

2011年10月17日

老板电器

坚持深化高端品牌

A
未有评级

002508.SZ-人民币 16.03

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(31)	(8)	(12)	-
相对新华富时A50指数(%)	(19)	(6)	1	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	256
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,024
3个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
杭州老板实业集团有限公司	50.38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

老板电器是国内厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大的龙头企业之一。公司主要涉及厨房电器产品的研发、生产和销售, 主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电压力锅、电磁炉等配套厨房小家电。11年上半年, 公司实现营业收入7.1亿元, 同比增长23.1%, 实现净利润0.8亿元, 同比增长31.5%, 实现每股收益0.31元。

主要发现

- 11年上半年, 公司实现营业收入7.1亿元, 同比增长23.1%, 实现净利润0.8亿元, 同比增长31.5%, 实现每股收益0.31元。毛利率从去年上半年的54.9%小幅下降到今年同期的51.6%, 净利率从10.6%提升至11.2%。
- 面对激烈的竞争环境, 公司努力推进多元化渠道建设, 完善渠道结构, 在全国销售终端大约7,000个。形成了以KA渠道、专卖店、网购和房地产工程的销售体系。
- 公司长期以来加强品牌建设, 强化高端定位, 与西门子和方太等共同构成了国内厨卫家电领域的高端品牌阵营。公司产品价格甚至高于西门子品牌, 与方太相当。方太在产品设计上略有优势, 而公司在代理商的激励和产品技术上则相对较好。品牌优势有助于保持稳定的利润率水平。
- 公司两个募投项目为新增15万台吸油烟机的技改项目和年产100万台厨电的扩产项目(包括50万台吸油烟机、40万台燃气灶和10万台消毒柜)。预计两个项目将从明年年初起逐步释放产能。

主要观点

- 公司长期深化高端品牌运作, 加上完善的销售网络和对经销商的激励机制, 具有较强的产品定价权和价格把控能力。尽管房地产调控政策对厨卫电器市场的影响尚未完全反应, 但较强的议价能力和利润水平使公司具有更强的抗风险能力, 保持稳定的业绩增长。我们认为, 未来3年公司有望保持30%左右的增长。目前股价对应12年大约18倍市盈率, 具有相当的吸引力, 建议关注。

主要风险

- 原材料价格上涨过快挤压利润率;
- 房地产调控对厨卫家电影响;
- 新建项目进度的不确定性。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	934	1232	1566	2036	2553
变动(%)	7.8	31.8	27.2	30	25.4
净利润(人民币百万)	82	134	178	229	287
全面摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.84	0.69	0.89	1.12
变动(%)	51	64	32	30	25

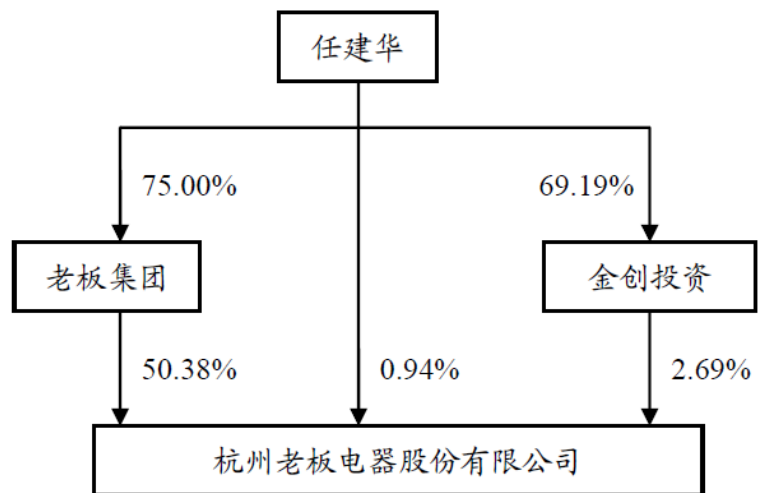
资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

老板电器是国内厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大的龙头企业之一。公司主要涉及厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电压力锅、电磁炉等配套厨房小家电。公司凭借雄厚的技术实力和领先的市场地位，产品和品牌获得了包括“中华人民共和国质量银奖”、“中国名牌产品”、“中国驰名商标”、“亚洲品牌 500 强”在内的一系列荣誉。

杭州老板电器股份有限公司是由杭州老板家电厨卫有限公司以整体变更方式设立的股份有限公司。杭州老板家电厨卫有限公司成立于 2000 年 11 月 7 日，是由杭州老板实业集团有限公司和沈国英作为出资人，以现金出资方式设立的有限责任公司。公司于 2010 年 11 月 23 日在深圳中小板发行上市。发行后总股份为 1.6 亿股。2011 年 5 月 13 日，公司实行每 10 股转增 6 股，总股本增加至 2.56 亿股。公司的控股股东为杭州老板实业集团有限公司，共计持有公司 50.38% 股份。任建华先生通过直接或间接持有公司 54.01% 股份，为公司的实际控制人。

图表 2. 股本结构



资料来源：公司数据

业绩增长稳定

11年上半年，公司实现营业收入7.1亿元，同比增长23.1%，实现净利润0.8亿元，同比增长31.5%，实现每股收益0.31元。尽管上半年家电行业整体增速面临放缓压力，但公司依然实现了快速增长，主要得益于公司长期以来一直坚持高端品牌建设和行业领先的技术水平，保证了较高的产品利润率水平。毛利率从去年上半年的54.9%小幅下降到今年同期的51.6%。销售费用率和管理费用率较去年同期均有下降，分别从6.3%和3.6%下降到6%和3.2%，从而使净利率从10.6%提升至11.2%。

毛利率和费用率水平都出现下降主要是因为：首先，公司开票方式改变，由过去经销商凭发票报销转变为公司按销售返点模式；其次，代理商转为销售公司后具有独立的开票资格，相关费用有所下降；再次，原材料价格上涨对成本产生一定压力。公司采取成本加成，利润率倒推的定价模式。预计未来整体利润率将保持稳定。

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10年上半年	11年上半年	同比(%)
营业收入	578.31	711.95	23.1
营业成本	260.49	344.81	32.4
毛利润	317.8	367.1	15.5
营业税金及附加	6.44	7.79	21.0
管理费用	36.69	42.88	16.9
销售费用	205.32	229.78	11.9
经营利润	69.4	86.7	25.0
资产减值	(0.2)	1.09	(650.5)
财务费用	(0.8)	(3.2)	290.2
营业外收入	1.66	6.12	268.7
营业外支出	0.014	0.31	2114.3
税前利润	72.0	94.6	31.3
所得税	10.99	14.36	30.7
归属于母公司的净利润	61.0	80.3	31.5
每股收益(人民币)	0.510	0.310	(39.2)

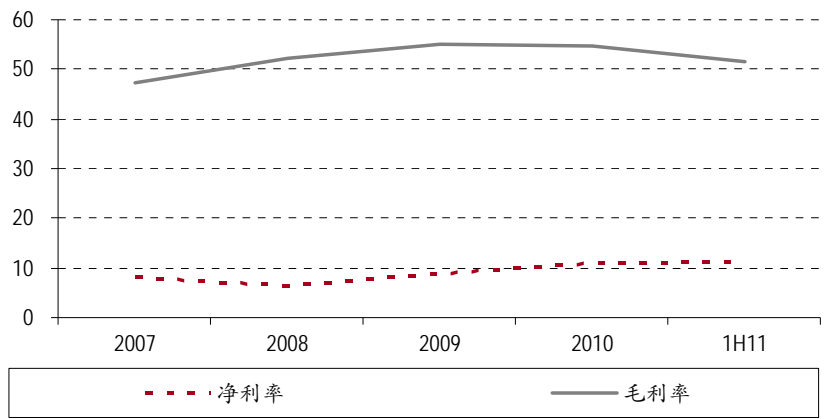
资料来源：公司数据

图表 4. 分产品毛利率

分产品	毛利率 (%)	毛利率比上年增减 (百分点)
吸油烟机	51.03	(2.33)
燃气灶	54.18	(4.74)
消毒柜	48.15	(5.74)
小家电	34.30	3.90
合计	50.73	(3.33)

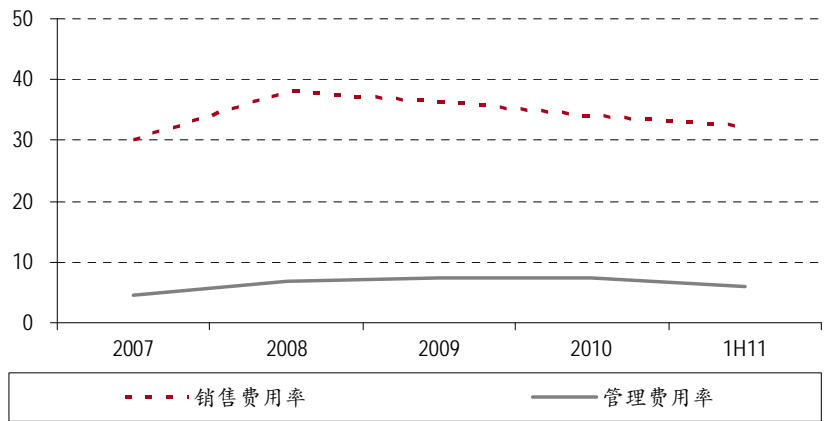
资料来源：公司数据

图表 5. 利润率水平



资料来源：公司数据

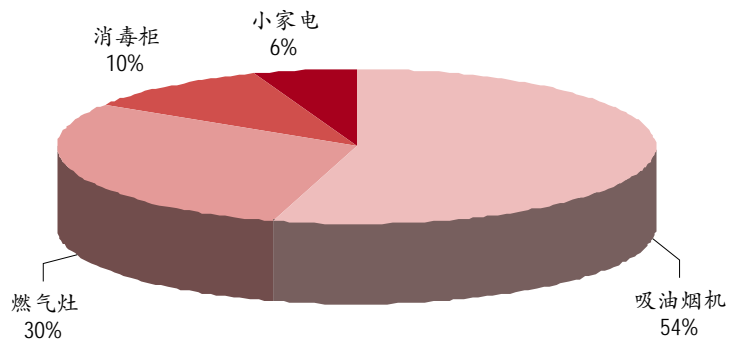
图表 6. 费用率水平



资料来源：公司数据

据了解，今年二季度，行业整体增速放缓明显，但三季度以来出现改善。预计下半年销售情况将好于上半年。公司 2010 年销售吸油烟机、燃气灶和消毒柜大约为 50 万台，目前处于满产状态。预计今年全年销售增幅在 30% 左右，业绩增长也将保持在 30% 以上。

图表 7.收入构成

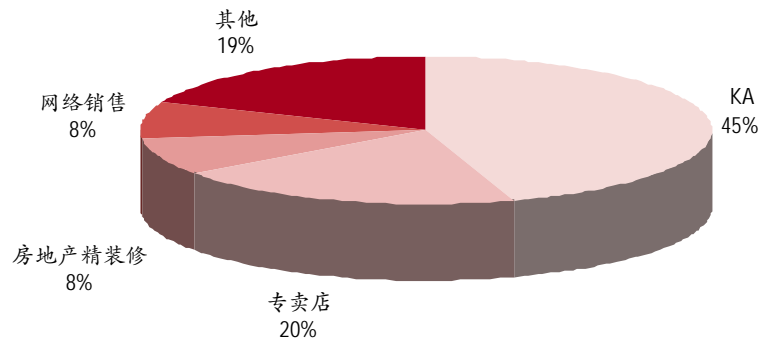


资料来源：公司数据

多元化渠道+高端品牌

面对激烈的竞争环境，公司努力推进多元化渠道建设，完善渠道结构，在全国销售终端大约 7,000 个，形成了以 KA 渠道、专卖店、网购和房地产工程的销售体系。首先，加强与大型家电连锁的战略合作，稳步推进 KA 进店率和开店步伐，保证一二级市场的稳定发展；其次，大力推进渠道下沉，加快专卖店建设步伐，尤其是三四级市场的扩张；再次；发展新兴渠道，建立网络销售和电视购物等销售模式；最后，开发房地产直营渠道，目前公司已经和恒大、招商、珠江等大型房地产公司简历了业务合作关系。目前公司 45% 左右的销售来自于 KA 渠道，预计未来这一渠道占比将逐步将至 30% 左右。网络销售和房地产精装修占比也将相应提高，有助于提升公司的利润水平。据估计，今年来自于网络销售和房屋精装的收入增幅都将翻倍，销售规模均在一亿元以上。

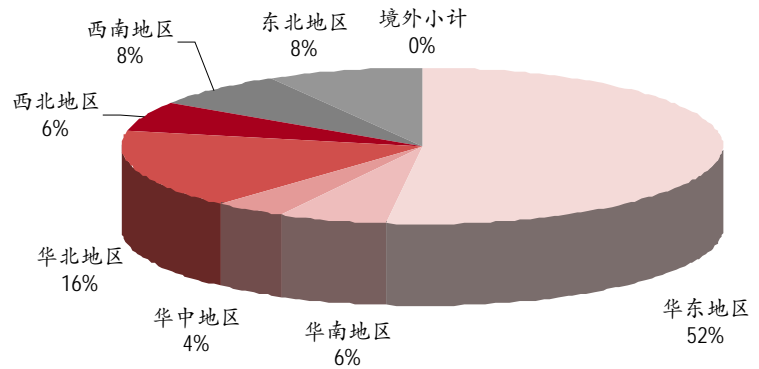
图表 8.渠道销售构成



资料来源：公司数据

公司在华东和华北地区的收入占比较高，主要由于在北京和上海通过子公司直接销售。未来公司计划分割现有区域，增加总代数量，以增强在其他地区的销售实力。

图表 9.收入区域构成



资料来源：公司数据

同时，公司长期以来加强品牌建设，强化高端定位，与西门子和方太等共同构成了国内厨卫家电领域的高端品牌阵营。公司产品价格甚至高于西门子品牌，与方太相当。老板建设的国内首个“厨房文化体验馆”预计将于明年年初建成。老板和方太在高端吸油烟机方面的市占率基本相当，保持在11%左右。方太在产品设计上略有优势，而公司在代理商的激励和产品技术上则相对较好。品牌优势有助于保持稳定的利润率水平。

“名气品牌”进军中低端市场

在强化高端品牌定位的同时，公司同时意识到中低端市场的巨大空间。2010年，公司创立了“名气”品牌，产品定位于中低端，以满足农村市场为主。据了解，目前该品牌推广效果较为理想，近两年有望保持成倍增长，为公司带来了新的利润增长点。

募投项目进展顺利

公司两个募投项目为新增 15 万台吸油烟机的技改项目和年产 100 万台出点的扩产项目（包括 50 万台吸油烟机、40 万台燃气灶和 10 万台消毒柜）。预计两个项目将从明年年初起逐步释放产能。

主要观点

老板电器长期深化高端品牌运作，加上完善的销售网络和对经销商的激励机制，具有较强的产品定价权和价格把控能力。尽管房地产调控政策对厨卫电器市场的影响尚未完全反映，但较强的议价能力和利润水平使公司具有更强的抗风险能力，保持稳定的业绩增长。我们认为，未来 3 年公司有望保持 30% 左右的增长。目前股价对应 12 年大约 18 倍市盈率，具有相当的吸引力，建议关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371