



家用电器业/可选消费品

老板电器 (002508)

“品”“质”为基，多元扩张



方馨



021-38676685



fangxin@gtjas.com



编号 S0880511010048

本报告导读：

近期销售增长保持正常，“品”“质”的较高水平为基础，渠道品牌多元化扩张与可能的并购扩张为增长动力。2011-2013 年 0.68 元、0.87 元与 1.12 元，维持“谨慎增持”投资要点：

- 1 近期销售保持正常增长节奏，得益于渠道多元化。虽然 11 月连锁厨电销售较为清淡，但公司销售仍保持了今年以来的正常增长节奏，这主要得益于公司多元化的渠道开拓。
- 1 “品”的创新逐步推进，“质”的定位高端稳固。我们强调家电行业增长模式由粗放量增转变为品质升级。从“品”“质”框架看公司：1. 新品类烤箱和蒸汽炉的销售逐步打开，烟灶消亦保持每年推新品的节奏，但厨房大电的产品创新空间仍然是不太大的。2. “质”的方面，公司产品的质量、工艺、材料与服务等均得到认可，并且已进化形成“高端化”的情感认同，这也是我们最为看好的一点。募投项目引进了非常高端的意大利折弯机，有望继续提升“质”的高端化程度。
- 1 渠道开拓稳步推进，拟建地区物流分库，运营有精细化趋势。经销商规模将在目前 57 个的基础上继续扩大，其中后续加入的 15 个都是经销制的，占比还不小。销售终端 7 千多个，其中 1200 家左右为专卖店，其中建材市场三四级市场各半；明年拟新增 300 家左右。拟建设华北、华中等 5 个较大的物流分库，以降低物流成本，强化运营。
- 1 名气子品牌意在阻击中低端市场。销售团队与网络与主品牌完全分开，主要为中低端防御性品牌。名气今年销售额约 4000 万元，销售价格与华帝基本相当，但毛利率要高一些，未来还有向低端继续发展的空间。因美的在低端势头迅猛，名气子品牌或加大推广力度，如明年销售翻番，还将成立子公司独立运作。
- 1 厨电行业需求难以乐观，公司未来增长仍将主要依靠多元化渠道与份额提升。一二线城市可能继续下降，但更新需求将逐步释放；三四级行业情况尚可。公司未来仍期望维持较高增速，来自：1.KA 占比 45%，期望增长 10%，并非单店。2. 专卖店占比 15%，期望增长 30%，明年专卖店数即可增长 25%。3. 精装修占比超过 8%，今年预计 5-6 万套，明年预期翻番以上，主要源于恒大地产精装修订单翻番。4. 网络销售占比约 6%，期望翻番。我们认为，各个渠道之间存在此消彼长的关系，尤其是 KA 与网购之间，因此核心的问题仍然是市场份额的提升，源于竞争对手西门子和帅康份额下降、方太不推价格竞争。
- 1 凭借较高的品质认同，如果在薄弱地区华南华中等并购扩张，有望取得较好效果。小非近日已解禁。我们维持 2011-2013 年 0.68 元、0.87 元与 1.12 元的业绩预测，维持“谨慎增持”评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格： 19.23

上次预测： 19.23

当前价格： 15.26

2011.11.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.85-47.80
总市值 (百万元)	3,907
总股本/流通 A 股 (百万股)	256/93
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	36%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	37

52周内股价走势图



相关报告

《业绩增长稳健，利润率是亮点》	2011.10.24
《业绩符合预期，市场份额持续提升》	2011.07.20
《三年再造一个老板，多品牌运营扩张空间》	2011.04.15
《强调收入高增长的确定性与盈利弹性》	2011.03.04
《中高端厨电生产商，市场整合空间大》	2010.11.08

作者简介：

方馨：

执业资格证书编号：S0880511010048

电话：021-38676685

邮箱：fangxin@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gtjaresearch@gtjas.com		