

首次覆盖

评级: 谨慎增持
 目标价格: 17.50

当前价格: 15.50

2016.04.11

交易数据

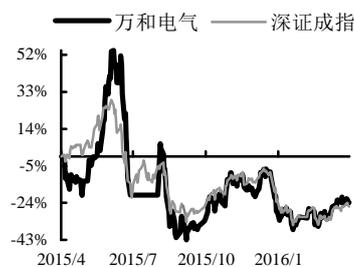
52 周内股价区间 (元)	11.36-32.48
总市值 (百万元)	6,820
总股本/流通 A 股 (百万股)	440/300
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	68%
日均成交量 (百万股)	363.05
日均成交值 (百万元)	52.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,821
每股净资产	6.41
市净率	2.4
净负债率	-25.34%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.23	0.25
Q2	0.23	0.27
Q3	0.12	0.16
Q4	0.15	0.13
全年	0.73	0.81

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	7%	-24%
相对指数	-1%	11%	2%

万和电气 (002543)

燃气热水器龙头，稳健成长

	曾婵 (分析师)	范杨 (分析师)	袁雨辰 (研究助理)
	0755-23976520	021-38675923	021-38674941
	zengchan@gtjas.com	fanyang@gtjas.com	yuanyuchen@gtjas.com
证书编号	S0880515030002	S0880513070007	S0880115100041

本报告导读:

公司作为国内燃气热水器龙头企业，专注于厨卫电器的生产及销售，研发技术能力强，渠道资源丰富，内外销合力，业绩有望持续提升。

投资要点:

首次覆盖，给予“谨慎增持”评级，目标价 17.5 元

公司作为国内燃气热水器龙头企业，专注于厨卫电器的生产及销售，研发技术能力强，渠道资源丰富，产品优质，近 5 年来盈利能力稳健增长。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.81、0.93、1.03 元，参考可比公司，给予目标价 17.5 元，对应 2016 年 22 倍 PE。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

燃气热水器龙头，市场地位稳固，盈利能力稳健增长

公司作为国内燃气热水器龙头企业。专注于厨卫电器的生产销售，技术优势显著，连续 12 年燃气热水器销量市场份额第一。内外销结合，公司内销业务主要是燃气热水器；外销以烤炉为主。公司研发实力雄厚，产品凭借良好的质量，多年屹立不倒，近 5 年来盈利能力稳健增长。

内外销合力，业绩有望持续提升

内销：内销市场主要以热水器产品为主，作为燃气热水器龙头，多年来依靠产品技术立于不败之地。未来随着新品的持续推出，高毛利占比产品的提高以及电商渠道的进一步拓展，未来业绩值得期待。

外销：外销产品多样化，能广泛适应不同的市场需求，市场分散，多市场销售有利于平衡海外业务，抗压效果显著。同时，2015 年公司积极拓展海外市场，效果显著：2015 年 5 月，公司与意大利公司 Unical AG S.p.A. 达成在家用、商用与工业热能应用领域的合作；2015 年 5 月，公司在美国设立全资孙公司，公司积极布局海外业务，期待发力。

风险：厨卫行业下行，厨卫行业竞争更为激烈

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,978	4,192	4,607	5,158	5,695
(+/-)%	8%	5%	10%	12%	10%
经营利润 (EBIT)	269	310	356	413	468
(+/-)%	-5%	15%	15%	16%	13%
净利润	267	319	355	409	454
(+/-)%	8%	20%	11%	15%	11%
每股净收益 (元)	0.61	0.73	0.81	0.93	1.03
每股股利 (元)	0.43	0.25	0.28	0.32	0.36

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	6.8%	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%
净资产收益率 (%)	10.3%	11.3%	11.6%	12.2%	12.4%
投入资本回报率 (%)	12.3%	13.7%	17.5%	22.3%	28.1%
EV/EBITDA	14.5	12.1	9.6	8.1	6.8
市盈率	25.6	21.4	19.2	16.7	15.0
股息率 (%)	0.9%	2.8%	1.6%	1.8%	2.1%

模型更新时间: 2016.04.10

股票研究

可选消费品
家用电器业

万和电气 (002543)

首次覆盖

评级: 谨慎增持

目标价格: 17.50

当前价格: 15.50

2016.04.10

公司网址

www.vanward.com

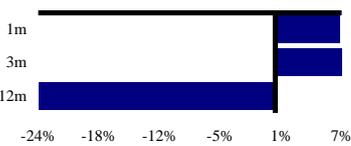
公司简介

公司一直围绕厨卫电器主业展开发展, 致力于成为世界级品牌的燃气具专家和最具高效、节能、环保的生活热水系统供应商, 主营业务为厨卫电器产品的研发、生产和主售。公司的主要产品包括热水器系列和配套厨房电器系列。

