

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

业绩快报超预期 6%，4Q 收入增速逆势提升

事件

老板电器 2012 年 1 月 17 日发布业绩快报: 2011 年经公司内部审计的收入为 15.34 亿元, 同比增长 24.55%; 归属于母公司股东净利润 1.87 亿元, 同比增 39.4%。

评论

业绩超预期 7%，来自于 4Q 收入增长逆势提速和利息收入确认:

1) 公司分季度收入增速下半年同比、环比都呈提升趋势 (图表 1)，4Q 收入增速高达 27.7%，这在厨电行业整体增长并不景气 (图表 2) 的情况下，彰显公司竞争力和收入份额的提升。

2) 4Q 营业利润 7064 万元，增速高达 58%、高于收入增速，经向公司了解主要是确认了一千多万利息收入，剔除该因素后营业利润增速与收入增速相当，说明公司毛利率和其他费用率都稳定。

2012 年尽管行业难转景气，但公司有确定性较强的超越行业的增长途径:

1) 厨卫电器由于目前国内需求主要来自于城市市场，而且无论新增还是更新消费都与住宅装修的相关度高，因此 2012 年行业难转景气，唯一的期待就是 2011 年新建 1000 万套保障房能够及时竣工提供需求增量。不过公司凭借多元的销售结构，继续逆势保持较快增长的确定性较强：2011 年公司的销售结构是 KA 渠道 45%、专卖店体系 10-15%、工程精装修 8-9%、网络销售 5-6%、其他为橱柜品牌合作、百货通路等其他渠道；2012 年预计 KA 渠道中公司凭借份额的进一步提升获得 10% 增长，专卖店体系通过加快开店继续渠道渗透 (2011 年底专卖店约 1200 家，2012 年计划增加 300-400 家) 获得 20-30% 增长，工程精装修订单凭借精装房占比提升的发展契机还可翻番式增长，网络销售也还可翻番式增长。这样算来，其他渠道只要保持稳定增长，再加上“名气”子品牌的发展，公司 2012 年收入增速就能达到 25% 水平。

2) 政府补贴也为 2012 年业绩增加保障: 1 月 13 日公司公告收到余杭区下发的上市成功奖励资金 608 万元，相当于 2011 年净利润的 3%。

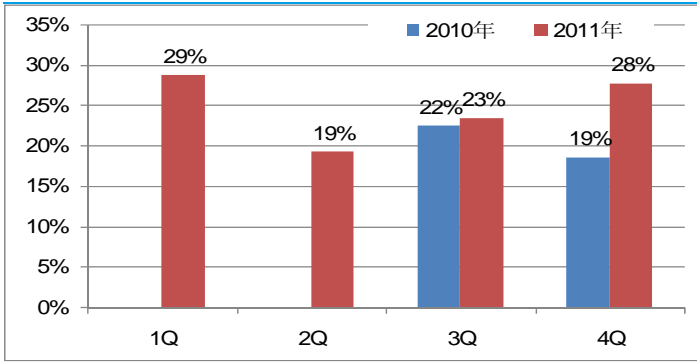
上调 2011-2013 年盈利预测 4-6%: 主要基于本次业绩快报的超预期和上述 2012 年增长的确定性上调，预计公司 2011-2013 年收入为 15.3、19.1、23.6 亿元，增速为 24.5%、24.6%、23.2%；净利润 1.87、2.44、3.15 亿元，净利润增速 39.4%、30.1%、29.3%；EPS 为 0.732、0.952、1.231 元。

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。我们认为公司有能力持续提高市场份额。公司目前股价为 16.25 元，对应 11、12 年 PE 为 22.2、17.1 倍，估值高于华帝 (11x11PE) 和万和 (14x11PE) 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% 水平和近期中小盘估值溢价回落，6-12 个月合理估值 20-22x12PE，即 19-21 元，维持“买入”评级。

风险提示: 短期不排除市场不分良莠杀中小盘股票估值的风险。

图1: 公司分季度收入增速下半年同比环比都有提升



来源: 公司数据, 华通人, 国金证券研究所

图2: 统计局烟消灶产量同比增速呈下降趋势

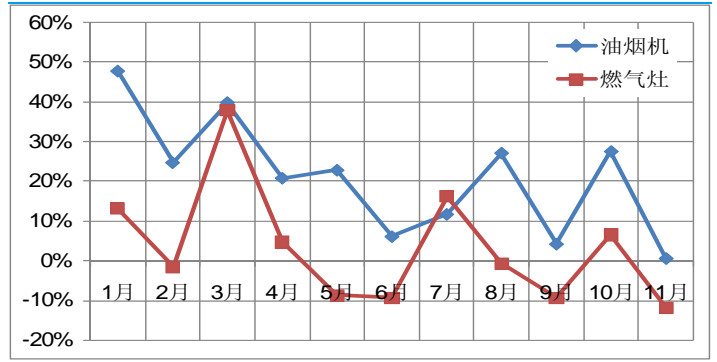


图3: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	866	934	1,232	1,534	1,911	2,355
增长率		7.8%	31.8%	24.5%	24.6%	23.2%
主营业务成本	-413	-420	-559	-739	-936	-1,171
% 销售收入	47.6%	44.9%	45.4%	48.2%	49.0%	49.7%
毛利	454	514	672	795	975	1,184
% 销售收入	52.4%	55.1%	54.6%	51.8%	51.0%	50.3%
营业税金及附加	-6	-11	-12	-15	-19	-24
% 销售收入	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-331	-340	-421	-476	-564	-659
% 销售收入	38.2%	36.4%	34.2%	31.0%	29.5%	28.0%
管理费用	-58	-70	-90	-109	-128	-153
% 销售收入	6.7%	7.5%	7.3%	7.1%	6.7%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	58	93	149	195	264	348
% 销售收入	6.7%	10.0%	12.1%	12.7%	13.8%	14.8%
财务费用	-1	1	3	12	14	16
% 销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-1	0	0	2	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	0	0
% 税前利润	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	94	152	210	274	361
营业利润率	7.1%	10.1%	12.4%	13.7%	14.3%	15.3%
营业外收支	3	0	4	8	11	10
税前利润	65	94	156	218	285	371
利润率	7.5%	10.1%	12.7%	14.2%	14.9%	15.7%
所得税	-10	-12	-22	-30	-41	-56
所得税率	16.1%	13.1%	14.0%	13.9%	14.5%	15.0%
净利润	54	82	134	187	244	315
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	187	244	315
净利率	6.3%	8.8%	10.9%	12.2%	12.8%	13.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	54	82	134	187	244	315
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	-8	-11	-10
营运资金变动	-54	34	-23	-9	-42	-37
经营活动现金净流	7	127	121	187	216	294
资本开支	-7	-15	-37	-27	-17	-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	-28	-17	-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	-33	-33	-33
筹资活动现金净流	119	0	820	0	-30	-32
现金净流量	48	111	904	159	169	238

来源: 国金证券研究所

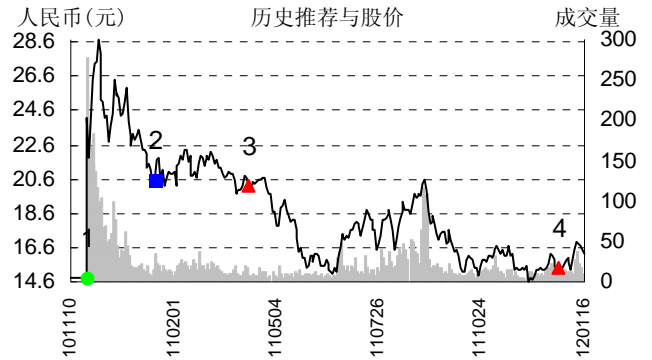
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	64	175	1,075	1,234	1,402	1,640
应收款项	138	162	214	277	362	445
存货	189	195	246	302	368	445
其他流动资产	3	7	13	18	22	27
流动资产	394	540	1,547	1,831	2,154	2,556
% 总资产	79.6%	83.2%	91.8%	92.3%	93.0%	93.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	74	70	99	113	119	128
% 总资产	15.0%	10.8%	5.9%	5.7%	5.1%	4.7%
无形资产	23	36	37	38	40	42
非流动资产	101	109	137	154	161	172
% 总资产	20.4%	16.8%	8.2%	7.7%	7.0%	6.3%
资产总计	495	648	1,684	1,985	2,315	2,728
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	135	208	289	377	483	598
其他流动负债	20	19	25	83	94	108
流动负债	155	227	313	460	577	707
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	155	227	313	460	577	708
普通股股东权益	340	422	1,371	1,525	1,739	2,020
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	495	648	1,684	1,985	2,315	2,728

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.451	0.682	0.840	0.732	0.952	1.231
每股净资产	2.834	3.516	8.569	5.957	6.792	7.892
每股经营现金净流	0.056	1.056	0.725	0.730	0.842	1.148
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%	12.28%	14.01%	15.59%
总资产收益率	10.94%	12.62%	7.98%	9.43%	10.52%	11.55%
投入资本收益率	14.33%	19.22%	9.35%	11.02%	12.99%	14.62%
增长率						
主营业务收入增长率	17.34%	7.81%	31.84%	24.55%	24.58%	23.21%
EBIT增长率	-29.87%	60.76%	59.70%	30.96%	35.34%	31.61%
净利润增长率	-10.09%	51.08%	64.17%	39.40%	30.11%	29.31%
总资产增长率	20.79%	31.01%	159.76%	17.84%	16.64%	17.83%
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	22.5	19.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.84%	-41.56%	-78.39%	-80.90%	-80.66%	-81.11%
EBIT利息保障倍数	77.7	-88.8	-47.4	-15.8	-18.6	-21.6
资产负债率	31.30%	34.94%	18.60%	23.17%	24.90%	25.94%

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	24.40 ~ 27.20
4	2011-12-25	买入	15.46	20.63 ~ 22.43

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