2016 年 04 月 28 日
证券研究报告 · 2016 年一季报点评
老板电器（002508）家用电器

买入（维持）
当前价：50.5 元
目标价：61.1 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

不负众望，持续靓丽

- **业绩总结：**公司 2016 年第一季度实现营收 10.2 亿元，同比增长 22.4%；归属上市公司股东净利润 1.6 亿元，同比增长 37.5%，公司预计上半年实现归属上市公司净利润 3.7-4.3 亿元，同比增长 20%-40%。
- **收入端：持续保持业绩靓丽，地产滞后效应开始凸显。**公司继续保持 20%以上的营收增速以及 30%以上的净利润增速，保持一贯的高速增长态势。我们认为，一方面是厨电更新换代周期到来，一线城市及部分二线城市更新需求开始放量；另一方面是由于房地产回暖的效应度过了滞后期开始发挥作用，拉动了对厨电行业的新购需求，且我们认为在国家不断的政策刺激之下，房地产对厨电产品销量的正向影响还将持续。
- **盈利端：电商渠道提升毛利，销售费用率有所增加。**电商渠道持续放量，在各渠道中占比逐渐提升，电商渠道的高毛利率水平改善了整体毛利率。16 年第一季度，公司毛利率为 58.47%，同比提升约两个百分点。报告期内，公司销售费用率达到 32.9%，较 15 年有所提升，但按照往年惯例，公司会在一季度有较大销售投入，因此，整体盈利水平在今年还会有所提升。
- **未来趋势：厨电行业增长确定，高端化趋势利好龙头。**从厨电保有量，新购需求和更新需求等多方分析，近几年我国厨电行业处于行业扩张阶段，而消费水平的提升，以及更新需求占比的扩大都推动着厨电需求向高端化方向升级，多重因素利好下，公司靓丽的业绩增长是具有可持续性的。
- **估值与评级：**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.35 元、3.03 元、3.89 元，对应动态 PE 为 21 倍、17 倍、13 倍，参考公司销售渠道结构进一步优化，盈利弹性增强，我们给予公司 26 倍 PE，目标价格上调为 61.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司其他品类厨电市场拓展不力风险、房地产调控超预期、主要竞争对手开始价格战等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4542.72	5762.80	7259.85	9054.65
增长率	26.58%	26.86%	25.98%	24.72%
归属母公司净利润（百万元）	830.49	1143.11	1475.25	1892.43
增长率	44.58%	37.64%	29.06%	28.28%
每股收益 EPS（元）	1.71	2.35	3.03	3.89
净资产收益率 ROE	26.15%	28.15%	28.41%	28.55%
PE	29	21	17	13
PB	7.72	6.02	4.70	3.67

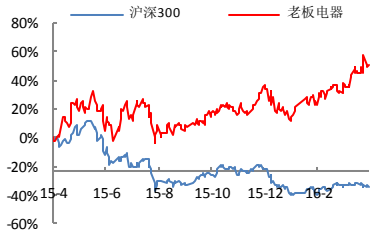
数据来源：Wind，西南证券

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：xiongl@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)	4.87
流通 A 股(亿股)	4.73
52 周内股价区间(元)	31.15-53.45
总市值(亿元)	245.79
总资产(亿元)	52.51
每股净资产(元)	6.92

相关研究

1. 老板电器（002508）：优秀成为一种习惯 业绩靓丽毛利提升 (2016-04-08)
2. 老板电器（002508）：代理商与核心团队持股计划落地，公司发展可期 (2016-01-04)
3. 老板电器（002508）：模式创新促发展，布局全面定未来 (2015-12-31)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4542.72	5762.80	7259.85	9054.65
营业成本	1900.00	2381.55	2978.12	3686.36
营业税金及附加	46.55	60.72	76.29	94.84
销售费用	1353.47	1642.40	2054.54	2535.30
管理费用	354.27	414.92	515.45	633.83
财务费用	-65.96	-64.77	-85.15	-117.31
资产减值损失	1.36	-1.60	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	953.03	1329.58	1720.60	2221.63
其他非经营损益	15.78	15.38	16.37	15.94
利润总额	968.81	1344.97	1736.97	2237.57
所得税	140.86	201.75	260.55	335.64
净利润	827.95	1143.22	1476.43	1901.94
少数股东损益	-2.54	0.11	1.18	9.51
归属母公司股东净利润	830.49	1143.11	1475.25	1892.43

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	827.95	1143.22	1476.43	1901.94
折旧与摊销	46.17	104.46	113.83	123.73
财务费用	-65.96	-64.77	-85.15	-117.31
资产减值损失	1.36	-1.60	0.00	0.00
经营营运资本变动	421.23	-183.64	48.17	21.41
其他	-107.10	1.60	0.00	0.00
经营活动现金流净额	1123.65	999.27	1553.28	1929.77
资本支出	-360.21	-212.00	-162.00	-112.00
其他	54.44	-68.00	-40.00	-20.00
投资活动现金流净额	-305.77	-280.00	-202.00	-132.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	80.35	0.64	0.00	0.00
支付股利	-162.03	-248.68	-341.86	-437.20
其他	-18.95	64.77	85.15	117.31
筹资活动现金流净额	-100.63	-183.26	-256.71	-319.89
现金流量净额	717.60	536.00	1094.57	1477.88

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2323.22	2859.22	3953.79	5431.67
应收和预付款项	965.67	1272.99	1593.22	1982.34
存货	721.57	904.45	1131.02	1399.99
其他流动资产	0.09	0.11	0.14	0.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.15	0.15	0.15	0.15
固定资产和在建工程	871.99	979.27	1027.18	1015.19
无形资产和开发支出	96.10	96.37	96.64	96.90
其他非流动资产	47.85	115.85	155.85	175.84
资产总计	5026.64	6228.41	7957.98	10102.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1630.78	1881.31	2406.85	3003.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	229.57	285.63	355.08	437.53
负债合计	1860.36	2166.94	2761.94	3441.48
股本	486.07	486.72	486.72	486.72
资本公积	819.59	819.59	819.59	819.59
留存收益	1925.31	2819.74	3953.13	5408.36
归属母公司股东权益	3169.58	4064.65	5198.03	6653.27
少数股东权益	-3.29	-3.18	-2.00	7.51
股东权益合计	3166.29	4061.47	5196.04	6660.78
负债和股东权益合计	5026.64	6228.41	7957.98	10102.26

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	26.58%	26.86%	25.98%	24.72%
营业利润增长率	48.08%	39.51%	29.41%	29.12%
净利润增长率	45.84%	38.08%	29.15%	28.82%
EBITDA 增长率	46.05%	46.72%	27.75%	27.37%
获利能力				
毛利率	58.17%	58.67%	58.98%	59.29%
三费率	36.14%	34.58%	34.23%	33.70%
净利率	18.23%	19.84%	20.34%	21.01%
ROE	26.15%	28.15%	28.41%	28.55%
ROA	16.47%	18.35%	18.55%	18.83%
ROIC	61.60%	73.84%	80.01%	94.87%
EBITDA/销售收入	20.54%	23.76%	24.10%	24.61%
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.02	1.02	1.00
固定资产周转率	7.64	6.58	8.15	10.03
应收账款周转率	14.55	15.12	14.61	14.68
存货周转率	2.98	2.93	2.93	2.91
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.06%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	37.01%	34.79%	34.71%	34.07%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.17	2.33	2.43	2.57
速动比率	1.78	1.91	2.01	2.16
股利支付率	19.51%	21.75%	23.17%	23.10%
每股指标				
每股收益	1.71	2.35	3.03	3.89
每股净资产	6.51	8.34	10.68	13.69
每股经营现金	2.31	2.05	3.19	3.96
每股股利	0.33	0.51	0.70	0.90

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	933.24	1369.27	1749.28	2228.05
PE	29.43	21.38	16.57	12.92
PB	7.72	6.02	4.70	3.67
PS	5.38	4.24	3.37	2.70
EV/EBITDA	23.62	15.68	11.62	8.45
股息率	0.66%	1.02%	1.40%	1.79%

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

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