

老板电器 (002508.sz)

大市场，小公司，资本市场助力龙头

袁浩然 首席分析师
电话: 0755-82784042
eMail: yhr@gf.com.cn
执业编号: S0260511030001

我国厨电行业整体特征：大市场，小公司，市场潜力巨大。

按照 2.3 亿户城镇人口，1.9 亿户农村人口计算，仅以吸油烟机、灶具、消毒柜为主的大厨电市场，未来就有超千亿的市场总容量。

- 1) 目前厨电市场还处在逐步成熟阶段，行业整体处在快速成长的上升通道。
- 2) 市场集中较低，行业内龙头规模在 20 亿左右，尚未形成行业领导者。行业目前还没经过大规模洗牌，市场格局还存在长期不确定性。

家具属性，具备一定地产关联度，期房交房抵消地产调控负面影响。

烟灶消产品由于其本身家具产品属性，和地产销售有一定关联度。一般在新房入住后购买，与地产成交存在正相关。

但目前地产调控对厨电的影响有限。近些年期房占比提升，一部分缓冲地产调控对厨电销售的负面影响。考虑到期房滞后性，假设地产未来依然维持紧缩政治，地产调控负面影响会在 2013 年开始显现。但另一方面，保障性住房或部分对冲商品住宅紧缩影响。

借力资本市场，定位高端，龙头地位巩固。

去年完成上市，借力资本杠杆，公司在完成规模扩张的同时，品牌知名度极大提升，市场占有率节节攀升，销量增长超主要竞争对手。

目前老板、方太、美的三家市场份额居前。但市场领先者市占率都在 10% 以内区间波动，相互掣肘，中长期看，未来行业格局具有不确定性。

盈利预测及估值

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.70 元、0.95 元。按 11 年 EPS 28 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价为 20 元，维持“买入”评级。

风险提示

地产调控加码，影响厨电销售增长。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	934.17	1231.60	1567.82	2099.32	2782.29
增长率(%)	7.81%	31.84%	27.30%	33.90%	32.53%
EBITDA(百万元)	102.55	158.71	198.78	268.70	355.84
净利润(百万元)	81.83	134.34	178.42	244.23	318.57
增长率(%)	51.08%	64.17%	32.81%	36.88%	30.44%
每股收益(元)	0.68	0.84	0.70	0.95	1.24
市盈率		44.48	26.44	19.32	14.81
市净率		4.36	3.20	2.88	2.51
EV/EBITDA		30.88	17.72	12.78	9.26

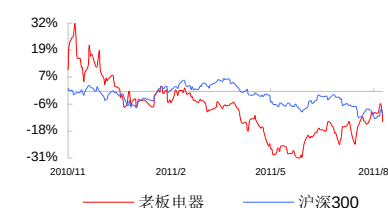
数据来源:杭州老板电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	18.71 元
合理价值	20.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.65	18.94	
沪深 300	-5.16	-5.14	-4.02

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

256/64

主要股东:

杭州老板实业集团有限公司

主要股东持股比例 50.38%

流通 A 股比例 25.00%

财务比率

ROE	9.80%
ROA	11.52%
资产负债率	18.60%

2010 年报数据

目录索引

一、 大市场，小公司，资本市场助力龙头	3
1.1 我国厨电行业整体特征可以归纳为，大市场，小公司，市场潜力巨大。	3
1.2 家具属性，具备一定地产关联度，期房交房抵消地产调控负面影响。	3
1.3 借力资本市场，定位高端，龙头地位巩固。	3
二、 四川销售公司情况.....	4
2.1 市场环境	4
2.2 渠道建设	4
2.3 品牌建设	5
2.4 未来目标	5
三、 Q&A.....	5

图表索引

图 1：老板电器四川地区渠道网点及销售占比（单位：个，%）	5
表 1：老板电器四川地区渠道布局（单位：百万，%）	4

事件：

走访老板电器四川销售公司，进一步了解老板以及其他竞争对手销售渠道差别及各自竞争力。判断未来厨电市场走势以及行业内龙头发展机会和投资机会。

一、 大市场，小公司，资本市场助力龙头

1.1 我国厨电行业整体特征可以归纳为，大市场，小公司，市场潜力巨大。

按照2.3亿户城镇人口，1.9亿户农村人口计算，仅以吸油烟机、灶具、消毒柜为主的大厨电市场，未来就有超千亿的市场总容量（未考虑小家电容量）。

一方面，目前厨电市场还处在逐步成熟阶段，灶具基本完成普及，烟机实现城市普及，消毒柜还处在市场导入阶段。行业整体处在快速成长的上升通道。

另一方面，市场集中较低，行业内龙头规模在20亿左右，尚未形成行业领导者，市场上存在众多杂品牌制造企业，一同分享行业快速发展。行业目前还没经过大规模洗牌，市场格局还存在长期不确定性。

1.2 家具属性，具备一定地产关联度，期房交房抵消地产调控负面影响。

烟灶消产品由于其本身家具产品属性，和地产销售有一定关联度。其中，灶具产品（在一二级市场）有一定必须耐用消费品特征，烟机和消毒柜产品在一二级市场正经由可选消费过渡到必选消费。一般在新房入住后购买，与地产成交存在正相关。

但目前地产调控对厨电的影响有限。近些年期房占比提升，一部分缓冲地产调控对厨电销售的负面影响。考虑到期房滞后性，假设地产未来依然维持紧缩政治，地产调控负面影响会在2013年开始显现。但另一方面，保障性住房或部分对冲商品住宅紧缩影响。

1.3 借力资本市场，定位高端，龙头地位巩固。

去年完成上市，借力资本杠杆，公司在完成规模扩张的同时，品牌知名度极大提升，市场占有率节节攀升，销量增长超主要竞争对手。

从中报情况看，今年受经济向下预期以及地产调控影响，全行业增长放缓。相比规模（收入同比增长23%），公司净利润增长超30%，盈利能力还略有提升。下半年期房交房基本保证全年收入，预计全年业绩增长30%，EPS 0.7。

目前老板、方太、美的三家市场份额居前。老板、方太等高端品牌，依赖较强的品牌张力，形成较强的产品差异化，有效错开美的规模优势。但市场领先者市占率都在10%以内区间波动，相互掣肘，中长期看，未来行业格局具有不确定性。

我们预计公司2011-2012年EPS分别为0.70元、0.95元。按11年EPS 28倍PE估值，公司6个月目标价为20元，维持“买入”评级。

二、四川销售公司情况

西南地区收入占公司总收入比重7.6%，上半年收入增长32%，为老板电器增长重要力量。

2.1 市场环境

四川地区2010年实现销售规模6600万，销售量2.4万台，今年计划实现收入9700万元，上半年已完成4700万元。乐观估计今年能够实现破亿元规模。

品牌集中度持续提高。高端产品市场份额从2010年初25%左右提升到现在33%左右水平。老板电器在四川地区占有领先地位，2011年市占率超方太，达到15%以上水平。

从市场影响因素看，四川厨电市场表现特征：

- 1) 与地产市场的一定相关性，去年下半年开始销售增长有所放缓。
- 2) 三四级市场及乡镇普及率提高。
- 3) 四川地区厨电与建材市场联系紧密。

2.2 渠道建设

四川地区渠道发展主要特征：KA、橱柜、专卖店三足扛鼎，多渠道结构均衡发展。

KA渠道主要指：国美苏宁，五星，百安居，东方家园等。

橱柜渠道主要指：橱柜，建材，家装等。

专卖店渠道主要包括：一级市场自营专卖店，二三级市场加盟店。

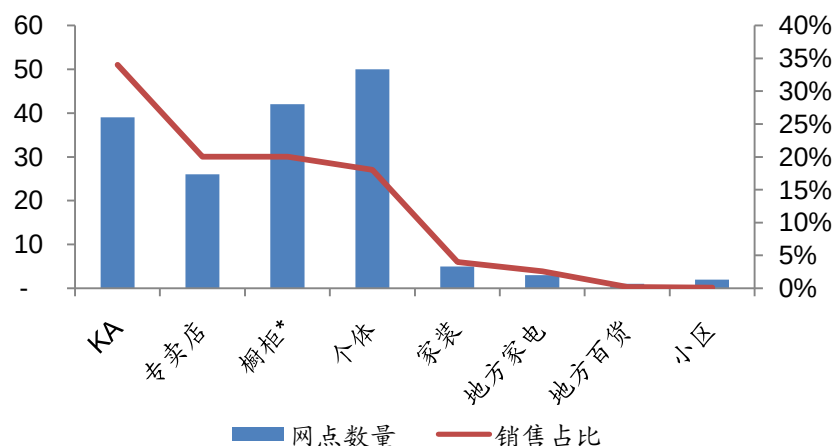
四川地区渠道扩张就主要依托在三个主渠道上，同时兼顾发展“网购团购”，“小区”，“工程看样”，等多种渠道。

表 1：老板电器四川地区渠道布局（单位：百万，%）

渠道	渠道定位	工作重点	规模 2011H1	增长 2011H1	通路
KA	战略核心，第一战略主推	最佳形象展示支持	1589	50% 左右	国美、苏宁、五星等
橱柜	贴近当地市场	紧跟本地橱柜品牌	915	23% 左右	新美居、红星美凯龙、德贝等
自营专卖店	提升品牌形象	闹市区建店	180	65% 左右/明年有望翻番	5家，年底计划新增2家
地县级渠道	重点发展专卖店和个体经销商；个体经销商发展为专卖店，以专卖店为中心，向区域其他渠道辐射	未来增长重点在提升单店运营效率	1776		26家+50家
电视购物	顺应总部新增电视购物营销部门		累积销售 150 套		
工程市场	对销售有较强拉动；是下一步发展的重中之重	切入精装修市场	408		数倍增长

数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：老板电器四川地区渠道网点及销售占比（单位：个，%）



数据来源：广发证券发展研究中心

广发点评：

在四川地区，建材市场被放到很重要的位置，主要由于四川消费者对橱柜的认知度较高。

老板电器充分发挥销售公司经营自主性，因地制宜，紧密联系建材市场，通过提高建材市场厨电配套率，提高老板品牌知名度和品牌张力。

2.3 品牌建设

强调通过提升终端形象拓展品牌张力，主要通过两个终端——“硬终端”和“软终端”。

硬终端主要是指终端卖场，确保老板产品在每一个卖场都在最好的位置，都有最佳的形象。

软终端主要是指促销员的专业水准和敬业精神。

四川老板电器在两个方面都很重视，也均取得了较好的成绩。终端始终强调了产品的高端形象，比如增加高端厨具（双立人）赠送。

2.4 未来目标

未来发展的主要方向是将现有的销售渠道做深做透情况下，强调外围发展。目前市区和外围二三级市场销售占比是6:4，未来的目标是4:6。是在市区销售仍实现大幅增长的前提下实现外围比例提升。

