

证券研究报告

公司研究——年报点评

老板电器（002508.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.10.28

王镓 行业分析师

执业编号：S1500513100001

联系电话：+86 10 63081086

邮箱：wangmo@cindasc.com

相关研究

《营业收入保持较快增长，厨电市场份额扩大》

2013.7

《业绩快速增长的厨电龙头》 2013.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

行业份额保持领先 净利大幅增长 43.9%

2013 年报点评

2014 年 4 月 10 日

事件：公司公布 2013 年业绩：公司营业收入为 26.54 亿元，同比增长 35.21%；归属于上市公司股东的净利润为 3.86 亿元，同比增长 43.87%；经营活动现金流净额 3.23 亿元，同比下降 0.4%；基本每股收益 1.51 元。

点评：

- **厨电行业稳定增长，公司龙头地位保持稳固。**2013 年在城镇化和地产市场回暖的带动下，厨电市场保持了快速增长，中怡康的数据显示吸油烟机、燃气灶、消毒柜的零售额分别同比增长 19.04%、12.65%和 7.03%。公司作为厨电行业的龙头企业，生产量同比增长 40%左右，营业收入同比增长 35.21%，吸油烟机和燃气灶的零售量市场占比为 15.54%和 13.03%，零售额市场占比为 22.69%和 20.05%，均居行业第一。
- **吸油烟机和燃气灶销售保持 30%以上增长，盈利能力持续增强。**2013 年公司的主要产品吸油烟机和燃气灶销售收入分别同比增长 39.66%和 35.58%，分别占公司收入的 57.38%和 28.49%。公司的主营业务毛利率达到 54.29%，同比提高 1.23%，其中主要产品的吸油烟机、燃气灶的毛利率分别提高 1.07 个和 1.2 个百分点。
- **费用率下降，营运能力全面加强，ROE 明显增长。**2013 年公司的销售费用率和管理费用率分别下降 0.45 个和 0.34 个百分点，为 30.08%和 7.92%，公司在提高营销能力的同时有效的控制了费用的支出增长。2013 年公司营运能力全面加强，存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率分别同比增长 0.16 次、0.55 次和 0.11 次。公司 ROE（扣除/加权）超过 20%，为 20.4%，同比提高 4.28 个百分点。
- **渠道建设取得突破。**2013 年公司的线下渠道方面，新增 35 个经销商，458 个县域专卖店，256 个乡镇网点，线下销售实现 30%增长。线上渠道方面，公司价钱拓展力度，全年销售额同比增长 140%，“老板”品牌吸油烟机、燃气灶在主流 B2C 平台销售额占同类产品的 18.03%，位居第一。
- **盈利预测及评级：**公司作为厨电高端品牌代表，在行业加速增长背景下，乘风前进，收入和净利均保持了快速增长。长期来看，厨电将是收益城镇化最大的家电子行业，而公司凭借自身高端品牌的运营能力和营销能力，及其产品上的质量和技术优势，未来仍将在行业中保持领先地位。我们调整之前的盈利预测，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 2.05 元、2.72 元、3.46 元（前次预测 2014、15 年 EPS 分别为 1.91 元、2.37 元），对应 2014/4/9 股价 35.62 元的动态 PE 分别为 17x、13x、10x，继续维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**房地产市场和原材料价格波动。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	1,962.74	2,653.81	3,593.43	4,825.78	6,244.48
增长率 YoY %	27.96%	35.21%	35.41%	34.29%	29.40%
归属母公司净利润(百万元)	268.04	385.63	523.84	695.35	884.99
增长率 YoY%	43.34%	43.87%	35.84%	32.74%	27.27%
毛利率%	53.58%	54.44%	55.39%	56.01%	56.50%
净资产收益率 ROE%	16.56%	20.50%	23.45%	25.61%	26.20%
每股收益 EPS(摊薄、元)	1.05	1.51	2.05	2.72	3.46
市场一致预期 EPS(元)	-	-	1.99	2.77	3.53
市盈率 P/E(倍)	34	24	17	13	10
市净率 P/B(倍)	5.28	4.48	3.75	3.04	2.43

