

2015年07月23日

老板电器 (002508.SZ)

净利增长超4成，快速切入净水领域

■**市场份额稳步提升 龙头地位进一步巩固**：2015年上半年，公司“烟、灶、消”分别实现11.59、6.05、1.49亿元的收入规模，同比增速分别为24.39%、30.91%、27.61%，各品类业务增长稳健；截止2015年6月底公司“烟、灶、消”零售额份额达到24.65%、21.37%、19.07%，均保持行业第一，同比分别提升2.43、1.77、3.48 pct。2015年上半年，公司电烤箱、蒸汽炉产品分别实现收入3010万元、2491万元，同比增长85.56%、89.63%，未来有望成为公司新的增长引擎。

■**发挥品牌高端优势 原材料价格下降助毛利率上行**：1) 从2015上半年看，公司毛利率、净利率达到57.40%、14.88%，同比提高1.38pct、1.51pct；油烟机、消毒柜毛利率为60.52%、49.46%，同比提升3.68、1.43pct，燃气灶同比下降0.66pct为57.76%；销售、管理、财务费用率为33.56%、6.59%、-1.09%，同比下降0.23、0.31、0.14pct。3) 2015Q2单季毛利率、净利率为58.06%、15.43%，同比上升2.29、1.72pct；销售、管理、财务费用率为34.30%、6.03%、-1.37%，整体稳定。

■**存货、应收周转有所下降 经营现金流表现优异**：1) 2015H1期末现金、存货、应收票据、应收账款为18.28、5.89、5.48、3.17亿元，同比上升22.57%、28.70%、6.98%、27.77%；应付和预收账款均为4.67亿元，同比上升28.61%和28.55%；其他应付款为3.88亿元，比2015Q1期末增加1.43亿元，同比增加0.61亿元，显示出稳健扎实的业绩报表质量；2) 2015H1存货和应收账款周转天数为118.25、17.39天，同比增加2.27天和1.59天，周转效率有所下降。3) 2015Q2销售商品、提供劳务收到现金13.55亿元，经营净现金流入4.76亿元，对比单季12.12亿元收入，表现优异。2015H1投资现金流量净额-1.37亿元，用于投建“年产270万台厨房电器生产建设项目”，公司在产能扩张上蓄力充分。

■**渠道改革成效显现 成收入增长新动力**：1) 实施“千人合伙人计划”，代理公司本部事业合伙人和三四级市场的激励分享模式，全国代理商数量已经增加至77家。2) 加速三四级市场渠道下沉，加快专卖店建设，上半年新增专卖店218家，大幅拓展销售区域。3) 在电商渠道，一方面与京东、天猫等平台开展合作，另一方面自建电商平台，2015H1电商渠道同比增长70%。

■**投资建议**：2015年下半年，行业景气度有望提升，公司在三四线渠道上将持续发力，产品市占率仍有提升空间。预计2015-2017年公司EPS为1.69、2.20、2.90元；净利润增速分别为40.8%、30.5%、31.9%。维持买入-A评级，6个月目标价45.63元，对应于2015年27倍PE。

■**投资建议**：房地产市场、原材料价格波动风险；渠道下沉不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,653.8	3,588.9	4,739.0	6,182.7	8,114.3
净利润	385.6	574.4	806.4	1,050.6	1,387.3
每股收益(元)	0.79	1.18	2.52	3.28	4.34
每股净资产(元)	4.19	5.11	9.52	11.82	14.85

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	52.1	35.0	16.4	12.6	9.5
市净率(倍)	9.9	8.1	4.3	3.5	2.8
净利润率	14.5%	16.0%	17.0%	17.0%	17.1%
净资产收益率	18.5%	22.9%	26.1%	27.5%	29.0%
股息收益率	0.6%	0.8%	1.8%	2.4%	3.1%
ROIC	58.7%	67.9%	84.6%	75.9%	89.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

45.63元

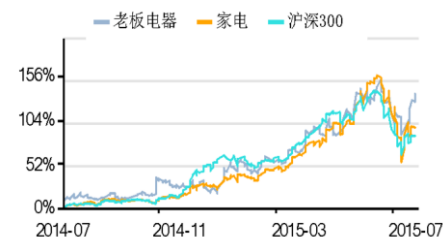
股价(2015-07-23)

42.30元

交易数据

总市值(百万元)	20,560.97
流通市值(百万元)	19,947.09
总股本(百万股)	486.08
流通股本(百万股)	471.56
12个月价格区间	26.70/58.07元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	17.20	-12.86	-36.04
绝对收益	6.02	-23.20	57.37

