



家用电器业/可选消费品

老板电器 (002508)

业绩符合预期，市场份额持续提升

——老板电器 2011 年中报点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

中报 0.31 元符合预期。京沪收入增长超预期，市场份额提升克服市场疲软；净利率继续提升。看好下半年继续高增，维持 2011-2013 年 EPS 0.68 元、0.90 元与 1.18 元。投资要点：

- 中期经营业绩符合预期。营业收入 7.12 亿元，同比增长 23.1%；营业利润 8880 万元，归母净利润 8026 万元，同比分别增长 26.2%与 31.5%，增速略超 25%-30%的预期范围。每股收益 0.31 元。
- 二季度收入 4.10 亿元，同比增 19.3%，单季净利率 11.9%创新高。因方太发力促销，5 月份额提升略缓。净利率得益于：1. 毛利率下降 2.9 个点，营业费用率下降 3.5 个点。2. 营业外收入同增 369 万元，因政府补助增加（上市奖励、土地使用税减免等）。
- 京沪收入增长超预期。我们担心房地产成交量下滑及竞争给京沪市场带来压力，但华东与华北收入分别增长 29%与 35%，源自市场份额持续提升（方太亦提升，帅康西门子下降显著）。西北地区增长 72% 远超目标。华南与华中分别下降 8%与 26%，后续将进行变革。
- 毛利率下降与营业费用率下降基本匹配，京沪盈利因竞争略降。1. 上半年毛利率 51.6%同比下降 3.4 个点，营业费用率下降 3.2 个点，源于直接开票比例下降、销售折让由费用改为出货价折扣。新品价格上涨但占比有限，对毛利率拉动尚未显现。2. 华东区毛利率 51.3% 同比降 4.5 个点，华北 54.8% 下降 2.8 个点，体现降价影响。3. 支付广告费与促销费分别同增 1750 与 2339 万元，体现竞争加剧。
- 预收款同比略降。经营现金流同比略降，因广告促销等支出增加。
- 继续看好一二级市场集中度提升，三四级市场渗透提升增长确定性。老板与方太趋势较好，而帅康等面临较大压力。县级市场消费能力不可小视，代理商凭借渠道下沉可达业务目标，看好下半年较高增速。
- 略调低收入预期，维持对公司 2011-2013 年 EPS 0.68 元、0.90 元与 1.18 元的业绩预测，维持“谨慎增持”评级，目标价 22 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	934	1,232	1,548	2,023	2,645
(+/-)%	7.8%	31.8%	25.7%	30.7%	30.7%
经营利润 (EBIT)	93	149	189	257	344
(+/-)%	49.3%	60.3%	26.4%	36.3%	33.9%
净利润	82	134	175	231	303
(+/-)%	51.1%	64.2%	30.3%	32.0%	31.2%
每股净收益 (元)	0.32	0.52	0.68	0.90	1.18
每股股利 (元)	-	0.30	0.21	0.27	0.36

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
经营利润率 (%)	10.0%	12.1%	12.2%	12.7%	13.0%
市盈率	105.0	63.9	49.1	37.2	28.3
股息率 (%)	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：22.00

上次预测：25.00

当前价格：18.22

2011.07.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.90-51.98
总市值 (百万元)	4,664
总股本/流通 A 股 (百万股)	256/64
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,403
每股净资产	5.48
市净率	3.3
资产负债率	17%

52 周内股价走势图



相关报告

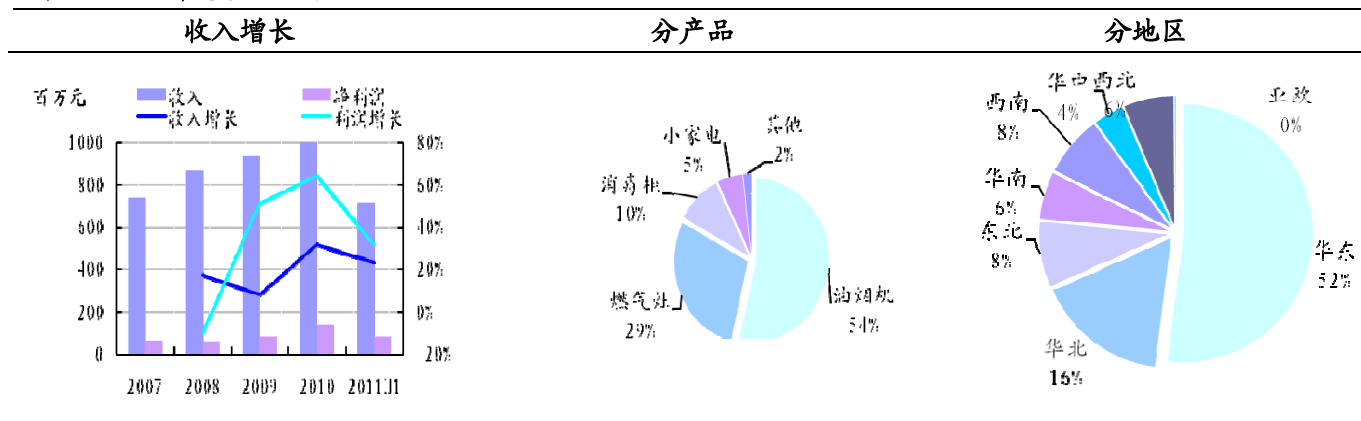
- 《三年再造一个老板，多品牌运营扩张空
- 2011.04.15
- 《强调收入高增长的确定性与盈利弹性》
- 2011.03.04
- 《中高端厨电生产商，市场整合空间大》
- 2010.11.08

1. 收入增长稳健，京沪增长超预期

中期营业收入 7.12 亿元，同比增长 23.1%。其中二季度单季收入 4.10 亿元，同比增 19.3%，环比有所下滑。

- **实际收入增长应超 25%。**直接开票比例下降、销售折让由费用改为出货价折扣影响收入增长。假设剔除这些因素后，毛利率维持不变，那么实际收入增长将达 32%；若毛利率因竞争下降 1%，实际收入增长 29%。
- **京沪收入增长超预期。**我们担心房地产成交量下滑及竞争给京沪市场带来压力，但华东与华北收入分别增长 29%与 35%，源自市场份额持续提升（方太亦提升，帅康西门子下降显著）。西北地区增长 72%远超目标。华南与华中分别下降 8%与 26%，后续将进行变革。
- **各产品增长较为均衡。**烟灶消收入分别增长 21.9%、21.5%与 22.9%，小家电增长 56.2%，产品结构依然较为稳定。

图 1：2010 年老板电器收入变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

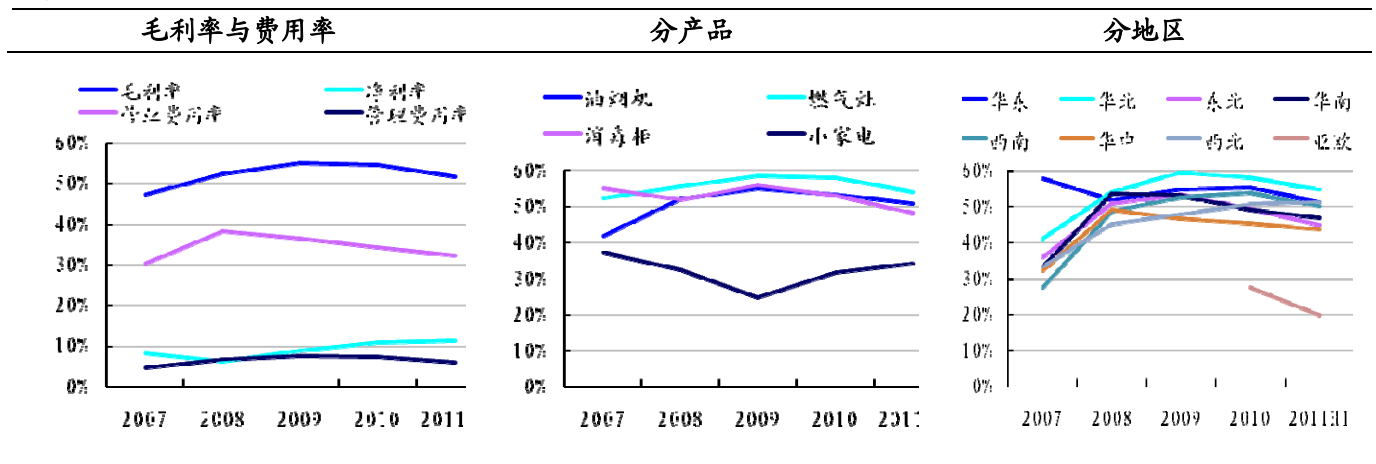
2. 毛利率与费用率同降，净利率创新高

上半年毛利率 51.6%，同比下降 3.4 个点；营业费用率 32.3%，下降 3.2 个点；净利率 11.3%，同比提升 0.7 个点；归母扣非净利率 10.6%，同比提升 0.3 个点。二季度单季净利率 11.9%，创下新高，营业利润率 12.8%，同比略升。

- **毛利率与费用率同降，因会计处理改变。**直接开票比例下降、销售折让由费用改为出货价折扣。新品价格上涨但占比有限，对毛利率拉动尚未显现。
- **二季度净利率得益于：**1. 毛利率下降 2.9 个点，营业费用率下降 3.5 个点。2. 营业外收入同增 369 万元，因政府补助增加（上市奖励、土地使用税减免等）。
- **京沪盈利能力受竞争影响。**华东区毛利率 51.3%同比降 4.5 个点，华北 54.8%下降 2.8 个点。因上海与北京为子公司，并表后毛利率下降直接体现终端价下降。方太在一级市场发力促销，短期影响行业盈利，但利于市场洗牌。
- **广告促销投入加大。**支付广告费与促销费分别同增 1750 与 2339 万

元，体现竞争加剧。支付进场费同比下降 1312 万元。

图 2：盈利能力变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 资产负债增长正常，经营现金流略降

应收应付与存货增长与业务规模较为匹配。预收款略有下降，或因 5 月消费偏弱。

- 应收票据与账款分别为 1.03 亿元与 0.97 亿元，环比显著提升，同比分别增长 27%与 15%。
- 存货 2.46 亿元，同比提升 14%，环比一季度略降。
- 应付账款 1.27 亿元，环比一季度上升 8%，同比提升 21%。
- 预收款 0.74 亿元，同比下降 19%，环比一季度下降 21%。

经营现金流同比略降，因广告促销等支出增加。

- 经营现金流入 7.17 亿元，同比增长 15.1%低于收入增长，源于[应收-应付]增加、预收款下降等。
- 支付其他与经营活动有关的现金 1.75 亿元，同比提升 34.1%。其中，广告费与促销费分别同增 1750 与 2339 万元，进场费同比下降 1312 万元。

4. 继续看好下半年增长，维持盈利预测

我们看好公司下半年收入及业绩增长，源于：

- **继续看好一二级市场集中度提升，下半年消费或随期房交付而回暖。**老板与方太趋势较好，而帅康等面临较大压力，市场洗牌还在进行中。二季度一二级市场整体增长疲软，或受二手房成交量下降影响，下半年有望在期房大量交房下得到回暖。
- **强势地区“强者恒强”，弱势地区或有改善。**强势地区市场份额进一步提升已成趋势，弱势地区或随变革逐步改善。
- **三四级市场渗透提升增长确定性。**县级市场消费能力不可小视，目前公司覆盖仍然不高。各省代理商凭借渠道下沉可达业务目标，确定性仍然较强。

- **利润率提升仍有空间。**源于：1.部分地区零售价上涨，出货价上调有空间。2.虽广告促销投入增加，但随收入增加及效率提升，费用率进一步压缩还有空间。3.新品比重有望逐步提升，拉动毛利率。

考虑销售折让及二季度收入偏低，略微下调收入预期，维持 2011-2013 年业绩预测不变。

作者简介:**方馨:**

执业资格证书编号: S0880511010048

电话: 021-38676685

邮箱: fangxin@gtjas.com

女, 复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		