

强大的外延扩张能力保障公司持续稳定增长

2012年4月19日

强烈推荐/上调

老板电器

事件点评

——老板电器（002508）

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:

近日我们和老板电器管理层就公司当前经营情况和 2012 年经营目标进行交流。

观点:

1. 强大的分销能力是公司销售收入稳定增长的保障

2011 年厨电行业受房地产调控影响较大，公司仍然实现了 25% 的高速增长，强大的分销能力是公司销售收入稳定增长的保障。网购、电视购物、精装修、名气子品牌的 100% 增长显示了公司的成功的外延扩张战略。我们认为这些扩张策略在 2012 年仍然能得到延续。

表 1: 公司各销售渠道分析

	KA 连锁	专卖店	网购、电视购物	精装修	名气	传统渠道（百货、橱柜）
11 年销售占比	40%	20%	8%	8%	2.6%	21.4%
11 年增速预期	10%	30%	125%	100%	100%	0
对整体增速贡献	4%	6%	10%	8%	2.6%	0
12 年销售占比	33.7%	19.9%	13.8%	12.3%	3.9%	16.4%

资料来源: 东兴证券

1) KA 连锁渠道: 一方面苏宁、国美等大型连锁渠道仍在保持一定的扩张速度, 另一方面公司也投入经营资源进一步提升市场份额, 努力拉大与第二名的差距;

2) 专卖店: 继续保持稳健的开店速度, 计划 2012 年在原有 1200 家店的基础上再开 300 家, 同时提升单店销售额;

3) 网购、电视购物: 电视购物目标客户定位精准, 非常契合家庭观众的消费需求, 仍能保持快速增长。网络购物方面在京东网和淘宝网两大电商巨头渠道均有不俗的销售成绩, 2012 年增速有望超过 100%。电视购物、网购渠道的费用率较传统渠道低, 毛利率高, 对公司净利率提升有显著帮助作用;

4) 精装修: 2011 年销售 1.2 亿, 其中恒大地产销售近 8000 万元。精装修有利于厨电的整套、大规模销售, 2012 年仍有望保持 100% 增长。

5) 名气: “名气”是公司的中低端品牌, 主要面向三四级市场。“名气”品牌已经过近三年的运作, 积累了开拓三四级市场的经验, 2012 年仍有望保持 100% 的增长。

2. 多品牌建设覆盖更多目标人群

单一品牌难以满足各类消费群体的诉求，多元化的品牌体系有利于覆盖不同的细分人群。从国内外家电企业的发展也不难看出，多品牌、多品类是必然的趋势，是企业规模化发展的重要支撑。公司之前主要聚焦于一二线市场，精准的市场地位也强化了公司的高端品牌效应。公司通过法格和名气两个子品牌实现了对顶级厨电和中低端市场的覆盖。

顶级厨电品牌的培育需要时间的积累和文化沉淀，公司选择外国成熟品牌合作可以快速地进入顶级厨电市场，利于收入规模的快速增长。

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。未来名气将通过进入更多渠道和涉及更多的产品品类实现高增长。

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》，募集资金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。预计公司 2012 年、2013 年 eps 为 0.92 元、1.17 元，对应 PE 为 19.32 倍、15.25 倍。基于公司的行业龙头地位和稳定的业绩增长，我们认为 12 个月内公司合理估值区间为 22X-25X12PE，即 20-23 元，距离现价有 12%-30% 空间，上调评级为强烈推荐。

风险提示：

新兴渠道增速低于预期。

表 2：盈利预测和评级

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1231.60	1533.89	1925.00	2452.67	3109.45
(+/-)%	31.84	24.54	25.50	27.41	26.78
净利润（百万元）	134.34	186.99	235.94	298.96	375.79
(+/-)%	64.17	39.19	26.18	26.71	25.70
每股收益(元)	1.09	0.73	0.92	1.17	1.47
PE	16.34	24.40	19.32	15.25	12.13

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。

东兴证券