

房贷首付下调刺激二线需求，长期成长性坚定看好

■事件：2月2日，央行联合银监会发布通知，不实施“限购”措施的城市首套房首付比例最低可降至20%，二套房首付比例降至30%。

■直接利好刺激二线城市需求，老板电器将充分受益：从政策覆盖面来看，本次房贷比例下调将直接刺激不实施“限购”措施的二三线城市需求，而南京、杭州、苏州等二线城市经济水平相对较高，有望释放更强的购买力。老板电器品牌定位于中高端，更加契合二线城市需求。根据中怡康的数据，2015年1~11月，公司油烟机销售量和销售额整体市占率分别为16.8%和25.0%，同比继续提升0.5pct、0.7pct。从销售分布看，一线城市北上广深销售约占2成，二线城市占比3~4成，三线城市占比4~5成。公司有望凭借在二线城市较高的市占率和销售占比，在终端需求上升过程中充分受益。

■地产回暖效应逐渐传导，Q4行业景气度显著提升：进入15年4季度以来，厨电行业景气度出现明显提升，这与我们此前对于上半年地产行业景气度回暖逐渐传导到厨电行业的判断较为一致。从中怡康数据看，2015年1-10月厨卫电器市场零售额增幅为8.3%；11月~12月，油烟机、燃气灶销售额同比增长29.04%、20.27%，需求端呈现明显上升趋势。2015年以来，随着一系列宽松政策落地，地产销售回暖较为明显。根据国家统计局数据，2015年全年商品房销售面积128495万平方米，同比增长6.5%；销售额87281亿元，增长14.4%；其中40个重点城市商品房销售面积在1-11月份增长10.1%，成为拉动地产回暖的重要力量。我们认为，后续地产宽松政策仍具备想象空间，一二线城市需求有望继续提升。

■原材料价格仍在低位，长期成长性坚定看好：2015年以来，主要原材料钢、铜价格下滑明显，始终维持在低位运行，成为公司利润端增长的重要保障。价格端方面，公司中高端新品占比在持续提升，单品单价继续走高，保证了毛利率上升的弹性空间。根据中怡康的数据，前11月公司油烟机产品均价为3956元，同比增长4.55%。价格成本的剪刀差优势将在中短期内保障公司业绩实现稳定增长；从长期来看，厨电产品在二三线市场保有量仍有较大的提升潜力，我们坚定看好公司将持续受益。

■投资建议：随着地产回暖效应逐渐向厨电行业传导，厨电行业景气度上升明显，房贷比例下调将直接刺激二线城市需求。此外，公司在二三线市场和电商渠道持续发力，未来产品市占率仍有继续提升空间。我们预计2015-2017年公司营业收入将达45.6、57.5、72.4亿元；公司净利润将达8.31、10.84、14.29亿元；净利润增速分别为44.7%、30.5%、31.8%；对应EPS为1.71、2.23、2.94元，目前股价对应15-17年估值分别为23.2倍、17.8倍和13.5倍，考虑到首付新制度的实施，公司全年业绩将有望超预期，给予“买入-A”评级。

■风险提示：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
主营收入	2,653.8	3,588.9	4,556.7	5,749.6	7,243.1
净利润	385.6	574.4	831.1	1,084.2	1,429.0
每股收益(元)	0.79	1.18	1.71	2.23	2.94
每股净资产(元)	4.19	5.11	6.65	8.21	10.26

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	50.0	33.6	23.2	17.8	13.5
市净率(倍)	9.5	7.8	6.0	4.8	3.9
净利润率	14.5%	16.0%	18.2%	18.9%	19.7%
净资产收益率	18.5%	22.9%	25.6%	27.0%	28.5%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.3%	1.7%	2.2%
ROIC	8.2	9.4	12.3	11.3	13.4

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**45.63元**
股价(2016-02-02) **39.66元**

交易数据

总市值(百万元)	19,277.73
流通市值(百万元)	18,702.17
总股本(百万股)	486.08
流通股本(百万股)	471.56
12个月价格区间	33.03/58.07元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	12.09	17.13	32.11
绝对收益	-11.77	0.71	44.84

蔡雯娟

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

孙珊

报告联系人
sunshan@essence.com.cn
021-68766571

相关报告

- 老板电器：首期持股计划购买完成，彰显长期发展信心 2015-12-25
- 老板电器：业绩增速超4成表现优秀，下半年行业景气度有望提升 2015-10-21
- 老板电器：核心团队及代理商持股计划落地三方利益捆绑彰显发展信心 2015-08-27
- 老板电器：净利增长超4成，快速切入净水领域 2015-07-23
- 老板电器：2015H1 增长41% 业绩持续靓丽 2015-07-16