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2014年4月9日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,940.07	2,340.46	2,593.18	3,272.90	4,298.23
货币资金	1,119.76	1,280.32	1,175.26	1,382.61	1,867.47
应收票据	315.18	378.03	514.74	698.86	900.87
应收账款	141.35	210.10	280.98	375.30	487.04
预付账款	10.72	13.59	18.27	24.21	30.93
存货	315.88	448.94	591.90	779.88	999.90
其他	37.18	9.48	12.03	12.03	12.03
非流动资产	392.21	462.33	741.93	906.25	962.75
长期投资	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	346.87	332.15	486.77	709.02	820.20
无形资产	39.68	92.66	88.77	84.86	80.03
其他	4.56	37.52	166.39	112.37	62.53
资产总计	2,332.28	2,802.79	3,335.11	4,179.15	5,260.98
流动负债	591.42	761.08	898.97	1,175.66	1,500.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	297.92	406.33	525.82	699.49	895.93
其他	293.50	354.74	373.14	476.16	604.56
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	591.42	761.08	898.97	1,175.66	1,500.50
少数股东权益	13.94	5.96	4.56	4.56	4.56
归属母公司股东权益	1,726.92	2,035.75	2,431.59	2,998.94	3,755.93
负债和股东权益	2332.28	2802.79	3335.11	4179.15	5260.98

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,962.74	2,653.81	3,593.43	4,825.78	6,244.48
同比	27.96%	35.21%	35.41%	34.29%	29.40%
归属母公司净利润	268.04	385.63	523.84	695.35	884.99
同比	43.34%	43.87%	35.84%	32.74%	27.27%
毛利率	53.58%	54.44%	55.39%	56.01%	56.50%
ROE	16.56%	20.50%	23.45%	25.61%	26.20%
每股收益(元)	1.05	1.51	2.05	2.72	3.46
P/E	34	24	17	13	10
P/B	5.28	4.48	3.75	3.04	2.43
EV/EBITDA	27.44	19.01	13.91	10.42	8.18

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,962.74	2,653.81	3,593.43	4,825.78	6,244.48
营业成本	911.03	1,209.16	1,603.08	2,122.78	2,716.04
营业税金及附加	21.63	28.08	38.02	51.27	66.26
营业费用	599.16	798.14	1,078.03	1,471.86	1,923.30
管理费用	162.12	210.26	287.47	386.06	524.54
财务费用	-29.50	-35.52	-25.61	-23.51	-27.65
资产减值损失	1.26	3.95	4.77	6.20	8.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.09	-0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	297.12	439.69	607.66	811.10	1,033.79
营业外收入	11.85	7.03	6.78	6.73	6.74
营业外支出	1.79	3.13	1.75	2.22	2.37
利润总额	307.18	443.58	612.69	815.60	1,038.15
所得税	44.85	65.94	90.25	120.25	153.16
净利润	262.34	377.65	522.44	695.35	884.99
少数股东损益	-5.70	-7.98	-1.40	0.00	0.00
归属母公司净利润	268.04	385.63	523.84	695.35	884.99
EBITDA	332.27	479.61	655.68	875.24	1,114.13
EPS (摊薄)	1.05	1.51	2.05	2.72	3.46

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	324.09	322.78	347.99	559.26	745.34
净利润	262.34	377.65	522.44	695.35	884.99
折旧摊销	24.95	35.99	42.99	59.64	75.98
财务费用	0.14	0.04	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.09	0.04	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	36.11	-96.45	-222.11	-201.88	-223.84
其它	0.65	5.52	4.67	6.15	8.21
投资活动现金流	-195.82	-87.45	-322.50	-223.90	-132.48
资本支出	-165.82	-118.50	-322.50	-223.90	-132.48
长期投资	0.00	31.05	0.00	0.00	0.00
其他	-30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-31.51	-76.80	-128.00	-128.00	-128.00
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	19.69	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	51.20	76.80	128.00	128.00	128.00
现金净增加额	96.62	158.49	-102.51	207.36	484.85

分析师简介

王镓，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011年加入信达证券。

家电行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。