

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

小家电 II

老板电器 (002508)

重大事项点评

推荐

(维持评级)

2014年03月21日

高端龙头领先优势扩大、智能产品起航

 证券分析师: **王念春**

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

 联系人: **曾婵**

0755-82130646

zengchan@guosen.com.cn

事项:

公司公告 2014 年一季度业绩预告, 预计收入 5.88-6.78 亿元、同比增长 30%-50%, 归属于上市公司股东的净利润 0.74-0.86 亿元、同比增长 30%-50%。

内容:

■ 收入持续快速增长, 2014 年公司的龙头领先优势进一步扩大

公司公告 2014 年一季度业绩预告, 预计收入 5.88-6.78 亿元、同比增长 30%-50%, 持续保持快速增长。我们预计公司收入以及归属上市公司股东的净利润分别同比增长约 40%, 继续保持快速增长趋势。

从中怡康监测的数据来看, 公司油烟机 13 年零售量市场占有率 15.54%、零售额市场占有率 22.69%, 保持行业第一; 同时, 与行业第二名方太的优势地位加大, 龙头地位更加稳固。在高端油烟机市场, 公司也保持着市场占有率第一的成绩, 同时 8218 大吸力油烟机开创了 6000 元高端市场的新格局。

特别值得注意的是从 14 年 1 月份的数据来看, 公司的领先优势继续扩大, 并有加速的趋势, 1 月份在中怡康监测统计中显示老板品牌销售量超越方太 32%, 金额超越方太 18%。究其根本原因, 产品改进、团队激励体系优于同行是非常重要的因素。

表 1: 2007 -2014.1, 各品牌油烟机市场占有率 (%)

	2014.1	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
按金额								
老板电器	22.77%	22.69%	19.66%	15.96%	14.85%	13.88%	13.39%	13.59%
方太电器	19.37%	21.40%	18.95%	16.63%	15.82%	15.26%	14.81%	15.58%
华帝股份	8.80%	9.19%	10.05%	9.08%	8.63%	7.99%	7.48%	7.70%
美的集团	8.22%	6.63%	6.07%	7.40%	6.18%	5.28%	4.03%	3.13%
老板超越方太的市占率	3.40%	1.28%	0.71%	-0.68%	-0.98%	-1.38%	-1.41%	-1.99%
按销量								
老板电器	14.64%	15.54%	13.00%	10.49%	10.06%	9.46%	9.21%	9.64%
方太电器	11.04%	13.32%	11.83%	9.92%	9.70%	9.34%	8.98%	9.93%
华帝股份	8.80%	9.53%	10.47%	7.96%	7.57%	7.17%	6.67%	7.16%
美的集团	9.56%	8.22%	7.70%	9.22%	7.41%	7.08%	5.59%	4.35%
老板超越方太的市占率	3.59%	2.22%	1.17%	0.57%	0.35%	0.12%	0.23%	-0.29%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

表 2: 2007-2014.1, 各品牌嵌入式燃气灶市场占有率 (%)

	2014.1	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
按金额								
老板电器	19.76%	20.95%	17.69%	15.12%	14.16%	13.31%	13.36%	13.06%
方太电器	18.51%	20.59%	18.15%	16.22%	15.66%	14.89%	14.59%	15.02%
华帝股份	11.69%	11.63%	12.93%	10.03%	10.11%	10.67%	9.83%	9.82%
美的集团	7.48%	5.81%	5.57%	6.64%	5.76%	5.30%	4.44%	3.28%
老板超越方太的市占率	1.25%	0.35%	-0.46%	-1.10%	-1.51%	-1.58%	-1.22%	-1.96%
按销量								
老板电器	13.28%	15.11%	12.69%	10.84%	10.41%	10.07%	9.96%	9.96%
方太电器	11.27%	13.77%	12.15%	10.60%	10.35%	10.30%	10.40%	11.30%
华帝股份	11.05%	11.26%	12.94%	9.35%	9.48%	9.82%	8.94%	9.24%
美的集团	10.12%	8.25%	7.55%	9.02%	7.61%	7.27%	6.26%	4.71%
老板超越方太的市占率	2.01%	1.35%	0.54%	0.24%	0.05%	-0.24%	-0.44%	-1.35%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

■ 电商保持翻倍增长, 精装修渠道改善初见成效

近几年来, 公司的电商收入一直保持翻倍增长, 如果综合电视购物来计算预计 2014 年一季度占公司总收入的比例也接近 30%, 已成为带动收入增长的重要力量; 同时, 由于电商渠道的毛利率更高, 也带动了公司整体毛利率水平的持续上升。2013 年单纯计算电商收入占到公司收入的 18%。

12 年由于公司与恒大地产合作较多, 精装修工程渠道收入增长较快, 但毛利率较低, 因此 13 年公司做战略调整, 逐步增与向地方性中高端房地产商合作, 一方面公司议价能力更强、毛利率更高, 另一方面能保持公司高端产品的定位。工程渠道的转型 14 年一季度已初见成效, 收入增速预计 50% 以上。

表 3: 公司电商及电视购物渠道的收入增速及占比 (%)

	2011	2012	2013	预计 2014 一季度
收入增速	-	150%	130%	100%
销售占比	8%	16%	25%	30%

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理和预测

表 4: 公司精装修工程渠道的收入增速及占比 (%)

	2011	2012	2013	预计 2014 一季度
收入增速	-	60%	20%	50%
销售占比	8%	10%	8%	10%

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理和预测

图 1: CXW-200-9508S 产品示意图



资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所整理

图 2: CXW-200-9506 产品示意图



资料来源: 公司网站、国信证券经济研究所整理

■ 新推出带液晶屏幕的油烟机，未来可实现物联网功能

适应智能家居的发展，公司新推出尊朗系列 2 款油烟机，带有液晶显示屏，油烟机在实现传统烟机控制功能外，还能实现菜谱定制、在线购物、广告精确推送等，盈利模式有望发生变革。在烤箱产品上，公司也将进一步推出优化的智能厨电产品。

- ✓ CXW-200-9508S: 机前置 15 英寸液晶显示屏及侧置内嵌式低音炮音响;
- ✓ CXW-200-9506: 触摸式感应液晶屏操控。

2014 年中国家电博览会中，公司的欧式油烟机 9500 获得艾普兰年度产品大奖。

■ 高端市占率提升，有助于公司跨越房地产周期

近期公司股价调整较多，主要是担心受房地产销售增速放缓的影响，公司收入也会受到波及。调整是我们能够买到好公司的机会，地产销售如果持续低迷的确会一定程度上影响厨电的销售，但同时我们不可忽略的是厨电消费的上档趋势、公司的竞争优势扩大：

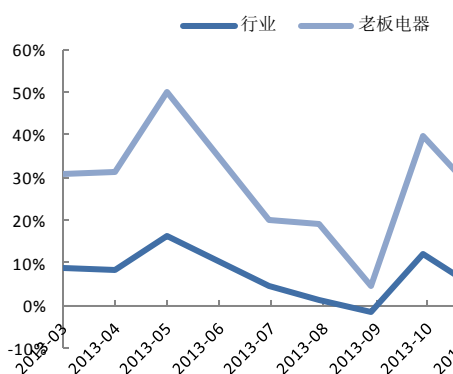
- ✓ 行业中高端产品占比将持续提升：消费升级、厨电占收入比重逐渐下滑，都将使消费者更加青睐高端产品。而高端产品系列中，老板品牌和方太品牌成为消费者的必选，更何况公司的整体团队有更好的管理架构和激励体系。
- ✓ 公司在高端产品中的市场份额持续上升：电商、工程等渠道的交易费用都低于过去与百货渠道或者大型家电连锁渠道的费用，这使得渠道铺设广泛的老板公司有更多的机会挤占区域品牌的市场份额，获取更高的份额空间；居民的品牌消费意识不断上升也将提高厨电行业的市场集中度。

表 5: 行业高端占比、公司在高端产品的占比 (%)

	2010	2011	2012	2013E	2014E
行业销量 (万台)	2,040	2,000	1,900	2,033	2,196
高端占比	22.0%	24.0%	25.0%	26.0%	26.5%
公司销量占比	12.3%	14.8%	19.4%	24.5%	29.5%
公司销量	55	71	92	126	165

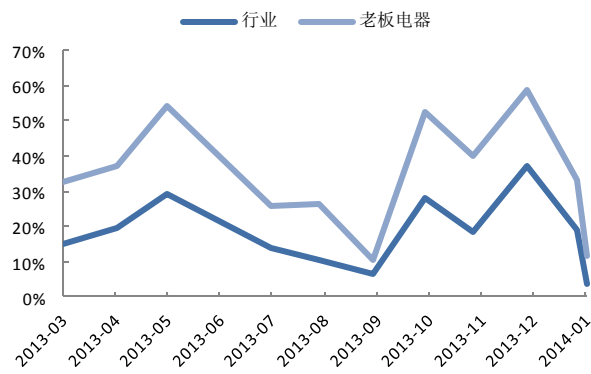
资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理和预测

图 3: 公司与行业油烟机销量增速对比 (%)



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司与行业油烟机销售额增速对比 (%)



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

■ 估值处于历史低位，建议买入

公司具有良好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力，进一步其提升市场份额和产品均价的趋势将延续，实现公司未来年复合增速 30% 或更高的确定性非常高。预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 1.52/2.10/2.72 元，维持“推荐”评级。

近期公司股价调整较多，已处于历史低位，对比过去股价走势现在正是 2012 年底股价启动前的低估值位置，对应 14 年动态 PE 为 16.1 倍，建议买入。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1120	1312	1694	2097
应收款项	464	519	691	898
存货净额	316	404	532	693
其他流动资产	11	14	18	23
流动资产合计	1940	2279	2965	3742
固定资产	347	476	549	617
无形资产及其他	40	36	42	48
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
资产总计	2332	2792	3557	4407
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100
应付款项	298	404	532	693
其他流动负债	293	337	444	577
流动负债合计	591	741	1076	1370
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	591	741	1076	1370
少数股东权益	14	14	14	14
股东权益	1727	2037	2467	3024
负债和股东权益总计	2332	2792	3557	4407

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.05	1.52	2.10	2.72
每股红利	0.20	0.30	0.42	0.54
每股净资产	6.75	7.96	9.64	11.81
ROIC	14%	20%	25%	29%
ROE	16%	19%	22%	23%
毛利率	54%	55%	55%	55%
EBIT Margin	14%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	15%	17%	18%	18%
收入增长	28%	38%	33%	30%
净利润增长率	43%	45%	38%	30%
资产负债率	26%	27%	31%	31%
息率	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%
P/E	36.4	22.3	16.1	12.5
P/B	5.6	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	35.5	23.1	17.6	13.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1963	2709	3602	4683
营业成本	911	1228	1619	2107
营业税金及附加	22	27	36	47
销售费用	599	818	1077	1396
管理费用	164	207	267	346
财务费用	(29)	(18)	(20)	(23)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	(1)	(1)
其他收入	2	0	0	0
营业利润	297	447	622	809
营业外净收支	10	7	6	5
利润总额	307	454	628	814
所得税费用	45	66	91	118
少数股东损益	(6)	0	0	0
归属于母公司净利润	268	388	537	696

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	268	388	537	696
折旧摊销	25	24	30	35
公允价值变动损失	1	0	1	1
应付账款	98	106	129	160
财务费用	(29)	(18)	(20)	(23)
营运资本变动	(2)	8	(69)	(80)
其他	(103)	(106)	(129)	(160)
经营活动现金流	287	420	499	653
资本开支	(121)	(150)	(110)	(110)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
投资活动现金流	(151)	(150)	(110)	(110)
权益性融资	(0)	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(51)	(78)	(107)	(139)
其它融资现金流	63	0	100	0
融资活动现金流	(40)	(78)	(7)	(139)
现金净变动	97	193	381	404
货币资金的期初余额	1023	1120	1312	1694
货币资金的期末余额	1120	1312	1694	2097
企业自由现金流	130	249	366	519
权益自由现金流	193	233	449	499

相关研究报告:

- 《老板电器-002508-高端厨电龙头持续成长可期》 —— 2013-11-12
 《老板电器-002508-2013年三季报点评: 未来三年仍是公司发展黄金期》 —— 2013-10-25
 《老板电器-002508-2013年上半年业绩交流会调研纪要: 持续高成长可期》 —— 2013-07-30
 《老板电器-002508-2013年半年报点评: 收入增长超预期、高成长继续演绎》 —— 2013-07-26
 《老板电器-002508-2012年年报点评: 高端厨电品牌优势将加快提升》 —— 2013-04-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行