

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

小家电 II

老板电器 (002508)

公司快评

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 12 月 26 日

积极扩展新型渠道、实现有序增长

证券分析师: 王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询职业资格证书编码: S0980510120027

事项:

公司决定使用超募资金 5,000 万元设立杭州名气电器有限公司, 另外前期我们在 2012 年投资策略年会中邀请公司与机构投资者进行了充分的沟通和交流, 以下为我们对公司近期动态的快评。

评论:

■ 积极扩展新型渠道、实现有序增长

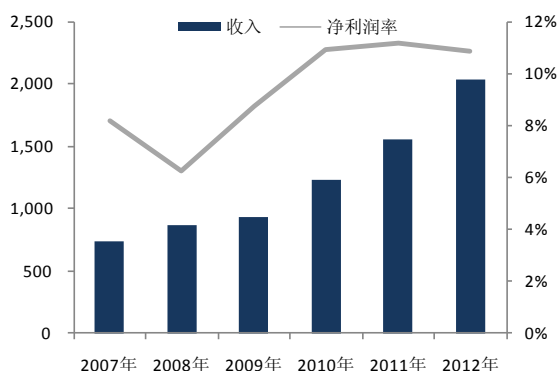
公司在 2011 年很好的实现了预定的收入和利润增长目标, 预期公司 2011 年净利润同比增长约 30%, 其中公司不仅在传统的强势区域如华东地区获得较好的成长, 这主要体现在深度分销带来的市场份额提升上, 包括公司在 KA 连锁渠道市场份额的提升。公司在精装修、网购等新型渠道也获得了快速增长。我们分解各类渠道占公司销售收入比率, 假设各类渠道的销售收入增速情况下, 预期公司有望在 2012 年实现收入近 30% 的增长。

表 1: 预期公司 2012 年各类渠道销售收入增速 (%)

	KA 连锁	精装修	网购	百货、家电专营店	橱柜专营	专卖店	名气品牌
销售收入占比	45%	8%	7%	10%	10%	17-18%	2.5%
收入增速预期	8%	100%	100%	20%	20%	25%	100%
对整体收入增速贡献	3.6%	8.0%	7.0%	2.0%	2.0%	4.4%	2.5%

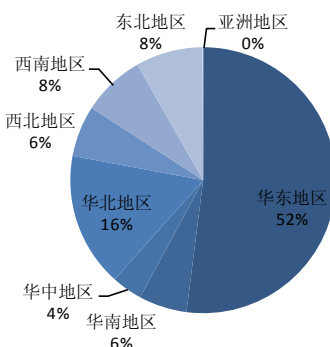
资料来源: 国信证券经济研究所整理及预期

图 1: 预期 11-12 年公司收入和净利润率 (百万元、%)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理及预期

图 2: 2011 年 1-6 月公司销售区域分布 (%)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

2011 年预期公司通过精装修订单方式获得约 1.2 亿元收入, 在房地产销售放缓的情况下, 地产商更需要通过精装修来吸引消费, 同时提升精装修比率也是各大地产商的明显趋势, 明年有望继续实现快速增长。网购的快速增长也是由于居民消费习惯的改变, 而且公司在全国大部分地区设有销售网点, 能够支持网购。公司定位于三、四级市场的名气品牌销售

也在逐步获得消费者的认同。公司在新型渠道的积极扩展，帮助公司实现了 2011 年的稳健增长，并有望继续支持其明年的进一步成长。

在传统 KA 连锁渠道上，公司一方面会继续跟随苏宁、国美的开店有选择的覆盖更多区域，其次也会通过更好的精加工产品、深度分销获得更好的市场份额。公司目前覆盖 1200 家专卖店，预期明年会增加到近 1500 家店，继续获得较好的拓展性增长以及原有店面的稳健成长。

■ 通过名气电器子公司扩大消费人群、提升公司整体竞争力

公司的“老板”品牌定位于高端品牌，但难以借此品牌获得低收入人群的认同。公司之前一直培育“名气”品牌，这个品牌的销售渠道和经营团队完全和“老板”品牌产品不同，虽然公司没有做什么投入，但近期也有较好的销售表现，预期 2011 年公司通过该品牌获得约 4000 万元的销售收入。我们预期在成立单独的子公司进行经营之后，一方面公司的投入增加，另一方面我们多次表示过未来中国的低端劳动力人群的工资进一步呈现较快增长，因此这部分人群的消费是具有相当好的持续性的，其中购买更为完备的厨房电器就是其中的消费之一。预期公司有望通过“名气”品牌在 2012 年获得约 8000 万甚至到 1 亿元的销售收入表现。

部分投资者可能会担心“名气”品牌相比目前市面上的美的品牌而言竞争力太弱，我们认为首先油烟机及燃气灶行业的消费成长空间还比较大，因此对于现在开始起步的品牌也还是有机会的，更何况“名气”品牌依托公司整体的成本控制、精加工能力和资金优势。目前国内油烟机行业年消费量接近 2000 万台，这个数据相比接近 6000 万台的冰箱而言，仍然是比较低的，当然每年的年增速并不会快，预期大约 8-10% 的年平均增速。

■ IPO 募投资金项目将在明年一季度全面量产、精加工能力得到明显提升

公司在 2010 年 IPO 获得募集资金 9 亿元，其中超募资金 3.8 亿元。募集资金项目将于 2012 年一季度投入全面量产，公司的产品精加工能力得到明显提升，有利于支持公司更好的新产品制造，更有利于公司在行业中竞争力提升。当然同时公司的折旧开支也有所增加，估算大约年增 2000 多万元折旧费用。

表 2: 公司主要募投项目（万元）

项目	投资金额	新增产能
年新增 15 万台吸油烟机技改项目	7990	15 万台油烟机
年产 100 万台厨房电器生产建设项目	40000	油烟机 65 万台、燃气灶 40 万台、消毒柜 10 万台

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 维持对公司的“谨慎推荐”评级

预期公司 2011、2012、2013 年每股收入 0.68、0.87、1.09 元。公司今年如期实现了其市场份额相比方太上升，以及净利润增长 30% 的目标，公司对各类新型渠道的拓展有效地支撑了公司的成长。短期来说由于公司的强势销售区域华东区域的房地产销售状况仍然不好的情况下，会压制公司的估值，我们建议可等待更好的买入价位。我们继续维持对公司的“谨慎推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1075	879	800	800
应收款项	214	257	334	435
存货净额	246	336	435	563
其他流动资产	13	23	31	40
流动资产合计	1547	1495	1600	1838
固定资产	99	383	650	801
无形资产及其他	37	36	36	35
投资性房地产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1684	1916	2287	2675
短期借款及交易性金融负债	0	50	158	208
应付款项	132	168	218	282
其他流动负债	181	205	264	342
流动负债合计	313	423	639	832
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	313	423	639	832
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1371	1493	1648	1843
负债和股东权益总计	1684	1916	2287	2675

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.52	0.68	0.86	1.09
每股红利	0.34	0.20	0.26	0.33
每股净资产	5.36	5.83	6.44	7.20
ROIC	14%	11%	13%	14%
ROE	10%	12%	13%	15%
毛利率	55%	51%	51%	51%
EBIT Margin	12%	11%	12%	12%
EBITDA Margin	13%	13%	14%	14%
收入增长	32%	27%	30%	30%
净利润增长率	64%	30%	27%	26%
资产负债率	19%	22%	28%	31%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	53.4	41.0	32.4	25.7
P/B	5.2	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	47.1	38.6	28.3	22.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1232	1564	2033	2643
营业成本	559	766	1007	1308
营业税金及附加	12	16	20	26
销售费用	421	501	638	833
管理费用	90	103	128	163
财务费用	(3)	(23)	(15)	(9)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	152	201	255	322
营业外净收支	4	2	2	2
利润总额	156	203	257	324
所得税费用	22	28	36	45
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	134	175	221	279

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	134	175	221	279
资产减值准备	0	(1)	(1)	(1)
折旧摊销	10	18	36	51
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(3)	(23)	(15)	(9)
营运资本变动	(21)	(85)	(76)	(96)
其它	0	1	1	1
经营活动现金流	123	108	181	234
资本开支	(37)	(301)	(301)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(37)	(301)	(301)	(201)
权益性融资	908	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(88)	(52)	(66)	(84)
其它融资现金流	82	50	108	51
融资活动现金流	814	(2)	41	(33)
现金净变动	899	(196)	(79)	0
货币资金的期初余额	175	1075	879	800
货币资金的期末余额	1075	879	800	800
企业自由现金流	80	(215)	(135)	24
权益自由现金流	161	(145)	(14)	82

相关研究报告:

- 《老板电器-002508-强势区域推行深度分销、成效显著》——2011-07-20
- 《老板电器-002508-立足高端产品定位、逐步转向多品牌运营》——2011-04-11
- 《老板电器-002508-渠道结构及时调整、三季度将出现投资机会》——2011-04-07
- 《老板电器-002508-中高端厨电品牌、立志成为行业持续领跑者》——2010-11-23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。