业绩持续高增长可期

——老板电器(002508)2018 年员工持股点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

公司公告 2018 年员工持股计划：1.员工持股计划涉及的股票总数量约为 400 万股，占公司现有股本总数的 0.42%。2.筹集资金总额上限 2.064 亿元，其中员工自筹资金上限 1.032 亿元，公司控股股东向员工持股计划提供借款支持，借款部分与自筹部分比例为 1:1。3.参与人员包括公司部分董事、监事、高级管理人员、核心技术人员、核心业务人员等。

❖ 点评

实现公司与员工利益一致，业绩持续高增长可期。老板电器的新一代“少帅”任富佳 2013 年底任职以来，很注重人才的管理。回首过往，老板电器在 2014 年 9 月和 2015 年 8 月，对公司高管及核心员工分别推出股权激励计划和核心管理团队持股计划。从推行后的公司业绩来看：2014 年-2016 年，老板电器的营业收入由 35.89 亿元增长到 57.95 亿元，年平均增速 28%；同期净利润由 5.74 亿元增长到了 12.07 亿元，年平均增速 46%。我们认为，此次公司第三次实施员工持股计划，将进一步实现公司与员工的利益一致，公司管理团队稳定的同时，对公司未来长期稳定发展奠定更加夯实的基础，业绩也有望持续快速增长。

地产需求释放，厨电公司最为受益。2017 年 12 月以来，南京、郑州、武汉、济南等城市相继升级人才战略，地产政策放松，住房需求将持续释放。此外，住建部宣布 2018 年棚户区改造 580 万套，较市场预期提升 16%。以上看出，2018 年房地产政策将大概率维持当前态势，各地方政府预计会陆续修正此前政策，放松边际限制、释放地产需求。而家电产品里，厨电需求与地产销售相关性最高，受益也最为明显。

❖ 维持老板电器“增持”评级

我们预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 73.7/93.9/119.5 亿元，归属母公司的净利润分别为 14.1/18.4/23.5 亿元。EPS 为 1.49/1.93/2.48 元/股，对应收盘价 2017-2019 三年 PE 为 31.4/24.1/18.8 倍。基于老板电器良好的品牌力、市场占有率、稳定的业绩增速及龙头地位，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**原材料价格上涨；三四线市场拓展不达预期；地产销量增速下滑等。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	5795	7373	9389	11953
+/-%	28%	27%	27%	27%
净利润(百万)	1207	1413	1836	2352
+/-%	45%	17%	30%	28%
EPS(元)	1.27	1.49	1.93	2.48
PE	36.71	31.36	24.14	18.84

资料来源：川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司动态
所属行业	家电
报告时间	2018/1/12
前收盘价	50.13 元
公司评级	增持评级

分析师

宋红欣
证书编号： S1100515060001
010-66495639
songhongxin@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

风险提示

原材料价格上涨风险

上游钢材、塑料原材料的大幅上涨会对加大产品成本，使得公司利润降低。

三四线市场拓展不及预期

三、四线市场目前是公司重点开拓的对象，其进展情况对公司未来业绩增长影响占比较大。

房地产销量增速下滑

家电消费需求主要包括家装需求及更新换代需求，在稍大型家电中为消费增量占有一定地位。因此，房地产销售的减少，对厨电的消费需求有一定的抑制作用。

盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5397	6945	9072	11679
现金	3448	4318	5771	7495
应收账款	332	488	600	760
其他应收款	14	19	24	30
预付账款	33	45	53	70
存货	914	1162	1483	1886
其他流动资产	655	912	1141	1438
非流动资产	1019	937	874	808
长期投资	1	0	0	1
固定资产	852	791	729	667
无形资产	97	93	88	84
其他非流动资产	69	53	57	57
资产总计	6415	7881	9946	12487
流动负债	2231	2632	3302	4067
短期借款	0	0	0	0
应付账款	911	1309	1659	2077
其他流动负债	1320	1323	1643	1990
非流动负债	59	26	31	39
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	59	26	31	39
负债合计	2290	2658	3333	4106
少数股东权益	-3	-5	-6	-8
股本	730	949	949	949
资本公积	611	391	391	391
留存收益	2840	3888	5279	7049
归属母公司股东权益	4129	5228	6619	8390
负债和股东权益	6415	7881	9946	12487

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1545	1020	1694	2034
净利润	1207	1411	1834	2350
折旧摊销	80	68	68	68
财务费用	-79	-161	-209	-275
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	244	-285	-12	-128
其他经营现金流	91	-14	12	17
投资活动现金流	-198	2	-6	-3
资本支出	199	0	0	0
长期投资	3	-5	2	-0
其他投资现金流	4	-3	-3	-3
筹资活动现金流	-226	-152	-236	-307
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	244	219	0	0
资本公积增加	-209	-219	0	0
其他筹资现金流	-261	-152	-236	-307
现金净增加额	1121	870	1453	1724

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5795	7373	9389	11953
营业成本	2474	3136	3987	5083
营业税金及附加	68	82	104	134
营业费用	1545	2097	2636	3342
管理费用	449	569	727	925
财务费用	-79	-161	-209	-275
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	1334	1646	2139	2740
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	1404	1646	2139	2740
所得税	197	235	305	390
净利润	1207	1411	1834	2350
少数股东损益	-0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	1207	1413	1836	2352
EBITDA	1336	1554	1999	2534
EPS（元）	1.65	1.49	1.93	2.48

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	27.6%	27.2%	27.3%	27.3%
营业利润	40.0%	23.4%	29.9%	28.1%
归属于母公司净利润	45.3%	17.0%	30.0%	28.1%
获利能力				
毛利率(%)	57.3%	57.5%	57.5%	57.5%
净利率(%)	20.8%	19.2%	19.5%	
ROE(%)	29.2%	27.0%	27.7%	28.0%
ROIC(%)	161.8%	145.4%	203.3%	244.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	35.7%	33.7%	33.5%	32.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.42	2.64	2.75	2.87
速动比率	2.01	2.20	2.30	2.41
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.03	1.05	1.07
应收账款周转率	17	17	16	17
应付账款周转率	2.64	2.83	2.69	2.72
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	1.27	1.49	1.93	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	1.08	1.78	2.14
每股净资产(最新摊薄)	4.35	5.51	6.97	8.84
估值比率				
P/E	36.71	31.36	24.14	18.84
P/B	10.73	8.47	6.69	5.28
EV/EBITDA	31	26	20	16

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000