2014 年 10 月 28 日

许椰惜
C0064@capital.com.tw

目标价(元) 40.00

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2014/10/27)	31.20
深证成指(2014/10/27)	7829.33
股价 12 个月高/低	41.8/25.79
总发行股数(百万)	320.00
A 股数(百万)	311.75
A 市值(亿元)	99.84
主要股东	杭州老板实业集团有限公司(50.38%)
每股净值(元)	7.04
股价/账面净值	4.43

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.4	3.5	8.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

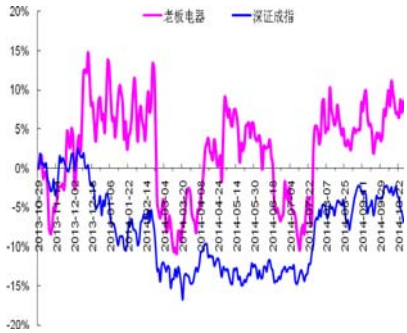
产品组合

油烟机	60.3%
燃气灶	29.9%
消毒柜	7.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	24.1%
一般法人	56.8%

股价相对大盘走势



老板电器(002508.SZ) Buy 买入

三季报点评：业绩保持高增，渠道改革促下沉

结论与建议：

事件：老板电器发布三季报，前三季度归属于母公司净利润3.46亿元，YOY+47.23%。单季度来看，公司3Q实现净利润1.28亿元，同比增长42.00%。公司同时预告了2014年全年业绩同比增长30%-50%。

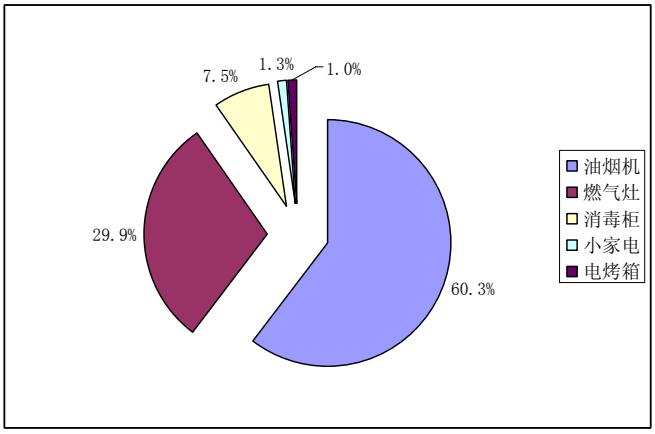
公司正积极推动管道变革，且在厨电智能化上居于领先地位，我们预计公司14、15年实现净利润5.30亿元（YOY+37.39%）、7.26亿元（YOY+37.10%），EPS为1.70、2.33元，当前股价对应14、15年动态PE分别为18X、13X，公司近期公布股权激励草案，彰显了公司未来业绩增长的信心，我们维持“买入”建议。

- 前三季度业绩保持高增长：公司 1-3Q 实现收入 24.93 亿元，同比增长 36.74%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.46 亿元，同比增长 47.23%。公司业绩高速增长，主要原因为市场需求增长，产品销量增长所致。分季度来看，公司 3Q 实现净利润 1.28 亿元，同比增长 42.00%。公司同时预告了 2014 年全年实现净利润 5.0-5.8 亿元，同比增长 30%-50%。
- 产品份额行业领先，增长势头十足：作为生产高端化厨电产品的寡头企业，公司的主力产品油烟机和燃气灶的零售量、零售额市场份额一直领先行业。根据中怡康的资料，今年 8 月份，老板油烟机零售量、零售额的市场份额分别为 13.55%、21.35%，燃气灶零售量、零售额的市场份额分别为 11.52%、18.47%，均位于行业第一二。2014 年 1-8 月份国内品牌油烟机、燃气灶、消毒柜的零售量增速分别为-0.63%、-0.54%和-3.73%，零售额增速分别为 11.34%、7.28%和-11.61%，在这样的行业增速下，公司前三季度营收仍能实现近 40%的增长，足见其增长潜力。
- 毛利率持续提升：14 年 1-3Q 公司销售毛利率为 55.92%，同比上升 1.61 个百分点，主要是由于公司成本得到较好的控制，以及产品结构持续改善，高毛利率的电商收入占比提升。期间费用率为 39.20%，同比上涨 0.69 个百分点。单季度来看，3Q 的销售毛利率为 55.75%，同比上升 0.75 个百分点，期间费用率为 38.24%，同比下降 0.96 个百分点。
- 强化优势管道，加快管道下沉：公司进行管道改革，引入二级代理商成立公司，一级代理商可持股（持股比例不超过 49%），目标 2-3 年内在全国范围内将 62 个地区代理公司发展为 200-300 公司。这将激发代理商的积极性，加快管道下沉，加大对三四级城市的覆盖面。我们认为厨电行业在三四级市场上有广阔的成长空间，凭借品牌效应，加之管道改革，这将使公司的市场份额不断提升。
- 盈利预测与投资建议：公司正积极推动管道变革，且在厨电智慧化上居于领先地位，我们预计公司 14、15 年实现净利润 5.30 亿元(YOY+37.39%)、7.26 亿元（YOY+37.10%），EPS 为 1.70、2.33 元，当前股价对应 14、15 年动态 PE 分别为 18X、13X，公司近期公布股权激励草案，彰显了公司未来业绩增长的信心，我们维持“买入”建议。

.....接续下页.....

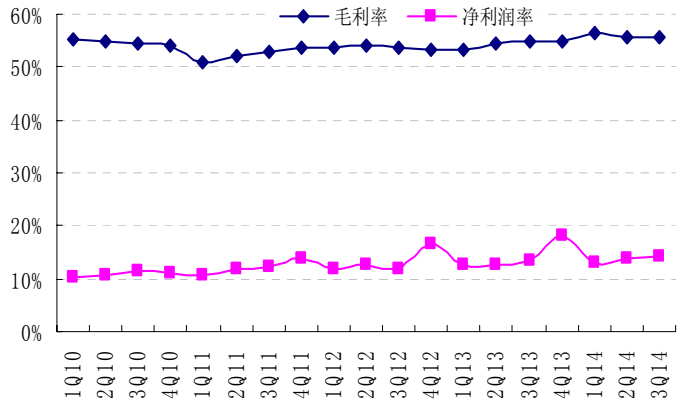
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	187	268	386	530	726
同比增减	%	39.19	43.34	43.87	37.39	37.10
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.60	0.86	1.24	1.70	2.33
同比增减	%	39.19	43.34	43.87	37.39	37.10
市盈率(P/E)	X	52.02	36.29	25.22	18.36	13.39
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.30	0.50	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	0.64	0.96	1.60	1.60	1.60

图 1、公司各产品收入占比



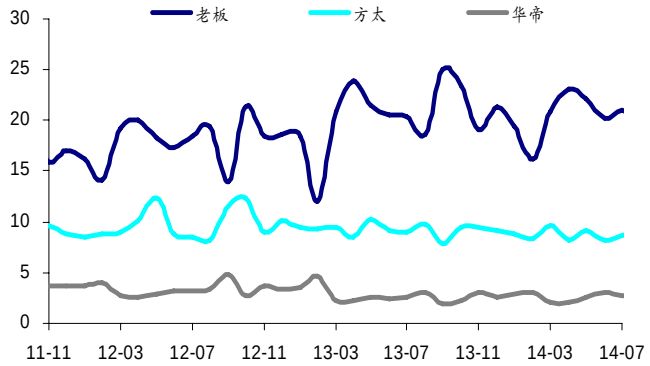
资料来源：Wind，群益证券

图 2、毛利率、净利润率



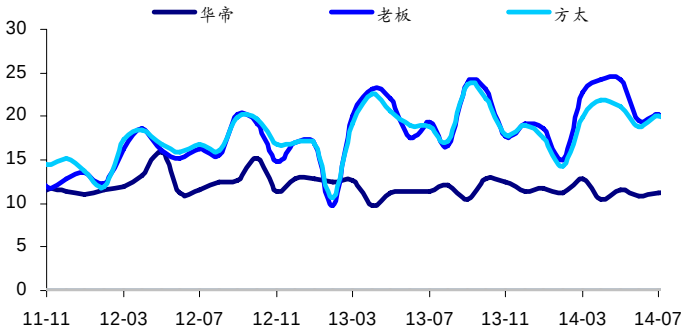
资料来源：Wind，群益证券

图 3、油烟机零售额份额（%）



资料来源：中怡康，群益证券

图 4、燃气灶零售额份额（%）



资料来源：中怡康，群益证券

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	1534	1963	2654	3566	5062
经营成本	729	911	1209	1549	2135
营业税金及附加	15	22	28	39	55
销售费用	488	599	798	1113	1591
管理费用	113	162	210	281	395
财务费用	-24	-29	-36	-48	-69
资产减值损失	3	1	4	4	5
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	210	297	440	628	950
营业外收入	8	12	7	19	8
营业外支出	0	2	3	1	0
利润总额	218	307	444	646	958
所得税	31	45	66	123	239
少数股东损益	0	-6	-8	-7	-8
归属于母公司所有者的净利润	187	268	386	530	726

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1023	1120	1280	1455	1645
应收账款	128	141	210	305	442
存货	291	316	449	637	905
流动资产合计	1631	1940	2340	2797	3392
长期股权投资	1	1	0	0	0
固定资产	123	347	332	319	306
在建工程	124	0	32	22	16
非流动资产合计	288	392	462	546	644
资产总计	1919	2332	2803	3343	4036
流动负债合计	409	591	761	989	1286
非流动负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	409	591	761	989	1286
少数股东权益	0	14	6	6	6
股东权益合计	1510	1727	2036	2348	2744
负债及股东权益合计	1919	2332	2803	3343	4036

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	137	324	323	330	335
投资活动产生的现金流量净额	-142	-196	-87	-80	-75
筹资活动产生的现金流量净额	-48	-32	-77	-75	-70
现金及现金等价物净增加额	**-54**	**97**	**158**	**175**	**190**