



家用电器业/可选消费品

老板电器 (002508)

“新生代”管理层带来发展新思路

范杨 (分析师)
021-38675923
fanyang@gtjas.com
证书编号 S0880513070007

本报告导读:

我们于近期调研了老板电器,了解公司管理层更迭情况和未来发展思路。我们认为新管理层将为公司发展带来新思路,继续建议“增持”。

投资要点:

上调 2014 年 EPS 预测至 1.78 元,上调目标价至 52.5 元,建议“增持”
我们维持公司收入预测不变,小幅上调公司 2014/2015 年 EPS 预测至 1.78/2.45 元 (+2.2/1.9%)。我们认为在地产复苏的趋势下,老板电器的合理 PE 估值水平应该得到修复,我们因此上调目标价至 52.5 元(原 41.3 元, +27%),对应 2015 年 21.4xPE 估值。建议“增持”。

管理层顺利交接,快速发展趋势不变

公司近期管理层调整属于计划内之事,早在 1 年前就已经有所安排,这次调整对公司经营不会造成冲击。原副总经理赵继宏的营销职能由总经理任富佳接手,原副总任罗忠的生产管理职责由生产中心生产总监夏志明接手。赵继宏和任罗忠继续担任公司董事,并在集团承担新职责。

新管理层有望给公司经营带来新思路

我们与公司董事长任建华和总经理任富佳沟通了公司未来的发展思路。公司未来仍将以厨房为中心,不断加强自身在厨电领域的技术、渠道和品牌优势,扩展产品品类(如烤箱、洗碗机等)。公司认为,未来厨电的价值空间很大,特别是基于产品的用户运营价值。未来公司将通过智能化产品构建新的服务体系,同时引入“刀片”等新商业模式,挖掘用户价值。

地产复苏,行业需求修复可期,估值将持续修复

2014 年公司通过推出高端产品、架构立体渠道市场份额快速提升,逆势大幅增长。随着地产市场的复苏,厨电需求也有望改善,未来公司增长速度更有保障,且整体估值水平也将持续修复。

风险:渠道改革推进不当导致经营出现波动;三四线市场容量不达预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,963	2,654	3,732	5,005	6,297
(+/-)%	28%	35%	41%	34%	26%
经营利润 (EBIT)	269	408	625	869	1,096
(+/-)%	43%	52%	53%	39%	26%
净利润	268	386	569	785	990
(+/-)%	43%	44%	48%	38%	26%
每股净收益 (元)	0.84	1.21	1.78	2.45	3.09
每股股利 (元)	0.30	0.50	0.53	0.74	0.93
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	13.7%	15.4%	16.8%	17.4%	17.4%
净资产收益率 (%)	15.5%	18.9%	23.0%	25.4%	25.7%
投入资本回报率 (%)	37.0%	45.6%	60.5%	70.3%	75.2%
EV/EBITDA	38.3	24.9	16.2	11.3	8.5
市盈率	46.1	32.0	21.7	15.7	12.5
股息率 (%)	0.8%	1.3%	1.4%	1.9%	2.4%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 52.50

上次预测: 41.30

当前价格: 38.60

2015.01.12

交易数据

52 周内股价区间 (元)	25.51-42.28
总市值 (百万元)	12,352
总股本/流通 A 股 (百万股)	320/312
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	97%
日均成交量 (百万股)	3.14
日均成交值 (百万元)	107.19

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,254
每股净资产	7.04
市净率	5.5
净负债率	-67.22%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.18	0.27
Q2	0.27	0.41
Q3	0.29	0.40
Q4	0.47	0.70
全年	1.21	1.78

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	26%	26%
相对指数	7%	-12%	-22%

相关报告

- 《趋势性向上》2014.10.23
- 《ROKI 系统开启智能厨电时代》2014.09.21
- 《渠道变革对未来 3 年构成决定性影响》2014.08.28
- 《2014 年是一个新起点》2014.07.24
- 《乱世出英雄,一举定江山》2014.07.23

模型更新时间: 2015.01.12

股票研究

可选消费品
家用电器业

老板电器 (002508)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 52.50

上次预测: 41.30

当前价格: 38.60

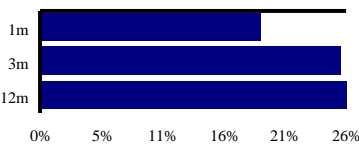
公司网址

www.robam.com

公司简介

公司是国内厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大、产品类别最齐全、销售区域最广的龙头企业之一。公司主要致力于厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电炖炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。

绝对价格回报 (%)

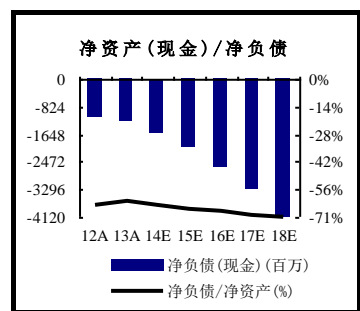
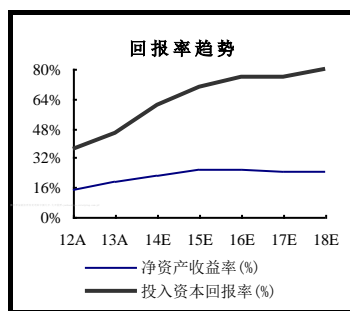
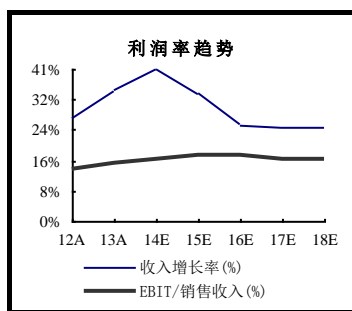


52 周价格范围 25.51-42.28

市值 (百万) 12,352

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	1,963	2,654	3,732	5,005	6,297	7,878	9,860
营业成本	911	1,209	1,636	2,164	2,720	3,483	4,357
税金及附加	22	28	41	55	69	87	109
销售费用	599	798	1,138	1,527	1,921	2,403	3,007
管理费用	162	210	291	390	491	614	769
EBIT	269	408	625	869	1,096	1,291	1,618
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	-29	-36	-43	-55	-70	-88	-111
营业利润	297	440	665	918	1,160	1,372	1,720
所得税	45	66	100	138	175	207	259
少数股东损益	-6	-8	0	0	0	0	0
净利润	268	386	569	785	990	1,171	1,466
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,120	1,280	1,604	2,046	2,613	3,276	4,117
其他流动资产	30	2	2	2	2	2	2
长期投资	1	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	347	364	334	327	338	344	347
无形及其他资产	44	98	93	88	82	77	72
资产合计	2,332	2,803	3,469	4,375	5,438	6,734	8,333
流动负债	591	761	986	1,278	1,586	2,008	2,493
非流动负债	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	1,727	2,036	2,477	3,091	3,846	4,719	5,835
投入资本(IC)	620	761	879	1,051	1,239	1,449	1,723
现金流量表							
NOPLAT	230	347	531	739	931	1,097	1,375
折旧与摊销	25	36	41	42	45	49	53
流动资金增量	-30	-70	-153	-184	-183	-209	-277
资本支出	-166	-119	-5	-30	-50	-50	-50
自由现金流	59	195	414	567	743	887	1,101
经营现金流	324	323	413	588	782	922	1,131
投资现金流	-196	-87	-5	-30	-50	-50	-50
融资现金流	-32	-77	-85	-116	-166	-209	-240
现金流净增加额	97	159	324	442	567	664	841
财务指标							
成长性							
收入增长率	28.0%	35.2%	40.6%	34.1%	25.8%	25.1%	25.2%
EBIT 增长率	42.7%	51.9%	53.2%	39.0%	26.1%	17.8%	25.3%
净利润增长率	43.3%	43.9%	47.6%	37.8%	26.2%	18.3%	25.2%
利润率							
毛利率	53.6%	54.4%	56.2%	56.8%	56.8%	55.8%	55.8%
EBIT 率	13.7%	15.4%	16.8%	17.4%	17.4%	16.4%	16.4%
净利润率	13.7%	14.5%	15.3%	15.7%	15.7%	14.9%	14.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	15.5%	18.9%	23.0%	25.4%	25.7%	24.8%	25.1%
总资产收益率(ROA)	11.5%	13.8%	16.4%	17.9%	18.2%	17.4%	17.6%
投入资本回报率(ROIC)	37.0%	45.6%	60.5%	70.3%	75.2%	75.7%	79.8%
运营能力							
存货周转天数	126.6	135.5	135.5	135.5	135.5	135.5	135.5
应收账款周转天数	27.9	30.6	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1
总资产周转天数	434	385	339	319	315	312	308
净利润现金含量	1.24	0.85	0.73	0.75	0.79	0.79	0.77
资本支出/收入	8%	4%	0%	1%	1%	1%	1%
偿债能力							
资产负债率	25.4%	27.2%	28.4%	29.2%	29.2%	29.8%	29.9%
净负债率	-64.8%	-62.9%	-64.7%	-66.2%	-67.9%	-69.4%	-70.6%
估值比率							
PE	46.1	32.0	21.7	15.7	12.5	10.6	8.4
PB	7.2	6.1	5.0	4.0	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	38.3	24.9	16.2	11.3	8.5	6.8	4.9
P/S	6.3	4.7	3.3	2.5	2.0	1.6	1.3
股息率	0.8%	1.3%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	3.6%



我们于近期调研了老板电器，了解公司管理层更迭情况和未来发展思路。我们认为新管理层将为公司发展带来新思路，未来3年保持30%以上收入/利润增速可期，且随着地产市场复苏，厨电行业需求改善可期，公司估值有望获得持续修复，继续建议“增持”。

1. 管理层顺利交接，快速发展趋势不变

公司分管销售的副总经理赵继宏、分管生产的副总经理任罗忠辞职，销售工作由公司总经理任富佳统管，生产则由原生产中心生产总监夏志明（升任副总经理）接手。赵继宏、任罗忠仍旧担任公司董事职务，同时在集团公司承担新的工作。赵继宏任集团公司总经理，负责集团及上市公司资本运营等工作，而任罗忠则负责对上市公司进行审计和持续监督。岗位和职责变动情况概况如下：

表 1. 公司管理层与董事调整情况一览

姓名	旧职务	旧职能	新职务	新职能	继任者
赵继宏	副总经理、董事	分管销售	董事及集团总经理	集团及上市公司资本运营	任富佳、何亚东
何亚东	董事		副总经理	分管工程渠道	
任罗忠	副总经理、董事	分管生产	董事及集团副董事长	上市公司审计等监督工作	夏志明
夏志明	生产中心生产总监	生产管理	副总经理	分管生产	

数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

本次管理层大变动在1年前就已经基本决定，2014年是新管理层的过渡之年，公司“老臣”在经过1年的考察之后，认为工作交接的时机已经成熟，正式将管理职能交给“新生代”，但仍旧在决策层（董事会）继续对新团队进行指导和监督。

本次管理层变化不会影响公司正在进行的渠道改革、产品规划以及对未来发展规划，这些已经在新老管理层之间达成共识。2

本次管理层变化不会影响公司正在进行的渠道改革、产品规划以及对未来发展规划，这些已经在新老管理层之间达成共识。2014年公司渠道改革工作推进顺利，到年底新增12个一级代理商，共计74个。这一工作在2015年仍将持续推进。从实施效果看来，新增经销商动力十足，部分地区增速达到200%。渠道改革将是公司未来渠道下沉，扩大市场份额的重要动力之一。

我们认为，公司本次管理层变化的另一潜在好处在于，决策层与经营层的分开，为以后公司构建职业经理人制度打下了一个比较好的基础。

2. 新管理层有望给公司经营带来新思路

我们与以任富佳总经理为核心的新管理层在公司发展思路进行了交流。我们认为，“新生代”管理层已经有了清晰的企业发展和经营思路，在做大做强核心业务，同时挖掘企业的新增长点两个方面都有比较成熟的想法，概括为：

2.1. 进一步做深做强厨房业务，持续扩大品类优势

未来公司仍将以厨房为主要“战场”。公司认为，老板电器与竞争对手最大的优势在于能够集中资源，把厨电这个品类做强。厨电看似简单，但是要做好不易，为消费者提供好的消费体验并非易事。老板品牌在过去几年中已经逐步建立了良好的市场口碑和强有力的品牌优势，未来需要充分发挥这个优势，进一步扩大市场份额，提升产品附加值。目前老板已经在烟机、灶具领域拿下头把交椅，未来这两个领域的优势要进一步扩大，同时消毒柜、烤箱等产品也正在努力向第一冲刺。

公司认为，对公司而言，3-5 年以内厨电市场足够大，但是公司仍旧会不断布局新增长点，为更长远的未来做准备。本次人事调整后，赵继宏将开始把主要精力放在资本运营上，是公司为了更长远发展做准备的战略性布局。

2.2. 智能化和新商业模式，为更长期发展积极准备

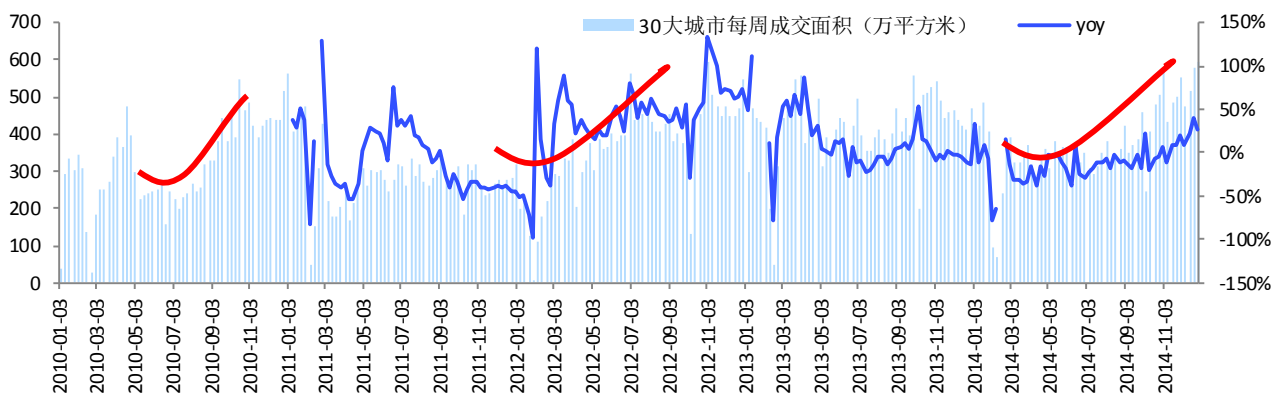
公司正在积极地投入智能化产品的研发，2014 年 ROKI 产品只是一个开始。目前公司已经成立了一个专门的智能化团队，未来将与第三方团队一起，推动厨房电器的互联互通，构建云平台，打造一个更加智慧的烹饪生态。目前公司已经在销售、安装和售后服务端打通了互联网通道，消费者通过电商购买、手机预约安装和售后的比例正在大幅提升。

新管理层还认为，销售硬件获利的模式最终会遇到较大的天花板，这个瓶颈可能在 3-5 年之后会变得比较明显。如何挖掘存量消费者的价值是公司管理层正在思考的问题。公司未来将尝试更多的商业模式，增加与消费者的接触和互动，从而进一步地挖掘和满足消费者需求。例如，公司开发了一次性油网产品，以后消费者无需定期找人清洗油烟机，转而定期更换油网，成本更低，更方便，也更健康。我们认为，新管理层能够积极尝试“刀架-刀片”这种耗材模式，反映了管理层锐意进取的思维，也表明新管理层有望在未来不断为投资者带来惊喜。

3. 地产复苏，行业需求修复可期，估值将持续修复

从我国 30 大城市每周商品房成交面积和成交套数看，2014 年 12 月最后三周出现了连续超过 20% 的增长，从月度数据看，2014 年 12 月我国 30 大城市商品房成交面积/套数同比增长 28/26%，为 20 个月的最高水平。国泰君安房地产团队认为，地产市场后续销量将保持平稳，去库存过程会持续。

图 1. 2014 年 6 月地产成交量逐步企稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

厨电是受地产影响最明显,最直接的子领域之一。2014 年由于地产市场持续疲弱,厨电行业的增速不断下移。尽管公司通过推出高端产品、架构立体渠道市场份额快速提升,逆势大幅增长,但是行业增速放缓仍旧在很大程度上压抑公司估值水平。2015 年,随着地产市场的复苏,厨电需求也有望改善,未来公司增长速度更有保障,因此整体估值水平也将持续修复。

4. 上调 2014 年 EPS 预测至 1.78 元, 上调目标价至 512.5 元, 建议“增持”

我们维持公司收入预测不变,但是小幅上调公司 2014/2015 年 EPS 预测至 1.78/2.45 元 (+2.2/1.9%)。

表 2. 公司盈利预测调整情况

本次更新	2015/1/11			上次更新			2014/10/23		
	2014E		变化	2015E		变化	2016E		变化
旧预测	新预测	旧预测		新预测	旧预测		新预测		
收入	3,732	3,732	不变	5,005	5,005	不变	6,297	6,297	不变
EBIT	625	625	不变	871	869	-0.2%	1,097	1,096	-0.2%
EPS	1.74	1.78	+2.2%	2.41	2.45	+1.9%	3.04	3.09	+1.9%

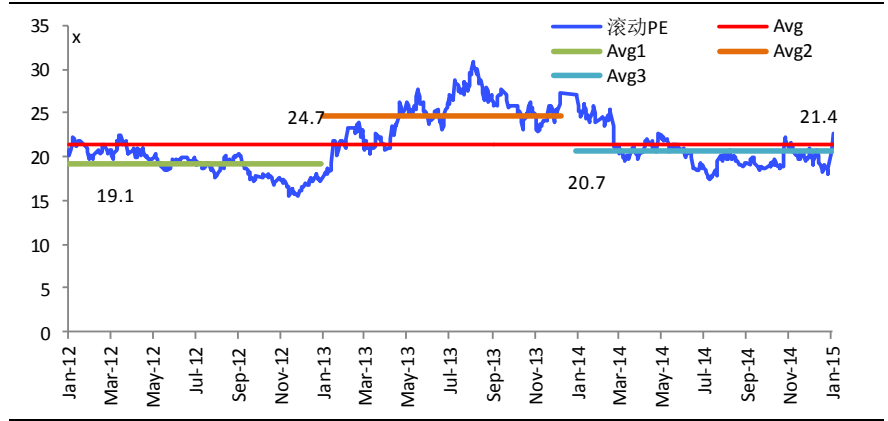
数据来源: 国泰君安证券研究

由于 2013 年市场对公司 2014 年增长预期较为充分,且 2014 年我国商品房成交情况持续较差,公司估值水平在 2014 年持续下滑。而随着我国商品房成交量的企稳回升,厨电行业未来的增长预期也有望得到持续地修复,因此老板电器的合理 PE 估值水平应该得到修复。

公司 2015 年 PE 估值修复到 2012-2014 年的平均滚动 PE 估值水平 (21.4X) 是一个合理的估计

我们回顾了 2012 年-2014 年老板电器的滚动 PE 估值水平的变化,并且按年计算了年度平均的滚动 PE 估值水平: 最高点为 31X, 最低点为 15X, 三年均值 21.4X。我们认为,考虑到未来 3 年公司复合业绩增速仍高达 30%+,公司 2015 年 PE 估值修复到 2012-2014 年的平均滚动 PE 估值水平 (21.4X) 是一个合理的估计。

图 2. 老板电器滚动 PE 估值水平中枢 21.4X



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

因此我们上调公司目标价至 52.5 元 (原 41.3 元, +27%), 对应 2015 年 21.4xPE 估值。建议“增持”。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		