

营收下滑态势有所改善

增持

——老板电器（002508）2011年三季报点评——

事件:

- 老板电器（002508）公布了2011年3季报，报告期内公司实现营业收入10.67亿元，同比增长23.2%，营业利润1.39亿元，同比增长28.9%，归属于母公司所有者净利润1.23亿元，同比增长31.1%，EPS0.48元，其中第三季度实现营业收入3.55亿元，同比增长23.4%，净利润4287.8万元，同比增长30.2%。略高于预期。

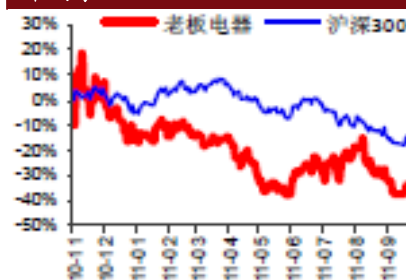
点评:

- **营业收入下滑态势有所改善，毛利率水平高于行业平均水平** 报告期内公司实现营业收入3.55亿，同比增长23.43%，增速较二季度回升4.16%，下滑态势有所改善。前三季度公司共实现营业收入10.67亿元，同比增长23.22%。三季度，公司实现毛利率为52.81%，环比提高0.94%，但同比下降1.67%。公司毛利率水平高于行业平均水平。由于公司毛利率环比提高，三季度，公司营业利润率环比提升1.35%，同比提升1.09%。净利润率环比提升0.21%，同比提高0.62%。
- **销售费用率有所下降** 2011Q3，公司发生销售费用1.11亿元，同比增长14.53%；销售费用率为31.18%，环比下降1.33%，同比下降2.42%。三季度公司销售费用预提充分，销售预提导致的暂时性差异导致公司递延所得税资产同比增加530%。
- **顺应渠道变迁，KA与非KA两手抓** 公司进一步加大渠道拓展与结构调整力度，进一步提升KA进店率，加大专卖店开店速度。公司迅速开设专卖店的能力较强，主要源于公司代销模式使经销商风险很低，及家族式企业的执行力。目前公司专卖店成活率已达到90%。公司进一步加大渠道结构调整，努力开拓如工程、专卖店、网络及电视购物等新兴渠道。公司新兴渠道占比提升，住房精装修和电子商务也将是公司重点拓展的新型渠道。预计未来3年公司精装修渠道的销售比例将由目前的4%提高至15%。公司销售收入的95%为代销。在这种模式下，公司承担了较大的存货与资金压力，但同时也赋予了公司快速扩张的可能性，公司的终端渠道结构中，大约50%是KA，地方家电商场百货及专卖店分别占15%左右，工程精装修4%。公司计划到2013至少与其中10家企业建立战略合作关系。前公司在一级二级市场的渠道覆盖率约80%，销售收入贡献率约为65%；三四级市场的渠道覆盖率约55%，销售收入贡献率约为35%。随着我国城镇化程度的不断提高，三四级市场消费者的购买力日益增强。在未来三到五年内，公司一级二级市场渠道覆盖率预期可提升至90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至80%，渠道覆盖率的提升将为公司产品销售规模带来较大的增长空间。渠道覆盖率的提升将有效拉动公司的销售增长。

分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

市场表现

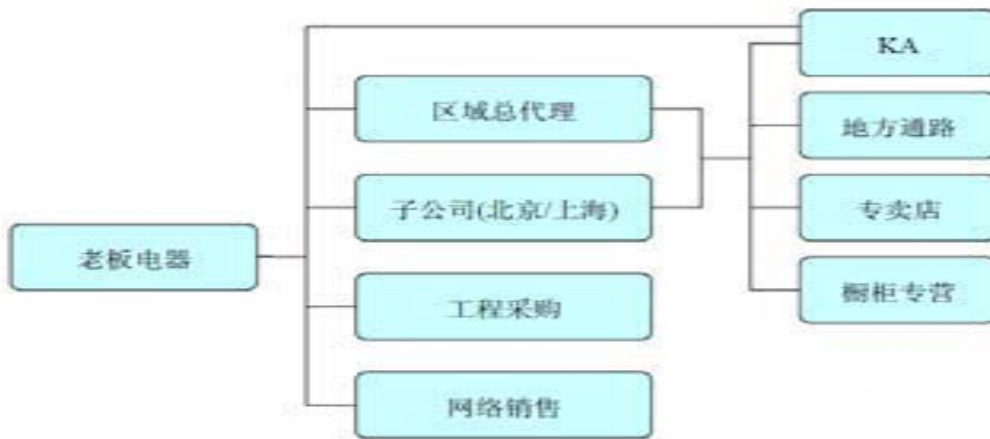


资料来源: 西南证券研发中心

基本数据

总股本(百万股)	256
流通股本(百万股)	64
流通股比例(%)	25
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	10
大股东	杭州老板实业集团有限公司
持股比例	67.17%

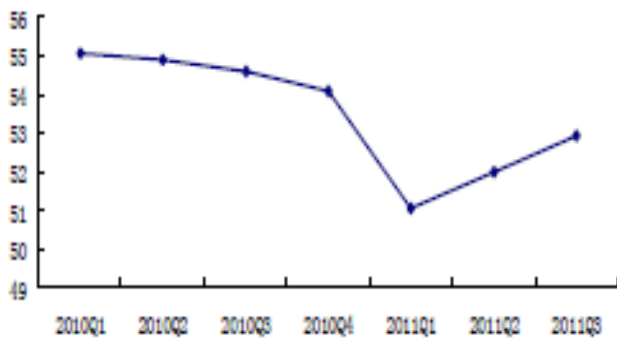
图 1: 公司渠道结构图



数据来源: 公司招股说明书

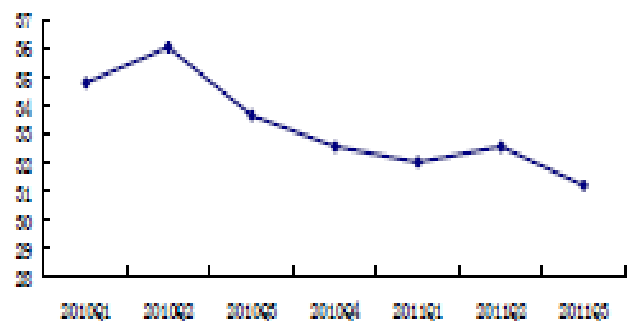
- **成本控制能力强** 受厨房电器产品特点决定, 原材料在公司营业成本中所占比重相对较大, 原材料成本占公司营业成本的 85%以上。其中产品外壳、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成、厨用锅架等产品零部件大量使用冷轧板、不锈钢板、铜、铝为主要原材料。采购价格相比比较稳定, 公司努力通过扩大规模、技术改进等手段降低成本变化带来的压力。

图 2: 毛利率变化



数据来源: 公司年报

图 3: 销售费用率变化



数据来源: 公司年报

- **风险提示** 原材料价格波动风险; 由于激烈的行业竞争所致, 市场份额下降的风险。
- **盈利预测** 预计公司 2011 年、2012 年、2013 年归属于母公司净利润为 1.77 亿元、2.07 亿元、2.54 亿元, 对应每股收益为 0.69 元、0.80 元、0.99 元。考虑公司未来的业绩增速预期以及行业状况, 我们认为按 2011 年 21 倍 PE 较为合理, 目前股价对应 15 × 28PE, 估值略偏高, 给予公司“增持”评级。

利润预测表

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1232	1579	2021	2563
营业成本	548	764	1014	1298
营业税金及附加	14	17	21	25
销售费用	443	529	635	798
管理费用	74	99	121	145
财务费用	1	1	1	1
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	153	201	239	298
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	155	204	242	301
所得税	20	27	35	47
净利润	135	177	207	254
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	177	207	254
EPS (元)	0.52	0.69	0.80	0.99

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>