财务报表预测和估值数据汇总

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	4,556.7	5,749.6	7,243.1	成长性					
减:营业成本	1,209.2	1,559.5	1,872.7	2,380.3	3,019.0	营业收入增长率	35.2%	35.2%	27.0%	26.2%	26.0%
营业税费	28.1	39.3	47.8	60.4	76.8	营业利润增长率	48.0%	46.4%	47.3%	30.9%	32.2%
销售费用	798.1	1,115.1	1,451.0	1,782.4	2,176.5	净利润增长率	43.9%	49.0%	44.7%	30.5%	31.8%
管理费用	210.3	267.8	300.7	366.8	434.6	EBITDA 增长率	50.2%	45.3%	48.1%	31.4%	32.0%
财务费用	-35.5	-43.2	-67.4	-85.8	-108.6	EBIT 增长率	51.0%	48.5%	46.7%	31.1%	32.6%
资产减值损失	3.9	6.9	4.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	50.6%	49.1%	47.0%	30.8%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.8%	12.8%	42.9%	11.5%	27.7%
投资和汇兑收益	-0.0	-	-	-	-	净资产增长率	17.3%	21.5%	29.9%	23.2%	24.8%
营业利润	439.7	643.6	947.9	1,240.5	1,639.8	利润率					
加:营业外净收支	3.9	20.5	15.0	15.0	15.0	毛利率	54.4%	56.5%	58.9%	58.6%	58.3%
利润总额	443.6	664.1	962.8	1,255.5	1,654.8	营业利润率	16.6%	17.9%	20.8%	21.6%	22.6%
减:所得税	65.9	96.4	137.7	182.1	239.9	净利润率	14.5%	16.0%	18.2%	18.9%	19.7%
净利润	385.6	574.4	831.1	1,084.2	1,429.0	EBITDA/营业收入	16.5%	17.8%	20.7%	21.6%	22.6%
						EBIT/营业收入	15.2%	16.7%	19.3%	20.1%	21.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	46	33	33	37	35
						流动资产周转天数	34	28	29	31	32
						流动资本周转天数	290	268	260	262	263
						应收账款周转天数	25	27	26	26	26
						存货周转天数	52	50	47	48	48
						总资产周转天数	348	322	315	313	309
						投资资本周转天数	91	81	82	81	77
						投资回报率					
						ROE	18.5%	22.9%	25.6%	27.0%	28.5%
						ROA	13.5%	15.7%	19.0%	19.0%	20.9%
						ROIC	58.7%	67.9%	88.5%	81.0%	96.3%
						费用率					
						销售费用率	30.1%	31.1%	31.8%	31.0%	30.1%
						管理费用率	7.9%	7.5%	6.6%	6.4%	6.0%
						财务费用率	-1.3%	-1.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
						三费/营业收入	36.7%	37.3%	37.0%	35.9%	34.6%
						偿债能力					
						资产负债率	27.2%	31.6%	25.9%	29.8%	26.8%
						负债权益比	37.3%	46.1%	35.0%	42.4%	36.6%
						流动比率	3.08	2.64	3.19	2.85	3.21
						速动比率	2.49	2.15	2.62	2.33	2.63
						利息保障倍数	-11.38	-13.88	-13.07	-13.45	-14.09
						分红指标					
						DPS(元)	0.26	0.33	0.51	0.67	0.88
						分红比率	33.2%	28.2%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.7%	0.8%	1.3%	1.7%	2.2%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	377.6	567.7	831.1	1,084.2	1,429.0	EPS(元)	0.79	1.18	1.71	2.23	2.94
加:折旧和摊销	36.0	38.6	64.5	87.1	108.3	BVPS(元)	4.19	5.11	6.65	8.21	10.26
资产减值准备	3.9	6.9	-	-	-	PE(X)	50.0	33.6	23.2	17.8	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	7.8	6.0	4.8	3.9
财务费用	0.0	0.1	-67.4	-85.8	-108.6	P/FCF	89.0	40.4	41.4	20.4	18.3
投资损失	0.0	-	-	-	-	P/S	7.3	5.4	4.2	3.4	2.7
少数股东损益	-8.0	-6.7	-6.0	-10.7	-14.1	EV/EBITDA	20.1	13.8	18.3	13.4	9.8
营运资金的变动	-85.8	91.4	-228.7	-27.6	-285.3	CAGR(%)	41.7%	35.6%	46.5%	41.7%	35.6%
经营活动产生现金流量	322.8	658.7	593.6	1,047.1	1,129.2	PEG	1.2	0.9	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-87.5	-206.5	-200.0	-200.0	-200.0	ROIC/WACC	8.2	9.4	12.3	11.3	13.4
融资活动产生现金流量	-76.8	-128.0	-15.9	-239.4	-320.1	REP	1.4	1.1	1.2	1.1	0.7

资料来源: 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
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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