

老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

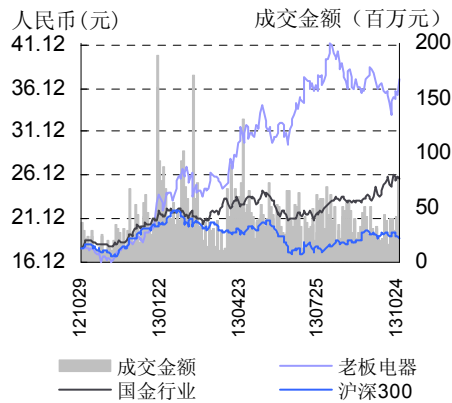
市价(人民币): 37.09元

份额提升、新品给力, 公司业绩再超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	92.80
总市值(百万元)	94.95
年内股价最高最低(元)	41.30/16.12
沪深 300 指数	2368.56
中小板指数	5971.78



相关报告

- 《公司销量和均价具有提升潜力》, 2013.8.15
- 《上半年业绩快速健康地增长》, 2013.7.26
- 《1Q13 业绩增长 34%, 全年存超预期可能》, 2013.4.25

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.169	1.047	1.457	1.931	2.514
每股净资产(元)	5.90	6.75	8.07	9.90	12.28
每股经营性现金流(元)	0.53	1.27	1.56	1.92	2.49
市盈率(倍)	31.96	15.31	27.73	20.93	16.08
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	11.92	11.92	11.92
净利润增长率(%)	39.19%	43.34%	39.20%	32.51%	30.18%
净资产收益率(%)	12.38%	15.52%	18.05%	19.51%	20.47%
总股本(百万股)	160.00	256.00	256.00	256.00	256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 老板电器发布三季报: 1-9 月实现收入 18.2 亿元 (YoY 37.9%), 净利润 2.35 亿元 (YoY 45%), 7-9 月实现收入 6.7 亿元 (YoY 44.5%), 净利润 0.9 亿元 (YoY 63%), 超市场预期。
- 预计 2013 年全年归属母公司股东净利润增幅为 10-40%。

经营分析

- 零售和网购增长靓丽, 催化公司收入增长加速:** 三季度公司在零售板块 (包括 KA、专卖店、地方通路、橱柜家装) 的销售增速达到 30%, 主要来自行业受到房地产的带动而增长、公司份额的提升, 预计明年零售增速将降至 20% 左右; 在工程渠道的增速达到 20%, 增长偏慢的原因是受到主动收缩与恒大的合作影响, 公司目前已经补充了一些新签客户, 预计明年可加快增长; 在电子商务渠道的收入增速高达 170-180%, 电视购物也增长了 60%, 预计从 4Q13 起, 由于基数压力, 增速将有所回落。名气子品牌三季度收入增速约 60%。
- 新品成功及结构性因素推升毛利率:** 公司推出的新品零售价已接近 7000 元, 毛利率明显高于老产品, 市场反应良好, 9 月份出货已占到总出货量的 10% 以上, 提高毛利率的同时反映了公司的产品竞争力、品牌号召力持续加强。同时, 毛利率高的网购渠道快速增长, 也对公司的毛利率提高有贡献。公司的费用率比较稳定。
- 存货增长较快不需担忧, 现金流良好:** 公司应收帐款表现平稳, 没有明显波动, 存货额尽管从去年同期的 3.1 亿元快速上升至 4.3 亿元, 但一方面增速与收入增速相匹配, 另一方面考虑到为国庆、双十一等备货, 并不需过于担忧。经营性现金流净额为 2.9 亿元, 高于净利润且实现小幅增长, 表现良好。

盈利调整

- 小幅上调盈利预测: 预计 2013-2015 年收入为 26.6、34.8 和 45.0 亿元, 同比增长 36%、31% 和 29%, EPS 为 1.46、1.93 和 2.51 元, 净利润增速为 39%、33% 和 30%。现价对应 20.6 × 13EPS/15.6 × 14EPS, 维持增持评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,232	1,534	1,963	2,661	3,478	4,498	货币资金	1,075	1,023	1,120	1,498	1,943	2,528
增长率		24.5%	28.0%	35.6%	30.7%	29.3%	应收款项	214	308	464	510	667	863
主营业务成本	-559	-729	-911	-1,216	-1,599	-2,082	存货	246	291	316	483	613	770
%销售收入	45.4%	47.5%	46.4%	45.7%	46.0%	46.3%	其他流动资产	13	9	41	17	21	27
毛利	672	805	1,052	1,444	1,878	2,416	流动资产	1,547	1,631	1,940	2,508	3,244	4,188
%销售收入	54.6%	52.5%	53.6%	54.3%	54.0%	53.7%	%总资产	91.8%	85.0%	83.2%	86.6%	90.0%	92.6%
营业税金及附加	-12	-15	-22	-27	-35	-45	长期投资	0	1	1	2	1	1
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	99	248	347	341	313	283
营业费用	-421	-488	-599	-803	-1,036	-1,327	%总资产	5.9%	12.9%	14.9%	11.8%	8.7%	6.3%
%销售收入	34.2%	31.8%	30.5%	30.2%	29.8%	29.5%	无形资产	37	38	42	42	44	46
管理费用	-90	-113	-162	-216	-275	-346	非流动资产	137	288	392	387	361	332
%销售收入	7.3%	7.4%	8.3%	8.1%	7.9%	7.7%	%总资产	8.2%	15.0%	16.8%	13.4%	10.0%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	149	188	269	399	532	698	资产总计	1,684	1,919	2,332	2,894	3,605	4,520
%销售收入	12.1%	12.3%	13.7%	15.0%	15.3%	15.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	24	29	27	36	47	应付款项	289	374	541	716	940	1,218
%销售收入	-0.3%	-1.6%	-1.5%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	25	35	50	98	117	142
资产减值损失	0	-3	-1	-2	-3	-4	流动负债	313	409	591	814	1,057	1,361
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	313	409	591	814	1,057	1,362
营业利润	152	210	297	424	566	741	普通股股东权益	1,371	1,510	1,727	2,067	2,534	3,144
营业利润率	12.4%	13.7%	15.1%	15.9%	16.3%	16.5%	少数股东权益	0	0	14	14	14	14
营业外收支	4	8	10	15	16	16	负债股东权益合计	1,684	1,919	2,332	2,894	3,605	4,520
税前利润	156	218	307	439	582	757	比率分析						
利润率	12.7%	14.2%	15.7%	16.5%	16.7%	16.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-22	-31	-45	-66	-87	-114	每股指标						
所得税率	14.0%	14.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.120	1.169	1.047	1.457	1.931	2.514
净利润	134	187	262	373	494	644	每股净资产	8.569	5.899	6.746	8.073	9.898	12.282
少数股东损益	0	0	-6	0	0	0	每股经营现金净流	0.725	0.535	1.266	1.555	1.915	2.486
归属于母公司的净利润	134	187	268	373	494	644	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	10.9%	12.2%	13.7%	14.0%	14.2%	14.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.80%	12.38%	15.52%	18.05%	19.51%	20.47%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.98%	9.74%	11.49%	12.89%	13.72%	14.24%
净利润	134	187	262	373	494	644	投入资本收益率	9.35%	10.72%	13.19%	16.28%	17.76%	18.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	14	26	41	63	67	主营业务收入增长率	31.84%	24.54%	27.96%	35.55%	30.71%	29.34%
非经营收益	1	0	-1	-14	-16	-16	EBIT增长率	59.70%	26.36%	42.69%	48.27%	33.61%	31.08%
营运资金变动	-23	-64	36	-2	-51	-58	净利润增长率	64.17%	39.19%	43.34%	39.20%	32.51%	30.18%
经营活动现金净流	121	137	324	398	490	637	总资产增长率	159.76%	13.95%	21.51%	24.10%	24.54%	25.38%
资本开支	-37	-141	-166	-19	-18	-19	资产管理能力						
投资	0	0	-30	-1	0	0	应收账款周转天数	27.7	26.8	26.4	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	143.9	134.6	121.7	145.0	140.0	135.0
投资活动现金净流	-37	-141	-196	-20	-18	-19	应付账款周转天数	77.5	83.0	99.6	89.0	90.0	90.0
股权募资	908	0	0	0	6	0	固定资产周转天数	21.6	29.3	64.5	46.7	32.8	22.9
债权募资	0	0	20	0	0	1	偿债能力						
其他	-88	-48	-51	0	-33	-33	净负债/股东权益	-78.39%	-67.74%	-64.32%	-71.98%	-76.25%	-80.01%
筹资活动现金净流	820	-48	-32	0	-27	-32	EBIT利息保障倍数	-47.4	-7.9	-9.1	-14.5	-14.7	-14.9
现金净流量	904	-52	97	378	445	585	资产负债率	18.60%	21.33%	25.36%	28.11%	29.32%	30.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	9	10	16	30
增持	3	3	4	9	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.25	1.26	1.30	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-10-26	买入	17.14	19.80 ~ 22.28
2 2013-01-17	买入	23.00	23.32 ~ 25.92
3 2013-03-27	买入	26.04	30.90 ~ 32.60
4 2013-04-11	买入	26.22	32.94 ~ 34.77
5 2013-04-24	买入	31.73	34.77 ~ 36.60
6 2013-04-25	增持	31.03	34.77 ~ 36.60
7 2013-07-26	增持	37.50	N/A
8 2013-08-15	增持	39.00	40.50 ~ 40.50

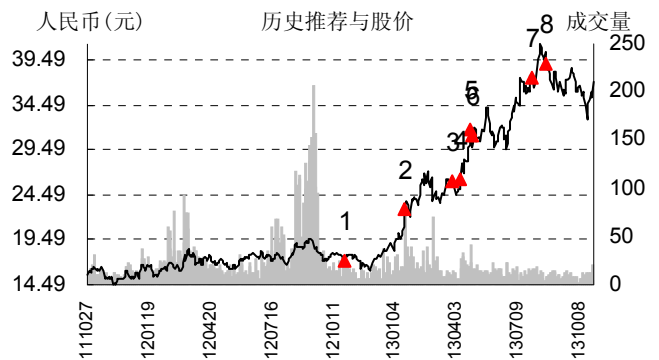
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD