中国平安 PING AN 平安证券公司

家电

2011 年 10 月 18 日

老板电器 (002508)

收入增速小幅回升

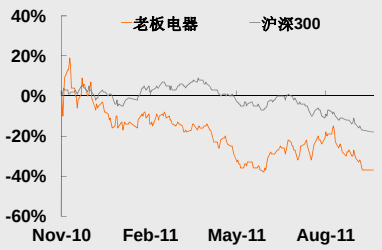
推荐（维持）

现价：15.44 元

主要数据

行业	家电
公司网址	am.com
大股东/持股	杭州老板实业集团有限公司/0.50%
实际控制人/持股	任建华/40.59%
总股本(百万股)	256
流通 A 股(百万股)	64
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	39.53
流通 A 股市值(亿元)	9.88
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	19.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政 S1060511010023
021-33830521
zhuzheng003@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩符合预期

公司前三季度收入 10.6 亿元，同比增长 23%，归属于母公司净利润 1.2 亿元，同比增长 31%，实现 EPS 为 0.48 元，符合预期。

■ 三季度收入增速小幅回升

公司三季度收入同比增速为 23%，二季度的同比增速为 19%，收入止住了下滑趋势，整体好于预期。

从中怡康的数据来看，受地产调控影响一二级市场的终端零售依然较为低迷，行业的增长更多的来自于一些保有量较低的地县级城市。公司逐步推进渠道下沉，积极推进专卖店建设，有利于挖掘三四级市场的消费潜力，保证公司收入的稳步增长。

市场格局方面没有太大变化，厨电行业的集中度很低，从中怡康的数据来看，前几家的市场份额比较接近，老板和方太两家企业在高端领域拥有领先优势。

■ 盈利能力稳中有升

三季度公司的毛利率小幅上升，主要是公司推出新产品保证了均价的相对稳定，而主要原材料钢铁、铜的价格在三季度出现了回落。

■ 维持“推荐”评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.67 元、0.87 元、1.08 元，对应前日收盘价 PE 为 23 倍、18 倍、14 倍，2012 年的估值水平已经具有一定吸引力。

厨电产品市场空间较大，集中度低，公司在行业内已经树立良好的品牌形象，渠道建设正在稳步推进，长期空间值得看好，维持对公司的“推荐”评级。

■ 风险提示

宏观政策持续紧缩

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	866	934	1,232	1,543	1,931
YoY(%)	17.3	7.8	31.8	25.3	25.1
净利润(百万元)	54	82	134	172	222
YoY(%)	-10.1	51.1	64.2	27.8	29.5
毛利率(%)	52.4	55.1	54.6	51.6	51.5
净利率(%)	6.3	8.8	10.9	11.1	11.5
ROE(%)	15.9	19.4	9.8	11.5	12.9
EPS(摊薄/元)	0.21	0.32	0.52	0.67	0.87
P/E(倍)	73.0	48.3	29.4	23.0	17.8
P/B(倍)	11.6	9.4	2.9	2.6	2.3

