证券研究报告

公司研究·调研报告

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

家用电器

二季度销售向好，多品牌管理到位

推荐（调高）

老板电器（002508）调研简报

风险评级：一般风险

2013 年 5 月 13 日

蒋孟钢
SAC 执业证书编号：S0340109121961
电话：0769-22110785
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

事件：

- **我们近日调研了老板电器（002508），并与董事长、副董事长等公司管理层进行了交流，并了解了公司近期情况。**
- **四月及五一小长假销售情况较好。**我们了解到公司总体销售情况很好，同比实现较好增长，市场集中度进一步向老板、方太等龙头企业集中，说明随着消费者对品牌认可度逐步提升，市场持续向龙头企业倾斜。4月份公司销售增速基本维持在一季度水平，而五一期间，公司卖场渠道销售同比增长36%(不包括线上渠道)我们认为公司二季度销售数据走好达到同比增长30%以上是大概率事件。
- **长期看名气，短期看主品牌老板。**公司目前主要有主品牌老板、及名气、帝泽两个副品牌。三个品牌定位完全不同，帝泽采用全原装进口机型，定位国内最高端奢华品牌。老板定位中高端，名气定位中低端。其三品牌的营销手段也存在较大差异，对“老板”与“名气”的经销商都是独立分开进行管理考核，渠道管理非常到位。
- **名气的发展采取了谨慎原则。**公司对今年目标增幅定在 80%，短期对公司净利润贡献不大。我们认为个品牌从消费者开始接受到公司直接产生效益，需要比较漫长的过程，“老板”已经发展了 30 多年，而“名气”仅有几年时间。整体上看，未来公司中坚力量仍将是“老板”，“名气”主要侧重销量。
- **未来 3 年营收年化增速目标达到 30%**公司提出未来 3 年年均增长 30%，再造一个老板，我们认为第一公司目前规模及份额还不是很大，增速较快也很正常；第二，从市场消费结构看，现在三四级市场对品牌认知度明显改善，有利于公司持续提升市场集中度，对公司形成较大利好。总体来看，公司份额仍有较大上升空间。

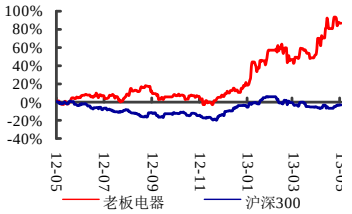
公司主要财务指标预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1533.89	1,962.74	2,698.77	3,522.16
同比%	0.25	27.96	37.50	30.51
归属母公司净利润(百万元)	186.99	268.04	341.29	421.85
同比%	0.39	43.34	27.33	23.60
毛利率%	52.48	53.58	54.10	53.50
ROE%	15.40	15.40	17.09	18.24
每股收益(元)	0.73	1.05	1.33	1.65
每股净资产(元)	5.90	6.75	7.80	9.04
市盈率(倍)	42.56	29.69	23.32	18.87
市净率(倍)	5.27	4.61	3.99	3.44

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

主要数据	2013 年 5 月 10 日
收盘价(元)	31.09
总市值（亿元）	79.59
总股本(百万股)	256
流通股本(百万股)	93
ROE（TTM）	15.84%
12 月最高价(元)	33.33
12 月最低价(元)	15.21

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，wind

相关报告

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

- **提升精装渠道盈利能力。**12年年报显示公司来自第一大客户恒大地产的销售收入近9千万，收入占比达4.6%。我们了解到单一一家地产精装渠道的收入的增长速度并没有带来公司较为客观的毛利收入，因此公司主动调整了对地产精装这块的销售策略，与多家中小开发商同时合作，以提高公司毛利率，体现品牌优势。我们也认可公司这一做法，预计公司网购和精装修渠道在13年均将有望增厚公司整体净利润率水平。
- **国五条事件尘埃落定，地产风险消除。**公司年初至今收入延续高增长态势，我们认为国五条政策落地后，后期全国城市地产成交量的下行风险不大。结合公司对中高低三大品牌的市场规划和执行能力，我们对未来三年目标的达成保持相对乐观。公司在三年成长目标可期，未来成长属性进一步确立。

- **调高到推荐评级。**我们预计4月份以来公司销售延续一季度较好增长，且五一期间公司出货增速也接近40%， 总体经营状况符合预期；而随着公司“多品牌”及“多渠道”战略推动，短期看老板主品牌，长期看名气、帝泽等新品牌，公司稳健的管理作风，有利于实现1+1大于2的规模优势。我们认为行业整合成长(均价提升)的空间仍旧很大，而且美的与公司主要在中低端形成竞争关系，对公司业绩影响不大，因此公司长期业绩有望保持稳健增长；综上预计公司13、14年EPS分别为1.33、1.65元，调高到“推荐”评级。

风险提示（1）家电行业景气度下滑风险；（2）房地产交易出现萎缩；（3）新品牌推广进度低于预期；（4）原材料价格上涨风险。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	**1,533.89**	**1962.74**	**2698.77**	**3522.16**
营业总成本	**1,324.33**	**1665.71**	**2301.68**	**3031.35**
营业成本	728.87	911.03	1238.74	1637.81
营业税金及附加	21.63	21.63	26.18	34.16
销售费用	488	599.16	850.11	1109.48
管理费用	113	162.12	210.50	274.73
财务费用	(24)	-29.50	-25.19	-25.18
资产减值损失	3	1.26	1.35	0.35
其他经营收益	**(0)**	**0.09**	**0.00**	**0.00**
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0)	0.09	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	(0)	0.00	0.00	0.00
营业利润	**210**	**297.12**	**397.09**	**490.81**
加 营业外收入	8	11.85	0.00	0.00
减 营业外支出	0	1.79	0.00	0.00
利润总额	**218**	**307.18**	**397.09**	**490.81**
减 所得税	31	44.85	55.79	68.96
净利润	**187**	**262.34**	**341.29**	**421.85**
减 少数股东损益	**0**	-5.70	0.00	0.00
归属于母公司净利润	186.99	268.04	341.29	421.85
最新总股本(万股)	**256.00**	**256.00**	**256.00**	**256.00**
基本每股收益(元)	0.73	1.05	1.33	1.65
市盈率（倍）	42.56	29.69	23.32	18.87

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000