



**买入** **27% ↑**  
目标价格: 人民币22.00

002508.SZ

价格: 人民币 17.27

目标价格基础: 18倍13年市盈率

板块评级: 中立

# 老板电器

## 业绩优异, 巩固行业龙头地位

12年上半年, 公司实现营业收入8.58亿元, 同比增长20.6%, 实现净利润1.06亿元, 同比增长32.7%, 实现每股收益0.42元, 同比增长35.5%, 业绩表现好于我们此前预期。我们将12-14年每股盈利预测分别从0.906元、1.106元和1.337元上调至0.959元、1.202元和1.487元。我们仍然维持对公司22.00元的目标价, 并维持对其买入评级。

### 支撑评级的要点

- 12年上半年, 公司实现营业收入8.58亿元, 同比增长20.6%, 实现净利润1.06亿元, 同比增长32.7%, 实现每股收益0.42元, 同比增长35.5%, 业绩表现好于我们此前预期。与去年上半年相比, 毛利率从51.6%提高至53.7%; 净利率从11.3%提高至12.4%。上半年其他应付款同比上升162.9%, 主要由于公司预提销售费用所致。
- 我们推算, 上半年, 传统渠道增速约为12%, 网购渠道增速接近200%, 电视购物渠道增速100%, 工程装修业务增速约70%, “名气”品牌增速翻倍。从全年看, 预计除了工程装修业务可能受到地产调控政策的影响, 增速放缓至50%左右外, 其他渠道仍将保持高增速。“名气”品牌全年有望翻倍, 同时, “帝泽”品牌有望开始贡献收入
- 截至2012年6月底, 公司吸油烟机零售量市场份额为12.41%, 零售额市场份额为18.97%, 均位居行业第一。公司稳步推进专卖店建设, 上半年新增专卖店200家左右。

### 评级面临的主要风险

- 房地产市场调控带来的持续压力。
- 主要竞争对手的价格战。

### 估值

- 我们将12-14年每股盈利预测分别从0.906元、1.106元和1.337元上调至0.959元、1.202元和1.487元。考虑到市场整体表现疲软, 基于18倍13年市盈率, 我们仍然维持对公司22.00元的目标价, 并维持对其买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	(1)	3.1	2.9
相对新华富时A50指数	8	2	13.8	18.9

发行股数(百万)	256
流通股(%)	38
流通股市值(人民币 百万)	4,421
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
杭州老板实业集团有限公司	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年7月26日收市价为标准

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,232	1,534	1,899	2,314	2,830
变动(%)		25	24	22	22
净利润(人民币 百万)	134	187	246	308	381
全面摊薄每股收益(人民币)	0.840	0.730	0.959	1.202	1.487
变动(%)		(13.0)	31.4	25.3	23.7
市场预期每股收益(人民币)			0.934	1.167	1.433
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.906	11.106	1.337
调整幅度(%)	-	-	5.8	5.1	11.2
核心每股收益(人民币)	0.818	0.703	0.920	1.176	1.465
变动(%)		(14.0)	30.9	27.8	24.6
全面摊薄市盈率(倍)	20.6	23.6	18.0	14.4	11.6
核心市盈率(倍)	21.1	24.6	18.8	14.7	11.8
每股现金流量(人民币)	(0.30)	0.53	0.94	1.18	1.43
价格/每股现金流量(倍)	(58.1)	32.3	18.4	14.7	12.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	17.0	10.0	7.4	5.5
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.288	0.361	0.445
股息率(%)	1.7	1.2	1.7	2.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

## 业绩表现优异

12年上半年，公司实现营业收入8.58亿元，同比增长20.6%，实现净利润1.06亿元，同比增长32.7%，实现每股收益0.42元，同比增长35.5%，业绩表现好于我们此前预期。与去年上半年相比，毛利率从51.6提高至53.7%；管理费用率和销售费用率略有上升，分别从6%和32.3%上升到6.3%和33.1%。净利率从11.3%提高至12.4%。公司总体费用控制较为理想。上半年其他应付款同比上升162.9%，主要由于公司预提销售费用所致。

图表 1.

(人民币 百万)	11年上半年	12年上半年	同比(%)
营业收入	711.95	858.81	20.6
营业成本	344.81	397.27	15.2
毛利润	367.15	461.54	25.7
营业税金及附加	7.80	10.22	31.1
管理费用	42.88	54.41	26.9
销售费用	229.78	284.30	23.7
经营利润	86.69	112.61	29.9
资产减值	1.09	2.43	123.4
财务费用	(3.20)	(7.56)	135.9
投资收益	0.00	0.03	n.m
营业外收入	6.12	7.53	23.0
营业外支出	0.31	0.03	(91.6)
税前利润	94.62	125.27	32.4
所得税	14.36	18.78	30.8
归属于母公司的净利润	80.26	106.49	32.7
每股收益(元)	0.31	0.42	35.5

资料来源：公司数据

## 主要产品毛利率改善

分产品来看，吸油烟机仍然是公司的核心业务，其收入占比接近56%，其次是燃气灶和消毒柜。上半年吸油烟机和燃气灶毛利率分别达到49.8%和50.6%，较去年同期均有所改善。我们判断，一方面由于公司产品定位高端，定价能力较强；另一方面，网络和电视购物等新兴渠道销售占比的快速提高也有助于改善毛利率水平。

图表 2.

分产品(%)	营业收入占总收入比	毛利率	毛利率比上年增减
吸油烟机	55.87	49.84	3.20
燃气灶	28.67	50.61	1.75
消毒柜	8.58	42.63	(2.06)
其他	6.88	24.05	(10.25)
合计	100.00	53.16	2.44

资料来源：公司数据

### 渠道和品牌多元化成效初显

上半年，在宏观经济增速放缓以及房地产市场调控的持续作用下，厨房电器行业中的吸油烟机、燃气灶、消毒柜市场的销售额、销售量均出现不同程度的负增长。然而，公司在逆境中坚持的多品牌和多渠道的战略，管理层对市场走向和产品定位把握明确。一是加大力度布局此前的薄弱市场和区域（三四级市场和中西部地区），二是积极开拓包括网购，电视购物和工程精装修在内的渠道多元化。为了配合渠道多元化，公司向上和向下推出了满足不同消费群体的“名气”（大众消费群体）和“帝泽”（顶级消费群体）品牌。

我们推算，上半年，包括KA和专卖店等传统渠道的增速约为12%，网购渠道增速接近200%，电视购物渠道增速100%，工程装修业务增速约为70%；“名气”品牌增速翻倍。从全年看，预计除了工程装修业务可能受到地产调控政策的影响，增速放缓至50%左右外，其他渠道仍将保持高增速。同时，“帝泽”品牌有望从下半年开始贡献收入。

### 巩固龙头地位

公司抓住行业整体下滑的时机，进一步巩固其行业龙头地位，截至2012年6月底，公司吸油烟机零售量市场份额为12.41%，零售额市场份额为18.97%，均位居行业第一。公司稳步推进专卖店建设，上半年新增专卖店200家左右。长期来看，随着公司向中西部区域和三四级市场布局的推进，为公司主业的持续增长奠定了基础。同时，高效务实的管理团队和健康的财务状况能够保证公司的经营策略得到落实，收获成效。

### 估值

在宏观经济面临压力，房地产市场调控对家电行业整体需求形成压力的形势下，公司多品牌和渠道改革的效果超出我们预期。我们将12(14年每股盈利预测分别从0.906元、1.106元和1.337元上调至0.959元、1.202元和1.487元。考虑到市场整体表现疲软，基于18倍13年市盈率，我们仍然维持对公司22.00元的目标价，并维持对其**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,232	1,534	1,899	2,314	2,830
销售成本	(559)	(729)	(884)	(1,067)	(1,302)
经营费用	(514)	(605)	(692)	(833)	(1,019)
息税折旧前利润	159	200	323	414	510
折旧及摊销	(10)	(12)	(71)	(81)	(93)
经营利润(息税前利润)	149	188	252	333	417
净利息收入/(费用)	3	24	20	14	14
其他收益/(损失)	4	5	14	11	11
税前利润	156	218	286	358	442
所得税	(22)	(31)	(40)	(51)	(62)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	134	187	246	308	381
核心净利润	131	180	236	301	375
每股收益(人民币)	0.840	0.730	0.959	1.202	1.487
核心每股收益(人民币)	0.818	0.703	0.920	1.176	1.465
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.288	0.361	0.445
收入增长()	n.a.	25	24	22	22
息税前利润增长()	n.a.	26	34	32	25
息税折旧前利润增长()	n.a.	26	62	28	23
每股收益增长()	n.a.	(13)	31	25	24
核心每股收益增长()	n.a.	(14)	31	28	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	156	218	286	358	442
折旧与摊销	10	12	71	81	93
净利息费用	(3)	(24)	(20)	(14)	(14)
运营资本变动	(22)	(64)	(54)	(70)	(89)
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(188)	(4)	(43)	(54)	(67)
经营活动产生的现金流	(48)	137	241	301	365
购买固定资产净值	(38)	(142)	(52)	(51)	(47)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(1)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(37)	(142)	(52)	(51)	(47)
净增权益	908	0	0	0	1
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(48)	(51)	(74)	(92)
其他融资现金流	0	0	22	17	18
融资活动产生的现金流	908	(48)	(30)	(57)	(73)
现金变动	823	(54)	159	193	245
期初现金	175	1,074	1,021	1,180	1,373
公司自由现金流	(85)	(6)	178	244	317
权益自由现金流	(85)	(6)	208	264	332

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,075	1,021	1,180	1,373	1,617
应收帐款	214	308	382	465	569
库存	246	291	364	455	569
其他流动资产	13	11	12	15	17
流动资产总计	1,547	1,631	1,938	2,308	2,772
固定资产	99	248	214	170	112
无形资产	37	37	55	72	89
其他长期资产	1	3	3	4	4
长期资产总计	137	288	272	246	205
总资产	1,684	1,919	2,210	2,554	2,977
应付帐款	250	322	398	485	593
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	63	88	106	125	149
流动负债总计	313	409	504	611	742
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	160	256	256	256	256
储备	1,211	1,254	1,450	1,688	1,979
股东权益	1,371	1,510	1,706	1,944	2,235
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,684	1,919	2,210	2,554	2,977
每股帐面价值(人民币)	8.57	5.90	6.67	7.59	8.73
每股有形资产(人民币)	8.34	5.75	6.45	7.31	8.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.72)	(3.99)	(4.61)	(5.36)	(6.32)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率()	12.9	13.0	17.0	17.9	18.0
息税前利润率()	12.1	12.3	13.3	14.4	14.7
税前利润率()	12.7	14.2	15.1	15.5	15.6
净利率()	10.9	12.2	12.9	13.3	13.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.9	4.0	3.8	3.8	3.7
利息覆盖率(倍)	876.9	724.5	76.5	27.1	25.6
净权益负债率()	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.2	3.3	3.1	3.0	3.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	20.6	23.6	18.0	14.4	11.6
核心业务市盈率(倍)	21.1	24.6	18.8	14.7	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.9	31.3	23.9	18.7	15.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	2.9	2.6	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	(58.1)	32.3	18.4	14.7	12.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	17.0	10.0	7.4	5.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	80.3	134.6	135.4	140.1	143.7
应收帐款周转天数	31.7	62.1	66.4	66.8	66.7
应付帐款周转天数	37.1	68.1	69.2	69.7	69.6
<b>回报率</b>					
股息支付率()	35.7	27.4	30.0	30.0	29.9
净资产收益率()	19.6	13.0	15.3	16.9	18.2
资产收益率()	15.2	9.0	10.5	12.0	13.0
已运用资本收益率()	22.2	14.7	17.1	19.7	21.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371