

家用电器行业

老板电器 (002508)

维持

报告原因：半年报点评

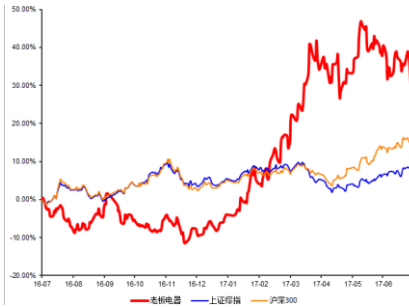
嵌入式厨电引领结构升级，公司高端厨具地位稳固

买入

2017年7月27日

公司研究/点评报告

老板电器近一年市场表现



市场数据：2017年7月27日

收盘价(元)	40.6
近一年内最高/最低(元):	45.88/27.14
流通A股/总股本(亿):	9.3/9.5
流通A股市值(元):	378
总市值(亿元):	385

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元):	4.63
每股公积金(元):	0.42
每股未分配利润(元):	2.79

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel：0351-8686645

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686645

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：

公司公布2017年半年报。上半年实现营业收入31.98亿元，同比增长26.63%；归属于母公司所有者的净利润5.98亿元，同比增长41.37%。销售毛利率57.3%。二季度实现收入18.36亿元，同比增长21.7%；归属母公司净利润3.46亿元，同比增长33.26%。

事件分析：

① **主力产品销售额增速远超行业平均，积极发力嵌入式厨具。**根据中怡康，截至6月底，公司传统主力产品吸油烟机、燃气灶零售额市场份额分别为26.27%、23.3%继续保持行业第一。公司加强品牌建设，强化高端定位，加快嵌入式产品的推进步伐。其中嵌入式（消毒柜和微波炉）市占率为28.43%和43.06%居行业第一。嵌入式（微波炉、电烤箱、蒸汽炉和洗碗机）分别增长104.6%、85.5%、121.9%和579.7%远高于行业数据22.11%、33.7%、40.52%和125.15%。目前嵌入式厨电的定价远高于普通厨电，将是厨电企业的利润奶牛，公司嵌入式产品实现自主生产，有效保障了嵌入式产品的需求。

② **渠道为王 创新渠道和电商渠道激发产品新型销售模式。**公司近年实施渠道变革和合伙人制度实现了渠道结构扁平化，加速了对三四级市场渠道下沉，上半年新增专卖店214家。由于嵌入式厨电相较于普通厨电与橱柜具有更高的相关性，随着嵌入式厨电的快速普及，家装、橱柜等创新渠道模式相应加快发展。此外，线上电商渠道继续发力，公司厨电套餐线上占有率28%。公司继续优化产品结构和市场分布，“名气”定位于三四线城市，新品销售占比快速提升，增长均在60%以上。

盈利预测及投资建议：公司定位清晰，作为高端厨电有其它家电企业难以企及的口碑和品牌影响力。而高端厨电具有较高壁垒，消费者对公司品牌认同度高是公司的优势所在。此外公司积极发力嵌入式厨具市场符合市场发展需要，我们预计公司2017/2018/2019年EPS分别为1.88/2.32/2.9 目前股价对应公司未来3年业绩PE估值为21.6/17.5/13.9，因此维持买入评级。

风险提示：原材料价格回升，消费需求疲软，高端厨电市场争夺加剧



资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2323	3448	3441	4903	6677	营业收入合计	4543	5795	7823	10170	13018
应收账款	320	332	430	539	677	营业成本	1900	2474	3317	4322	5533
存货	722	914	1221	1578	2003	税金及附加	47	68	86	112	143
预付	20	33	40	53	69	销售费用	1353	1545	2214	2878	3684
其它流动资产	625	669	939	1220	1562	管理费用	354	449	563	732	937
流动资产合计	4011	5397	6070	8293	10988	财务费用	-66	-79	-167	-210	-270
长期投资	0	1	1	1	1	资产减值损失	1	2	0	0	0
固定资产 (净值)	872	852	842	828	810	公允价值变动净值	0	0	0	0	0
无形资产	96	97	98	99	100	投资净收益		-2	0	0	0
其它非流动资产	48	69	779	1025	1322	营业利润	953	1334	1810	2336	2991
资产总计	5027	6415	7790	10246	13221	营业外净收支	16	70	274	234	234
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	969	1404	2083	2570	3225
应付款项	964	911	614	864	1107	所得税	141	197	298	367	461
其他流动负债	888	1320	1592	2075	2656	净利润	828	1207	1785	2202	2764
流动负债合计	1852	2231	2206	2939	3762	少数股东损益	-3	0	0	0	0
长期借款	0	0	4	9	16	归母净利润	830	1207	1785	2202	2764
长期应付债券	0	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其它	8	59	59	59	59	净利润 (含少数股东)	828.0	1206.8	1785.4	2202.4	2764.0
负债合计	1860	2290	2269	3008	3838	折旧	17.9	41.8	0.0	64.8	83.0
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	-3	摊销	5.7	7.1	7.8	7.9	8.0
股本	486	730	876	1051	1262	财务费用	-66.0	-78.6	-166.6	-210.4	-270.1
资本公积	820	611	611	611	611	投资净收益	0.0	1.9	0.0	0.0	0.0
留存收益	1864	2788	4038	5579	7514	营运资金变动	420.9	117.8	-706.2	-27.4	-97.8
归属母公司股	3170	4129	5524	7241	9386	其它	-82.8	248.7	288.7	311.8	339.8
权益合计	3166	4125	5521	7238	9383	经营活动现金流合计	1123.7	1545.4	1209.0	2349.1	2826.8
负债和股东权益	5027	6415	7790	10246	13221	(固定资产构建)	-573.2	-22.0	-39.1	-50.9	-65.1
财务比率						(无形资产构建)	-10.7	-8.1	-9.0	-9.0	-9.0
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	非经常性损益	0.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
营业收入	4542.7	5794.9	7823.1	10170.0	13017.7	非流动资产减少	171.7	-20.5	-710.0	-245.6	-297.5
归母净利润	830.5	1206.8	1785.4	2202.4	2764.0	其它	324.8	-143.4	-180.0	-180.0	-180.0
每股收益 (EPS)	0.87	1.27	1.88	2.32	2.91	投资活动现金流合计	-87.5	-195.8	-938	-485	-552
市盈率 (P/E)	46.54	31.93	21.58	17.49	13.94	(财务费用)	66.0	78.6	166.6	210.4	270.1
毛利率	58%	57%	58%	58%	58%	短期借款增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率	18%	21%	23%	22%	21%	长期借款增加	0.0	0.0	3.9	5.3	7.0
净资产收益率 (ROE)	26%	29%	32%	30%	29%	(归母股东红利)	-223.4	-282.8	-535.6	-660.7	-829.2
资产负债率	37%	36%	29%	29%	29%	(少数股东红利)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
流动比率	2.17	2.42	2.75	2.82	2.92	股本及资本公积增加	-85.7	-209.1	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.78	2.01	2.20	2.28	2.39	其它	166.4	381.7	300.0	300.0	300.0
应收款帐期周转率	11.49	13.94	15.21	16.14	16.73	筹资活动现金流合计	-76.8	-31.5	-64.9	-144.9	-251.9

资料来源:公司公告,山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。