一、利润表关键指标

图表1 三季报数据 单位：百万元

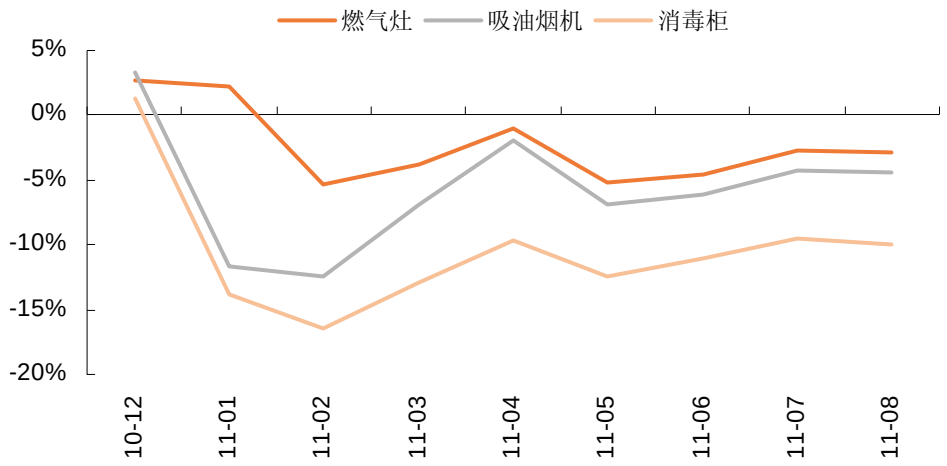
	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q	
营业收入	302.39	409.57	354.98	
同比(+/-%)	28.73%	19.27%	23.43%	收入增速有所恢复
减：营业成本	148.09	196.71	167.16	
销售毛利率(%)	51.03%	51.97%	52.91%	均价平稳，成本下降，毛利率小幅提升
减：营业费用	96.63	133.16	110.68	
/营业收入(%)	31.95%	32.51%	31.18%	
减：管理费用	20.34	22.54	26.14	
/营业收入(%)	6.73%	5.50%	7.36%	
减：财务费用	-1.33	-1.87	-1.09	
减：资产减值损失	-1.08	2.17	-1.13	冲回应收账款坏账准备
加：营业外收入	1.33	4.80	0.79	
减：营业外支出	0.30	0.01	0.01	
减：所得税	5.94	8.42	8.00	
/利润总额(%)	15.80%	14.76%	15.73%	
归属母公司净利润	31.63	48.63	42.88	
/营业收入(%)	10.46%	11.87%	12.08%	盈利能力平稳

资料来源：平安证券研究所

二、收入增速小幅回升

公司三季度收入同比增速为 23%，二季度的同比增速为 19%，收入止住了下滑趋势，整体好于预期。从中怡康的数据来看，受地产调控影响一二级市场的终端零售依然较为低迷，行业的增长更多的来自于一些保有量较低的地县级城市。公司逐步推进渠道下沉，有利于挖掘三四级市场的消费潜力，保证公司收入的稳步增长。

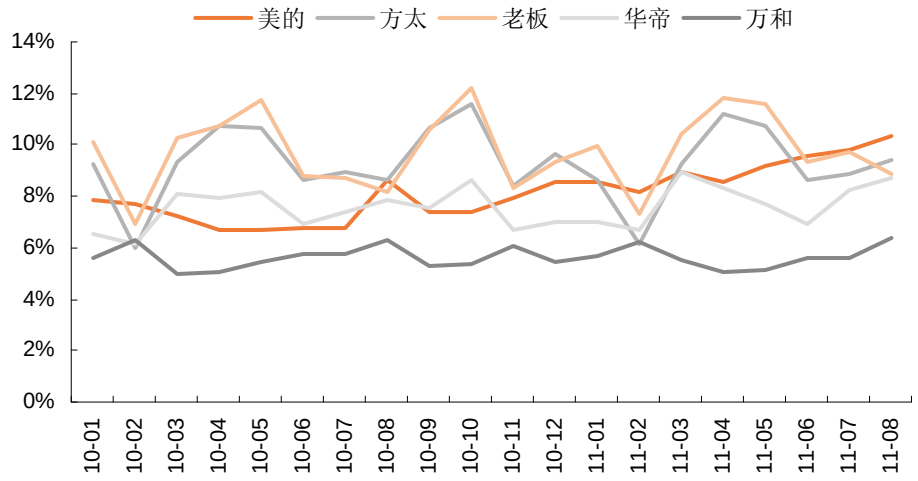
图表2 厨电产品一二级市场的销量增速



资料来源：中怡康

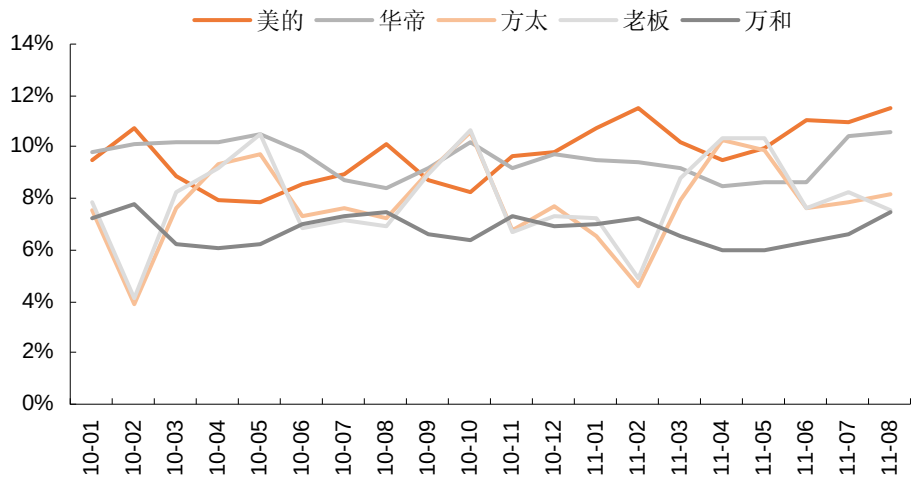
市场格局方面，厨电行业的集中度很低，从中怡康的数据来看，前几家的市场份额比较接近，老板和方太两家企业在高端领域有领先优势。

