

新股研究报告

家用电器
厨房电器
老板电器

合理询价区间: 20.3-24.3 元

2010 年 11 月 23 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	160
流通 B 股/H 股(百万股)	
上证综指/深圳成指	2,992.58/13,445.03
发行价格(元)	
发行股本(百万股)	40

财务数据

净资产值(百万元)	395
每股净资产(元)	3.29
资产负债率	50%

新股投资价值分析

中高端厨电品牌、立志成为行业持续领跑者

● 主营吸油烟机和燃气灶、市场份额领先

公司主营厨房电器，其中吸油烟机和燃气灶对毛利贡献合计超过 85%。本次发行 4000 万股，发行后总股本 1.6 亿股。募投资金用于技术改造和新增产能，吸油烟机 65 万台、燃气灶 40 万台、消毒柜 10 万台。

● 城镇化进程加快、县镇级市场消费升级带动厨电需求年增速约 15%

随着国内中西部投资加快、企业内迁带动的城镇化进程，在燃气灶成为必需消费品的基础上，吸油烟机的消费支出预期将稳健上升。我们测算未来三年烟灶类产品年需求增速约 10-15%，我们认为该类产品的品牌消费、升级类产品消费逐步成为主流，有利于中高端品牌企业的市场份额上升，加快行业集中度提升。

● 市场份额有望加快提升、年增速将明显高于行业均值

获得募集资金后，公司管理及骨干人员、经销商通过直接或间接方式持有公司股份，激励多方力量促进公司业绩成长。制造设备得到改良的情况下将增加对精品的研发制造能力，产品更容易获得各种新型客户的认同。集合多个销售渠道的拓展，我们认为公司有望在行业中脱颖而出，市场份额加快上升，成为吸油烟机和燃气灶行业的持续领跑者。

● 中高端品牌形象已经获得市场普遍认同

公司以较为精美的产品打造其中高端产品形象，并已经获得市场的较好认同，未来仍将在各级市场保持并加强一贯的高端形象，有利于保持较高的利润率水平。

● 合理询价区间：20.3-24.3 元/股

公司 2010、2011 年 EPS 0.78 元，0.97 元，三年（2010-2012 年）净利润的 CAGR24%。综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理的价值区间在 20.3-24.3 元/股之间，对应 2010 年 PE 为 27-31 倍。

分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980205100168

分析师：黄海培

电话：021-60933150

E-mail: huanghpei@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210060045

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。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	934	1,162	1,485	1,910
(+/-%)	7.8%	24.3%	27.8%	28.6%
净利润(百万元)	82	124	156	195
(+/-%)	51.1%	51.8%	25.3%	25.3%
每股收益(元)	0.68	0.78	0.97	1.22
EBIT Margin	10.0%	12.1%	11.8%	11.6%
净资产收益率(ROE)	19.4%	8.5%	9.8%	11.0%
市盈率(PE)	30.8	29.6	23.7	18.9
EV/EBITDA	26.8	28.2	21.9	17.4
市净率(PB)	5.97	2.53	2.31	2.08

内容目录

合理价值区间	4
绝对估值法：21.2-23.2 元/股	4
相对估值法：20.3-24.3 元/股	4
合理估值区间：20.3-24.3 元/股	4
主营厨房烟灶电器，定位中高端品牌	5
主营厨房电器，吸油烟机、燃气灶毛利贡献超过 85 %	5
家族式企业，任建华董事长为实际控制人	5
募投资金用于提升技术和规模，扩大领先优势	6
行业分析：	7
城镇化进程及农村消费升级带动烟灶产品需求	7
油烟机、燃气灶综合销量未来三年年增速约 10-15 %	7
受益城镇化进程及产品更新，烟灶需求将逐年提升	7
收入增速加快，消费政策刺激有望加快农村消费超预期	8
新材料应用、时尚美观等需求带动行业销售额增速高于销量增速	9
行业集中度低、优质品牌份额逐步上升	10
优质品牌认同度逐步上升	10
更为美观、安全的升级换代产品认同度上升	11
习惯差异阻碍烟灶电器出口	11
公司分析：	12
中高端品牌定位得到普遍认同	12
当前定位稍低于西门子和方太	12
拓展新兴渠道助推业绩释放，未来三年收入增速 25 - 30 %	13
盈利能力优于竞争对手	14
低附加值产品已被公司淘汰	16
综合竞争实力将借助上市得到明显提升	17
盈利预测：	18
核心假设	18
预计 2010、2011、2012 年 EPS 0.78 元、0.97 元、1.22 元	18
投资风险	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责条款	21

图目录

图 1: 2007-2010 年各业务收入构成 (百万元)	5
图 2: 2007-2010 年各业务毛利占比 (%)	5
图 3: 2007-2010 年各业务毛利率 (%)	5
图 4: 2007-2010 年净利润、净利率 (百万元, %)	5
图 5: 发行后股权结构 (%)	6
图 6: 城乡部分厨卫电器保有量比较 (%)	7
图 7: 燃气灶-油烟机产量比	7
图 8: 房地产销售面积增速、油烟机销量增速 (%)	8
图 9: 中国城镇化率 (%)	8
图 10: 油烟机、燃气灶产量及增速 (万台, %)	8
图 11: 城镇与农村恩格尔 (%)	9
图 12: 城镇与农村消费占 GDP 比重 (%)	9
图 13: 日本 GDP 及家庭年收入 (十亿日元, 千日元)	9
图 14: 城市及县以下社会消费零售总额 (亿元, %)	9
图 15: 吸油烟机年销量增长预期 (万台, %)	10
图 16: 燃气灶年销量增长预期 (万台, %)	10
图 17: 2010 年吸油烟机市场份额 (%)	10
图 18: 2010 年欧式吸油烟机市场份额 (%)	10
图 19: 2010 年嵌入式燃气灶市场份额 (%)	11
图 20: 2010 年嵌入式消毒柜市场份额 (%)	11
图 21: 各油烟机品牌定位示意图 (万台, 元/台)	12
图 22: 不同品牌油烟机终端平均价格 (元)	13
图 23: 不同品牌燃气灶终端平均价格 (元)	13
图 24: 不同品牌消毒柜终端平均价格 (元)	13
图 25: 公司 2010 年 1-6 月区域销售结构 (%)	14
图 26: 公司分销渠道示意图	14
图 27: 老板电器收益质量 (%)	15
图 28: 华帝股份收益质量 (%)	15
图 29: 老板电器盈利能力 (%)	15
图 30: 华帝股份盈利能力 (%)	15
图 31: 老板电器营运能力 (%)	16
图 32: 华帝股份营运能力 (%)	16
图 33: 公司欧式、中式油烟机销量比例 (%)	16
图 34: 公司嵌入式燃气灶销量比例 (%)	16
图 35: 公司主要产品产能与产量 (台)	17

表目录

表 1: 绝对估值的基本假设条件	4
表 2: DCF 绝对估值法	4
表 3: 公司国内可比公司 (元)	4
表 4: 募投项目及预期收益 (万元, 年)	6
表 5: 主要关联厨房电器国内年销量 (万台)	7
表 6: 燃气灶分类别销售比率 (按销量)	11
表 7: 吸油烟机分类别销售比率 (按销量)	11
表 8: 未来新兴渠道特点	14
表 9: 公司与华帝股份的收入和利润规模比较 (百万元)	15
表 10: 公司分产品毛利率 (%)	16
表 11: 各年销量预测 (万台, %)	18
表 12: 销售模式及结算方式与毛利率关系 (%)	18
表 13: 2010-2013 年公司分项收入预测明细 (百万元, %)	19

合理价值区间

绝对估值法：21.2-23.2 元/股

表 1: 绝对估值的基本假设条件

行业平均 Beta	0.98	Kd	4.51%
无风险利率	3.00%	有效税率	15.00%
风险溢价	7.00%	E/(D+E)	70.00%
Ke	10.67%	WACC	8.82%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: DCF 绝对估值法

G \ WACC	8.4%	8.6%	8.82%	9.0%	9.2%
2.2%	24.35	23.59	22.88	22.21	21.59
2.1%	23.88	23.16	22.48	21.84	21.24
2.0%	23.44	22.75	22.10	21.49	20.92
1.9%	23.03	22.37	21.75	21.16	20.61
1.8%	22.64	22.01	21.41	20.85	20.32

