证券研究报告

公司研究·公司点评

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

家用电器

多重渠道多品牌做乘法，中高端产品优势大

谨慎推荐（维持）

老板电器（002508）2012 年上半年报点评

风险评级：一般风险

2012 年 7 月 30 日

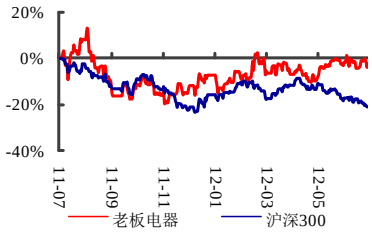
蒋孟钢
SAC 执业证书编号：S0340109121961
电话：0769-22110785
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

投资要点：事件：公司公布 2012 年中报：2012 年上半年实现收入 858.8 百万元，同比增长 20.6%，实现归属于母公司的净利润 106.5 百万元，同比增长 32.7%，报告期实现基本每股收益 0.42 元。

- **2012年中期利润增长30.08%,业绩超市场预期。**公司对渠道管理方面的高起点、高水平在今年上半年业绩的表现中作用巨大。合理管理渠道、深挖产品内涵，上半年收入较快增长。上半年公司坚持在渠道、产品维度进行多元拓展，使得上半年公司收入增长超20%，显著高于行业。在渠道方面拓展方面，除了原有的KA卖场仍保持10%的增长外持续拓展网购、工程、专卖店等新兴渠道。其中网购渠道的收入增速在150%左右，工程渠道虽受到房地产低迷的影响，收入增速虽低于此前目标，但预计也在50%以上。产品方面老板在老板、名气、帝泽构筑的品牌梯队逐渐成型，名气品牌的经销商、网点开拓工作顺利，上半年亦实现翻番增长。我们预计帝泽系列下半年有望正式进入终端销售。
- **受益于原材料价格下跌，盈利能力持续增强** 毛利率稳中有升。公司开票方式的调整已于2011 年底基本完毕，加上2012年上半年主要原材料钢材价格相比去年同期下降10%左右，因此公司上半年的盈利能力有所提升，毛利率同比提升2.17 个百分点至53.74%。分产品看，油烟机、燃气灶两大产品的毛利率分别提升3.2%和1.75%。充分体现公司中高端策略的优越性，我们预计公司能享有品牌溢价，维持目前的毛利率水平。
- **公司逆周期增长。**受房地产投资下滑影响，装修属性较强的吸油烟机和燃气灶等厨卫家电销售额均出现负增长，在行业不景气的背景下，公司营业收入逆势增长，体现了多品牌、多渠道经营战略下公司卓越的竞争力和强劲的这种势头。
- **募投项目将陆续投产：**未来公司ROE 将经历逐步提升的爬坡过程。2011 年公司ROE 为12.38%，相比其他厨卫家电企业20%左右的水平有一定差距。
- **维持谨慎推荐评级。**我们谨慎看好未来公司发展前景，预计公司2012和2013 年的 EPS 分别为 0.80和0.92元，维持谨慎推荐评级。

主要数据	2012 年 07 月 27 日
收盘价(元)	17.22
总市值（亿元）	44.08
总股本(百万股)	256
流通股本(百万股)	93
ROE（TTM）	13.62%
12 月最高价(元)	21.18
12 月最低价(元)	14.35

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

财务报表预测及估值指标 （单位：百万元）

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**1,534**	**1,881**	**2,247**	**2,641**
营业成本	729	874	1,052	1,268
营业税金及附加	15	18	22	26
销售费用	488	630	753	885
管理费用	113	141	169	198
财务费用	-24	-23	-23	-17
资产减值损失	3	1	0	0
其他经营收益	**-0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	**210**	**239**	**275**	**282**
利润总额	**218**	**239**	**275**	**282**
减 所得税	31	34	39	40
净利润	**187**	**205**	**237**	**242**
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司净利润	**187**	**205**	**237**	**242**

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,023	756	847	971
应收账款	128	160	191	225
预付账款	9	10	13	15
存货	291	714	838	991
其它	180	128	163	160
流动资产合计	**1,631**	**1,768**	**2,052**	**2,361**
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产合计	123	180	228	272
长期待摊费用	0	-0	0	-0
其它	163	175	112	52
非流动资产合计	**288**	**356**	**341**	**325**
资产总计	**1,919**	**2,124**	**2,393**	**2,687**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	200	222	268	330
预收款项	122	149	179	216
其它	88	89	101	109
流动负债合计	**409**	**460**	**548**	**655**
长期借款	0	0	0	0
其它	0	0	50	54
非流动负债合计	**0**	**0**	**50**	**54**
负债合计	**409**	**510**	**602**	**714**
实收资本	256	256	256	256
资本公积	969	969	969	969
留存收益及其它	285	439	616	798
所有者权益合计	**1,510**	**1,664**	**1,841**	**2,023**
负债和权益总计	**1,919**	**2,174**	**2,443**	**2,737**

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	**187**	**205**	**237**	**242**
折旧与摊销	14	17	22	28
财务支出	0	-23	-23	-17
投资损失	0	0	0	0
净营运资本变动	-64	-353	-104	-78
经营活动现金流	**137**	**-154**	**131**	**174**
资本支出	-143	-84	-3	-7
其它投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**-142**	**-84**	**-3**	**-7**
股权融资	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股利分配及其它	-48	-28	-36	-44
筹资活动现金流	**-48**	**-28**	**-36**	**-43**
货币资金净变动	**-53**	**-267**	**92**	**123**

主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力(YOY)				
营业收入	24.54%	22.60%	19.51%	17.52%
营业利润	37.40%	14.03%	15.18%	2.35%
归母公司净利润	39.19%	9.81%	15.18%	2.35%
盈利能力				
销售毛利率	52.48%	53.50%	53.20%	52.00%
销售净利率	12.19%	10.92%	10.52%	9.17%
ROE	12.38%	12.34%	12.84%	11.97%
ROIC	9.35%	10.75%	11.21%	11.78%
偿债能力				
资产负债率	10.75%	11.21%	11.78%	11.26%
流动比率	3.99	3.85	3.75	3.60
速动比率	3.27	2.29	2.22	2.09
营运能力				
资产周转率	0.85	0.93	1.00	1.04
存货周转率	2.71	1.74	1.36	1.39
应收账款周转率	14.33	13.05	12.81	12.71
每股指标				
每股收益	0.73	0.80	0.92	0.95
每股经营现金流	53.48	-60.32	51.16	68.06
每股净资产	5.90	6.50	7.19	7.90
每股股利	0.20	0.20	0.23	0.24
估值指标				
PE	24.03	21.88	19.00	18.56
PB	2.97	2.70	2.44	2.22
EV/EBITDA	17.12	14.86	12.65	11.86

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn