

小家电

署名人: 刘芷冰

S0960513080003

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

老板电器

002508

强烈推荐

厨电行业中的格力

自我们首次推荐老板电器以来, 股价涨幅 51.7%, 我们仍坚定看好老板电器。在跟投资者交流过程中, 对老板电器有些疑问, 我们统一进行回答。

投资要点:

- 1、今年以来厨电行业为什么这么好? 厨电和房地产的关系有多大?
- 根据中怡康的统计, 今年油烟机行业增长 7.5%, 2012 年行业增长-6% (均指量的变化), 为什么会有这么大的变化? 我们认为, 今年最大的变化是房地产市场的变好, 房地产研究员预计今年全年房地产销售面积增长 20%, 2014 年增长 12%, 而 2013 年商品房销售面积仅增长 2%, 主要原因是厨电新增需求占比约 83%, 空调新增需求占比约 60%。新增需求更多的与房地产相关, 所以厨电与房地产更相关。
- 2、是不是房地产销售下滑, 老板业绩就会出现下滑?
- 从历史数据看, 房地产确实对行业有滞后影响, 但在行业负增长的时候, 公司仍然实行了过去 5 年收入增长和净利润增速 21.5%和 34.8%, 似乎与行业的增长并不相联系。
- 我们认为主要原因是:
- a.公司市占率太小, 即使行业负增长, 公司仍然可以通过提升市占率来进行增长。公司油烟机在整体市场的市占率仅为 6%, 与格力 40%多的寡头市场仍有巨大差距, 优秀的公司在行业不好时能抢占别人的市场份额。
- b.市场逐步向高端过渡。根据中怡康的统计, 厨电的高端产品 (老板、方太、西门子) 的市场份额是逐步提升的, 而低端产品的市场份额逐步下降, 说明消费者对品牌的认知度在逐步加强, 对厨电花的预算在增长。为什么这样? 举个例子, 08 年一套 200 万的房子, 如果买老板的厨具, 花费约 7000 元, 13 年同样的一套房子, 价格约为 400 万, 老板厨电用品, 价格约为 9800 元 (每年提价 7%), 但占整体房价的比重由 08 年的 0.35%降为 0.24%, 消费者更倾向于用高端的产品。

6-12 个月目标价: 50.75 元

当前股价: 38.28 元

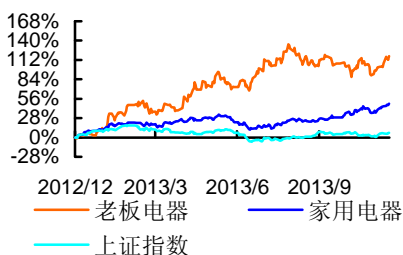
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	249
流通市值(亿)	95
EPS	0.92
每股净资产(元)	7.36
资产负债率	30.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
老板电器	1.32%	2.07%	21.16%
家用电器	4.76%	20.49%	13.22%
上证指数	4.01%	5.62%	-4.39%



相关报告

《老板电器三季报点评-业绩超预期, 高增长仍在持续》2013-10-25

《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

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

所以，当房地产不好的时候，厨电行业虽然负增长，但高端厨电行业仍是正增长，公司处于龙头地位，仍能实现增长。

图 1: 油烟机均价逐年上升

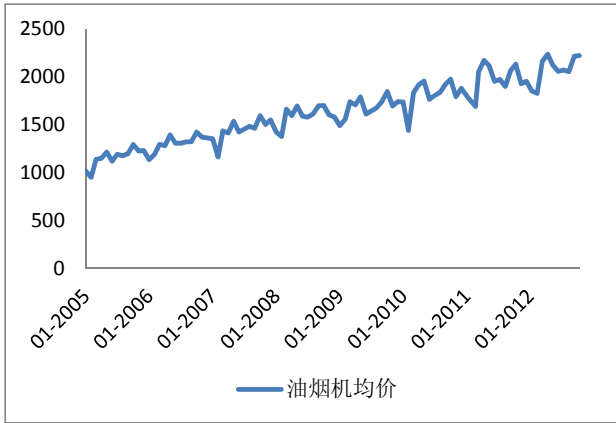
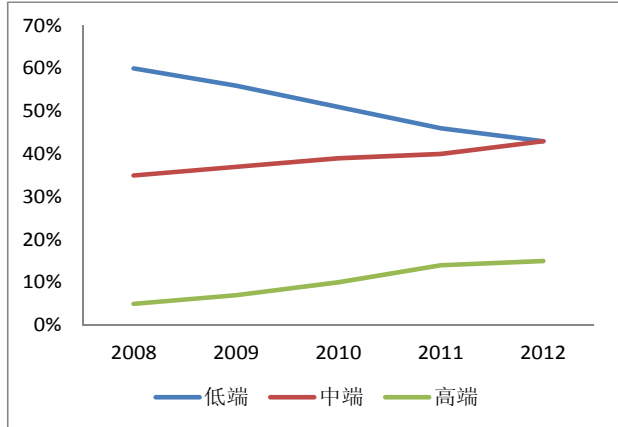


图 2: 中高端市场份额逐年提高



资料来源：中怡康，中投证券研究所

### 3、厨电行业空间有多大？是不是很快就将遇到天花板？估值是不是太高？

我们认为厨电行业（单指油烟机或灶具）的市场空间至少与冰箱一样大，油烟机行业 2011 年行业销量为 1876 万台），2011 年冰箱的行业内销量为 5927 万台，厨电行业的销量仅是冰箱的 1/3，现在还远没有达到饱和的状态。以 2011 年吸油烟机城镇保有量为例进行对比，保有量与洗衣机 1994 年、电冰箱 2002 年相类似，而农村保有量与 2001 年的电冰箱、1993 年的洗衣机类似。从 2011 年的保有量数据来看，吸油烟机保有量与冰洗仍有较大差距，仍有很大的成长空间。

厨电行业并不是传统的家电行业，而是处于成长期的行业，市场的天花板远远没有达到，相当于十到十五年前的格力。我们认为，对于这样一个成长性的行业，给予高于空冰洗的估值是非常合理的。

图 3: 吸油烟机保有量与多年前冰洗相似

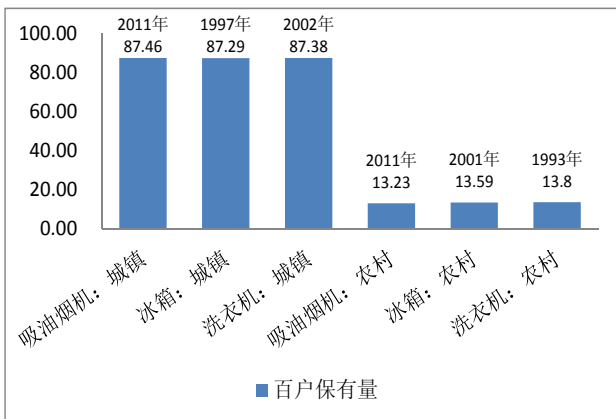
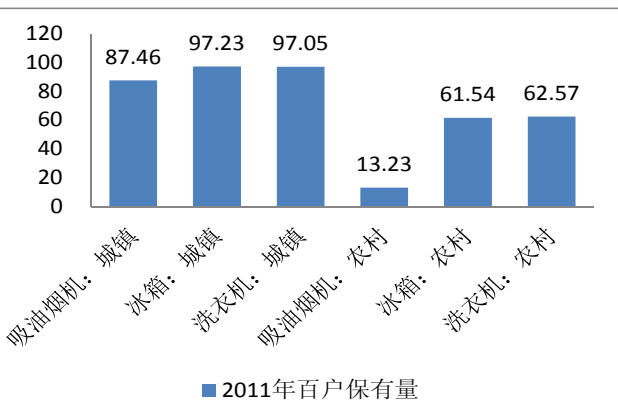
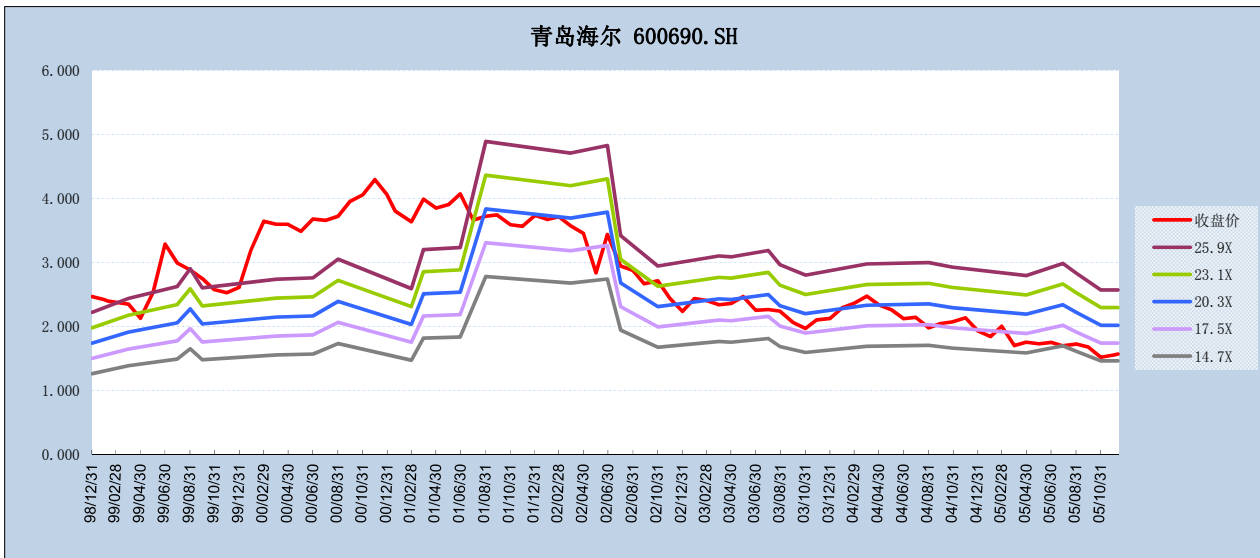


图 4: 吸油烟机保有量与冰洗仍有较大差距



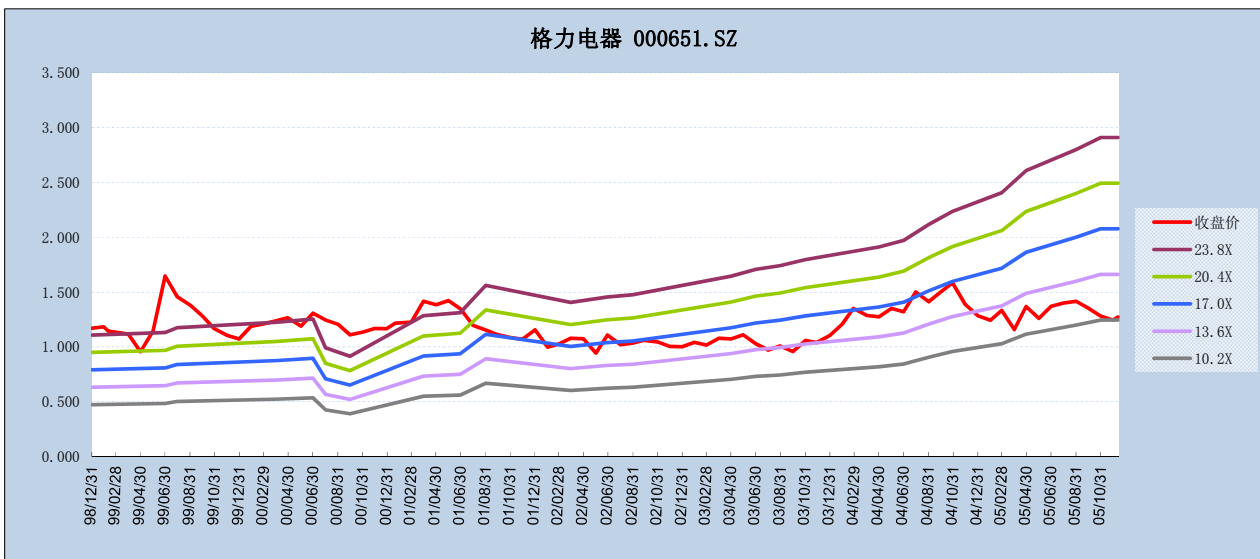
资料来源：wind，中投证券研究所

图 3: 青岛海尔估值在 98-00 年均维持在 20 倍以上



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 3: 格力电器估值在 98-01 年均维持在 24 倍以上



资料来源: wind, 中投证券研究所

**投资建议及盈利预测:** 我们认为厨电行业并不是传统的家电行业,而是处于成长期的行业,市场的天花板远远没有达到,相当于十到十五年前的格力。我们认为,对于这样一个成长性的行业,公司作为行业龙头,最有希望成为厨电行业的格力电器,有望分享行业高速增长,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,目标价 50.75 元,强烈推荐评级。

**风险提示:** 行业增速下滑

**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
<b>流动资产</b>	1940	2564	3104	4012	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	2332	2937	3437	4315	<b>利润总额</b>	307	451	610	797
<b>流动负债</b>	591	888	867	1065	所得税	45	66	89	116
短期借款	0	177	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	268	385	521	680
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	293	430	575	738
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.05	1.50	2.03	2.66
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	591	888	867	1065	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	14	14	14	14	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	256	256	256	256	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	2332	2937	3437	4315	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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
2013-10-25	《老板电器三季度点评-业绩超预期，高增长仍在持续》
2013-6-25	《老板电器：需求好才是真的好》
2013-4-14	《行业景气，公司战略清晰》

## 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

刘芷冰, 中投证券研究所家电行业研究员, 北京大学西方经济学硕士/香港大学金融学硕士。

## 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