

老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

蒋毅
联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹
分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

预增 40%-50%，高增长催化估值提升

事件

2013年1月16日公司发布业绩预告: 公司在三季报中预计2012年归属于上市公司股东的净利润同比增长10%至40%。此次向上修正后, 预计2012年归属于上市公司股东的净利润为26179万元—28049万元, 同比增长40%-50%, 高于我们及市场预期 (YoY+30-35%)

评论

4Q需求提升同时销售费用控制较好导致业绩超预期。 预计4Q12公司收入增速超过35%、净利率高达17%、净利润增速超过70%; 2012全年公司收入增速约为28%、净利润增速约为45%。一二线城市房地产早在去年春节后销售便明显增长, 其对家电购置的拉动效应推迟6-12个月发挥作用, 利好定位高端的“老板”品牌, 去年下半年经销商提货信心恢复, 估计4Q12收入增速超35%。公司3Q12时对销售费用预期较高, 因此3Q12其他应付账款达到1.3亿元, 同比增加3300万(图表1), 但4Q12销售费用控制较好, 实际发生额较小, 最终四季度单季度净利率大幅上升。

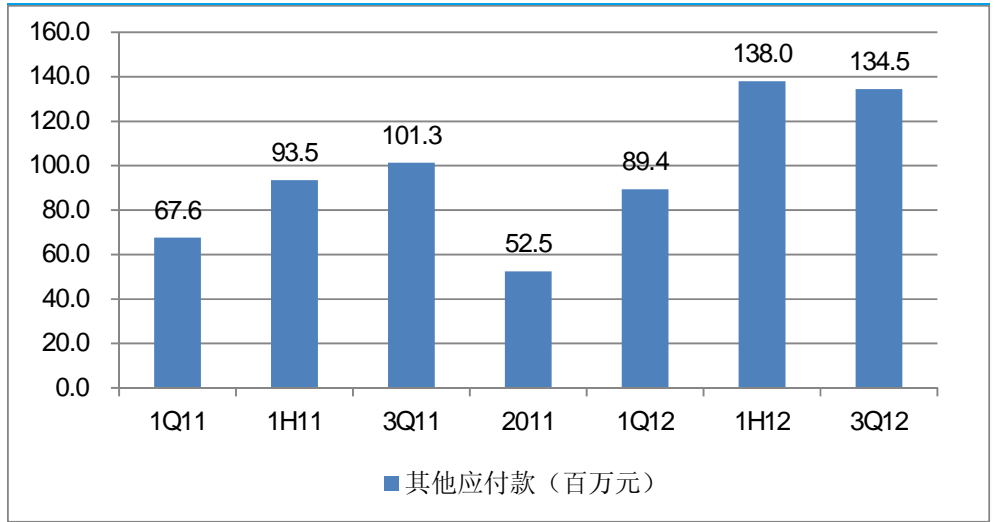
2013年公司看点在于: 一二线城市房地产销售持续回升对高端品牌“老板”的需求带动; 以及“名气”品牌在三四级城市的推广速度加快。 “老板”品牌在一二线城市有较强的品牌优势, 2011年一二线城市房地产销售低迷影响2012年的需求, 公司凭借品牌优势及优秀的营销策略使得市场份额持续提升(图表2,3), 随着2012年一二线城市销售回暖, 对厨房电器的需求将在2013年体现, 这将利于“老板”品牌的成长。公司采取多品牌+多渠道策略, 2013年大力推进“名气”在三四级城市的销售, 预计将实现高增长(增速或超70%)。我们认为由于公司主要收入来自“老板”品牌, 一二线城市需求的复苏有望使公司2013年有超预期增长。

投资建议

我们上调公司盈利预测, 预计公司2012-2014年收入分别为19.6、25.2、31.8亿元, 增速为27.6%、28.7%、26.2%; EPS分别为1.054、1.296、1.581元, 净利润增速为44.3%、22.9%、22.0%。

