

小家电

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 刘芷冰

S0960113020018

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

老板电器

002508

强烈推荐

业绩符合预期

厨电龙头享行业大发展

6-12个月目标价: 40-45元

当前股价: 35.91元

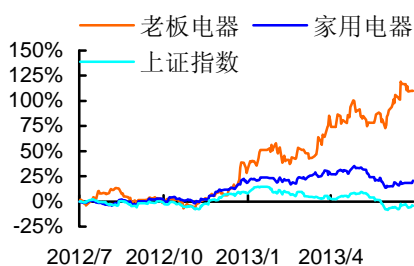
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2033.33
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	93
流通市值(亿)	33
EPS	0.22
每股净资产(元)	6.97
资产负债率	23.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
老板电器	21.36%	13.29%	63.67%
家用电器	6.06%	-6.78%	1.85%
上证指数	3.57%	-8.34%	-11.69%



相关报告

《老板电器:需求好才是真的好》2013-6-25

《行业景气,公司战略清晰》2013-4-14

投资要点:

- **业绩符合预期, 主打产品市占率市场第一。**2013年上半年收入11.53亿元,同比增长34.26%;归属于母公司所有者的净利润1.45亿元,同比增长35.73%,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.43亿,同比增长43.75%,业绩符合预期。根据中怡康报告,截至2013年6月底,公司主力产品吸油烟机零售量/额市场份额分别为15.01%、21.86%,燃气灶零售量/额市场份额分别为12.57%、19.46%,均为行业第一。同时预计2013年1-9月归属母公司净利润同比增长10-40%。
- **传统与新兴渠道携手发展。**上半年,KA渠道同比增长30%以上;在新兴渠道上,网络购物渠道,通过直配送的开展,提升了配送效率与客户体验,同比增长200%;电视购物渠道,同比增长60%;“净界A3”、“极速G6”等套装的推广,拉动了主导产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜以及电烤箱、蒸汽炉和微波炉等新品的搭配销售,配套率提升明显。
- **管理费用因研发投入增长较快,其他费用保持稳定。管理费用8346万,同比增长53.4%,**加大研发投入以及管理岗位员工薪酬增长所致,其中研发费用2728万,同比增长73.32%,募投项目“研发中心建设项目”有序推进,项目主体建设已基本完工,其核心内容国家级实验室与国家级技术中心目前处于项目申报过程中。销售费用、财务费用分别为3.67亿、财务费用-1197万,同比增长29.41%、-58.36%。
- **投资建议及盈利预测:**我们认为厨电行业与房地产销售更相关,今年厨电行业增长大概率超预期,公司作为行业龙头,将分享行业高速增长,我们对抽油烟机、燃气灶、消毒柜和其他家电的情况进行了预测,预计13-15年营业收入分别为26.9、34.7、42.8亿元, EPS分别为1.50、2.03、2.65元,对应PE为20.6、15.3、11.7倍,目标价40-45元,强烈推荐评级。

