

老板电器 (002508.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

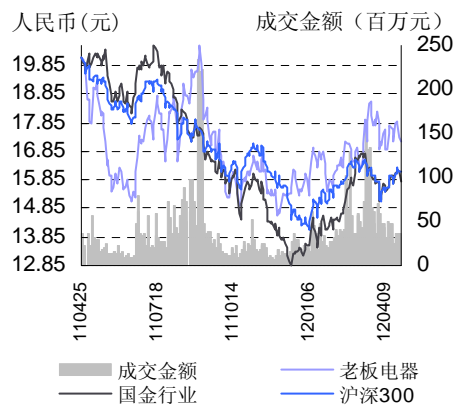
市价(人民币): 17.20元
目标(人民币): 19.09-22.24元

1Q 收入利润增速均远优于同类公司

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	92.80
总市值(百万元)	4,403.20
年内股价最高最低(元)	20.56/14.63
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.840	0.730	0.954	1.236	1.582
每股净资产(元)	8.57	5.96	6.79	7.90	9.35
每股经营性现金流(元)	0.73	0.78	0.96	1.15	1.57
市盈率(倍)	44.48	21.95	18.02	13.92	10.87
行业优化市盈率(倍)	41.37	31.60	31.60	31.60	31.60
净利润增长率(%)	64.17%	39.18%	30.68%	29.47%	28.06%
净资产收益率(%)	9.80%	12.26%	14.05%	15.64%	16.92%
总股本(百万股)	160.00	256.00	256.00	256.00	256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 老板电器 2012 年第一季度实现营业收入 3.55 亿元, 同比增长 17.24%; 净利润 0.42 亿元, 同比增长 34.04%; EPS 为 0.17 元。符合我们预期。

经营分析

- 一季度收入增速在家电品牌上市公司中最高。公司合并收入同比增长 17.2%, 而母公司收入同比增长 19.9%。合并收入增速略慢于母公司收入主要原因是受北京整体需求下滑影响, 北京子公司收入下降。尽管行业需求不振, 但公司一方面在传统渠道市场份额上升, 另一方面电视购物和电商等新兴渠道的收入高增长, 使得业绩保持较快增长。相比华帝股份和万和电气, 公司收入和业绩增速都大幅领先, 进一步拉开市场份额的差距(图表 1); 而且在家电品牌上市公司中我们估计公司的收入增速也最高。
- 继续保持高盈利能力, 净利率 12%、同比提高 1.5 个百分点。原材料价格下降和渠道多元化(公司在电视购物和电商渠道的毛利率明显高于传统渠道)使毛利率同比提升 2.5 个百分点; 因需求不旺而加大促销已经预提销售费用, 使销售费用率同比增长 1.8 个百分点; 研发投入增加及管理人员增加使管理费用率同比上升 0.8 个百分点; 收到政府一次性补助贡献 1 个多点净利率; 最终净利率同比增长 1.5 个百分点(图表 2)。
- 公司预提销售费用充分, 二季度利润保持快速增长无虞。应收票据+应收账款同比有较大增幅, 但环比变化不大; 一方面因收入规模上升, 另一方面在市场环境不好情况下给予经销商支持。现金流量表指标良好。
- 多重因素令公司今年在大环境不景气下依然能保持较高增长。1) 募投项目陆续投产, 工艺和产量都将上一个台阶; 2) 新兴渠道如精装修工程、电商、电视购物仅需适当投入即可有高增长; 3) 三四级专卖店今年预计在 1100 家基础上再新开 400 家; 4) 多品牌发展适合不同消费者需求, 名气品牌今年将高增长。基于以上原因即使市场需求平淡, 公司仍有望保持较高增长。

相关报告

1. 《业绩快报超预期 6%, 4Q 收入增速逆势提升》, 2012.1.17
2. 《名气子品牌从培育期步入成长期》, 2011.12.25

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

盈利调整

- 预计公司 2012-2014 年收入为 19.0、24.3、30.0 亿元，增速为 23.6%、28.1%、23.7%；净利润 2.44、3.16、4.05 亿元，净利润增速 30.7%、29.5%、28.1%；EPS 为 0.954、1.236、1.582 元。

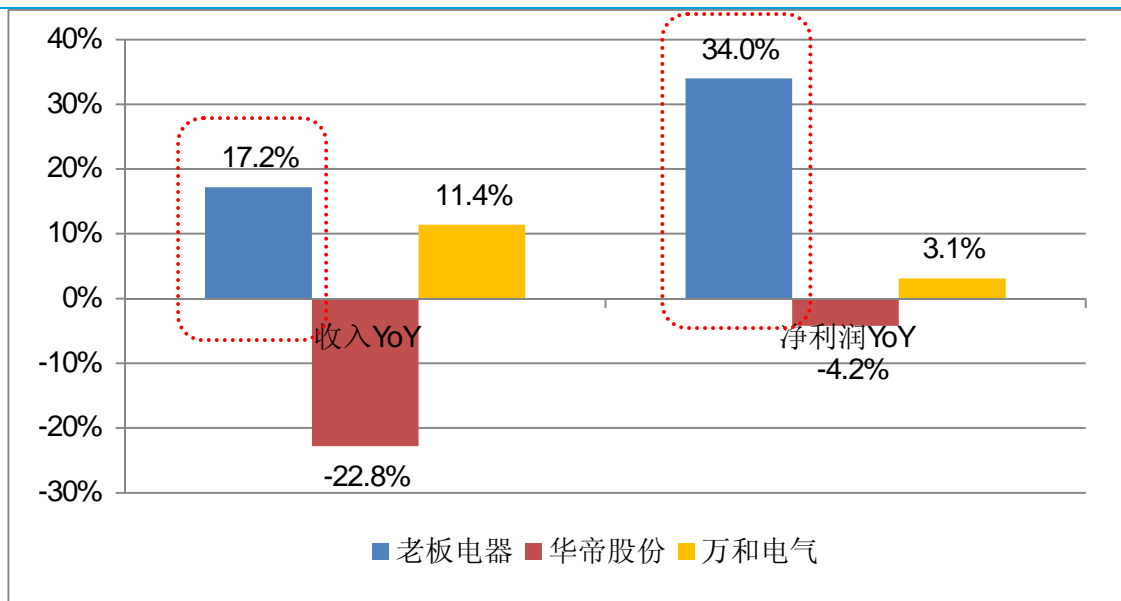
投资建议

- 尽管目前需求不振，但厨房电器行业成长空间大，消费升级趋势有利于像公司这样有品牌溢价的企业市场份额提高。公司通过多渠道渗透+高中低多品牌运作。我们认为公司有能力持续提高市场份额。目前股价对应 18X12PE/14X13PE，相比华帝、万和，公司增长明确，未来三年净利润增速能保持 28-30%水平，市场转好时估值中枢还有向上的弹性，6-12 个月合理估值 20x12PE-18X13PE，即 19.09-22.24 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 厨卫电器行业需求恢复由于经济、地产等大环境影响而低于预期的风险。

图表1: 厨卫电器上市企业中, 老板电器 1Q12 收入、净利润增速最优



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 利润表分析

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	1Q12	1Q12	点评
							同比	环比	
单季收入及增速	营业收入(百万元)	302	410	355	467	355	17.2%	-24.1%	传统渠道抢份额, 新兴渠道高增长
	收入YoY	28.7%	19.3%	23.4%	27.7%	17.2%			
利润表结构百分比	毛利率	51.0%	52.0%	52.9%	53.5%	53.5%	2.5	-0.0	原材料有所下降
	-营业税金及附加	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%	1.2%	0.2	0.4	
	-销售费用率	32.0%	32.5%	31.2%	31.7%	33.8%	1.8	2.1	促销有一定增加
	毛利率-销售费用率	19.1%	19.5%	21.7%	21.9%	19.7%	0.7	-2.1	
	-管理费用率	6.7%	5.5%	7.4%	9.5%	7.6%	0.8	-1.9	研发投入增加、管理人员增加
	-财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-4.2%	-1.2%	-0.7	3.0	银行存款利息收入增加
	-资产减值损失	-0.4%	0.5%	-0.3%	0.6%	-0.3%	0.1	-0.9	
	+公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.0	-0.0	
	+营业外收支	0.3%	1.2%	0.2%	0.3%	1.9%	1.6	1.6	有政府一次性补贴收入
	=利润总额	12.4%	13.9%	14.3%	15.4%	14.3%	1.9	-1.1	
	-所得税费用	2.0%	2.1%	2.3%	1.8%	2.3%	0.4	0.6	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	10.5%	11.9%	12.1%	13.7%	12.0%	1.5	-1.7	同比上升1.5个百分点主要来自政府补贴收入	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	32	49	43	64	42			
	净利润YoY	32.0%	31.2%	30.2%	58.1%	34.0%			

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表3: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	934	1,232	1,534	1,896	2,428	3,004
增长率		31.8%	24.5%	23.6%	28.1%	23.7%
主营业务成本	-420	-559	-729	-888	-1,180	-1,506
%销售收入	44.9%	45.4%	47.5%	46.8%	48.6%	50.1%
毛利	514	672	805	1,008	1,248	1,499
%销售收入	55.1%	54.6%	52.5%	53.2%	51.4%	49.9%
营业税金及附加	-11	-12	-15	-19	-24	-30
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-340	-421	-488	-588	-709	-817
%销售收入	36.4%	34.2%	31.8%	31.0%	29.2%	27.2%
管理费用	-70	-90	-113	-138	-172	-207
%销售收入	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.1%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	93	149	188	263	343	444
%销售收入	10.0%	12.1%	12.3%	13.9%	14.1%	14.8%
财务费用	1	3	24	20	24	28
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.6%	-1.1%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	0	0	-3	-5	-4	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	94	152	210	278	362	466
营业利润率	10.1%	12.4%	13.7%	14.7%	14.9%	15.5%
营业外收支	0	4	8	9	10	11
税前利润	94	156	218	287	372	477
利润率	10.1%	12.7%	14.2%	15.2%	15.3%	15.9%
所得税	-12	-22	-31	-43	-56	-71
所得税率	13.1%	14.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	82	134	187	244	316	405
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	82	134	187	244	316	405
净利率	8.8%	10.9%	12.2%	12.9%	13.0%	13.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	175	1,075	1,023	1,321	1,559	1,905
应收款项	162	214	308	367	468	575
存货	195	246	291	349	448	551
其他流动资产	7	13	9	13	16	20
流动资产	540	1,547	1,631	2,049	2,491	3,051
%总资产	83.2%	91.8%	85.0%	87.8%	89.4%	91.1%
长期投资	0	0	1	0	0	0
固定资产	70	99	248	243	253	251
%总资产	10.8%	5.9%	12.9%	10.4%	9.1%	7.5%
无形资产	36	37	38	40	42	45
非流动资产	109	137	288	285	297	297
%总资产	16.8%	8.2%	15.0%	12.2%	10.6%	8.9%
资产总计	648	1,684	1,919	2,335	2,788	3,348
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	208	289	374	516	671	843
其他流动负债	19	25	35	79	93	108
流动负债	227	313	409	596	765	951
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	227	313	409	596	766	954
普通股股东权益	422	1,371	1,510	1,739	2,022	2,394
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	648	1,684	1,919	2,335	2,788	3,348

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.682	0.840	0.730	0.954	1.236	1.582
每股净资产	3.516	8.569	5.899	6.793	7.899	9.351
每股经营现金净流	1.056	0.725	0.535	0.965	1.151	1.566
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.40%	9.80%	12.38%	14.05%	15.64%	16.92%
总资产收益率	12.62%	7.98%	9.74%	10.47%	11.35%	12.10%
投入资本收益率	19.22%	9.35%	10.72%	12.85%	14.39%	15.75%
增长率						
主营业务收入增长率	7.81%	31.84%	24.54%	23.61%	28.07%	23.72%
EBIT增长率	60.76%	59.70%	26.36%	39.60%	30.27%	29.64%
净利润增长率	51.08%	64.17%	39.19%	30.68%	29.47%	28.06%
总资产增长率	31.01%	159.76%	13.95%	15.81%	19.40%	20.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.0	26.3	25.5	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	167.0	143.9	134.6	145.0	140.0	135.0
应付账款周转天数	74.5	77.5	83.0	89.0	89.0	90.0
固定资产周转天数	27.3	21.6	29.3	22.7	19.1	15.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.56%	-78.39%	-67.74%	-75.95%	-77.06%	-79.44%
EBIT利息保障倍数	-88.8	-47.4	-7.9	-13.0	-14.4	-15.9
资产负债率	34.94%	18.60%	21.33%	25.52%	27.47%	28.50%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	6	6	13
买入	0	1	13	13	27
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.64	1.66	1.68

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-22	减持	14.84	N/A
2 2011-01-17	持有	20.59	27.20 ~ 32.60
3 2011-04-11	买入	20.25	39.10 ~ 43.50
4 2011-12-25	买入	15.48	20.63 ~ 22.43
5 2012-01-17	买入	16.85	19.00 ~ 21.00

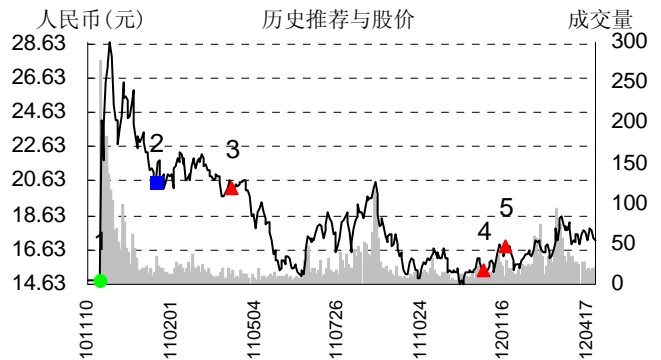
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B