

“内外兼修”助力公司净利润增长超预期

——老板电器（002508）

2012年1月17日

推荐/维持

老板电器

事件点评

王玉泉	TMT 行业分析师	执业证书编号: S1480510120008
联系人: 李常	家用电器行业分析师	lichang@dxzq.net.cn 010-66507315

事件:

公司发布 2011 年业绩预告, 营业收入同比增长 24.55%, 归属于上市公司股东净利润同比增长 39.40%。

观点:

1. 外延式发展: 多元化渠道建设使公司营业收入同比增长达到 20%以上

公司 2011 年在整个家电市场疲软的情况下, 继续加大渠道多元化建设。KA 卖场和专卖店的销售增长保证了公司的业绩平稳, 工程精装修、网络渠道、子品牌名气的销量翻番对于公司的业绩同比提升贡献较大。工程精装修方面, 从长期来看住宅精装修将是发展趋势, 公司的行业领先地位有利于抢占更多市场份额; 网络渠道方面, 公司除了自建官网, 还入驻了国美库巴、淘宝商城、京东网等主要电商渠道; 子品牌“名气”属于公司的中端品牌, 非常契合未来的保障房市场和三四线城市。随着中国城镇化进程的逐步推进, 人均收入水平逐步提高, 三四线城市对厨卫产品的需求日益旺盛, 公司设立杭州名气电器有限公司后, 可以就“名气”品牌进行更有效的市场推广和渠道建设, 投入更多的资源加速“名气”子品牌的成长。

表 1: 公司各销售渠道分析

销售渠道	销售占比	2011 年增速预计	说明
KA 卖场	45%	10%	KA 进店 2000 多个, 进店率 80%
专卖店	18%	30%	计划年底达到 1200 家, 单店销售 40~50 万
精装修	8%	100%	签约恒大地产、雅居乐等大型地产商
网络	7%	100%	目前有自建官网、国美库巴、淘宝、京东等
子品牌名气	2%	100%	属于中端品牌
传统渠道	20%	8%	占比逐步减少

资料来源: 东兴证券

2. 内涵式提升: 净利润增速远超收入增速

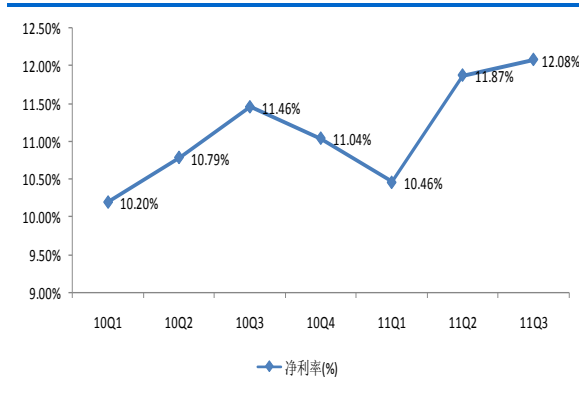
根据公司的业绩预告, 归属于上市公司的净利润增速远超收入增速, 主要原因为规模效益逐步显现以及对费用有效控制。

规模方面, 公司的 IPO 募投项目进展迅速, 年增 15 万台油烟机的募投项目已经投产。公司还在 2010-2011 年期间利用自有资金投入燃气灶装配线技改项目, 形成年新增 20 万台燃气灶产能。吸油烟机、灶具和消毒柜产能将分别达到 55 万台、55 万台和 8.5 万台。

费用方面, 参照公司已经披露的 2011 年三季报, 公司的财务费用率、销售费用率均同比下降, 其中财务费

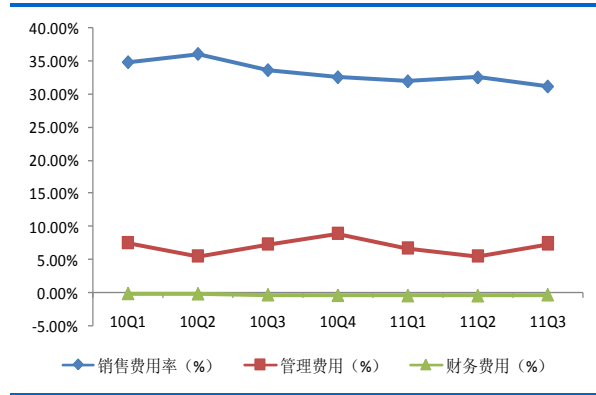
用同比减少主要原因为银行存款利息收入所致，销售费用率的同比下降主要原因为公司加大了 KA 卖场之外的销售渠道拓展，专卖店、精装修、网络渠道的销售费用率要低于 KA 卖场。管理费用略有提升，综合来看今年第三季度的三项费用率为 38.23%，同比去年的 40.54%有所下降。在 2011 年四季度公司对费用的控制延续了第三季度的态势。

图 1：公司三季度净利率同比、环比均提升



资料来源：东兴证券

图 2：公司三季度费用率下降



资料来源：东兴证券

3. 公司仍有大量超募资金可用

公司在 2010 年底通过公开发行，募集资金人民币 96,000 万元，扣除发行费用 5,733 万元，实际募集资金 90,267 万元。根据公司于 2010 年 11 月 8 日披露的《首次公开发行股票招股说明书》，本次发行募集资金将用于公司以下三个项目：年新增 15 万台吸油烟机技改项目，年产 100 万台厨房电器生产建设项目，研发中心建设项目，三个项目共需要投资人民币 51,890 万元。扣除前述募集资金项目资金需求后，公司超募资金净额为人民币 38,377 万元。

公司所在的厨卫电器领域市场集中度很低，设立子品牌差异化运作和收购新品牌都是扩大市场份额的有效方法，这一过程也在白电领域有所体现。此次设立杭州名气电器有限公司是首次使用超募资金，且只使用了 5000 万元，尚有 33,377 万元超募资金可用。我们预计公司未来仍将有类似的举措来开拓市场。

结论：

公司将在大力投资发展吸油烟机、燃气灶、消毒柜三大产品体系的基础上，通过适度的外部资源整合，凭借强力的多元化渠道分销能力和成本控制能力，立足一二级市场，辐射三四级市场，适度进入海外市场。预计公司 2011 年、2012 年 eps 为 0.72 元、0.88 元，对应 PE 为 22.5 倍、18.5 倍。1 月 16 日公司股价 16.25 元，我们认为 2012 年 23 倍 PE 较为合理，六个月目标价 20 元，维持“推荐”评级。

风险提示：

房地产调控对公司的业绩影响存在一定不确定性。

表 1：盈利预测和评级

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	934.17	1231.60	1529.37	1885.35	2320.72
(+/-)%	7.81	31.84	24.18	23.28	23.09
净利润（百万元）	81.83	134.34	184.88	224.89	275.51
(+/-)%	51.08	64.17	37.62	21.64	22.51
每股收益(元)	0.68	1.09	0.72	0.88	1.08
PE	23.90	14.91	22.50	18.50	15.10

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

李常

清华大学工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事家用电器行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。