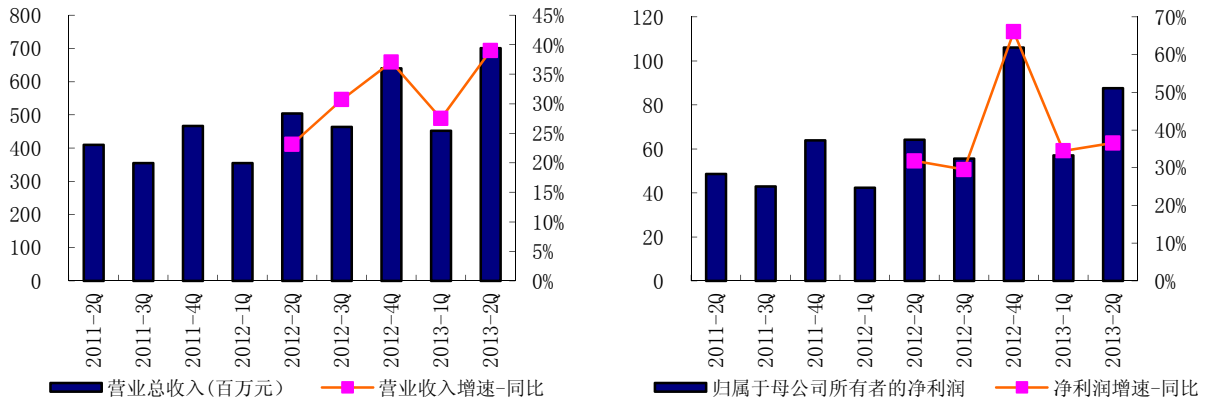
风险提示: 房地产调控超预期,新产品、新渠道拓展出现问题

主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1963	2698	3476	4289
收入同比(%)	28%	37%	29%	23%
归属母公司净利润	268	385	521	680
净利润同比(%)	43%	44%	35%	31%
毛利率(%)	53.6%	54.5%	55.4%	56.3%
ROE(%)	15.5%	18.9%	20.4%	21.0%
每股收益(元)	1.05	1.50	2.03	2.66
P/E	29.70	20.68	15.29	11.70
P/B	4.61	3.91	3.12	2.46
EV/EBITDA	23	16	12	9

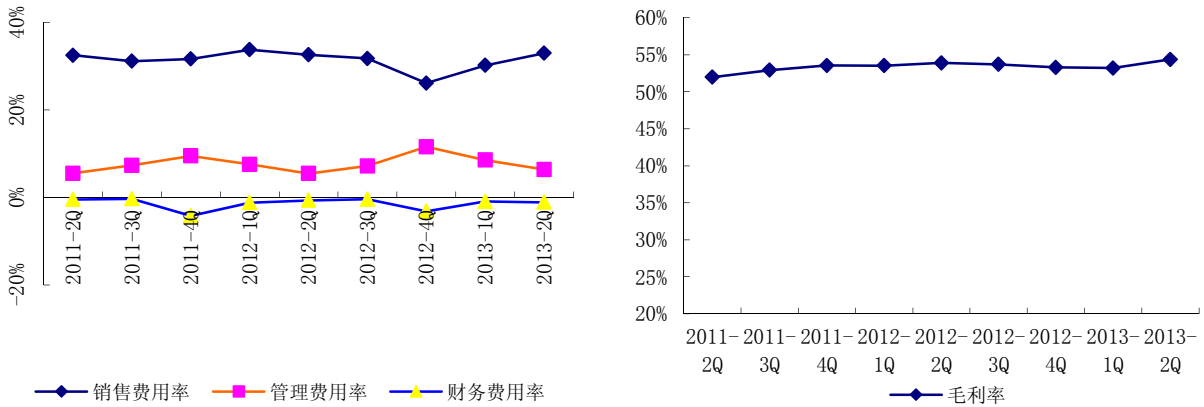
资料来源:中投证券研究所

图 1: 公司各季度收入与利润增长迅速 单位: 元



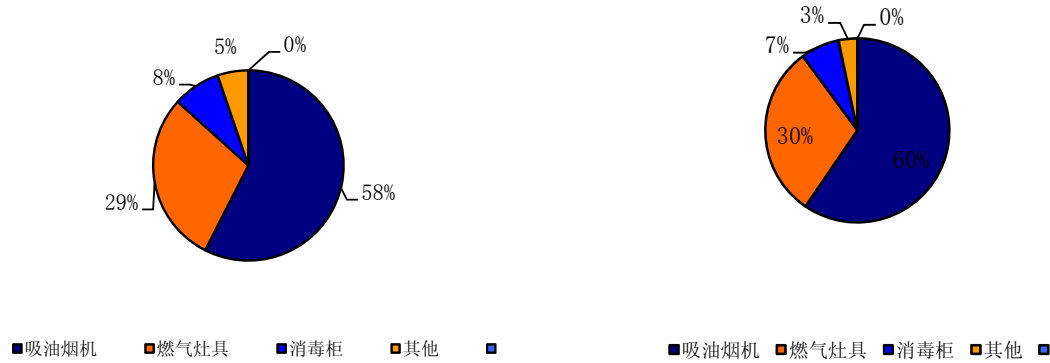
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 2: 公司各季度费用和毛利率



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 3: 公司分产品收入和毛利占比



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 1: 公司财务数据分析

季度数据										
财务指标	2011-2Q	2011-3Q	2011-4Q	2012-1Q	2012-2Q	2012-3Q	2012-4Q	2013-1Q	2013-2Q	2Q 同比变化
单位: 百万元										
营业收入增速-同比	19.27%	23.43%	27.69%	17.24%	23.13%	30.69%	37.06%	27.50%	39.01%	15.88%
营业收入增速-环比	35.44%	#####	31.54%	-24.08%	42.25%	-8.01%	37.96%	-29.38%	55.10%	12.84%
净利润增速-同比	31.25%	30.16%	58.13%	34.04%	31.80%	29.50%	66.03%	34.48%	36.56%	4.76%
净利润增速-环比	53.73%	#####	48.92%	-33.60%	51.16%	-13.36%	90.92%	-46.22%	53.49%	2.33%
毛利率	51.97%	52.91%	53.55%	53.52%	53.90%	53.70%	53.29%	53.21%	54.36%	0.47%
期间费用率	37.56%	38.23%	37.01%	40.19%	37.41%	38.61%	34.61%	37.83%	38.29%	0.87%
其中: 销售费用率	32.51%	31.18%	31.67%	33.79%	32.62%	31.79%	26.15%	30.21%	33.00%	0.38%
管理费用率	5.50%	7.36%	9.50%	7.57%	5.47%	7.21%	11.60%	8.55%	6.40%	0.93%
财务费用率	-0.46%	-0.31%	-4.17%	-1.17%	-0.68%	-0.40%	-3.14%	-0.92%	-1.11%	-0.43%
净利润率	11.87%	12.08%	13.67%	11.96%	12.71%	11.97%	16.56%	12.62%	12.48%	-0.22%
所得税率	14.76%	15.73%	11.40%	16.33%	14.09%	16.57%	13.07%	17.06%	16.29%	2.20%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1940	2564	3104	4012	营业收入	1963	2698	3476	4289
现金	1120	1500	1738	2333	营业成本	911	1227	1550	1875
应收账款	141	203	267	320	营业税金及附加	22	28	36	45
其它应收款	7	9	12	15	营业费用	599	824	1061	1309
预付账款	11	19	20	25	管理费用	162	223	287	354
存货	316	485	590	702	财务费用	-29	-48	-60	-84
其他	345	348	477	617	资产减值损失	1	1	2	1
非流动资产	392	374	333	303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	347	315	283	250	营业利润	297	444	601	788
无形资产	40	39	38	38	营业外收入	12	8	9	10
其他	5	19	11	13	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2332	2937	3437	4315	利润总额	307	451	610	797
流动负债	591	888	867	1065	所得税	45	66	89	116
短期借款	0	177	0	0	净利润	262	385	521	680
应付账款	298	342	454	562	少数股东损益	-6	0	0	0
其他	293	368	413	503	归属母公司净利润	268	385	521	680
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	293	430	575	738
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.05	1.50	2.03	2.66
其他	0	0	0	0					
负债合计	591	888	867	1065	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	14	14	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	256	256	256	256	成长能力				
资本公积	969	969	969	969	营业收入	28.0%	37.5%	28.8%	23.4%
留存收益	502	810	1330	2011	营业利润	41.8%	49.3%	35.5%	31.1%
归属母公司股东权益	1727	2035	2556	3236	归属于母公司净利润	43.3%	43.6%	35.2%	30.7%
负债和股东权益	2332	2937	3437	4315	获利能力				
					毛利率	53.6%	54.5%	55.4%	56.3%
					净利率	13.7%	14.3%	15.0%	15.9%
					ROE	15.5%	18.9%	20.4%	21.0%
					ROIC	38.7%	48.1%	56.7%	67.1%
					偿债能力				
					资产负债率	25.4%	30.2%	25.2%	24.7%
					净负债比率	0.00%	19.98%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	2.89	3.58	3.77
					速动比率	2.75	2.34	2.90	3.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	1.02	1.09	1.11
					应收账款周转率	14	15	14	14
					应付账款周转率	3.66	3.83	3.89	3.69
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.05	1.50	2.03	2.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.83	1.41	2.02
					每股净资产(最新摊薄)	6.75	7.95	9.98	12.64
					估值比率				
					P/E	29.70	20.68	15.29	11.70
					P/B	4.61	3.91	3.12	2.46
					EV/EBITDA	23	16	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-14	《行业景气，公司战略清晰》
2013-6-25	《老板电器：需求好才是真的好》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘芷冰,中投证券研究所家电行业分析师,北京大学西方经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434