

老板电器(002508)调研报告

推荐

——借资本市场强化综合实力，抓行业洗牌机遇做到强者更强
可选消费/家庭耐用消费品

首次评级

发布时间：2011年6月9日

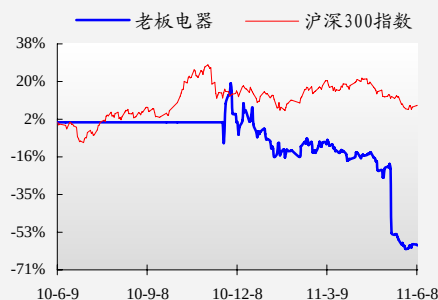
投资要点：

- **国内厨电市场普及程度不高，行业增长空间大：**我们根据相关数据测算的结果显示，当前我国城镇家庭平均每百户油烟机拥有量约为75%，农村家庭平均每百户油烟机拥有量约为11%，与其他家电产品相比，厨电产品在国内市场的普及程度仍然较低，未来增长空间较大。
- **厨电行业集中度不高，行业亟待洗牌：**从行业格局来看，当前我国厨电行业竞争较为分散，行业集中度不高，我们认为未来几年，国内厨电行业将逐步改变当前这种较为分散的竞争格局，行业竞争程度将日益加剧，行业集中度将明显提升。
- **借助上市平台强化综合优势，抓住行业洗牌带来的发展机遇：**公司作为油烟机市场的高端品牌，在产品创新和升级方面具备较强的竞争优势；同时，公司借助资本市场加大产能扩张，目前公司IPO募投项目已经提前达产，烟机、灶具和消毒柜已经分别实现年产55万台、55万台和8.5万台的产能规模，未来公司将继续扩产，强化规模优势地位；此外，充裕的现金流也将使其在未来行业整合中大有作为。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计2011年、2012年、2013年公司营业收入增速将有望分别达到35.43%、28.46%、28.85%，给予EPS分别为0.67元、0.83元和1.02元，对应动态PE分别为23倍、19倍和15倍，估值合理，但考虑当前市场波动较大，给予短期“谨慎推荐”，长期“推荐”投资评级。
- **风险提示：**房地产市场调控力度加大，原材料涨价等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1231.60	31.84	134.34	64.17	0.52	9.8	30	
2011E	1667.99	35.43	170.62	27.01	0.67	12.1	23	
2012E	2142.75	28.46	211.95	24.22	0.83	14.0	19	
2013E	2760.99	28.85	261.97	23.60	1.02	16.2	15	

走势图



市场数据

2011/6/9

收盘价：	15.51 元
52 周最高价：	51.98 元
52 周最低价：	15.40 元
平均持仓成本：	19.96 元

基本数据

2011Q1

总股本（万股）：	25,600
流通 A 股（万股）：	25,600
每股收益（元）：	0.12
每股净资产（元）：	5.78
每股经营现金流（元）：	0.20
市净率：	2.68

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

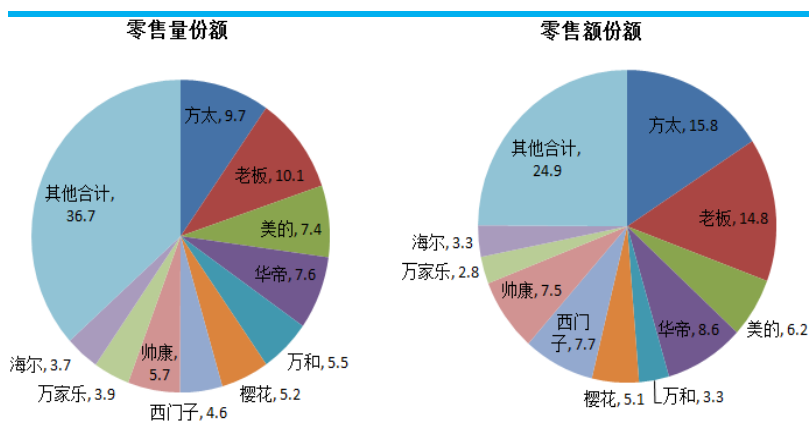
一、厨电行业现状：竞争分散、亟待洗牌

目前，烟、灶、消市场格局类似，且考虑公司烟机在其业绩贡献比重最大，因此，本部分分析内容主要以烟机市场为主，从行业竞争现状、产品发展趋势以及各细分产品市场竞争态势比较等方面着手，分析行业未来发展趋势。

(一)品牌杂多，市场集中度不高

目前，国内厨房家电品牌杂多，市场集中度不高；根据中怡康数据，以烟机为例，2010年烟机前两大品牌方太和老板，市场销量份额分别为9.7%和10.1%；从各品牌市场份额来看，目前国内厨电市场尚未出现真正的行业领导品牌；其中前十大烟机品牌合计销量份额仅为63.3%，合计销售份额为75.1%，均较2009年有所提升，尽管总体竞争格局较为分散，但行业格局进一步集中趋势明显，预计未来国内厨电行业将迎来一轮较强的洗牌。

图 1：国内烟机市场品牌分布（2010 年）

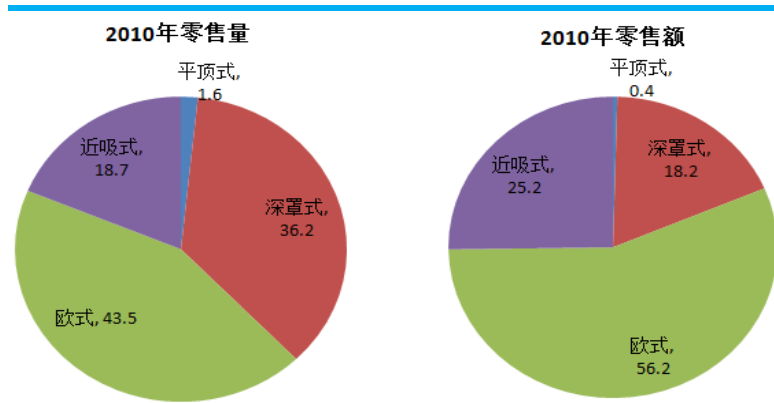


数据来源：中怡康，东北证券。

(二)欧式机已成为国内烟机市场主流

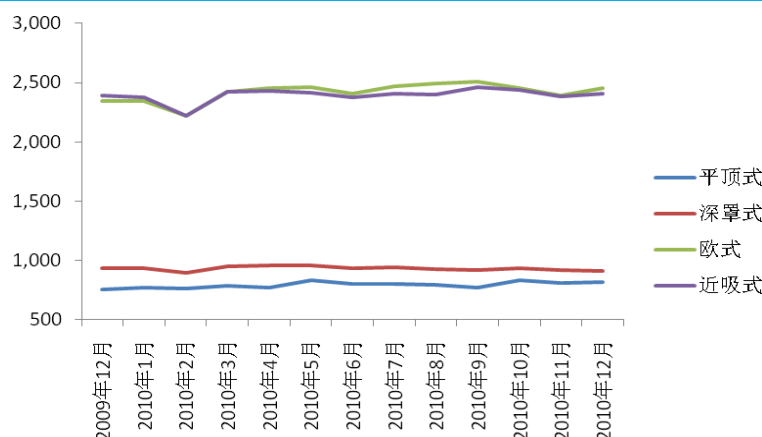
目前，国内烟机市场上以欧式和近吸式较为高端，也是未来发展趋势，深罩式和平顶式则较为低端。近两年，国内烟机市场欧式机占比超过40%，已经超过了深罩式，成为市场的主流。

图 2：国内烟机市场各类产品份额



数据来源：中怡康，东北证券。

图 3: 国内市场各类烟机价格



数据来源：中怡康，东北证券。

(三) 中低端烟机市场竞争更为激烈

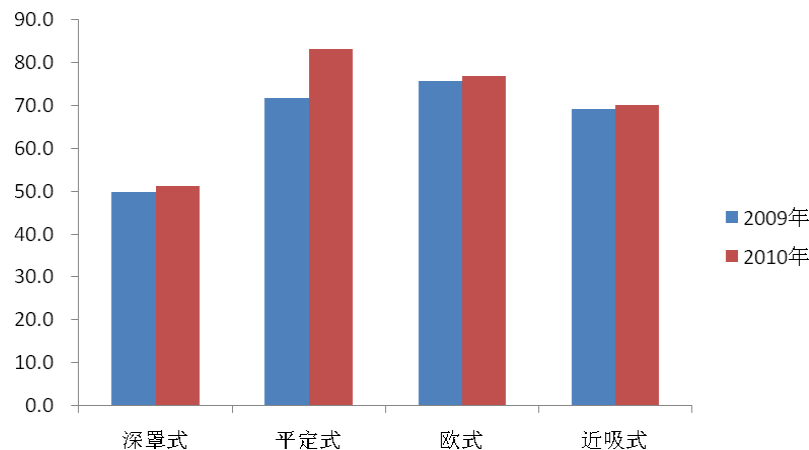
尽管市场竞争较为分散，但不同类烟机市场竞争格局依然有较大的分别。按照平定式、深罩式、欧式、近吸式来看，平定式烟机市场集中度最高，前十大品牌销量份额合计已经超过 80%，且樱花品牌以超过 50% 的市场份额成为该细分市场的领导品牌。

深罩式烟机市场则最为分散，也是竞争最为激烈的细分市场，目前，前十大品牌市场份额合计仅 50% 左右，该细分市场中份额最大的是美的，也仅占 7.6%。

欧式烟机市场集中度仅次于平定式，前十大品牌份额合计超过 75%，该细分市场竞争格局相对平定式则较为分散，老板品牌以 15% 的份额成为该细分市场的第一品牌。近吸式烟机市场集中度较高，其中方太以 20% 左右的市场份额在该细分市场中遥遥领先，未来有望成为近吸式细分市场的领导品牌。

总体上来看，烟机市场竞争态势表现为：中低端市场竞争更为激烈，市场依然较为分散，亟待进一步整合，高端市场竞争则基本形成以方太（近吸式）、老板（欧式）为领导品牌的有序竞争格局。

图 4: 各类烟机市场集中度对比



数据来源：中怡康，东北证券。

(四)小结

从以上分析来看,我们认为,目前,由于厨电行业较为分散的市场竞争格局,行业较高的盈利现状将吸引越来越多的厂商进入;特别是对于市场准入门槛较低的中低端厨电市场领域,将迎来更加激烈的市场竞争。我们认为,未来在规模、品牌知名度、专业化程度等方面具有较明显优势的企业将会拥有越来越多的市场份额,而综合实力较弱的企业则逐渐被市场淘汰。

二、 公司烟机市场综合竞争实力较强

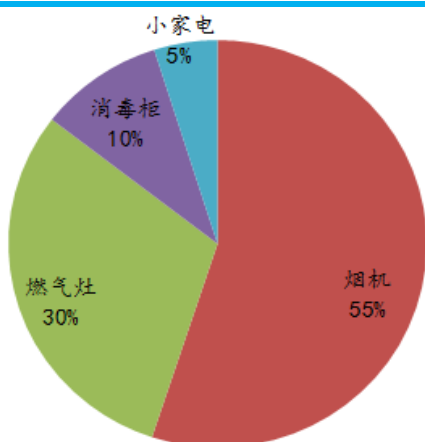
(一)“老板”品牌优势突出, 专业化优势显著

1. “老板”品牌历史悠久, 享有较高市场知名度

“老板”品牌创始于 1988 年, 经过二十多年的市场培育, 已经享有较高的市场知名度。其中烟机是公司最早开始生产的厨电产品, 也是公司最主要的收入和利润来源, 其 2010 年收入占比约 55%左右。

目前, 公司三大主营产品烟、灶、消市场地位突出, 其中, 2010 年公司烟机零售量国内市场份额第二位, 零售额份额居第一位; 燃气灶零售量和零售额国内市场份额分别居第三位和第二位; 消毒柜零售量和零售额国内市场份额分别居第五位和第三位。

图 5: 公司主营收入产品构成



数据来源: 公司公开资料, 东北证券。

2. 推低端“名气”, 抓住“三、四级”市场启动机会

除了定位较高端的“老板”品牌, 公司针对三、四级市场推出了定位较为低端的“名气”品牌。公司“名气”品牌是 2009 年才开始正式运作, 当年 5 月份前后才开始正式销售。其生产上并不独立于“老板”品牌, 但在研发、销售和渠道方面与“老板”电器完全独立。目前, “名气”品牌旗下只有烟机产品, 产品推广主要集中于山东、湖南、江西以及一些欠发达地区。

