

2015年2月13日

許椰惜

C0064@capital.com.tw

目標價(元)

50.00

老闆電器(002508.SZ)

Buy 買入

業績快報：全年業績靚麗，看好未來發展

結論與建議：

公司發佈業績快報，2014年度公司實現營業收入35.91億元，同比增長35.3%，實現淨利潤5.76億元，同比增長49.24%。單季度來看，4Q公司實現淨利潤2.29億元，同比增長52.0%。公司業績高速增長主要是得益於各主力產品市占率不斷提升，且原材料價格低行。

我們預計公司2015年、2016年實現淨利潤8.33億元（YOY+44.64%）、11.39億元（YOY+36.77%），公司首次股權激勵限制性股票授予完成，按新股本32405萬股攤薄計算，EPS為2.57、3.51元，當前股價對應14、15年動態PE分別為15X、11X，我們維持“買入”建議，目標價50.00RMB（對應16年14PE）。

公司基本資訊

產業別	家用電器		
A 股價(2015/2/12)	39.80		
深證成指(2015/2/12)	11302.73		
股價 12 個月高/低	42.21/25.79		
總發行股數(百萬)	320.00		
A 股數(百萬)	314.38		
A 市值(億元)	127.36		
主要股東	杭州老闆實業集團有限公司 (50.38%)		
每股淨值(元)	7.23		
股價/賬面淨值	5.50		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-0.3	19.9	22.1

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

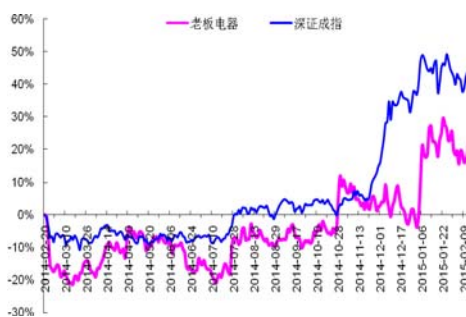
產品組合

油煙機	60.3%
燃氣灶	29.9%
消毒櫃	7.5%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	24.1%
一般法人	56.8%

股價相對大盤走勢



■ **業績保持高增：**公司 2014 年度實現營業收入 35.91 億元，同比增長 35.3%，實現淨利潤 5.76 億元，同比增長 49.24%。單季度來看，4Q 公司實現淨利潤 2.29 億元，同比增長 52.0%。雖然去年廚電行業整體稍顯低迷，根據中怡康的統計，截至 12 月底，油煙機、燃氣灶、消毒櫃銷售額的增長率分別為 4.95%、0.59%、-4.84%，但公司憑藉其高端定位與行業領先優勢持續保持快速增長。

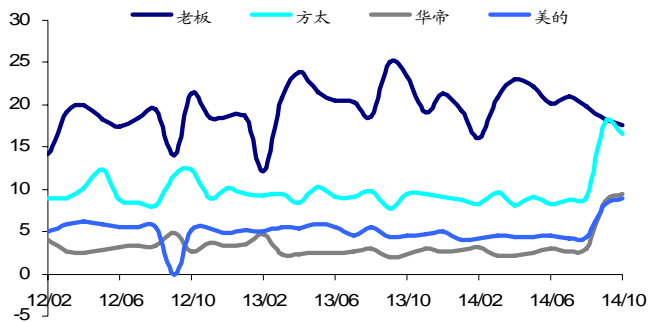
■ **產品份額行業領先：**公司持續加大市場開拓與品牌宣傳力度，市場佔有率進一步提升。截止 2014 年 12 月底，公司主力產品吸油煙機、燃氣灶銷售量的市場佔有率分別為 16.19%、13.71%，同比提升 0.65、0.68 個百分點；銷售額的市場佔有率分別為 24.15%、21.37%，同比提升 1.46、1.32 個百分點；均位列行業第一。消毒櫃銷售額的佔有率為 18.28%，首次位列行業第一。

■ **原材料價格低行，毛利率提升：**報告期內主要原材料一直處於低位運行，作為主要原材料的鋼材，自去年年初至年底，價格下降了近 13%。同時，公司推出多款高毛利率適銷產品，加上電商等高毛利率管道的快速增長，推動整體毛利率進一步提升。根據去年年底的數據，公司線下零售增長 30%，其中 KA 增長 20-25%，專賣店增長 35-40%，網購增長 70%。我們估算全年毛利率為 56.5%，比去年提升了 2 個百分點左右。

■ **盈利預測與投資建議：**目前房地產政策放鬆，住宅商品房銷量有所改善，而公司產品銷售與房屋銷售密切相關，除一線城市有更新需求外，80% 的銷售來自新房。我們預計公司 2015 年、2016 年實現淨利潤 8.16 億元（YOY+41.83%）、11.27 億元（YOY+38.00%），公司首次股權激勵限制性股票授予完成，按新股本 32405 萬股攤薄計算，EPS 為 2.52、3.48 元，當前股價對應 14、15 年動態 PE 分別為 16X、11X，我們維持“買入”建議，目標價 50.00RMB（對應 16 年 14PE）。

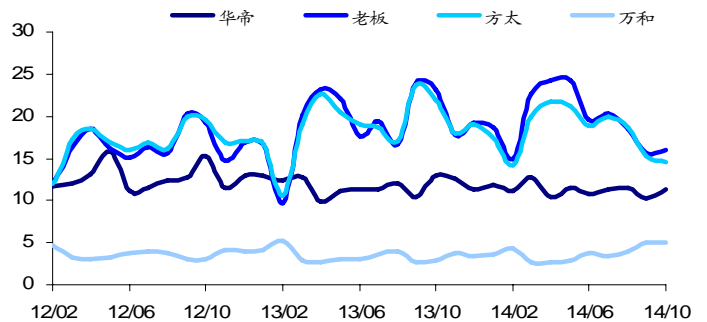
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	268	386	576	816	1127
同比增減	%	43.34	43.87	49.27	41.83	38.00
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.83	1.19	1.78	2.52	3.48
同比增減	%	43.34	43.87	49.27	41.83	38.00
市盈率(P/E)	X	48.12	33.44	22.41	15.80	11.45
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.50	0.50	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	0.75	1.26	1.26	1.26	1.26

圖 1、油煙機零售額份額 (%)



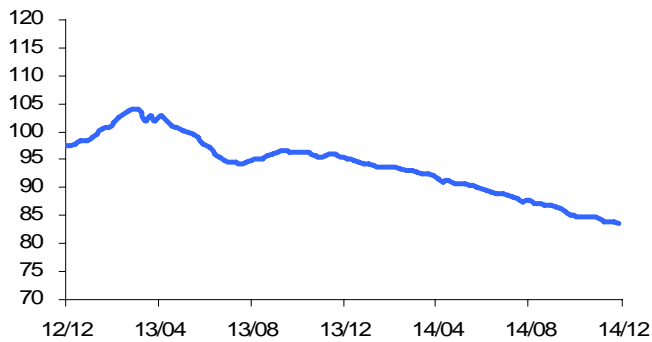
資料來源：中怡康，群益證券

圖 2、燃氣灶零售額份額 (%)



資料來源：中怡康，群益證券

圖 3、鋼價格走勢



資料來源：中怡康，群益證券

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營業收入	1963	2654	3591	5045	6870
經營成本	911	1209	1560	2145	2910
營業稅金及附加	22	28	40	55	75
銷售費用	599	798	1087	1554	2117
管理費用	162	210	285	410	547
財務費用	-29	-36	-32	-66	-90
資產減值損失	1	4	4	5	5
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	297	440	647	942	1307
營業外收入	12	7	19	8	8
營業外支出	2	3	1	0	0
利潤總額	307	444	665	950	1315
所得稅	45	66	97	141	196
少數股東損益	-6	-8	-7	-8	-8
歸屬於母公司所有者的淨利潤	268	386	576	816	1127

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
貨幣資金	1120	1280	1455	1645	1900
應收賬款	141	210	305	442	641
存貨	316	449	637	905	1285
流動資產合計	1940	2340	2797	3392	4226
長期股權投資	1	0	0	0	0
固定資產	347	332	319	306	294
在建工程	0	32	22	16	11
非流動資產合計	392	462	546	644	760
資產總計	2332	2803	3343	4036	4986
流動負債合計	591	761	989	1286	1672
非流動負債合計	0	0	0	0	0
負債合計	591	761	989	1286	1672
少數股東權益	14	6	6	6	6
股東權益合計	1727	2036	2348	2744	3308
負債及股東權益合計	2332	2803	3343	4036	4986

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
經營活動產生的現金流量淨額	324	323	330	335	400
投資活動產生的現金流量淨額	-196	-87	-80	-75	-75
籌資活動產生的現金流量淨額	-32	-77	-75	-70	-70
現金及現金等價物淨增加額	97	158	175	190	255

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。