

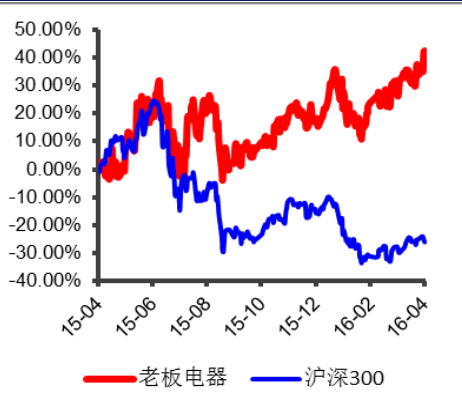
家电业

2016年4月9日

老板电器 (002508.SZ) 年报点评

评级
推荐

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师: 钱建
执业证书编号: S0590510124001

联系人: 钱建
电话: 0510-8283-2380
Email: QJ@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件: 公司去年实现营业收入45.43亿元, 同比增长26.58%, 归属于上市公司股东的净利润8.30亿元, 同比增长44.58%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利6元(含税), 以资本公积金向全体股东每10股转增5股

点评:

- **公司成长远超行业:**根据中怡康统计 2015 年我国吸油烟机市场零售额同比增长 5.61%, 燃气灶零售额同比增长 1.79%, 行业增幅并不十分显著。但其中高端产品市场则呈现出结构性高增长态势, 如吸力在 17m³/s 及以上吸油烟机零售额份额 2015 年快速提升 8.57 个百分点, 吸油烟机均价同比上涨 4.58%、燃气灶均价同比上涨 2.65%。在这样的结构性增长行业背景下, 老板电器抓住了结构性机会, 采取了正确的产品定位与市场拓展策略, 取得了远超行业的成长: 油烟机增长 27%、燃气灶增长 25%, 吸油烟机零售量、零售额市场份额分别为 16.78%、24.84%, 燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 14.64%、21.61%, 消毒柜零售额市场份额为 19.41%, 均持续保持行业第一。我们认为, 随着房地产销售好转, 及公司高端品牌优势地位的确立, 与消费升级的拉动, 公司在吸油烟机、燃气灶领域的竞争优势仍将保持, 最终实现公司 30% 市场份额的经营目标完全可能, 公司在此领域仍大有成长空间。
- **新产品接力跟上, 未来新厨电空间更广:**随着消费人口结构的变化, 厨电新品类如智能化厨电和烤箱、蒸汽炉、洗碗机的市场接受度逐步增强, 公司提前布局新品, 2015 年开发各类产品 41 款, 尤其是搭载 ROKI 智能烹饪系统的智能厨电 8700+9W70 套装成功上市; 消毒柜增长 17%, 电烤箱增长 56%, 蒸汽炉增长 66%, 净水设备和洗碗机也展现出增长势头, 可以说公司已经在油烟机之外开辟了厨电新战场。随着厨电成套化销售模式的推进和公司高端厨电品牌的推广, 公司可望在厨电新品领域获得更广的市场空间。

➤ **品牌塑造与渠道多元化策略卓有成效：**“老板”品牌确立了显著的品牌优势，成为国内知名度最高、最受消费者喜爱的专业化高端厨电品牌，公司品牌价格指数为行业平均的 148%。渠道上建立了 KA、专卖店、网络购物、电视购物、工程精装修（B2B）、橱柜商、互联网家装公司等多元化的渠道结构。强大的品牌与多元化的渠道保证了公司产品能迅速推向市场。

➤ **公司盈利能力仍保持一贯的出色：**公司油烟机毛利率高达 61%（提升 2.75%）、燃气灶毛利率 59.6%，整体费用率下降近一个点至 36%，整体净利率高至 18.2%，净资产收益率进一步提升近 4 个百分点达到 29%，公司整体盈利能力十分出色。

➤ **盈利预测与结论：**无论房地产行业兴衰，公司始终把握住了高端市场，不断创新产品与渠道，加之年产 270 万台厨电产品项目投产，我们认为公司将能在未来 5 年内实现 30% 市场份额的战略目标，预料公司未来 2 年仍可保持 30% 左右的增长，故预计公司 2016-2017 年的每股收益为 2.24,2.85，动态估值在 20 倍左右，继续给予推荐评级。

