

老板电器 (002508)

公司研究/简评报告

业绩符合预期 募投项目年底试生产

—老板电器 (002508) 三季度点评

民生精品---调研报告/家电行业

2011 年 10 月 19 日

一、事件概述

老板电器 (002508) 公布三季报, 前三季度收入和净利润同比增长 23% 及 31%, 净利率同比提高 0.7 个百分点。第三季度收入和净利润同比增长 23% 及 30%, 净利率同比提高 0.6 个百分点。

二、分析与判断

➤ 较好的收入增速预计可维持, 预计全年可达 25%

我们分析, 我国当前的厨电行业态势使得公司作为厨电行业高端品牌具有较好的增长保障, 今年以来, 来自市场份额的扩大对公司收入增长具有更大贡献。我们预计公司全年收入增速可望达到 25%。

➤ 原材料成本压力有所缓解, 预计全年毛利 50% 以上

不考虑公司提高向代理商开票比重对毛利水平的影响因素, 三季度以来公司原材料成本压力相比一二季度有较好缓解, 同时人工成本上涨可以基本做到自行消化, 使得公司三季度毛利率为 53%, 达到今年以来最好水平。我们分析, 四季度公司维持这一情形是大概率事件, 全年毛利水平能保持在 50% 以上。

➤ KA 进店率提升, 未来 3 年专卖店收入占比提高

尽管 KA 的单店销售同比增长可能有限, 但我们估算, KA 总体数量的增长和公司 KA 进店率的 (由 75% 提高到 80%) 提升使得公司来自 KA 的收入贡献增长至少有 7-8%。公司全年计划增加专卖店数量 300 家, 并计划未来 2-3 年将 KA 渠道收入占比从目前 45% 降低至 40%。

➤ 低端品牌名气 11 年收入目标 4,000 万

低端品牌名气上半年已覆盖全国 10 省市的 400 家店面, 年底计划推出全线产品, 全年收入目标 4,000 万。我们看好名气品牌在三级市场的增长潜力, 依靠与老板品牌相独立的渠道下沉建设, 12 年收入将有较大提升, 预计可达 8,000 万-1 亿元。

➤ 募投项目计划 12 月试生产

公司募投项目中的 100 万台厨房电器生产建设项目计划于 12 月试生产, 试生产期 3 个月。我们判断, 由于新投入的设备将在自动化制造、工艺改进上给公司带来较大提升, 相对延长的试生产期有助于保证公司产品质量和运行效率。

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司的行业地位和产品的高端优势, 给予强烈推荐评级和目标价 20 元。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.69 元、0.90 元与 1.20 元。维对应当前股价 PE 为 22、17 与 13 倍。

四、风险提示:

房地产调控进一步加强。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,232	1,552	2,057	2,629
增长率 (%)	31.84%	26.02%	32.54%	27.81%
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	176	231	307
增长率 (%)	64.17%	30.96%	31.35%	32.75%
每股收益 (元)	1.09	0.69	0.90	1.20
PE	14.17	22.47	17.10	12.88
PB	1.80	2.64	2.28	1.94

资料来源: 民生证券研究所

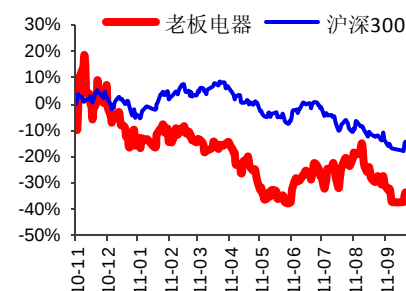
强烈推荐 首次评级

合理估值: 20 元

交易数据 (2011-10-18)

收盘价 (元)	15.44
总股本 (百万股)	256
流通股本 (百万股)	64
流通股比例 (%)	25
总市值 (亿元)	40
流通市值 (亿元)	10

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

联系人: 刘静

电话: (8610) 8512 7528

Email: liujing_yjs@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,232	1,552	2,057	2,629
减：营业成本	559	749	996	1,258
营业税金及附加	12	16	21	27
销售费用	421	500	652	833
管理费用	90	98	130	166
财务费用	(3)	(4)	(4)	(5)
资产减值损失	(0)	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	152	193	263	350
加：营业外收支净额	4	9	3	3
三、利润总额	156	202	266	353
减：所得税费用	22	26	35	46
四、净利润	134	176	231	307
归属于母公司的利润	134	176	231	307
五、基本每股收益 (元)	1.09	0.69	0.90	1.20

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	0.00	16.26	11.89	8.71
成长能力:				
营业收入同比	31.84%	26.02%	32.54%	27.81%
营业利润同比	61.9%	26.7%	35.9%	33.1%
净利润同比	64.17%	30.96%	31.3%	32.8%
营运能力:				
应收账款周转率	13.89	16.02	16.37	16.12
存货周转率	5.59	5.39	5.36	5.30
总资产周转率	1.06	0.87	0.99	1.07
盈利能力与收益质量:				
毛利率	54.6%	51.7%	51.6%	52.1%
净利率	10.9%	11.3%	11.2%	11.7%
总资产净利率 ROA	11.5%	9.8%	11.2%	12.5%
净资产收益率 ROE	15.0%	12.3%	14.3%	16.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.94	4.44	4.12	4.00
资产负债率	18.6%	21.0%	23.0%	23.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	0.69	0.90	1.20
每股经营现金流量	0.73	0.48	0.59	0.84
每股净资产	8.57	5.86	6.76	7.96

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,075	1,153	1,308	1,527
应收票据	125	157	208	266
应收账款	86	108	143	183
预付账款	13	16	21	27
其他应收款	3	4	6	7
存货	246	330	438	554
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	1,547	1,768	2,124	2,564
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	73	69	65	61
在建工程	26	26	26	26
无形资产	37	33	29	26
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	137	130	122	114
资产总计	1,684	1,897	2,246	2,678
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	132	177	235	297
预收账款	118	159	211	266
其他应付款	38	38	42	46
应交税费	13	13	15	16
其他流动负债	11	11	13	15
流动负债合计	313	398	516	641
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	313	398	516	641
股本	160	256	256	256
资本公积	1,065	969	969	969
留存收益	146	274	505	812
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,371	1,499	1,730	2,037
负债和股东权益合计	1,684	1,897	2,246	2,678

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	116	122	151	214
投资活动现金流量	(37)	0	0	0
筹资活动现金流量	820	(44)	4	5
现金及等价物净增加	899	78	155	219

分析师与行业专家简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

刘静，中国人民大学会计学硕士，2011年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。