

万和电气 (002543)

公司研究/简评报告

生活热水业务快增长，盈利水平望改善

—2018 年半年报点评

简评报告/家电

2018 年 08 月 28 日

一、事件概述

公司于 8 月 27 日晚发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营收 37.64 亿元，同比增长 22.79%；归母净利润 2.77 亿元，同比增长 29.37%；实现基本每股收益 0.63 元/股。预计 2018 年 1-9 月归属上市公司股东净利润同比变动 10%-45%。

二、分析与判断

➤ Q2 单季度收入增速放缓

公司 2018 年 Q2 单季度收入 15.94 亿，同比-1.30%，较 Q1 增速（同比+49.59%）环比大幅下降，我们认为主要原因在于出口收入增速放缓拖累所致。Q2 归母净利润 1.3 亿元，同比+48.42%，增速 Q1 增速（同比+16.10%）明显提升，我们认为原因是 2017 年 Q2 受揭东农商行投资损失影响同期基数较低，若剔除去年农商行影响，公司 Q2 单季度归母净利润同比+0.8%，基本持平。

➤ 生活热水保持较快增长，内销增速好于出口

分产品来看，公司上半年生活热水（主要包含燃气热水器、电热水器、壁挂炉、其他热水器等）收入 18.03 亿，同比+30.93%，其中燃气热水同比增长 21%+，电热水器增长 59%+；厨房电器（主要包括烟机、灶具、烟熏机、消毒柜、烤炉等）收入 18.02 亿，同比增长 21.02%。分区域来看，上半年公司内销收入 23.84 亿元，同比+36.86%，出口收入 13.43 亿，同比+6.73%。预计随着公司内销渠道管控优化叠加出口议价能力提升，公司收入增速有望逐步改善。

➤ 毛利率同比下滑，净利率水平有所改善

报告期内公司毛利率同比下降 2.7pct 至 26.64%，我们认为受原材料波动和汇率波动影响所致，其中内销毛利率同比-1.84pct 至 37.66%，出口毛利率同比-4.51pct 至 7.43%；生活热水毛利率同比+2.26pct 至 38.08%，厨房电器毛利率同比-5.36% 至 15.26%。但是期间费用率方面有所下降，公司上半年销售费用率同比下降 0.42pct 至 12.73%；管理费用率同比下降 0.81pct 至 4.89%，财务费用率受利息增加与汇兑影响同比增加 0.34pct 至 0.68%。综合影响下，公司净利率同比增加 0.53pct 至 7.49%。我们预计未来原料价格上涨与汇率波动对公司影响会逐步缓解：原材料方面，公司在 2018 年年初进行产品提价，一定程度减缓成本上涨压力；汇兑方面，一是公司今年开始开展外汇套期保值业务，将一定程度规避外汇市场的风险，降低外汇结算成本；二是公司海外销售订单合同到期后，在签订新的销售和同时有望调整出口价格，提升出口毛利率水平。此外，公司毛利率较高的燃热产品结构占比提升，也有望拉升公司整体盈利水平。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司国内市场中燃气热水器业务受益于天然气基建推进与消费升级等，规模有望快速增长；壁挂炉业务受益于“煤改气”实施与中南部省份冬季取暖消费升级，2018 年仍有增长空间；厨电业务在公司渠道力品牌力提升的同时也有望获得快速增长。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。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.51 元，对应当前股价的 PE 分别为 12 倍、9 倍和 8 倍，维持推荐评级。

推荐

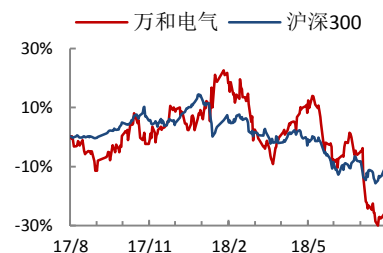
维持评级

当前价格： 11.56 元

交易数据 2018-8-27

近 12 个月最高/最低	19.21/10.95
总股本（百万股）	572.00
流通股本（百万股）	485.26
流通股比例（%）	85%
总市值（亿元）	66.12
流通市值（亿元）	56.10

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

分析师：陈梦

执业证号： S0100518070001
电话： 010-85127533
邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

- 1.《万和电气 (002543) 公司点评：收入快速增长，盈利能力提升空间大》20180425
- 2.《万和电气 (002543) 动态报告：收入持续高增长，盈利能力望改善》20180104

四、风险提示：

原材料价格大幅波动风险；汇率波动风险；中美贸易摩擦可能加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,532	8,286	9,788	11,269
增长率（%）	31.7%	26.9%	18.1%	15.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	413	535	714	864
增长率（%）	-4.1%	29.4%	33.6%	20.9%
每股收益（元）	0.94	0.94	1.25	1.51
PE（现价）	12	12	9	8
PB	1.7	2.1	1.7	1.4

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)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6,532	8,286	9,788	11,269
营业成本	4,718	5,898	6,927	7,939
营业税金及附加	48	61	72	83
销售费用	919	1,160	1,370	1,578
管理费用	392	497	587	676
EBIT	455	670	831	994
财务费用	38	26	(12)	(19)
资产减值损失	7	46	31	23
投资收益	30	30	30	30
营业利润	493	629	842	1,020
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	499	635	848	1,026
所得税	79	100	134	162
净利润	420	535	714	864
归属于母公司净利润	413	535	714	864
EBITDA	583	818	1,002	1,192

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	586	995	1363	2216
应收账款及票据	1341	1857	2168	2526
预付款项	112	128	155	176
存货	1458	1469	1721	1974
其他流动资产	80	80	80	80
流动资产合计	3614	4526	5460	6930
长期股权投资	167	167	167	167
固定资产	1064	1251	1469	1677
无形资产	327	361	402	439
非流动资产合计	2896	2893	2880	2836
资产合计	6510	7419	8340	9765
短期借款	201	201	201	201
应付账款及票据	1784	2043	2371	2729
其他流动负债	135	135	135	135
流动负债合计	3260	4052	4258	4820
长期借款	8	8	8	8
其他长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	74	74	74	74
负债合计	3334	4126	4333	4894
股本	440	572	572	572
少数股东权益	160	160	160	160
股东权益合计	3176	3293	4007	4871
负债和股东权益合计	6510	7419	8340	9765

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	31.7%	26.9%	18.1%	15.1%
EBIT 增长率	3.6%	47.4%	24.0%	19.6%
净利润增长率	-4.1%	29.4%	33.6%	20.9%
盈利能力				
毛利率	27.8%	28.8%	29.2%	29.6%
净利润率	6.3%	6.5%	7.3%	7.7%
总资产收益率 ROA	6.4%	7.2%	8.6%	8.8%
净资产收益率 ROE	13.7%	17.1%	18.6%	18.3%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.5
资产负债率	0.5	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	34.4	36.4	35.7	35.9
存货周转天数	90.3	90.9	90.7	90.7
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5
每股净资产	6.9	5.5	6.7	8.2
每股经营现金流	2.0	0.9	1.6	1.7
每股股利	0.5	0.7	0.0	0.0
估值分析				
PE	12.3	12.4	9.3	7.7
PB	1.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.7	7.1	5.4	3.9
股息收益率	4.3%	6.3%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	420	535	714	864
折旧和摊销	134	193	202	221
营运资金变动	292	(174)	27	(78)
经营活动现金流	873	526	915	978
资本开支	365	139	152	147
投资	(1,100)	0	0	0
投资活动现金流	(1,450)	(109)	(122)	(117)
股权募资	153	0	0	0
债务募资	130	0	0	0
筹资活动现金流	5	(8)	(426)	(8)
现金净流量	(571)	410	368	853

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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。	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。