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030001
caiwj2@essence.com.cn
021-68766073

报告联系人

孙珊

021-68766571

sunshan@essence.com.cn

相关报告

2015H1 增长41% 业绩持续靓丽	2015-07-16
费用控制成效显著 净利润增长近4成	2015-04-24
渠道推进显成效 业务渐向油烟机净化领域延展	2015-04-10

1. 一级标题

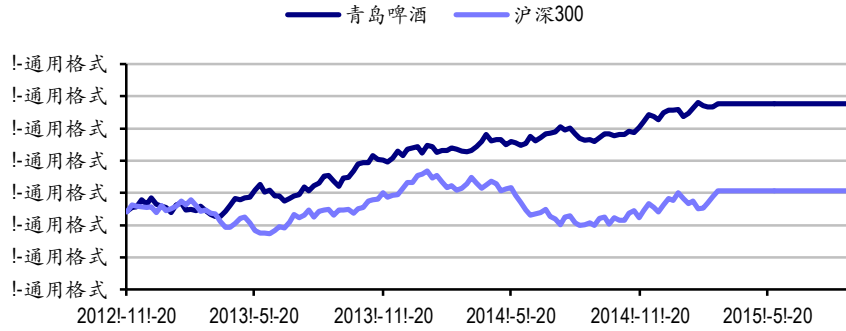
1.1. 二级标题

1.1.1. 三级标题

1.1.1.1. 四级标题

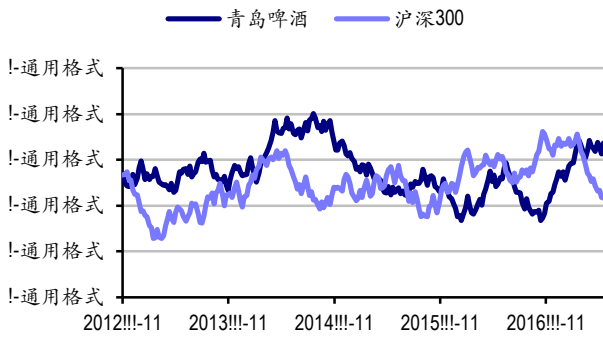
段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文

图 1:



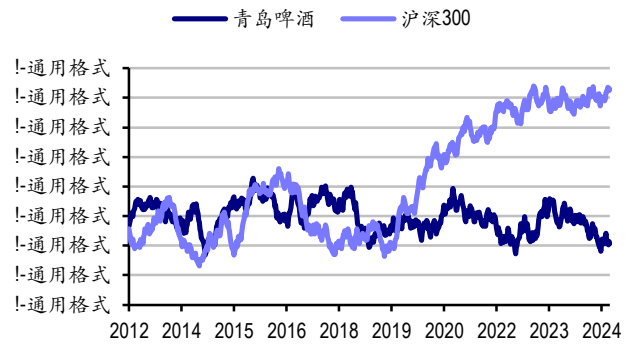
数据来源：安信证券研究中心

图 2:



数据来源：安信证券研究中心

图 3:



数据来源：安信证券研究中心

表 1:

单位	列一	列二	列三	列四	列五	列六	列七	列八	列九
行一	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
行二	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
总计	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源：安信证券研究中心

表 2:

单位	列一	列二	列三	列四	列五
行一	10%	10%	10%	10%	10%
行二	10%	10%	10%	10%	10%
总计	20%	20%	20%	20%	20%

