



家用电器

继续强力推荐，业绩继续超预期

推荐 (维持)

老板电器 (002508) 2013 年业绩修订公告动态点评

风险评级：低风险

2014 年 1 月 10 日

事件： 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。

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340109121961

电话：0769-22110785

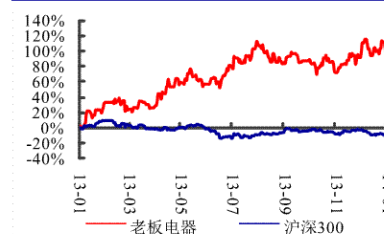
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

- ◇ **公司多渠道共同发力，主营增速进一步提升：** 尽管从中怡康口径来看三季度厨电行业整体销量增速有所放缓，但公司 KA 渠道市占率持续提升，中高端产品热销，带来 KA 销售均价的提升，同时，在直配送持续开展带动下公司网购及电视购物渠道延续高速增长势头；在多重渠道共同发力带动下，三季度公司主营增速有了进一步提升，创下全年增速的最高值。
- ◇ **厨电行业稳健增长。** 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。
- ◇ **产品结构向上，毛利率持续提升。** 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%(前 5 年年均提升 5%左右)，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。

主要数据 2014 年 1 月 10 日

收盘价(元)	37.90
总市值(亿元)	9,702.40
总股本(百万股)	25,600
流通股本(百万股)	25,600
ROE (TTM)	18.09%
12 月最高价(元)	42.79
12 月最低价(元)	19.42

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

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。

维持“推荐”评级：我们之前已经在三季报点评中调高 13 年全年公司收入增长为 38%，全年总体经营状况略超预期；而随着公司“多品牌”及“多渠道”战略推动，短期看老板主品牌，长期看名气、帝泽等新品牌，公司灵活的管理作风，有利于实现 1+1 大于 2 的规模优势。我们认为公司走的与格力相同的专业化道路，将有助提高公司在行业整合成长(均价提升)的空间，而且美的与公司主要在中低端形成竞争关系，对公司业绩影响不大，因此公司长期业绩有望保持稳健增长；我们维持公司 13、14 年 EPS 分别为 1.48、1.88 元的预测，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）家电行业景气度下滑风险；（2）房地产交易出现萎缩；（3）新品品牌推广进度低于预期；（4）原材料价格上涨风险。

财务报表预测及估值指标（单位：百万元）

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,963	2,711	3,285	3,926	净利润	262	380	482	600
营业成本	911	1,241	1,495	1,755	折旧与摊销	26	45	19	23
营业税金及附加	22	26	32	38	财务支出	0	-25	-25	-25
销售费用	599	816	969	1,158	投资损失	-0	0	0	0
管理费用	162	209	253	302	净营运资本变动	36	-476	-92	-91
财务费用	-29	-25	-25	-25	经营活动现金流	324	-76	384	506
资产减值损失	1	1	0	0	资本支出	-196	151	-42	-52
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	297	442	561	698	投资活动现金流	-196	151	-42	-52
利润总额	307	442	561	698	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	45	62	79	98	债券融资	20	0	0	0
净利润	262	380	482	600	股利分配及其它	-51	-70	-95	-125
减 少数股东损益	-6	0	0	0	筹资活动现金流	-32	-70	-95	-125
归母公司净利润	268	380	482	600	货币资金净变动	97	6	247	330
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金		1,126	1,373	1,703	成长能力(YOY)				
应收账款	141	230	279	334	营业收入	27.96%	38.10%	21.20%	19.52%
预付账款	11	15	18	21	营业利润	41.82%	48.79%	26.97%	24.26%
存货	316	897	1,037	1,209	归母公司净利润	43.34%	41.76%	26.97%	24.26%
其它	1,442	214	265	273	盈利能力				
流动资产合计	1,910	2,482	2,972	3,539	销售毛利率	53.58%	54.20%	54.50%	55.30%
长期股权投资	1	1	1	1	销售净利率	13.66%	14.02%	14.69%	15.27%
固定资产合计	347	155	183	217	ROE	15.40%	18.76%	20.21%	21.13%
长期待摊费用	3	-0	0	-0	ROIC	10.75%	13.20%	17.75%	19.31%
其它	42	40	39	38	偿债能力				
非流动资产合计	392	196	223	256	资产负债率	13.20%	17.75%	19.31%	20.37%
资产总计	2,302	2,677	3,194	3,795	流动比率	3.23	3.64	3.57	3.61
短期借款	0	0	0	0	速动比率	2.70	2.32	2.32	2.38
应付账款	298	346	438	526	营运能力				
预收款项	185	211	254	298	资产周转率	0.93	1.09	1.12	1.12
其它	109	124	140	155	存货周转率	3.00	2.05	1.55	1.56
流动负债合计	591	682	833	979	应收账款周转率	14.55	14.58	12.89	12.81
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	0	0	50	54	每股收益	1.05	1.48	1.88	2.34
非流动负债合计	0	0	50	54	每股经营现金流	126.60	-29.62	150.17	197.73
负债合计	591	732	887	1,038	每股净资产	6.75	7.91	9.33	11.08
实收资本	256	256	256	256	每股股利	0.30	0.37	0.47	0.59
资本公积	969	969	969	969	估值指标				
留存收益及其它	516	801	1,162	1,612	PE	33.71	23.78	18.73	15.07
所有者权益合计	1,741	2,026	2,388	2,837	PB	5.23	4.46	3.78	3.18
负债和权益总计	2,332	2,757	3,274	3,875	EV/EBITDA	26.89	17.10	14.28	11.40

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn