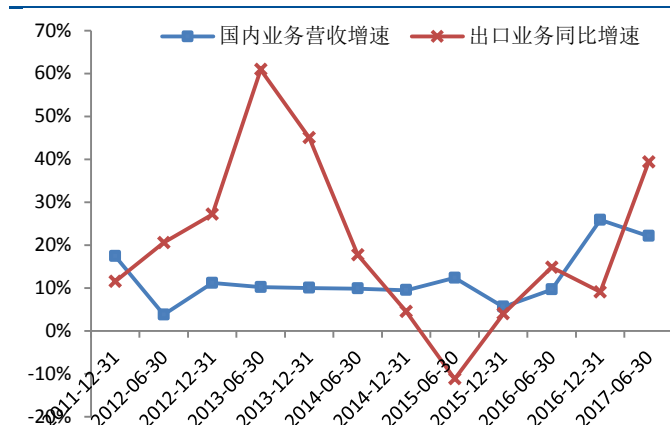
三、出口: 增长态势望延续, 盈利能力将改善

出口业务收入受增速较高影响, 占比逐渐提升。16 年公司出口业务收入占比 33%, 2017 年上半年已经提升至 41%。公司出口以烤炉为主, 燃气热水器较少。

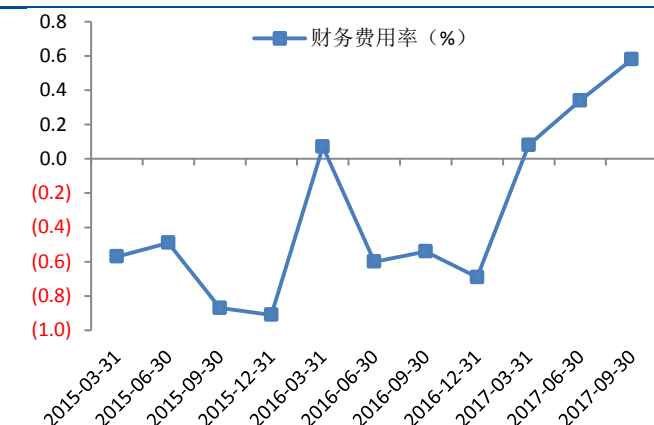
增速方面, 2016 年公司出口业务收入增速 9%, 2017 年上半年公司出口收入增速 39% 左右, 从现有的趋势来看, 2018 年公司出口依然有望维持较快增长状态。另外出口业务对盈利能力的冲击随着新一年的到来有望显著改善。

一是出口毛利率的改善。2017 年受人民币兑美元升值的影响, 家电公司出口业务毛利率普遍大幅下滑, 虽然公司有所提价, 也未能幸免。预计 2017 年年底至 18 年年初, 随着出口业务普遍的重新谈判, 毛利率有望改善。

二是汇兑收益的改善。2017 年上半年公司汇兑方面亏损幅度为 1643 万元, 三季度公司财务费用较 16 年同期多出 4559 万元, 主要是汇兑影响所致 (16 年汇兑赚钱, 2017 年亏钱)。2018 年, 在汇率平稳的假设下, 公司汇兑损益将得到改善。

图 10：公司国内和出口部分营收增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：汇兑损失导致 2017 年的财务费用率大幅上升


资料来源：wind，民生证券研究院

四、看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级

1、短期来看：（1）燃气热水器受益于天然气基建推进、流动性人口减少与消费升级，公司燃气热水器规模与市占率有望持续提升；（2）其他厨电业务在营销渠道端不断发力的情况下也有望保持快速增长；（3）受益于“煤改气”实施，2017 年公司壁挂炉产品有望爆发性增长；（4）出口业务方面随着公司议价能力提升，也会在销量和均价方面有较大改善；（5）公司投资的揭东农商行营业情况 2018 年改善确定性较强，主业稳定增长叠加投资收益增加有望带来 2018 年业绩高增长。

2、中长期来看：南方地区天然气使用有望加速普及，带动燃气热水器以及壁挂炉产品的需求增长。公司作为燃气热水器行业规模领先企业，有望持续受益。

3、在原材料大幅涨价的背景下，公司在 2017 年产品出货涨价不多。从 2018 年开始，公司产品出货端有望提价 15%-20%，这将极大的改变公司的盈利状况。2017 年公司是增收不增利，18 年在收入快速增长的同时，有望实现利润端的飞速增长。

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.97 元、1.53 元、2.00 元。给予强烈推荐评级。

