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
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120012
(8610) 6622 9084
huiming.liu@ bocichina.com

老板电器调研纪要

上半年业绩说明

据中怡康数据统计，上半年油烟机和燃气灶行业均下滑 6-7%，**老板电器**(002508.SZ/人民币 18.60, 买入)增长 13%，方太增长 5%，华帝增长 6%。华帝 KA 门店进店率 60%，老板进店率 85%，方太进店率 90-95%。上半年，公司 KA 增速 10%，精装修增长 60%以上，新开 200 家专卖店，关店率 4%，新增门店数增长 15%，低于 30%的预期。去年 KA 收入占比 40%，上半年收入增长贡献四个点，专卖店贡献 4 个点，精装贡献 6 个点，新兴渠道贡献 8 个点。原材料处于低位拉动毛利率 2 个点，渠道结构改变提升同样毛利率。上半年，除了广告费用，其他费用控制严格。下半年业绩确定性较高，关键是打好“十一之战”。今年收入计划 20 亿，我们预计实际在 19 亿左右，明年 30 亿目标有压力。预计将在 26 亿左右。去年开票调整影响销售约 1 亿。

开票政策调整影响

目前除两个地区外，其他地区开票政策都已调整完毕，实际影响收入 2-3 个点。老板电器对过去的代理商逐步调整，设立公司。现在全国拥有 60 个代理经销商，其中 15 个经销商，经销商采取现款现货，不影响收入确认。也是回执销售清单后确认收入。授予代理商信用额度，房产抵押，发货规模一般控制在抵押额度的两倍，旺季时会适度放大。

“名气”品牌现状

“名气”品牌源于金融危机，发展速度超出预期，经销商重新招募，渠道包括专卖店和商场，截至去年底网点不到 400 个，经销商 30 多个。渠道相对于“老板”品牌更扁平化。去年销售额 3,800 万，今年上半年翻倍。下一步有两点突破，一是品类，扩展热水器，二是渠道进 KA，电商渠道，价格弹性较大，公司目标是尽快将该品牌做大。

与电商合作情况

京东买断公司产品，京东的卖价是自己决定，与公司无关。结算上，京东当月回款，苏宁会慢一些。公司与易购刚开始合作，苏宁线上线下分开采购。目前，电商混战，逼着供应商选择合作对象和线上线下渠道。国美加入线下价格竞争，可能形势较为严峻。方太与公司战略一致，有默契。未来渠道选择关键在于分销体系。目前老板自有分销体系已经盈利，KA 占比 40%以上，占比较高，其他厂商占比较小，因而不太可能接受 KA 的价格体系带来的亏损局面。京东去年年底开始合作，上半年翻 2 倍。

线上线下产品销售价差别不大。线下供货由代理商，线上供货是厂商直供。天猫是按公司制定的价格，有一定扣点，各渠道价格战必须由公司认可。

目前公司的产品策略是“一开三”，及一款产品分三种型号，型号和外观上适应各种渠道。

电视购物模式

电视购物交给地方销售公司做，目前以长沙快乐购物和上海迅驰为主，由代理商运营。线上购物由总部经营，让给一级代理商几个点毛利率，一级代理商再给下级代理商几个点毛利率。未来地方代理商开的淘宝店都要收回来。

精装房市场

精装房市场，北京占比 14%，杭州、南京、石家庄占比 10%，住建部鼓励精装房，避免二次装修，未来开发商将迅速提高占比。恒大集团目前全部为精装房，均价为 6,100 元/平米。恒大与老板电器合同金额 09-11 年分别为 103 万、3,567 万和 9,336 万元。老板连续两年获得恒大优秀战略合作伙伴。

长期规划

公司未来仍将坚持技术创新，引领厨房电器行业高端品牌路线。同时，逐步扩充产品品类，向热水器、微波炉、洗碗机等配套产品延伸。我们认为，老板电器 33 年来坚持的理念是其具有今天在厨房电器行业的“品牌”影响力的关键，这绝非一日之功。中国市场长期的成功关键在于“品牌”，这是老板电器的核心价值所在。

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準则》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，豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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