

老板电器 (002508)

强烈推荐

行业：小家电

超预期仍在持续，上调盈利预测

公司1月9日晚发布业绩修正公告，将2013年度归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长10%至40%，修正为比上年同期增长40%-50%。我们认为增长超预期的原因主要是行业增长超预期、公司产品结构调整带来的。

投资要点：

- ✧ **厨电行业迎春。**受房地产销售增长快速的滞后影响，厨电行业13年增长喜人，以油烟机为例，根据中怡康数据，截止11月油烟机行业销售量同比增长8.1%，与12年行业的负增长形成鲜明对比。
- ✧ **产品结构变化带来毛利率提升。**产品结构的变化，2013年度推出的多款高毛利率新品销售情况良好，销售占比不断提升。截止11月，根据中怡康数据统计，产品均价提升6.6%，13年推出的主流产品比如8218型号市场价6500-7000元（原来的高端产品为4000-5000元），占比约15-20%，毛利率高于普通产品，产品结构的持续改善有利于提升毛利率。
- ✧ **渠道多元化建设不断推进，导致整体毛利率提高。**预计零售（KA、橱柜、专卖店）收入占比70%、电商+电视销售收入占比20%、工程收入占比10%；今年各渠道增长：零售35%，电商+电视销售100-150%，工程20%。我们预计明年各渠道增长：零售20%，电商100%，工程50%，电视50%。电商毛利率高于传统零售渠道20个百分点，占比提高带来综合毛利率的提升。具体分析见《老板电器：行业景气，公司战略清晰》
- ✧ **未来三年三个30%的战略目标清晰明确，三个品牌布局合理。**公司2013年制定三个30%战略目标：增长率达30%；力争未来3年实现年复合增长率达30%；市场份额达30%；主力产品吸油烟机销售额市场份额达30%；超越主要竞争对手30%。老板定位高端，名气定位中端，帝泽定位顶级，多品牌运营将对不同的消费者进行全方位的覆盖。
- ✧ **风险提示：**房地产销售下滑超预期，估值过高的风险

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1963	2698	3540	4289
收入同比(%)	28%	37%	31%	21%
归属母公司净利润	268	391	538	691
净利润同比(%)	43%	46%	38%	28%
毛利率(%)	53.6%	54.5%	55.4%	56.3%
ROE(%)	15.5%	19.2%	20.9%	21.1%
每股收益(元)	1.05	1.53	2.10	2.70
P/E	29.70	20.35	14.80	11.53
P/B	4.61	3.90	3.09	2.43
EV/EBITDA	23	16	12	9

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：刘芷冰

S0960513080003

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

6-12个月目标价：52.5

当前股价：38.80

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	256
流通股本(百万股)	249
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	97
成交量(百万股)	0.96
成交额(百万元)	37.37

股价表现



相关报告

《老板电器：厨电行业中的格力》

2013-12-10

《老板电器：需求好才是真的好》

2013-06-25

《行业景气，公司战略清晰》

2013-04-14

- ◇ **各项财务指标显示改公司盈利持续改善。**根据公司三季报披露，存货增长和预付账款增长说明行业高增长仍在持续。公司结算是以零售端销售确认收入，所以公司存货反映渠道库存，存货较年初增长 35.34%，增长合理，说明渠道库存与销售端增长均衡，库存水平合理，增长的主要原因为销售规模扩大、“十一”备货增加所致。同时，由于行业高景气，预付款项比年初增长 151.78%，主要原因为生产和销售规模扩大，原材料采购增加，预付的货款相应增加所致。另外，其他应付款比年增长 245.16%，主要原因为预提销售费用与代理商保证金增加所致，说明公司费用计提充分，盈利有改善的空间。
- ◇ **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。（具体见《老板电器：厨电行业中的格力》）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，**上调 13-15 年 EPS 分别为 1.53、2.10、2.70 元（原为 1.50、2.03、2.65），给予 14 年 25 倍 PE，上调目标价至 52.50 元，强烈推荐评级。**

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1940	2564	3142	4046
现金	1120	1500	1751	2367
应收账款	141	203	272	320
其它应收款	7	9	12	15
预付账款	11	19	20	25
存货	316	485	600	702
其他	345	348	485	617
非流动资产	392	374	333	303
长期投资	1	1	1	1
固定资产	347	315	283	250
无形资产	40	39	38	38
其他	5	19	11	13
资产总计	2332	2937	3474	4349
流动负债	591	882	881	1065
短期借款	0	171	0	0
应付账款	298	342	462	562
其他	293	368	418	503
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	591	882	881	1065
少数股东权益	14	14	14	14
股本	256	256	256	256
资本公积	969	969	969	969
留存收益	502	816	1354	2045
归属母公司股东权益	1727	2041	2579	3270
负债和股东权益	2332	2937	3474	4349

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	324	219	367	537
净利润	262	391	538	691
折旧摊销	25	34	34	34
财务费用	-29	-48	-61	-85
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	36	-148	-158	-105
其它	30	-11	14	1
投资活动现金流	-196	19	-5	-6
资本支出	166	-0	0	0
长期投资	-30	-0	0	-0
其他	-60	19	-5	-6
筹资活动现金流	-32	142	-110	85
短期借款	0	171	-171	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-32	-29	61	85
现金净增加额	97	380	251	616

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1963	2698	3540	4289
营业成本	911	1227	1577	1875
营业税金及附加	22	28	37	45
营业费用	599	824	1081	1309
管理费用	162	216	283	343
财务费用	-29	-48	-61	-85
资产减值损失	1	1	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	297	451	622	800
营业外收入	12	8	9	10
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	307	458	630	809
所得税	45	67	92	118
净利润	262	391	538	691
少数股东损益	-6	0	0	0
归属母公司净利润	268	391	538	691
EBITDA	293	437	595	749
EPS (元)	1.05	1.53	2.10	2.70

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	28.0%	37.5%	31.2%	21.2%
营业利润	41.8%	51.7%	37.9%	28.8%
归属于母公司净利润	43.3%	46.0%	37.5%	28.4%
获利能力				
毛利率	53.6%	54.5%	55.4%	56.3%
净利率	13.7%	14.5%	15.2%	16.1%
ROE	15.5%	19.2%	20.9%	21.1%
ROIC	38.7%	48.9%	58.0%	68.2%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	30.0%	25.4%	24.5%
净负债比率	0.00%	19.42	0.00%	0.00%
流动比率	3.28	2.91	3.57	3.80
速动比率	2.75	2.36	2.88	3.14
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.02	1.10	1.10
应收账款周转率	14	15	14	14
应付账款周转率	3.66	3.83	3.92	3.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.53	2.10	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.85	1.43	2.10
每股净资产(最新摊薄)	6.75	7.97	10.08	12.77
估值比率				
P/E	29.70	20.35	14.80	11.53
P/B	4.61	3.90	3.09	2.43
EV/EBITDA	23	16	12	9

相关报告

报告日期	报告标题
2013-12-10	《老板电器：厨电行业中的格力》
2013-10-25	《老板电器三季报点评-业绩超预期，高增长仍在持续》
2013-07-25	《业绩符合预期，厨电龙头享行业大发展》
2013-06-25	《老板电器：需求好才是真的好》
2013-04-14	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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