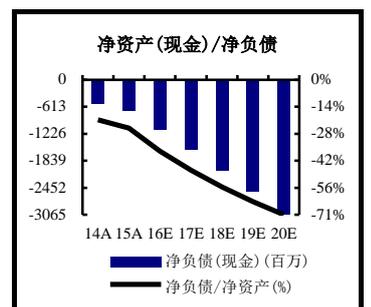
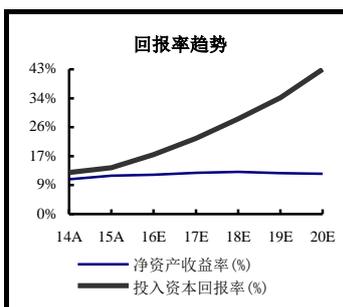
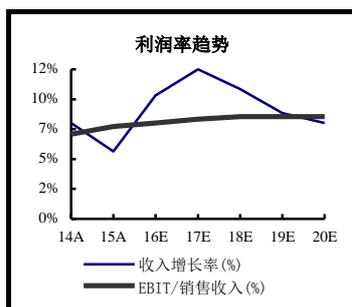
财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
损益表							
营业总收入	3,978	4,192	4,607	5,158	5,695	6,181	6,658
营业成本	2,796	2,893	3,164	3,528	3,883	4,218	4,544
税金及附加	27	28	31	35	38	42	45
销售费用	617	661	727	814	898	975	1,050
管理费用	269	300	330	369	408	442	477
EBIT	269	310	356	413	468	504	543
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	23	25	27	27	27	27
财务费用	-17	-38	-20	-22	-21	-19	-22
营业利润	300	364	401	462	516	550	592
所得税	45	60	63	72	80	85	92
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	267	319	355	409	454	484	519
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	538	722	1,148	1,590	2,061	2,554	3,073
其他流动资产	21	237	237	237	237	237	237
长期投资	176	201	201	201	201	201	201
固定资产合计	766	874	650	425	201	-23	-247
无形及其他资产	425	354	332	312	292	273	255
资产合计	3,756	4,256	4,613	5,047	5,505	5,968	6,452
流动负债	1,102	1,353	1,463	1,611	1,755	1,891	2,023
非流动负债	73	82	82	82	82	82	82
股东权益	2,580	2,821	3,068	3,354	3,667	3,994	4,347
投入资本(IC)	1,866	1,906	1,727	1,571	1,414	1,248	1,081
现金流量表							
NOPLAT	230	261	302	351	397	428	462
折旧与摊销	168	202	246	245	244	243	242
流动资金增量	-78	-2	-67	-89	-87	-77	-76
资本支出	-197	-218	0	0	0	0	0
自由现金流	124	242	481	507	555	594	628
经营现金流	207	679	489	516	564	604	637
投资现金流	-222	-571	-107	-105	-105	-105	-105
融资现金流	-221	-71	-88	-101	-120	-138	-145
现金流净增加额	-236	37	294	310	338	361	387
财务指标							
成长性							
收入增长率	7.7%	5.4%	9.9%	12.0%	10.4%	8.5%	7.7%
EBIT 增长率	-5.1%	15.1%	14.7%	16.2%	13.2%	7.8%	7.7%
净利润增长率	7.7%	19.6%	11.4%	15.1%	11.1%	6.4%	7.4%
利润率							
毛利率	29.7%	31.0%	31.3%	31.6%	31.8%	31.8%	31.8%
EBIT 率	6.8%	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%	8.2%	8.2%
净利润率	6.7%	7.6%	7.7%	7.9%	8.0%	7.8%	7.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	10.3%	11.3%	11.6%	12.2%	12.4%	12.1%	11.9%
总资产收益率(ROA)	7.1%	7.5%	7.7%	8.1%	8.3%	8.1%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	12.3%	13.7%	17.5%	22.3%	28.1%	34.3%	42.7%
运营能力							
存货周转天数	104.4	100.2	100.2	100.2	100.2	100.2	100.2
应收账款周转天数	38.0	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4
总资产周转天数	345	371	365	357	353	352	354
净利润现金含量	0.78	2.13	1.38	1.26	1.24	1.25	1.23
资本支出/收入	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	31.3%	33.7%	33.5%	33.5%	33.4%	33.1%	32.6%
净负债率	-20.9%	-25.3%	-37.2%	-47.2%	-56.0%	-63.7%	-70.5%
估值比率							
PE	25.6	21.4	19.2	16.7	15.0	14.1	13.1
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.5	12.1	9.6	8.1	6.8	5.8	4.9
P/S	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率	0.9%	2.8%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%	2.4%

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 11.36-32.48
市值 (百万) 6,820



目 录

1. 首次覆盖，给予“谨慎增持”评级，目标价 17.5 元	4
2. 燃气热水器龙头企业	5
2.1. 主营业务结构稳定，市场地位稳固	5
2.2. 技术研究实力显著，业绩稳定增长	5
3. 内外销合力，业绩有望持续提升	6
3.1. 新品的推出、电商渠道的开拓将进一步拓展内销市场	6
3.1.1. 新品开发能力强，产品结构优化利于改善公司业绩	7
3.1.2. 电商渠道增速显著	7
3.2. 积极布局全球市场，期待发力	8
3.2.1. 外销产品多样化，抗压效果显著	8
3.2.2. 积极布局海外市场，期待发力	8
4. 风险	9
5. 附	9
5.1. 股权结构	9
5.2. 发展历程和主要产品毛利率	10
5.3. 厨卫电器行业情况与竞争格局	11

1. 首次覆盖，给予“谨慎增持”评级，目标价 17.5 元

公司作为国内燃气热水器龙头企业，专注于厨卫电器的生产销售，研发技术能力强，渠道资源丰富。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.81、0.93、1.03 元，主要来自于传统业务的增长。

表 1. 2013-2018 年收入拆分表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,692	3,978	4,192	4,607	5,158	5,695
产品	3,615	3,889	4,084	4,489	5,025	5,548
生活热水	1,745	2,096	2,180	2,398	2,710	2,981
厨房电器	1,470	1,487	1,672	1,856	2,079	2,328
其他	399	306	232	234	237	239

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

参考可比公司，2016 年 PE 平均 21.5 倍，PS 平均 4.3 倍。万和电气 2016 年 PE 预计为 19.1 倍，PS 预计为 1.4 倍，PE 略低于行业平均、PS 远低于行业平均，表明公司盈利能力还有较大的提升空间。

PE 估值法：按照可比公司平均的 PE 值，给予 2016 年 21.5 倍 PE，对应股价 17.5 元。

PS 估值法：我们给予公司 2015 年 1.8 倍 PS，对应市值 83 亿，股价 18.8 元。

综上，基于谨慎性原则，我们给予公司目标价 17.5 元，首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

表 2. 可比公司 PE，以 2016/4/8 收盘价计算

公司	公司	现价	每股收益(元)			市盈率(X)		
代码	名称	(元)	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
002508	老板电器	48.12	1.18	1.68	2.25	40.8	28.7	21.4
002035	华帝股份	18.50	0.78	0.64	0.86	23.6	29.0	21.4
000533	万家乐	9.62	0.61	0.70	0.83	15.9	13.7	11.6
002677	浙江美大	16.30	0.34	0.44	0.52	47.3	37.3	31.6
	行业平均					31.9	27.2	21.5
002543	万和电气	15.50	0.61	0.73	0.81	25.4	21.2	19.1

数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：可比公司盈利预测用的是 wind 一致预期，万和电气预测为国泰君安预测

表 3. 可比公司 PS，以 2016/4/8 收盘价计算

公司	公司	现价	总收入(百万)			PS(X)		
代码	名称	(元)	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
002508	老板电器	48.12	3,589	4,596	5,837	6.5	5.1	4.0
002035	华帝股份	18.50	4,230	3,909	4,537	1.6	1.7	1.5

000533	万家乐	9.62	3,896	4,001	4,201	1.7	1.7	1.6
002677	浙江美大	16.30	470	562	635	13.9	11.6	10.3
	行业平均					5.9	5.0	4.3
002543	万和电气	15.50	3,978	4,192	4,607	1.7	1.6	1.5

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

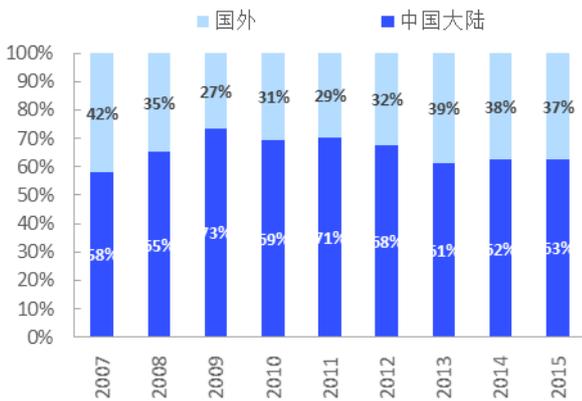
注: 可比公司盈利预测用的是 wind 一致预期, 万和电气盈利预测为国泰君安预测

2. 燃气热水器龙头企业

2.1. 主营业务结构稳定, 市场地位稳固

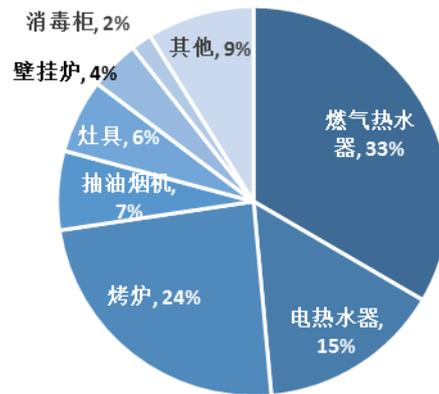
公司作为国内燃气热水器龙头企业。专注于厨卫电器的生产销售, 技术优势显著, 连续 12 年燃气热水器销量市场份额第一。内外销结合, 公司内销业务主要是燃气热水器; 外销以烤炉为主。

图 1. 产品结构稳定



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 2. 燃气热水器和烤炉业务为主 (2013 年)



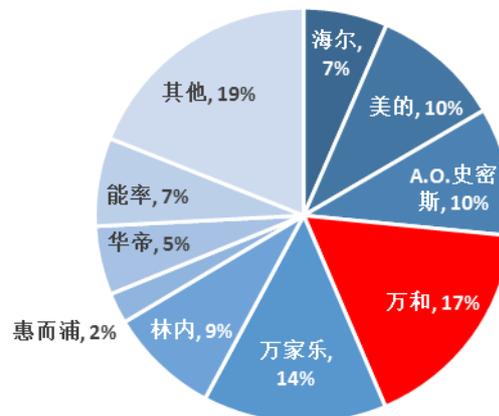
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 3. 国内业务为主



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4. 燃气热水器零售量市占率第一 (2015 年 10 月)



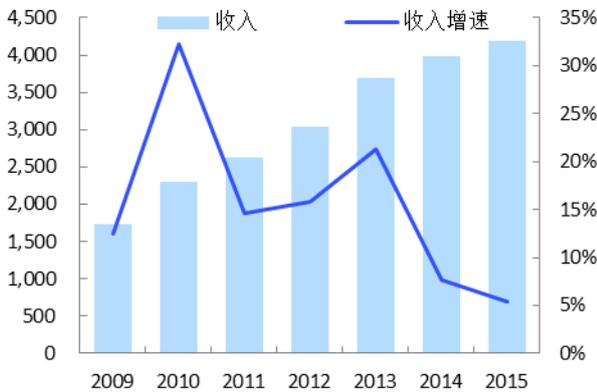
数据来源: 中怡康、国泰君安证券研究

2.2. 技术研究实力显著, 业绩稳定增长

公司研发实力雄厚，产品凭借良好的质量，多年屹立不倒。公司 2015 年 1 月成立万和研究院，定位于公司的前瞻性技术研究及管理，预计未来公司技术创新能力将进一步得到提高。

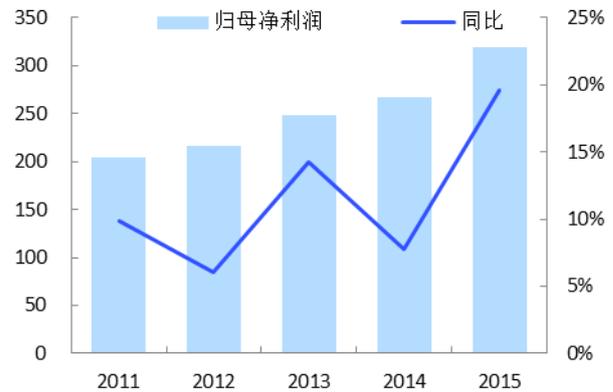
产品的优势显著，近 5 年来盈利能力稳健增长。根据 2015 年年报，公司收入 41.9 亿，同比增长 5%；归属于母公司股东净利润 3.2 亿，同比增长 20%。2015 年公司毛利率、净利率达到历史新高，分别为 31% (+1.3pct)、7.6% (+0.9pct)，盈利能力不断提升。

图 5. 收入增速放缓



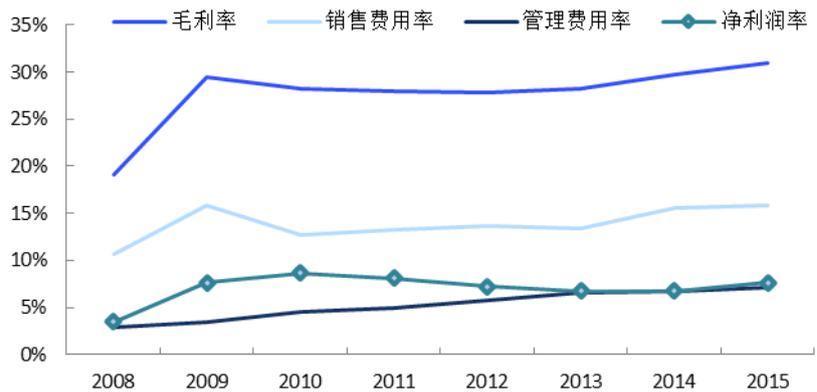
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 6. 盈利能力增强



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7. 盈利能力增强



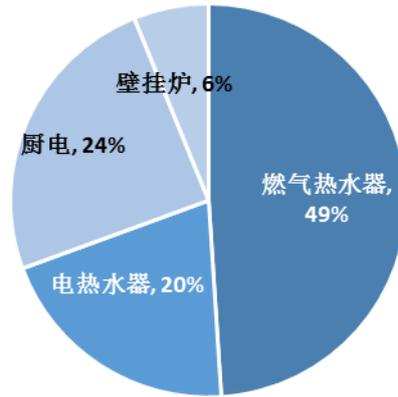
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3. 内外销合力，业绩有望持续提升

3.1. 新品的推出、电商渠道的开拓将进一步拓展内销市场

内销市场主要以热水器产品为主，作为燃气热水器龙头，多年来依靠产品技术立于不败之地。未来随着新品的持续推出，高毛利占比产品的提高以及电商渠道的进一步拓展，未来业绩值得期待。

图 8. 内销以热水器为主

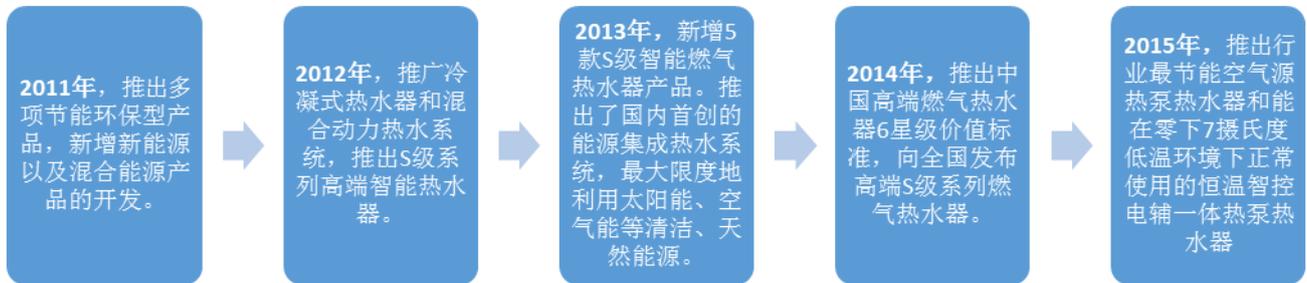


数据来源：公司调研、国泰君安证券研究

3.1.1. 新品开发能力强，产品结构优化利于改善公司业绩

公司自成立以来一直注重新品的开发，也正是依靠产品创新研发技术十多年来占据国内燃气热水器龙头地位。未来随着新品的推出，带动公司收入增长，同时随着产品结构的改善，高毛利产品的占比将会提升，公司盈利能力将显著增强。

图 9. 公司一直致力于新品开发

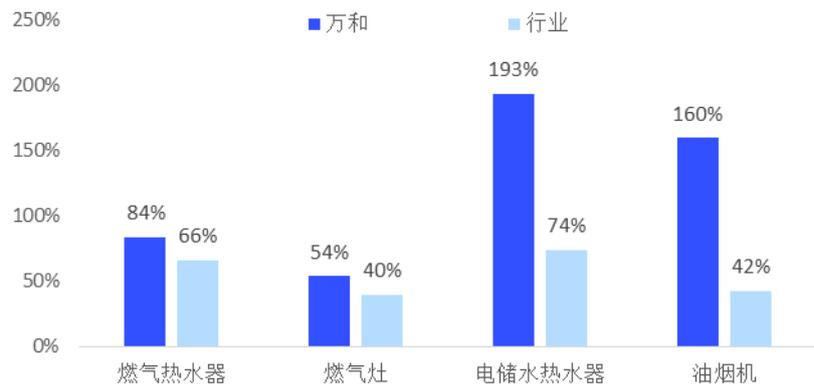


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.1.2. 电商渠道增速显著

2015年，公司收入中专卖店的占比约为20%-30%，电商占比约为20%，超市卖场40%。2015年电商收入规模约为4.1亿元，同比增长76%，根据中怡康线上周度零售监测数据显示，2015年公司主要电商产品零售额增速远高于行业增速，未来随着电商渠道的进一步布局，有望带动内销持续增长。

图 10. 2015 年公司主要电商产品零售额增速远高于行业增速



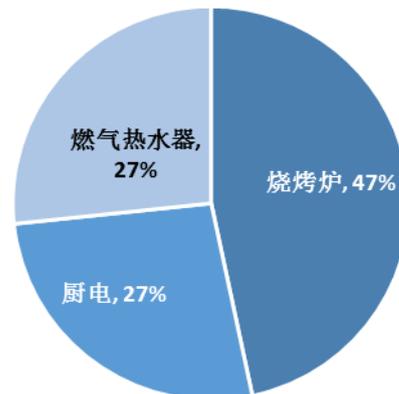
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 积极布局全球市场，期待发力

3.2.1. 外销产品多样化，抗压效果显著

公司外销品类繁多，如热水器、厨电产品、烤炉、新能源热水器等，能广泛适应不同的市场需求。烤炉主要销售到北美，欧洲，澳大利亚等区域；热水器主要销往南美、中东、欧洲等地；同时，加大力度开拓俄罗斯、印度、中东、东南亚等新兴市场。多市场销售有利于平衡海外业务。

图 11. 外销产品多样化



数据来源：公司调研、国泰君安证券研究

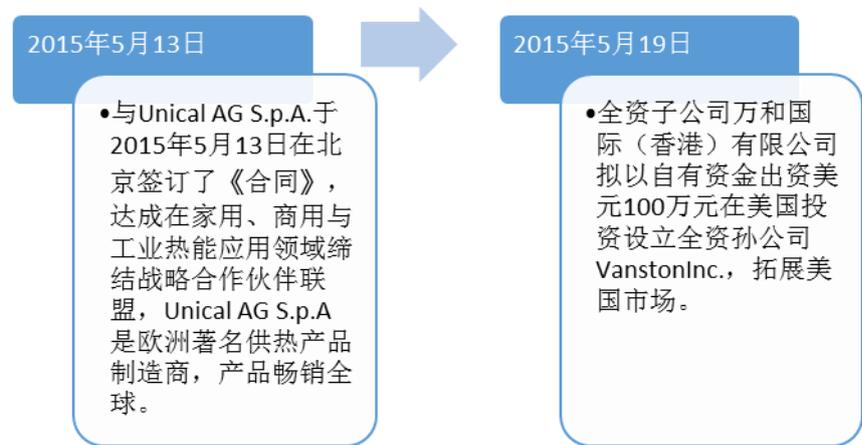
3.2.2. 积极布局海外市场，期待发力

2015 年以来，公司积极布局海外业务，致力于拓展海外市场：

- 与意大利公司 Unical AG S.p.A. 在北京签订了《合同》，达成在家用、商用与工业热能应用领域缔结战略合作伙伴联盟，共同拓展全球业务。
- 2015 年，公司在美国设立全资孙公司，将为公司进一步深耕国际市场。

场创造更有利的条件，也有助于拓宽公司的海外业务渠道，为公司未来在海外的投资创造更为便利的条件，不断提升公司在国际市场上的知名度和影响力。

图 12. 积极布局海外市场



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4. 风险

(1) 行业下行的风险

公司主营业务厨卫电器业务受房地产市场影响较大，当房地产市场疲软时，会影响整个厨卫行业的发展，从而影响公司的收入和利润。

(2) 行业竞争更为激烈的风险

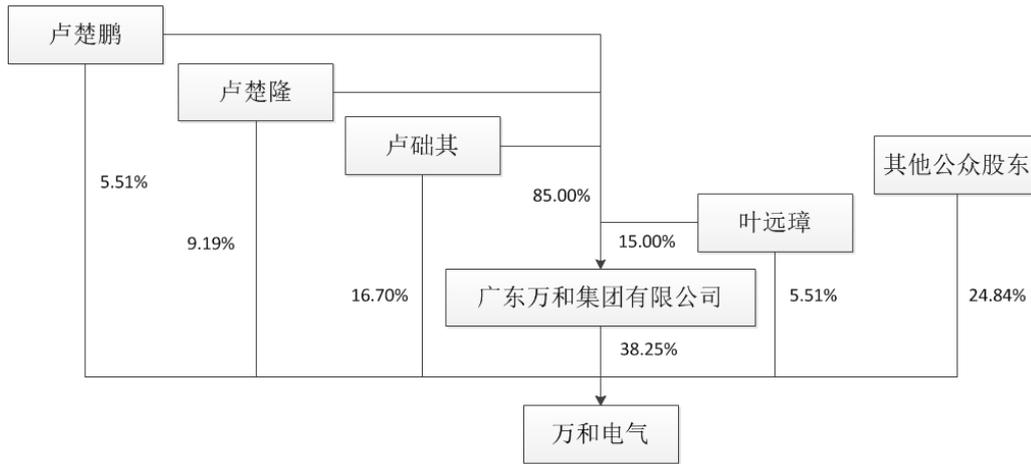
厨卫行业产品技术门槛低，同质化程度高，中低端市场品牌杂乱，竞争激烈。

5. 附

5.1. 股权结构

控股股东为万和集团，持有公司 38.25%的股权。公司股东卢础其、卢楚隆和卢楚鹏三兄弟为一致行动人，三人是万和集团实际控制人，同时也是万和电气的实际控制人。

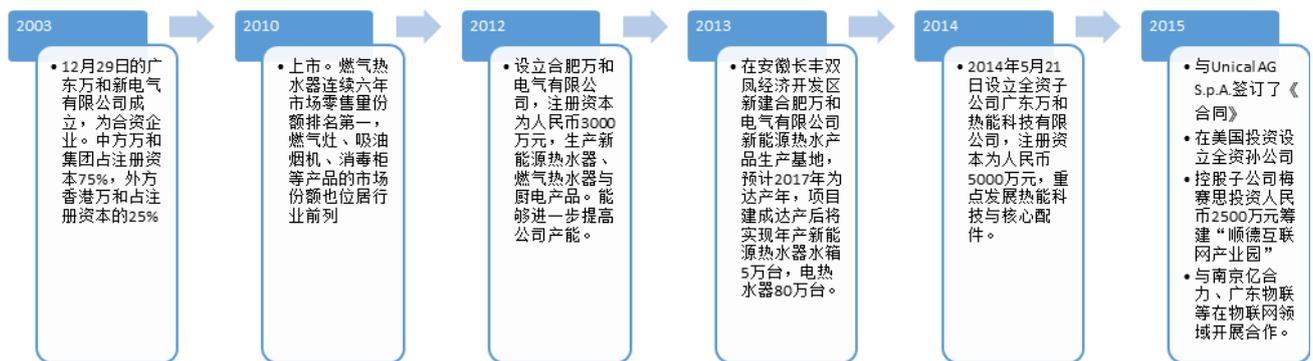
图 13. 控股股东为万和集团



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

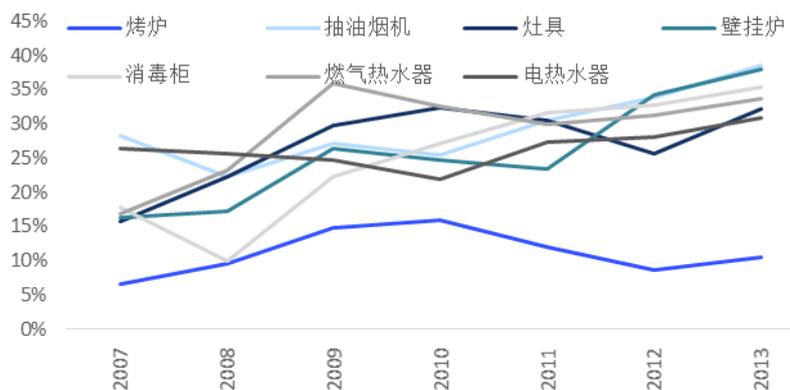
5.2. 发展历程和主要产品毛利率

图 14. 发展历程



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 15. 烤炉毛利率较低

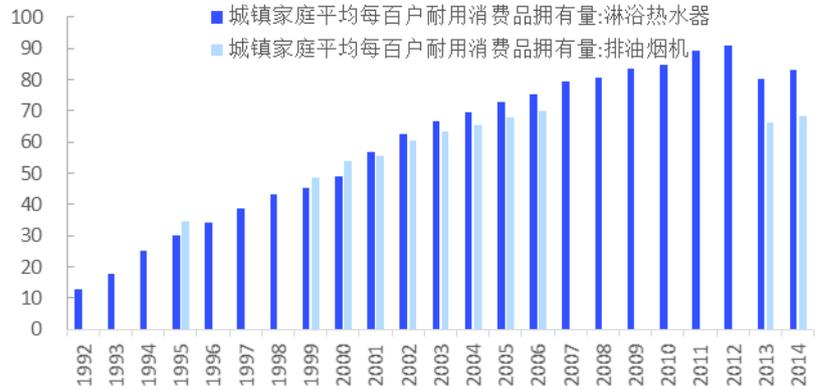


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

5.3. 厨卫电器行业情况与竞争格局

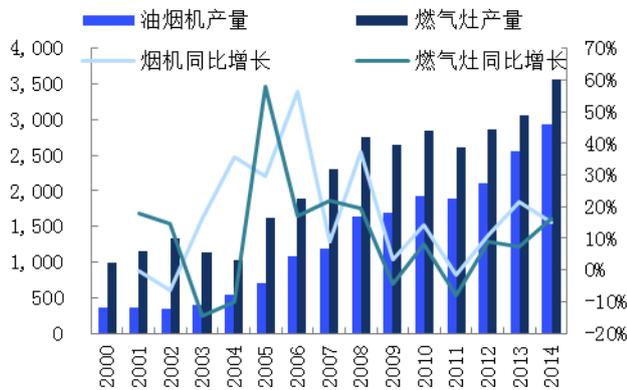
烟、灶、热水器市场增速放缓。2014 年城镇家庭中，油烟机、热水器的渗透率分别高达 83%、68%。2012 年以来市场增速放缓，2008-2014 年烟、灶行业 CAGR 分别为 10%、4%。

图 16. 油烟机、热水器的渗透率分别高达 83%、68%



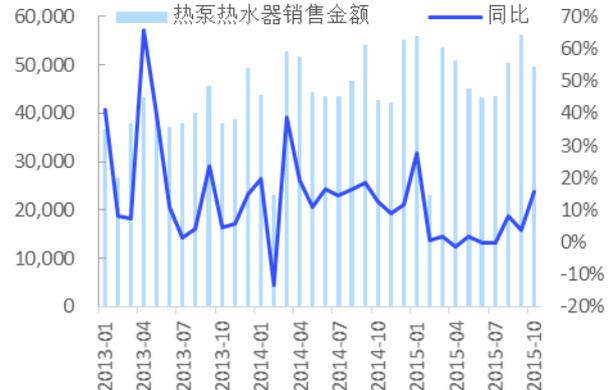
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 17. 烟、灶市场平稳



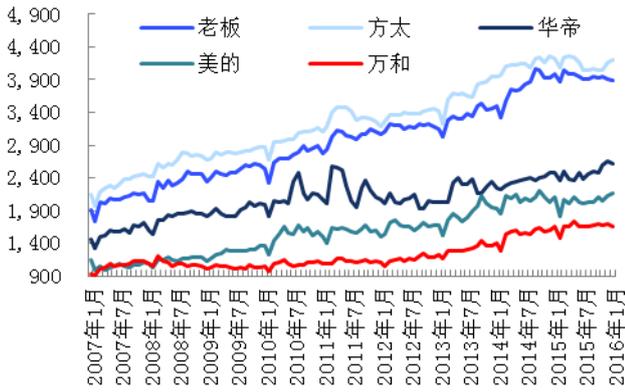
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 18. 热水器市场平稳



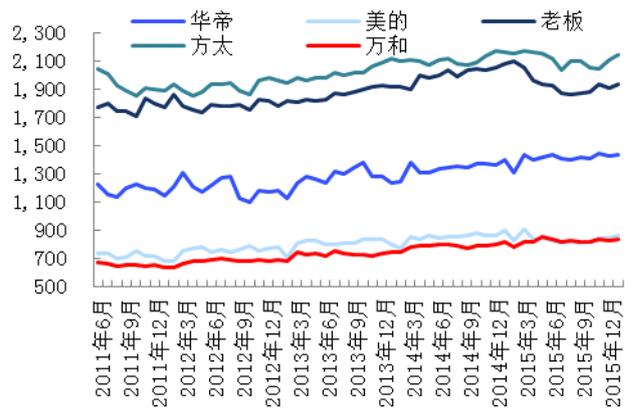
数据来源: 产业在线、国泰君安证券研究

图 19. 油烟机价格不断提升，结构升级明显



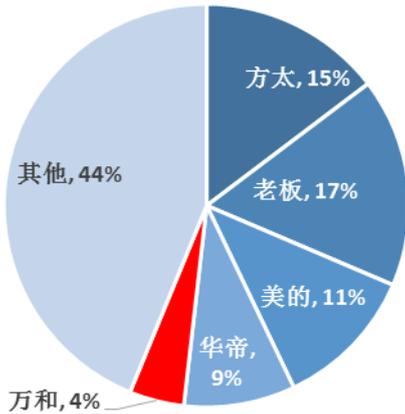
数据来源：中怡康、国泰君安证券研究

图 20. 燃气灶价格不断提高，结构升级明显



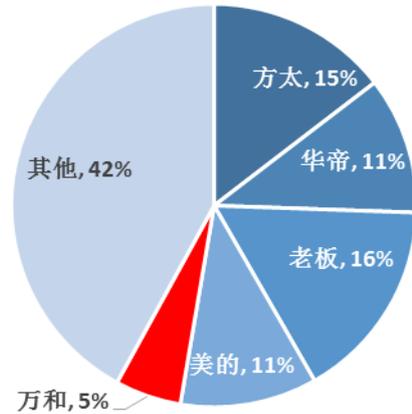
数据来源：中怡康、国泰君安证券研究

图 21. 2015 年万和电气油烟机零售量市场份额不高



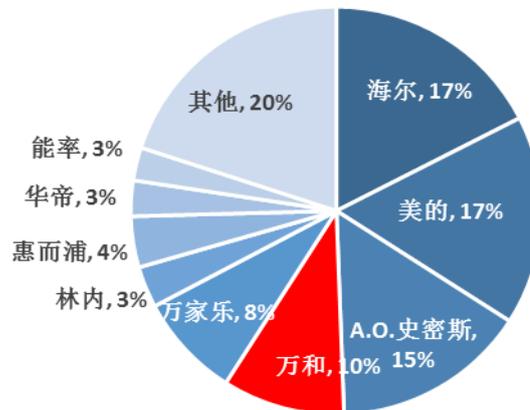
数据来源：中怡康、国泰君安证券研究

图 22. 2015 年万和电气燃气灶零售量市场份额不高



数据来源：中怡康、国泰君安证券研究

图 23. 2015 年 10 月万和热水器零售量市占率第四



数据来源：中怡康、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		