



## 代理商与核心团队持股计划落地, 公司发展可期

- **事件:** 截至2015年12月24日, 公司代理商持股计划对应产品“南华老板电器代理商持股1期资产管理计划”和核心管理团队持股计划对应产品“南华老板电器管理团队持股1期资产管理计划”通过二级市场购买的方式完成股票购买, 购买价格分别为40.78元/股和40.80元/股, 购买数量分别为728.1万股和117.2万股。两项计划所购买股票的锁定期为自公告日起12个月。
- **代理商持股计划落地, 加速渠道变革。** 自2014年起, 公司积极推进渠道变革, 通过拆分代理商来实现渠道下沉。代理商持股计划一定程度缓和了代理商拆分带来的矛盾, 实现了公司与代理商间的利益捆绑, 也增强了代理商加速推进渠道下沉的动力, 进一步增强终端销售的主动性。
- **核心团队持股计划落地, 调动管理层积极性:** 核心管理团队持股计划的参与对象包括任富佳、赵继宏、任罗忠、王刚等12位公司董事、监事、高级管理人员。我们认为, 在2012年底, 公司管理权与经营权有效分离之后, 核心管理团队持股实现了管理团队与公司利益的进一步捆绑, 有利于提升管理层的工作动力与工作效率, 保证了公司战略的执行力度, 为公司未来收入与业绩的提升提供信心。
- **2016年公司营收利润增长可期:** 厨电市场依旧广阔, 公司产品定位符合行业高端化趋势, 营收利润持续增长可期; 电商渠道继续推进, 公司渠道结构优化, 盈利能力持续提升; 加速拆分进度, 实现渠道下沉, 开拓三线市场走在行业前列。
- **业绩预测与估值:** 我们预计公司2015/2016/2017年EPS分别为1.65/2.15/2.81元。2015年12月30日收盘价对应动态PE为28倍、21倍和16倍。参考可比上市公司均值, 考虑公司作为行业龙头以及契合市场发展趋势的品牌定位, 我们认为给予公司2016年26倍PE合理, 对应目标价格为55.9元, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 房地产行业波动风险: 商品住宅房销量下降造成厨电销量不及预期; 竞争对手价格战风险: 主要竞争对手降低价格销售, 公司或难以维持较高毛利率。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3588.94	4597.05	5835.38	7339.35
增长率	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
归属母公司净利润(百万元)	574.40	802.64	1045.58	1364.97
增长率	48.95%	39.73%	30.27%	30.55%
每股收益EPS(元)	1.18	1.65	2.15	2.81
净资产收益率ROE	22.88%	24.53%	25.92%	27.06%
PE	39	28	21	16
PB	8.99	6.85	5.53	4.41

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

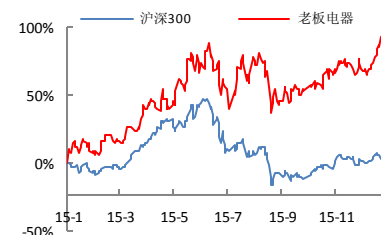
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



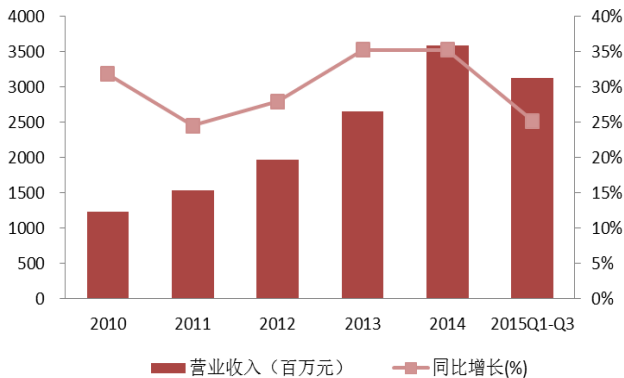
数据来源: 西南证券

### 基础数据

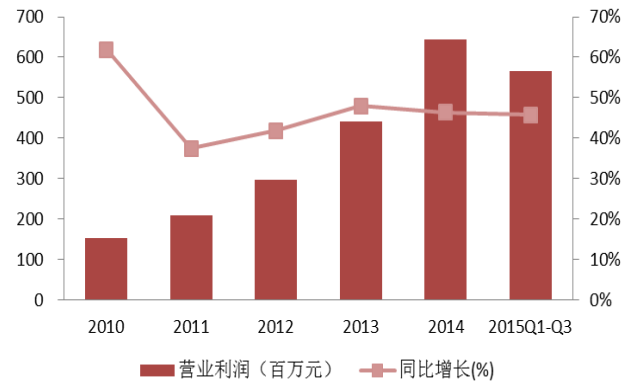
总股本(亿股)	4.86
流通A股(亿股)	4.72
52周内股价区间(元)	21.68-47.19
总市值(亿元)	218.49
总资产(亿元)	45.53
每股净资产(元)	5.93

### 相关研究

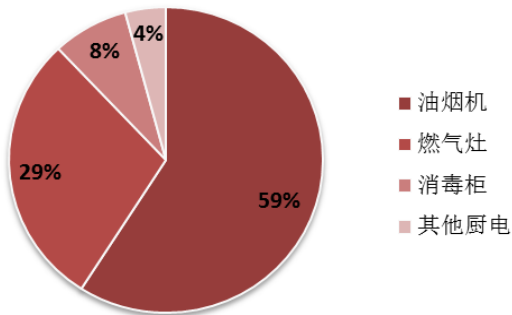
1. 老板电器 (002508): 模式创新促发展, 布局全面定未来 (2015-12-31)

**图 1: 2010 年以来公司营业收入及增速**


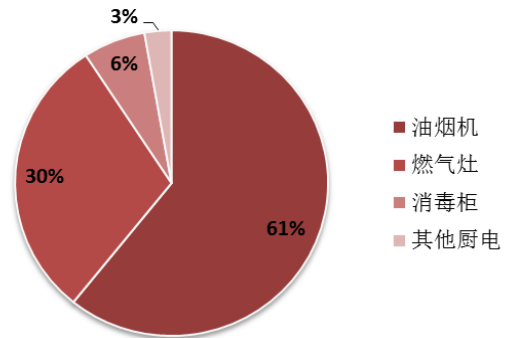
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 2: 2010 年以来公司净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 3: 2014 年公司主营业务收入构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 2014 年公司主营业务毛利润构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 1: 公司营业收入增长预测**

单位 (百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	营业收入	3,588.94	4,597.05	5,835.38	7,339.35
	yoy	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
	营业成本	1,559.53	1,922.67	2,428.69	3,027.42
	毛利率	56.55%	58.18%	58.38%	58.75%
抽油烟机	收入	2,087.33	2,650.91	3,340.15	4,175.19
	yoy	37.07%	27.00%	26.00%	25.00%
	成本	870.94	1,060.36	1,334.39	1,649.20
	毛利率	58.27%	60.00%	60.05%	60.50%
燃气灶	收入	1,022.28	1,328.97	1,701.08	2,143.35
	yoy	35.22%	30.00%	28.00%	26.00%
	成本	423.50	531.59	671.92	835.91
	毛利率	58.57%	60.00%	60.50%	61.00%
消毒柜	收入	276.83	354.35	450.02	567.02
	yoy	30.71%	28.00%	27.00%	26.00%

单位 (百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
	成本	147.63	182.49	229.51	286.35
	毛利率	46.67%	48.50%	49.00%	49.50%
小厨电	收入	39.38	74.44	126.54	202.46
	yoy	83.17%	89.00%	70.00%	60.00%
	成本	26.66	48.38	79.72	126.54
	毛利率	32.30%	35.00%	37.00%	37.50%
其他厨电品类	收入	163.11	188.39	217.59	251.32
	yoy	15.14%	15.50%	15.50%	15.50%
	成本	90.79	99.85	113.15	129.43
	毛利率	44.34%	47.00%	48.00%	48.50%

