

老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

“名气”子品牌从培育期步入成长期

事件

老板电器于 2011 年 12 月 24 日发布公告: 公司拟设立全资子公司杭州名气电器有限公司, 从事厨房电器生产, 销售, 经营范围包括吸油烟机、燃气具、消毒碗柜等。注册资金 5000 万元, 资金来自老板电器上市首发超募资金。

评论

“名气”品牌填补公司在厨房电器中低端细分市场上的空白, 使目标消费人群的覆盖面更广。“名气”品牌公司从 09 年已策划在做, 2010 年开店布局开始, 现在已经有 700 多家门店。老板电器产品定位高端, 油烟机均价 3000 元, 更适合一二级市场。虽然三四级市场也有较强的高端消费需求, 但消费结构中, 中低端产品占比更大, 因此三四级市场需求日益旺盛为中低端品牌提供了广阔的市场。如将老板品牌的产品结构向中低端延伸对其高端品牌形象有一定负面影响, 因此价格带在 1000-3000 元之间 (以油烟机为例) 的子品牌名气更能有效开拓中低端市场。两个品牌定位互补 (图表 1)。

“名气”即有品牌、产品、管理基础, 又与“老板”分立操作, 因此名气可贡献公司收入外延式增长。作为中高端品牌的子品牌, 名气品牌更易被消费者认可; 依托老板电器的制造技术, 产品质量有保证同时设计也十分美观 (图表 2)。同时, 在成立子公司前, 名气在内部管理和渠道上就已与老板电器分开的: 1) 2010 年年底已经能够全部和老板错开产品线; 2) 名气的经销商和老板品牌的经销商完全分开; 3) 名气的销售渠道以专卖店和地方性卖场的柜台为主。因此名气可贡献公司收入外延式增长, 2010 年名气收入约 1700 万元, 今年可达近 4000 万元, 预计明年收入可再翻一番。而且名气品牌的毛利率和净利率水平并不低, 可以实现公司平均利润水平。

公司管理层积极进取, 多渠道+多品牌可使公司未来两年保持约 30% 的净利润增长。公司上市提出“三年再造一个老板”的目标, 并有清晰的实现路线——渠道多元化、发展多品牌。目前我们看到公司在按照既定目标和路线有条不紊的执行。渠道多元化: 致力于提升非大连锁渠道收入占比, 今年收入翻番、占全部收入约 8% 的精装修工程是一大亮点, 预计明年可保持此高增速; 多品牌: 已有老板+名气, 本次名气电器有限公司的成立标志着多品牌已从培育阶段进入成长阶段, 长期不排除再做一个更高端品牌。随着经销商规模的增长和产品面向消费群的扩大, 未来可保持较高的业绩增速。

投资建议

盈利预测: 预计公司 2011-2013 年收入为 15.3、19.0、23.4 亿元, 增速为 24.2%、24.4%、23.2%; 净利润 1.75、2.30、3.03 亿元, 净利润增速 30.5%、31.0%、31.9%; EPS 为 0.685、0.897、1.183 元。

投资建议: 厨房电器行业成长空间大, 消费升级趋势有利于具有品牌溢价的企业市场份额提高。老板电器专注厨电, 技术和工业设计领先, 定位高端且营销得当、具备品牌溢价, 管理层积极进取, 对区域总代完成股权激励, 发展战略是多渠道渗透+高中低多品牌运作。我们认为公司有持续提高市场份额。公司目前股价为 15.46 元, 对应 11、12 年 PE 为 22.4、17.1 倍, 估值高于华帝 (12.7x11PE) 和万和 (15.7x11PE) 的主要原因是公司经营稳健且增长明确。考虑到公司未来两年净利润增速还能保持 30% 水平, 12 个月合理估值 23-25x12PE, 即 20.63-22.43 元, 距离现价有 34-45% 空间, 给予“买入”评级。

风险提示: 1) 房地产持续调控对厨房电器需求的短期影响; 2) 经济不景气下, 发展新经销商速度放慢。

图表1: 老板和名气双品牌互补

	产品定位	市场定位	品牌形象
老板电器	高端（烟机零售均价 3000 元）	主要在一二级市场	专注高端，“精湛科技 轻松烹饪”的理念
名气电器	中低端（烟机零售价格在 1000-3000 元之间）	三四级市场	务实品牌，经久耐用的高性价比厨房电器

来源：公司资料，国金证券研究所

图表2: 名气产品性价比高，实用且不失美观



来源：公司网站，国金证券研究所

图表2: 三张表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	866	934	1,232	1,530	1,902	2,344	货币资金	64	175	1,075	1,222	1,377	1,603
增长率		7.8%	31.8%	24.2%	24.4%	23.2%	应收款项	138	162	214	276	361	443
主营业务成本	-413	-420	-559	-737	-932	-1,166	存货	189	195	246	301	366	443
%销售收入	47.6%	44.9%	45.4%	48.2%	49.0%	49.7%	其他流动资产	3	7	13	18	22	26
毛利	454	514	672	793	971	1,178	流动资产	394	540	1,547	1,818	2,126	2,515
%销售收入	52.4%	55.1%	54.6%	51.8%	51.0%	50.3%	%总资产	79.6%	83.2%	91.8%	92.2%	93.0%	93.6%
营业税金及附加	-6	-11	-12	-15	-19	-23	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	74	70	99	113	119	128
营业费用	-331	-340	-421	-474	-561	-656	%总资产	15.0%	10.8%	5.9%	5.7%	5.2%	4.8%
%销售收入	38.2%	36.4%	34.2%	31.0%	29.5%	28.0%	无形资产	23	36	37	38	40	42
管理费用	-58	-70	-90	-109	-127	-152	非流动资产	101	109	137	154	161	172
%销售收入	6.7%	7.5%	7.3%	7.1%	6.7%	6.5%	%总资产	20.4%	16.8%	8.2%	7.8%	7.0%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	58	93	149	195	263	346	资产总计	495	648	1,684	1,972	2,287	2,687
%销售收入	6.7%	10.0%	12.1%	12.7%	13.8%	14.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-1	1	3	3	3	3	应付款项	135	208	289	375	480	595
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	20	19	25	83	94	108
资产减值损失	-1	0	0	2	-4	-3	流动负债	155	227	313	459	574	704
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	6	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	155	227	313	459	574	705
营业利润	62	94	152	199	262	346	普通股股东权益	340	422	1,371	1,513	1,713	1,982
营业利润率	7.1%	10.1%	12.4%	13.0%	13.8%	14.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	0	4	7	9	10	负债股东权益合计	495	648	1,684	1,972	2,287	2,687
税前利润	65	94	156	206	270	356							
利润率	7.5%	10.1%	12.7%	13.5%	14.2%	15.2%							
所得税	-10	-12	-22	-31	-41	-53							
所得税率	16.1%	13.1%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	54	82	134	175	230	303							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	54	82	134	175	230	303							
净利率	6.3%	8.8%	10.9%	11.5%	12.1%	12.9%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	54	82	134	175	230	303
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	9	9	16	25	26
非经营收益	-5	1	1	-7	-9	-10
营运资金变动	-54	34	-23	-8	-42	-37
经营活动现金净流	7	127	121	176	204	282
资本开支	-7	-15	-37	-28	-20	-24
投资	4	0	0	-1	0	0
其他	-74	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-77	-15	-37	-29	-20	-24
股权募资	145	0	908	0	3	0
债权募资	-25	0	0	0	0	1
其他	-1	0	-88	0	-33	-33
筹资活动现金净流	119	0	820	0	-30	-32
现金净流量	48	111	904	148	155	226

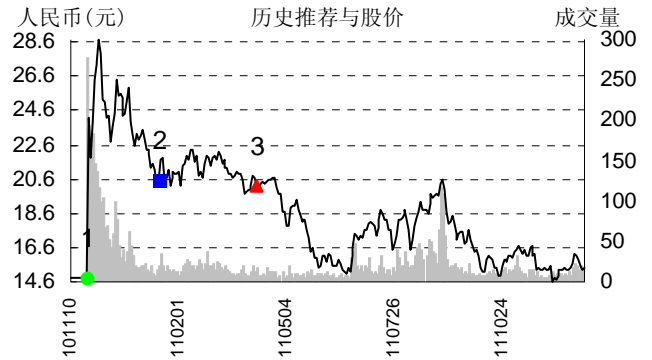
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.451	0.682	0.840	0.685	0.897	1.183
每股净资产	2.834	3.516	8.569	5.910	6.690	7.743
每股经营现金净流	0.056	1.056	0.725	0.689	0.799	1.101
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.93%	19.40%	9.80%	11.59%	13.41%	15.28%
总资产收益率	10.94%	12.62%	7.98%	8.89%	10.04%	11.27%
投入资本收益率	14.33%	19.22%	9.35%	10.94%	13.06%	14.84%
增长率						
主营业务收入增长率	17.34%	7.81%	31.84%	24.19%	24.37%	23.21%
EBIT增长率	-29.87%	60.76%	59.70%	30.59%	35.17%	31.60%
净利润增长率	-10.09%	51.08%	64.17%	30.50%	30.99%	31.92%
总资产增长率	20.79%	31.01%	159.76%	17.06%	15.98%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.6	35.9	27.7	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	164.9	167.0	143.9	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	62.9	74.5	77.5	88.0	89.0	89.0
固定资产周转天数	31.4	27.3	21.6	26.6	22.6	19.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.84%	-41.56%	-78.39%	-80.78%	-80.42%	-80.81%
EBIT利息保障倍数	77.7	-88.8	-47.4	-76.3	-90.6	-107.0
资产负债率	31.30%	34.94%	18.60%	23.26%	25.11%	26.22%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-22	减持	14.85	N/A
2	2011-01-17	持有	20.60	27.20 ~ 32.60
3	2011-04-11	买入	20.26	39.10 ~ 43.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B