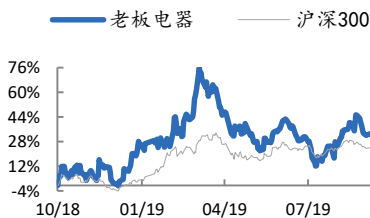


**投资评级：买入(维持评级)**

 当前价格(元): 30.20  
合理价格区间(元): 39.40~45.31

**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(%)	8.7	14.0	11.1
相对涨幅(%)	6.8	10.8	9.3

资料来源: 德邦证券研究所

**相关研究**

## 工程渠道高增长，业绩环比改善 老板电器(002508)

**投资要点:**

- **老板电器披露2019年三季度财务报告。**前三季度公司实现营业收入56.25亿元，同比增长4.29%，实现归母净利润10.86亿元，同比增长7.31%；其中单三季度实现营业收入20.98亿元，同比增长10.56%，实现归母净利润4.15亿元，同比增长18.20%。预计2019年全年归母净利润同比增长2%-10%，对应2019年四季度归母净利润同比下滑9.64%至增长15.88%

**工程渠道翻番，零售渠道降幅收窄。**公司收入增长主要由工程渠道驱动，受益于开发商竣工回暖以及精装占比提升，前三季度，公司工程渠道同比增长100%，在收入中占比进一步提升，达18.5%；零售端依旧较为低迷，但零售渠道降幅有所收窄，Q3收入降幅收窄至9%（上半年同比下滑15%），主要由于代理商进货积极性恢复；创新渠道同比增长50%，占比4.5%；电商渠道基本持平，占比32%；名气品牌收入同比下滑30%，占比2%。公司在精装房市场的份额超过35%，行业第一，与龙头开发商建立深度合作，预计2020年工程渠道增速仍能维持在40%-50%，驱动收入持续增长。

**毛利率和净利率双提升。**受益于原材料成本下降与增值税减免，Q3公司毛利率同比提升2.62pct至55.69%；销售费用率同比下降0.94pct至27.02%，管理费用率与研发费用率分别同比下降0.19pct和0.12pct至3.20%和3.64%；净利率同比提升1.39pct至20.15%。工程渠道毛利率低于零售渠道，但费用率也较低，公司将通过积极调整产品结构以及新品配套率来提升工程渠道毛利率，随着规模增长费用将有望摊薄，长期看净利率有望维持目前水平。

**现金流改善，存货下降。**由于工程渠道账期较长，应收账款同比提升63.6%至5.04亿元，应收账款周转天数同比提升5.8天至22.8天；Q3代理商进货与打款积极性提升，存货余额同比下降6.20%至12.53亿元，同时Q3经营活动现金流入达20.32亿元，较前两季度有明显改善，同比基本持平。

**盈利预测和投资建议。**公司前瞻性布局工程渠道，在精装房红利下，公司工程渠道高速增长，同时大力拓展创新渠道，随着零售端的回暖，我们预计公司收入与业绩将有望出现持续性改善。我们维持19/20/21年的EPS预测1.69/1.97/2.21，目前股价对应19/20/21年PE为18/15/14倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**精装房竣工不及预期，零售端持续低迷，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)	34.99-19.81
总市值(百万)	27,436.29
总资产(百万)	10,073.74
每股净资产(元)	6.72

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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>7425</b>	<b>7767</b>	<b>8846</b>	<b>9920</b>
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
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1910	2019	2212	2480
P/E	19.45	17.86	15.34	13.67	营业费用率%	25.7	26.0	25.0	25.0
P/B	4.74	4.10	3.52	3.04	管理费用	272	272	310	298
P/S	3.86	3.69	3.24	2.89	管理费用率%	3.7	3.5	3.5	3.0
EV/EBITDA	11.09	16.23	13.46	11.69	研发费用	293	287	323	347
股息率%	0.0	2.3	2.5	2.8	研发费用率%	4.0	3.7	3.7	3.5
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>1428</b>	<b>1599</b>	<b>1871</b>	<b>2096</b>
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	<b>营业利润</b>	<b>1702</b>	<b>1846</b>	<b>2147</b>	<b>2412</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	1	8	10	10
营业收入增长率	5.8	4.6	13.9	12.1	<b>利润总额</b>	<b>1702</b>	<b>1854</b>	<b>2157</b>	<b>2422</b>
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
<b>偿债能力指标</b>					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	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1474</b>	<b>1605</b>	<b>1869</b>	<b>2097</b>
速动比率	2.0	2.4	2.4	2.4					
现金比率	0.7	0.9	1.0	1.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					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
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9455</b>	<b>10155</b>	<b>11759</b>	<b>13561</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1509</b>	<b>1276</b>	<b>1702</b>	<b>1955</b>	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	<b>负债总计</b>	<b>3325</b>	<b>3080</b>	<b>3527</b>	<b>4024</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1184</b>	<b>-92</b>	<b>-230</b>	<b>-460</b>	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	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9455</b>	<b>10155</b>	<b>11759</b>	<b>13561</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-712</b>	<b>-666</b>	<b>-720</b>	<b>-800</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-386</b>	<b>518</b>	<b>752</b>	<b>695</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。