数据来源：安信证券研究中心

段落正文，段落正文段落正文，段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文段落正文

财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,653.8	3,588.9	4,739.0	6,182.7	8,114.3	成长性					
减:营业成本	1,209.2	1,559.5	2,038.3	2,649.6	3,458.4	营业收入增长率	35.2%	35.2%	32.0%	30.5%	31.2%
营业税费	28.1	39.3	49.8	64.9	85.2	营业利润增长率	48.0%	46.4%	40.8%	31.0%	32.6%
销售费用	798.1	1,115.1	1,445.4	1,885.7	2,474.9	净利润增长率	43.9%	49.0%	40.4%	30.3%	32.1%
管理费用	210.3	267.8	353.5	461.8	606.1	EBITDA 增长率	50.2%	45.3%	42.9%	32.0%	32.5%
财务费用	-35.5	-43.2	-58.9	-71.3	-89.6	EBIT 增长率	51.0%	48.5%	41.1%	31.7%	33.1%
资产减值损失	3.9	6.9	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	50.6%	49.1%	40.6%	31.7%	33.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.8%	12.8%	46.8%	12.8%	31.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.3%	21.5%	22.1%	23.6%	25.2%
营业利润	439.7	643.6	905.9	1,186.9	1,574.3	利润率					
加:营业外净收支	3.9	20.5	22.0	22.0	22.0	毛利率	54.4%	56.5%	57.0%	57.1%	57.4%
利润总额	443.6	664.1	927.9	1,208.9	1,596.3	营业利润率	16.6%	17.9%	19.1%	19.2%	19.4%
减:所得税	65.9	96.4	137.3	178.9	236.3	净利润率	14.5%	16.0%	17.0%	17.0%	17.1%
净利润	385.6	574.4	806.4	1,050.6	1,387.3	EBITDA/营业收入	16.5%	17.8%	19.2%	19.5%	19.6%
						EBIT/营业收入	15.2%	16.7%	17.9%	18.0%	18.3%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	46	33	32	34	31
货币资金	1,280.3	1,607.3	1,758.4	2,313.2	2,806.8	流动营业资本周转天数	34	28	29	31	33
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	290	268	249	239	234
应收账款	217.5	315.0	369.5	523.6	648.5	应收账款周转天数	25	27	26	26	26
应收票据	378.0	482.6	649.5	827.5	1,110.9	存货周转天数	52	50	49	49	49
预付帐款	13.6	38.8	17.8	55.8	40.3	总资产周转天数	348	322	301	287	275
存货	448.9	553.7	748.5	944.3	1,265.2	投资资本周转天数	91	81	80	78	73
其他流动资产	2.1	0.9	1.0	1.0	1.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.5%	22.9%	26.1%	27.5%	29.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.5%	15.7%	18.4%	18.6%	19.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	58.7%	67.9%	84.6%	75.9%	89.6%
投资性房地产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	费用率					
固定资产	332.1	316.7	515.8	656.9	762.6	销售费用率	30.1%	31.1%	30.5%	30.5%	30.5%
在建工程	31.8	198.2	139.3	115.7	106.3	管理费用率	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	92.7	91.1	86.5	81.8	77.2	财务费用率	-1.3%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	36.7%	37.3%	36.7%	36.8%	36.9%
资产总额	2,802.8	3,625.8	4,306.2	5,539.7	6,838.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	27.2%	31.6%	29.6%	32.4%	31.4%
应付帐款	473.4	709.4	762.7	1,150.9	1,346.8	负债权益比	37.3%	46.1%	42.1%	47.9%	45.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.08	2.64	2.79	2.61	2.74
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.49	2.15	2.20	2.08	2.15
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-11.38	-13.88	-14.38	-15.66	-16.57
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	761.1	1,144.4	1,276.1	1,794.9	2,150.0	DPS(元)	0.26	0.33	0.76	0.98	1.30
少数股东权益	6.0	-0.7	-16.6	-37.2	-64.4	分红比率	33.2%	28.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	256.0	320.0	320.0	320.0	320.0	股息收益率	0.6%	0.8%	1.8%	2.4%	3.1%
留存收益	1,779.8	2,162.2	2,726.6	3,462.0	4,433.1						
股东权益	2,041.7	2,481.4	3,030.1	3,744.8	4,688.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.79	1.18	2.52	3.28	4.34
净利润	377.6	567.7	806.4	1,050.6	1,387.3	BVPS(元)	4.19	5.11	9.52	11.82	14.85
加:折旧和摊销	36.0	38.6	64.5	87.1	108.3	PE(X)	52.1	35.0	16.4	12.6	9.5
资产减值准备	3.9	6.9	-	-	-	PB(X)	9.9	8.1	4.3	3.5	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	92.8	42.1	32.5	14.9	14.1
财务费用	-	0.1	-58.9	-71.3	-89.6	P/S	7.6	5.6	2.8	2.1	1.6
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	20.1	13.8	12.5	9.0	6.5
少数股东损益	-8.0	-6.7	-15.8	-20.6	-27.2	CAGR(%)	39.7%	33.8%	44.4%	39.7%	33.8%
营运资金的变动	-85.8	91.4	-262.0	-47.1	-358.7	PEG	1.3	1.0	0.4	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	322.8	658.7	534.1	998.8	1,020.1	ROIC/WACC	7.8	9.1	11.3	10.1	11.9
投资活动产生现金流量	-87.5	-206.5	-200.0	-200.0	-200.0	REP	1.5	1.1	0.8	0.8	0.5
融资活动产生现金流量	-76.8	-128.0	-183.0	-243.9	-326.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

蔡雯娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