图表3 吸油烟机市场份额



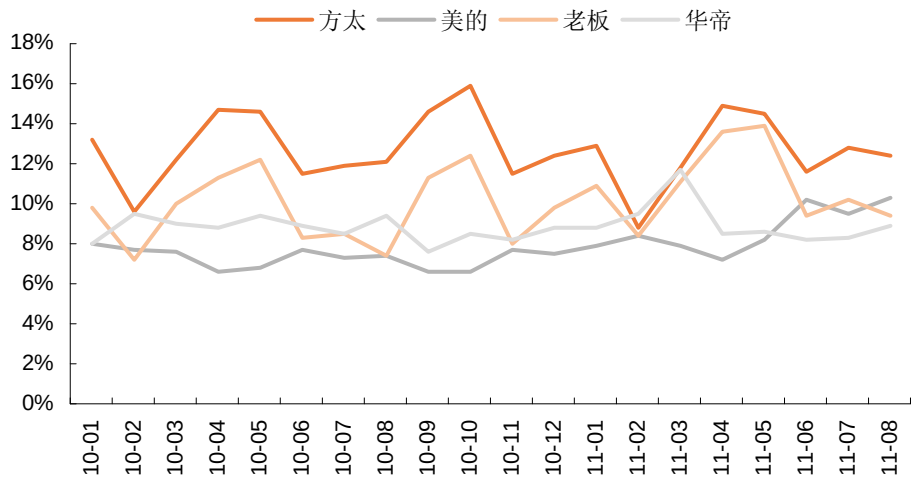
资料来源：中怡康

图表4 燃气灶市场份额



资料来源：中怡康

图表5 嵌入式消毒柜市场份额



资料来源：中怡康

三、盈利能力稳中有升

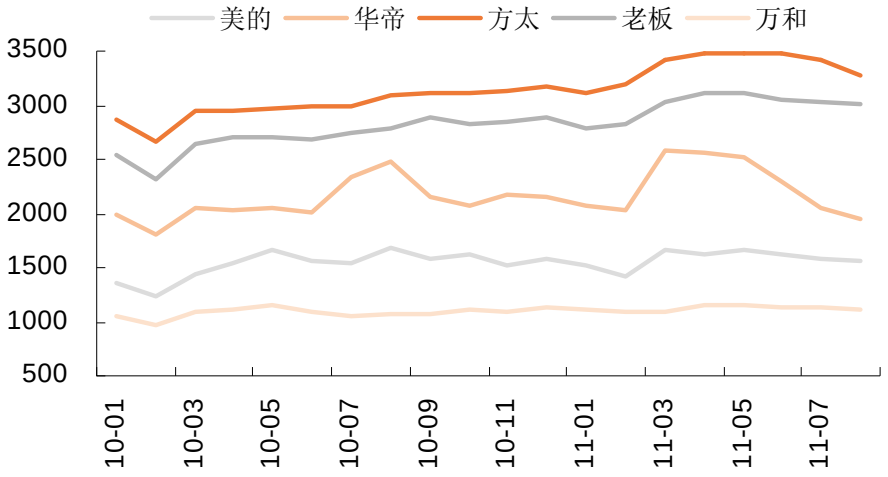
三季度公司的毛利率小幅上升，主要是公司推出新产品保证了均价的相对稳定，而主要原材料钢铁、铜的价格三季度出现了回落。

图表6 公司季度财务指标

	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q
毛利率	55.1%	54.9%	54.6%	54.1%	51.0%	52.0%	52.9%
销售费用率	34.8%	36.0%	33.6%	32.6%	32.0%	32.5%	31.2%
管理费用率	7.5%	5.5%	7.2%	8.9%	6.7%	5.5%	7.4%
净利率	10.2%	10.8%	11.5%	11.0%	10.5%	11.9%	12.1%

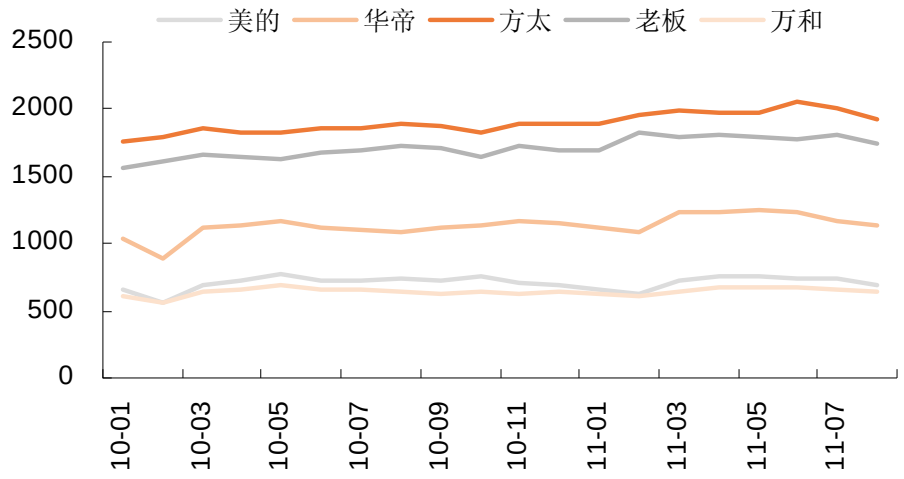
资料来源：公司公告

图表7 吸油烟机均价 单位：元



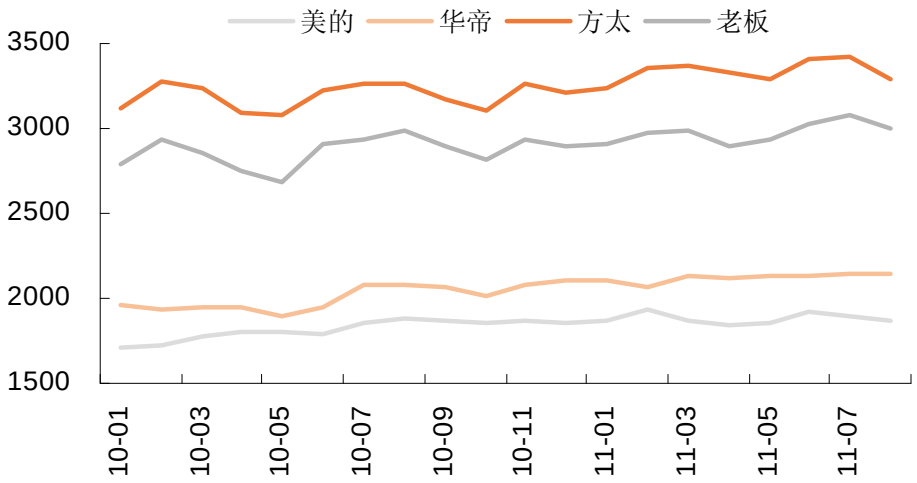
资料来源：中怡康

图表8 燃气灶均价 单位：元



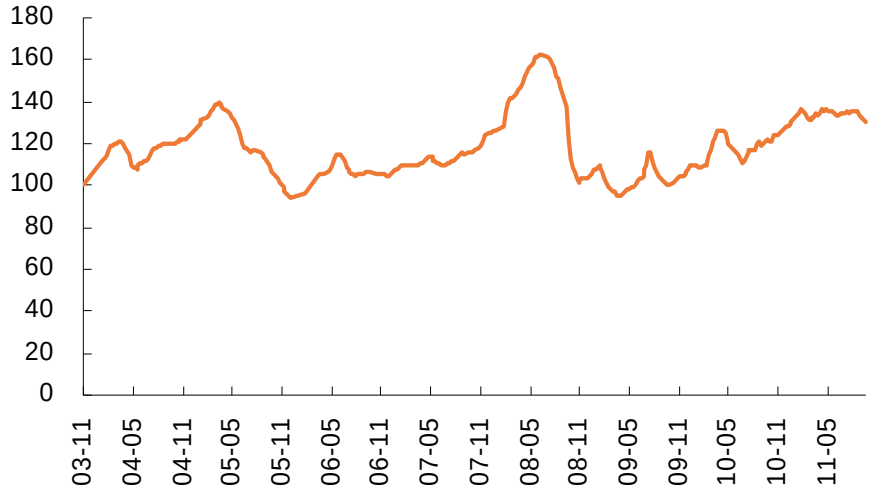
资料来源：中怡康

图表9 嵌入式消毒柜均价 单位：元



资料来源：中怡康

图表10 钢材价格综合指数



资料来源：中钢协

图表11 铜、铝现货价格 单位：元/吨

资料来源：华通市场

四、盈利预测与投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.67 元、0.87 元、1.08 元，对应前日收盘价 PE 为 23 倍、18 倍、14 倍，2012 年的估值水平已经具有一定吸引力。厨电产品市场空间较大，集中度低，公司在行业内已经树立良好的品牌形象，长期空间值得看好，我们对公司维持“推荐”评级。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	540	1547	1611	1829
现金	175	1075	992	1054
应收账款	92	86	113	142
其他应收款	3	3	5	6
预付账款	7	13	17	21
存货	195	246	328	412
其他流动资产	68	125	156	195
非流动资产	109	137	265	353
长期投资	0	0	0	0
固定资产	70	73	202	290
无形资产	36	37	60	60
其他非流动资产	2	28	2	2
资产总计	648	1684	1876	2182
流动负债	227	313	381	465
短期借款	0	0	0	0
应付账款	105	132	176	221
其他流动负债	121	181	205	244
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	227	313	381	465
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	160	256	256
资本公积	203	1065	969	969
留存收益	99	146	269	492
归属母公司股东权	422	1371	1495	1717
负债和股东权益	648	1684	1876	2182

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	127	116	99	157
净利润	82	134	172	222
折旧摊销	9	10	17	32
财务费用	-1	-3	-10	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	34	-23	-74	-73
其他经营现金流	3	-2	-5	0
投资活动现金流	-15	-37	-144	-120
资本支出	15	38	120	120
长期投资	0	0	-0	0
其他投资现金流	0	1	-24	0
筹资活动现金流	0	820	-38	24
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	96	0
资本公积增加	0	863	-96	0
其他筹资现金流	0	-83	-38	24
现金净增加额	111	899	-83	62

利润表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	934	1232	1543	1931
营业成本	420	559	746	936
营业税金及附加	11	12	16	20
营业费用	346	421	486	606
管理费用	64	90	111	137
财务费用	-1	-3	-10	-24
资产减值损失	0	-0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	94	152	193	256
营业外收入	1	4	9	6
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	94	156	202	261
所得税	12	22	30	39
净利润	82	134	172	222
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	134	172	222
EBITDA	102	159	201	264
EPS（元）	0.32	0.52	0.67	0.87

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	7.8%	31.8%	25.3%	25.1%
营业利润	52.8%	61.9%	26.8%	32.3%
归属于母公司净利润	51.1%	64.2%	27.8%	29.5%
获利能力				
毛利率(%)	55.1%	54.6%	51.6%	51.5%
净利率(%)	8.8%	10.9%	11.1%	11.5%
ROE(%)	19.4%	9.8%	11.5%	12.9%
ROIC(%)	33.1%	43.6%	31.2%	29.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	34.9%	18.6%	20.3%	21.3%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.38	4.94	4.23	3.93
速动比率	1.52	4.15	3.36	3.05
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.06	0.87	0.95
应收账款周转率	10	14	15	15
应付账款周转率	4.90	4.71	4.84	4.71
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.52	0.67	0.87
每股经营现金流(最新摊	0.49	0.45	0.39	0.61
每股净资产(最新摊薄)	1.65	5.36	5.84	6.71
估值比率				
P/E	48.30	29.42	23.03	17.79
P/B	9.37	2.88	2.64	2.30
EV/EBITDA	28	18	14	11

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

回　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257