

2018年07月19日

老板电器 (002508.SZ)

拟控股金帝，正式进军集成灶

■事件：根据7月18日老板电器微信公众号报道，公司与金帝电器有限公司达成合作。此次，老板电器拟以51%的持股比例控股金帝电器，布局集成灶厨房市场。

■国内领先的集成灶生产企业：根据官网信息，绍兴金帝电器于2008年成立，主营集成灶、橱柜、集成水槽等，多款产品获得中国红星奖及德国IF奖，是集成灶国家标准主要起草单位之一。2018年1月，公司聘请黄晓明为代言人；2018年3月，金帝与红星美凯龙达成合作。目前，公司在国内已有2000多家服务网点，遍布主要城市。根据淘数据，2018年6月，金帝集成灶在天猫、淘宝的零售均价为7887元/台，高于同期行业均价5076元/台。

■布局多元品类，发挥协同效应：老板电器拟控股金帝，有助于延伸产业链，拓展新兴渠道。借助金帝电器的渠道优势，老板电器有望成功布局集成厨房领域，拓展产品品类。另一方面，老板电器也将为金帝提供生产设备、技术研发等方面的支持。当前，集成灶行业景气高企，老板电器收入端或将添新增长点。根据中怡康数据，2018H1集成灶线上销量为15.5万台，YoY+97.7%；销售额为9.5亿元，YoY+138.3%。传统厨电龙头进军集成灶，说明集成灶产品的发展潜力，正在获得越来越多业内人士的认可。考虑到老板电器的品牌美誉度，我们分析，此次合作亦对集成灶行业产生积极的宣传作用，有助于行业规模快速扩张。

■投资建议：作为高端厨电龙头，老板电器产品销量稳步增长，市场份额有望进一步提升；公司加速三四线渠道下沉，积极拓展产品品类，长期增长前景可期。我们预计老板电器2018年-2019年的EPS分别为1.88/2.26元，维持买入-A的投资评级，6个月目标价为37.60元，对应2018年20倍动态市盈率。

■风险提示：原材料价格上涨，竞争格局恶化，双方合作进度不达预期

100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	57.9	70.2	84.2	99.2	116.9
净利润	12.1	14.6	17.8	21.5	25.4
每股收益(元)	1.27	1.54	1.88	2.26	2.68
每股净资产(元)	4.35	5.54	6.51	7.53	8.60

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	21.4	17.7	14.5	12.0	10.1
市净率(倍)	6.3	4.9	4.2	3.6	3.2
净利润率	20.8%	20.8%	21.1%	21.6%	21.8%
净资产收益率	29.2%	27.8%	28.8%	30.1%	31.2%
股息收益率	1.4%	2.8%	3.4%	4.6%	5.9%
ROIC	135.7%	226.8%	67.8%	89.6%	95.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

厨电

投资评级 买入-A

维持评级

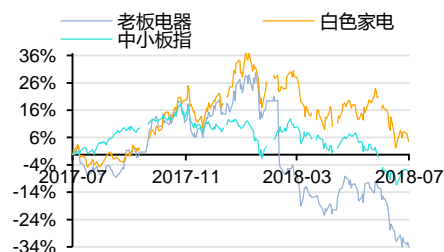
6个月目标价：37.60元

股价(2018-07-19) 27.21元

交易数据

总市值(百万元)	25,823.18
流通市值(百万元)	25,428.70
总股本(百万股)	949.03
流通股本(百万股)	934.54
12个月价格区间	27.20/54.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.49	-7.22	-28.05
绝对收益	-20.67	-17.44	-32.92

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

报告联系人

liy4@essence.com.cn
0755-82825392

相关报告

老板电器：未来提价可期/张立聪	2017-10-27
老板电器：不容忽视的预收/张龙	2017-07-27

附录：金帝电器简介

金帝电器主营集成灶、橱柜、集成水槽、热水器等产品，为国内领先的集成灶生产企业。根据公司官网，绍兴市金帝电器有限公司成立于2008年，多款产品获得中国红星奖及德国IF奖，是侧吸式集成灶的开拓者和奠基者之一，也是集成灶国家标准主要起草单位之一。2018年1月，公司聘请黄晓明代言；2018年3月，公司布局高端建材市场，与红星美凯龙达成战略联盟。目前，金帝在全国已有2000多家服务网点，遍布了主要城市。

图 1：金帝聘请黄晓明为品牌代言人



资料来源：公司官网

图 2：金帝集成灶产品



资料来源：公司官网

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E	100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	57.9	70.2	84.2	99.2	116.9	成长性					
减:营业成本	24.7	32.5	39.0	44.9	52.2	营业收入增长率	27.6%	21.1%	20.0%	17.8%	17.8%
营业税费	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	营业利润增长率	40.0%	26.7%	18.4%	21.3%	19.0%
销售费用	15.5	16.8	19.4	23.0	27.4	净利润增长率	45.3%	21.1%	21.8%	20.6%	18.5%
管理费用	4.5	4.8	5.6	6.6	7.9	EBITDA 增长率	43.2%	21.7%	26.6%	21.4%	19.1%
财务费用	-0.8	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5	EBIT 增长率	41.5%	22.5%	26.4%	22.1%	19.8%
资产减值损失	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	42.3%	27.9%	21.1%	22.1%	19.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.5%	305.2%	-7.7%	12.8%	-12.9%
投资和汇兑收益	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	30.3%	27.4%	17.4%	15.6%	14.3%
营业利润	13.3	16.9	20.0	24.3	28.9	利润率					
加:营业外净收支	0.7	0.0	0.7	0.7	0.7	毛利率	57.3%	53.7%	53.7%	54.7%	55.3%
利润总额	14.0	16.9	20.7	25.0	29.6	营业利润率	23.0%	24.1%	23.8%	24.5%	24.7%
减:所得税	2.0	2.3	2.9	3.5	4.1	净利润率	20.8%	20.8%	21.1%	21.6%	21.8%
净利润	12.1	14.6	17.8	21.5	25.4	EBITDA/营业收入	23.0%	23.2%	24.4%	25.2%	25.4%
						EBIT/营业收入	21.7%	21.9%	23.1%	23.9%	24.3%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	54	43	37	31	24
货币资金	34.5	25.8	42.1	49.6	58.4	流动营业资本周转天数	-14	32	57	48	41
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	292	310	322	332	323
应收账款	3.5	4.2	4.7	5.3	5.8	应收帐款周转天数	21	20	19	18	17
应收票据	6.4	10.1	8.6	12.9	11.8	存货周转天数	51	52	51	49	47
预付帐款	0.3	0.6	0.7	1.0	1.3	总资产周转天数	355	368	379	383	366
存货	9.1	11.1	12.7	14.2	16.5	投资资本周转天数	44	79	101	88	74
其他流动资产	0.2	15.1	15.0	16.0	17.0	投资回报率					
可供出售金融资产	0.3	1.5	1.5	1.5	1.5	ROE	29.2%	27.8%	28.8%	30.1%	31.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.8%	18.4%	18.2%	19.0%	20.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	135.7%	226.8%	67.8%	89.6%	95.2%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	8.5	8.3	8.9	8.3	7.4	销售费用率	26.7%	23.9%	23.0%	23.2%	23.4%
在建工程	-	0.2	0.7	0.2	0.1	管理费用率	7.8%	6.9%	6.7%	6.7%	6.8%
无形资产	1.0	1.7	2.4	3.2	3.9	财务费用率	-1.4%	-1.3%	-0.7%	-0.6%	-0.4%
其他非流动资产	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	三费/营业收入	33.1%	29.5%	29.0%	29.3%	29.7%
资产总额	64.2	79.3	98.0	112.9	124.5	偿债能力					
短期债务	-	-	5.3	6.1	1.5	资产负债率	35.7%	33.7%	37.0%	36.8%	34.5%
应付帐款	11.5	12.7	16.3	17.4	22.0	负债权益比	55.5%	50.8%	58.7%	58.2%	52.6%
应付票据	-	3.7	1.1	4.9	2.7	流动比率	2.42	2.58	2.37	2.43	2.63
其他流动负债	10.8	9.6	12.7	12.4	15.9	速动比率	2.01	2.15	2.01	2.08	2.24
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.96	-16.74	-33.32	-42.00	-56.48
其他非流动负债	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	分红指标					
负债总额	22.9	26.7	36.2	41.5	42.9	DPS(元)	0.38	0.75	0.94	1.24	1.61
少数股东权益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	分红比率	30.2%	48.7%	50.0%	55.0%	60.0%
股本	7.3	9.5	9.5	9.5	9.5	股息收益率	1.4%	2.8%	3.4%	4.6%	5.9%
留存收益	34.5	43.4	52.3	61.9	72.1						
股东权益	41.3	52.6	61.7	71.4	81.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E		
净利润	12.1	14.6	17.8	21.5	25.4	EPS(元)	1.27	1.54	1.88	2.26	2.68
加:折旧和摊销	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	BVPS(元)	4.35	5.54	6.51	7.53	8.60
资产减值准备	0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	21.4	17.7	14.5	12.0	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	4.9	4.2	3.6	3.2
财务费用	-0.0	0.0	-0.6	-0.6	-0.5	P/FCF	18.5	-65.3	10.3	13.3	10.7
投资损失	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	4.5	3.7	3.1	2.6	2.2
少数股东损益	-0.0	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	17.5	26.4	10.7	8.5	6.7
营运资金的变动	3.6	-18.1	3.6	-3.2	2.9	CAGR(%)	21.2%	20.3%	29.1%	21.2%	20.3%
经营活动产生现金流量	15.5	12.6	22.0	18.9	29.2	PEG	1.0	0.9	0.5	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-2.0	-17.8	-2.9	-1.0	-1.0	ROIC/WACC	32.0	53.5	16.0	21.1	22.4
融资活动产生现金流量	-2.3	-3.5	-2.8	-10.5	-19.3	REP	1.2	0.3	0.6	0.4	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034