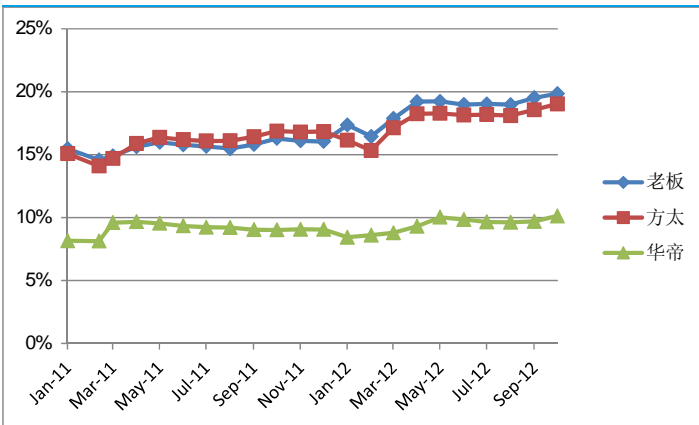
公司管理优秀令收入快速增长的同时期间费用有效控制, 加之原材料处于低位使得公司在2012年业绩超预期且利润增速快于收入增速。2013年公司继续推进“渠道多元化+品牌多元化”战略, 虽然加大“名气”品牌的投入有可能增加销售费用, 但房地产复苏和城镇化有望使公司业绩继续超预期。现价对应16.2X13PE/13.3X14PE, 考虑到市场整体估值水平的上行, 以及2012年的高增长和近期房地成交数据增强市场对公司的增长信心, 公司合理估值18-20X13PE即23.32-25.92元, 距现价仍有11-23%空间, 维持“买入”评级。

图表1: 公司在3Q12对销售费用预期较高, 其他应付款明显增加



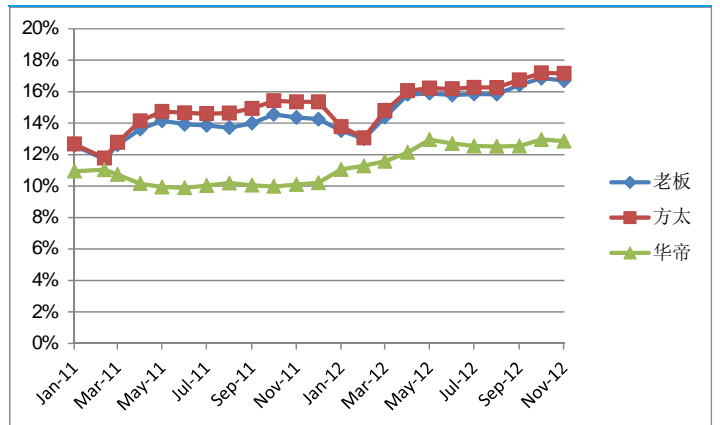
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 油烟机累计零售额份额, 老板份额持续提升



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表3: 燃气灶累计零售额份额, 老板份额持续提升



图表4: 三张报表及摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	934	1,232	1,534	1,957	2,517	3,176
增长率		31.8%	24.5%	27.6%	28.7%	26.2%
主营业务成本	-420	-559	-729	-925	-1,223	-1,579
%销售收入	44.9%	45.4%	47.5%	47.3%	48.6%	49.7%
毛利	514	672	805	1,032	1,294	1,598
%销售收入	55.1%	54.6%	52.5%	52.7%	51.4%	50.3%
营业税金及附加	-11	-12	-15	-20	-25	-32
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-340	-421	-488	-601	-758	-937
%销售收入	36.4%	34.2%	31.8%	30.7%	30.1%	29.5%
管理费用	-70	-90	-113	-143	-176	-216
%销售收入	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.0%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	93	149	188	269	335	413
%销售收入	10.0%	12.1%	12.3%	13.7%	13.3%	13.0%
财务费用	1	3	24	35	43	52
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.6%	-1.8%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	0	0	-3	-1	-4	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	1	2
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.3%	0.4%
营业利润	94	152	210	303	375	460
营业利润率	10.1%	12.4%	13.7%	15.5%	14.9%	14.5%
营业外收支	0	4	8	15	15	16
税前利润	94	156	218	318	390	476
利润率	10.1%	12.7%	14.2%	16.2%	15.5%	15.0%
所得税	-12	-22	-31	-48	-59	-71
所得税率	13.1%	14.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	82	134	187	270	332	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	82	134	187	270	332	405
净利率	8.8%	10.9%	12.2%	13.8%	13.2%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	82	134	187	270	332	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	9	14	22	27	42
非经营收益	1	1	0	-14	-16	-18
营运资金变动	34	-23	-64	27	-39	-38
经营活动现金净流	127	121	137	305	304	391
资本开支	-15	-37	-141	-17	-18	-19
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	1	2
投资活动现金净流	-15	-37	-141	-18	-17	-17
股权募资	0	908	0	0	4	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	0	-88	-48	0	-33	-33
筹资活动现金净流	0	820	-48	0	-29	-32
现金净流量	111	904	-52	287	258	342

来源: 公司财报, 国金证券研究所

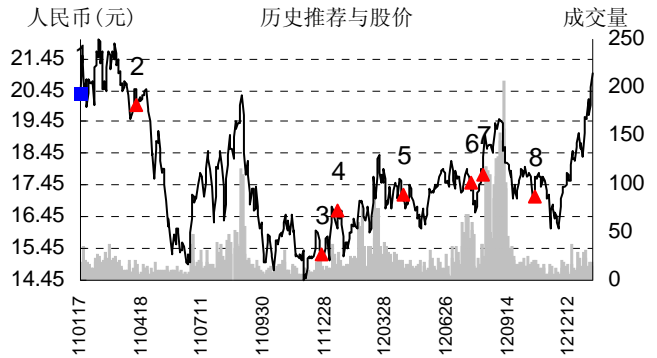
资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	175	1,075	1,023	1,310	1,568	1,910
应收款项	162	214	308	378	485	608
存货	195	246	291	364	464	578
其他流动资产	7	13	9	13	17	21
流动资产	540	1,547	1,631	2,065	2,534	3,117
%总资产	83.2%	91.8%	85.0%	87.4%	89.2%	91.0%
长期投资	0	0	1	2	1	1
固定资产	70	99	248	254	263	260
%总资产	10.8%	5.9%	12.9%	10.8%	9.3%	7.6%
无形资产	36	37	38	40	42	44
非流动资产	109	137	288	298	308	307
%总资产	16.8%	8.2%	15.0%	12.6%	10.8%	9.0%
资产总计	648	1,684	1,919	2,363	2,842	3,424
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	208	289	374	535	697	890
其他流动负债	19	25	35	81	96	112
流动负债	227	313	409	616	792	1,002
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	227	313	409	616	792	1,003
普通股股东权益	422	1,371	1,510	1,747	2,050	2,421
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	648	1,684	1,919	2,363	2,842	3,424

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.682	0.840	0.730	1.054	1.296	1.581
每股净资产	3.516	8.569	5.899	6.823	8.006	9.457
每股经营现金净流	1.056	0.725	0.535	1.190	1.189	1.528
每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.40%	9.80%	12.38%	15.45%	16.18%	16.72%
总资产收益率	12.62%	7.98%	9.74%	11.42%	11.67%	11.82%
投入资本收益率	19.22%	9.35%	10.72%	13.07%	13.91%	14.49%
增长率						
主营业务收入增长率	7.81%	31.84%	24.54%	27.56%	28.66%	26.17%
EBIT增长率	60.76%	59.70%	26.36%	42.57%	24.86%	23.13%
净利润增长率	68.48%	64.17%	39.19%	44.34%	22.90%	21.99%
总资产增长率	31.01%	159.76%	13.95%	23.10%	20.27%	20.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	27.7	26.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	167.0	143.9	134.6	145.0	140.0	135.0
应付账款周转天数	74.5	77.5	83.0	89.0	89.0	90.0
固定资产周转天数	27.3	21.6	29.3	24.0	20.0	15.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.56%	-78.39%	-67.74%	-74.98%	-76.51%	-78.85%
EBIT利息保障倍数	-88.8	-47.4	-7.9	-7.7	-7.8	-7.9
资产负债率	34.94%	18.60%	21.33%	26.08%	27.88%	29.30%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-01-17	中性	20.34	27.20 ~ 32.60
2	2011-04-11	增持	20.01	39.10 ~ 43.50
3	2011-12-25	增持	15.29	20.63 ~ 22.43
4	2012-01-17	增持	16.65	19.00 ~ 21.00
5	2012-04-25	增持	17.16	19.09 ~ 22.24
6	2012-07-27	增持	17.55	19.09 ~ 22.24
7	2012-08-13	增持	17.76	19.09 ~ 22.28
8	2012-10-26	买入	17.11	19.80 ~ 22.28

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B