

多渠道拓展成效显著 热水产品引领下半年业绩增长

——万和电气（002543）2018 半年报点评

2018 年 08 月 28 日

推荐/首次

万和电气

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司日前发布 2018 半年报，报告期内，2018 年上半年，公司实现营业收入 37.64 亿元，同比增长 22.79%，归属于母公司股东的净利润 2.77 亿元，同比增长 29.27%，公司每股收益为 0.63 元，同比增加 29.38%。

表 1：财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1502.45	1450.9	1614.93	1597.84	1868.28	2170.45	1593.97
增长率（%）	35.19%	12.07%	48.81%	48.34%	24.35%	49.59%	-1.30%
毛利率（%）	30.27%	29.34%	28.17%	29.60%	24.64%	26.69%	26.57%
期间费用率（%）	19.46%	21.08%	17.50%	25.19%	19.18%	19.35%	16.87%
营业利润率（%）	10.36%	10.27%	4.34%	5.12%	10.29%	8.20%	9.94%
净利润（百万元）	137.08	124.96	88.34	68.54	138.48	146.96	134.80
增长率（%）	118.08%	17.26%	-28.41%	08.33%	01.02%	17.61%	52.60%
每股盈利（季度，元）	0.31	0.29	0.20	0.14	0.31	0.33	0.30
资产负债率（%）	42.58%	42.91%	45.60%	50.11%	51.22%	51.05%	48.94%
净资产收益率（%）	4.69%	4.10%	2.98%	2.26%	4.36%	4.42%	3.90%
总资产收益率（%）	2.69%	2.34%	1.62%	1.13%	2.13%	2.17%	1.99%

点评：

➤ 营收增速稳健，盈利能力持续提高，前三季度增速确定性强

报告期内，公司营业收入37.64亿元，同比增长22.79%。归属母公司股东净利润2.77亿元，同比减少29.27%。上半年业绩增长稳健符合预期。同时二季度净利润达1.35亿元，同比增长高达52.6%，二季度期间费用率持续改善至16.87%，随着持续优化项目管控体系和优化管理，大幅整合内部资源，提高项目、经营效率，从而实现盈利能力进一步增长。公司预计2018年前三季度归属母公司净利润变动区间为30,254.14 - 39,880.45万元，同比增速为10%-45%。公司业绩增长确定性较强。

➤ 上半年各主营业务增长优异，下半年生活热水类产品将重点发力

上半年公司生活热水及厨房电器两大主营业务收入分为18.03亿元和18.02亿元，同比增速各为30.93%和21.02%。其中核心产品燃气热水器销售额同比增长超21%，同时以电热水器占据未铺设天然气地区市场，同比增长超59%。而下半年热水器市场将持续发力，尤其9-12月间为热水器类产品销售主要月份。据产

业在线2016、2017年历史数据,燃气热水器、电热水器、壁挂炉市场在9-12月间销量占比分为37.36%、38.98%和60.72%。下半年行业需求走高将拉动公司生活热水业务持续增长。同期大力发展产品强相关的厨房电器,对比2017年度厨房电器营收为27.86亿元,该主营业务2018年增长确定性较高。综合判断对公司下半年营收增速有较高期待。

➤ **多维渠道拓展成效显著,外销重心调整抗风险能力增强。**

公司上半年多渠道广度深度并进,下沉渠道深化发掘需求。其中传统渠道实现销售额 15.2 亿元,同比增长 34%,保持一级市场覆盖率 100%,二级市场超 97%,同时针对农村市场普及需求及来自家电下乡时期的更新潮需求,在三级到六级市场全面网点覆盖,上半年在下沉渠道完成 946 个网点建设,加速对城镇及农村市场的渗透。同时公司线上商城店铺同比增长 35%,销量环比增长达 200%。此外外销部分出口重心向俄罗斯、南美、中东、东南亚等新兴市场倾斜,其中在泰国、阿塞拜疆分别建立销售体系,并计划于俄罗斯设立全资子公司,从而发掘海外增长点,提高出口抗风险能力,有效实现全球化经营。

结论:

公司以燃热第一品牌为基础,实行热水系统和厨房电器双轴驱动,上半年营收及盈利增速显著。参照下半年热水器市场普遍增速规律,对公司 2018 年两大主营业务高增速有较高期待。同时公司积极开拓、调整多维渠道,抢占市场增长点,规避贸易风险,为公司业绩增速确定性打下坚实基础。

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 81.04 亿元、97.55 亿元和 114.81 亿元;每股收益分别为 0.94 元、1.18 元和 1.48 元,对应 PE 分别为 12X、10X 和 8X,首次给予公司“推荐”评级。

风险提示:下半年市场需求增速不及预期,国际市场发展不及预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3470.90	3614.25	5266.57	6138.18	7683.15	营业收入	4959.51	6531.95	8103.54	9755.20	11481.04
货币资金	1208.49	585.58	1350.54	1405.94	2022.13	营业成本	3309.07	4717.96	5800.51	6955.46	8117.10
应收账款	606.62	625.42	883.54	998.84	1213.67	营业税金及附加	39.50	47.87	61.96	73.04	86.87
其他应收款	26.48	37.35	46.34	55.78	65.65	营业费用	876.70	918.99	1156.31	1382.23	1632.51
预付款项	57.78	112.50	173.99	251.20	339.28	管理费用	295.15	392.13	484.37	584.36	687.00
存货	875.26	1458.11	1663.47	2072.15	2373.02	财务费用	(34.28)	38.27	10.33	0.19	(16.98)
其他流动资产	13.18	80.11	147.00	217.30	290.75	资产减值损失	3.50	6.60	5.82	5.31	5.91
非流动资产合计	1619.54	2895.79	2701.27	2510.25	2322.37	公允价值变动收益	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	169.64	166.60	166.60	166.60	166.60	投资净收益	24.98	30.05	0.00	0.00	0.00
固定资产	781.15	1064.09	904.47	744.86	585.25	营业利润	495.30	493.14	671.24	841.61	1055.64
无形资产	255.74	326.96	294.26	264.83	238.35	营业外收入	27.98	10.10	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	151.59	139.28	139.28	139.28	139.28	营业外支出	4.15	3.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	5090.43	6510.04	7967.84	8648.43	10005.52	利润总额	519.13	499.25	671.24	841.61	1055.64
流动负债合计	2084.13	3260.10	4435.36	4916.96	6024.82	所得税	88.82	78.94	93.97	117.83	147.79
短期借款	20.76	201.13	460.43	0.00	0.00	净利润	430.31	420.31	577.27	723.79	907.85
应付账款	922.55	1338.99	1609.34	1938.37	2257.08	少数股东损益	(0.85)	6.91	38.00	50.00	60.00
预收款项	222.26	584.88	1034.73	1576.28	2213.64	归属母公司净利润	431.17	413.40	539.27	673.79	847.85
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	566.30	647.01	873.88	1030.85	1224.76
非流动负债合计	83.20	74.34	66.79	66.79	66.79	EPS（元）	0.98	0.94	0.94	1.18	1.48
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	7.79	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2167.33	3334.44	4502.15	4983.75	6091.62	成长能力					
少数股东权益	(0.35)	159.87	197.87	247.87	307.87	营业收入增长	18.30%	31.71%	24.06%	20.38%	17.69%
实收资本（或股本）	440.00	440.00	572.00	572.00	572.00	营业利润增长	36.14%	-0.44%	36.12%	25.38%	25.43%
资本公积	1249.05	1249.05	1249.05	1249.05	1249.05	归属于母公司净利润增长	30.45%	24.94%	30.45%	24.94%	25.83%
未分配利润	1114.32	1181.80	1133.69	1058.69	973.68	盈利能力					
归属母公司股东权益合计	2923.45	3015.74	3269.18	3418.16	3607.39	毛利率(%)	33.28%	27.77%	28.42%	28.70%	29.30%
负债和所有者权益	5090.43	6510.04	7967.84	8648.43	10005.52	净利率(%)	8.68%	6.43%	7.12%	7.42%	7.91%
现金流量表						总资产净利率(%)	8.47%	6.35%	6.77%	7.79%	8.47%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	14.75%	13.71%	16.50%	19.71%	23.50%
经营活动现金流	883.99	873.15	816.67	1046.14	1263.74	偿债能力					
净利润	430.31	420.31	577.27	723.79	907.85	资产负债率(%)	42.58%	51.22%	56.50%	57.63%	60.88%
折旧摊销	105.28	115.60	159.61	159.61	159.61	流动比率	1.67	1.11	1.19	1.25	1.28
财务费用	(34.28)	38.27	10.33	0.19	(16.98)	速动比率	1.25	0.66	0.81	0.83	0.88
应收账款减少	(119.39)	(18.80)	(258.12)	(115.29)	(214.84)	营运能力					
预收账款增加	72.46	362.61	449.86	541.55	637.36	总资产周转率	1.06	1.13	1.12	1.17	1.23
投资活动现金流	(39.53)	(1449.68)	(5.82)	(5.31)	(5.91)	应收账款周转率	9.07	10.60	10.74	10.36	10.38
公允价值变动收益	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.13	5.78	5.50	5.50	5.47
长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	24.98	30.05	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）	0.98	0.94	0.94	1.18	1.48
筹资活动现金流	(310.29)	5.12	(45.90)	(985.43)	(641.64)	每股净现金流(最新摊薄)	1.21	(1.30)	1.34	0.10	1.08
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.64	6.85	5.72	5.98	6.31
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	132.00	0.00	0.00	P/E	11.80	12.30	12.26	9.81	7.80
资本公积增加	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.74	1.69	2.02	1.93	1.83
现金净增加额	534.17	(571.41)	764.95	55.40	616.19	EV/EBITDA	6.90	7.28	6.56	5.06	3.75

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。