

渠道、产品拉动业绩增长持续超越行业



事件

公司公布 2012 年一季报：2012 年一季度实现收入 35451 万元，同比增长 17.24%，营业利润 4379 万元，同比增长 19.82%，实现归属于母公司的净利润 4239.97，同比增长 34.04%，报告期实现基本每股收益 0.17 元。

投资要点

- **多渠道拓展 收入增速好于行业** 一季度实现收入 35451 万元，同比增长 17.24%，公司收入增速持续好于行业，主要归功于多渠道的拓展（包括精装修、网购、专卖店等）以及老板品牌力拉动下的份额提升。厨电行业集中度低，公司目前整体市场份额仍不足 4%，在多渠道拓展下份额提升空间仍大。2012 年公司能够依靠渠道拓展及品牌拉动力持续实现超越行业的成长。
- **毛利率稳中有升** 公司一季度毛利率 53.52%，同比提升 2.4 个百分点。由于公司此前开票方式的调整在 11 年基本完成，12 年毛利率的小幅回升也在我们的预期之中。未来在高毛利的网购渠道和低毛利的工程渠道均实现高速增长的情况下，对毛利率的影响基本对冲，考虑到行业消费升级的趋势，公司毛利率预计能够稳中略有提升。
- **政府补贴导致净利润增速大幅快于营业利润** 公司一季度净利润增速超过 34%，大幅快于营业利润，主要是由于一季度确认 600 万政府补贴，该补贴属于一次性的上市补贴，之后就不会对利润产生影响。

财务与估值

- 我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.95、1.16、1.38 元，预期公司在品牌及渠道的拉动下能够持续实现超行业的成长，维持公司增持评级，目标价 20.16 元。

风险提示

- 房地产调控风险；品牌拓展风险

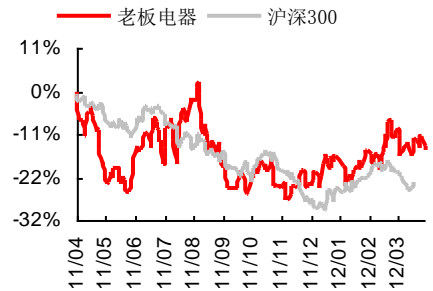
公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,232	1,534	1,926	2,315	2,733
同比增长	31.8%	24.5%	25.6%	20.2%	18.1%
营业利润 (百万元)	152	210	281	347	414
同比增长	61.9%	37.4%	34.0%	23.5%	19.4%
归属母公司净利润 (百万元)	134	187	244	296	354
同比增长	64.2%	39.2%	30.4%	21.6%	19.3%
每股收益 (元)	1.09	0.73	0.95	1.16	1.38
毛利率	54.6%	52.5%	53.4%	53.4%	53.4%
净利率	10.9%	12.2%	12.7%	12.8%	12.9%
净资产收益率	15.0%	13.0%	15.3%	16.5%	17.1%
市盈率 (倍)	15.7	23.4	18.0	14.8	12.4
市净率 (倍)	2.0	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 04 月 24 日)	17.20 元
目标价格	20.16 元
52 周最高价/最低价	33.50/14.60 元
总股本/A 股 (万股)	25600/9280
A 股市值 (百万元)	4403
国家/地区	中国
行业	家电
报告发布日期	2012 年 04 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.2	-3.3	2.0	-48.7
相对表现 (%)	-3.0	2.4	-8.4	-25.4
沪深 300 (%)	2.9	-5.6	10.4	-23.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **郭洋**
021-63325888*6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120033

联系人 **唐思宇**
021-63325888*6082
tangsiyu@orientsec.com.cn

相关报告
老板电器动态跟踪 —— 业绩符合预期 2012-01-17
利润增速快于收入：

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
吸油烟机					
销售收入 (百万元)	666.20	835.31	1,062.40	1,274.00	1,518.00
增长率	31.07%	25.38%	27.19%	19.92%	19.15%
毛利率	53.71%	52.53%	53.50%	53.50%	53.50%
燃气灶					
销售收入 (百万元)	368.50	441.66	540.00	654.50	764.40
增长率	32.66%	19.85%	22.27%	21.20%	16.79%
毛利率	57.26%	54.19%	56.00%	56.00%	56.00%
消毒柜					
销售收入 (百万元)	115.97	151.38	203.20	249.60	294.40
增长率	38.26%	30.53%	34.23%	22.83%	17.95%
毛利率	53.82%	49.05%	51.00%	51.00%	51.00%
小家电					
销售收入 (百万元)	65.65	83.22	95.71	110.06	126.57
增长率	27.18%	26.77%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他业务					
销售收入 (百万元)	15.28	22.31	24.55	27.00	29.70
增长率	21.02%	46.03%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	95.79%	92.25%	95.00%	95.00%	95.00%
合计	1231.599	1533.887592	1925.85253	2315.163157	2733.072653
增长率	0.32	0.25	0.26	0.20	0.18
综合毛利率	54.60%	52.48%	53.45%	53.45%	53.43%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,075	1,023	886	937	1,155	营业收入	1,232	1,534	1,926	2,315	2,733
应收账款	91	138	154	185	219	营业成本	559	729	897	1,078	1,273
预付账款	13	9	19	12	14	营业税金及附加	12	15	19	23	27
存货	246	291	377	442	509	营业费用	421	488	601	711	836
其他	123	171	218	262	309	管理费用	90	113	142	169	197
流动资产合计	1,547	1,631	1,653	1,837	2,206	财务费用	(3)	(24)	(15)	(15)	(17)
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值损失	(0)	3	2	2	2
固定资产	73	123	110	96	82	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	26	124	344	494	514	投资净收益	0	(0)	0	0	0
无形资产	37	37	36	35	33	其他	0	0	0	0	0
其他	1	2	0	0	0	营业利润	152	210	281	347	414
非流动资产合计	137	288	491	626	631	营业外收入	4	8	6	2	2
资产总计	1,684	1,919	2,144	2,463	2,837	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	156	218	287	349	416
应付账款	132	200	224	269	318	所得税	22	31	43	52	62
其他	181	210	243	269	299	净利润	134	187	244	296	354
流动负债合计	313	409	467	538	618	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	134	187	244	296	354
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.09	0.73	0.95	1.16	1.38
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	313	409	467	538	618						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	160	256	256	256	256						
资本公积	1,065	969	969	969	969						
留存收益	146	285	452	699	994						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1,371	1,510	1,677	1,925	2,219						
负债和股东权益	1,684	1,919	2,144	2,463	2,837						

现金流量表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	134	187	244	296	354
折旧摊销	8	10	15	15	15
财务费用	(3)	(24)	(15)	(15)	(17)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(21)	(45)	(103)	(64)	(73)
其它	(3)	8	3	2	2
经营活动现金流	116	137	144	235	281
资本支出	(37)	(158)	(220)	(150)	(20)
长期投资	(0)	(1)	0	0	0
其他	(1)	16	0	0	0
投资活动现金流	(37)	(142)	(220)	(150)	(20)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	903	0	0	0	0
其他	(83)	(48)	(62)	(34)	(43)
筹资活动现金流	820	(48)	(62)	(34)	(43)
汇率变动影响	(0)	(0)	0	0	0
现金净增加额	899	(54)	(137)	51	219

主要财务比率					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	31.8%	24.5%	25.6%	20.2%	18.1%
营业利润	61.9%	37.4%	34.0%	23.5%	19.4%
归属于母公司净利润	64.2%	39.2%	30.4%	21.6%	19.3%
获利能力					
毛利率	54.6%	52.5%	53.4%	53.4%	53.4%
净利率	10.9%	12.2%	12.7%	12.8%	12.9%
ROE	15.0%	13.0%	15.3%	16.5%	17.1%
ROIC	14.3%	11.1%	14.2%	15.7%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	18.6%	21.3%	21.8%	21.9%	21.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.94	3.99	3.54	3.41	3.57
速动比率	4.15	3.27	2.73	2.59	2.75
营运能力					
应收账款周转率	13.2	13.4	12.7	12.7	12.6
存货周转率	2.5	2.7	2.7	2.6	2.7
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	1.09	0.73	0.95	1.16	1.38
每股经营现金流	0.73	0.53	0.56	0.92	1.10
每股净资产	8.57	5.90	6.55	7.52	8.67
估值比率					
市盈率	15.7	23.4	18.0	14.8	12.4
市净率	2.0	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	21.3	17.1	11.9	9.7	8.1
EV/EBIT	22.5	18.1	12.6	10.1	8.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn