

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

亮点频现, 惊喜连连

老板电器(002508) 中报分析

证券研究报告-深度分析

买入(维持)

发布日期: 2012-07-27

市场数据(2012-07-26)

收盘价(元)	17.27
一年内最高/最低(元)	21.18/14.48
沪深300指数	2360.08
市净率(倍)	2.83
流通市值(亿元)	16.42

基础数据(2012-06-30)

每股净资产(元)	6.11
每股经营现金流(元)	0.73
毛利率(%)	53.74
净资产收益率(%)	6.80
资产负债率(%)	25.6925.69
总股本/流通股(万股)	25600.00/9280.00
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

报告期内公司实现高成长, 渠道持续改善与新业务(厨房小家电业务)成长超预期是中报主要亮点。同时, 应付账款与预收账款较期初增加也显示公司对上下游占款能力增强, 产业链话语权提升。预计公司2012年、2013年每股收益为0.99元与1.21元, 对应的PE分别为17.43与14.24倍, 考虑到公司良好的成长性, 维持“买入”投资评级。

投资要点:

- 渠道改善是公司上半年主要亮点, 报告期内来自于传统家电连锁的营业收入逆势实现10%增长, 专卖店网点开拓速度也较2011年有所提高。新兴渠道方面来自于电商的销售收入同比增长超过150%。
- 厨房小家电业务也是亮点之一, 报告期内公司除了传统油烟机、灶具与消毒柜保持较快增长外, 厨房小家电营业收入同比增速高达61%。其中电压力煲、电磁炉和其他小家电业务不但维持了销售收入高增长, 毛利率也同比大幅改善。
- 报告期内公司经营现金流同比增加82.44%, 除了净利润增长外, 公司应付账款与预收账款大幅增加是导致经营性现金流大幅改善主要原因。应付账款与预收账款增加也显示公司对上下游占款能力提升, 产业链话语权提升。
- 盈利预测: 预计公司2012年、2013年每股收益为0.99元与1.21元, 对应的PE分别为17.43与14.24倍, 考虑到其良好的成长性, 维持“买入”投资评级。
- 风险提示: 商品房销售不振或将影响公司未来的成长性。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(亿元)	12.32	15.34	19.03	24.86
增长比率(%)	31.84%	24.54%	24.06%	30.63%
净利润(亿元)	1.34	1.87	2.54	3.10
增长比率(%)	64.17%	39.19%	35.62%	22.44%
每股收益(元)	1.09	0.73	0.99	1.21
市盈率(倍)	15.84	23.66	17.43	14.24

1、营业收入维持较快增速

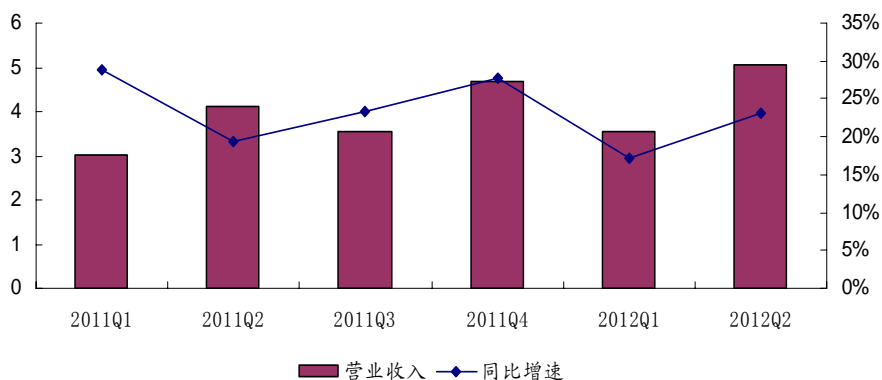
1.1 渠道改善驱动营收增长

报告期内，公司实现营业收入8.59亿元，同比增长20.63%；其中二季度公司实现营业收入5.03亿元，同比增长23.13%，增速较一季度提高5.86个百分点。

渠道持续改善是公司实现高增长主要驱动因素，报告期内苏宁、国美等传统KA渠道增长乏力，但公司来自于KA渠道的销售收入仍实现了10%以上的增长，该部分传统渠道约占公司营收的40%。上半年，公司新开拓专卖店渠道200余家，网点拓展速度较2011年提速明显，预计截止6月底，公司专卖店网点有望超过1200家。

传统渠道改善的同时，公司新兴渠道拓展进展更快。报告期内，房地产工程市场开拓也有所收获，新增绿地集团等一批重点客户。而电商渠道方面，营业收入增速超过150%。由于公司产品特殊的定价模式，以公司为主导的电商渠道拓展模式，使公司获得了部分原本属于经销商利润。电商渠道与专卖店销售收入占比提高也有利于公司盈利能力的进一步提高。

图1：公司营业收入单季增速波动



资料来源：中原证券、公司公告

1.2. 新业务成长超预期

报告期内，除了公司传统的烟机和灶具维持24%和16%增速外，厨房小家电业务表现抢眼，其中电压力锅实现销售收入4358万，同比增长37%，其营业收入已达到公司传统强势产品消毒柜的53%；电烤箱、蒸汽炉等西式小家电营业收入增速分别高达42%和123%。更为重要的是，厨房小家电在销售收入保持高速增长的同时，盈利能力也有所改善。

厨房小家电业务高增长受益于公司渠道与品牌较强的延伸能力，若厨房小家能保持当前增长态势，未来有望成为公司新的利润增长点。

表1: 公司2012年上半年主营产品表现

	营业收入(万元)	营业收入比上年增减(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减
吸油烟机	52,003.00	24.32%	49.84%	3.20%
燃气灶	26,688.00	16.33%	50.61%	1.75%
消毒柜	7,990.00	5.60%	42.63%	-2.06%
电烤箱	526	41.59%	50.53%	-2.74%
蒸汽炉	403	123.05%	48.83%	-4.92%
一体机	32	57.35%	33.27%	0.06%
电压力煲	4,258.00	37.39%	30.65%	5.33%
电磁炉	754	15.39%	28.11%	0.50%
其他小家电	432	40.13%	40.91%	18.55%

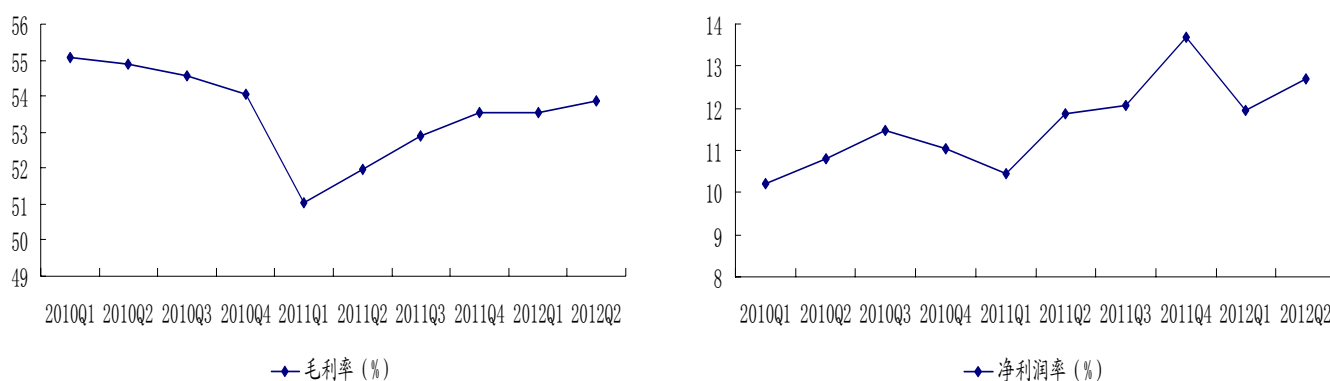
资料来源: 中原证券、公司公告

2、盈利能力持续改善

公司盈利能力持续改善,报告期内公司主营业务毛利率为53.74%,较去年同期提高2.17个百分点;其中二季度公司主营业务实现毛利率53.89%,环比改善0.37个百分点。受益毛利率提高,报告期内公司净利润率较历史同期提高1.13个百分点至12.40%,创下近三年来新高。

原材料成本下降与盈利能力较强的专卖店、电商渠道销售占比提升是公司盈利能力改善最主要的推动力。预计2013年随着募投项目投产,公司折旧预计将有所增加,毛利率存在出现波动的可能性。

图2: 公司单季度毛利率、净利率波动情况



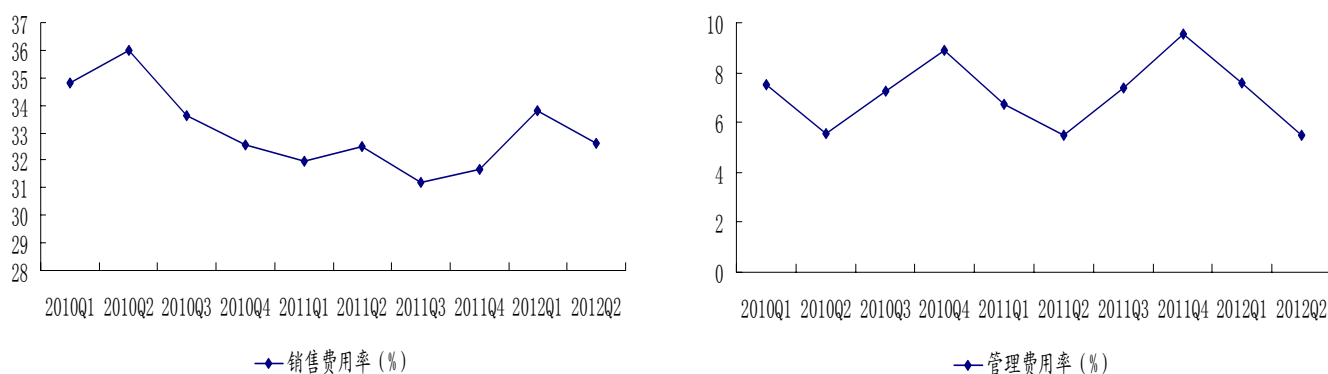
资料来源: 中原证券、公司公告

3、 期间费用维持同比增长

3.1 销售费用与管理费用保持同步增长

报告期内，公司销售费用与管理费用分别2.84亿元与5441万元，同比增长23.73与26.90%，增速基本与营业收入保持同步，销售费用率与管理费用率分别为33.10%与6.34%，分别较去年同期提高0.82个百分点与0.32个百分点。

图3: 公司销售费用率与管理费用率波动情况



资料来源：中原证券、公司公告

3.2 利息收入翻番

报告期内公司财务费用为实现收入756万，同比增长135%；其中公司获得利息收入770万元，是公司财务费用实现正收益的主要原因。

4、 经营现金流大幅改善

报告期内公司实现经营性现金流1.88亿元，同比增长82.44%，除了净利润增长外，公司应付账款与预收账款大幅增加是导致经营性现金流大幅改善主要原因。报告期末，公司应付账款余额为2.15亿元，较期初增加1589万元；预收账款余额为1.40亿元，较期初增加1791万元。而去年同期，应付账款余额与预付账款余额分别减少475万与4389万。应付账款与预售账款增加显示报告期内公司对上下游占款能力明显提高，产业链话语权增强。

5、 盈利预测与估值比较

预计公司2012年、2013年每股收益为0.99元与1.21元，对应的PE分别为17.43与14.24倍，考虑到公司良好的成长性，维持“买入”投资评级。

6、 风险提示:

商品房销售不振或将影响公司未来的成长性。

表2: 板块估值表

板块	证券简称	每股收益			每股净资产	收盘	市盈率			市净率	投资评级
		2011A	2012E	2013E	2012Q1	价	2011A	2012E	2013E	2012Q1	
小家电	九阳股份	0.66	0.69	0.79	3.45	6.90	10.47	10.00	8.73	2.00	增持
	老板电器	0.73	0.99	1.21	6.06	17.27	23.66	17.44	14.27	2.85	买入
	苏泊尔	0.82	0.89	1.01	5.02	11.09	13.46	12.46	10.98	2.21	增持
	华帝股份	0.62	0.69	0.80	2.50	7.22	11.61	10.46	9.03	2.89	增持
	万和电器	1.02	1.09	1.26	11.06	17.61	17.24	16.16	13.98	1.59	增持
	开能环保	0.33	0.41	0.52	4.20	14.53	44.03	35.44	27.94	3.46	增持
	日出东方	1.23	1.12	1.78	3.94	16.51	13.42	14.74	9.28	4.19	买入

资料来源: 中原证券

表3: 盈利预测

资产负债表	(亿元)				利润表	(亿元)			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	16.31	15.76	19.26	24.73	营业收入	15.34	19.03	24.86	32.48
现金	10.23	8.40	9.27	11.30	营业成本	7.29	9.11	11.96	15.72
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.15	0.19	0.25	0.33
应收票据	1.75	1.90	2.49	3.25	销售费用	4.88	5.71	7.46	9.75
应收款项	1.33	1.37	1.79	2.34	管理费用	1.13	1.37	1.79	2.34
存货	2.91	3.64	4.79	6.29	财务费用	-0.24	-0.28	-0.26	-0.31
其他	0.09	0.45	0.93	1.56	资产减值损失	0.03	0.01	0.01	0.01
非流动资产	2.88	5.53	6.04	5.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.01	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	1.23	4.05	5.68	5.39	营业利润	2.10	2.92	3.65	4.69
无形资产	0.37	0.36	0.34	0.32	营业外收入	0.08	0.07	0.00	0.00
其他	1.26	1.12	0.03	0.05	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	19.19	21.28	25.30	30.49	利润总额	2.18	2.98	3.65	4.69
流动负债	4.09	4.34	5.26	6.46	所得税	0.31	0.45	0.55	0.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1.87	2.54	3.10	3.99
应付帐款	2.00	1.82	2.39	3.14	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	1.22	1.26	1.32	1.39	归属母公司净利润	1.87	2.54	3.10	3.99
其他	0.88	1.26	1.55	1.92	EPS (元)	0.73	0.99	1.21	1.56
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	4.09	4.34	5.26	6.46	每股指标				
股本	2.56	2.56	2.56	2.56	每股收益	0.73	0.99	1.21	1.56
资本公积金	9.69	9.69	9.69	9.69	每股经营现金	-0.21	-0.35	0.29	0.78
未分配利润	2.42	4.26	7.37	11.35	每股净资产	5.90	6.62	7.83	9.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率				
母公司所有者权益	15.10	16.94	20.05	24.03	营业收入增长率	24.54%	24.06%	30.63%	30.68%
负债及权益合计	19.19	21.28	25.30	30.49	营业利润增长率	37.40%	39.25%	25.21%	28.35%
					净利润增长率	39.19%	35.62%	22.44%	28.35%

现金流量表	(亿元)				获利能力				
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	52.48%	52.15%	51.88%	51.61%
经营活动现金流	1.37	1.45	1.52	1.90	净利率	12.19%	13.33%	12.49%	12.27%
净利润	1.87	2.54	3.10	3.99	ROE	12.38%	14.97%	15.49%	16.58%
资产减值准备	0.03	0.01	0.01	0.01	ROIC	11.93%	23.73%	23.41%	24.93%
折旧摊销	0.12	0.20	0.40	0.51	偿债能力				
财务费用	-0.24	-0.28	-0.26	-0.31	资产负债率	19.23%	17.16%	17.24%	17.20%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	3.99	3.63	3.66	3.83
营运资金变动	0.00	-1.02	-1.73	-2.25	速动比率	3.27	2.79	2.75	2.85
投资活动现金流	-1.42	-1.92	-1.05	-0.21	营运能力				
资本支出	0.00	-1.93	-1.05	-0.25	资产周转率	0.85	0.94	1.07	1.16
其他投资	-1.42	0.01	0.00	0.04	存货周转率	2.71	2.78	2.84	2.84
筹资活动现金流	-0.48	-0.42	0.26	0.31	应收帐款周转率	14.33	14.62	16.30	16.27
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-0.48	-0.42	0.26	0.31	PE	23.66	17.43	14.24	11.09
现金净增加额	-0.53	-0.89	0.74	2.00	PB	2.93	2.61	2.21	1.84

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。