风险提示：行业销售滑坡 行业竞争激烈

报表预测						财务分析和估值指标汇总					
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	
营业收入	2653.81	3588.94	4542.72	6041.81	7854.36	收益率					
减：营业成本	1209.16	1559.53	1900.00	2477.14	3259.56	毛利率	0.54	0.57	0.58	0.59	
营业税金及附加	28.08	39.30	46.55	61.91	80.48	三费/销售收入	0.37	0.37	0.36	0.37	
营业费用	798.14	1115.10	1353.47	1800.12	2340.15	EBIT/销售收入	0.15	0.17	0.20	0.20	
管理费用	210.26	267.79	354.27	471.18	612.53	EBITDA/销售收入	0.17	0.18	0.21	0.20	
财务费用	-35.52	-43.24	-65.96	-48.34	-67.51	销售净利率	0.14	0.16	0.18	0.18	
资产减值损失	3.95	6.87	1.36	0.00	0.00	资产获利率					
加：投资收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	0.19	0.23	0.26	0.27	
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.15	0.18	0.19	0.23	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.50	0.60	0.74	1.04	
营业利润	439.69	643.58	953.03	1279.81	1629.15	增长率					
加：其他非经营损益	3.89	20.53	15.78	0.00	0.00	销售收入增长率	0.35	0.35	0.27	0.33	
利润总额	443.58	664.11	968.81	1279.81	1629.15	EBIT 增长率	0.47	0.52	0.46	0.36	
减：所得税	65.94	96.42	140.86	191.97	244.37	EBITDA 增长率	0.47	0.49	0.44	0.30	
净利润	377.65	567.69	827.95	1087.84	1384.78	净利润增长率	0.44	0.50	0.46	0.31	
减：少数股东损益	-7.98	-6.71	-2.54	-3.34	-4.25	总资产增长率	0.20	0.28	0.39	0.12	
归属母公司股东	385.63	574.40	830.49	1091.18	1389.03	股东权益增长率	0.18	0.22	0.28	0.30	
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	经营营运资本增长率	0.31	0.04	-0.94	44.61	
货币资金	1217.95	1490.23	2181.66	2115.29	3885.93	资本结构					
应收和预付款	609.14	836.42	965.67	1456.88	1693.49	资产负债率	0.25	0.29	0.35	0.25	
存货	448.94	553.74	721.57	884.82	1228.96	投资资本/总资产	0.31	0.29	0.21	0.37	
其他流动资产	2.06	0.90	0.09	0.09	0.09	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.06	0.06	0.15	0.15	0.15	流动比率	3.27	2.82	2.26	3.27	
固定资产和在建	363.92	514.90	871.99	871.99	871.99	速动比率	2.62	2.28	1.84	2.62	
无形资产和开发	92.66	91.10	96.10	96.10	96.10	股利支付率	0.20	0.22	0.00	0.14	
其他非流动资产	3.11	15.86	39.04	39.02	39.01	收益留存率	0.80	0.78	1.00	0.86	
资产总计	2737.83	3503.22	4876.27	5464.35	7815.72	资产管理效率					
应付和预收款	696.12	1021.82	1709.99	1363.72	2525.69	总资产周转率	0.97	1.02	0.93	1.11	
负债合计	696.12	1021.82	1709.99	1363.72	2525.69	固定资产周转率	7.99	11.33	5.21	6.93	
股本	256.00	320.00	486.08	486.08	486.08	应收账款周转率	4.51	4.56	4.86	4.34	
资本公积	969.31	905.31	758.19	758.19	758.19	存货周转率	2.69	2.82	2.63	2.80	
留存收益	810.44	1256.84	1925.31	2863.00	4056.64	业绩和估值指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
归属母公司股东	2035.75	2482.15	3169.58	4107.26	5300.90	EBIT	407.60	620.37	902.85	1231.47	1561.64
少数股东权益	5.96	-0.75	-3.29	-6.63	-10.88	EBITDA	443.59	659.00	949.01	1231.49	1561.66
股东权益合计	2041.71	2481.40	3166.29	4100.63	5290.02	NOPLAT	343.76	513.06	758.47	1046.75	1327.39
负债和股东权	2737.83	3503.22	4876.27	5464.35	7815.72	净利润	385.63	574.40	830.49	1091.18	1389.03
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	EPS	0.79	1.18	1.71	2.24	2.85
经营性现金净	323.25	659.20	1123.66	38.78	1898.52	BPS	4.18	5.10	6.51	8.44	10.89
投资性现金净	-87.45	-206.48	-305.77	0.00	0.00	PE	60.64	40.71	28.16	21.43	16.84
筹资性现金净	-76.80	-128.00	-100.63	-105.15	-127.87	PEG	1.46	1.19	N/A	N/A	N/A
现金流量净额	158.96	324.64	717.61	-66.37	1770.64	PB	11.49	9.42	7.38	5.69	4.41

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。