

2015年10月23日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 48.00

公司基本资讯

产业别	家用电器		
A 股价(2015/10/22)	39.10		
深证成指(2015/10/22)	11305.10		
股价 12 个月高/低	58.07/30.83		
总发行股数(百万)	486.08		
A 股数(百万)	471.56		
A 市值(亿元)	184.38		
主要股东	杭州老板实业集团有限公司 (49.75%)		
每股净值(元)	5.93		
股价/账面净值	6.59		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.3	-4.6	89.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

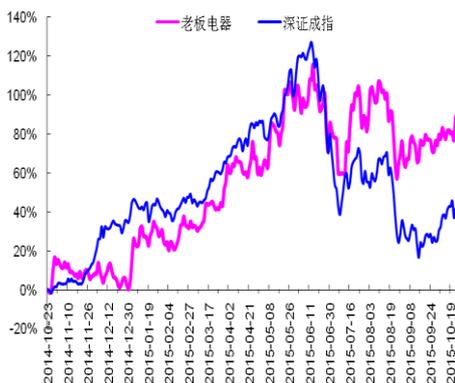
产品组合

油烟机	60.2%
燃气灶	29.5%
消毒柜	8.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.1%
一般法人	53.8%

股价相对大盘走势



老板电器(002508.SZ)

Buy 买入

渠道变革显效, 1-3Q 净利润同比增四成

结论与建议:

公司22日发布2015年三季报, 报告期内实现营业收入31.21亿元, YOY+25.18%, 实现净利润4.88亿元, YOY+41.11%。单季度来看, 3Q实现净利润1.82亿元, YOY+41.4%, 符合预期。

公司作为国内厨电行业的龙头, 凭借高端定位以及市场领先优势, 持续保持快速增长。我们预计公司2015、2016年实现净利润7.65亿(YOY+33.19%)、9.94亿(YOY+29.96%), EPS为1.57、2.05元, 当前股价对应15、16年动态PE分别为25X、19X, 维持“买入”建议, 目标价48.00(16年 24PE)。

- **1-3Q 净利同比增 41.11%:** 公司销售规模扩大, 业绩持续保持高速增长。1-3Q 实现营业收入 31.21 亿元, YOY+25.18%, 实现净利润 4.88 亿元, YOY+41.11%。3Q 营收增速有所放缓, 同比增 20.79%, 同比降 12 个 pct, 环比降 6 个 pct, 主要是受到整个市场环境的影响。公司预计明后两年仍能维持至少 25% 的增速。公司同时公布了对 2015 年全年经营业绩的预计, 预计实现归属于上市公司股东的净利润 6.89 亿~8.04 亿, 同比增长 20%~40%。
- **毛利率同比提升, 费用率持平:** 毛利率方面, 1-3Q 公司整体毛利率为 58.29%, 同比提升 2.37 个 pct。主要是由于原材料一直处于低位运行, 且高毛利率新品占比提高以及电商等高毛利率渠道的快速增长。费用率方面, 三项费用率与去年同期基本持平, 为 39.2%。
- **渠道改革初显成效:** 公司积极推动渠道改革, 对地区代理公司进行拆分, 引入二级代理商, 加快渠道下沉, 加大对三四级城市的覆盖面。目前改革已初见成效, 二三线城市增长强劲, 而一线城市以更新需求为主, 增长放缓。
- **高毛利电商增长, 占比提升:** 电商目前的销售占比为 25%~30%, 预计明年将超过 30%。由于电商的毛利率较高, 约为 70%~75%, 电商的增长将提高公司的盈利能力。目前公司直营电商占比不超过 5%, 天猫、苏宁易购、淘宝、京东的占比合计超过 90%。
- **盈利预测与投资建议:** 厨电行业目前约 2000 万台的存量, 相比大家电 5000 万的存量还有很大的距离, 随着城镇化的推进, 未来还有很大的增长空间。我们预计公司 2015 年、2016 年实现净利润 7.65 亿元(YOY+33.19%)、9.94 亿元(YOY+29.96%), EPS 为 1.57、2.05 元, 当前股价对应 15、16 年动态 PE 分别为 25X、19X, 维持“买入”建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	268	386	574	765	994
同比增减	%	43.34	43.87	48.95	33.19	29.96
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.55	0.79	1.18	1.57	2.05
同比增减	%	43.34	43.87	48.95	33.19	29.96
市盈率(P/E)	X	70.91	49.28	33.09	24.84	19.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.50	0.50	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	0.77	1.28	1.28	1.28	1.28

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	1963	2654	3589	4478	5668
经营成本	911	1209	1560	1842	2342
营业税金及附加	22	28	39	47	62
销售费用	599	798	1115	1428	1749
管理费用	162	210	268	352	451
财务费用	-29	-36	-43	-75	-88
资产减值损失	1	4	7	0	5
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	297	440	644	883	1148
营业外收入	12	7	23	11	8
营业外支出	2	3	3	2	0
利润总额	307	444	664	893	1156
所得税	45	66	96	132	170
少数股东损益	-6	-8	-7	-4	-8
归属于母公司所有者的净利润	268	386	574	765	994

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	1120	1280	1607	1957	2387
应收账款	141	210	304	441	639
存货	316	449	554	786	1117
流动资产合计	1940	2340	2998	3584	4543
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	347	332	317	304	292
在建工程	0	32	198	139	97
非流动资产合计	392	462	627	740	874
资产总计	2332	2803	3626	4325	5417
流动负债合计	591	761	1135	1475	1918
非流动负债合计	0	0	10	10	10
负债合计	591	761	1144	1485	1927
少数股东权益	14	6	-1	-1	-1
股东权益合计	1727	2036	2482	2841	3490
负债及股东权益合计	2332	2803	3626	4325	5417

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	324	323	659	700	700
投资活动产生的现金流量净额	-196	-87	-206	-250	-200
筹资活动产生的现金流量净额	-32	-77	-128	-100	-70
现金及现金等价物净增加额	97	158	324	350	430

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。