胡铸强
执业证书编号：S0730511010013
021-50588666-8023
Huzq@ccnew.com

内外兼修，图谋厨电霸位

——老板电器（002508）年报点评

研究报告-公司点评 **增持（维持）**

发布日期：2011年4月7日

报告关键要素：

公司2010年在保持营业收入高增长的同时，有效控制了各项费用，其中销售费用率下降2.25个百分点，直接推动公司净利润率提高2.15个百分点。公司图谋3年内实现营业收入30亿元，净利润3亿元，吸油烟机、燃气灶、嵌入式消毒柜销量稳居行业第一，吸油烟机销量领先行业第二名30%；同时公司销售体系改善空间巨大。未来公司内外兼修，改善空间巨大。

事件：

- **公司公布年报**，报告期内实现营业收入12.32亿元，同比增长达31.84%；营业利润1.52亿元，同比增长61.87%，实现净利润1.34亿元，同比增长64.17%，基本每股收益为1.09元。公司拟以2010年末的1.6亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利3元（含税），共计4800万元；同时以资本公积转增股本的方式，拟向全体股东每10股转增6股，合计转增股本9600万股。

点评：

- **收入稳定增长。**报告期内实现营业收入12.32亿元，其中主营业务收入12.09亿元，同比增长29.68%；公司核心业务油烟机、灶具和消毒柜呈现较好成长性，增速均在30%以上，小家电业务增速稍慢（4%），拖累了主营业务收入增速；分区域看，除去东北地区增速为12%外，其他各大区域增速均在20%以上，华中、西南等基数较低的区域增速更高达59%和43%，显示公司区域代理运作较为良性，使公司2011年继续保持高增长成为可能。值得关注的是四季度营业收入增速（18.54%）较三季度(22.47%)有所下滑，增速下降是否会成为趋势，还有待进一步观察。

- **毛利率基本保持稳定。**报告期内公司主营业务毛利率为53.83%，较2009年同期下降了0.7个百分点。公司毛利率下降幅度明显小于其他小家电公司，显示公司受益品牌定位高端和产品装修材料特质，转嫁原材料价格上涨能力强于其他小家电公司。目前，公司在新品定价时已考虑提高毛利率标准，2011年公司毛利率有望进一步提高。

- **销售费用率占比下降推动净利润率提高。**报告期内公司销售费用为4.21亿元，销售费用率为34.18%，较去年同期下降2.25个百分点。销售费用率下降2.25个百分点是净利率来提高2.15个百分点最主要的推动因素。由于历史原因，公司销售费用率一直较高，对经销商代销政策也非常宽松，未来销售效率改进空间巨大。

- **管理费用还有改善空间。**报告期内公司管理费用为8996万元，管理费用率为7.31%，较2009年同期下降0.19个百分点。公告称管理费用中部分费用为新股发行过程中的相关费用支出，预计随着公司上市推介活动的结束，此部分费用在2011年有望显著下降。

- **经营现金流略有下降。**报告期内公司经营性现金流未与净利润保持同步增长，报告期内经营性现金流为1.16亿元，同比减少8.21%，公司存货增加近5000万（同比增幅26.29%）是导致经营性现金流下降的主要原因，考虑到公司代销模式下，渠道库存也被视为公司库存，渠道下沉与营业收入增加导致公司存货增加，经营性现金流有所下降。

- **目标远大，2011年值得关注。**公司公告中披露，力争到2013 年主营业务收入近30亿元，净利润3亿元左右；吸油烟机、燃气灶、嵌入式消毒柜销量稳居行业第一，吸油烟机销量领先行业第二名30%。若此目标实现，公司未来三年的复合增长率将超过30%。2011年公司上市募资项目也将陆续建成投产，2011年无疑是值得关注的一年。

- **维持公司“增持”的评级。**我们预测公司2011年每股收益1.15元，2012年每股收益1.44元，对应动态市盈率分别为28.40倍和22.77倍，维持“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表				(亿元)
	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	**15.47**	**12.95**	**15.36**	**18.01**
现金	10.75	7.02	7.15	7.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	1.25	1.51	2.03	2.55
应收款项	0.89	1.09	1.46	1.84
存货	2.46	3.13	4.42	5.72
其他	0.13	0.20	0.30	0.43
非流动资产	1.37	6.24	6.68	7.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.73	4.24	5.27	5.96
无形资产	0.37	0.35	0.33	0.31
其他	0.28	1.65	1.09	0.80
资产总计	**16.84**	**19.18**	**22.05**	**25.09**
流动负债	3.13	3.63	4.55	5.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	1.32	1.71	2.41	3.12
预收帐款	1.18	1.18	1.18	1.18
其他	0.63	0.74	0.95	1.16
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	3.13	3.63	4.55	5.46
股本	1.60	1.60	1.60	1.60
资本公积金	10.65	10.65	10.65	10.65
未分配利润	1.21	3.05	5.35	7.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者权益	13.71	15.55	17.85	20.41
负债及权益合计	**16.84**	**19.18**	**22.39**	**25.87**

现金流量表				(亿元)
	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1.16	1.08	0.99	1.24

利润表				(亿元)
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12.32	15.12	20.33	25.53
营业成本	5.59	7.11	10.05	13.00
营业税费	0.12	0.02	0.03	0.04
销售费用	4.21	4.99	6.51	8.17
管理费用	0.90	1.06	1.22	1.53
财务费用	-0.03	-0.22	-0.18	-0.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
营业利润	1.52	2.17	2.70	3.01
营业外收入	0.04	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.56	2.17	2.70	3.01
所得税	0.22	0.32	0.41	0.45
净利润	1.34	1.84	2.30	2.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1.34	1.84	2.30	2.56
EPS（元）	1.09	1.15	1.44	1.60

主要财务比率				
	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标				
每股收益	1.09	1.15	1.44	1.60
每股经营现金	5.62	-2.31	0.29	0.47
每股净资产	8.57	9.72	11.15	12.76
增长率				
营业收入增长率	31.84%	22.78%	34.46%	25.56%
营业利润增长率	61.87%	42.05%	24.72%	11.52%
净利润增长率	64.17%	37.05%	24.72%	11.52%
获利能力				
毛利率	54.60%	53.01%	50.57%	49.08%
净利率	10.91%	12.18%	11.29%	10.03%

净利润	1.34	1.84	2.30	2.56	ROE	9.80%	11.84%	12.87%	12.55%
资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.56%	18.33%	18.03%	16.53%
折旧摊销	0.10	0.15	0.25	0.30	**偿债能力**				
财务费用	-0.03	-0.22	-0.18	-0.18	资产负债率	16.33%	16.22%	17.57%	18.20%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	4.94	3.56	3.38	3.30
营运资金变动	0.00	-0.68	-1.38	-1.41	速动比率	4.15	2.70	2.41	2.25
投资活动现金流	-0.37	-5.00	-0.70	-0.66	**营运能力**				
资本支出	0.00	-5.00	-0.70	-0.70	资产周转率	1.06	0.84	0.98	1.06
其他投资	-0.37	0.00	0.00	0.04	存货周转率	2.54	2.54	2.66	2.56
筹资活动现金流	8.20	0.22	0.18	0.18	应收帐款周转率	13.89	15.79	16.39	15.91
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	**估值比率**				
其他	8.20	0.22	0.18	0.18	PE	29.98	28.40	22.77	20.42
现金净增加额	**8.99**	**-3.70**	**0.47**	**0.76**	PB	3.81	3.36	2.93	2.56

资料来源：中原证券研究所

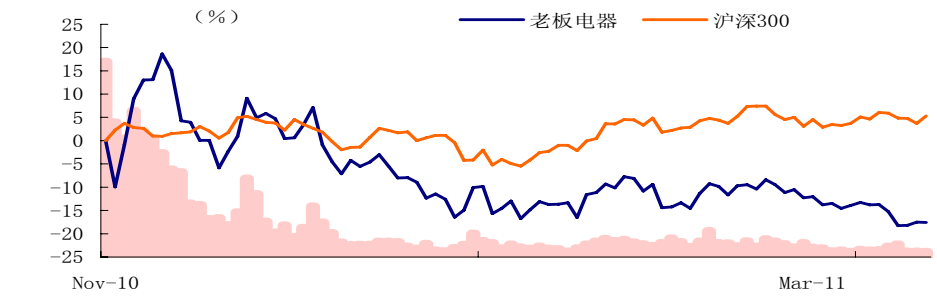
市场数据（2011年04月06日）

收盘价（元）	32.68
一年内最高/最低（元）	51.98/31.70
沪深300指数	3311.07
市净率（倍）	3.81
流通市值（亿元）	13.07

基础数据（2010年12月31日）

每股净资产（元）	8.57
每股经营现金流（元）	0.73
毛利率（%）	54.60
净资产收益率（%）	9.80
资产负债率（%）	18.60
总股本/流通股（万股）	/
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

中原证券 20110316--AA 公司分析报告：装修市场给力，公司有望迎来高增长……2011 年 3 月 7 日

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。