

老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

蔡益润

分析师 SAC 执业编号: S1130513080013
(8621)60230249
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

股权激励草案提出高速增长要求, 彰显公司信心

事件

老板电器公布首期限制性股权激励计划(草案)。

评论

本次股权激励方案概述:

- **授予数量:** 本次拟授予限制性股票 450 万股, 占总股本的 1.41%, 其中首次授予 407 万股, 预留 43 万股, 占本次授予限制性股票总量的 9.6%。预留部分将在本计划首次授予日期一年内授予。
- **授予价格:** 15.16 元。
- **解锁期限:** 激励对象自获授限制性股票之日起 12 个月内不得转让。满 12 个月后, 激励对象可在未来 36 个月内分三次解锁。激励对象可在锁定期满后的第一年、第二年、第三年分别解锁获授股票总数的 30%、40% 和 30%。预留股票同样可在授予日起满 12 个月后的第一、第二和第三年分别解锁, 比例同样为 30%、40% 和 30%。
- **激励对象:** 公司董事、中高层管理人员以及核心业务(技术)人员, 合计 87 人。详细名单请见图表 1。
- **解锁业绩条件:** 对于首次授予的限制性股票, 解锁业绩条件为: 1) 以 2013 年净利润为固定基数, 2014-2016 年净利润增长率不低于 30%、65%、110% (即以按照最低要求计算, 2014-2016 年净利润增速分别不低于 30%、27%、27%); 2) 2014-2016 年净资产收益率不低于 20%; 3) 锁定期内归母净利润和扣非后归母净利润不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。对于预留授予的限制性股票, 解锁业绩条件为: 1) 以 2013 年净利润为固定基数, 2015-2017 年公司净利润增长率不低于 65%、110% 和 160% (即按照最低要求, 2017 年净利润增速不低于 24%); 2) 2015-2017 年净资产收益率不低于 20%; 3) 第三条同首次授予股票。
- **会计成本估算:** 假设公司在 2015 年 2 月初授予限制性股票, 当时价格设为 30.18 元, 则应确认成本 3021 万元, 2015-2018 年各期摊销费用为 1511、1057、403 和 50 万元, 占 2013 年净利润的比例为 4%、3%、1% 和 0.1%, 对业绩影响有限。

本次股权激励解锁业绩条件要求很高, 反映公司的信心充足: 按照最低要求计算, 本次股权激励条件要求公司在 2014-2017 年业绩复合增速为 27%, 要求很高。我们在前期报告《抓住城镇化机遇, 深耕三四级市场》中已指出, 公司积极投放产能、主动调整渠道体系反映了对行业和自身发展前景的信心, 而本次股权激励的高要求更强化这一点, 反映了公司看好“城镇化”所带来的行业发展空间, 也反映公司对自身增长充满信心。同时, 业绩要求也将激发管理层积极做好业务的决心。

看好公司成长空间, 期待渠道体系调整的效果: 中怡康数据显示, 2014 年 1-7 月老板油烟机的累计零售额份额为 24.2%, 燃气灶的累计零售量份额为 21.4%, 公司在二三级市场的份额仍有提升空间; 同时公司在三四级市场的份额较低, 未来将通过渠道体系调整开发三四级市场。我们对公司渠道调整的前景持较为乐观的态度, 原因包括: 1) 三四线城市的高端市场存在, 且城镇化有望释放农村消费力, 2) 原代理商仍保有中心区域, 短期冲击小, 长期可分享外围市场成长收益, 3) 公司产品销售良好、渠道利润丰厚, 增强总部的议价能力, 4) 公司主管营销的副总裁经验丰富, 应可协调各方利益。详细分析请见公司报告《抓住城镇化机遇, 深耕三四级市场》。

投资建议

维持前期盈利预测: 预计 2014-2016 年公司收入为 36、48、63 亿元, 同比增长 36%、33%、31%, 净利润为 5.4、7.2 和 9.4 亿元, 增速为 40%、33% 和 31%。假设 2015 年授予限制性股票, 则摊薄后 EPS 为 1.69、2.21、2.90 元。我们在 8 月 25 日发布的公司报告中将老板电器评级从增持上调为买入, 从成长性佳、品牌优势强、盈利能力强的角度认为公司的估值应可维持 15-20 倍, 考虑估值切换空间, 给予 17-18×15PE, 对应目标价 37.6-39.8 元, 维持买入评级。

图表1: 老板电器首次限制性股权激励对象名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
任富佳	副董事长、总经理	35	7.8%	0.11%
赵继宏	董事、副总经理	35	7.8%	0.11%
任罗忠	董事、副总经理	35	7.8%	0.11%
王刚	董事会秘书、副总经理	35	7.8%	0.11%
沈国良	董事	25	5.6%	0.08%
何亚东	董事	25	5.6%	0.08%
张国富	财务总监	25	5.6%	0.08%
中层管理人员、核心业务(技术)人员(80人)		192	42.7%	0.60%
预留限制性股票		43	9.6%	0.13%
合计(87人)		450	100%	1.41%

来源: 公司报告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

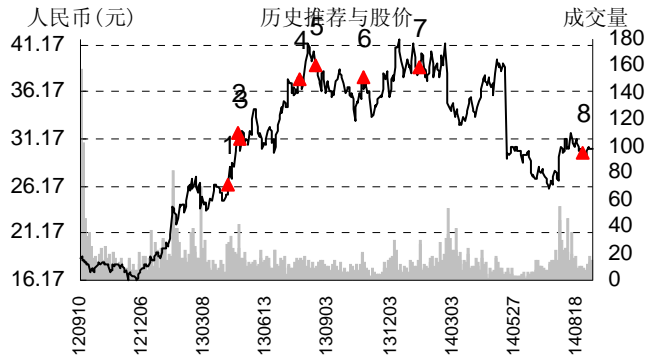
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,534	1,963	2,654	3,612	4,801	6,280	货币资金	1,023	1,120	1,280	1,498	1,615	2,091
增长率	28.0%	35.2%	36.1%	32.9%	30.8%		应收款项	308	464	596	804	1,089	1,492
主营业务成本	-729	-911	-1,209	-1,596	-2,138	-2,805	存货	291	316	449	490	679	938
%销售收入	47.5%	46.4%	45.6%	44.2%	44.5%	44.7%	其他流动资产	9	41	16	21	28	36
毛利	805	1,052	1,445	2,016	2,663	3,475	流动资产	1,631	1,940	2,340	2,813	3,411	4,556
%销售收入	52.5%	53.6%	54.4%	55.8%	55.5%	55.3%	%总资产	85.0%	83.2%	83.5%	79.4%	74.3%	77.7%
营业税金及附加	-15	-22	-28	-36	-48	-63	长期投资	1	1	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	248	347	364	630	1,077	1,197
营业费用	-488	-599	-798	-1,145	-1,498	-1,947	%总资产	12.9%	14.9%	13.0%	17.8%	23.4%	20.4%
%销售收入	31.8%	30.5%	30.1%	31.7%	31.2%	31.0%	无形资产	38	42	94	98	104	109
管理费用	-113	-162	-210	-260	-336	-427	非流动资产	288	392	462	731	1,183	1,308
%销售收入	7.4%	8.3%	7.9%	7.2%	7.0%	6.8%	%总资产	15.0%	16.8%	16.5%	20.6%	25.7%	22.3%
息税前利润 (EBIT)	188	269	408	575	781	1,039	资产总计	1,919	2,332	2,803	3,544	4,594	5,864
%销售收入	12.3%	13.7%	15.4%	15.9%	16.3%	16.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	24	29	36	37	44	52	应付款项	374	541	696	883	1,162	1,507
%销售收入	-1.6%	-1.5%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	其他流动负债	35	50	65	128	155	188
资产减值损失	-3	-1	-4	0	-3	-6	流动负债	409	591	761	1,011	1,318	1,695
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
息前利润	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	409	591	761	1,011	1,318	1,696
营业利润	210	297	440	612	822	1,084	普通股股东权益	1,510	1,727	2,036	2,535	3,284	4,182
营业利润率	13.7%	15.1%	16.6%	16.9%	17.1%	17.3%	少数股东权益	0	14	6	-2	-8	-13
营业外收支	8	10	4	15	15	15	负债股东权益合计	1,919	2,332	2,803	3,544	4,594	5,864
税前利润	218	307	444	627	837	1,099	比率分析						
利润率	14.2%	15.7%	16.7%	17.3%	17.4%	17.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-31	-45	-66	-94	-125	-165	每股指标						
所得税率	14.1%	14.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.558	1.675	1.506	1.689	2.241	2.936
净利润	187	262	378	533	711	934	每股净资产	5.899	6.746	7.952	7.921	10.121	12.887
少数股东损益	0	-6	-8	-8	-6	-5	每股经营现金净流	0.535	1.266	1.261	1.603	1.779	2.195
归属于母公司的净利润	187	268	386	541	717	939	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	12.2%	13.7%	14.5%	15.0%	14.9%	15.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.38%	15.52%	18.94%	21.33%	21.83%	22.47%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	9.74%	11.49%	13.76%	15.25%	15.61%	16.02%
净利润	187	262	378	533	711	934	投入资本收益率	10.72%	13.19%	17.02%	19.29%	20.26%	21.17%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	26	40	39	60	91	主营业务收入增长率	24.54%	27.96%	35.21%	36.12%	32.90%	30.82%
非经营收益	0	-1	2	-14	-15	-15	EBIT增长率	26.36%	42.69%	51.85%	40.85%	35.83%	32.99%
营运资金变动	-64	36	-96	-45	-179	-298	净利润增长率	39.19%	43.34%	43.87%	40.17%	32.65%	31.02%
经营活动现金净流	137	324	323	513	577	712	总资产增长率	13.95%	21.51%	20.17%	26.45%	29.63%	27.65%
资本开支	-141	-166	-119	-294	-494	-195	资产管理能力						
投资	0	-30	31	-1	0	0	应收账款周转天数	26.8	26.4	25.5	26.5	28.0	32.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	134.6	121.7	115.4	112.0	116.0	122.0
投资活动现金净流	-141	-196	-87	-295	-494	-195	应付账款周转天数	83.0	99.6	106.3	105.0	103.0	101.0
股权募资	0	0	0	0	75	0	固定资产周转天数	29.3	64.5	45.7	40.1	56.6	61.8
债权募资	0	20	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-48	-51	-77	0	-42	-42	净负债/股东权益	-67.74%	-64.32%	-62.71%	-59.16%	-49.30%	-50.15%
筹资活动现金净流	-48	-32	-77	0	33	-41	EBIT利息保障倍数	-7.9	-9.1	-11.5	-15.7	-17.8	-19.9
现金净流量	-52	97	158	218	117	476	资产负债率	21.33%	25.36%	27.15%	28.54%	28.68%	28.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-04-11	买入	26.29	32.94 ~ 34.77
2	2013-04-24	买入	31.81	34.77 ~ 36.60
3	2013-04-25	增持	31.12	34.77 ~ 36.60
4	2013-07-26	增持	37.51	N/A
5	2013-08-15	增持	38.98	40.50 ~ 40.50
6	2013-10-28	增持	37.80	N/A
7	2014-01-10	增持	38.69	N/A
8	2014-08-26	买入	29.60	38.10 ~ 40.30

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

特别声明:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD