

具有长期成长性的厨电龙头

——老板电器 2012 年一季报点评

报告关键点:

- 收入稳定增长, 盈利能力继续提升
- 营业外收入大幅增长, 约占净利润的16%
- 其他应付款显示公司费用计提充分

报告摘要:

- 事件:** 2012年一季度, 老板电器实现销售收入3.5亿元, 同比增长了17%; 实现归属于母公司净利润4240万元, 同比增长了34%; 实现EPS约0.17元。公司预计2012年1-6月归属于母公司的净利润同比增速在10%-40%之间。
- 收入稳定增长, 盈利能力继续提升。** 2012年1-2月吸油烟机行业销量同比下滑14%左右。尽管行业低迷, 公司依然实现了17%的收入增长, 收入规模达到3.5亿元。由于一季度低毛利的工程销售尚未放量, 高毛利的网络销售占比快速提升, 公司毛利率比去年同期提升了2.5个百分点, 接近54%。受销售费用率(34%)和管理费用率(8%)提升的影响, 最终公司营业利润率同比基本持平, 约为12%。
- 营业外收入大幅增长, 约占净利润的16%。** 2012年一季度, 老板电器实现营业外收入接近700万元, 约占归属于母公司净利润的16%。营业外收入的大幅增长主要来自于政府补贴款项的到账。受该项目的支撑, 老板电器一季度实现净利润率12%, 比去年同期提升了1.5个百分点。扣除这部分影响, 公司一季度同比增速约为15%。
- 其他应付款显示公司费用计提充分。** 截至2012年一季度末, 老板电器其他应付款金额接近9000万元, 比去年同期增长了4000万元, 增长主要来自于预提销售费用以及代理商保证金。该项目的显著增加一方面体现了公司代理商对于市场的信心以及公司渠道的拓展, 另一方面也体现了公司的费用确认方式是比较稳健的。
- 投资建议。** 我们预计公司2012-2014年的收入增速分别22%、25%、23%, EPS分别为0.91元、1.12元和1.38元, 对应的PE分别为19倍、15倍、13倍。尽管厨电行业增长趋缓, 但是老板电器仍然在渠道多元化增长的带动下保持了盈利的稳定。在市场环境弱势的情况下, 具有高毛利、品牌溢价的企业将会受益, 我们维持公司增持-A的投资评级, 6个月目标价21元。
- 风险提示:** 厨电行业增速放缓; 原材料价格持续上涨; 网购对行业造成冲击。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,231.6	1,533.9	1,864.6	2,336.7	2,882.8
Growth(%)	31.8%	24.5%	21.6%	25.3%	23.4%
净利润	134.3	187.0	232.5	287.4	353.1
Growth(%)	64.2%	39.2%	24.3%	23.6%	22.9%
毛利率(%)	54.6%	52.5%	52.5%	52.1%	51.3%
净利润率(%)	10.9%	12.2%	12.5%	12.3%	12.2%
每股收益(元)	0.52	0.73	0.91	1.12	1.38
每股净资产(元)	5.36	5.90	6.72	7.73	8.97
市盈率	32.8	23.5	18.9	15.3	12.5
市净率	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9
净资产收益率(%)	9.8%	12.4%	13.5%	14.5%	15.4%
ROIC(%)	53.2%	55.1%	43.9%	38.2%	38.8%
EV/EBITDA	30.8	15.6	13.4	10.1	7.7
股息收益率	2.0%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

21.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 21.00 元

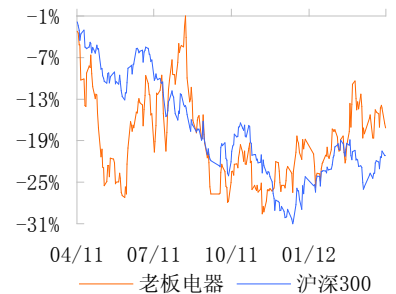
现价(2012年04月24日): 17.20 元

报告日期:

2012-04-25

总市值(百万元)	4,403.20
流通市值(百万元)	1,596.16
总股本(百万股)	256.00
流通股本(百万股)	92.80
12个月最低/最高	14.35/33.50 元
十大流通股东(%)	37.33%
股东户数	22,603

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.30)	(2.00)	4.05
绝对收益	(3.27)	2.02	(17.01)

衡昆

010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

报告联系人

杨爱琳

021-68765335

yangal@essence.com.cn

前期研究成果

- 老板电器: 多品牌多渠道共同发力
2012-03-30
- 老板电器: 盈利超预期, 长期增长在即
2012-03-13
- 老板电器: 业绩稳步增长符合预期
2011-10-19

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-24
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						成长性					
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	营业收入增长率	31.8%	24.5%	21.6%	25.3%	23.4%
减: 营业成本	1,231.6	1,533.9	1,864.6	2,336.7	2,882.8	营业利润增长率	61.9%	37.4%	21.6%	26.5%	23.3%
营业税费	559.1	728.9	885.7	1,118.9	1,403.9	净利润增长率	64.2%	39.2%	24.3%	23.6%	22.9%
销售费用	12.4	14.9	19.3	23.5	28.9	EBITDA 增长率	55.3%	24.2%	27.9%	27.7%	23.5%
管理费用	421.0	488.4	594.1	736.8	881.9	EBIT 增长率	60.3%	24.4%	25.3%	27.8%	23.9%
财务费用	90.0	113.4	130.1	161.7	198.9	NOPLAT 增长率	62.4%	24.4%	30.9%	24.5%	23.4%
资产减值损失	-3.1	-23.8	-21.9	-24.9	-28.9	投资资本增长率	20.2%	64.3%	43.2%	21.4%	12.7%
加: 公允价值变动收益	-0.3	2.6	2.6	-1.6	0.6	净资产增长率	225.0%	10.1%	13.9%	15.0%	16.1%
投资 and 汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	152.5	209.5	254.7	322.3	397.6	利润率					
加: 营业外净收支	3.7	8.1	15.6	11.9	13.1	毛利率	54.6%	52.5%	52.5%	52.1%	51.3%
利润总额	156.2	217.6	270.3	334.2	410.6	营业利润率	12.4%	13.7%	13.7%	13.8%	13.8%
减: 所得税	21.9	30.6	37.8	46.8	57.5	净利润率	10.9%	12.2%	12.5%	12.3%	12.2%
净利润	134.3	187.0	232.5	287.4	353.1	EBITDA/营业收入	12.9%	12.9%	13.5%	13.8%	13.8%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	12.1%	12.1%	12.5%	12.7%	12.8%
交易性金融资产	1,074.7	1,022.9	1,171.2	1,318.2	1,572.0	固定资本周转天数	21	23	27	27	25
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	43	42	55	66	68
应收票据	89.1	133.4	146.0	172.4	204.7	流动资产周转天数	305	373	338	312	299
预付款项	124.5	175.1	178.8	191.2	221.0	应收帐款周转天数	27	25	26	24	23
存货	12.7	8.6	12.6	15.7	16.6	存货周转天数	64	63	63	65	68
其他流动资产	246.0	291.4	364.0	475.2	607.7	总资产周转天数	341	423	398	365	344
可供出售金融资产	-	0.1	0.1	0.1	0.2	投资资本周转天数	79	92	114	119	112
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	1.0	-	-	-	ROE	9.8%	12.4%	13.5%	14.5%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	9.7%	10.6%	11.3%	11.8%
固定资产	73.0	123.2	160.5	193.6	213.6	ROIC	53.2%	55.1%	43.9%	38.2%	38.8%
在建工程	26.2	124.4	125.6	122.9	100.0	费用率					
无形资产	36.6	37.4	39.1	40.2	41.3	销售费用率	34.2%	31.8%	31.9%	31.5%	30.6%
其他非流动资产	1.4	2.0	2.6	3.0	3.4	管理费用率	7.3%	7.4%	7.0%	6.9%	6.9%
资产总额	1,684.4	1,919.4	2,200.5	2,532.5	2,980.5	财务费用率	-0.3%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	41.2%	37.7%	37.7%	37.4%	36.5%
应付帐款	170.4	252.0	290.9	315.0	389.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	18.6%	21.3%	21.9%	21.9%	23.0%
其他流动负债	143.0	157.3	190.3	239.5	295.6	负债权益比	22.9%	27.1%	28.0%	28.0%	29.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.94	3.99	3.89	3.92	3.83
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.15	3.27	3.14	3.06	2.94
负债总额	313.3	409.4	481.2	554.5	684.7	利息保障倍数	47.47	7.81	10.61	11.95	12.76
少数股东权益						分红指标					
股本	160.0	256.0	256.0	256.0	256.0	DPS(元)	0.34	0.19	0.09	0.11	0.14
留存收益	1,211.0	1,254.0	1,463.3	1,721.9	2,039.7	分红比率	65.4%	25.7%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	1,371.0	1,510.0	1,719.3	1,977.9	2,295.7	股息收益率	2.0%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表						业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	134.3	187.0	232.5	287.4	353.1	EPS(元)	0.52	0.73	0.91	1.12	1.38
加: 折旧和摊销	9.6	11.8	19.6	25.0	29.5	BVPS(元)	5.36	5.90	6.72	7.73	8.97
资产减值准备	-0.3	2.6	2.6	-1.6	0.6	PE(X)	32.8	23.5	18.9	15.3	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9
财务费用	-	-	-21.9	-24.9	-28.9	P/FCF	52.0	-1,263.6	198.9	31.9	17.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.6	2.9	2.4	1.9	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	30.8	15.6	13.4	10.1	7.7
营运资金的变动	-21.9	-64.5	-23.6	-78.1	-66.1	CAGR(%)	28.8%	23.6%	22.1%	21.3%	19.7%
经营活动产生现金流量	121.4	136.9	209.1	207.8	288.2	PEG	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-37.1	-142.4	-59.5	-57.0	-28.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	820.2	-48.0	-1.3	-3.8	-6.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034