跑赢大市 ——维持

老板电器（002508.SZ） 证券研究报告/公司研究/公司调研

日期：2012 年 3 月 19 日

行业：电器机械及器材制造业

渠道优势效果明显 多品牌战略初见雏形

邓永康

021-53519888-1919

ykdeng@126.com

执业证书编号：S0870510120004

基本数据（Y11）

报告日股价（元）	18.63
12mth A 股价格区间（元）	14.35/21.06
总股本（百万股）	256.00
无限售 A 股/总股本	36.25%
流通市值（百万元）	1,728.86
每股净资产（元）	5.90
PBR（X）	3.16
DPS（Y11，元）	0.20

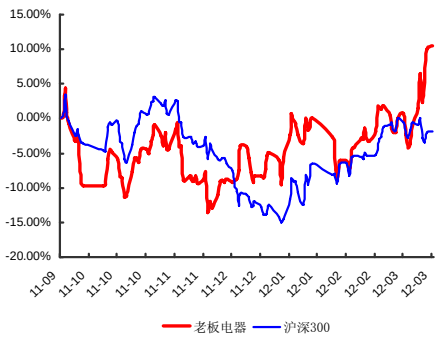
主要股东（Y11）

杭州老板实业集团有限公司	50.38%
美好资本投资有限公司	5.30%
杭州联和投资有限公司	5.00%

收入结构（Y11）

油烟机	59.96%
燃气灶	31.70%
消毒柜	10.86%
小家电	5.97%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: DYK12-CI02

首次报告日期：2011 年 2 月 28 日

■ 报告背景：

我们近期参加老板电器（002508）的 2011 年度业绩说明会，并对公司的销售情况和渠道建设进行了跟踪研究。

■ 主要观点：

净利润保持高速增长

公司在 2011 年实现营业收入 15.34 亿元，同比增 24.54%；实现营业利润 2.10 亿元，同比增长 37.40%；实现净利润 1.87 亿元，同比增长 39.19%，实现每股收益 0.73 元。在行业景气度下滑的背景下，公司第四季度实现收入 4.67 亿元，同比增长 27.69%，明显高于行业的平均增速。

多元化渠道效果明显

由于房地产调控等因素，从 2011 年下半年开始，整个家电行业景气度持续下滑，但公司通过继续深化多元化渠道的建设，形成 KA、专卖店、工程精装修、地方通路和电子商务等多种销售渠道齐头并进的良好格局，效果显著。公司的精装修渠道在 2011 年实现收入 1.2 亿，其中向恒大地产销售 7,521.96 万元，占公司总销售收入的 4.90%。2012 年精装修渠道预期实现收入翻倍，其中全国性大的综合性地产商收入占比达到 50%。公司的网络和电视购物渠道在 2011 年实现收入 1.2 亿，2012 年预期收入增长 100%。专卖店渠道在 2011 年的收入增长超过 30%。截止到 2011 年底，公司共有专卖店 1,200 家，2012 年将增加到 1,500 家。

多品牌战略初见雏形

公司作为一家专业的厨房电器供应商，实施“专业化下的多品牌战略”，开拓全方位市场。公司主营的老板品牌主要是针对中高端市场。公司在 2009 年推出的大众化品牌“名气”在 2011 年销售增长 100%。2012 年 2 月，公司投资 4,080 万元与西班牙法格集团合资，引入“帝泽”品牌，进军豪华家电市场，目标客户是如绿城、滨江等装修标准在 6,000 元以上的全装修市场。从 2012 年起，公司将有针对不同细分市场和消费群体的帝泽、老板、名气三个品牌，多品牌战略初见雏形。

陕西地区渠道优势明显

2011 年，陕西一线厨电品牌市场同比增长 20%左右，老板电器的销售增长超过 40%，在行业处于绝对领先地位。依据中怡康的数据，老板品牌在陕西厨电市场占有率中，销售量和销售额均处在第一位。在西安市场，老板电器在 KA、橱柜、家装、专卖店、家电、百货/超市、个体、小区等多渠道结构均衡发展，稳步提升。其中 KA、专卖店和橱柜、市场的收入占比分别为 45%、25%和 10%。2012 年，老板西安销售公司将通过提升专卖店及个体经销商单店运营质量、加大 4S 店及大型厨房体验店的建设、通过百货及超市渠道开拓和运营带来的增长、进一步加强与橱柜合作、提升新兴电子商务渠道销售和大力开拓精装房市场等的拓展市场，深挖市场增长点。老板西安销售公司预期在 2012 年销售量和销售额增长均超过 30%，下一个五年计划在陕西市场销售达到 3.5 亿元。

■ 投资建议：

未来六个月内，跑赢大市

我们预计公司在 12、13 年的基本每股收益为 0.92 元、1.12 元，动态市盈率分别为 20.32 倍、16.64 倍。我们继续看好公司在厨电行业的竞争优势，维持公司的投资评级为：未来六个月内，跑赢大市。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1,231.60	1,533.89	1,970.98	2,547.40
年增长率（%）	31.84	24.54	28.50	29.25
归属于母公司的净利润	134.34	186.99	234.67	286.58
年增长率（%）	64.17	39.19	25.50	22.12
每股收益（元）	0.52	0.73	0.92	1.12
PER（X）	35.50	25.51	20.32	16.64

注：有关指标按最新总股本计算

表 1 公司财务指标

指标	2008A	2009A	2010A	2011A
销售毛利率(%)	52.36	55.06	54.60	52.48
销售净利率(%)	6.26	8.76	10.91	12.19
净资产收益率(全面摊薄)(%)	0.00	0.00	9.80	12.38
流动比率	2.54	2.38	4.94	3.99
速动比率	1.32	1.52	4.15	3.27
资产负债率(%)	31.30	34.94	18.60	21.33
存货周转率	2.21	2.19	2.54	2.71
应收账款周转率	9.98	10.44	13.89	14.33
总资产周转率	1.92	1.63	1.06	0.85
主营业务收入同比增长率(%)	17.34	7.81	31.84	24.54
净利润同比增长率(%)	-10.09	51.08	64.17	39.19
每股收益	0.21	0.32	0.52	0.73
每股经营性现金流量	0.06	1.06	0.73	0.53
每股未分配利润	0.12	0.73	0.76	0.94
每股资本公积金	1.69	1.69	6.66	3.79

数据来源： Wind，上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定　义
超强大市	**Superperform**	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	**Outperform**	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	**In-Line**	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	**Underperform**	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定　义
有吸引力	**Attractive**	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	**Neutral**	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	**Cautious**	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。