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：20.3-24.3 元/股

公司主要产品为厨房电器中的吸油烟机和燃气灶，我们选取了 4 家与公司主营产品相近的公司作为比较对象。截至 10 月 25 日，此 4 家上市公司对应 2010 年 PE 为 30 倍，2011 年 PE 为 25 倍。考虑公司 2010 和 2011 年较好的成长性，我们认为公司对应 2010 年合理的 PE 应当为 27-31 倍。2010 年 EPS 为 0.78 元，合理价值区间在 20.3-24.3 元/股之间。

表 3: 公司国内可比公司（元）

证券代码	公司简称	可比业务	收盘价 10 月 25 日	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	PS	PEG
					2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E			
002032	苏泊尔	厨房电器	23.60	136.23	0.54	0.74	0.95	43.7	31.89	24.84	5.79	2.53	1.12
002035	华帝股份	厨房电器	10.10	22.55	0.24	0.48	0.55	42.08	21.04	18.36	5.92	1.42	1.44
002403	爱仕达	厨房电器	17.12	41.09	0.47	0.3	0.32		57.07	53.5	2.7	2.02	2.45
002242	九阳股份	厨房电器	17.23	131.11	0.80	0.89	1.05	21.54	19.36	16.41	5.06	2.7	0.96
平均值								35.77	32.34	28.28	4.87	2.17	1.49
老板电器 厨房电器					0.51	0.78	0.97						

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

合理估值区间：20.3-24.3 元/股

我们预计公司未来两年（2010-2012 年）净利润的 CAGR 为 24.5%。综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 20.3-24.3 元/股之间，对应 2010 年 PE 为 27-31 倍。

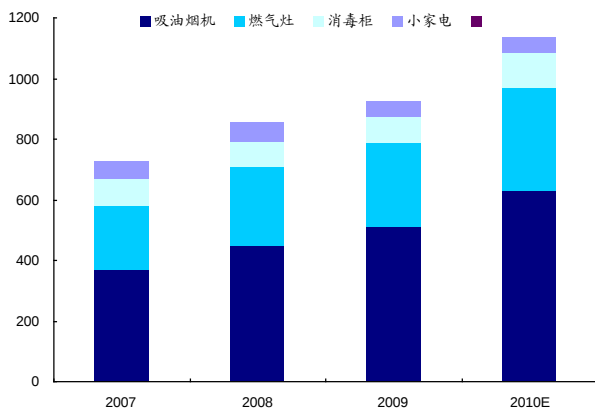
主营厨房烟灶电器，定位中高端品牌

主营厨房电器，吸油烟机、燃气灶毛利贡献超过 85 %

公司主营厨房电器产品的研发、生产和销售，产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。

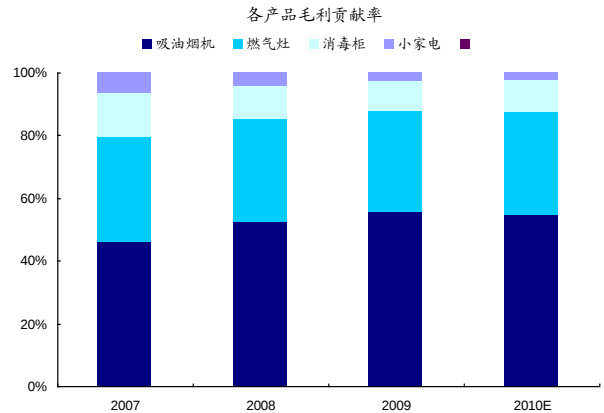
2009 年公司实现收入 9.3 亿，2010 年预计收入 11 亿，其中吸油烟机和燃气灶对毛利贡献合计超过 85 %，呈稳步增长趋势。公司综合毛利率在 50 % 以上，净利润率近 10%，为行业中较高水平。

图 1：2007-2010 年各业务收入构成（百万元）



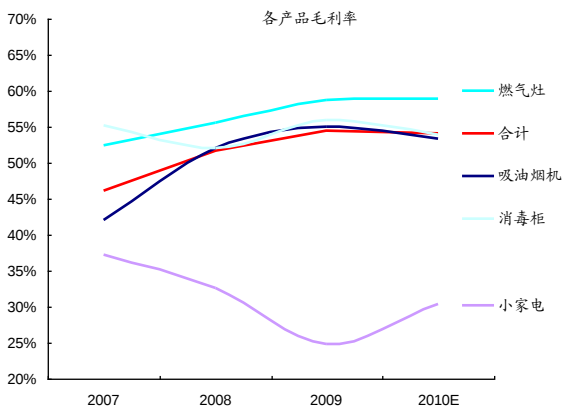
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 2：2007-2010 年各业务毛利占比（%）



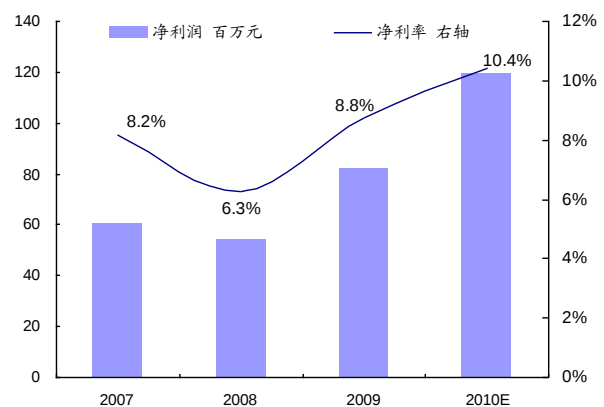
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 3：2007-2010 年各业务毛利率（%）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 4：2007-2010 年净利润、净利率（百万元，%）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

家族式企业，任建华董事长为实际控制人

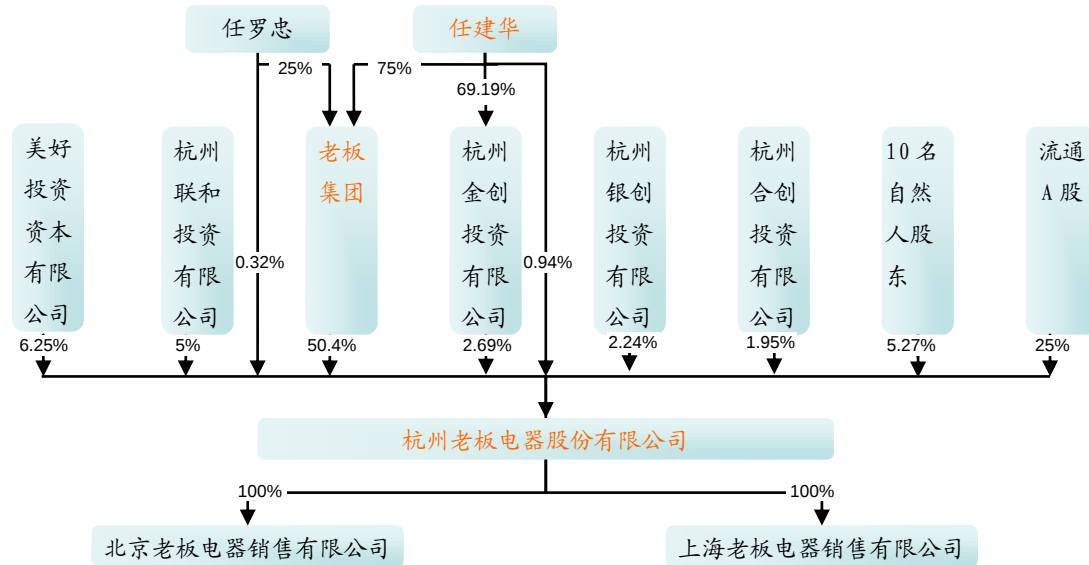
公司大股东——老板集团前身为余杭县博陆公社红星大队五金厂，1979 年设立。1999 年从集体企业改制为有限责任公司，股东为任建华（75 %）和任罗忠（25 %）。2007 年，老板家电以股权加现金的方式收购了老板集团拥有的与吸油烟机以及其他厨房电器产品相关的所有经营性资产和业务。2008 年，老板家电整体

变更设立股份有限公司。

参股公司金创投资、银创投资、合创投资分别由公司高管、销售代理公司高管、公司中层干部技术骨干投资入股，公司未来的成长及市值表现都将因此与多方面人员利益相关，有利于激励核心员工和经销商共同促进公司的持续成长。

本次公司拟发行 4000 万股，发行后总股本为 1.6 亿股。任建华董事长实际控股超过 40%。

图 5：发行后股权结构（%）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所 注：橙色为实际控制人

募投资金用于提升技术和规模，扩大领先优势

公司此次募集资金 9.2 亿元（按 23 元/股假设），可用资金约 8.5 亿元，其中 5.2 亿元投向三大项目。预计 2013 年全面达产，新增产能吸油烟机 65 万台、燃气灶 40 万台、消毒柜 10 万台，新增净利润 1.05 亿。

募投资金项目并非简单的产能复制放大，新投入的设备将在自动化制造、工艺改进上给公司带来较大程度的提升，有利于公司制造开发更为高端的精品，提升运营效率，减少人工使用比率。

表 4：募投项目及预期收益（万元，年）

	投资额 万元	原有产能	新增产能	达产	新增收入 万元	新增利润 万元	新增净利润 万元	回报期 年
1 年新增15万台吸油烟机技改项目	7990			2011	18000	1618	1375	6.38
2 年产100万台厨房电器生产建设项目	40000	吸油烟机40万台 燃气灶35万台 消毒柜8.5万台	新增65万台 新增40万台 新增10万台	2013	104800	10691	9087	5.7
3 研发中心建设项目	3900			2012				
合计	51890				122800	12309	10462	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

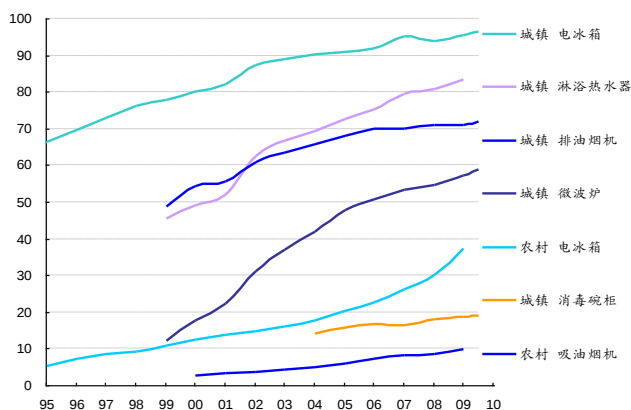
行业分析:

城镇化进程及农村消费升级带动烟灶产品需求

油烟机、燃气灶综合销量未来三年年增速约 10-15 %

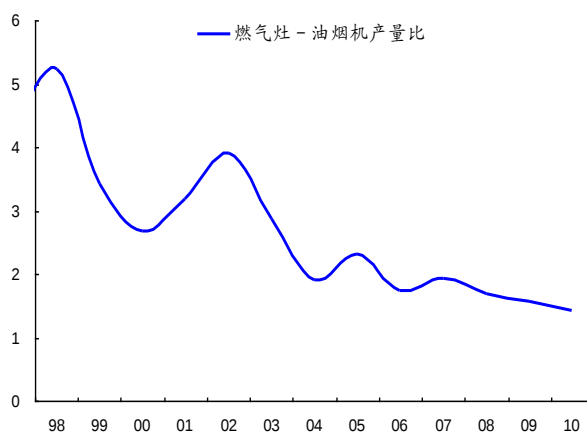
吸油烟机、燃气灶（合称“烟灶产品”，下同）在城镇和农村的保有量与其他电器产品比较而言，保有量仍有上升空间。从消费需求层次来说，我们认为烟灶产品已经成为城镇家庭的必需品，居民为厨房的电器消费投入也在不断增加和升级，在农村市场，随着住房结构和消费习惯的改变，对烟灶产品的需求也将逐步积累放大。观察目前的消费趋向，烟灶产品同时购买也成为必然趋势，燃气灶-油烟机产量比值在十年间由 5 降到 1.4。综合考虑房屋销售量、保有量提升、城镇化进程等因素，我们估算吸油烟机和燃气灶行业未来三年年销量综合增速约 10-15%。

图 6: 城乡部分厨卫电器保有量比较 (%)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 7: 燃气灶-油烟机产量比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

表 5: 主要关联厨房电器国内年销量 (万台)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
冰箱	1445	1978	2476	2608	3843
微波炉			810	900	950
吸油烟机	698	1090	1189	1633	1684
燃气灶	1615	1888	2305	2758	2638
电磁炉	1512	2318	2600	2850	2100
电压力锅		240	469	765	1032

资料来源: 国信证券经济研究所

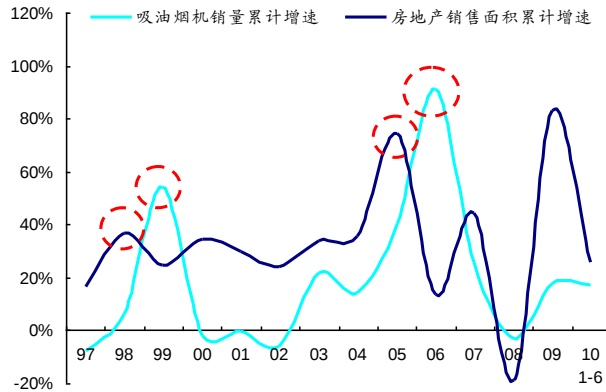
受益城镇化进程及产品更新，烟灶需求将逐年提升

房地产销量变化是影响厨房电器需求的主要因素，由于房屋装修需要半年左右，房地产销售面积增速领先厨房电器增速 6-12 个月。

城镇化率提升是房地产销量增长动力之一。2010 年按 13.8 亿人口，城镇化率

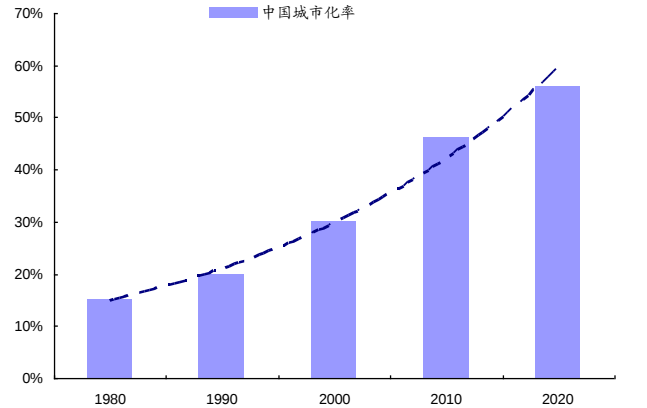
47%，城镇人口约 6.5 亿；2020 年按 15 亿人口，城镇化率 56%，城镇人口约 8.4 亿。

图 8: 房地产销售面积增速、油烟机销量增速 (%)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

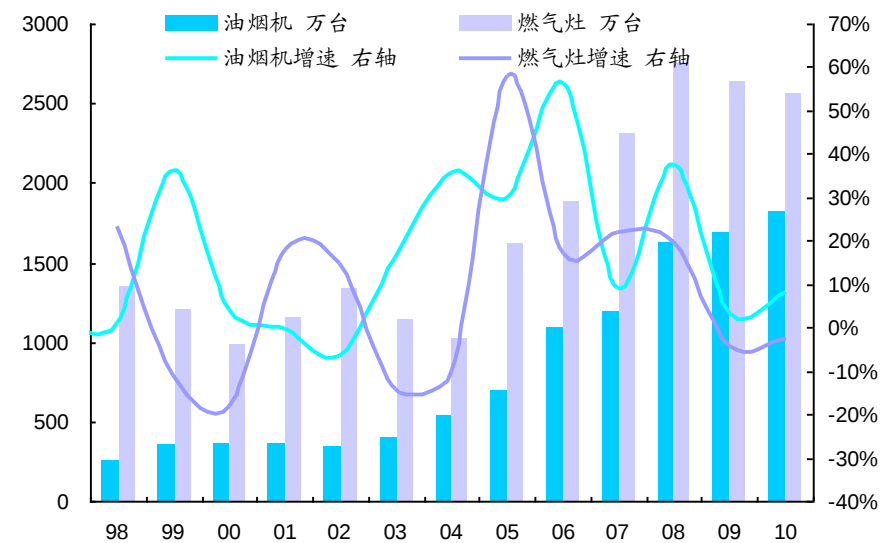
图 9: 中国城镇化率 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

全国现有油烟机存量 1.1 亿台、燃气灶存量 1.8 亿台左右，使用寿命 7-10 年，除使用时间较长之后产生更新外，升级换代产品也在不断激发家庭提前更换，未来烟灶产品年更新增速将类似 7 到 10 年前的产销量增速，维持在 25% 左右。

图 10: 油烟机、燃气灶产量及增速 (万台, %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

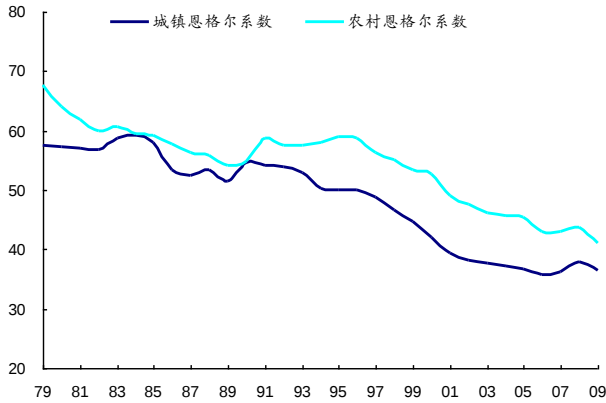
收入增速加快、消费政策刺激有望加快农村消费超预期

“十二五”规划关于收入分配调整的目标: 国民收入与 GDP 增长速度基本保持同步, 农村居民收入增长速度要快于城市居民。这一目标与六十年代日本国民收入倍增计划 (1961-1970) 相似。日本在计划后, 不同行业、不同区域收入水平差距缩小; 医疗保健、教育支出、休闲娱乐等可选消费占比上升。

2009 年, 县级以下消费零售总额增速首次超过城市消费零售总额增速, 可以看出县级以下居民消费意愿超过城市居民, 只是收入较低。如果未来收入政策向农村居民倾斜, 农村居民消费增速将大幅提升。作为厨房电器的油烟机、燃气灶、消

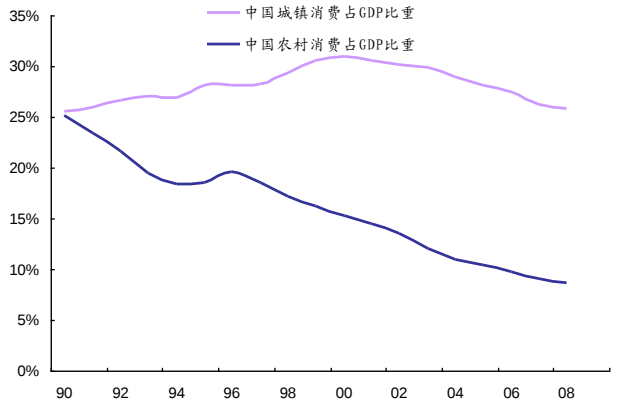
毒柜在县级以下市场的保有量也将大幅提升。

图 11: 城镇与农村恩格尔系数 (%)



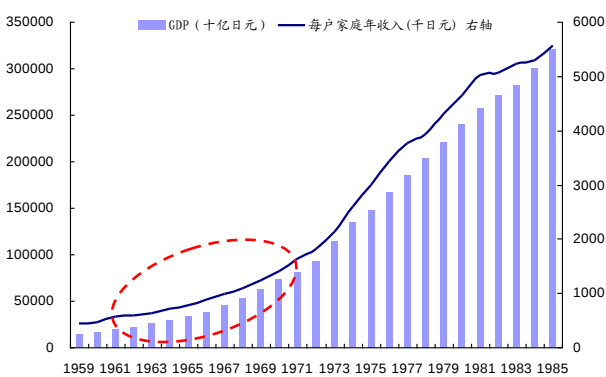
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 12: 城镇与农村消费占 GDP 比重 (%)



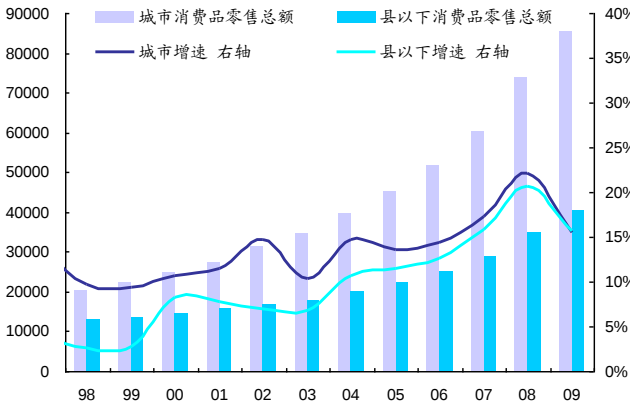
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 13: 日本 GDP 及家庭年收入 (十亿日元, 千日元)



资料来源: 日本统计局, 国信证券经济研究所

图 14: 城市及县以下社会消费零售总额 (亿元, %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

2010 年 3 月, 吸油烟机和燃气灶首次纳入“家电下乡”范围, 农村消费者可以享受售价 13% 的政府补贴, 首次有 10 个省市选择了吸油烟机或燃气灶作为产品下乡补贴增加品类。8 月-10 月招标陆续完成, 公司在 10 个省份中全部中标, 为行业品牌中标区域最多的品牌, 将有利于增加公司在这些区域的市场份额。其中吸油烟机最高补贴金额 338 元, 燃气灶最高补贴 195 元。

选择吸油烟机作为下乡补贴品种的省市: 北京市、天津市、内蒙古自治区、浙江省 (含宁波市) 甘肃省;

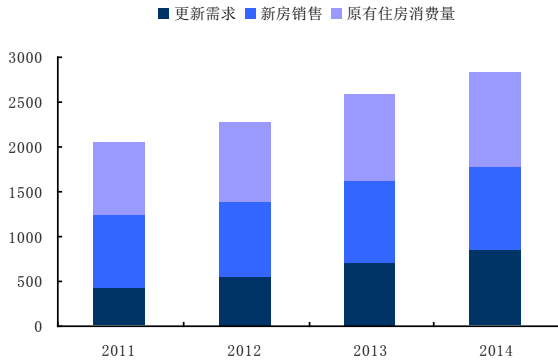
选择燃气灶作为下乡补贴品种的省市: 上海市、福建省 (含厦门市)、湖南省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区 (含新疆生产建设兵团)。

新材料应用、时尚美观等需求带动行业销售额增速高于销量增速

我们估算 2014 年吸油烟机国内销量达到 2840 万台, 燃气灶销量达到 3470 万台, 2011-2014 年年销量增速估算在 10-12%, 考虑到保有量和升级带动的更新

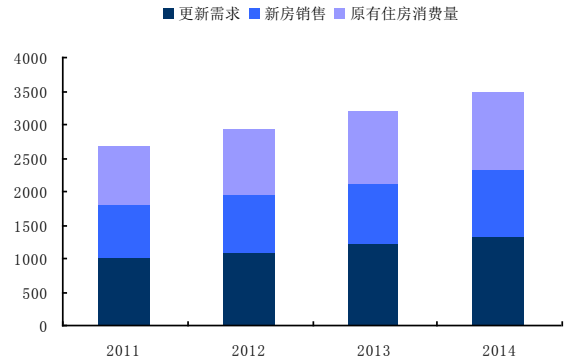
可能超出预期，综合烟灶行业销量未来 3 年年增速估算为 10-15%。由于产品结构优化的原因，新材料的使用和更为时尚美观的需要，预计行业销售额增速将略大约销量增速。

图 15: 吸油烟机年销量增长预期 (万台、%)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 16: 燃气灶年销量增长预期 (万台、%)



资料来源: 国信证券经济研究所

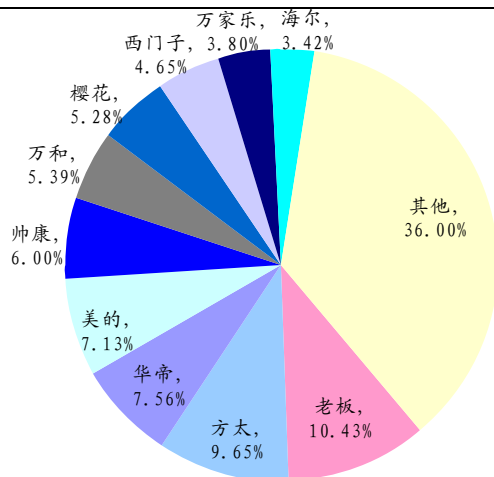
行业集中度低、优质品牌份额逐步上升

优质品牌认同度逐步上升

厨房电器市场集中度偏低，前十名市场份额 60-70%，没有企业占据绝对优势。

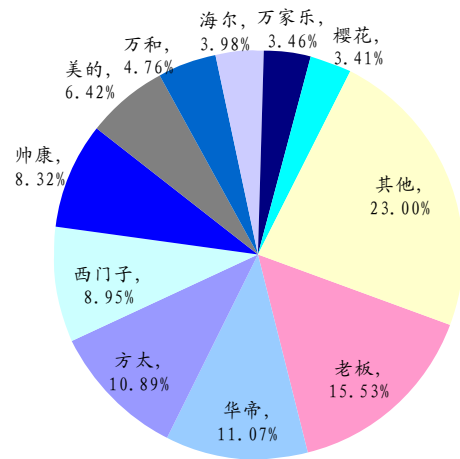
2010 年数据显示，公司在多个产品市场份额领先竞争对手。高端吸油烟机（欧式）市场份额第一（10.43%）；高端燃气灶（嵌入式）市场份额第一（10.73%）；高端消毒柜（嵌入式）市场份额第二（11.07%）。

图 17: 2010 年吸油烟机市场份额 (%)



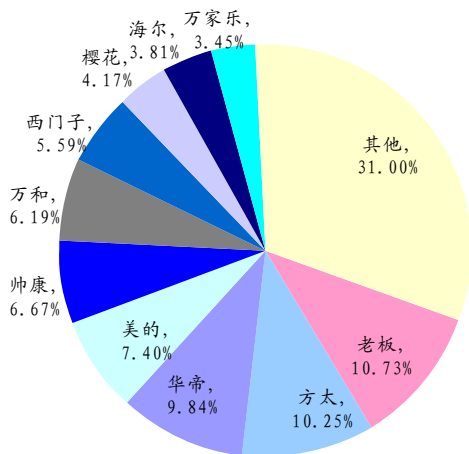
资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

图 18: 2010 年欧式吸油烟机市场份额 (%)



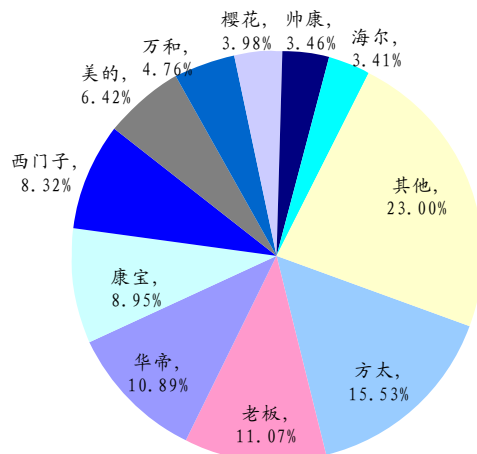
资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

图 19: 2010 年嵌入式燃气灶市场份额 (%)



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

图 20: 2010 年嵌入式消毒柜市场份额 (%)



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

近年来的消费趋势而言, 升级类产品如嵌入式燃气灶、欧式油烟机、侧吸油烟机得到越来越多的认同, 出于对产品安全性、时尚美观、品质保证等因素的考虑选购较好品牌产品也日渐成为趋势, 结合未来房屋精装修比率增加等因素, 我们认为优质中高端品牌市场份额会逐步得到提升, 但这个过程并不会在短期内效果快速出现。

更为美观、安全的升级换代产品认同度上升

从近年来的分类销售比率来看, 更为安全、美观时尚、易清洁的升级产品得到消费者的认同度明显有较快提升表现。

表 6: 燃气灶分类别销售比率 (按销量)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
台式	65.57%	60.83%	56.06%	51.68%	45.39%	39.66%
嵌入式	34.43%	39.17%	43.94%	48.32%	54.59%	60.34%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所

表 7: 吸油烟机分类别销售比率 (按销量)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
平顶式	22.50%	20.85%	19.23%	15.83%	13.01%	9.88%
深罩式	60.53%	58.97%	56.28%	54.62%	51.33%	43.60%
欧式	16.96%	20.18%	24.49%	27.98%	31.66%	35.85%
近吸式	0.00%	0.00%	0.00%	1.57%	4.00%	10.66%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所

习惯差异阻碍烟灶电器出口

中国人的烹饪方式要求吸油烟机能够适应“猛火热油”, 而欧美烹饪多以蒸烤为主, 不喜欢噪音过大的产品, 功能要求差异显著。中国住房多为密集型楼房, 欧美房屋结构较为宽敞, 油烟机排风管道接口存在差异。

因此, 中国油烟机、燃气灶等产品很少出口, 出口对象主要定在东南亚及南美

等国金。目前只有方太、万家乐等几个品牌有少量产品出口，年出口额在几千万元左右。短期内，烟灶类厨房电器企业还是会将销售重点放在国内市场。

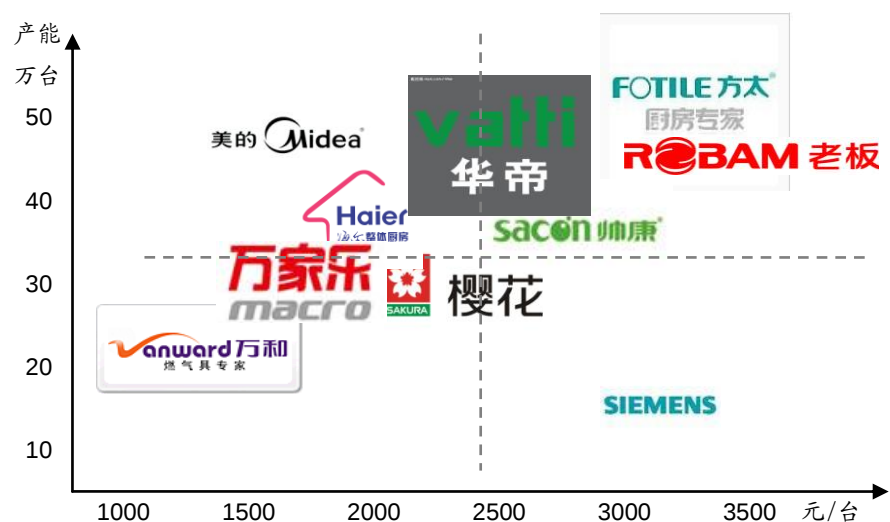
公司分析：

中高端品牌定位得到普遍认同

当前定位稍低于西门子和方太

烟灶产品从功能上创新的空间不大，高端产品竞争更多体现在精品制造设计能力、外观、品牌形象等。公司目前的中高端品牌定位已经得到了市场的普遍认同，从产品定位来看，目前只稍低于西门子和方太。公司募集资金项目投入后，生产设备和精品设计能力会有所提升，将有利于加强公司的高端定位，保持较高的利润率水平。

图 21：各油烟机品牌定位示意图（万台，元/台）



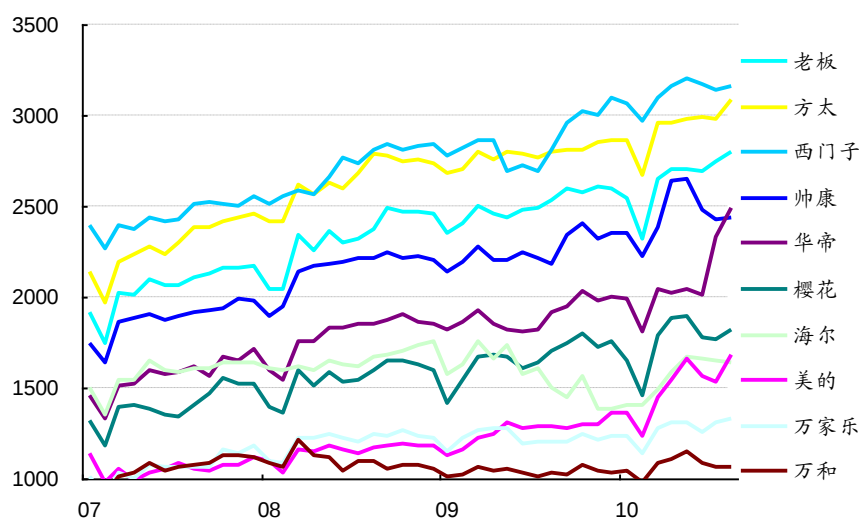
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

低端品牌竞争激烈程度远远超过高端品牌，特别是燃气灶和消毒柜，低价区集中了四五家企业惨烈厮杀。公司在高价区的竞争对手有方太和西门子，但西门子产量较小，公司真正的竞争对手只有方太。

高端品牌优势在与毛利率高，抗风险能力强。公司坚持高端定位，2007-2009年，欧式油烟机和嵌入式燃气灶产量占比不断提升，市场份额处于行业领先。公司在进入类似家电下乡的农村、县镇级市场，也并不是简单的直接开发低端产品，而是会设计适合农村市场中高端消费者的产品，保持一贯的中高端产品形象。

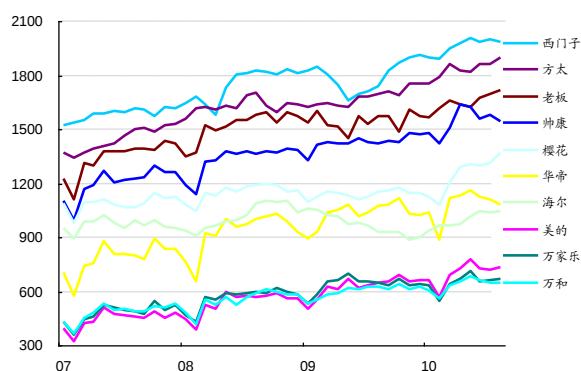
中高端品牌认可度的形成是公司经过长期的经营积累才达成的，包含了产品功能、外观设计、时尚、形象等各方面综合因素。烟灶产品消费部分类似于家装、家具消费，中高端品牌认可度将有利于公司未来保持较好的利润率。

图 22: 不同品牌油烟机终端平均价格 (元)



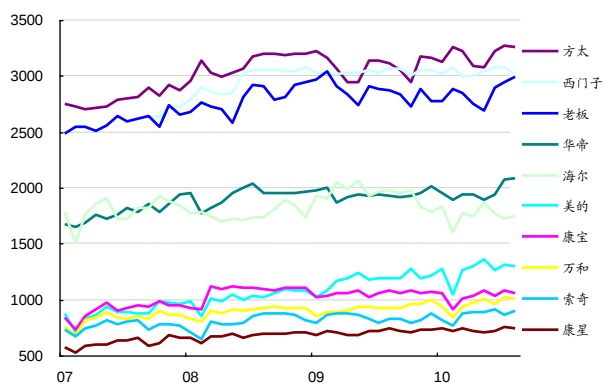
资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所 注: 公司出厂价仅为终端价 40-50%

图 23: 不同品牌燃气灶终端平均价格 (元)



资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所

图 24: 不同品牌消毒柜终端平均价格 (元)



资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所

拓展新兴渠道助推业绩释放, 未来三年收入增速 25-30%

当前公司的销售主要集中在华东区域, 其次华北、东北区域较好。

在四类渠道中, 公司进驻 KA 1800 个网点, 地方通路、专卖店、橱柜专营合计 3200 个网点。预计未来三年, 一二级市场 (收入贡献 65%) 覆盖率将由目前的 80% 上升至 90%, 贡献收入增长 8%; 三四级市场 (收入贡献 35%) 覆盖率由目前的 55% 上升至 80%, 贡献收入增长 16%。渠道覆盖率上升将贡献收入增长 24%, 即每年 8%。

新兴渠道开拓主要有四条路径:

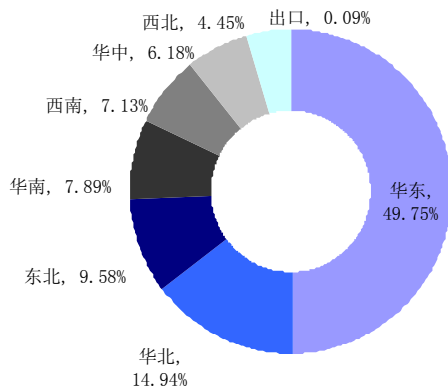
工程采购是销量最大的途径。与恒大地产等企业合作, 提供精装修房配套电器, 2010 年销售 1.5 万套 (油烟机+燃气灶), 预计 2011 年能够销售 6 万套。

橱柜系统渠道也受下游房地产行业影响，但橱柜与厨电配套销售率稳定在 1:0.3，厨电销售可以搭顺风车，利用橱柜营销网络，公司目前约进入 1000 家橱柜专营店。

地方家电百货系统受地方区域经济影响，通过地方家电百货系统提升品牌影响力，弥补原有销售网络盲点。公司已扩展了近 1000 家专卖店，约 600 个百货网点。

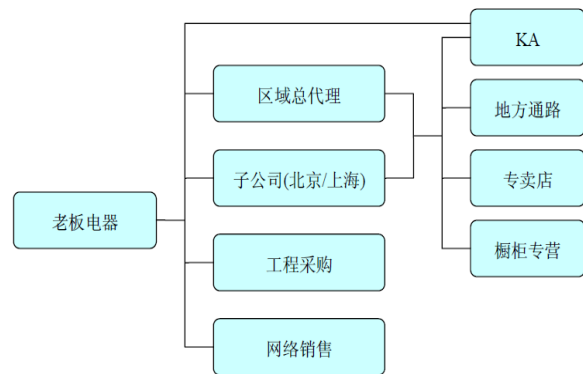
电子商务早已不是新兴渠道，但消费者观念转变还需要时间，进驻淘宝、易趣等 B2C 网站以及自营网络平台将给销售带来无限可能。

图 25: 公司 2010 年 1-6 月区域销售结构 (%)



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

图 26: 公司分销渠道示意图



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

新兴渠道应收账款账期明显缩短，毛利率略有下降，但避开了传统销售渠道激烈的争夺，为企业业绩释放提供了新的途径。

表 8: 未来新兴渠道特点

	毛利率 %	应收账款周期	进驻成本	销量	增长潜力	渠道稳定性
工程采购系统	30	1个月	低 (需要投标)	大	受益于精装修房需求增长	波动较大
橱柜系统	50	2个月	高 (需要返点激励)	小	受益于橱柜需求增长	稳定
电子商务系统	40	2周	低 (需要专员维护)	大	受益于网络的普及率提升	波动较大
地方家电百货系统	50	2个月	高 (需要返点激励)	小	受益于地方区域经济振兴	稳定

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

综上所述，市场覆盖率提升带来 8% 收入增长，厨电行业增长 5-10%，结合新兴渠道开拓带来 10-15% 收入增长，公司未来三年收入增长 25-30%。

盈利能力优于竞争对手

公司毛利率超过 50%，远高于竞争对手。部分原因是由于其部分经代理商销售的产品是向终端商场直接开票计入收入，然后返点给代理商，计入销售费用，导致毛利率和销售费用率同时增高 4% 左右。因为扩张需要，近几年新增约 40 家代理商，其中部分暂时不具备开票资质，未来这类情况会逐步减少，2011 年毛利率和销售费用率均会下降 2%，不影响净利率。

公司 2010 年预计 ROE、ROA 双双下滑，主要是受到 IPO 融资影响。未来随着扩产项目达产，ROE、ROA 将能够恢复到 2009 年水平。

公司存货周转天数和应收账款周转天数均长于对手，主要由于销售模式采用代

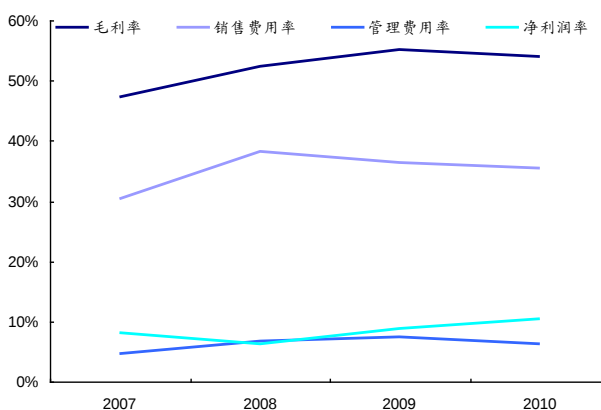
理制，代理商以房产抵押赊购的货物全部计入库存，库存周期拉长。而华帝股份采用经销制，经销商赊销比例较低，计入华帝的库存量也较少。应收账款周期长主要由于客户中议价能力较强的 KA（国美、苏宁等）占比较高，到 40% 左右。KA 的付款周期一般在 8-12 个月（其中 6 个月是承兑汇票账期）。未来 KA 占比将会控制在 33% 左右。

表 9: 公司与华帝股份的收入和利润规模比较（百万元）

	2009 年		2010 年 E	
	主营收入	净利润	主营收入	净利润
老板电器	934	82	1469	125
华帝股份	1386	54	1705	108

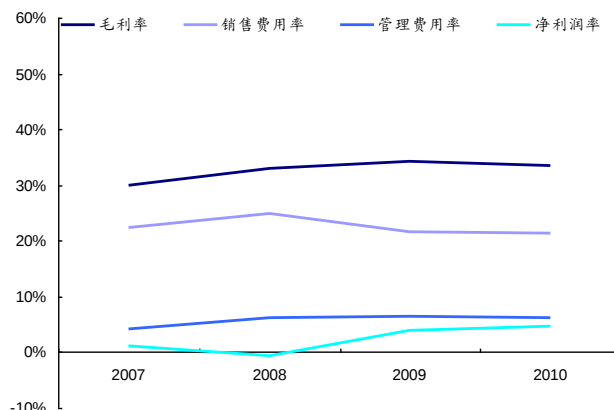
资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所

图 27: 老板电器收益质量 (%)



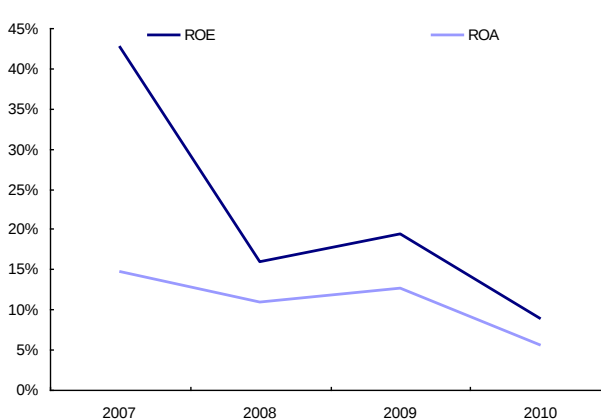
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 28: 华帝股份收益质量 (%)



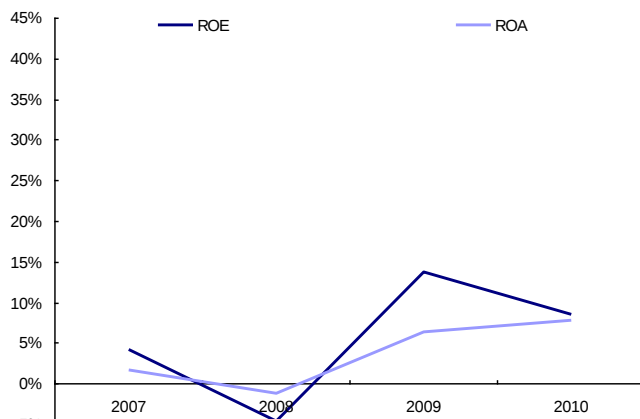
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 29: 老板电器盈利能力 (%)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 30: 华帝股份盈利能力 (%)

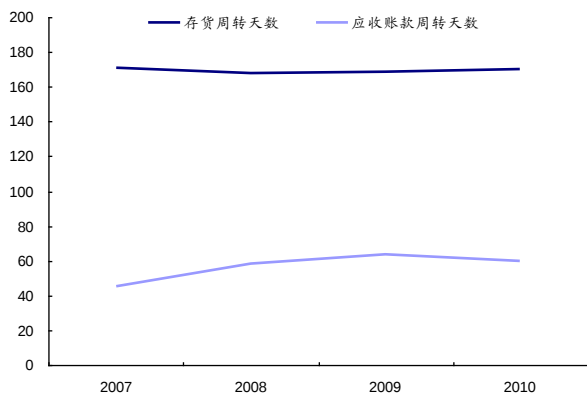


资料来源：WIND，国信证券经济研究所

公司产品定位较高，通过推出新型产品，如采用新材料、不同外观造型、新增附加功能等方式提升价格的可能性比低端品牌要好得多，因此对应材料成本上升的消化能力在行业中处于有利地位。

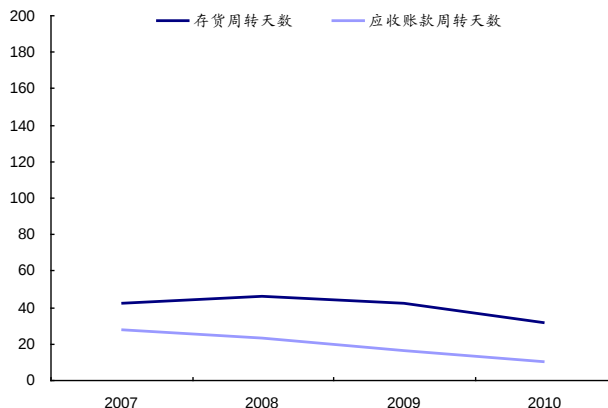
原材料占公司营业成本的比例均在 85%以上。其中冷轧板、不锈钢板、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成、厨用锅架是公司主要原材料。原材料的价格波动受冷轧板、不锈钢板、铜影响较大。2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司上述原材料占生产成本的比例分别为 59%、57%、56%和 59%。

图 31: 老板电器营运能力 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 32: 华帝股份营运能力 (%)

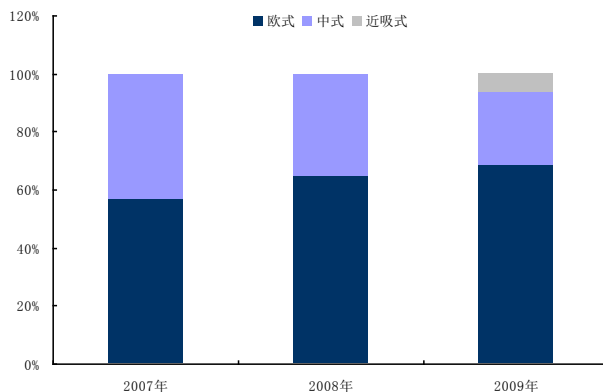


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

低附加值产品已被公司淘汰

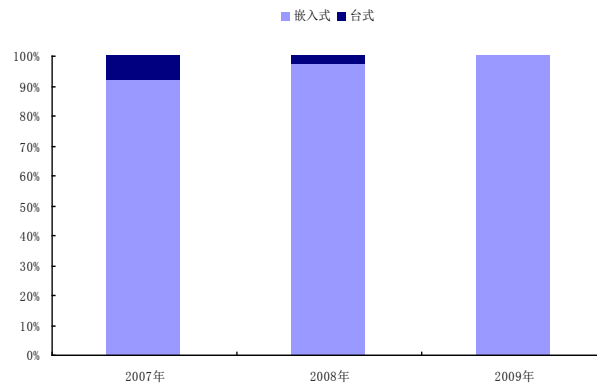
公司早已淘汰低附加值产品，台式燃气灶公司在 2009 年就近消失，油烟机产品销售比率中，近 70%是更为美观、时尚的欧式产品。

图 33: 公司欧式、中式油烟机销量比例 (%)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 34: 公司嵌入式燃气灶销量比例 (%)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 10: 公司分产品毛利率 (%)

产品类别		2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年	
		毛利率	销量占比	毛利率	销量占比	毛利率	销量占比
吸油烟机	欧式	53.61%	70.34%	55.49%	68.61%	53.33%	64.69%
	中式	49.25%	18.80%	52.02%	24.76%	47.04%	35.03%
	近吸式	55.59%	10.86%	56.05%	6.63%	53.16%	0.28%
	合计	53.36%	100.00%	55.04%	100.00%	52.05%	100.00%
燃气灶	嵌入式	59.93%	99.91%	58.72%	99.80%	55.68%	97.19%
	台式	19.82%	0.09%	45.64%	0.20%	38.36%	2.81%
	合计	58.92%		58.71%		55.56%	

资料来源: 招股书、国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

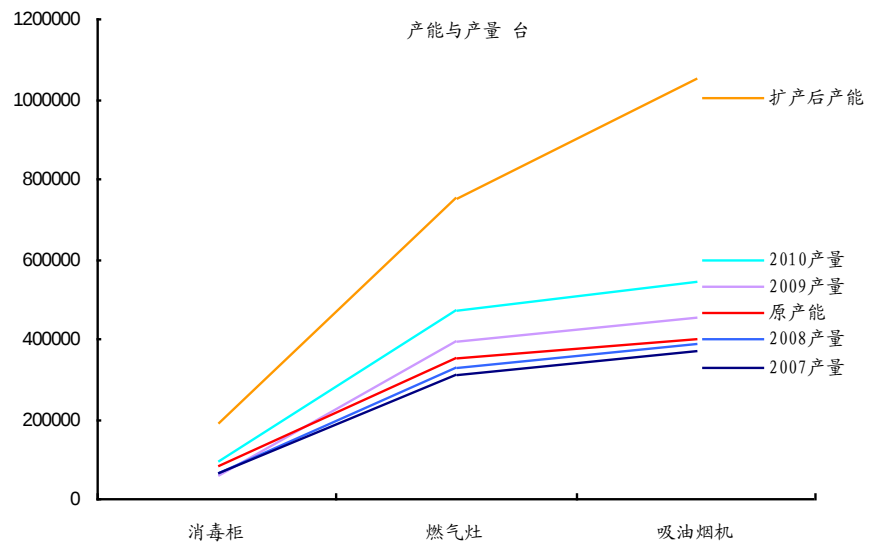
全球视野 本土智慧

综合竞争实力将借助上市得到明显提升

自从2009年以来,原有设计产能在部分瓶颈环节已经不能满足自身制造需要,公司也需要使用更为精密的设备,提升工艺,降低人工使用比率。

其次企业研发实力和销售渠道的投入也会增加,企业综合竞争力将上升到一个新的高度。上市后管理层、各部门骨干人员、经营商等都将通过股权关联形成一个对公司很好的激励体系,各方力量的促发将推动公司在烟灶行业中市场份额提升、综合竞争实力上升。

图 35: 公司主要产品产能与产量 (台)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

盈利预测:

核心假设

表 11: 各年销量预测 (万台, %)

万台, %		2009	2010	2011	2012	2013	10vs09	11vs10	12vs11	13vs12	CAGR
吸油烟机	总产量	40	55	65	85	105	38%	18%	31%	24%	27%
	产量增加		15	10	20	20					
燃气灶	总产量	35	50	58	76	95	43%	16%	31%	25%	28%
	产量增加		15	8	18	19					
消毒柜	总产量	8.5	10	12	15	18.5	18%	20%	25%	23%	21%
	产量增加		1.5	2	3	3.5					

资料来源: 国信证券经济研究所 注: 产量预测小于产能。燃气灶产量包含用自有资金扩产 20 万台。

公司烟灶产品基本配套出售, 油烟机与燃气灶比例稳定在 1: 0.9。2010 年吸油烟机和燃气灶需求增长明显, 产量扩张主要靠员工增加劳动小时数。2011 年新增 15 万台油烟机技改项目部分投产, 吸油烟机产能扩张 10 万台; 燃气灶扩张仍然依靠增加劳动小时数 (或采用两班制)。2012 年扩产 100 万台厨房电器募投项目部分达产。2013 年扩产项目全面达产。2009-2013 年公司吸油烟机产量 CAGR27%、燃气灶产量 CAGR21%; 消毒柜产量 CAGR21%。各产品未来 3 年增长稳定。

2011 年之后公司将增加直接向代理商开票的比率, 而减少通过分公司或代理商销售, 但直接向终端渠道开票销售的比率, 会带来毛利率和费用率的同时下降, 不会对最后的净利润率产生影响。

表 12: 销售模式及结算方式与毛利率关系 (%)

销售模式	结算方式	2010 年 1-6 月		2009 年	
		毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
代销	向代理商开票	46.10%	30.51%	45.87%	26.69%
	向终端渠道开票	68.31%	18.87%	66.72%	21.48%
	通过子公司分销	54.15%	45.22%	54.95%	48.61%
直销	通过代理商分销	48.50%	5.40%	38.76%	3.22%
合计		54.06%	100.00%	54.53%	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

预计 2010、2011、2012 年 EPS 0.78 元、0.97 元、1.22 元

我们预计 2010、2011 和 2012 年分别实现主营业务收入 11.5 亿元、14.7 亿元、18.9 亿元, 同比分别增长 23%、28%、29%。净利润分别为 1.25 亿元、1.55 亿元、1.94 亿元, 对应 EPS 分别为 0.78 元、0.97 元、1.22 元。

表 13: 2010-2013 年公司分项收入预测明细 (百万元, %)

	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
吸油烟机							
销售收入 (百万元)	635.3	825.9	1,073.7	1,342.2	30.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	53.4%	52.0%	51.5%	51.0%	-1.4%	-0.5%	-0.5%
燃气灶							
销售收入 (百万元)	333.3	433.3	563.3	704.2	30.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	58.9%	58.0%	57.4%	56.8%	-0.9%	-0.6%	-0.6%
消毒柜							
销售收入 (百万元)	117.4	140.9	176.1	211.4	20.0%	25.0%	20.0%
毛利率 (%)	53.9%	52.0%	51.5%	51.0%	-1.9%	-0.5%	-0.5%
小家电							
销售收入 (百万元)	50.8	53.3	56.0	58.8	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	30.4%	29.0%	28.7%	28.4%	-1.4%	-0.3%	-0.3%
合计							
销售收入 (百万元)	1136.9	1453.5	1869.2	2316.5	27.9%	28.6%	23.9%
毛利率 (%)	54.0%	52.9%	52.6%	52.2%	-1.1%	-0.4%	-0.4%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

(1) 下游房地产开发增速下降。受持续政策打压, 下游房地产开发增速出现下滑趋势, 增速下滑趋势蔓延制上游厨房家电行业。

(2) 品牌忠诚度下降。低价位竞争对手逐渐扩大市场份额, 顾客品牌忠诚度下降, 转向其他品牌产品。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	175	1340	1115	1026	营业收入	934	1162	1485	1910
应收款项	162	207	264	340	营业成本	420	531	698	905
存货净额	195	250	322	410	营业税金及附加	11	13	16	21
其他流动资产	7	12	15	19	销售费用	340	407	499	638
流动资产合计	540	1808	1717	1795	管理费用	70	74	100	128
固定资产	70	205	431	645	财务费用	(1)	(4)	(6)	(6)
无形资产及其他	36	33	29	25	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	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	4	4	4
资产总计	648	2048	2179	2468	营业利润	94	144	181	227
短期借款及交易性金融负债	0	300	200	200	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	105	132	172	222	利润总额	94	144	181	227
其他流动负债	121	152	192	244	所得税费用	12	20	25	32
流动负债合计	227	584	564	666	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	10	21	33	归属于母公司净利润	82	124	156	195
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	10	21	33	现金流量表 (百万元)				
负债合计	227	594	585	699		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	82	124	156	195
股东权益	422	1454	1594	1769	资产减值准备	(1)	7	7	9
负债和股东权益总计	648	2048	2179	2468	折旧摊销	9	12	20	31
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(1)	(4)	(6)	(6)
					营运资本变动	37	(39)	(46)	(58)
					其它	1	(7)	(7)	(9)
					经营活动现金流	128	97	130	168
					资本开支	(2)	(150)	(250)	(250)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(2)	(150)	(250)	(250)
					权益性融资	0	920	0	0
					负债净变化	0	10	11	12
					支付股利、利息	0	(12)	(16)	(19)
					其它融资现金流	(14)	300	(100)	0
					融资活动现金流	(14)	1218	(105)	(7)
					现金净变动	111	1165	(225)	(89)
					货币资金的期初余额	64	175	1340	1115
					货币资金的期末余额	175	1340	1115	1026
					企业自由现金流	125	(57)	(126)	(87)
					权益自由现金流	110	257	(209)	(70)

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.68	0.78	0.97	1.22
每股红利	0.00	0.08	0.10	0.12
每股净资产	3.52	9.09	9.96	11.06
ROIC	22%	25%	23%	20%
ROE	19%	9%	10%	11%
毛利率	55%	54%	53%	53%
EBIT Margin	10%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	11%	13%	13%	13%
收入增长	8%	24%	28%	29%
净利润增长率	51%	52%	25%	25%
资产负债率	35%	29%	27%	28%
息率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%
P/E	33.7	29.6	23.7	18.9
P/B	6.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	29.1	28.2	21.9	17.4

资料来源：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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	