总体上讲，四川地区力争今年规模破亿，未来两年实现销售翻番，即突破2亿规模。

三、 Q&A

Q1. 网购渠道对传统渠道价格冲击。

四川销售公司网购渠道在今年4月9日刚启动，目前占比不大，也不会对传统渠道出货产生太大影响。

总公司大力发展电子商务渠道，主要是为满足年轻消费群体需求。老板电器对渠道

的思路是充分考虑渠道利益，网购渠道产品定价不打折扣，不会比传统渠道低很多，因此不会对地方销售公司带来冲击。

另一方面，网购只适合标准化产品。对厨电产品，涉及到产品安装和售后问题，更多消费者还是会选择传统渠道，因此也不会构成太大影响。

Q2. 四川地区未来增长来源。

未来增长主要两个方面，

一是提升空白网点占有率，在弱势地区与方太做平。

二是提升单店运营效率，通过品牌拉力，提高单店效益。

从全市场看，未来新增需求占80%（其中新房用占60-70%）；更新需求占20%，未来随着厨电逐渐普及，比例会逐步扩大。

Q3. 公司对外围增长的预估？

外围渠道主要包括专卖店和个体经销商，仍强调高端品牌定位。主要购买力量来自县城，镇级的消费水平还没能达到老板的定位。

外围明年计划收入占比提升到50%，2013年计划收入占比提高到60%。

Q4. 地产调控负面影响？

总体影响不大。

需要考虑到，

1）大量空置房比例，前期投资性商品房尚未购买烟灶消，未来以二手房形式实现厨电新增需求。

2）渠道进一步做细，提升精装房销量占比。

地产调控压制商品房销售，部分地产商通过增加精装房比例的形式延迟销售，对老板电器的工程市场利好。

Q5. 总公司情况？

上半年情况来看，在强势地区表现更好，弱势地区还未有较大突破。未来会加强在弱势的华中和华南地区的力度。

今年精装修房有突破，基本还是年初预估的100%增长左右水平。

电子商务今年能够实现1亿收入，增长100%左右，占比在7-8%

KA渠道增速属于行业水平。

公司子品牌名气今年有望实现4000-5000万收入，明年目标在1亿。

8月份看，销售增长有所恢复，总体发货量实现30%增长，消毒柜增长高达50%。

风险提示

地产调控加码，影响厨电销售增长。

资产负债表

单位：百万元

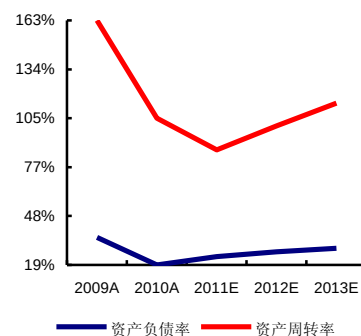
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	540	1,547	1,780	2,064	2,456
货币资金	175	1,075	1,196	1,284	1,423
应收及预付	169	226	273	374	491
存货	195	246	311	407	542
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	109	137	149	163	177
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	70	73	65	58	50
在建工程	0	26	44	64	83
无形资产	36	37	40	41	43
其他长期资产	2	1	0	0	0
资产总计	648	1,684	1,928	2,228	2,633
流动负债	227	313	456	588	752
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	227	313	456	588	752
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	227	313	456	588	752
股本	120	160	256	256	256
资本公积	203	1,065	1,065	1,065	1,065
留存收益	99	146	151	319	561
归属母公司股东权益	422	1,371	1,473	1,640	1,882
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	648	1,684	1,928	2,228	2,633

利润表

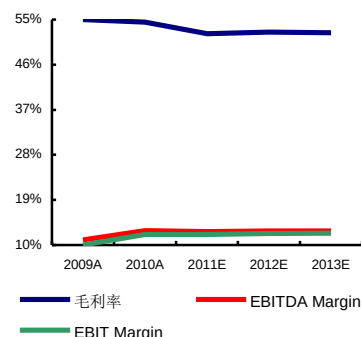
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	934	1232	1568	2099	2782
营业成本	420	559	748	996	1320
营业税金及附加	11	12	16	22	28
销售费用	340	421	513	688	910
管理费用	70	90	102	135	178
财务费用	-1	-3	-23	-26	-27
资产减值损失	0	0	6	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	94	152	206	282	370
营业外收入	1	4	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	94	156	209	285	373
所得税	12	22	30	41	54
净利润	82	134	178	244	319
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	134	178	244	319
EBITDA	103	159	199	269	356
EPS (元)	0.68	0.84	0.70	0.95	1.24

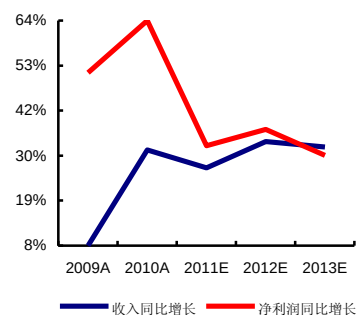
资产负债率趋势



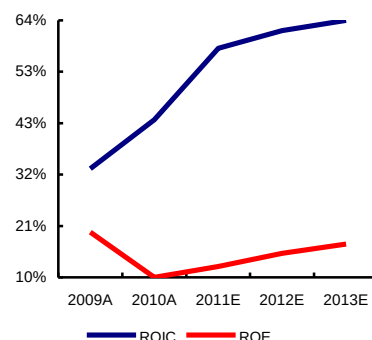
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

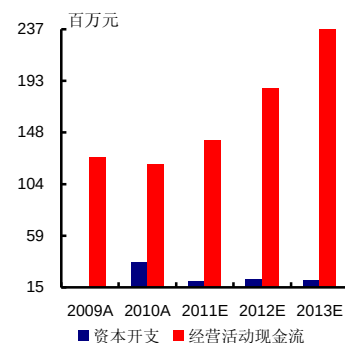
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	127	121	142	186	237
净利润	82	134	178	244	319
折旧摊销	9	10	10	10	10
营运资金变动	34	-23	-51	-67	-92
其它	1	0	5	-1	0
投资活动现金流	-15	-37	-20	-22	-21
资本支出	-15	-37	-20	-22	-21
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	820	0	-77	-77
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	908	0	0	0
其他	0	-88	0	-77	-77
现金净增加额	111	904	122	88	139
期初现金余额	64	175	1,075	1,196	1,284
期末现金余额	175	1,080	1,196	1,284	1,423

主要财务比率

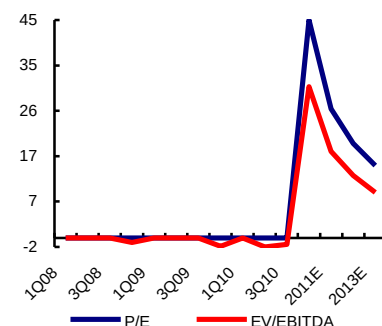
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	7.8%	31.8%	27.3%	33.9%	32.5%
营业利润	52.8%	61.9%	35.1%	37.0%	30.9%
归属于母公司净利润	51.1%	64.2%	32.8%	36.9%	30.4%
获利能力					
毛利率	55.1%	54.6%	52.3%	52.6%	52.5%
净利率	8.8%	10.9%	11.4%	11.6%	11.4%
ROE	19.4%	9.8%	12.1%	14.9%	16.9%
ROIC	32.9%	43.3%	58.5%	62.2%	64.4%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	18.6%	23.6%	26.4%	28.5%
净负债比率	-41.6%	-78.4%	-81.2%	-78.3%	-75.6%
流动比率	2.38	4.94	3.91	3.51	3.27
速动比率	1.49	4.11	3.19	2.78	2.51
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.06	0.87	1.01	1.14
应收账款周转率	10.44	13.89	14.31	14.17	14.22
存货周转率	2.19	2.54	2.41	2.45	2.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.84	0.70	0.95	1.24
每股经营现金流	1.06	0.76	0.55	0.73	0.92
每股净资产	3.52	8.57	5.75	6.41	7.35
估值比率					
P/E	0.0	44.5	26.4	19.3	14.8
P/B	0.0	4.4	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	-1.7	30.9	17.7	12.8	9.3

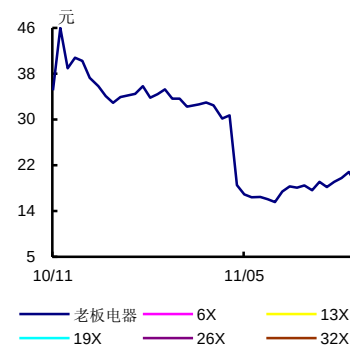
资本支出与经营活动现金流



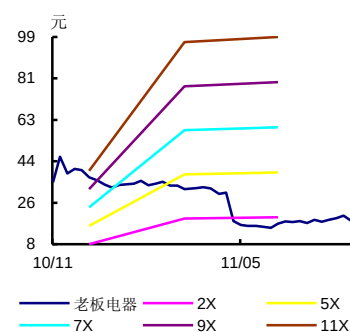
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

老板电器(002508.sz)

郝雪梅

2011-07-28

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。