

证券研究报告

小家电



分析师 陈宇
021-38565860
cheny@xyzq.com.cn
SAC:S0190210070001

推荐 (上调)

联系人: 姚永华
021-38565940
yaoyh@xyzq.com.cn

老板电器 (002508)

渠道拓展有序, 业绩远超市场预期

2011年1月17日

投资要点

事件:

老板电器发布 2010 年度业绩快报, 2010 年度公司实现营业收入 12.3 亿元, 同比增长 31.84%, 实现营业利润 1.5 亿元, 同比增长 61.97%, 实现净利润 1.3 亿元, 同比增长 64.61%。按公司期末总股本计算, 公司 2010 年度实现 EPS 0.84 元, 按公司加权平均股本计算, 公司 2010 年度 EPS 为 1.07 元(公司于 2010 年 11 月 10 日向社会公开发行股本 4,000 万股, 合计总股本 16,000 万股)。

点评:

- 公司上市后, 品牌得到进一步推广, 市场资源得到进一步增强, 进而带动公司四季度营业收入大幅增长。根据中怡康的统计数据, 公司在圣诞节至元旦的黄金周期间, 不仅在销售量上超过了方太, 而且在销售额上也首次超越了方太, 公司上市后收入的增长态势明显;

图 1、公司 2007-2010 年收入及净利润增速

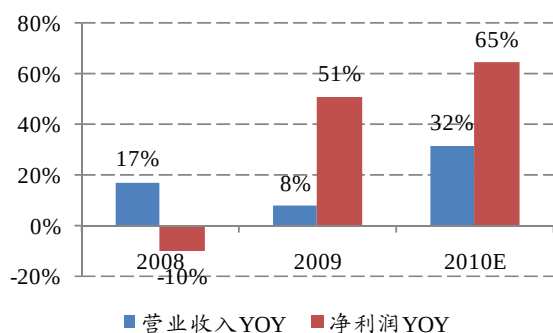
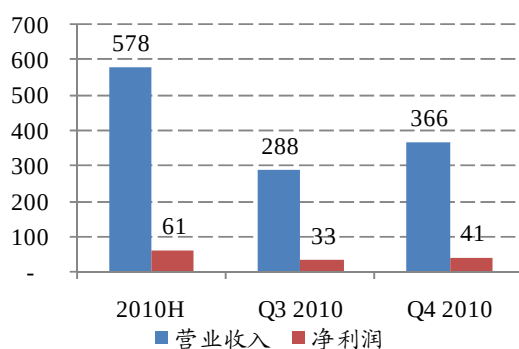


图 2、公司 2010 年单季度收入和净利润情况(单位: 百万元)



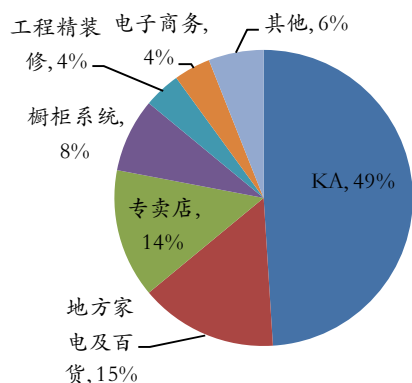
数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

- 2005 年以前, 公司产品绝大部分通过 KA (苏宁、国美、百安居等) 进行销售, KA 的迅速发展使得公司销售规模亦随之大幅增加。但随着 KA 的逐步发展, 其单边议价能力随之增加, 渠道费用亦随之增长。同时, KA 主要集中在二三级市场的特点导致公司产品三四级市场的推广受到限制。因此公司自 2005 年开始逐步拓展终端销售渠道, 在保持 KA 渠道稳定的前提下, 实行多元化渠道开拓策略, 特别是地方通路和专卖店渠道的开拓均取得较好的成果。一方面, 渠道的拓展, 推动公司营业收入的不断增长; 另

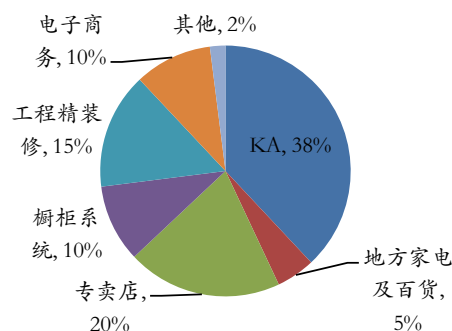
一方面，随着渠道结构的不断改善，公司的渠道费用得到很好的控制，产品的盈利能力不断增强。

图 3、2010 年各渠道终端收入贡献比



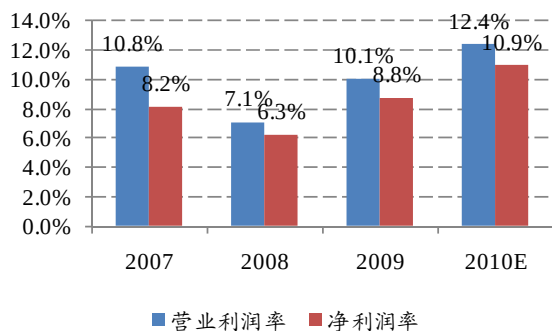
数据来源：兴业证券研究所

图 4、2012 年各渠道终端收入贡献比预测



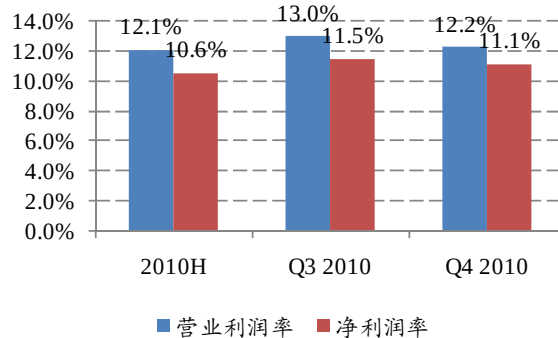
数据来源：兴业证券研究所

图 5、2007-2010 年利润率变动情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 6、2010 年各季度利润率变动情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- 同时，公司继续加大产品研发，努力开发适合市场的新产品。2010 年公司进一步调整了产品结构，高毛利率产品占比有所提升，使得利润比收入实现了更高的增长比例。

盈利预测及投资建议：

我们看好公司所处行业的发展机会以及公司在所处行业中的品牌、产品优势。公司凭借其有序的渠道扩张，将逐步推动其营业收入的增长，并随着渠道结构的改善，公司的盈利能力有望继续提升。

根据业绩快报，我们上调 2010-2012 年的盈利预测，即 0.84、1.17、1.41 元，净利润增速分别为 64.4%、39.4%、25.1%；给予 6-12 个月合理估值水平 25-30X11PE，即 29.3-35.1 元，首次给予推荐评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	540	1646	1725	1818
货币资金	175	1186	1122	1067
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	92	126	161	202
其他应收款	3	4	5	6
存货	195	254	330	408
非流动资产	109	122	261	479
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	70	69	138	276
在建工程	0	1	81	161
油气资产	0	0	0	0
无形资产	36	35	34	33
资产总计	648	1768	1986	2297
流动负债	227	299	330	406
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	105	116	154	194
其他	121	183	176	212
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	227	299	330	406
股本	120	160	160	160
资本公积	203	1075	1075	1075
未分配利润	88	209	378	590
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	422	1468	1656	1891
负债及权益合计	648	1768	1986	2297

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	82	135	188	235
折旧和摊销	9	8	12	24
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-4	-29	-27
投资损失	0	-2	-2	-2
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-37	22	113	71
经营活动产生现金流量	128	100	66	157
投资活动产生现金流量	-10	-5	-159	-240
融资活动产生现金流量	1	916	29	27
现金净变动	119	1011	-64	-55
现金的期初余额	64	175	1186	1122
现金的期末余额	183	1186	1122	1067

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	934	1232	1601	2001
营业成本	420	548	712	881
营业税金及附加	11	12	16	20
销售费用	340	443	584	730
管理费用	70	80	104	130
财务费用	-1	-4	-29	-27
资产减值损失	0	0	1	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2
营业利润	94	153	214	269
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	94	155	216	270
所得税	12	20	28	35
净利润	82	135	188	235
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	135	188	235
EPS (元)	0.51	0.84	1.17	1.47

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.8%	31.8%	30.0%	25.0%
营业利润增长率	52.8%	62.7%	39.8%	25.3%
净利润增长率	51.1%	64.4%	39.4%	25.1%
盈利能力(%)				
毛利率	55.1%	55.5%	55.5%	56.0%
净利率	8.8%	10.9%	11.7%	11.7%
ROE	19.4%	9.2%	11.3%	12.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	34.9%	16.9%	16.6%	17.7%
流动比率	2.38	5.50	5.23	4.47
速动比率	1.52	4.65	4.23	3.47
营运能力(次)				
资产周转率	1.63	1.02	0.85	0.93
应收帐款周转率	10.44	11.33	11.16	11.04
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.84	1.17	1.47
每股经营现金	0.79	0.62	0.41	0.98
每股净资产	2.64	9.18	10.35	11.82
估值比率(倍)				
PE	65.5	39.8	28.6	22.8
PB	12.7	3.6	3.2	2.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。