

证券研究报告

公司研究——季报点评

老板电器（002508.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.07.26

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 63081253

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

王镓 研究助理

联系电话：+86 10 63081086

邮箱：wangmo@cindasc.com

相关研究

《营业收入保持较快增长，厨电市场份额扩大》

2013.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

业绩快速增长的厨电龙头

三季度业绩点评

2013年10月28日

事件：公司公布2013年三季度业绩：前三季度公司的营业收入为18.23亿元，同比增长37.85%；归属于上市公司股东的净利润为2.35亿元，同比增长45.02%；经营活动现金流净额2.87亿元，同比增长9.74%；基本每股收益0.92元。同时预计公司2013年净利润同比增长10%-40%。

点评：

- **厨电行业保持较快增长，公司营业收入增长近四成。**2013年厨电行业保持了较快增长，作为行业龙头，公司前三季度营业收入增长37.85%，延续了公司的销售高增长趋势，巩固了公司在行业的中领先地位，中怡康统计的前八个月老板电器以21.59%的零售额占据行业第一。分季度来看，前三季度收入分别同比增长27.5%、39.01%、44.49%，增速呈逐渐加快，尤其是三季度在商品住宅新开工全面回暖、销售持续走高的带动下，新兴渠道呈高速增长趋势，三季度的销售增长超过我们的预期。
- **毛利率和净利率提高，盈利能力继续增强。**前三季度公司销售毛利率为54.31%，高于2012年同期的53.73%，显示出公司的高端化路线带来的新品价格提高；销售净利率为12.55%，也高于2012年同期的12.18%，其中销售费用率同比下降0.83个百分点，但因加大研发投入以及管理岗位员工薪酬增长致使管理费用率同比上涨0.81个百分点。
- **营运能力增强，经营现金流增长放缓。**前三季度公司存货比年初增加35.34%，系销售规模扩大、“十一”备货增加所致，应收账款+票据相比年初增加18.81%，但预付账款比年初增加151.78%，主要原因还是销售规模和生产规模扩大所致。营运能力方面，营业周期为143.03天，同比减少20天；存货周转次数为2.24次，同比增加0.2次；总资产周转率为0.72次，增加0.08次，均显示出公司前三季度在销售增长的支撑下营运能力增强。现金流方面，前三季度经营活动现金流净额2.87亿元，同比增长9.74%，低于前两年同期的22.89%和59.87%的增速。
- **公司积极扩大产能。**24日公司通过董事会会议通过议案，由于预计现有产能在2015年达到上限，故计划投资年产270万台厨房电器生产建设项目（新增吸油烟机100万台、燃气灶100万台、消毒柜40万台、微波炉、烤箱、蒸汽炉、洗碗机等新品类产品30万台），项目拟在两年内建成并投产，公司预计项目达产后，年销售收入26.39亿元，利润总额3.55亿元，净利润3.02亿元。
- **盈利预测及评级：**前三季度公司的销售规模保持高速增长，盈利能力继续增强，公司的行业龙头地位巩固。我们认为厨

电市场潜力巨大，电商和房地产的渠道兴起一定程度上可以降低公司的费用率，老板高端化路线也保证了公司拥有较高盈利水平，看好公司未来 3-5 年的成长性。我们提高之前的盈利预测，预计公司 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 1.45 元、1.91 元、2.37 元（前次预测为 1.39、1.84、2.28 元），对应 2013/10/25 股价的 PE 分别为 26x、19x、16x，继续维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**房地产市场增速放缓。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,533.89	1,962.74	2,623.20	3,454.24	4,396.12
增长率 YoY %	24.54%	27.96%	33.65%	31.68%	27.27%
归属母公司净利润(百万元)	186.99	268.04	370.30	488.93	605.98
增长率 YoY%	39.19%	43.34%	38.15%	32.04%	23.94%
毛利率%	52.48%	53.58%	54.43%	53.86%	52.98%
净资产收益率 ROE%	12.98%	16.56%	19.76%	21.96%	22.47%
每股收益 EPS(元)	0.73	1.05	1.45	1.91	2.37
市场一致预期 EPS(元)	-	-	1.41	1.85	2.33
市盈率 P/E(倍)	51	35	26	19	16
市净率 P/B(倍)	6.29	5.50	4.70	3.90	3.21

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2013 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,631.42	1,940.07	2,311.24	2,895.31	3,653.26
现金	1,022.88	1,119.76	1,332.76	1,644.23	2,059.26
应收账款	175.08	315.18	360.33	474.48	603.86
其它应收款	128.41	141.35	183.62	241.80	307.73
预付账款	8.58	10.72	14.07	18.76	24.34
存货	291.42	315.88	382.56	478.14	620.18
其他	5.05	37.18	37.90	37.90	37.90
非流动资产	287.97	392.21	420.61	441.98	458.27
长期投资	1.00	1.09	1.09	1.09	1.09
固定资产	123.20	346.87	349.26	376.03	394.91
无形资产	37.41	39.68	40.65	41.49	42.21
其他	126.36	4.56	29.61	23.36	20.06
资产总计	1,919.39	2,332.28	2,731.85	3,337.29	4,111.53
流动负债	409.36	591.42	697.49	890.80	1,135.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	199.51	297.92	394.52	525.95	682.19
其他	209.85	293.50	302.98	364.85	453.67
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	409.36	591.42	697.49	890.80	1,135.87
少数股东权益	0.00	13.94	13.94	13.94	13.94
归属母公司股东权益	1,510.04	1,726.92	2,020.41	2,432.54	2,961.72
负债和股东权益	1919.39	2332.28	2731.85	3337.29	4111.53

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,533.89	1,962.74	2,623.20	3,454.24	4,396.12
同比	24.54%	27.96%	33.65%	31.68%	27.27%
归属母公司净利润	186.99	268.04	370.30	488.93	605.98
同比	39.19%	43.34%	38.15%	32.04%	23.94%
毛利率	52.48%	53.58%	54.43%	53.86%	52.98%
ROE	12.98%	16.56%	19.76%	21.96%	22.47%
每股收益(元)	0.73	1.05	1.45	1.91	2.37
P/E	51	35	26	19	16
P/B	6.29	5.50	4.70	3.90	3.21
EV/EBITDA	41.39	28.58	20.42	15.71	12.78

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,533.89	1,962.74	2,623.20	3,454.24	4,396.12
营业成本	728.87	911.03	1,195.50	1,593.79	2,067.25
营业税金及附加	14.88	21.63	26.96	35.69	46.35
营业费用	488.36	599.16	800.08	1,036.27	1,296.86
管理费用	113.40	162.12	194.12	248.71	316.52
财务费用	-23.78	-29.50	-22.40	-26.66	-32.88
资产减值损失	2.60	1.26	1.84	2.42	2.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.05	0.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	209.51	297.12	427.11	564.02	699.05
营业外收入	8.39	11.85	6.70	6.77	6.72
营业外支出	0.33	1.79	0.72	0.95	1.15
利润总额	217.57	307.18	433.09	569.85	704.63
所得税	30.57	44.85	62.80	80.92	98.65
净利润	186.99	262.34	370.30	488.93	605.98
少数股东损益	0.00	-5.70	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	186.99	268.04	370.30	488.93	605.98
EBITDA	229.39	332.27	464.88	604.51	742.89
EPS (摊薄)	0.73	1.05	1.45	1.91	2.37

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	136.91	324.09	350.26	443.80	545.79
净利润	186.99	262.34	370.30	488.93	605.98
折旧摊销	11.80	24.95	31.79	34.67	38.26
财务费用	0.02	0.14	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.05	-0.09	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-64.27	36.11	-53.22	-81.70	-100.83
其它	2.31	0.65	1.40	1.90	2.37
投资活动现金流	-142.39	-195.82	-59.75	-55.53	-53.96
资本支出	-141.34	-165.82	-59.75	-55.53	-53.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.05	-30.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-48.00	-31.51	-76.80	-76.80	-76.80
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	19.69	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	48.00	51.20	76.80	76.80	76.80
现金净增加额	-53.51	96.62	213.71	311.47	415.03

分析师简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年，2007 年加入信达证券。

家电行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。