

13 Jan 2012 | 3 pages

老板电器 (002508)

长期成长依然可期

——公司点评报告

刘迟道 执业证书编号: S1230511010012
 021-64718888-1225
 liuchidao@stoke.com.cn

本报告导读:

- 多品牌布局厨电行业
- 维持“买入”评级

投资要点:

■ 1-11 月油烟机、燃气灶内销量下滑

2011 年 1-11 月,我国商品房销售面积为 7.96 亿平方米,同比增长 7.5%,其中现房 1.61 亿平方米,同比增长 2.6%,期房 6.35 亿平方米,同比增长 8.9%。受商品房销量增速下降的影响,1-11 月我国家用吸油烟机产量为 1724.0 万台,同比仅增长 0.8%,其中 11 月为 169.0 万台,同比下降 10.11%,降幅达到今年新低,而 1-11 月油烟机出口量仍保持 10%左右的增长,国内油烟机基本上是以销定产的销售模式,渠道和企业库存有限,以此测算,1-11 月国内油烟机的销量同比下降约 4%,同时燃气灶前 11 月累计产量为 2356.2 万台,同比下降 6.56%。于 2011 年期房销售仍然保持一定增速,因此,不必对今年厨房大家电市场过于悲观。

■ “名气”品牌进军三四级市场

公司近期发布公告,将使用超募资金 5000 万设立全资子公司杭州名气电器有限公司。公司募投项目已基本完工(新增 15 万台吸油烟机技改项目和 100 万台厨房电器生产建设项目),达产后公司油烟机、燃气灶和消毒柜产能分别为 105 万台、95 万台、18.5 万台,公司已拥有更多产能进一步开拓三、四级市场。2010 年底,我国农村百户家庭油烟机拥有量仅为 11.11 台,随着农村居民收入的提高和城市化进程,三、四级厨房家电市场仍有较大的市场空间。公司“名气”子品牌(定位中低端)运作三年,定位三、四级厨房家电市场,形成了独立和完善的销售体系,募投产能释放后,公司加大对三、四级市场的投入,该市场将成为其未来增长点之一。

■ 长期成长依旧可期

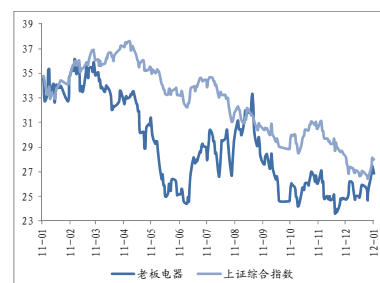
目前我国房地产市场成交量相对低迷,厨房大家电市场将受到一定程度的影响,但依靠不断加大 KA 渠道进店率、提高专卖店以及精装修、网络销售市场的投入,前三季度公司油烟机、燃气灶市场份额达到 15.8%、14.1%,同比分别提高 1.8 个百分点和 1.3 个百分点,第四季度公司产品市场占有率仍保持着较快增长,预计 2011 年公司净利润仍能保持约 30%的增速。“老板”品牌定位高端,在一、二级市场精耕细作,利用“名气”品牌全面进入三、四级家电市场,未来公司长期成长依旧可期。

■ 盈利预测和估值

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 0.68 元、0.88 元,以 1 月 12 日的收盘价 16.72 元计算,对应的动态市盈率分别为 24.6 倍和 19 倍,维持公司“买入”投资评级。

评级: 买入

单季度业绩	元/股
4Q/2010	0.10
1Q/2010	0.17
2Q/2011	0.15
3Q/2011	0.17



公司简介

作为我国中高端厨房大家电的龙头企业,依靠产能和渠道的不断扩张,公司油烟机、燃气热水器市场占有率不断提升。

相关报告

产能扩张 成长无忧——公司深度报告

——2011 年 3 月 21 日

厨卫龙头高速增长

——2011 年 4 月 7 日

行业增速下滑方显老板本色

——2011 年 7 月 20 日





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	539.69	690.67	996.39	1280.51	营业收入	934.17	1,231.60	1529.53	2160.55
现金	175.31	312.11	341.68	468.56	营业成本	419.86	559.11	721.07	1020.86
应收账款	91.64	101.81	176.97	205.25	营业税金及附加	10.59	12.45	14.65	22.20
其它应收款	2.55	5.04	4.04	7.68	营业费用	340.32	421	486.39	700.02
预付账款	7.39	6.28	11.63	13.15	管理费用	70.06	89.96	107.07	151.24
存货	194.99	192.74	401.53	415.84	财务费用	-1.05	-3.15	-3.34	2.93
其他	67.80	72.69	60.54	170.02	资产减值损失	0.19	-0.26	0.15	0.49
非流动资产	108.76	181.12	246.78	369.27	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.95	131.97	189.79	292.02	营业利润	94.20	152.48	206.06	264.31
无形资产	36.38	44.28	53.38	73.42	营业外收入	0.73	3.77	3.33	3.22
其他	2.42	4.87	3.61	3.83	营业外支出	0.73	0.04	0.79	0.82
资产总计	648.44	871.79	1243.17	1649.77	利润总额	94.20	156.22	208.60	266.72
流动负债	226.57	218.06	419.53	612.53	所得税	12.37	21.88	33.38	42.67
短期借款	0.00	8.33	21.82	190.09	净利润	81.83	134.34	175.23	224.04
应付账款	105.38	54.69	190.00	154.66	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	121.19	155.03	207.72	267.77	归属母公司净利润	81.83	134.34	175.23	224.04
非流动负债	0.00	4.61	5.56	3.88	EBITDA	97.71	152.56	219.52	292.76
长期借款	0.00	4.61	5.56	3.88	EPS (摊薄)	0.68	0.84	0.68	0.88
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	226.57	222.66	425.09	616.41	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
归属母公司股东权益	421.87	649.12	818.08	1033.36	成长能力				
负债和股东权益	648.44	871.79	1243.17	1649.77	营业收入增长率	7.81%	31.84%	26.44%	41.26%
					营业利润增长率	52.84%	61.87%	45.19%	28.27%
					归属于母公司净利润增长率	51.08%	64.17%	39.81%	27.86%
现金流量表					获利能力				
单位: 百万元					毛利率	55.06%	54.60%	52.86%	52.75%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	净利率	8.76%	10.91%	11.46%	10.37%
经营活动现金流	127.88	116.07	101.14	125.43	ROE	19.40%	14.99%	21.42%	21.68%
净利润	81.83	134.34	175.23	224.04	ROIC	18.22%	13.12%	19.74%	17.80%
折旧摊销	9.20	8.35	20.42	32.37	偿债能力				
财务费用	-1.05	0.02	-3.34	2.93	资产负债率	34.94%	18.60%	34.19%	37.36%
投资损失	0.00	0.00	-2.52	-1.50	净负债比率	0.00%	2.17%	3.55%	18.93%
营运资金变动	37.29	-32.19	-88.69	-132.51	流动比率	2.38	4.94	2.37	2.09
其它	0.61	5.55	0.04	0.09	速动比率	1.52	4.15	1.42	1.41
投资活动现金流	-17.69	-37.07	-83.61	-153.45	营运能力				
资本支出	8.48	37.62	65.71	122.58	总资产周转率	1.63	1.06	1.45	1.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	10.44	13.89	10.97	11.31
其他	-9.20	0.55	-17.90	-30.87	应付账款周转率	4.90	6.98	5.89	5.92
筹资活动现金流	1.05	820.17	-7.00	-12.44	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	-5.56	0.93	每股收益 (最新摊薄)	0.68	1.09	0.68	0.88
长期借款	0.00	0.00	0.95	-1.68	每股净资产 (最新摊薄)	3.52	8.57	9.25	10.13
其他	1.05	820.17	-2.40	-11.69					
现金净增加额	111.25	899.14	10.52	-40.46					

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

