

老板电器(002508)调研报告

——区域代理渠道及品牌建设呈现良性发展态势

可选消费/家庭耐用消费品

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 9 月 8 日

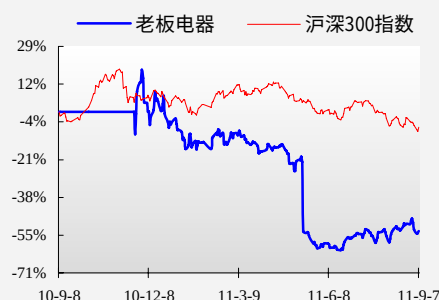
投资要点：

- 公司销售模式为代理制，除北京、上海外的区域均设立区域总代理，区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设、渠道维护和市场拓展等工作；目前，公司共有 2 家销售子公司和 50 家区域总代理，公司销售给区域总代理的价格均为统一出厂价。
- 作为公司 50 家区域总代理之一，四川销售公司在老板电器总销售规模中占据着重要地位，其中 2010 年，四川销售公司销量和销售额占比分别为 1.86%和 5.18%，预计 2011 年该比例将上升至 2.19%和 6.16%，未来该比例仍有望得到继续提升，在老板电器公司中所占地位日益举足轻重。
- 四川销售公司 2011 年全年销量数和销售额预计将分别达到 44%和 46.5%，全年零售额预计实现 9690 万元，2013 年销售额将有望突破 2 亿元；我们认为，四川销售公司在渠道建设和品牌建设方面有着较好的拓展思路，这也是其未来继续获取较好增长的重要保障。
- 盈利预测及投资建议：**我们维持对公司未来的盈利预测，预测公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.83 元和 1.02 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍，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，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	1,231.60	31.84	134.34	64.17	0.52	10	34.6	
2011E	1,667.99	35.43	170.62	27.01	0.67	12	26.9	
2012E	2,142.75	28.46	211.95	24.22	0.83	14	21.7	
2013E	2,760.99	28.85	261.97	23.60	1.02	16	17.7	

走势图



市场数据

2011/9/8

收盘价：	18.01 元
52 周最高价：	51.98 元
52 周最低价：	14.90 元
平均持仓成本：	19.32 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	25,600
A 股（万股）：	25,600
每股收益（元）：	0.31
每股净资产（元）：	5.48
每股经营现金流（元）：	0.40
市净率：	3.29

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

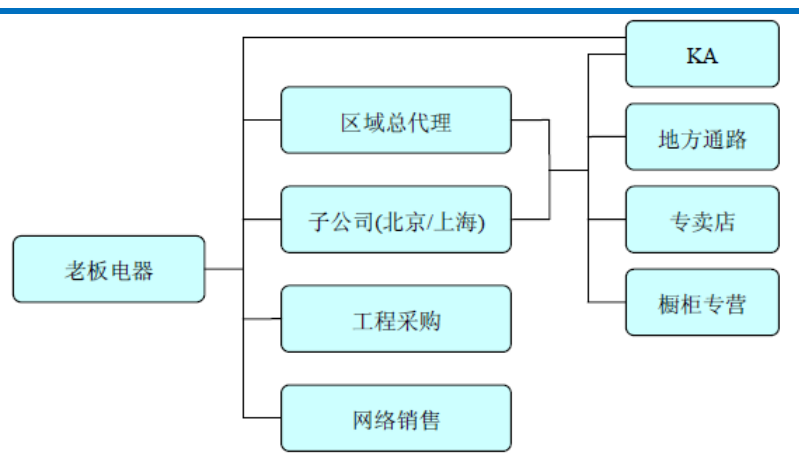
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、 公司销售模式：代理制

老板电器销售模式为代理制，即公司将全国划定销售区域，除北京、上海作为战略销售区域设立销售子公司进行直接销售外，其他区域均设立区域总代理，区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设、渠道维护和市场拓展等工作。目前，公司共有 2 家销售子公司和 50 家区域总代理，公司销售给区域总代理的价格均为统一出厂价。

图 1：公司分销渠道示意图

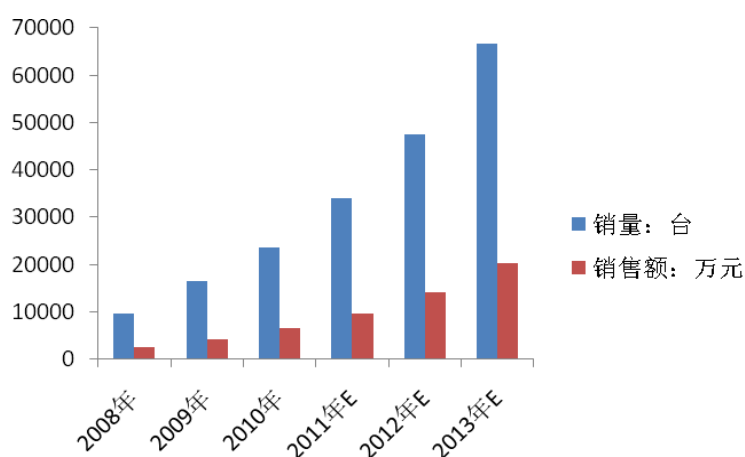


资料来源：公司公开资料，东北证券。

二、 四川销售公司销售业绩概况

2010 年，四川销售公司销量和销售额均实现较好增长，其中销售额增长更快，主要是由于产品结构改善和单价提高。2011 年全年销量和销售额预计将分别增长 44%和 46.5%，全年零售额预计实现 9690 万元，2013 年销售额将有望突破 2 亿元。

图 2：四川销售公司销售业绩及未来预期

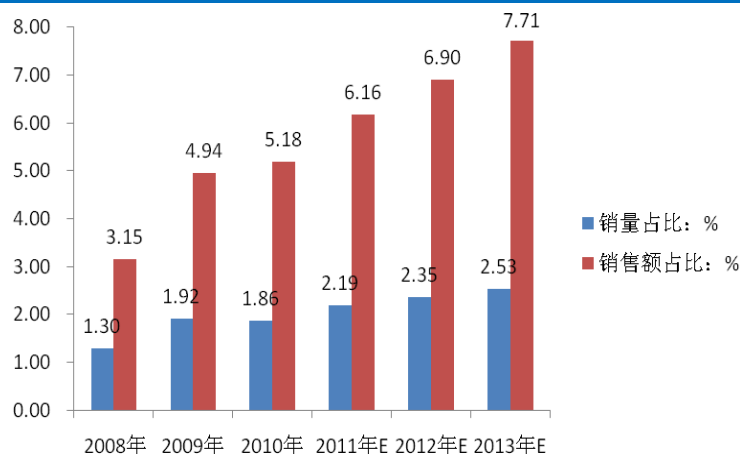


数据来源：公司调研，东北证券。

作为老板电器 50 家区域总代理之一，四川销售公司在老板电器总销售规模中占据重要地位，其中 2010 年，四川销售公司销量和销售额占比分别为 1.86%和 5.18%，

