证券研究报告

公司研究·公司点评

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

家用电器

业绩高于预期，公司依旧具备高成长性

推荐 （维持）

老板电器（002508）2014 年一季报点评

风险评级：低风险

2014 年 4 月 25 日

蒋孟钢
SAC 执业证书编号：S0340109121961
电话：0769-22110785
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

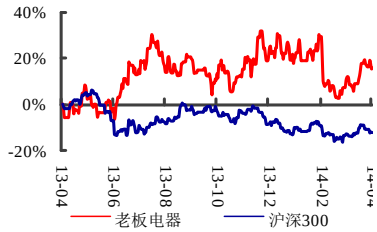
事件： 公司实现主营收入6.47亿元，同比增长43.22%；实现营业利润0.99亿元，同比增长52.52%；实现归属母公司股东净利润0.85亿元，同比增长49.54%；实现经营活动现金流量净额0.76亿元，同比增长244.13%；报告期内公司实现EPS 0.33元；公告称其14年上半年归属上市公司股东净利润增速在30%-50%之间。

- ✧ **收入增速大超预期：**一季度公司收入增速接近历史高点，大超市场预期，我们认为其主要由以下几方面因素所驱动：首先，随着地产成交滞后效应逐步显现，行业整体表现较好；同时，受益厨电市场消费中枢逐步上移、高端品牌力显现及三四级市场渠道网点积极布局，公司市占率及产品均价得到持续提升；此外，基于公司多渠道战略的稳步推进，报 告期内公司电商及工程精装修等新兴渠道表现持续抢眼。
- ✧ **毛利率大幅提升，盈利能力增强：**一季度公司归属净利率达13.17%，同比提升约 0.56 个百分点，在公司当期加大宣传力度及广告投入导致销售费用率同比提升 2.17 个百分点的背景下，使得盈利能力仍有提升的核心因素在于毛利率的大幅提升，基于产品结构优化、原材料价格下滑及毛利率较高的电商渠道收入占比增加，一季度公司毛利率达 56.39%，同比提升 3.19 个百分点；
- ✧ **行业进入激烈整合期。**我们认为高端厨电能够在相当长的一段时期内超越行业周期增长：一方面，目前厨电行业集中度依旧较低，老板电器在年报中指出要在未来 3 年内市占率有15%提高到 30%,相当于再造一个老板电器。该信号清晰的表明，行业未来将进入较为激烈的整合期，特别是在中档产品这块；另一方面，消费升级趋势存在，中高端厨电在整体厨电中占比稳步提升；此外，随着龙头渠道下沉加速，三四线空白市场 开拓也为中高端厨电稳步增长提供支撑。

- ✧ **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 4 月 24 日
收盘价(元)	36.68
总市值（亿元）	9,390.08
总股本(百万股)	25,600
流通股本(百万股)	24,940
ROE（TTM）	19.51%
12 月最高价(元)	42.79
12 月最低价(元)	27.20

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

本报告的信息均来自已公开信息，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。

坚定看好公司发展，维持“推荐”评级。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继续超预期的可能；我们维持公司 14、15 年 EPS 分别为 2.00 元和 2.73 元的预测，对应目前的 PE 为 18.31 和 13.44 倍，我们再次强烈给予“推荐”评级。

风险提示：（1）家电行业景气度下滑风险；（2）房地产交易出现大幅萎缩；（3）新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）

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	**2,654**	**3,691**	**4,744**	**6,001**
营业成本	1,209	1,680	2,154	2,713
营业税金及附加	28	36	46	58
销售费用	798	1,126	1,399	1,770
管理费用	210	284	365	462
财务费用	-36	-29	-29	-25
资产减值损失	4	2	0	1
其他经营收益	**-0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	**440**	**593**	**808**	**1,022**
利润总额	**444**	**593**	**808**	**1,022**
减 所得税	66	86	117	148
净利润	**378**	**507**	**691**	**874**
减 少数股东损益	-8	-6	-8	-10
归母公司净利润	**386**	**513**	**699**	**884**

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	**378**	**507**	**691**	**874**
折旧与摊销	42	44	45	45
财务支出	0	-29	-29	-25
投资损失	0	0	0	0
净营运资本变动	-97	-521	-159	-203
经营活动现金流	**323**	**2**	**548**	**692**
资本支出	-119	-74	-24	-29
其它投资	31	0	0	0
投资活动现金流	**-87**	**-74**	**-24**	**-29**
股权融资	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股利分配及其它	-77	-99	-146	-196
筹资活动现金流	**-77**	**-99**	**-146**	**-196**
货币资金净变动	**159**	**-172**	**378**	**467**

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	`	1,109	1,487	1,954
应收账款	210	314	403	510
预付账款	14	20	26	33
存货	449	1,155	1,431	1,838
其它	1,668	301	375	364
流动资产合计	**2,340**	**2,898**	**3,722**	**4,699**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产合计	332	366	367	372
长期待摊费用	1	-0	0	-0
其它	129	126	108	90
非流动资产合计	**462**	**492**	**475**	**462**
资产总计	**2,803**	**3,391**	**4,196**	**5,161**
短期借款	0	0	0	1
应付账款	406	524	700	880
预收款项	223	286	366	461
其它	132	160	189	221
流动负债合计	**761**	**970**	**1,256**	**1,563**
长期借款	0	0	0	0
其它	0	0	50	54
非流动负债合计	**0**	**0**	**50**	**54**
负债合计	**761**	**1,020**	**1,310**	**1,621**
实收资本	256	256	256	256
资本公积	969	969	969	969
留存收益及其它	816	1,195	1,711	2,364
所有者权益合计	**2,042**	**2,420**	**2,936**	**3,589**
负债和权益总计	**2,803**	**3,441**	**4,246**	**5,211**

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(YOY)				
营业收入	35.21%	39.10%	28.50%	26.52%
营业利润	47.98%	34.84%	36.23%	26.58%
归母公司净利润	43.87%	32.98%	36.23%	26.58%
盈利能力				
销售毛利率	54.44%	54.50%	54.60%	54.80%
销售净利率	14.53%	13.89%	14.73%	14.74%
ROE	18.89%	21.19%	23.79%	24.64%
ROIC	13.20%	17.05%	20.00%	22.69%
偿债能力				
资产负债率	17.05%	20.00%	22.69%	23.77%
流动比率	3.08	2.99	2.96	3.01
速动比率	2.49	1.80	1.82	1.83
营运能力				
资产周转率	1.04	1.19	1.25	1.28
存货周转率	3.16	2.09	1.67	1.66
应收账款周转率	15.10	14.09	13.23	13.14
每股指标				
每股收益	1.51	2.00	2.73	3.45
每股经营现金流	126.09	0.61	213.89	270.27
每股净资产	7.95	9.45	11.47	14.02
每股股利	0.00	0.50	0.68	0.86
估值指标				
PE	24.35	18.31	13.44	10.62
PB	4.61	3.88	3.20	2.62
EV/EBITDA	18.01	13.29	9.84	7.77

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。本报告清晰准确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