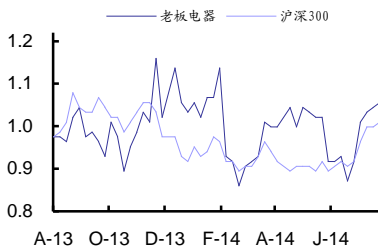


证券研究报告—动态报告
家用电器
小家电 II
老板电器 (002508)
推荐

合理估值: 36.2 元 昨收盘: 30.22 元 (维持评级)

2014年08月21日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	320/312
总市值/流通(百万元)	9,670/9,421
上证综指/深圳成指	2,240/8,023
12个月最高/最低(元)	33.78/25.38

相关研究报告:

《老板电器-002508-2014 年中报点评: 持续高增长, 打破市场疑虑》——2014-07-25
 《老板电器-002508-重大事件快评: 2014 年一季度业绩交流会纪要》——2014-04-26
 《老板电器-002508-2014 年一季度报点评: 领先优势扩大, 新品布局未来成长》——2014-04-25
 《老板电器-002508-重大事件快评: 高端形象积淀深厚, 持续超越成长可期》——2014-04-15
 《老板电器-002508-2013 年年报点评: 高成长持续演绎, 领先优势扩大》——2014-04-10

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 曾婵

电话: 0755-82130646
 E-MAIL: zengchan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514070003

独立性声明:

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。

公司分析

渠道下沉, 持续高增长可期

● 持续高增长, 市场份额稳步提升

07-13 年公司收入年复合增速 23.8%, 利润复合增速 36.3%。利润增速快于收入增速主要来自盈利能力的持续提升, 毛利率从 07 年的 47.2% 提升至 13 年的 54.4%, 净利率从 07 年的 8.2% 提升至 13 年的 14.5%。

截至 2014 年 6 月底, 公司主力产品吸油烟机、燃气灶零售额市场份额分别为 24.49%、21.61%, 持续保持行业第一。公司已全面赶超方太, 并且与其相比的领先优势在持续扩大, 龙头地位更加稳固。

● 未来 3 年实现“三个 30%”目标的确信度高

公司提出未来三个目标: 未来 3 年实现 30% 的复合增长, 同时油烟机市场占有率达到 30%、收入超越竞争对手 30%。我们认为, 公司凭借良好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力, 具备进一步提升市场份额和产品均价的趋势, 实现公司未来年复合增速 30% 或更高的目标确定性非常高。

● 渠道改革, 深挖三四级市场潜力, 奠定 3 年后的持续增长

公司现有 62 个代理公司, 一二级市场布局已基本完成, 但广大的三四线城市还有许多空白地带, 这将是未来重点发展的机会。渠道改革的方向是, 对三四级市场进行重新划分, 增加更多的一级代理商, 由其专注于三四级市场的深耕细作, 原代理商、公司均可参股新的代理公司, 渠道更为扁平化, 实现合作共赢。今年已有 8 个区开始渠道改革, 未来计划是每半年开展 10 个地区的改革, 预计 2017 年将基本完成渠道改革, 为 3 年后的持续增长奠定基础。

● 风险提示

房屋销售数据低迷影响公司估值。

● 维持“推荐”评级

我们认为, 公司凭借良好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力, 具备进一步提升市场份额和产品均价的趋势, 实现未来 5 年以上年复合增速 30% 的目标确定性高。市场一直担心房地产销量增速下滑对公司将会有较大影响, 从实际情况来看, 对厨电行业的影响大于对公司的影响, 因为公司通过渠道下沉、电商运营、产品结构改善等措施不断提高市场占有率。预期公司 14/15/16 年 EPS 分别为 1.71/2.31/3.02 元, “推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,963	2,654	3,583	4,729	6,053
(+/-%)	28.0%	35.2%	35.0%	32.0%	28.0%
净利润(百万元)	268	386	548	739	966
(+/-%)	43.3%	43.9%	42.1%	34.8%	30.7%
摊薄每股收益(元)	0.84	1.21	1.71	2.31	3.02
EBIT Margin	14.1%	15.4%	16.7%	17.2%	17.6%
净资产收益率(ROE)	15.5%	18.9%	22.2%	24.1%	25.2%
市盈率(PE)		25.1	17.6	13.1	10.0
EV/EBITDA		23.7	16.9	13.0	10.3
市净率(PB)		4.75	3.91	3.15	2.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

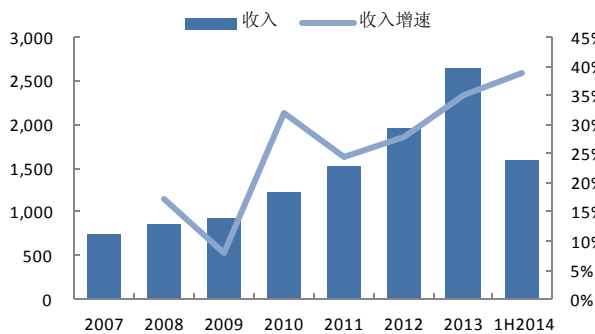
我们参加了公司 2014 年半年度业绩交流会，对公司今年上半年经营情况详解、未来战略规划均有了最新的跟踪，对吉林省的代理情况进行了深入沟通。

持续高增长，市场份额稳步提升

持续高增长，盈利能力不断提升

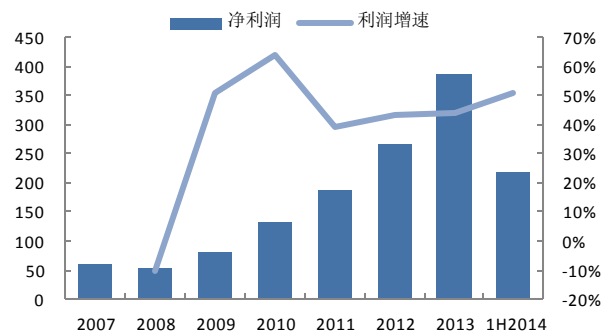
从近几年的经营情况来看，收入、利润均保持快速增长，07-13 年收入年复合增速 23.8%，利润复合增速 36.3%。利润增速快于收入增速主要来自盈利能力的持续提升，毛利率从 07 年的 47.2% 提升至 13 年的 54.4%，净利率从 07 年的 8.2% 提升至 13 年的 14.5%。盈利能力的提升主要来自：规模效应、品牌溢价。

图 1：公司历年的收入及增速（百万元、%）



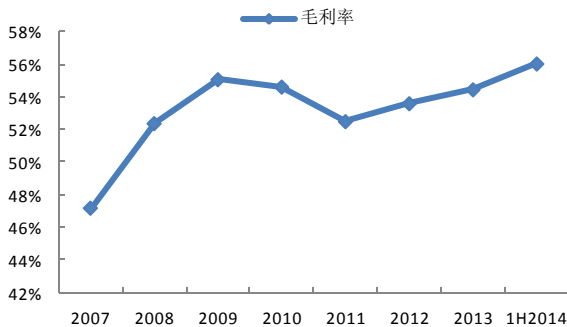
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年的净利润及增速（百万元、%）



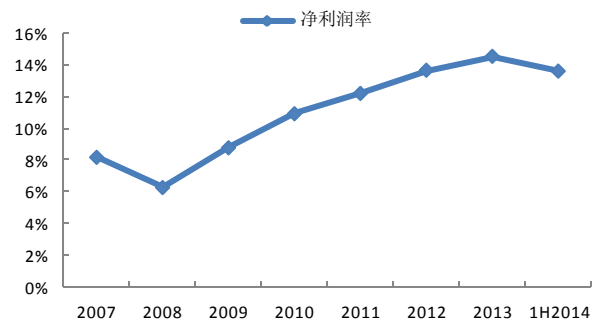
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司历年的毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年的净利率（%）

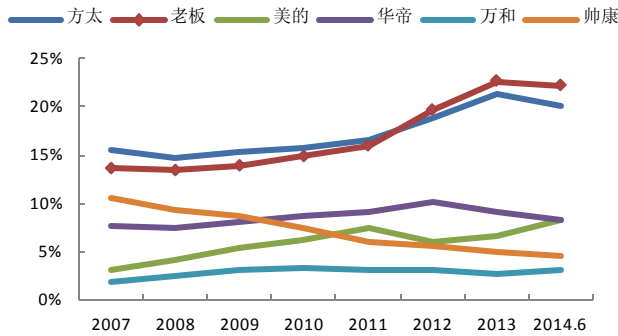


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

市场份额稳步提升，龙头领先优势扩大

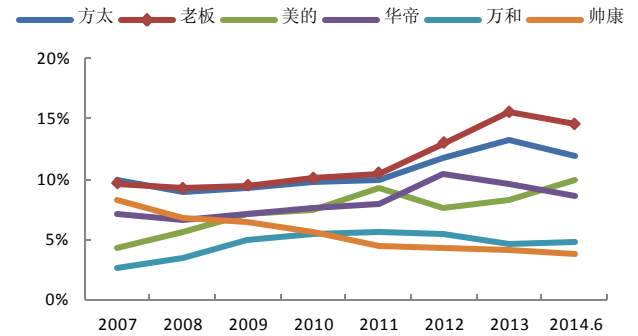
根据中怡康零售监测报告，截至 2014 年 6 月底，公司主力产品吸油烟机零售量、零售额市场份额分别为 16.72%、24.49%，燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 13.91%、21.61%，持续保持行业第一。2011 年，公司油烟机销量市场份额超过方太；2012 年，公司油烟机销售额市场份额超过方太；2013 年，公司嵌入式燃气灶市场份额超过方太；今年上半年，公司嵌入式消毒柜市场份额超过方太。公司已全面赶超方太，并且与其相比的领先优势在持续扩大，龙头地位更加稳固。

图 5: 各品牌油烟机历年的市场份额变化 (按额, %)



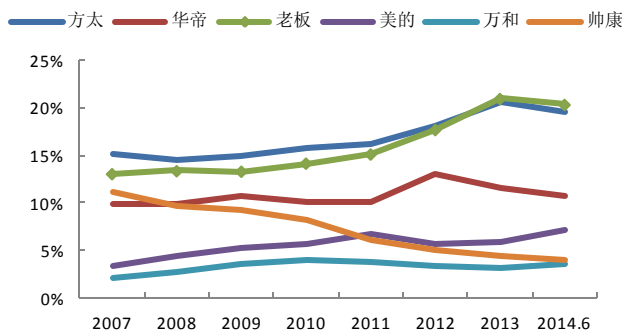
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 6: 各品牌油烟机历年的市场份额变化 (按量额, %)



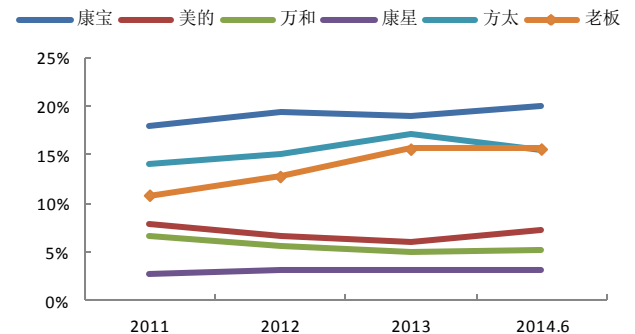
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 7: 各品牌嵌入式燃气灶历年的市场份额变化 (按额, %)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 8: 各品牌消毒柜历年的市场份额变化 (按额, %)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

渠道改革和深化, 奠定未来持续高增长

未来 3 年实现“三个 30%”

公司在 2013 年年报中提出三个 30%:

- ✓ 增长率达 30%: 力争未来 3 年实现年复合增长率达 30% (其中 2014 年实现销售收入 34.5 亿元);
- ✓ 市场份额达 30%: 主力产品吸油烟机销售额市场份额达 30%。根据中怡康的统计, 截止 2013 年底, 公司吸油烟机销售额市场份额为 22.69%。公司力争到 2016 年, 将这一份额提升至 30%;
- ✓ 超越主要竞争对手 30%: 公司力争到 2016 年, 主力产品吸油烟机的销售量超越主要竞争对手 30%, 取得相对领先优势。

我们认为公司具备家电好公司的两个重要特点: 一是所处高端领域竞争格局稳定、二是长期坚持高端定位形成的很好的定价权。未来消费升级趋势下, 公司相比方太和西门子具备更好的激励机制, 下半年公司可能会让经销商入股销售公司, 实现更好的激励体制, 各渠道深度分销和改善都将进一步迎来公司的快速稳健成长。

渠道改革, 深挖三四级市场潜力, 奠定 3 年后的持续增长

公司采用新型的分销体制, 将代理 (独立核算) 和管理 (公司对代理商具有一定的管理能力) 相结合, 通过代理商持有公司股份形成良好的激励机制。公司现有 62 个代理公司, 一二级市场布局已基本完成, 但广大的三四线城市还有许多空白地带,

这将是公司未来重点发展的机会。目前，公司的专卖店在一二级市场覆盖率 87%，而三四级市场仅 40%，其中还包括了部分为不合格的专卖店。

渠道未来的改革方向是，对三四级市场进行重新划分，增加更多的一级代理商，由其专注于三四级市场的深耕细作，原代理商、公司均可参股新的代理公司，渠道更为扁平化，实现合作共赢。公司现在 62 个大区，未来可能会增加至 300 个大区，渠道深化和扁平化，销量会更快的增长。以吉林省为例，现在为一个大区，未来可能增加到 5 个大区，各方利益分配如下：

- ✓ 市场分布：原代理商负责一二级市场，新增代理商主要分布在三四级市场；
- ✓ 股权结构：原代理商可以入股，但不能超过 49%，只参与分红，不参与新代理商的经营决策；
- ✓ 新代理商来源：从原代理商中挑选合适的管理层、员工作为新代理商；
- ✓ 新旧代理商的利益分配：对原代理商来说，其管辖的市场缩小，但通过参股新代理商的方式仍然能享受到三四级市场增长带来的收益。原代理商由于管辖半径太大，对三四级市场是较为忽略的，如吉林省 70% 销售来自于长春、云南省 80% 销售来自于昆明，表明三四级市场对原代理商影响并不是很大。新代理商进入后，精耕三四级市场，覆盖半径小、更为专注，将快速提高三四级市场的销量，在整个蛋糕是变大的过程中原代理商享受的收益部分很可能会比原来的多。

对三四级市场容量的预估，公司认为将远超过一二级市场。原因主要是：

- ✓ 三四级市场数量更多，公司现在覆盖率仅 40%，未来能开拓的市场空间远大于一二线城市；
- ✓ 虽然三四级市场相比一二级市场，富裕人群更少，但市场竞争也不激烈，公司率先开店，能形成先发优势；
- ✓ 城镇化进程带来需求增加，现在三四级城市的产品零售价高于一二线城市，说明三四级市场对价格承受力比一二级市场高，消费潜力不容忽视。

改革进度安排：

今年已有 8 个区开始渠道改革，从空白度较高、市场占有率不高、没做好的地区开始，主要是认知度不高需要培养。未来计划是每半年开展 10 个地区的改革，预计 15、16 年分别改革 20 个区。按此进度，2017 年公司 will 基本完成渠道改革，从而为 3 年后的持续增长奠定基础。

吉林省情况

吉林省 13 年销售额 1.1 亿元、同比增长 43%；14 年目标是实现 1.5 亿收入，上半年已完成全年任务的 43%；15 年目标是销售额突破 2 亿元。目前，渠道以 KA、专卖店为主。未来具体的计划和目标是：

- ✓ 每年平均以 30% 的速度增长；
- ✓ 三四级市场经营模式单一，空白渠道开发空间巨大，开拓新渠道能够迅速带动销量的提升；
- ✓ 外围市场专卖店覆盖率不足 40%，专卖店快速转型，对品牌发展有非常大的推动力；
- ✓ 网络销售、异业联盟，团购、网购下沉地级市场，以专卖店为中心的异业联盟活动，销量增长快速；
- ✓ 精装修工程项目的不断增加，确保未来市场的增长；

- ✓ 完善的服务网点、物流体系、迎合新时代消费者的购物需求，老板品牌效应更强。

表 1: 吉林省历年的销售量、销售额 (台, 万元, %)

	2011	2012	同比增长	2013	同比增长	2014 年上半年	2014 年目标	预计增长
零售量 (台)	31797	36069	13%	43521	21%	27975	56577%	30%
零售额 (万元)	6558 万	7940 万	21%	1.1 亿	43%	6399 万	6399 万	36%

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

表 2: 高端品牌老板、方太市场在吉林和全国的占有率情况 (%)

		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	平均
吉林情况	老板	37.4	32	38.9	36.9	37.8	31.1	35.7
	方太	20.9	23	21.6	23.9	21.4	17.4	21.4
全国情况	老板	22.8	22.6	25.1	26.6	26	22.2	24.2
	方太	19.4	20.9	20.9	23.1	22.2	20.2	21.1

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

表 3: 渠道结构比例关系 (个, %)

渠道	KA	地方 KA	地方家电	专卖店	橱柜	家装/设计师/个人	个体	小区/团购	工程	合计
网点数量	44	16	5	26	32	64	29	5	2	223
网点占比	19.70%	7.20%	2.20%	11.70%	14.30%	28.70%	13%	2.20%	1%	100%
销售占量	32.80%	30.40%	6.50%	17.70%	6.10%	0.50%	5.90%	0.10%	0.10%	100%

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

维持“推荐”评级

我们认为，公司凭借良好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力，具备进一步提升市场份额和产品均价的趋势，实现未来 5 年以上年复合增速 30% 的目标确定性高。市场一直担心房地产销量增速下滑对公司将会有较大影响，从实际情况来看，对厨电行业的影响大于对公司的影响，因为公司通过渠道下沉、电商运营、产品结构改善等措施不断提高市场占有率。预期公司 14/15/16 年 EPS 分别为 1.71/2.31/3.02 元，维持“推荐”评级。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1280	1637	2215	2815	营业收入	2654	3583	4729	6053
应收款项	596	736	907	1161	营业成本	1209	1594	2090	2663
存货净额	449	524	687	876	营业税金及附加	28	36	47	61
其他流动资产	16	18	24	30	销售费用	798	1075	1419	1816
流动资产合计	2340	2915	3832	4882	管理费用	214	278	359	445
固定资产	364	445	519	588	财务费用	(36)	(36)	(45)	(57)
无形资产及其他	93	83	84	85	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(4)	0	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	4	0	0	0
资产总计	2803	3445	4437	5557	营业利润	440	636	858	1125
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100	营业外净收支	4	7	6	5
应付款项	406	524	687	876	利润总额	444	643	864	1130
其他流动负债	355	441	579	737	所得税费用	66	95	125	164
流动负债合计	761	965	1366	1713	少数股东损益	(8)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	386	548	739	966
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	761	965	1366	1713	净利润	386	548	739	966
少数股东权益	6	6	6	6	折旧摊销	35	29	34	39
股东权益	2036	2474	3065	3838	公允价值变动损失	4	0	1	1
负债和股东权益总计	2803	3445	4437	5557	应付账款	108	118	163	188
					财务费用	(36)	(36)	(45)	(57)
					营运资本变动	(101)	(10)	(38)	(102)
					其他	(115)	(118)	(163)	(188)
					经营活动现金流	317	566	735	904
					资本开支	(44)	(100)	(110)	(110)
					其它投资现金流	30	0	0	0
					投资活动现金流	(13)	(100)	(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	(77)	(110)	(148)	(193)
					其它融资现金流	11	0	100	0
					融资活动现金流	(143)	(110)	(48)	(193)
					现金净变动	161	357	578	600
					货币资金的期初余额	1120	1280	1637	2215
					货币资金的期末余额	1280	1637	2215	2815
					企业自由现金流	234	429	581	740
					权益自由现金流	244	398	642	691

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.21	1.71	2.31	3.02
每股红利	0.24	0.34	0.46	0.60
每股净资产	6.36	7.73	9.58	11.99
ROIC	19%	25%	31%	36%
ROE	19%	22%	24%	25%
毛利率	54%	56%	56%	56%
EBIT Margin	15%	17%	17%	18%
EBITDA Margin	17%	18%	18%	18%
收入增长	35%	35%	32%	28%
净利润增长率	44%	42%	35%	31%
资产负债率	27%	28%	31%	31%
息率	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%
P/E	25.1	17.6	13.1	10.0
P/B	4.8	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA	23.7	16.9	13.0	10.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

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±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±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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678