

费用率如期降低 利润增长快于收入

事件:

公司发布 2011 年三季报, 2011 年前三季度公司实现收入 10.67 亿元, 同比增长 23.22%, 前三季度实现归属于母公司的净利润 1.23 亿元, 同比增长 31.06%, 11 年 1-9 月实现 EPS 0.48 元。

研究结论

- **费用率如期降低 利润增长快于收入** 公司 2011 年前三季度实现收入 10.67 亿元, 同比增长 23.22%, 而归属于母公司的净利润同比增长 31.06%。公司前三季度费用率如期降低, 1-9 月销售费用率为 31.91%, 同比下降 2.96 个百分点, 销售费用率的降低也是公司前三季度盈利能力提升的最重要的驱动因素, 1-9 月净利润率达 11.54%, 同比提升 0.69 个百分点。我们认为公司前三季度运营良好, 收入稳定增长, 盈利能力在低费用率渠道的开拓下如期降低, 符合我们之前对于公司的预期。
- **定位高端 议价能力强** 老板电器专注于厨房电器近三十年, 注重产品核心技术的研发以及对产品性能的不断提升和优化。公司凭借其技术和产品优势, 在消费者中树立了良好的高端品牌认可度和影响力。公司在高端吸油烟机、燃气灶的份额均位列行业第一。高端的产品定位下, 公司产品议价能力强, 烟、灶、消 3 大产品的毛利率均在 50%以上。我们认为橱电作为整体家装的一部分, 消费者愿意给予高质量、高性能、与整体家庭装潢风格配套的产品一定的溢价。我国高端厨电企业竞争实力强, 外资品牌份额进入前十大的仅西门子一家, 公司作为国内高端橱电龙头, 将受益于行业的消费升级。
- **渠道拓展助力收入增长** 目前公司 KA 渠道销售占比较高, 占一半左右。募投项目投产, 产能瓶颈被打破后, 未来公司在专卖店, 精装修、电子商务等领域的拓展工作将带动收入增长。公司 2009 年专卖店数量仅 520 家, 2010 年在大力拓展专卖店的情况下数量达到 1000 家, 但仍低于同行, 未来 3 年, 公司专卖店年开店数量保持在 300 家左右, 而精装修领域, 公司 10 年收入在 5 千万左右, 基数低, 拓展潜力大。从中怡康数据来看, 公司市占率在 10%左右, 若是考虑到中怡康监测网点覆盖面较窄, 按照 1500 万台的内销量计算, 公司市占率还不到 4%, 拓展空间巨大。并且 KA 渠道费用率较高, 随着公司在 KA 外渠道的拓展, 销售费用率有望降低, 盈利能力得到提升。
- **投资建议** 根据我们的预测, 公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.72、0.95、1.23 元, 考虑公司的龙头地位和成长性, 给予 2011 年 28 倍 PE, 对应目标价 20.16 元, 维持公司增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

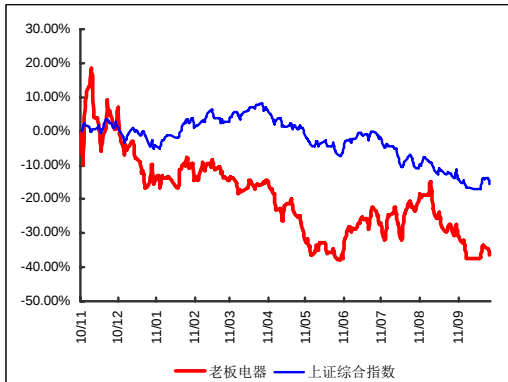
郭洋
8621-63325888-6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860209120214

联系人

唐思宇
8621-63325888-6082
tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 10 月 18 日)	15.44 元
目标价格	20.16 元
总股本/A 股 (百万股)	256
A 股市值 (亿元)	39.53
国家/地区	中国
行业	家电行业
报告发布日期	2011 年 10 月 19 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1232	1566	1976	2463
同比 (%)	32%	27%	26%	25%
归属母公司净利润	134	184	242	316
同比 (%)	64%	37%	32%	30%
毛利率 (%)	54.6%	54.2%	54.2%	54.2%
ROE (%)	9.8%	12.6%	14.6%	16.3%
每股收益 (元)	0.84	0.72	0.95	1.23
P/E (倍)	29.42	25.50	19.30	14.83
P/B (倍)	2.88	3.21	2.81	2.42
EV/EBITDA (倍)	19.88	16.87	11.66	8.82

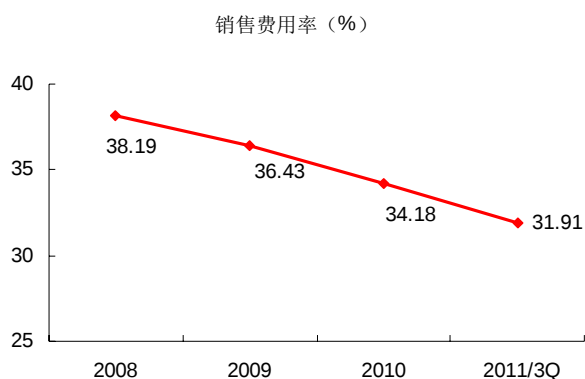
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

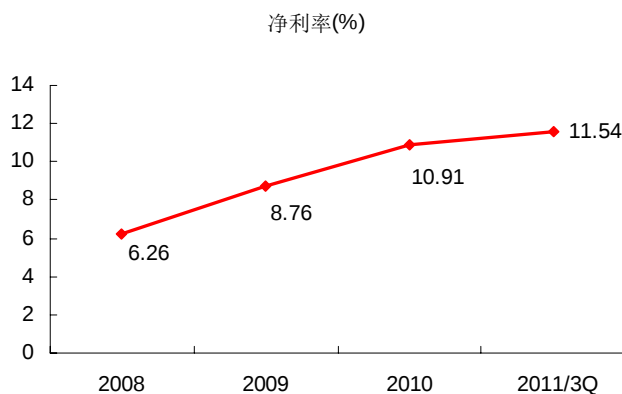
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- **费用率如期降低 利润增长快于收入** 公司 2011 年前三季度实现收入 10.67 亿元, 同比增长 23.22%, 而归属于母公司的净利润同比增长 31.06%。公司前三季度费用率如期降低, 1-9 月销售费用率为 31.91%, 同比下降 2.96 个百分点, 销售费用率的降低也是公司前三季度盈利能力提升的最重要的驱动因素, 1-9 月净利润率达 11.54%, 同比提升 0.69 个百分点。我们认为公司前三季度运营良好, 收入稳定增长, 盈利能力在低费用率渠道的开拓下如期降低, 符合我们之前对于公司的预期。

图表 老板电器销售费用率情况


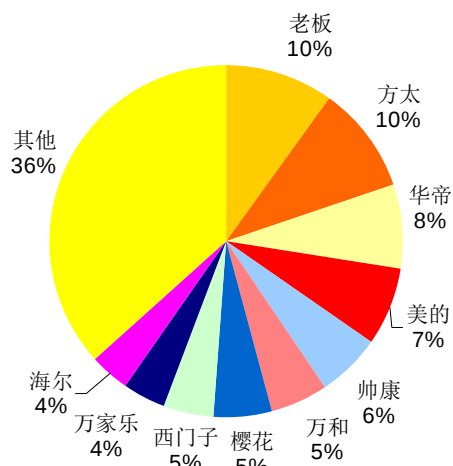
资料来源: wind、东方证券研究所

图表 老板电器净利润情况


资料来源: wind、东方证券研究所

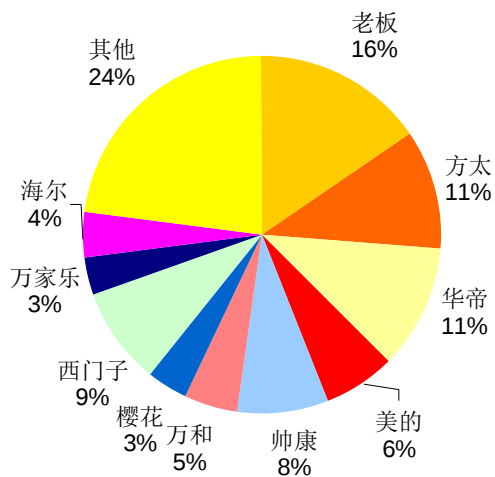
- **定位高端 议价能力强** 老板电器专注于厨房电器近三十年, 注重产品核心技术的研发以及对产品性能的不断提升和优化。公司凭借其技术和产品优势, 在消费者中树立了良好的高端品牌认可度和影响力。公司在高端吸油烟机、燃气灶的份额均位列行业第一。高端的产品定位下, 公司产品议价能力强, 烟、灶、消 3 大产品的毛利率均在 50%以上。我们认为橱电作为整体家装的一部分, 消费者愿意给予高质量、高性能、与整体家庭装潢风格配套的产品一定的溢价。我国高端厨电企业竞争实力强, 外资品牌份额进入前十大的仅西门子一家, 公司作为国内高端橱电龙头, 将受益于行业的消费升级。

图表 2010 年吸油烟机市场份额



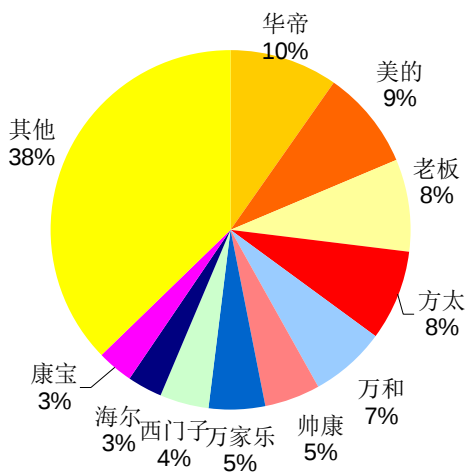
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 2010 年欧式吸油烟机市场份额



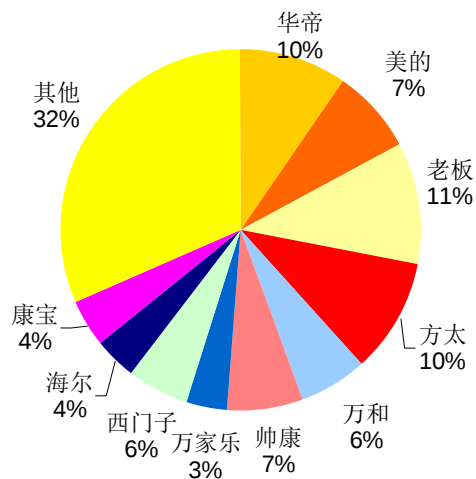
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 2010 年燃气灶市场份额



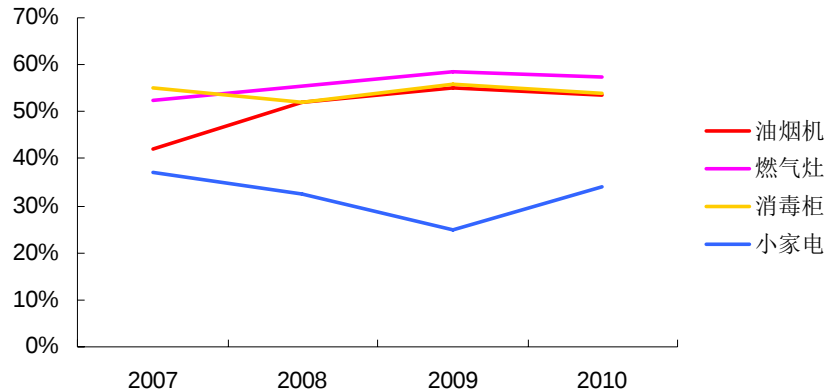
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 2010 年嵌入式燃气灶市场份额



