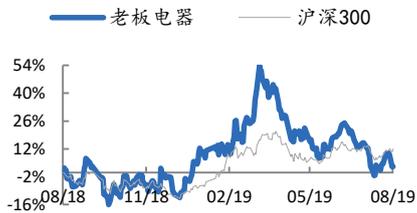


投资评级：买入(维持)

 当前价格(元): 25.35
合理价格区间(元): 33.8~42.4

证券分析师
罗文琪

 资格编号: S0120519020002
电话: 021-68761616-6312
邮箱: luowq@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.9	-7.3	-9.2
相对涨幅 (%)	-5.7	-7.0	-15.8

资料来源: 德邦证券研究所

相关研究

工程渠道高速增长，业绩估值双筑底 老板电器(002508)

投资要点:

老板电器披露 2019 年半年度财务报告。公司上半年实现营收 35.27 亿元，同比增长 0.88%，实现归母净利润 6.70 亿元，同比增长 1.52%；其中二季度实现营收 18.67 亿元，同比下滑 1.98%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比下滑 2.11%。公司预计 2019 年前三季度归母净利润同比增长 2%-10%，相对应单三季度增速为 2.9%-26.0%

烟灶小幅下滑，洗碗机逆势增长。吸油烟机与燃气灶上半年实现收入 18.84 亿元和 8.50 亿元，分别同比下降 1.11%和 1.74%，在收入中占比 53%和 24%；消毒柜/蒸箱/烤箱/洗碗机/净水器/微波炉同比增速为 +8.71%/-9.14%/-28.30%/+21.22%/-10.75%/-47.11%，洗碗机在实现自产后大幅增长。

分渠道看，工程渠道超预期大幅增长。工程渠道大幅增长 80%，占比达到约 15%，根据奥维数据，公司油烟机在精装修市场份额达 37.8%，稳居第一；零售渠道，受行业景气度拖累以及代理商拿货积极性较低的影响，零售渠道（包含 KA 与专卖店）同比下滑 15%；电商渠道同比增长 2%；创新渠道，与橱柜企业及家装企业深入合作，同比大幅增长 50%。

毛利率提升，各项费用平稳。得益于原材料价格下降以及增值税下调，综合毛利率提升 1.24pct 至 54.66%，其中油烟机和燃气灶毛利率分别提升 3.48 和 2.24pct 至 58.54%和 55.88%。销售费用率小幅提升 0.48pct 至 28.07%，管理费用率小幅下降 0.28 至 3.29%，研发费用小幅下降 2%至 1.08 亿元。净利率提升 0.32pct 至 19.20%

存货控制良好，渠道库存下降。6月末存货余额小幅下降 1.68%至 12.16 亿元，其中原材料余额增加 90.75%至 1.12 亿元，库存商品下降 19.15%至 2.34 亿元，发出商品下降 14.08%至 7.76 亿元，上半年由于零售端较为低迷，公司亦控制生产与出货进度，渠道库存去化顺利。应收账款增加 16.95%，周转天数同比增加 3.6 天至 23.93 天，主要由于工程渠道收入大幅增长所致。经营现金流入与收入的比值为 102%，同比下降 20.39pct。

盈利预测与投资建议。预计在地产竣工回暖趋势下，厨电需求将迎来复苏，我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 1.69/1.97/2.21，目前股价对应 19/20/21 年 PE 为 15/13/12 倍。考虑到公司龙头地位以及地产竣工回暖预期，我们给予公司 20-25 倍 PE，对应目标价 33.8-42.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：竣工复苏晚于预期，行业竞争加剧，原材料价格波动

股票数据

总股本(百万)	949.02
流通 A 股(百万)	949.02
52 周内股价区间(元)	34.99-19.02
总市值(百万)	24,181.13
总资产(百万)	9,451.87
每股净资产(元)	6.28

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	7017	7425	7767	8846	9920
(+/-) YoY (%)	21.1	5.8	4.6	13.9	12.1
净利润(百万元)	1461	1474	1605	1869	2097
(+/-) YoY (%)	21.1	0.8	8.9	16.4	12.2
全面摊薄 EPS	1.54	1.55	1.69	1.97	2.21
毛利率 (%)	53.7	53.5	54.8	54.3	53.6
净资产收益率	27.8	24.4	23.0	23.0	22.2

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7425	7767	8846	9920
每股收益	1.55	1.69	1.97	2.21	营业成本	3451	3513	4045	4603
每股净资产	6.37	7.36	8.57	9.94	毛利率%	53.5	54.8	54.3	53.6
每股经营现金流	1.59	1.34	1.79	2.06	营业税金及附加	71	77	86	96
每股股利	0.00	0.70	0.76	0.84	营业税金率%	1.0	1.0	1.0	1.0
价值评估 (倍)					营业费用	1910	2019	2212	2480
P/E	16.41	15.07	12.94	11.53	营业费用率%	25.7	26.0	25.0	25.0
P/B	4.00	3.46	2.97	2.56	管理费用	272	272	310	298
P/S	3.26	3.11	2.73	2.44	管理费用率%	3.7	3.5	3.5	3.0
EV/EBITDA	11.09	13.43	11.07	9.55	研发费用	293	287	323	347
股息率%	0.0	2.8	3.0	3.3	研发费用率%	4.0	3.7	3.7	3.5
盈利能力指标 (%)					EBIT	1428	1599	1871	2096
毛利率	53.5	54.8	54.3	53.6	财务费用	-101	-69	-87	-107
净利润率	19.8	20.7	21.1	21.1	财务费用率%	-1.4	-0.9	-1.0	-1.1
净资产收益率	24.4	23.0	23.0	22.2	资产减值损失	15	2	0	0
资产回报率	15.6	15.8	15.9	15.5	投资收益	88	100	110	130
投资回报率	32.6	32.5	35.2	34.8	营业利润	1702	1846	2147	2412
盈利增长 (%)					营业外收支	1	8	10	10
营业收入增长率	5.8	4.6	13.9	12.1	利润总额	1702	1854	2157	2422
EBIT 增长率	-7.4	12.0	17.0	12.0	EBITDA	1530	1599	1871	2096
净利润增长率	0.8	8.9	16.4	12.2	所得税	218	243	281	316
偿债能力指标					有效所得税率%	12.8	13.1	13.0	13.1
资产负债率%	35.2	30.3	30.0	29.7	少数股东损益	10	6	8	9
流动比率	2.5	2.8	2.8	2.8	归属母公司所有者净利润	1474	1605	1869	2097
速动比率	2.0	2.4	2.4	2.4					
现金比率	0.7	0.9	1.0	1.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	2197	2714	3466	4161
应收帐款周转天数	76.0	65.0	65.0	65.0	应收款项	1715	1383	1575	1766
存货周转天数	130.1	123.1	123.9	124.7	存货	1347	1185	1373	1572
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	其它流动资产	2721	3198	3319	3436
固定资产周转率	8.9	9.2	9.8	8.6	流动资产合计	7980	8480	9733	10936
					长期股权投资	3	3	3	3
					固定资产	843	853	953	1353
					在建工程	184	284	484	684
					无形资产	194	234	234	234
					非流动资产合计	1475	1675	2025	2625
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	9455	10155	11759	13561
净利润	1474	1605	1869	2097	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	10	6	8	9	应付账款	1607	1408	1641	1884
非现金支出	117	2	0	0	预收账款	1170	1071	1229	1405
非经营收益	-103	-108	-120	-140	其它流动负债	455	508	564	642
营运资金变动	12	-229	-55	-11	流动负债合计	3232	2987	3434	3931
经营活动现金流	1509	1276	1702	1955	长期借款	0	0	0	0
资产	-181	-222	-290	-590	其它长期负债	92	92	92	92
投资	-1090	30	-50	0	非流动负债合计	92	92	92	92
其他	87	100	110	130	负债总计	3325	3080	3527	4024
投资活动现金流	-1184	-92	-230	-460	实收资本	949	949	949	949
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	6045	6984	8133	9430
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	85	91	99	108
其他	-712	-666	-720	-800	负债和所有者权益合计	9455	10155	11759	13561
融资活动现金流	-712	-666	-720	-800					
现金净流量	-386	518	752	695					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。