天风证券 TF SECURITIES

老板电器（002508）

证券研究报告
2017 年 10 月 26 日

地产后周期逆势增长，结算方式调整改变现金流状况

事件：公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入 49.88 亿元，同比增加 25.15%，实现净利润 9.60 亿元，同比上升 36.95%，实现扣非归母净利润 9.10 亿元，同比增加 32.95%。对应第三季度实现营业收入 17.90 亿元，同比增加 22.60%，实现净利润 3.63 亿元，同比增加 30.24%，实现扣非归母净利润 3.59 亿元，同比增加 30.86%。公司预计 2017 年度归母净利润变动幅度为 20%~40%。

抵御风险逆势增长，传统品类增速维持：一二线地产后周期性已开始影响行业增速，9 月油烟机行业销量同比下滑 8.58%，公司销量则逆势提升 9.75%（中怡康），体现在厨电竞争进入下半场之际，公司作为优质龙头逆势上扬，公司市占率有效提升，烟灶消销量份额环比提升 3pct 左右；线上市场大幅提价，线上份额继续提升，公司在京东商城产品提价 10%，带来销量增速有所放缓，达到约 20%。分品类看，烟灶消传统品类销量维持 20%高增速，嵌入式继续高速增长，增速或接近翻番。

上游压力维持，经营效率提升显著：实现毛利率同比-4.91pct，销售费用率同比-4.93pct，由于扣点方式改为出厂价一次性调整，所以毛利率和销售费用率下滑情况几近相同，剔除这一影响，毛利率-销售费用率同比几乎不变，考虑原材料涨价影响，认为公司实际经营情况改善。公司 Q3 销售/管理/财务费用率分别同比-4.06pct/-0.58pct/-0.68pct，经营效率提升显著，净利率同比提升 1.19pct，得益于提价因素及电商占比提升。

结算方式调整，票据结算占比提升：1）从资产负债表看，17Q3 期末现金＋银行理财（包含于其他流动资产中）为 36.88 亿元，较期初增加 1.99%，主要为结算方式调整；Q3 期末存货为 11.15 亿元，较期初增加 0.9%；应收票据 13.3 亿元，较期初增加 3.56 亿元，主要来自京东改变结算方式；预付款项 1.41 亿元，环比提升 72%，京东改变结算方式，外加双十一订单增加所致；2）从周转情况看，17Q3 存货和应收账款周转天数分别为 125 和 15.92 天，分别环比-8.17 和-2.31 天，公司缩短应收回款周期，运营能力持续提升；3）从现金流量表看，17Q3 销售商品、提供劳务收到的现金为 17.71 亿元，环比-4.13%，公司调整结算方式，票据结算占比增加；经营活动现金流净额 0.95 亿元，环比减少 4.18 亿元，对应应收票据增加 3.56 亿元，主要为京东结算方式变为票据结算所致。

投资建议：厨电竞争进入下半场，企业龙头逆势上涨体现其强有力竞争力；高毛利率的电商渠道份额不断增加；公司发力多品类研发，未来产品结构有望持续提升；工程渠道、三四线等多渠道发展，有望在新兴渠道率先取得份额并分散风险。我们预计 17-19 年收入增速分别为 24.36%、25.05%、26.13%，净利润增速 31.73%、27.88%、32.82%，EPS 为 1.68、2.14、2.85 元，当前股价对应 17-19 年分别 28.7、22.44、16.9xPE，维持买入评级。

风险提示：原材料涨价风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,542.72	5,794.90	7,206.27	9,011.13	11,366.07
增长率(%)	26.58	27.56	24.36	25.05	26.13
EBITDA(百万元)	932.87	1,335.68	1,724.46	2,204.66	2,939.26
净利润(百万元)	830.49	1,206.83	1,589.74	2,032.96	2,700.25
增长率(%)	44.58	45.32	31.73	27.88	32.82
EPS(元/股)	0.88	1.27	1.68	2.14	2.85
市盈率(P/E)	54.93	37.80	28.70	22.44	16.89
市净率(P/B)	14.39	11.05	8.32	6.60	5.19
市销率(P/S)	10.04	7.87	6.33	5.06	4.01
EV/EBITDA	20.88	17.48	23.70	17.86	12.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.07 元
目标价格	55 元
上次目标价	46 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	949.03
流通 A 股股本(百万股)	930.43
A 股总市值(百万元)	45,620.01
流通 A 股市值(百万元)	44,725.93
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	39.46
一年内最高/最低(元)	59.28/35.78

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《老板电器-半年报点评:传统主业稳增，经营改善净利率提升显著》2017-07-27
2 《老板电器-季报点评:业绩增长 5 成超市场预期，彰显优质成长白马典范》2017-04-26
3 《老板电器-年报点评报告:地产后周期效应持续，市占率具备长期提升空间》2017-03-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,323.22	3,448.41	4,710.56	6,202.11	7,975.42
应收账款	331.58	345.92	494.81	556.49	769.56
预付账款	20.36	32.83	36.76	48.88	56.86
存货	721.57	914.49	1,191.02	1,400.27	1,799.21
其他	613.82	654.96	933.83	1,038.58	1,444.06
流动资产合计	**4,010.55**	**5,396.61**	**7,366.97**	**9,246.33**	**12,045.11**
长期股权投资	0.00	0.82	0.82	0.82	0.82
固定资产	871.99	852.19	831.39	830.67	829.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	96.10	97.06	89.94	82.81	75.69
其他	48.00	68.52	40.16	40.14	40.14
非流动资产合计	**1,016.10**	**1,018.60**	**998.31**	**1,024.04**	**1,017.41**
资产总计	**5,026.64**	**6,415.20**	**8,365.28**	**10,270.38**	**13,062.52**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,185.44	1,147.02	1,832.81	1,834.52	2,693.56
其他	666.53	1,083.66	1,001.06	1,481.41	1,524.38
流动负债合计	**1,851.97**	**2,230.68**	**2,833.87**	**3,315.93**	**4,217.95**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.39	59.27	50.00	50.00	50.00
非流动负债合计	**8.39**	**59.27**	**50.00**	**50.00**	**50.00**
负债合计	**1,860.36**	**2,289.96**	**2,883.87**	**3,365.93**	**4,267.95**
少数股东权益	(3.29)	(3.31)	(3.34)	(3.37)	(3.41)
股本	486.08	730.06	949.03	949.03	949.03
资本公积	819.59	610.51	582.77	582.77	582.77
留存收益	2,744.90	3,450.63	4,535.71	5,958.78	7,848.95
其他	(880.99)	(662.64)	(582.77)	(582.77)	(582.77)
股东权益合计	**3,166.29**	**4,125.24**	**5,481.41**	**6,904.44**	**8,794.57**
负债和股东权益总	**5,026.64**	**6,415.20**	**8,365.28**	**10,270.38**	**13,062.52**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**4,542.72**	**5,794.90**	**7,206.27**	**9,011.13**	**11,366.07**
营业成本	1,900.00	2,474.05	3,211.79	3,952.82	4,880.57
营业税金及附加	46.55	67.52	65.00	81.28	113.48
营业费用	1,353.47	1,545.11	1,728.62	2,161.57	2,671.03
管理费用	354.27	449.16	531.84	665.05	818.36
财务费用	(65.96)	(78.64)	(111.05)	(148.53)	(192.96)
资产减值损失	1.36	1.79	(3.45)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.86)	0.08	0.00	0.00
其他	0.00	3.72	(0.16)	0.00	0.00
营业利润	**953.03**	**1,334.04**	**1,783.58**	**2,298.95**	**3,075.59**
营业外收入	17.32	71.58	66.30	66.30	66.30
营业外支出	1.54	1.36	1.40	1.40	1.40
利润总额	**968.81**	**1,404.26**	**1,848.49**	**2,363.85**	**3,140.49**
所得税	140.86	197.44	258.77	330.92	440.29
净利润	**827.95**	**1,206.81**	**1,589.71**	**2,032.93**	**2,700.20**
少数股东损益	(2.54)	(0.02)	(0.03)	(0.03)	(0.04)
归属于母公司净利润	**830.49**	**1,206.83**	**1,589.74**	**2,032.96**	**2,700.25**
每股收益（元）	0.88	1.27	1.68	2.14	2.85

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	827.95	1,206.81	1,589.74	2,032.96	2,700.25
折旧摊销	46.17	80.31	51.92	54.24	56.64
财务费用	(0.35)	(0.54)	(111.05)	(148.53)	(192.96)
投资损失	0.00	1.86	(0.08)	0.00	0.00
营运资金变动	263.51	358.67	(113.67)	94.27	(123.45)
其它	(13.63)	(101.67)	(0.03)	(0.03)	(0.04)
经营活动现金流	**1,123.65**	**1,545.45**	**1,416.84**	**2,032.91**	**2,440.42**
资本支出	409.09	11.36	69.27	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00
其他	(714.87)	(210.51)	(101.46)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	**(305.77)**	**(198.32)**	**(32.19)**	**(80.00)**	**(50.00)**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	84.92	122.80	354.42	148.53	192.96
其他	(185.54)	(349.19)	(476.92)	(609.89)	(810.07)
筹资活动现金流	**(100.63)**	**(226.38)**	**(122.50)**	**(461.36)**	**(617.11)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**717.25**	**1,120.74**	**1,262.15**	**1,491.55**	**1,773.31**

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.58%	27.56%	24.36%	25.05%	26.13%
营业利润	48.08%	39.98%	33.70%	28.89%	33.78%
归属于母公司净利润	44.58%	45.32%	31.73%	27.88%	32.82%
获利能力					
毛利率	58.17%	57.31%	55.43%	56.13%	57.06%
净利率	18.28%	20.83%	22.06%	22.56%	23.76%
ROE	26.20%	29.23%	28.98%	29.43%	30.69%
ROIC	88.91%	135.70%	236.46%	253.10%	374.28%
偿债能力					
资产负债率	37.01%	35.70%	34.47%	32.77%	32.67%
净负债率	-14.62%	-11.22%	-21.13%	-26.46%	-32.25%
流动比率	2.17	2.42	2.60	2.79	2.86
速动比率	1.78	2.01	2.18	2.37	2.43
营运能力					
应收账款周转率	14.05	17.11	17.14	17.14	17.14
存货周转率	7.12	7.08	6.85	6.95	7.10
总资产周转率	1.05	1.01	0.98	0.97	0.97
每股指标（元）					
每股收益	0.88	1.27	1.68	2.14	2.85
每股经营现金流	1.18	1.63	1.49	2.14	2.57
每股净资产	3.34	4.35	5.78	7.28	9.27
估值比率					
市盈率	54.93	37.80	28.70	22.44	16.89
市净率	14.39	11.05	8.32	6.60	5.19
EV/EBITDA	20.88	17.48	23.70	17.86	12.79
EV/EBIT	21.95	18.60	24.43	18.31	13.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com