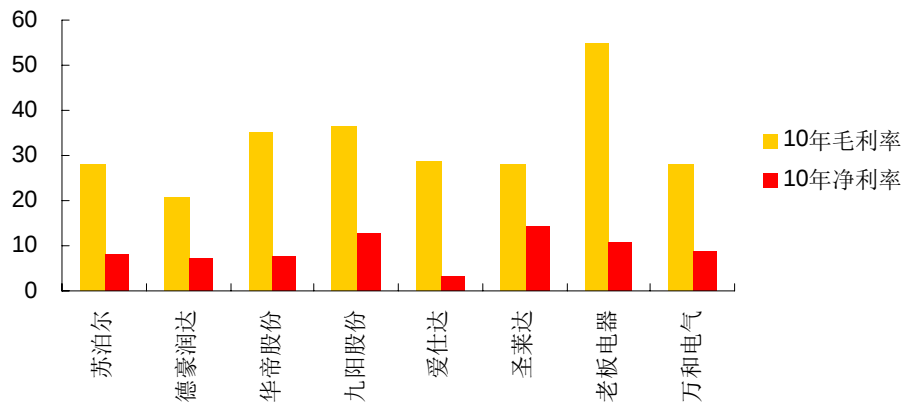
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 老板电器分产品毛利率



资料来源：WIND、东方证券研究所

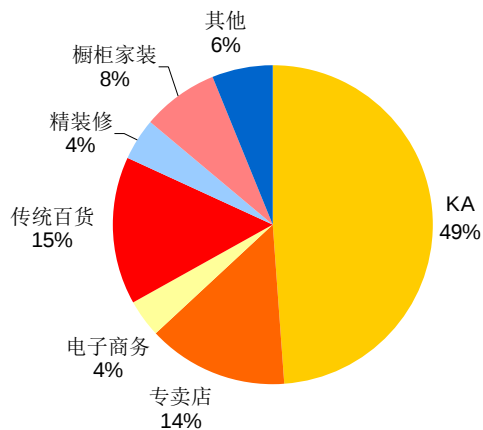
图表 小家电行业毛利率、净利率比较



资料来源：WIND、东方证券研究所

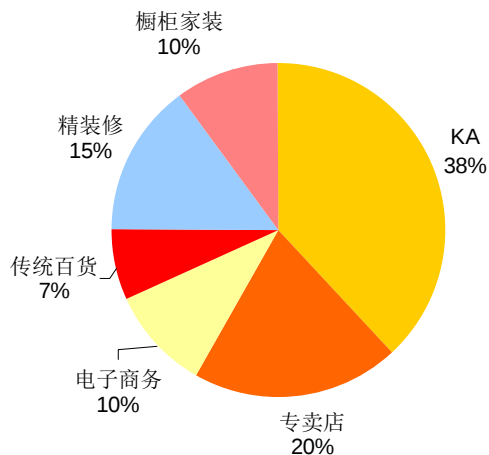
- 渠道拓展助力收入增长** 目前公司 KA 渠道销售占比较高，占一半左右。募投项目投产，产能瓶颈被打破后，未来公司在专卖店，精装修、电子商务等领域的拓展工作将带动收入增长。公司 2009 年专卖店数量仅 520 家，2010 年在大力拓展专卖店的情况下数量达到 1000 家，但仍低于同行，未来 3 年，公司专卖店年开店数量保持在 300 家左右，而精装修领域，公司 10 年收入在 5 千万左右，基数低，拓展潜力大。从中怡康数据来看，公司市占率在 10% 左右，若是考虑到中怡康监测网点覆盖面较窄，按照 1500 万台的内销量计算，公司市占率还不到 4%，拓展空间巨大。并且 KA 渠道费用率较高，随着公司在 KA 外渠道的拓展，销售费用率有望降低，盈利能力得到提升。