2010 年, 公司“名气”烟机实现销售收入 3000 万元, 占总销售收入的比重仅为 2.4%。未来几年, 随着三、四级市场需求释放, 公司“名气”品牌的烟机销售收入会实现较大幅

度的增长。

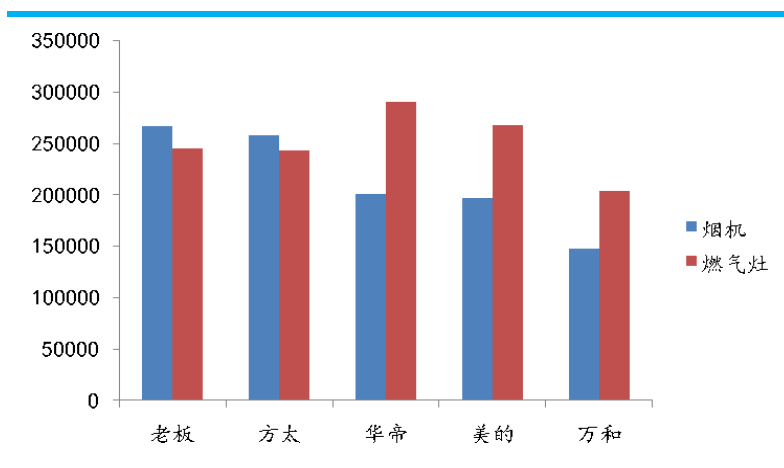
(二) 规模优势渐显，高端领域市场地位日益突出

1. 借助资本市场融资平台，继续强化规模优势

从销售规模上来看，2010 年，公司烟机销量规模为 26.73 万台，国内市场份额 10.06%，位居第一位；销售额达到 7.39 亿元，国内市场份额 14.85%，位居第二位。

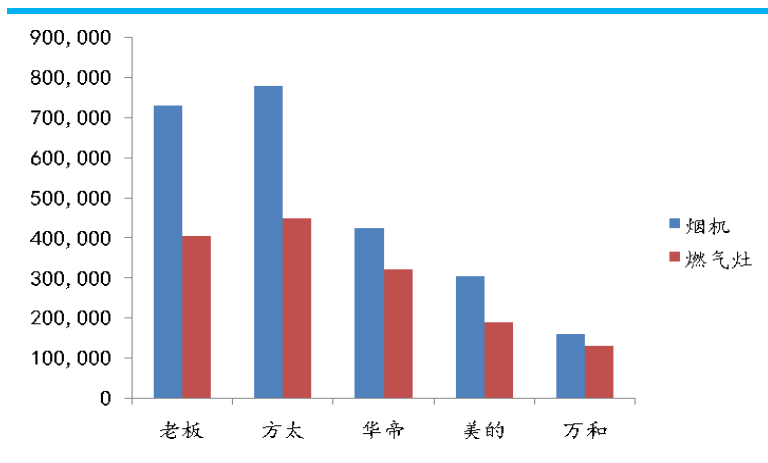
目前，公司烟机在国内市场上已经小具规模优势；未来几年，随着新建项目的达产，公司烟、灶、消产品产能都将得到继续扩大，其中，我们预计公司烟机 2011 年、2012 年、2013 年产能将分别达到 55 万台左右、95 万台左右、105 万台左右，规模优势地位日渐突出。

图 6：2010 年前五大品牌烟机和燃气灶销量规模（台）



数据来源：中怡康，东北证券。

图 7：2010 年前五品牌烟机和燃气灶零售额规模（千元）



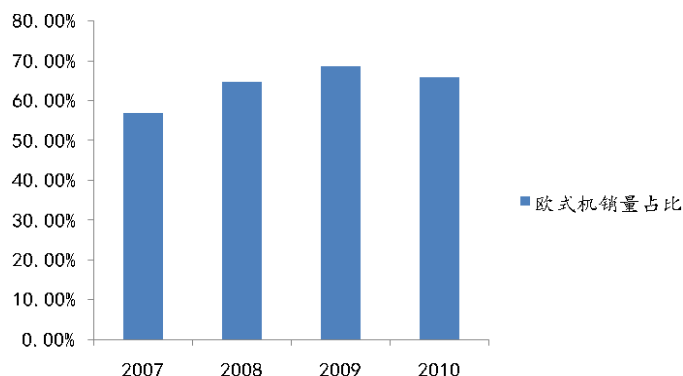
数据来源：中怡康，东北证券。

2. 定位高端，做欧式机市场的领导者品牌

公司“老板”品牌产品定位高端，以烟机为例，近几年“老板”烟机中欧式机占比总体

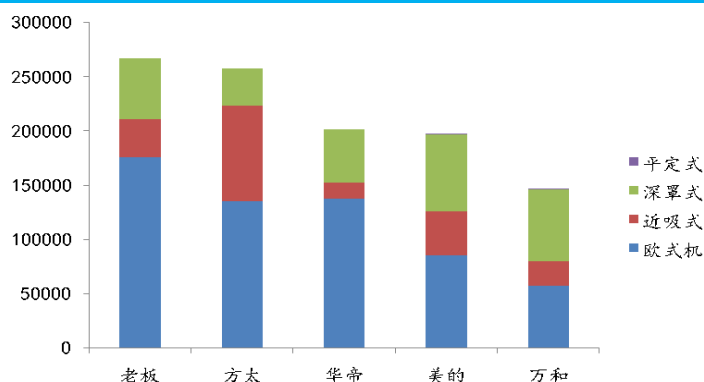
呈现提升趋势。根据中怡康数据，2010 年公司欧式机销量 17.58 万台，市场份额 14.7%，位居国内欧式烟机市场第一位，占公司烟机总销量比重为 66%；欧式机零售额 5.53 亿元，以 19% 的市场份额成位居国内欧式机市场份额第一位，占公司烟机销售额的 75.75%。

图 8：近几年公司欧式机销量占比情况



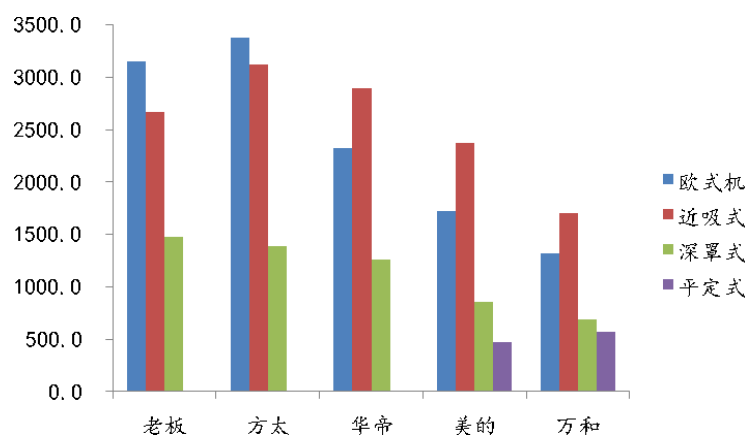
数据来源：公司公开资料，东北证券。

图 9：2010 年前五大烟机品牌产品结构（销量：台）



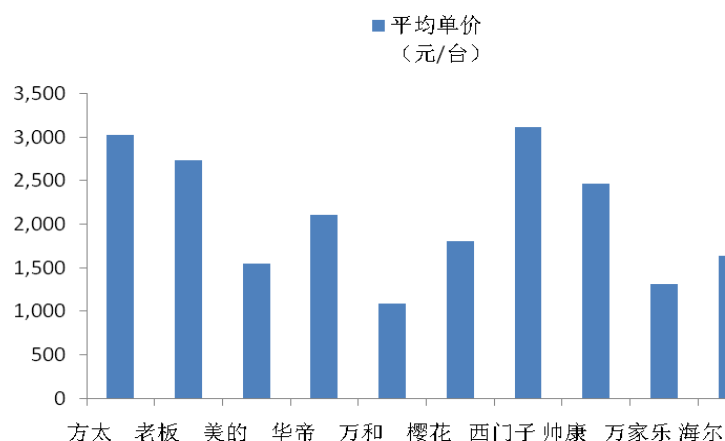
数据来源：中怡康，东北证券。

图 10：2010 年前五大烟机品牌产品价格对照（单价：元/台）



数据来源：中怡康，东北证券。

图 11: 主要品牌烟机均价比较



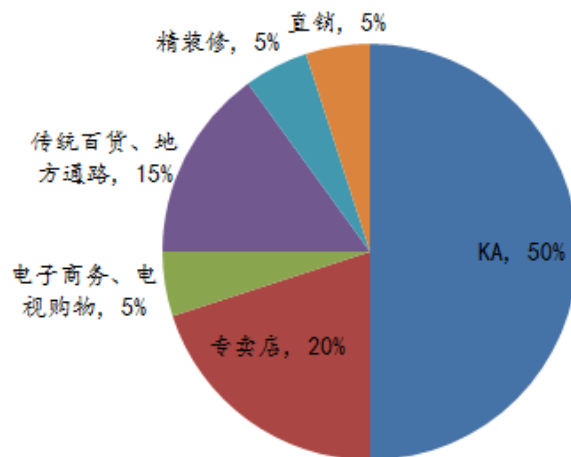
数据来源: 中怡康, 东北证券。

(三)积极开拓新兴渠道, 销售渠道渐趋多元化

2005 年之前, 公司产品主要通过 KA 渠道进行销售, 2005 年之后, 公司开始逐步拓展终端销售渠道, 在保持 KA 渠道稳定的前提下, 不断实现渠道的多元化。

目前, 公司已经建立了以 KA、地方通路和专卖店为主, 并以工程采购、网络销售、厨柜专营店等新兴渠道相结合的终端渠道结构。截止 10 年年底, 公司共有 900 家专卖店; 11 年, 公司专卖店数量会再增加 400-500 家, 未来公司专卖店总数会达到 1500 家左右。除了 KA 和专卖店外, 公司新兴渠道的拓展也在不断推进, 10 年, 公司网络、电视购物以及精装修等渠道的销售收入占比也均达到了 5% 左右, 成为公司越来越重要的销售渠道。

图 12: 公司收入渠道构成



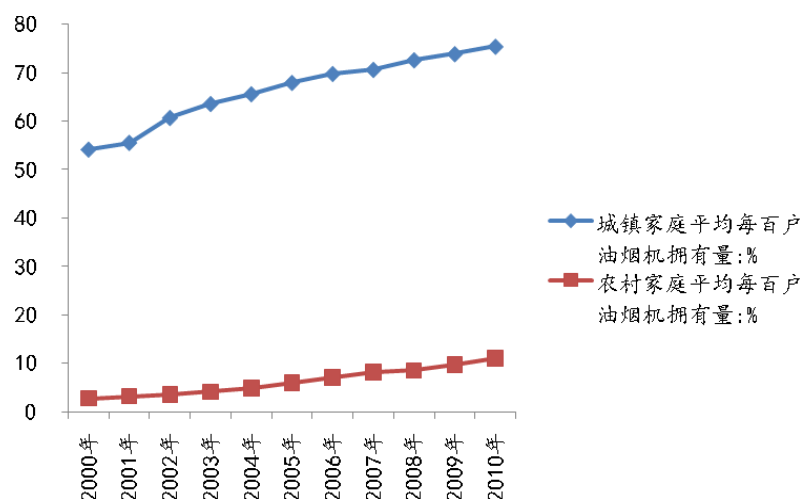
数据来源: 公司调研, 东北证券。

三、 未来有望实现高于行业增长，三年再造一个“老板”值得期待

(一)国内厨电普及率较低，未来增长空间巨大

我们根据近几年国内油烟机销量的总体情况，并结合国家统计局相关数据进行测算的结果显示，2010 年我国城镇家庭平均每百户油烟机拥有量约为 75%，农村家庭平均每百户油烟机拥有量约为 11%。与其他家电产品相比，厨电产品在国内市场的普及程度仍比较低，未来增长空间较大。

图 13: 国内市场油烟机普及率情况



数据来源：国家统计局，东北证券。

注：2007-2010 年城镇数据、2010 年农村数据均由东北证券测算得出。

(二)厨电行业未来继续保持缓慢平稳增长，但行业集中度将逐渐提升

过去几年来，国内油烟机市场销量保持缓慢平稳增长，未来几年有望延续这种增长态势。我们认为，在国内居民人均收入增长、农村住房条件的改善、以及新婚小家庭数目增多等诸多因素的推动下，国内厨电市场未来几年仍将继续保持平稳增长；尽管房地产调控会给厨电行业增长带来较大的不利影响，但经适房、保障房以及精装修面积扩大等都将为厨电行业增长的利好因素；那么综合以上方面，我们认为国内厨电市场未来几年增长速度仍将较为缓慢。我们假设国内城镇和农村油烟机普及率每年均以 1 个点的速度上升，预计国内油烟机市场销量将保持 10%左右的增长速度。

从行业格局来看，我们认为未来几年，国内厨电行业将逐步改变当前这种较为分散的竞争格局，行业竞争程度将日益加剧，行业集中度将明显提升。

(三)公司未来收入增速将超行业平均水平

1. 凭借自身竞争优势，未来市场份额有望进一步提升

结合我们前文对公司综合竞争实力的分析，我们认为，公司作为油烟机市场的高端品牌，在产品创新和升级方面具备较强的竞争优势；同时借助在 A 股上市后，将持续做大做强，规模优势不断得到强化。

产能规模持续扩张

目前公司 IPO 募投项目已经提前达产，烟机、灶具和消毒柜已经分别实现年产 55 万台、55 万台和 8.5 万台的产能规模，未来公司会继续扩产，预计到 2013 年烟机、灶具和消毒柜产能将再分别新增 50 万台、40 万台和 10 万台。伴随产能规模的不断扩展，公司主营产品产销规模、营收规模增速都将高于行业水平，市场份额有望进一步提升，逐步成为国内厨电市场的领导品牌。

充裕的现金流将使其在行业整合中大有作为

公司目前现金流充裕，我们认为这将利于公司在厨电行业整合中大有作为。

2. 精装修市场潜力大，产品线延伸丰富业绩来源

近几年，国内精装修房占比逐渐提升；而且从市场发展趋势上来看，未来精装修配套设施趋向于高端化、品牌化；由此，高端厨电品牌已经逐渐成为精装修市场的重要选择标的。

公司在精装修市场积极拓展，2010 年该部分销售占比已经达到了 5% 左右；并与恒大地产、珠江投资、恒声、金融街、雅居乐、招商地产、新城等房地产商积极合作，我们预计今年该部分市场销售规模有望实现大幅增长。

除了烟、灶、消三大主营产品之外，公司还在小家电领域进行了拓展，其中电烤箱、蒸汽炉等产品均有不错的销售预期，进一步丰富公司业绩来源。

3. 成本转嫁能力相对较强，盈利能力有望得到较好保持

公司生产所用的原材料主要包括不锈钢、冷轧板、铜、铝、玻璃、电机、开关等；受厨房电器产品特点决定，公司营业成本中原材料占比超过 85%。因此，原材料价格的波动，将会对公司经营状况产生一定的影响。

目前，与其他家电企业类似，推出新品同样是公司抵御毛利率下滑的首要措施；公司每年推出几十款烟灶消新产品，这也使其盈利能力得以较好的保持。另外，作为厨电行业的高端品牌，“老板”品牌地位相对强势，因此，公司也同时享有相对较强的定价能力。

四、 盈利预测和投资建议

综合前文分析，我们预计 2011 年、2012 年、2013 年公司营业收入增速将有望分别达到 35.43%、28.46%、28.85%，给予相应的 EPS 分别为 0.67 元、0.83 元和 1.02 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、19 倍和 15 倍，相对其未来成长预期，当前估值水平合理。

考虑当前市场波动较大，短期给予公司“谨慎推荐”投资评级，长期给予“推荐”投资评级。

风险提示：房地产市场调控力度加大导致厨电行业增长低于预期；原材料涨价等。

表 1: 利润表 (预测: 百万元)

	2010 年 A	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	1231.60	1667.99	2142.75	2760.99
营业成本	559.11	808.57	1049.37	1362.21
营业税金及附加比例	12.45	16.85	21.64	27.89
销售费用	421.00	538.76	687.82	885.72
管理费用	89.96	119.26	152.56	196.03
财务费用	-3.15	-8.34	-12.86	-13.80
资产减值损失	-0.26	-3.34	-2.14	-2.76
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	152.48	196.23	246.35	305.70
营业外收入	3.77	5.00	3.50	3.00
营业外支出	0.04	0.50	0.50	0.50
利润总额	156.22	200.73	249.35	308.20
所得税	21.88	30.11	37.40	46.23
净利润	134.34	170.62	211.95	261.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	134.34	170.62	211.95	261.97
稀释每股收益	0.52	0.67	0.83	1.02

数据来源: 公司公开资料, 东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。