



君禾股份 (603617)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-08-29



相关研究

行业周报_机械行业周报系列

公司研究_安徽合力 (600761) 点评

2018年8月20日

公司研究_三一重工 (600031) 点评

2018年7月31日

行业研究_政策面边际改善

2018年7月25日

行业研究_机械行业2018年中期策略

2018年6月11日

公司研究_君禾股份 (603617) 点评

2018年5月2日

中美贸易战对机械板块的影响

2018年4月15日

从政府工作报告看机械行业投资

2018年3月23日

行业研究_挖机行业数据分析

2018年1月22日

装备制造组

021-60956107

hayjs@foxmail.com

家用水泵龙头，业绩逐季转好

——君禾股份2018年中报点评

主要观点:

□ 2018年上半年净利同比增13.82%，汇兑收益增加明显

上半年公司实现营收3.51亿元，较上年同期增长7.19%，归母净利润为4344.71万元，较上年同期增长13.82%。受原材料价格上升影响，公司上半年毛利率为23.78%，同比下降3.24%。净利率为12.37%，同比上升0.73%。净利增速高于收入增速主要是汇兑收益增加使得公司财务费用改善明显。

□ 欧洲市场稳定增长，美国市场开拓顺利，下半年将继续保持稳定增长

公司在保持了对欧洲市场稳固增长的情况下，积极拓展美国市场，组建营销团队。同时从智能化、模块化、便携化、环保四个方面创新研发新产品，叠加人民币贬值利好出口等因素，预计公司下半年出口将保持稳定增长。

□ 合作商知名度高，公司拥有完整产业链

公司与国外著名的制造商、连锁超市、贸易商有着密切合作关系。在电子商务和跨境电商等新兴渠道上，与众多知名平台合作，销售额增长明显。公司下辖的3家子公司生产的核心部件，保障公司产品核心部件供应及时性和产品质量，提高了公司产品毛利率水平和竞争力。

□ 实施股权激励利益互绑，彰显公司长期发展信心

公司向60名激励对象授予183.40万股限制性股票，授予价格为10.74元/股。这将加深公司与管理层和核心骨干间的绑定，彰显公司长期发展信心。

□ 盈利预测及估值

预计公司2018-2020年实现归属母公司所有的净利润0.73、0.95、1.23亿元，对应EPS为0.72、0.93、1.21元。公司未来定位做系统级和方案级产品，市场空间广阔，维持“增持”评级。

□ 风险提示

(1) 原材料价格波动风险；(2) 汇率波动风险；(3) 贸易战加剧

盈利预测

财务数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	578	665	764	879
收入同比(%)	17%	15%	15%	15%
归母净利润(百万元)	56	73	95	123
净利润同比(%)	2%	30%	30%	30%
毛利率(%)	26.2%	25.0%	25.0%	25.0%
ROE(%)	12.0%	13.5%	15.7%	15.9%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.93	1.21
P/E	32.62	25.09	19.36	14.88
P/B	3.91	3.39	3.04	2.37
EV/EBITDA	27	22	18	13

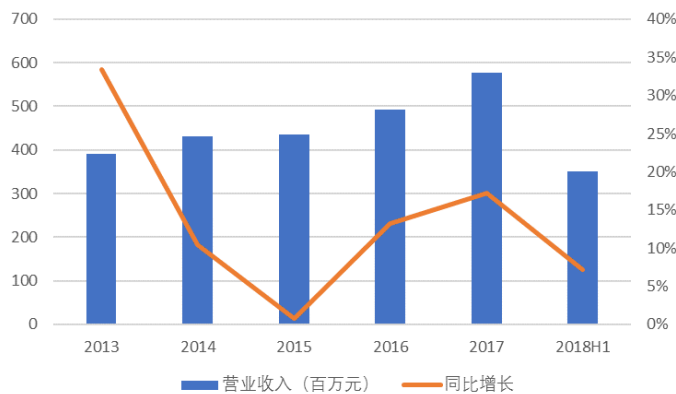
资料来源: wind、华安证券研究所

1、上半年收入稳定增长，二季度业绩改善明显

上半年公司实现营业收入 3.51 亿元，较上年同期增长 7.19%；归母净利润为 4344.71 万元，较上年同期增长 13.82%。受原材料价格上升影响，公司上半年毛利率为 23.78%，同比下降 3.24%。净利率为 12.37%，同比上升 0.73%。

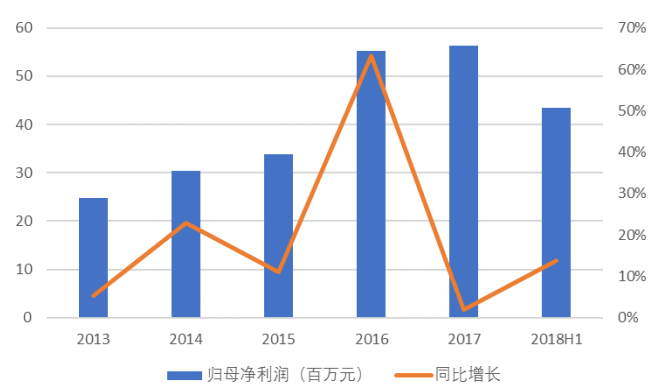
公司的归母净利润增速远高于营业收入增速，主要是由于期间费用率的下降。上半年公司的期间费用率为 11%，同比下降 1.59 个百分点。期间费用率得以改善，主要是由于财务费用率的大幅下降。受到本期公司汇兑收益增加影响，公司当期财务费用为-6.98 万元，较去年同期下降 101.59%。此外，公司的销售费用也同比下降 10.85 个百分点，主要是由于公司本期出口信用保险和展会费用减少。管理费用较上年同期提升 12.6 个百分点，主要是因为业务规模扩大，相关的研发支出、员工薪酬增加。

图表 1 君禾股份营业收入及同比增长



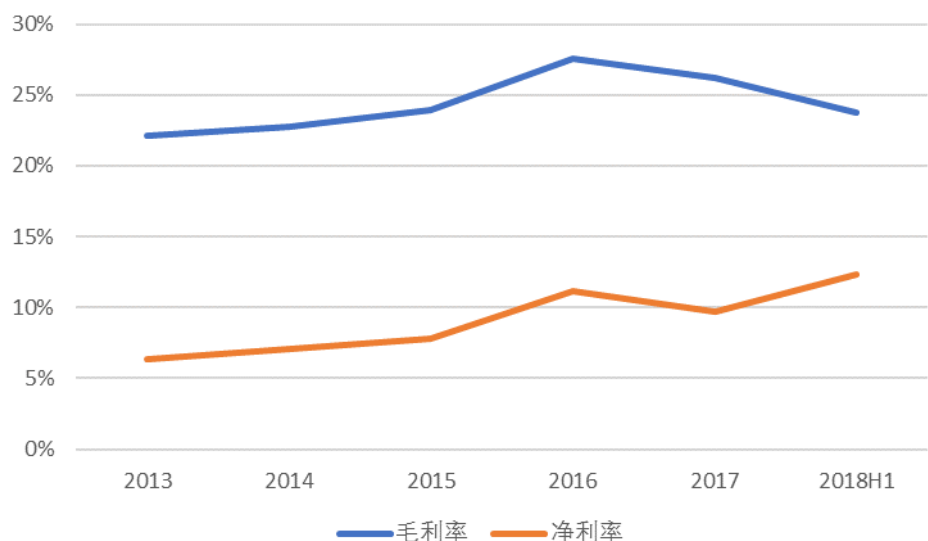
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 君禾股份归母净利润及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 君禾股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：wind、华安证券研究所

分季度来看，由于公司的销售具一定的滞后性，公司一季度收入水平表现一



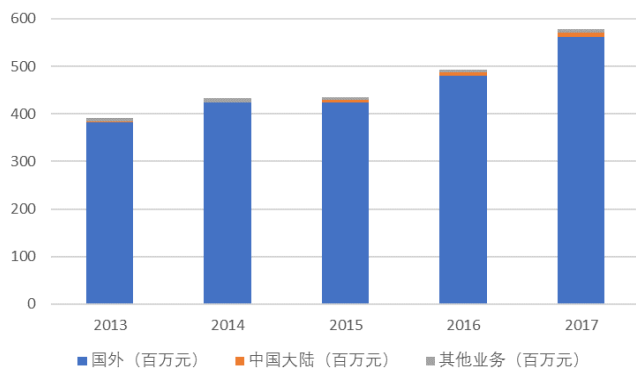
般，但随着订单完成，销售收入逐步确认，公司二季度的收入和利润水平明显好转。公司二季度实现营业收入 1.62 亿元，同比增长 12.25%；归母净利率为 23.17%，同比增长 62.55%。二季度公司毛利率为 23.22%，同比下降 3.09%，净利率为 14.32%，同比上升 4.43%。公司在毛利率下降的情况下，净利率仍大幅提高，主要得益于期间费用的减少。

公司二季度期间费用率仅为 9.5%，较去年同期下降 5.57%。期间费用率的下降主要是由于财务费用的大幅下降，受汇兑损益的影响，公司二季度财务费用实现 428 万元收益。此外，销售费用率为 2.97%，管理费用率为 9.18%。随着销售收入的逐步确认，同时在人民币贬值因素的影响下，预计下半年公司的财务费用将实现更多收益。

2、出口增长稳定，下半年业绩有望继续保持增长

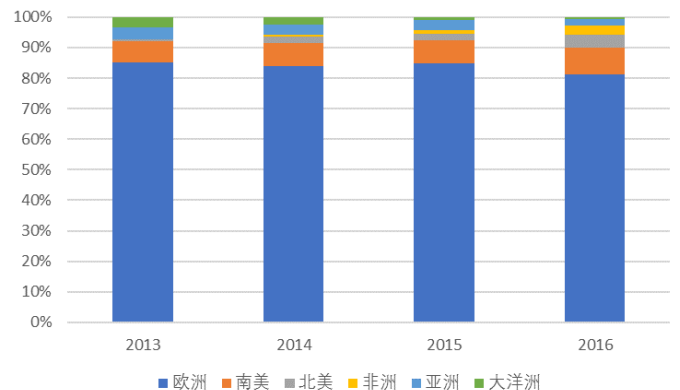
公司产品主要面向国际市场销售，主要出口至欧洲、美洲、大洋洲等国家。公司拥有自营进出口权，外销分为公司直接出口和通过外贸公司间接出口两种方式，主要采用 ODM 和 OEM 模式；国内市场主要以自主品牌通过经销商买断式销售方式销售，多采用 OBM 模式。

图表 4 君禾股份分地区收入变化情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 5 君禾股份直接出口构成



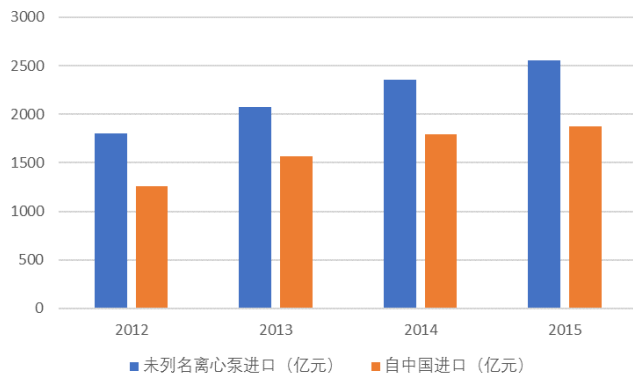
资料来源：wind、华安证券研究所

近年来，公司在保持了对欧洲市场的稳固增长的情况下，积极组建美国市场营销团队，通过 TTI 等知名客户，熟悉美国市场产品，积极开拓美国市场潜在客户。

在欧美等发达国家，家用水泵作为消费必需品，广泛应用于家庭供排水、花园及庭院浇灌、家用循环用水等领域，普及率很高且更新频率较高，市场需求稳定；在东南亚及国内市场，家用水泵也适用于农林灌溉、渔业养殖及市政工程供排水等领域，市场需求较大。因此公司也在加快对亚非拉等一带一路沿线国家和地区的营销布局。

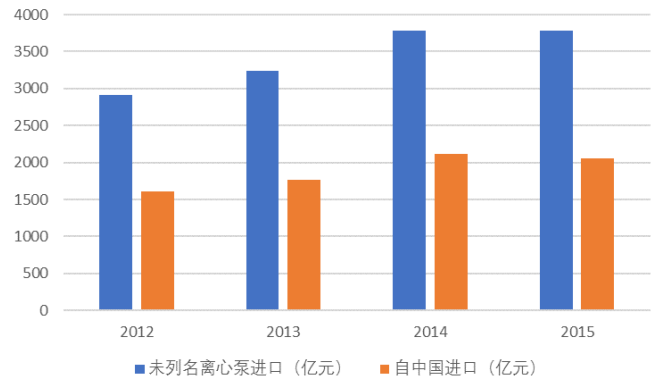
据联合国商品贸易统计数据库显示，自 2011 年至 2015 年，我国离心泵出口额由 14.90 亿美元增至 20.98 亿美元，年均增速 9%。

图表 6 欧洲地区未列名离心泵进口情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7 北美地区未列名离心泵进口情况



资料来源: wind、华安证券研究所

公司也注重家用水泵产品的多样化设计开发,对产品进行包括智能化(互联网、WIFI)、模块化(标准款型)、便携化(无线锂电)、环保等方面的研发,开发出了包括锂电产品线、远程无线控制产品线、直流电机泵类产品线等系列品类,能够满足不同层次不同应用场景的消费需求。叠加人民币贬值有利于出口这一利好因素,预计公司下半年出口有望继续保持稳定增长。

3、公司客户均为知名企业,产业链完整

公司与众多世界知名品牌建立了合作关系,制造商包括 KÄRCHER (凯驰)、AL-KO (爱科)、富兰克林等,连锁超市包括 OBI (欧倍德)、KINGFISHER (翠丰)、ADEO (安达屋)等,贸易商包括 EINHELL (安海)、TRUPER 等。在电子商务和跨境电商等新兴渠道上,公司与包括京东商城、淘宝天猫商城、境外电商在内的众多知名电子商务平台确立了合作关系,新兴渠道端的销售额增速明显。

公司目前已经形成了一体化的产业链,涵盖水泵电机、注塑件、铝制配件、电缆线以及水泵产品组装和检测。下辖的君禾塑业、君禾电机和君禾线缆 3 家全资子公司,专业生产水泵注塑件、电机和电缆线等核心部件,形成一体化的产业链,有利于保障公司产品核心部件供应及时性和产品质量;有助于发挥产业链各环节协同效应,降低综合成本,提高公司产品整体毛利率和综合竞争力。

4、实施股权激励利益互绑,彰显公司长期发展信心

公司于 2018 年 6 月 4 日向 60 名激励对象授予 183.40 万股限制性股票,授予价格为 10.74 元/股。解除限售考核要求为以 2017 年业绩为基数,2018-2020 年公司净利润增长率分别不低于 18%、32%、48%。我们认为这将加深公司与管理层和核心骨干间的绑定,彰显公司长期发展信心。

5、盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年实现归属母公司所有的净利润 0.73、0.95、1.23 亿元,对应 EPS 为 0.72、0.93、1.21 元。公司未来定位做系统级和方案级产品,市场空间广阔,维持“增持”评级。



6、风险提示

(1) 原材料价格波动风险；(2) 汇率波动风险；(3) 贸易战加剧

敬请阅读末页信息披露及免责声明

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。