表 1: 公司主要产品未来三年收入及增速预测

产品 (分品类)	2017 年 E		2018 年 E		2019 年 E	
	营业收入 (亿元)	同比增速	营业收入 (亿元)	同比增速	营业收入 (亿元)	同比增速
生活热水	37.1	44.62%	51.0	37.67%	63.1	23.79%
燃气热水器	20.6	27.00%	25.3	23.00%	30.6	21.00%
电热水器	7.7	20.00%	8.7	12.00%	9.5	10.00%
壁挂炉	8.0	212.50%	16.0	100.00%	21.7	35.91%
其他热水器	0.7	80.00%	1.0	40.00%	1.2	20.00%
厨房电器	27.9	35.30%	33.0	18.26%	38.4	16.42%
烟机	5.2	27.00%	6.2	20.00%	7.1	15.00%
灶具	4.6	27.00%	5.5	20.00%	6.3	15.00%
烟熏机	0.9	30.00%	1.0	10.00%	1.1	8.00%
消毒柜	0.6	15.00%	0.7	10.00%	0.8	8.00%
烤炉	16.6	42.00%	19.6	18.00%	23.2	18.00%
其他主营业务	3.1	20.00%	3.2	5.00%	3.4	5.00%
其他业务	0.9	25.00%	1.0	5.00%	1.0	5.00%
合计	68.93	39.18%	88.18	27.92%	105.95	20.14%

资料来源: 民生证券研究院整理

表 2: 相关公司估值比较 (2018-1-3)

公司代码	公司简称	收盘价(2018-1-3)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002508	老板电器	49.55	470.25	1.71	2.26	2.75	29	22	18
002035	华帝股份	32.36	188.26	0.85	1.21	1.62	38	27	20
002677	浙江美大	17.70	114.36	0.42	0.54	0.66	42	33	27
300335	迪森股份	17.89	64.83	0.59	0.85	1.1	30	21	16

资料来源: wind, 民生证券研究院

五、风险提示

终端需求不及预期, 汇率及原材料价格波动, 控股及参股公司带来的非经常性损益。

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	6,902	8,829	10,607
营业成本	3,309	4,851	5,910	7,031
营业税金及附加	39	52	68	81
销售费用	877	1,022	1,607	1,931
管理费用	295	366	468	552
EBIT	439	612	776	1,014
财务费用	(34)	37	(25)	(29)
资产减值损失	3	42	36	27
投资收益	25	(39)	25	25
营业利润	495	494	791	1,041
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	519	515	812	1,062
所得税	89	87	138	181
净利润	430	427	674	881
归属于母公司净利润	431	427	674	881
EBITDA	580	717	884	1,123

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1208	1317	1529	2209
应收账款及票据	1290	1720	2239	2695
预付款项	58	71	92	107
存货	875	1261	1522	1816
其他流动资产	13	13	13	13
流动资产合计	3471	4386	5373	6805
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	6012	6988	8413
短期借款	21	21	21	21
应付账款及票据	1342	1699	2112	2496
其他流动负债	195	195	195	195
流动负债合计	2084	2899	3202	3746
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	2983	3285	3829
股本	440	440	440	440
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益合计	2923	3029	3703	4584
负债和股东权益合计	5090	6012	6988	8413

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.3%	39.2%	27.9%	20.1%
EBIT 增长率	41.6%	39.4%	26.8%	30.6%
净利润增长率	35.1%	-0.9%	57.8%	30.8%
盈利能力				
毛利率	33.3%	29.7%	33.1%	33.7%
净利率	8.7%	6.2%	7.6%	8.3%
总资产收益率 ROA	8.5%	7.1%	9.6%	10.5%
净资产收益率 ROE	14.7%	14.1%	18.2%	19.2%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.6
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5
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	1.4	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.0	1.5	2.0
每股净资产	6.6	6.9	8.4	10.4
每股经营现金流	2.0	0.5	1.3	1.7
每股股利	1.2	0.7	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.9	23.1	14.7	11.2
PB	3.4	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	15.0	12.0	9.5	6.9
股息收益率	5.5%	3.3%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	430	427	674	881
折旧和摊销	144	147	143	137
营运资金变动	343	(355)	(186)	(235)
经营活动现金流	884	239	586	738
资本开支	402	90	77	81
投资	350	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(129)	(52)	(56)
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	108	212	681

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

图 1: 我国燃气壁挂炉市场销量快速增长.....	3
图 2: 我国燃气壁挂炉市场销量结构: 国产品牌主导.....	3
图 3: 万和壁挂炉产品营业收入及增速.....	3
图 4: 万和电气壁挂炉产能.....	3
图 5: 公司主要产品毛利率情况 (2013 年), 单位: %.....	4
图 6: 迪森股份各业务毛利率, 单位: %.....	4
图 7: 燃气热水器内销量从 11 年的 1080 万台到 16 年的 1777.9 万台, 复合增长率达 10.48%.....	5
图 8: 2017 年 8 月份热水器终端零售均价变化.....	6
图 9: 不同类型热水器 2017 年 8 月份均价涨幅.....	6
图 10: 公司国内和出口部分营收增速.....	7
图 11: 汇兑损失导致 2017 年的财务费用率大幅上升.....	7

表格目录

表 1: 公司主要产品未来三年收入及增速预测.....	8
表 2: 相关公司估值比较 (2017-12-18)	8

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。