图表 公司各渠道销售占比



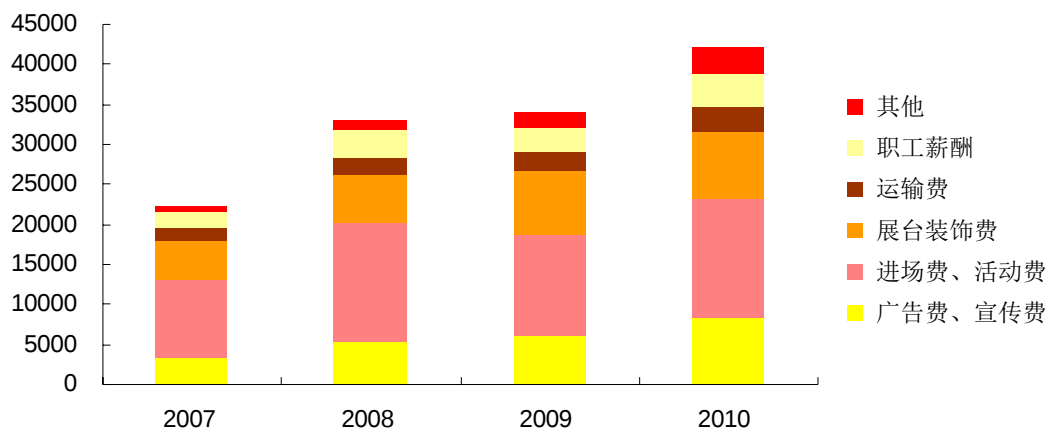
资料来源：东方证券研究所

图表 2013 年目标渠道销售占比



资料来源：东方证券研究所

图表 老板电器营业费用构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

- **投资建议** 根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.72、0.95、1.23 元，考虑公司的龙头地位和成长性，给予 2011 年 28 倍 PE，对应目标价 20.16 元，维持公司增持评级。

图表 分业务收入假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	销售收入（百万元）	934.17	1,231.60	1,566.31	1,976.19	2,462.92
	同比增速（%）	7.81%	31.84%	27.18%	26.17%	24.63%
	综合毛利率（%）	55.06%	54.60%	54.20%	54.19%	54.20%
吸油烟机	销售收入（百万元）	508.28	666.20	857.60	1,098.50	1,378.00

	同比增速 (%)	13.80%	31.07%	28.73%	28.09%	25.44%
	毛利率 (%)	55.04%	53.71%	53.50%	53.50%	53.50%
燃气灶	销售收入 (百万元)	277.78	368.50	445.30	554.80	693.50
	同比增速 (%)	-13.52%	27.18%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	58.71%	57.26%	57.00%	57.00%	57.00%
消毒柜	销售收入 (百万元)	83.88	115.97	163.80	209.55	262.40
	同比增速 (%)	-4.08%	38.26%	41.24%	27.93%	25.22%
	毛利率 (%)	55.98%	53.82%	54.00%	54.00%	54.00%
小家电	销售收入 (百万元)	51.62	59.01	75.50	86.82	99.85
	同比增速 (%)	-13.52%	14.32%	27.94%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	24.76%	33.91%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源: WIND、东方证券研究所

● 风险因素

房地产调控风险

厨房家电与房地产销售存在一定的相关度。市场存在房地产宏观控管调控会对影响厨房家电销量的担忧,我们认为房地产调控风险虽然存在,但对由于刚性需求的存在及保障房建设会对冲部分房地产销售调控对于厨房家电的影响。

1) 调控政策对房产调控影响的是投资性需求,调控后,商品住宅销售自住比例的提升,会部分抵消商品住宅销量下滑所带来的影响。

2) 十二五的保障房建设能对冲商品住宅销量下降的影响。

品牌拓展风险

公司针对三、四线城市,成立中低端品牌——名气,该品牌 2009 年开始运作并实现销售。“名气”存在品牌拓展风险,需要和“老板”品牌分开销售运营,避免与“老板”品牌的高端定位形成混淆和冲突。事实上,公司对于“名气”品牌的拓展较为谨慎,坚持销售渠道独立,严防两者的品牌形象产生混淆,我们认为公司层面对品牌拓展风险有着清晰的认识,并采取积极有效的措施,并没有影响到“老板”品牌的高端形象。

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn