

业绩符合预期,期待长期成长

——老板电器 2011 年中报点评

报告关键点:

- 中报业绩符合预期
- 记账方式变化致毛利率和销售费用率双降
- 受益于渠道拓展策略,西部地区销售收入快速增长

报告摘要:

- 中报业绩符合预期。**2011年上半年,老板电器实现销售收入71195万元,同比增长23%;实现净利润8026万元,同比增长32%。公司净利润率为11.27%,与去年同期相比略有提升。尽管上半年一二线城市的销售低于预期,但是公司在渠道向中西部地区拓展以及向三四线城市下沉的带动下仍然保持了较快的增长。上半年公司实现EPS0.31元,业绩符合预期。
- 记账方式变化致毛利率和销售费用率双降。**报告期内,老板电器综合毛利率为51%、销售费用率为32%,上述两项指标均比去年同期下降了3个百分点。毛利率和费用率的双降主要有两方面的原因:一方面是由于老板电器上市以来部分代理商由过去的个体经营变更为公司制经营,过去公司代替代理商开票的情形在逐步减少。另一方面,过去老板电器部分销售费用采用代理商以发票到上市公司报销的形式。为了增强公司运营的规范性,公司采取直接从出厂价抵扣的形式操作。也正是由于这一记账方式的变化,使得上半年销售收入的增速低于利润增速。如果将会计政策的变化考虑进来,预计上半年的收入增长在27%左右。
- 受益于渠道拓展策略,西部地区销售收入快速增长。**2011年上半年,尽管公司整体销售收入增速仅为23%。但是西北、西南地区的销售收入分别实现了72%和32%的高速增长,体现了公司渠道向中西部地区拓展的策略正在逐步转化为收入和盈利。此外,即便在传统的优势区域华东地区,老板电器依然保持了29%的增长,市场份额的稳步提升成为推动这一增长的重要原因。
- 投资建议。**上半年公司的记账方式发生变化导致收入增速低于预期,预计这种变化在未来一年内仍会持续,但影响将会大大减少。据此,我们将2011-2013年的收入增速调整为27%,36%,28%;EPS与前期预测一致,分别为0.70元、0.95元、1.18元,对应的PE分别为26倍、19倍、15倍。给予增持-A的投资评级,6个月目标价21元。
- 风险提示:**房地产成交量低迷;居民收入增速放缓。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	934.2	1,231.6	1,561.0	2,125.5	2,709.7
Growth(%)	7.8%	31.8%	26.7%	36.2%	27.5%
净利润	81.8	134.3	179.9	242.3	303.0
Growth(%)	51.1%	64.2%	33.9%	34.7%	25.1%
毛利率(%)	55.1%	54.6%	51.0%	50.8%	50.5%
净利润率(%)	8.8%	10.9%	11.5%	11.4%	11.2%
每股收益(元)	0.32	0.52	0.70	0.95	1.18
每股净资产(元)	1.65	5.36	6.43	7.38	8.56
市盈率	57.0	34.7	25.9	19.3	15.4
市净率	11.1	3.4	2.8	2.5	2.1
净资产收益率(%)	19.4%	9.8%	10.9%	12.8%	13.8%
ROIC(%)	29.3%	53.2%	55.9%	52.1%	40.9%
EV/EBITDA	-	30.8	17.8	12.8	9.9
股息收益率	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

21.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 21.00 元

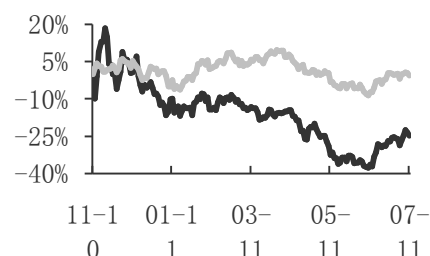
现价(2011年07月19日): 18.22 元

报告日期:

2011-07-20

总市值(百万元)	4,664.32
流通市值(百万元)	1,166.08
总股本(百万股)	256.00
流通股本(百万股)	64.00
12个月最低/最高	14.90/51.98 元
十大流通股东(%)	7.35%
股东户数	

12个月股价表现



——老板电器 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.23	(5.42)	(40.18)
绝对收益	20.25	(11.51)	(24.80)

赵志成

021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

杨爱琳

021-68765335
yangal@essence.com.cn

前期研究成果

老板电器: 渠道产能协奏曲

2011-06-21

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/19		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	934.2	1,231.6	1,561.0	2,125.5	2,709.7	营业收入增长率	7.8%	31.8%	26.7%	36.2%	27.5%
减: 营业成本	419.9	559.1	765.7	1,045.7	1,341.3	营业利润增长率	52.8%	61.9%	32.4%	35.7%	26.0%
营业税费	10.6	12.4	15.1	22.0	27.2	净利润增长率	51.1%	64.2%	33.9%	34.7%	25.1%
销售费用	340.3	421.0	501.1	675.9	850.8	EBITDA 增长率	42.2%	55.3%	21.7%	40.1%	30.0%
管理费用	70.1	90.0	93.7	125.4	162.6	EBIT 增长率	49.3%	60.3%	24.0%	38.4%	27.9%
财务费用	-1.1	-3.1	-16.7	-17.6	-17.3	NOPLAT 增长率	47.0%	62.4%	26.2%	37.2%	26.9%
资产减值损失	0.2	-0.3	0.4	0.1	0.1	投资资本增长率	-10.7%	20.2%	47.2%	61.7%	44.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.1%	225.0%	20.1%	14.7%	16.0%
营业利润	94.2	152.5	201.8	273.9	345.0	毛利率	55.1%	54.6%	51.0%	50.8%	50.5%
加: 营业外净收支	-0.0	3.7	7.5	8.0	8.0	营业利润率	10.1%	12.4%	12.9%	12.9%	12.7%
利润总额	94.2	156.2	209.3	281.9	353.0	净利润率	8.8%	10.9%	11.5%	11.4%	11.2%
减: 所得税	12.4	21.9	29.4	39.6	50.0	EBITDA/营业收入	11.0%	12.9%	12.4%	12.8%	13.0%
净利润	934.2	1,231.6	1,561.0	2,125.5	2,709.7	EBIT/营业收入	10.0%	12.1%	11.9%	12.1%	12.1%
资产负债表						运营效率					
货币资金	175.3	1,074.7	1,220.7	1,194.1	1,185.4	固定资产周转天数	28	21	20	25	34
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	60	43	44	45	47
应收账款	94.2	89.1	144.2	188.8	229.4	流动资产周转天数	180	305	391	331	288
应收票据	67.8	124.5	119.6	177.3	235.9	应收账款周转天数	36	27	27	28	28
预付账款	7.4	12.7	14.9	22.7	31.5	存货周转天数	74	64	68	70	71
存货	195.0	246.0	347.7	473.6	602.2	总资产周转天数	220	341	432	383	356
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	投资资本周转天数	101	79	84	97	114
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.4%	9.8%	10.9%	12.8%	13.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	8.0%	8.7%	9.9%	10.4%
投资性房地产	-	0.0	-	-	-	ROIC	29.3%	53.2%	55.9%	52.1%	40.9%
固定资产	70.0	73.0	100.6	191.7	327.3	费用率					
在建工程	-	26.2	57.7	154.6	236.2	销售费用率	36.4%	34.2%	32.1%	31.8%	31.4%
无形资产	36.4	36.6	34.3	32.1	30.0	管理费用率	7.5%	7.3%	6.0%	5.9%	6.0%
其他非流动资产	2.4	1.4	21.9	21.3	23.2	财务费用率	-0.1%	-0.3%	-1.1%	-0.8%	-0.6%
资产总额	648.4	1,684.4	2,061.7	2,456.1	2,901.1	三费/营业收入	43.8%	41.2%	37.0%	36.9%	36.8%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	偿债能力					
应付账款	140.6	170.4	218.9	322.6	402.0	资产负债率	34.9%	18.6%	20.1%	23.1%	24.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	53.7%	22.9%	25.2%	30.0%	32.3%
其他流动负债	86.0	143.0	185.9	234.2	296.8	流动比率	2.38	4.94	4.45	3.63	3.22
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.52	4.15	3.62	2.79	2.37
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-88.64	-47.47	-11.07	-14.55	-18.89
负债总额	226.6	313.3	414.7	566.8	708.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	0.0	0.1	0.1	DPS(元)	-	0.34	-	-	-
股本	120.0	160.0	256.0	256.0	256.0	分红比率	0.0%	65.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	301.9	1,211.0	1,390.9	1,633.2	1,936.3	股息收益率	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	421.9	1,371.0	1,647.0	1,889.3	2,192.4						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	81.8	134.3	179.9	242.3	303.0	EPS(元)	0.32	0.52	0.70	0.95	1.18
加: 折旧和摊销	9.2	9.6	8.4	14.8	24.6	BVPS(元)	1.65	5.36	6.43	7.38	8.56
资产减值准备	0.2	-0.3	0.4	0.1	0.1	PE(X)	57.0	34.7	25.9	19.3	15.4
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	PB(X)	11.1	3.4	2.8	2.5	2.1
财务费用	0.0	0.0	-16.7	-17.6	-17.3	P/FCF	41.9	55.1	93.4	-174.8	-532.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.0	3.8	3.0	2.2	1.7
少数股东损益	-	-	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	-	30.8	17.8	12.8	9.9
营运资金的变动	34.8	-21.9	-83.4	-83.0	-95.7	CAGR(%)	43.6%	31.2%	28.0%	24.8%	24.6%
经营活动产生现金流	126.7	121.4	88.5	156.5	214.8	PEG	1.3	1.1	0.9	0.8	0.6
投资活动产生现金流	-15.5	-37.1	-70.1	-400.1	-39.1	ROIC/WACC	2.9	5.3	5.6	5.2	4.1
融资活动产生现金流	-	820.2	122.7	17.6	17.3	REP	-	3.1	1.4	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034