预计 2011 年该比例将上升至 2.19%和 6.16%，未来该比例仍有望得到继续提升，在老板电器公司中所占地位日益举足轻重。

图 3：四川销售公司占老板电器总销售规模的比重及变化情况



数据来源：公司调研，东北证券。

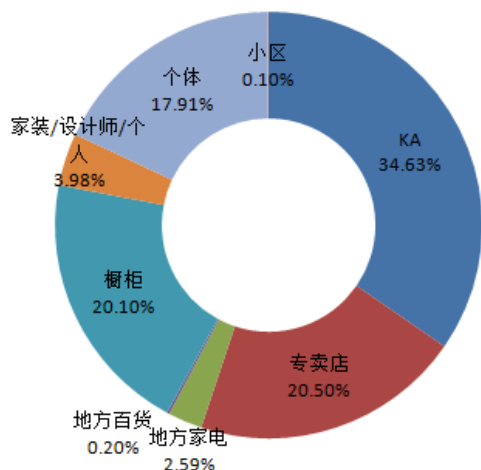
三、四川销售公司渠道建设情况

(一) 以 KA、橱柜、专卖店三足扛鼎，多渠道均衡发展

四川销售公司多年来所采取的渠道策略是：KA、橱柜、专卖店三足扛鼎，多渠道结构均衡发展。

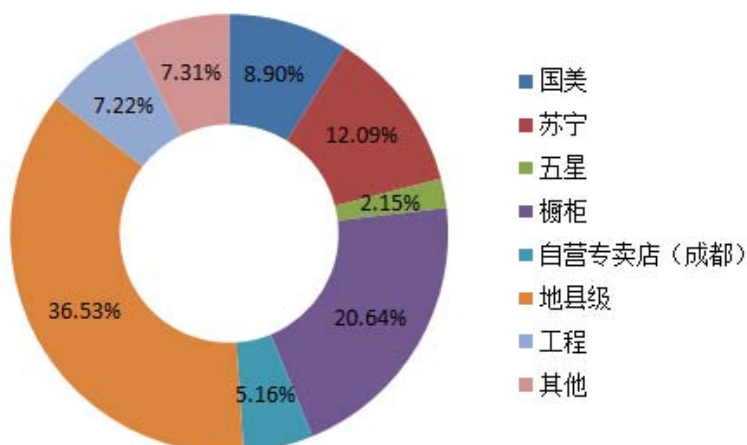
KA 渠道专指苏宁、国美、五星、百安居、东方家园等通路；橱柜渠道指橱柜市场、建材商场、家装商城内橱柜店面，橱柜店面既销售橱柜也销售厨电；专卖店包括自建专卖店和加盟专卖店，一级市场专卖店均为自营专卖店，二、三级市场专卖店均为加盟专卖店；地、县级市场渠道：包括加盟专卖店、个体经销商及地方家电商城等通路；除上述三大渠道外，还拓展了包括电视购物、网络销售、团购等新型销售渠道，以及工程渠道（专指精装房采购）。

图 4：四川销售公司各渠道销量占比情况



数据来源：公司调研，东北证券。

图 5：四川销售公司各渠道销售额占比情况（2011 年 E）



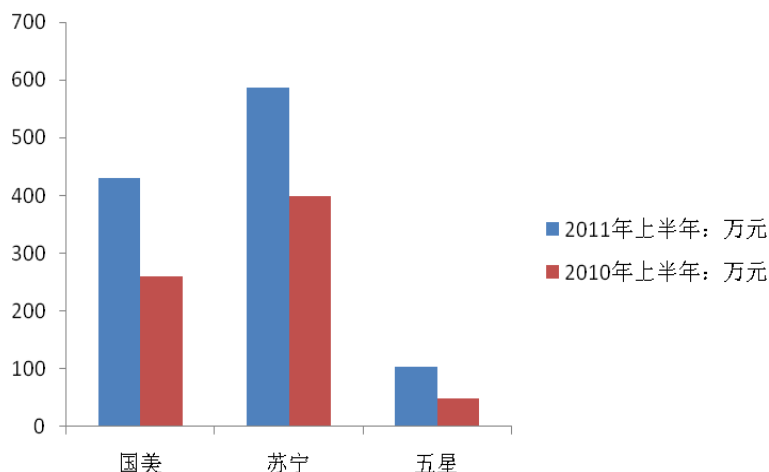
数据来源：公司调研，东北证券。

(二) 成都市区仍是主市场，销售额占比超过 60%

1. KA 渠道销售额增速远高于行业水平

目前，公司 KA 渠道网点共有 39 个，占比 23.2%。其中，2011 年上半年，来自国美、苏宁、五星电器的销售额分别为 431 万元、586 万元和 104 万元，分别同比增长 66%、46%和 116%，远高于行业不足 10%的增长速度。

图 6：成都主要 KA 渠道上半年销售额完成情况



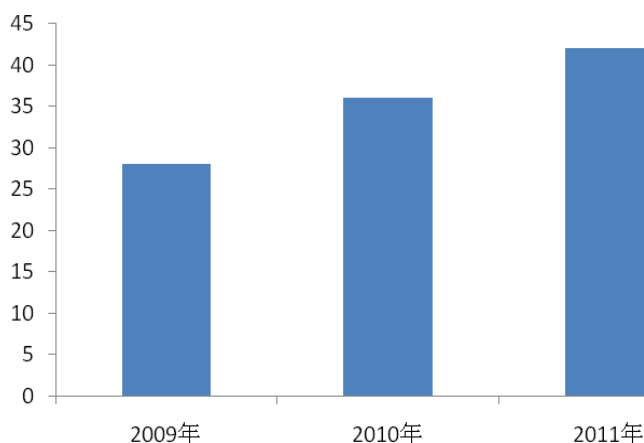
数据来源：公司调研，东北证券。

2. 橱柜渠道网点数不断增加，销售额稳步增长

成都橱柜市场特别发达，目前，成都橱柜市场电器配套率已经由 2006 年不到 50% 的水平上升到了 70% 的水平，电器已经成为橱柜市场的利润增长点。厨电企业进入橱柜渠道，最主要的目的是实现销售前移。

成都橱柜市场中本地品牌占据主导地位，目前老板电器与本地主流橱柜品牌合作进展良好，所进入的主要通路包括：新美居、南门富森、北门富森、红星美凯龙 1 期/2 期、新空间装饰城、新世纪装饰城、华达装饰城、博美装饰城、雅饰居装饰城、槐树街、衣冠庙专业橱柜市场等；有效网点已由 2009 年的 28 个增加到 42 个，其中 2011 年新增网点 6 个。

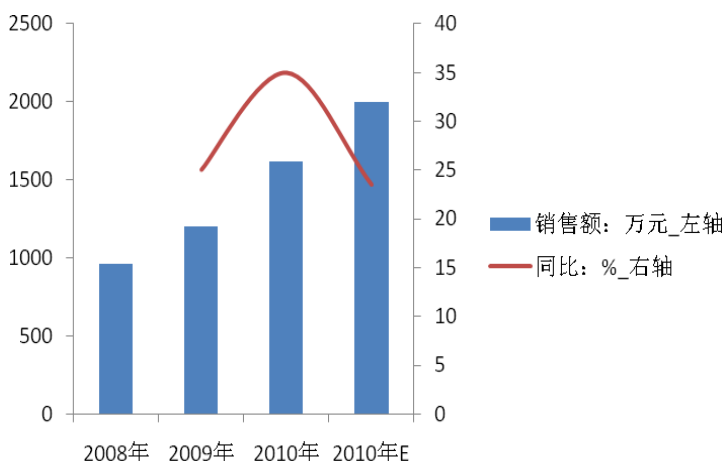
图 7：成都橱柜渠道网点个数



数据来源：公司调研，东北证券。

2011 年上半年，老板电器成都橱柜渠道完成销售额 915 万元，全年有望达到 2000 万元，同比增长超过 23%。

图 8：成都橱柜渠道销售情况



数据来源：公司调研，东北证券。

3. 成都专卖店以自营为主，2012 年业绩将实现翻番

成都市区专卖店均为自营专卖店，目前共有 5 家，分别是：新美居专卖店、华达专卖店、新世纪专卖店、新空间专卖店、南门富森专卖店。至 2011 年年底计划再新开 2 家专卖店，分别为深圳百利玛成都专卖店、高升桥 4S 店。

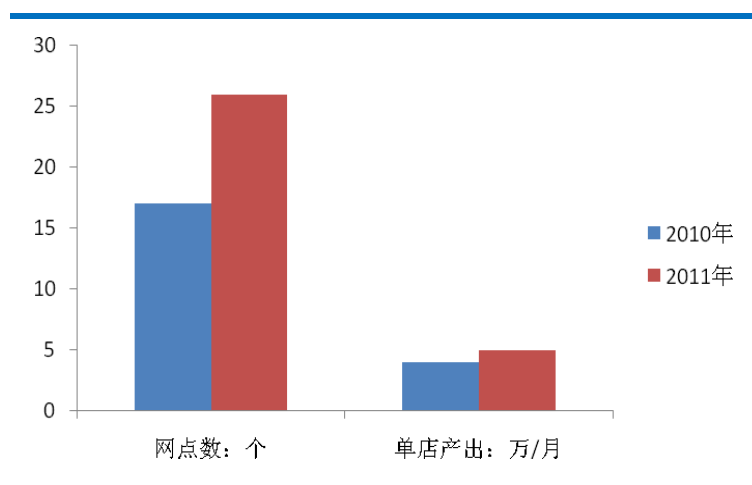
2010 年，成都专卖店完成销售额 300 万元，2011 年 1-6 月份完成销售额 180 万，预计全年销售额将达到 500 万元，2012 年有望实现翻倍增长。

4. 地、县级渠道销售业绩将有快速增长

四川销售公司在地、县级所采取的渠道策略如下：1) 地、县级市场重点发展专卖店和个体经销商，在运营的过程中，逐步将个体经销商转变为专卖店，并以专卖店为中心，向区域内其他渠道辐射；2) 通过合理的市场策略及适当资源投放协助专卖店和个体经销商提升店面运营质量。

其中，在地、县级市场的专卖店主要采取加盟方式，2011 年，该类专卖店网点数已经达到 26 个，单店月产出 5 万元。

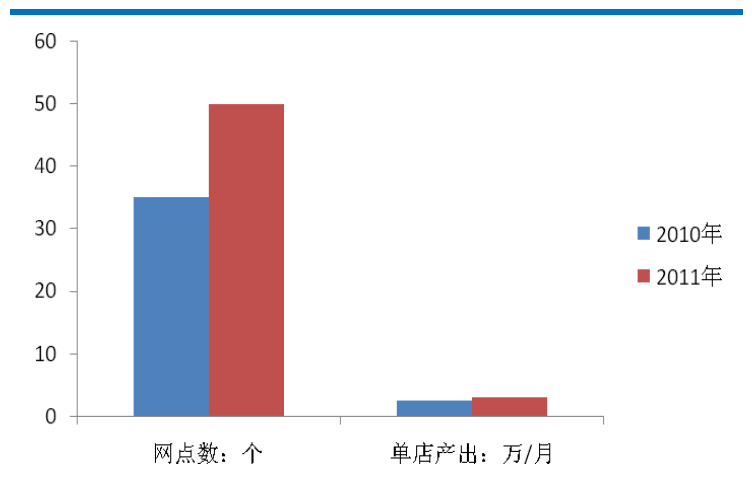
图 9：地、县级专卖店网点及单店产出情况



数据来源：公司调研，东北证券。

在地、县级市场的个体经销商主要是指重点销售老板电器的橱柜、建材类经销商。2011 年，四川销售公司该类网点数已经达到 50 个，单店月产出 3 万元。

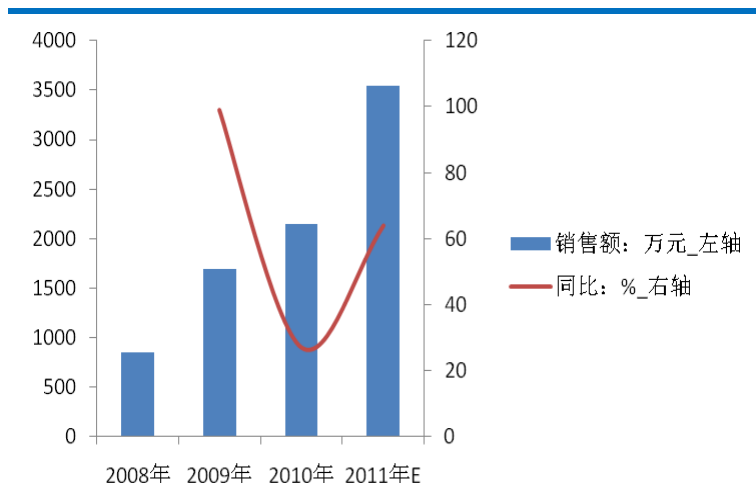
图 10：地、县级个体经销商网点及单店产出情况



数据来源：公司调研，东北证券。

2010 年，四川销售公司地、县级渠道完成销售额 2150 万元，同比增长 27%，预计 2011 年将实现 3540 万元左右，同比增长超过 60%

图 11：地、县级渠道销售业绩状况



数据来源：公司调研，东北证券。

5. 工程渠道呈现良性发展态势

目前，成都市场工程渠道总体呈现良性发展态势，这部分主要是指精装房市场。目前，成都区域精装房比例约 20% 左右，房地产调控对这部分市场的影响具有两面性。2011 年上半年，四川老板销售公司所签约的工程项目数量有 9 个，签约金额约 408 万元，同比增长 154%；其中预计供货时间为 2011 年的约有 178 万元，为 2012 年的约 200 万元左右。

四、 小结

2011 年上半年，四川销售公司总体销售业绩实现较好增长，其在老板电器的地位也在逐步攀升。我们认为，四川老板销售公司在渠道建设和品牌建设方面有着较好的拓展思路，这也是其未来继续获取较好增长的重要保障。我们继续期待四川老板销售公司未来继续有良好的销售业绩，在老板电器区域代理商中脱颖而出，为老板电器未来的业绩增长做出越来越多的贡献。

五、 盈利预测及投资建议

我们维持对老板电器的盈利预测，认为 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 27 倍、22 倍和 18 倍，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。