

厨卫高增长品类发力 多维拓展成效显著

——万和电气（002543）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 29 日

推荐/维持

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 第三季度报告，报告期内，2018 年前三季度，公司实现营业收入 52.92 亿元，同比增长 13.46%，归属于母公司股东的净利润 3.69 亿元，同比增长 34.01%，公司每股收益为 0.64 元，同比增加 33.33%。

表 1：财务指标预测

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1450.9	1614.93	1597.84	1868.28	2170.45	1593.97	1527.2
增长率（%）	12.07%	48.81%	48.34%	24.35%	49.59%	-1.30%	-4.42%
毛利率（%）	29.34%	28.17%	29.60%	24.64%	26.69%	26.57%	33.46%
期间费用率（%）	21.08%	17.50%	18.99%	24.48%	19.35%	16.87%	15.65%
营业利润率（%）	10.27%	4.34%	5.08%	10.33%	8.20%	9.94%	7.65%
净利润（百万元）	124.96	88.34	68.54	138.48	146.96	134.80	94.15
增长率（%）	17.26%	-28.41%	08.33%	01.02%	17.61%	52.60%	37.35%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.20	0.14	0.31	0.33	0.30	0.16
资产负债率（%）	42.91%	45.60%	50.11%	51.22%	51.05%	48.94%	48.05%
净资产收益率（%）	4.10%	2.98%	2.26%	4.36%	4.42%	3.90%	2.83%
总资产收益率（%）	2.34%	1.62%	1.13%	2.13%	2.17%	1.99%	1.47%

点评：

➤ 费用管控见成效，盈利能力持续提高，业绩增速确定性强

报告期内，公司营业收入52.92亿元，同比增长13.46%。归属母公司股东净利润3.69亿元，同比增长34.01%。前三季度业绩增长稳健符合预期。同时第三季度毛利率为28.61%，环比增加1.97个百分点。归母净利润达0.92亿元，同比增长高达50.19%，三季度的期间费用率持续改善至17.54%，同比下降3.71个百分点，环比下降0.76个百分点。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，从而在研发费用大幅增加的情况下，依然能降低费用率，实现盈利能力进一步增长。公司业绩增长确定性较强。另外资产处置收益比上期减少210.76%，主要系本期公司产业升级智能制造，淘汰处置旧设备影响所致，也反映出公司加紧产品优化，利于未来长期发展。

➤ 瞄准厨电高增长品类，进军集成灶创新壁挂炉

集成灶、壁挂炉是厨卫电器中具有较强增长动力的品类。在国家“煤改气”“煤改电”项目推进以及消费

升级的双重驱动下，中国燃气壁挂炉迎来了前所未有的发展机遇，两年间壁挂炉企业从原来的30多家增加到300多家。根据中怡康线下监测数据显示，2018年1-9月壁挂炉零售额同比增长58%。奥维云网数据显示，18年1-7月份，壁挂炉在地产精装修市场市场份额同比增长201.1%。作为燃气壁挂炉行业的先行者，公司坚持技术创新，将节能、安全放在第一位。其中搭载的低全预混冷凝技术，可实现负荷比1:8，热效率可达109%。加速提升市场渗透率。

来自中怡康的零售数据显示，2018年上半年，我国集成灶零售量、零售额规模分别达到15.5万台、9.5亿元，同比增长分别为97.7%、138.3%。万和进入集成灶市场，推出的集成灶在“2018中国(首届)集成灶行业品牌峰会暨创新发展趋势高峰论坛”上，获得“2018年度集成灶行业创新产品”大奖。借助其主流KA渠道优势和强大的向三四级市场渗透的能力、专业电商销售团队，可推动集成灶产品向主流市场、三四级市场甚至四到六级市场渗透。2019年，万和计划销售集成灶产品达10万台。

可以期待两大厨电新品类带动公司业绩新一轮增长。另一方面由于今年房地产周期影响，厨卫系电器作为受地产影响最显著的品类，因此可能受到一定波动。

➤ 多维渠道拓展成效显著，外销重心调整抗风险能力增强。

公司经过上半年的渠道建设，已形成行业内渠道业态最丰富、网点数量最多、覆盖率最广、布局最全面的渠道形态。现拥有连锁专卖店、KA、直供、直营、电子商务等多重渠道，具备足够的市场扩张和风险抵御能力。已经实现了一级市场覆盖率稳定在100%，二级市场覆盖率超过97%，三级到六级市场覆盖率有明显增长，上半年在下沉渠道完成了946个网点建设，加速对城镇及农村市场的渗透。与一级经销商形成了利益共同体，并与国美、苏宁、五星等全国性大型家电连锁卖场形成了密切的战略合作伙伴关系。在电子商务渠道方面，公司在三大主要电商平台（天猫、京东、苏宁易购）采取直营模式，为用户提供一站式物流配送安装服务。并与恒大、万科、绿地、绿城、中南、禹洲、中南、中粮、光明地产等近20家百强地产签约战略采购合作，上半年工程渠道销售收入同比增长超过76%。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，俄罗斯全资子公司正在设立登记中，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。

➤ 投资设立项目公司，加快推进公司战略布局。

公司于2018年10月25日与上海楷冕信息咨询服务中心签订《合伙协议》，设立有限合伙公司。公司出资90万人民币，本次对外投资完成后，公司将持有项目公司90%的股权并为普通合伙人，项目公司将成为公司的控股子公司，并被纳入公司的合并报表范围内，影响公司将来的业绩。若能充分发挥合作各方的资源优势，本次投资将进一步加快推进公司的战略布局，同时对公司业务发展和业绩提升产生积极影响。

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，进军集成灶创新壁挂炉，预期公司在两大高增长厨电产品带动下将迎来业绩新的增长点。内部资源整合、优化生产与管理体系带来费用率的降低。公司积极开拓、调整多维渠道，调整外销重心规避贸易风险，并投资项目公司以加快战略布局，有利于公司业务发展与业绩提升。

根据房地产周期影响及盈利改善情况，我们微调公司2018年-2020年营业收入分别为75.34亿元、88.29亿元和102.77亿元；每股收益分别为1.07元、1.31元和1.55元，对应PE分别为11X、9X和7X，维持

公司“推荐”评级。

风险提示：壁挂炉、集成灶受地产周期影响，市场表现不及预期；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					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	3470.90	3614.25	4852.06	5531.24	6789.32	营业收入	4959.51	6531.95	7533.60	8829.38	10277.40			
货币资金	1208.49	585.58	1255.55	1306.27	1776.82	营业成本	3309.07	4717.96	5264.48	6132.89	7115.04			
应收账款	606.62	625.42	821.40	904.04	1086.43	营业税金及附加	39.50	47.87	57.60	66.11	77.77			
其他应收款	26.48	37.35	43.08	50.49	58.77	营业费用	876.70	918.99	1074.98	1251.05	1461.36			
预付款项	57.78	112.50	168.31	236.39	313.59	管理费用	295.15	392.13	450.30	528.90	614.97			
存货	875.26	1458.11	1509.75	1827.10	2080.07	财务费用	(34.28)	38.27	9.68	0.04	(15.25)			
其他流动资产	13.18	80.11	122.74	177.89	239.52	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	757.74	932.09	1104.60			
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	7553.34	8041.49	9111.69	利润总额	519.13	499.25	757.74	932.09	1104.60			
流动负债合计	2084.13	3260.10	4004.10	4276.06	5087.63	所得税	88.82	78.94	106.08	130.49	154.64			
短期借款	20.76	201.13	422.85	0.00	0.00	净利润	430.31	420.31	651.66	801.60	949.96			
应付账款	922.55	1338.99	1460.61	1709.13	1978.44	少数股东损益	(0.85)	6.91	38.00	50.00	60.00			
预收款项	222.26	584.88	849.02	1248.89	1661.79	归属母公司净利润	431.17	413.40	613.66	751.60	889.96			
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	959.73	1121.17	1275.45			
非流动负债合计	83.20	74.34	66.79	66.79	66.79	EPS（元）	0.98	0.94	1.07	1.31	1.56			
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	4070.89	4342.85	5154.42	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%	15.33%	17.20%	16.40%			
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%	53.66%	23.01%	18.51%			
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	48.44%	22.48%	48.44%	22.48%	18.41%			
未分配利润	1114.32	1181.80	1127.05	1043.39	954.16	获利能力								
归属母公司股东权益合计	2923.45	3015.74	3285.94	3452.12	3650.75	毛利率(%)	33.28%	27.77%	30.12%	30.54%	30.77%			
负债和所有者权益	5090.43	6510.04	7553.34	8041.49	9111.69	净利率(%)	8.68%	6.43%	8.65%	9.08%	9.24%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利率（%）	8.47%	6.35%	8.12%	9.35%	9.77%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	14.75%	13.71%	18.68%	21.77%	24.38%			
经营活动现金流	883.99	873.15	816.24	1064.32	1152.53	偿债能力								
净利润	430.31	420.31	651.66	801.60	949.96	资产负债率(%)	42.58%	51.22%	53.90%	54.01%	56.57%			
折旧摊销	105.28	115.60	159.61	159.61	159.61	流动比率	1.67	1.11	1.21	1.29	1.33			
财务费用	(34.28)	38.27	9.68	0.04	(15.25)	速动比率	1.25	0.66	0.83	0.87	0.93			
应收账款减少	(119.39)	(18.80)	(195.98)	(82.64)	(182.39)	营运能力								
预收账款增加	72.46	362.61	264.15	399.87	412.90	总资产周转率	1.06	1.13	1.07	1.13	1.20			
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	10.41	10.23	10.33			
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	5.38	5.57	5.57			
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	每股收益	0.98	0.94	1.07	1.31	1.56			
筹资活动现金流	(310.29)	5.12	(140.45)	(1008.30)	(676.08)	每股净现金流(最新摊薄)	1.21	(1.30)	1.17	0.09	0.82			
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	5.74	6.04	6.38			
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	11.85	12.36	10.82	8.84	7.46			
资本公积增加	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.75	1.69	2.02	1.92	1.82			
现金净增加额	534.17	(571.41)	669.97	50.72	470.55	EV/EBITDA	6.94	7.31	6.06	4.77	3.82			

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。