

老板电器 (002508.SZ)

家用电器行业

评级：买入 维持评级

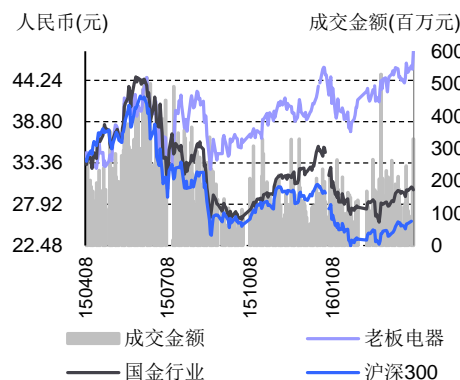
公司点评

市场价格(人民币): 45.70元
 目标价格(人民币): 54.73-54.98元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	473.06
总市值(百万元)	23,386.66
年内股价最高最低(元)	48.05/32.50
沪深300指数	3264.49
深证成指	10640.27



相关报告

- 《代理商及核心高管持股计划完成, 公司加速发展》, 2015.12.25
- 《顺应行业发展趋势, 渠道优势确保业绩高增长》, 2015.9.2

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人
 (8621)60230218
 sunjj@gjzq.com.cn

不忘初心方得始终, 业绩成长性确定

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.244	1.709	2.292	2.803	3.473
每股净资产(元)	7.79	8.25	8.69	10.73	13.94
每股经营性现金流(元)	2.06	0.00	1.01	2.55	3.31
市盈率(倍)	17.60	19.08	19.94	16.30	13.16
行业优化市盈率(倍)	19.99	22.16	31.95	31.95	31.95
净利润增长率(%)	48.95%	44.58%	34.14%	22.31%	23.89%
净资产收益率(%)	23.05%	26.24%	26.39%	26.13%	24.91%
总股本(百万股)	256.00	320.00	486.08	486.08	486.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015年公司实现营业收入45.4亿元, 同比增长26.58%; 实现归属母公司净利润8.3亿元, 同比增长44.58%, 对应EPS1.73元, 摊薄EPS1.72元。其中, 四季度表现抢眼: 单季实现收入14.21亿元, 同比增长29.75%; 实现净利润3.42亿元, 同比增长50.90%。分红预案为每10股派现金6元(含税), 同时以资本公积向全体股东每10股转增5股。

经营分析

- 多重竞争优势, 确保收入端增速: 1、厨电是家电行业里增长空间较大的子行业, 长期成长空间确定; 2、更新需求爆发, 厨电行业整体趋于高端化, 公司主打高端品类, 将持续受益行业高端化发展; 3、公司推行渠道拆分策略, 下沉二三级城市, 进一步确保收入增量。四季度收入端同比环比表现较为抢眼, 主要是由于15年中期地产数据好转, 而厨电滞后地产将近半年时间反映。中怡康数据显示, 15年11-12月油烟机、燃气灶、消毒柜零售量同比增长分别19%、15%、7%, 明显优于之前。截止2015年底, 公司油烟机、燃气灶、消毒柜销量市场份额占比分别为16.78%、14.64%、10.45%, 同比提升0.59、0.93、0.90%。主要得益于行业高端化及渠道拆分。基于公司多重竞争优势的考虑, 认为未来公司收入端增速确定; 且公司同时积极开拓其他品类, 进一步稳固收入端增长。
- 电商优势强、费用控制得利、盈利能力成长空间确定: 公司电商盈利能力远强于线下, 以毛利率为例, 线上毛利率高于70%, 线下毛利率58%。而近年来, 电商业务占比稳步提升, 预计电商占比可从现在的25%提升至至少33%。由此, 公司整体盈利能力也将不断提升。15年销售费用率同比下降1.3%, 主要是因为整体营销成本控制及方案规划得利。认为费用端有望维持小幅下滑。未来公司盈利能力成长空间确定。

- **地产销售情况乐观，公司持续受益：**另一方面地产端近期销售情况较为乐观，以厨电滞后地产交房面积 6 个月时间测算，截止到现在的地产数据已经可以推算 16 年全年情况，我们认为 16 年厨电都将受益地产回暖。公司将延续 15 年四季度态势，持续受益。

盈利调整

- 考虑到当下厨电行业整体情况以及公司发展战略，预计 16-18 年收入分别为 58.95、76.36、97.81 亿元，同比增速 29.80%、29.50%、28.10%，净利润 11.14、13.63、16.88 亿元，同比增速 34.14%、22.31%、23.89%。摊薄后 EPS 为 2.29、2.80、3.47 元。

投资建议

- 目前股价为 45.70 元，对应 16 年 PE19.9 倍。
基于对于公司今后发展展望，给予 16 年 23.88-23.99 倍市盈率，对应目标价区间为 54.73-54.98 元。给予“买入”评级。

图表 1: 分项销售预测表

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2014	2015	2016	2017E	2018E
油烟机					
销售收入 (百万元)	1,522.83	2,653.80	3,449.94	4,415.92	5,519.90
增长率 (YOY)	39.74%	74.27%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	55.70%	60.60%	61.00%	62.00%	63.00%
销售成本 (百万元)	674.61	1,045.60	1,345.48	1,678.05	2,042.36
增长率 (YOY)	36.51%	54.99%	28.68%	24.72%	21.71%
毛利 (百万元)	848.22	1,608.20	2,104.46	2,737.87	3,477.54
增长率 (YOY)	42.43%	89.60%	30.86%	30.10%	27.02%
占总销售额比重	58.30%	58.43%	58.52%	57.83%	56.44%
占主营业务利润比重	59.82%	60.86%	60.86%	60.76%	59.65%
燃气灶					
销售收入 (百万元)	756.03	1,280.10	1,638.53	2,097.32	2,684.56
增长率 (YOY)	35.58%	69.32%	28.00%	28.00%	28.00%
毛利率	57.38%	60.00%	61.00%	61.00%	62.00%
销售成本 (百万元)	322.22	512.04	639.03	817.95	1,020.13
增长率 (YOY)	31.86%	58.91%	24.80%	28.00%	24.72%
毛利 (百万元)	433.81	768.06	999.50	1,279.36	1,664.43
增长率 (YOY)	38.47%	77.05%	30.13%	28.00%	30.10%
占总销售额比重	28.94%	28.18%	27.79%	27.47%	27.45%
占主营业务利润比重	30.59%	29.06%	28.90%	28.39%	28.55%
消毒柜					
销售收入 (百万元)	211.79	324.26	437.75	569.08	745.49
增长率 (YOY)	20.44%	53.10%	35.00%	30.00%	31.00%
毛利率	45.28%	48.00%	48.00%	48.00%	48.80%
销售成本 (百万元)	115.89	168.62	227.63	295.92	381.69
增长率 (YOY)	22.10%	45.49%	35.00%	30.00%	28.98%
毛利 (百万元)	95.90	155.64	210.12	273.16	363.80
增长率 (YOY)	18.51%	62.30%	35.00%	30.00%	33.18%
占总销售额比重	8.11%	7.14%	7.43%	7.45%	7.62%
占主营业务利润比重	6.76%	5.89%	6.08%	6.06%	6.24%
其他小家电					
销售收入 (百万元)	121.49	284.00	369.20	553.80	830.70
增长率 (YOY)	4.81%	133.76%	30.00%	50.00%	50.00%
毛利率	33.00%	39.00%	39.00%	39.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	81.40	173.24	225.21	337.82	506.73
增长率 (YOY)	6.40%	112.83%	30.00%	50.00%	50.00%
毛利 (百万元)	40.09	110.76	143.99	215.98	323.97
增长率 (YOY)	1.73%	176.27%	30.00%	50.00%	50.00%
占总销售额比重	4.65%	6.25%	6.26%	7.25%	8.49%
占主营业务利润比重	2.83%	4.19%	4.16%	4.79%	5.56%
销售总收入 (百万元)	2612.14	4542.16	5895.42	7636.12	9780.66
销售总成本 (百万元)	1194.12	1899.49	2437.35	3129.74	3950.92
毛利 (百万元)	1418.02	2642.67	3458.07	4506.37	5829.74
平均毛利率	54.29%	58.18%	58.66%	59.01%	59.60%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,654	3,589	4,543	5,895	7,636	9,781	货币资金	1,280	1,607	2,323	2,878	3,631	5,950
增长率		35.2%	26.6%	29.8%	29.5%	28.1%	应收账款	596	798	945	1,320	1,771	2,288
主营业务成本	-1,209	-1,560	-1,900	-2,437	-3,130	-3,951	存货	449	554	722	775	995	1,256
%销售收入	45.6%	43.5%	41.8%	41.3%	41.0%	40.4%	其他流动资产	16	40	20	26	49	65
毛利	1,445	2,029	2,643	3,458	4,506	5,830	流动资产	2,340	2,998	4,011	4,999	6,446	9,559
%销售收入	54.4%	56.5%	58.2%	58.7%	59.0%	59.6%	%总资产	83.5%	82.7%	79.9%	84.1%	86.7%	90.5%
营业税金及附加	-28	-39	-47	-62	-81	-104	长期投资	0	0	28	-1	-52	-127
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	364	515	862	854	947	1,040
营业费用	-798	-1,115	-1,353	-1,686	-2,291	-2,983	%总资产	13.0%	14.2%	17.2%	14.4%	12.7%	9.8%
%销售收入	30.1%	31.1%	29.8%	28.6%	30.0%	30.5%	无形资产	94	92	96	93	89	85
管理费用	-210	-268	-354	-413	-527	-685	非流动资产	462	627	1,006	948	986	1,000
%销售收入	7.9%	7.5%	7.8%	7.0%	6.9%	7.0%	%总资产	16.5%	17.3%	20.1%	15.9%	13.3%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	408	607	888	1,297	1,608	2,058	资产总计	2,803	3,626	5,017	5,948	7,432	10,559
%销售收入	15.4%	16.9%	19.6%	22.0%	21.1%	21.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	36	43	66	10	10	-35	应付款项	696	1,022	1,710	1,432	1,895	2,427
%销售收入	-1.3%	-1.2%	-1.5%	-0.2%	-0.1%	0.4%	其他流动负债	65	113	142	293	328	366
资产减值损失	-4	-7	-1	-70	-90	-115	流动负债	761	1,135	1,852	1,725	2,222	2,793
公允价值变动收益	0	0	0	40	40	40	长期贷款	0	0	0	0	0	1,000
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	10	10	10
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	761	1,135	1,852	1,735	2,232	3,803
营业利润	440	644	953	1,277	1,568	1,949	普通股股东权益	2,036	2,492	3,168	4,222	5,215	6,777
营业利润率	16.6%	17.9%	21.0%	21.7%	20.5%	19.9%	少数股东权益	6	-1	-3	-9	-15	-21
营业外收支	4	21	16	20	20	20	负债股东权益合计	2,803	3,626	5,017	5,948	7,432	10,559
税前利润	444	664	969	1,297	1,588	1,969	比率分析						
利润率	16.7%	18.5%	21.3%	22.0%	20.8%	20.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-66	-96	-141	-189	-231	-287	每股指标						
所得税率	14.9%	14.5%	14.5%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	1.506	2.244	1.709	2.292	2.803	3.473
净利润	378	568	828	1,108	1,357	1,682	每股净资产	7.952	7.787	8.250	8.686	10.729	13.941
少数股东损益	-8	-7	-3	-6	-6	-6	每股经营现金净流	1.261	2.058	0.000	1.010	2.555	3.311
归属于母公司的净利润	386	574	830	1,114	1,363	1,688	每股股利	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	14.5%	16.0%	18.3%	18.9%	17.8%	17.3%	回报率						
							净资产收益率	18.94%	23.05%	26.24%	26.39%	26.13%	24.91%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.76%	15.84%	16.55%	18.73%	18.33%	15.99%
							投入资本收益率	17.02%	20.84%	20.74%	26.30%	26.42%	22.68%
净利润	378	568	828	1,108	1,357	1,682	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	35.21%	35.24%	26.58%	29.78%	29.53%	28.08%
非现金支出	40	46	48	142	162	186	EBIT 增长率	51.85%	48.77%	46.31%	45.97%	23.97%	28.03%
非经营收益	2	-3	-4	-72	-80	-35	净利润增长率	43.87%	48.95%	44.58%	34.14%	22.31%	23.89%
营运资金变动	-96	48	252	-686	-196	-223	总资产增长率	20.17%	29.37%	38.36%	18.56%	24.96%	42.07%
经营活动现金净流	323	659	1,124	491	1,242	1,609	资产管理能力						
资本开支	-119	-206	-278	-72	-179	-180	应收账款周转天数	24.2	26.1	25.1	26.0	26.0	26.0
投资	31	0	-28	-1	0	0	存货周转天数	115.4	117.3	122.5	116.0	116.0	116.0
其他	0	0	0	40	40	40	应付账款周转天数	106.3	117.9	150.4	118.0	118.0	118.0
投资活动现金净流	-87	-206	-306	-33	-139	-140	固定资产周转天数	45.7	32.2	69.3	48.5	33.7	23.5
股权募资	0	0	61	0	-243	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	10	0	1,000	净负债/股东权益	-62.71%	-64.52%	-73.41%	-68.31%	-69.84%	-73.27%
其他	-77	-128	-162	86	-106	-151	EBIT 利息保障倍数	-11.5	-14.0	-13.5	-129.7	-160.8	59.4
筹资活动现金净流	-77	-128	-100	96	-349	849	资产负债率	27.15%	31.30%	36.92%	29.17%	30.04%	36.02%
现金净流量	158	324	718	555	754	2,318							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-26	买入	29.65	38.10~40.30
2	2014-09-10	买入	30.18	N/A
3	2014-10-24	买入	31.27	N/A
4	2015-09-02	买入	33.75	41.60~44.80
5	2015-12-25	买入	43.49	N/A

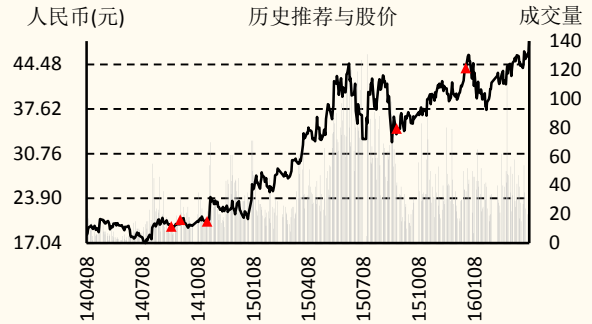
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD