

Q2 营收略微下滑，盈利能力仍待改善

投资要点

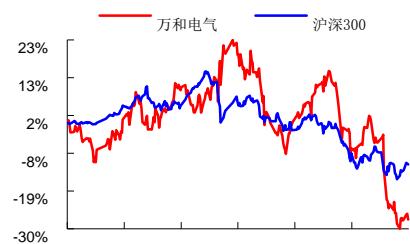
- 事件:**公司发布2018年半年报，实现营收37.6亿元，同比增长22.8%，实现归母净利润2.8亿元，同比增长29.4%。Q2单季度实现营收15.9亿元，同比下降1.3%，归母净利润1.3亿元，同比增长48.4%，由于17Q2揭东农商行亏损，公司投资亏损达4364万，刨除此影响，Q2归母净利润与去年同期持平，略有下滑。公司预期2018Q1-Q3归母净利润变动幅度为10%-45%，同比变动区间3-4亿元。
- 燃热保持份额领先，电热增速亮眼。**报告期内，公司燃气热水器销售额同比增长21%，燃热继续保持第一品牌位置。在天然气铺设尚未到达的地区，电热水器在很大程度上依旧是消费者的首选，公司积极推动电热产品的升级、终端门店的升级，渠道下沉日益完善，电热水器销售同比增长超59%，市场份额稳健提升。
- 厨电影响毛利率下滑，期间费用率下降。**报告期内，公司主营业务毛利率26.7%，同比下滑2pp，分品类看，生活热水板块毛利率38.1%，同比提升2.3pp；厨房电器板块毛利率15.3%，同比下滑5.4pp。按照公司往年业务拆分，厨电板块中，出口代工的烤炉占较大比例，因此我们认为，厨电板块毛利率下滑与汇率波动、贸易摩擦等因素相关。报告期内，公司期间费用率18.3%，同比下滑0.9pp，其中管理费用率、销售费用率均有所下滑，而受汇兑影响，财务费用率有所提升。
- 盈利预测与投资建议。**公司业绩受原材料和汇率波动影响较大，因此调整公司18/19/20年EPS为0.90/1.13/1.38元。参考wind小家电板块2018年平均PE，考虑贸易摩擦及汇率波动影响，给予公司2018年15倍估值，对应目标价13.5元，下调至“增持”评级。
- 风险提示:** 房地产交易量或大幅波动的风险，原材料价格或大幅波动的风险，汇率波动风险。

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: zhz@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)	5.72
流通A股(亿股)	4.85
52周内股价区间(元)	10.95-25.62
总市值(亿元)	64.92
总资产(亿元)	67.62
每股净资产(元)	7.48

相关研究

- 万和电气(002543): 营收增速亮眼，盈利能力环比改善 (2018-04-25)
- 万和电气(002543): 营收增速超预期，原材料上涨拖累业绩 (2017-10-26)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6531.95	7857.42	9408.51	10809.87
增长率	31.71%	20.29%	19.74%	14.89%
归属母公司净利润(百万元)	413.40	512.08	644.24	791.59
增长率	-4.12%	23.87%	25.81%	22.87%
每股收益EPS(元)	0.72	0.90	1.13	1.38
净资产收益率ROE	13.24%	15.15%	17.71%	20.05%
PE	16	13	10	8
PB	2.08	1.96	1.81	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6531.95	7857.42	9408.51	10809.87	净利润	420.31	512.08	645.34	793.59
营业成本	4717.96	5639.13	6734.84	7680.77	折旧与摊销	127.74	197.22	203.65	211.61
营业税金及附加	47.87	58.45	70.47	80.49	财务费用	38.27	27.46	16.79	0.08
销售费用	918.99	1084.32	1317.19	1513.38	资产减值损失	6.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	392.13	440.02	536.28	626.97	经营营运资本变动	217.07	-74.50	30.55	-19.27
财务费用	38.27	27.46	16.79	0.08	其他	63.14	27.30	-19.93	-22.06
资产减值损失	6.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	873.15	689.56	876.39	963.95
投资收益	30.05	-28.00	20.00	22.00	资本支出	-107.68	-116.00	-115.00	-115.00
公允价值变动损益	0.00	0.07	0.11	0.08	其他	-1342.00	-27.93	20.11	22.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-1449.68	-143.93	-94.89	-92.92
营业利润	493.14	580.11	753.04	930.25	短期借款	180.37	-10.01	-191.12	0.00
其他非经营损益	6.11	31.29	16.12	16.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	499.25	611.40	769.17	946.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	78.94	99.31	123.83	152.82	支付股利	-321.20	-307.96	-381.48	-479.93
净利润	420.31	512.08	645.34	793.59	其他	145.95	-27.50	-16.79	-0.08
少数股东损益	6.91	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流量净额	5.12	-345.47	-589.39	-480.01
归属母公司股东净利润	413.40	512.08	644.24	791.59	现金流量净额	-576.82	200.16	192.11	391.02
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	585.58	785.74	977.85	1368.87	成长能力				
应收和预付款项	1490.45	1877.84	2235.44	2552.92	销售收入增长率	31.71%	20.29%	19.74%	14.89%
存货	1458.11	1744.10	2083.35	2376.37	营业利润增长率	-0.44%	17.64%	29.81%	23.53%
其他流动资产	80.11	96.36	115.39	132.57	净利润增长率	-2.32%	21.83%	26.02%	22.97%
长期股权投资	166.60	166.60	166.60	166.60	EBITDA 增长率	9.52%	22.09%	20.96%	17.30%
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	1077.86	1019.16	954.04	880.95	毛利率	27.77%	28.23%	28.42%	28.95%
无形资产和开发支出	326.96	306.64	285.32	264.00	三费率	20.66%	19.75%	19.88%	19.80%
其他非流动资产	1324.37	1322.17	1319.96	1317.76	净利率	6.43%	6.52%	6.86%	7.34%
资产总计	6510.04	7318.62	8137.95	9060.05	ROE	13.24%	15.15%	17.71%	20.05%
短期借款	201.13	191.12	0.00	0.00	ROA	6.46%	7.00%	7.93%	8.76%
应付和预收款项	2509.56	3016.79	3635.80	4134.07	ROIC	23.27%	24.85%	30.31%	35.75%
长期借款	7.79	7.79	7.79	7.79	EBITDA/销售收入	10.09%	10.24%	10.35%	10.56%
其他负债	615.95	723.23	850.82	960.97	营运能力				
负债合计	3334.44	3938.93	4494.41	5102.84	总资产周转率	1.13	1.14	1.22	1.26
股本	440.00	572.00	572.00	572.00	固定资产周转率	7.08	7.76	10.24	12.97
资本公积	1249.05	1117.05	1117.05	1117.05	应收账款周转率	10.60	10.66	10.18	10.12
留存收益	1326.65	1530.77	1793.52	2105.18	存货周转率	4.03	3.52	3.51	3.44
归属母公司股东权益	3015.74	3219.82	3482.58	3794.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.24%	—	—	—
少数股东权益	159.87	159.87	160.97	162.97	资本结构				
股东权益合计	3175.60	3379.69	3643.54	3957.21	资产负债率	51.22%	53.82%	55.23%	56.32%
负债和股东权益合计	6510.04	7318.62	8137.95	9060.05	带息债务/总负债	6.27%	5.05%	0.17%	0.15%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.11	1.17	1.22	1.28
EBITDA	659.15	804.78	973.48	1141.94	速动比率	0.66	0.71	0.75	0.81
PE	15.99	12.91	10.26	8.35	股利支付率	77.70%	60.14%	59.21%	60.63%
PB	2.08	1.96	1.81	1.67	每股指标				
PS	1.01	0.84	0.70	0.61	每股收益	0.72	0.90	1.13	1.38
EV/EBITDA	5.17	5.87	4.46	3.46	每股净资产	5.55	5.91	6.37	6.92
股息率	4.86%	4.66%	5.77%	7.26%	每股经营现金	1.53	1.21	1.53	1.69
					每股股利	0.56	0.54	0.67	0.84

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn