



上市公司调研报告

证券研究报告
家电行业

增 持 维持

老板电器 (002508)

2011 年 09 月 13 日

调控压力下业绩仍有望保持快速稳定增长

公司最新收盘价: 17.05 元

家电行业分析师: 陈子仪
SAC 执业证书编号: S0850210050002
chenzy@htsec.com
021-23219244
联系人: 孔维娜
kongwn@htsec.com
021-23219223

公司近况:

近日我们参加了老板电器 2011 半年度业绩说明会并调研了四川市场渠道。

8 月起公司出货量恢复较快增长。由于二季度厨电行业增速下滑, 市场对于三季度的增长十分关切。从公司 7/8 月出货情况来看, 7 月增速较低, 8 月起恢复较快增长。我们认为, 公司凭借多渠道拓展, 多品牌运作, 整合外部资源扩充产品线, 有望在调控背景下保持收入的快速稳定增长。

KA 渠道增速放缓至, 预计全年收入占比将降至 45%。据中怡康数据显示, 5 月烟、灶、消三类产品零售增速均陷入负增长, 6 月增速有所回升; 公司表现强于行业, 预计最近几月 KA 渠道销量保持 10+% 的增长。去年 KA 收入占比约为 50%, 今年随着其他渠道业务的快速增长, KA 收入占比将降至 45% 左右。

专卖店建设稳步推进。公司基本维持年初既定的开店计划, 年底专卖店数量将达到 1200 家。由于一二级市场增速放缓, 开店速度略低于前期计划, 而三四级市场的专卖店建设仍在快速推进。公司在推进过程中对代理商下达了开店任务, 同时也有相应的激励政策, 我们认为今年公司有完成新开店计划。

工程精装修业务虽受调控影响, 预计仍将保持翻倍增长。工程精装修是公司最具增长潜力的业务渠道之一, 在国内精装修市场, 公司已与恒大地产、雅居乐地产、招商地产等公司进行了全国战略合作。据了解, 公司今年与各大地产商的合作仍较稳定, 虽然受房地产调控的影响, 部分地产商推迟了订单进度, 但从目前情况看, 全年仍有望在去年约 5000 万元的基础上实现翻番。另外, 工程精装修业务毛利虽然较低, 但由于费用较少, 净利润率与传统渠道相近。

电子商务今年规模有望破亿。与年初预期基本一致, 公司电子商务规模快速增长, 预计全年收入将接近 1 亿, 同比增长约 100%。

“名气”品牌基数小增速高。目前 KA 渠道终端主要集中在一二级市场, 受宏观调控影响, 整个零售端增速下滑; 然而三四级市场受调控影响较小, 需求旺盛, 增速未见明显放缓。公司中低端品牌“名气”09 年开始投放三四级市场, 与“老板”品牌差异化定位, 扩大了目标客户群。目前“名气”基数小增速高, 增长势头良好, 我们估算全年收入规模可达 4000 万元, 明年规模有望翻番。“名气”虽定位中低端, 但出厂价格变化不大, 主要节省了营销费用, 盈利水平不低。

四川市场情况:

四川市场集中度持续提升, 老板业务快速增长。四川作为我国内陆的重点省份, 对于公司的经营业绩起重要作用。目前四川市场厨电行业总体呈现增长趋势, 但受房地产调控政策影响, 从去年下半年起行业增速有所放缓。近年来四川市场的行业集中度不断提升, 2011 年 6 月行业前十的销售额占比 (CR10) 同比提升约 6 个百分点; 其中高端品牌 (老板、方太、西门子) 销售额占比约为 33%。

2010 年四川市场实现收入 6610 万元，同比增长 54%，今年该地区的分部增长目标是 46%。从市场结构来看，目前成都市场的销售占比约为 60%，公司计划明年实现成都、周边地区销售占比五五开，两年内将周边地区三四级市场的销售占比提升至 60%。

四川老板渠道情况。目前老板在四川市场以 KA、橱柜、专卖店三大渠道为主，并结合多种渠道均衡发展。

表 1 四川老板目前渠道结构

渠道	KA	专卖店	橱柜	地方家电	地方家电	家装/设计师/个人	个体	小区	合计
网点数量（个）	39	26	42	3	3	5	50	2	168
网点占比（%）	23.20	15.50	25.00	1.80	1.80	3.00	29.80	1.20	100
销售占比（%）	34.80	20.60	20.20	2.60	2.60	4.00	18.00	0.10	100

资料来源：公司资料，海通证券研究所

1) KA 渠道：专指苏宁、国美、五星、百安居、东方家园等通路。公司在各大 KA 门店的终端投入较大，坚持第一门店选位，终端形象最好，促销活动最多，目标为使老板电器的品牌形象深入人心。目前行业的 KA 渠道销售增长不足 10%，而老板四川 KA 渠道同比增长位居同行第一，除公司大力投入资源之外，也存在同期基数较低的因素。

表 2 四川老板部分主要 KA 渠道增长情况

	2011 年 1-6 月销售额（万元）	2010 年 1-6 月销售额（万元）	同比增长（%）
苏宁	586	399	46%
国美	431	259	66%
五星	104	48	116%

资料来源：公司资料，海通证券研究所

2) 橱柜渠道：指橱柜市场、建材商城、家装商城内橱柜店面，橱柜店面内既销售橱柜也销售厨电；四川市场（特别是成都市场）厨电销售的一大特点为厨电和橱柜的配套消费率较高（配套率从四年前的 50% 提升至目前的 70%），老板电器亦与本地主流的橱柜品牌（德贝、优乐等）建立了良好的合作关系。

首先，橱柜商不仅在专业橱柜市场开设店面，而且还在建材、家装商城开设分店，老板电器跟随其店面拓展顺利进入了这类渠道；其次，部分中小型橱柜为提升其店面影响力，主动要求与老板合作，并以老板品牌形象为其主体形象，加大了老板品牌的正面曝光率。

表 3 四川老板橱柜渠道增长情况（成都）

年份	2008	2009	2010	2011（1-6 月）	2011E
有效网点数量（个）		28	36	42	
销售额（万元）	960	1200	1620	915	2000
同比增长（%）		25.00	35.00		23.46

资料来源：公司资料，海通证券研究所

3) 自营专卖店。目前四川的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。目前成都地区的五家专卖店全部为自营专卖店，2010 年销售业绩为 300 万元，今年预计销售额将达 500 万元。

4) 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。专卖店以加盟形式拓展，只销售老板电器产品，目前加盟专卖店终端共 26 个，平均单店产出为 5 万/月；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，目前终端共 50 个，平均单店产出为 3 万/月。

表 4 四川老板地、县级渠道增长情况

年份	2008	2009	2010	2011E
销售额（万元）	846	1690	2150	3540
同比增长（%）		99.76	27.22	64.65

资料来源：公司资料，海通证券研究所

- 5) 电视购物、网络销售、团购等新兴销售渠道。目前团购模式已比较成熟，主要依靠网络线上召集，线下组织到指定场地进行销售的方式来进行。此外，今年起公司陆续在星空购物频道展开了 4 场电视购物节目，实现了良好的产品销售并扩大了品牌知名度和影响力。
- 6) 工程精装修渠道。成都市场精装修市场在增长，目前精装修房占比约为 20%，成都周边地区（都江堰等）的精装修比例在上升。今年上半年，四川老板在成都地区的精装修订单额同比增长了约 150%。在楼市调控下公司也遇到个别地产商项目数量部分缩水的情况，但整体来看调控对于销售的影响有限。

品牌建设情况。四川市场的品牌建设主要通过三个方面，目标为加大品牌正面曝光率，提升品牌知名度。1) 提升终端形象，确保每一个终端在卖场位置最好、形象最佳、档次最高。包括利用各种开业及各个大型活动期间加强终端氛围营造，坚持赠送高端赠品来吸引顾客眼球，提升品牌曝光度。2) 坚持小区推广。小区和终端是消费环节的两个重要环节，做好小区活动能让消费者在第一时间建立对品牌的好感，进一步促进销售。3) 媒体投放。目前公司在居周刊、春熙路 LED 屏以及分众传媒、公交车车身均投放了广告。

未来发展目标。展望未来，公司仍将提升渠道覆盖面作为重点目标。1) 一二级市场方面，公司将保持 KA、专卖店、橱柜三大渠道的稳定增长，并通过精装修工程渠道、家装/设计师渠道的业务发展来均衡渠道结构。2) 三四级市场方面，公司计划不断开拓新网点，大力发展地、县级市场专卖店，提升渠道覆盖率及业务规模。未来经营目标为 2 年内实现销售额突破 2 亿元，目标收入复合增长率约为 74%。

盈利预测与投资建议。此次四川渠道调研增强了我们对老板电器保持快速稳定增长的信心。我们维持前期观点，认为公司“3 年再造一个老板电器”战略清晰明确；凭借多渠道拓展、多品牌运作、整合外部资源扩充产品线，有望在调控背景下保持收入的快速稳定增长；另外，通过不断调整渠道结构，提高低成本渠道收入占比（专卖店、精装修渠道等），维持较高的利润率水平。在调控背景下，我们预计公司全年仍将维持 25-30% 的业绩增速。

我们预计公司 2011-13 年收入规模分别为 15.30 亿元、18.73 亿元、22.33 亿元，收入复合增长率超过 22%；同期 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元、1.05 元，业绩复合增速为 26%。基于公司良好的成长性，我们给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 20.10 元。公司最新收盘价 17.05 元，对应 2011 年 25 倍 PE，维持“增持”评级。

主要不确定因素。房地产行业增速下降拖累厨电销售；渠道拓展计划低于预期。

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）、老板电器（0002508.SZ）、万和电气（002543.SZ）、华帝股份（002035.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。