数据来源: 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3588.94	4597.05	5835.38	7339.35	净利润	567.69	798.64	1045.58	1367.71
营业成本	1559.53	1922.67	2436.35	3046.21	折旧与摊销	38.63	57.97	73.54	86.54
营业税金及附加	39.30	49.83	63.21	79.66	财务费用	-43.24	-44.77	-56.76	-74.25
销售费用	1115.10	1427.38	1779.79	2201.81	资产减值损失	6.87	-1.60	0.00	0.00
管理费用	267.79	317.20	396.81	491.74	经营营运资本变动	43.86	-118.89	-95.88	-114.20
财务费用	-43.24	-44.77	-56.76	-74.25	其他	44.88	1.60	0.00	0.00
资产减值损失	6.87	-1.60	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>658.70</b>	<b>692.96</b>	<b>966.48</b>	<b>1265.80</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-205.07	-212.00	-162.00	-112.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.41	-82.70	-40.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-206.48</b>	<b>-294.70</b>	<b>-202.00</b>	<b>-132.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>643.58</b>	<b>926.34</b>	<b>1215.98</b>	<b>1594.18</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.53	13.24	14.11	14.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>664.11</b>	<b>939.58</b>	<b>1230.09</b>	<b>1609.07</b>	股权融资	0.00	166.08	0.00	0.00
所得税	96.42	140.94	184.51	241.36	支付股利	-128.00	-190.66	-266.41	-347.05
净利润	567.69	798.64	1045.58	1367.71	其他	0.00	44.77	56.76	74.25
少数股东损益	-6.71	-3.99	0.00	2.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-128.00</b>	<b>20.19</b>	<b>-209.65</b>	<b>-272.80</b>
归属母公司股东净利润	574.40	802.64	1045.58	1364.97	<b>现金流量净额</b>	<b>324.14</b>	<b>418.44</b>	<b>554.83</b>	<b>860.99</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1607.28	2025.72	2580.55	3441.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	836.42	1042.56	1332.90	1675.63	销售收入增长率	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
存货	553.74	682.68	865.08	1081.62	营业利润增长率	46.37%	43.93%	31.27%	31.10%
其他流动资产	0.90	1.15	1.47	1.84	净利润增长率	50.32%	40.68%	30.92%	30.81%
长期股权投资	0.00	14.70	14.70	14.70	EBITDA 增长率	45.17%	47.04%	31.21%	30.31%
投资性房地产	0.06	0.06	0.06	0.06	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	514.90	667.63	754.79	778.96	毛利率	56.55%	58.18%	58.25%	58.49%
无形资产和开发支出	91.10	92.44	93.78	95.11	三费率	37.33%	36.98%	36.33%	35.69%
其他非流动资产	21.43	89.39	129.35	149.31	净利率	15.82%	17.37%	17.92%	18.64%
<b>资产总计</b>	<b>3625.83</b>	<b>4616.33</b>	<b>5772.67</b>	<b>7238.78</b>	ROE	22.88%	24.53%	25.92%	27.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.66%	17.30%	18.11%	18.89%
应付和预收款项	1026.55	1217.78	1559.28	1962.39	ROIC	45.94%	53.57%	56.63%	63.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.80%	20.44%	21.13%	21.89%
其他负债	117.88	143.09	178.76	221.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1144.43</b>	<b>1360.87</b>	<b>1738.04</b>	<b>2183.49</b>	总资产周转率	1.12	1.12	1.12	1.13
股本	320.00	486.08	486.08	486.08	固定资产周转率	11.06	11.71	11.13	12.01
资本公积	905.31	905.31	905.31	905.31	应收账款周转率	13.96	13.62	13.75	13.61
留存收益	1256.84	1868.82	2647.99	3665.91	存货周转率	3.11	3.11	3.15	3.13
归属母公司股东权益	2482.15	3260.21	4039.37	5057.29	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.82%	—	—	—
少数股东权益	-0.75	-4.74	-4.74	-2.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2481.40</b>	<b>3255.46</b>	<b>4034.63</b>	<b>5055.28</b>	资产负债率	31.56%	29.48%	30.11%	30.16%
负债和股东权益合计	3625.83	4616.33	5772.67	7238.78	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.64	2.78	2.77	2.85
					速动比率	2.15	2.27	2.26	2.35
					股利支付率	22.28%	23.75%	25.48%	25.43%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	638.97	939.55	1232.76	1606.47	每股收益	1.18	1.65	2.15	2.81
PE	38.84	27.80	21.34	16.35	每股净资产	5.10	6.70	8.30	10.40
PB	8.99	6.85	5.53	4.41	每股经营现金	1.36	1.43	1.99	2.60
PS	6.22	4.85	3.82	3.04	每股股利	0.26	0.39	0.55	0.71
EV/EBITDA	20.44	21.50	15.90	11.65					
股息率	0.57%	0.85%	1.19%	1.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn