

# 老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

市价(人民币): 17.06元  
目标(人民币): 19.80-22.28元

## 3Q收入提速, 业绩符合预期, 现价值得买入

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)	43.67
年内股价最高最低(元)	19.57/14.45
沪深300指数	2291.24
中小板指数	4866.85



### 相关报告

- 《新兴渠道和新品牌助公司逆市增长》, 2012.8.13
- 《弱市下更显公司优秀, 净利润增长33%》, 2012.7.27
- 《1Q收入利润增速均远优于同类公司》, 2012.4.25

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

### 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	0.731	0.954	1.238	1.548
每股净资产(元)	8.57	5.90	6.72	7.85	9.27
每股经营性现金流(元)	0.73	0.53	1.11	1.13	1.50
市盈率(倍)	44.48	21.94	17.87	13.78	11.02
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	9.98	9.98	9.98
净利润增长率(%)	64.17%	39.23%	30.64%	29.67%	25.05%
净资产收益率(%)	9.80%	12.39%	14.20%	15.77%	16.70%
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 年前三季度实现营业收入 13.23 亿元, 同比增长 24.0%; 归属于上市公司股东净利润 1.62 亿元, 同比增长 31.6%, 符合我们预期。其中第三季度营业收入 4.64 亿元, 同比增长 30.7%; 归属于上市公司股东净利润 0.56 亿元, 同比增长 29.5%。
- 公司预计 2012 年归属于上市公司股东的净利润变动幅度为+10%至+40%。

### 经营分析

- 品牌形象不断提升, 在大连锁渠道增速加快。**公司“有爱的饭”打情感营销牌, 进一步提升公司品牌形象。3Q12 收入增速达 30.7% (图表 1), 贡献依然主要来自“老板”品牌, 而“帝泽”尚无产出, “名气”延续上半年的翻倍增长。分渠道来看, 亮点在大连锁渠道, 增速约 15% (图表 3,4), 在该渠道的份额进一步提升。其他渠道保持上半年的增长势头。
- 收入增速加快并未损失盈利能力, 3Q12 净利率同比基本持平。**3Q12 毛利率小幅上升 0.8 个百分点, 原因是毛利率较低的 NA 渠道占比下降; 销售费用率上升 0.6 个百分点; 规模效应使管理费用率下降 0.2 个百分点, 最终 3Q12 净利率 12.2%, 同比下降 0.1 个百分点 (图表 5)。
- 经营性现金流量净额同比增长 60%; 应收账款、应收票据、存货等各项指标处正常水平 (图表 6, 7)。**
- 经营稳健, 全年净利润 30% 的增长确定性强。**公司多渠道+多品牌经营战略稳步推进, 新兴渠道高增长的同时, 大连锁渠道仍能实现较快增长更显公司竞争实力。尽管整体市场需求平淡, 但公司全年仍有望实现净利润 30% 的高增长。

### 盈利调整

- 三季报符合预期, 我们维持前期盈利预测: 预计公司 2012-2014 年收入为 19.0、24.5、30.9 亿元, 增速为 23.9%、28.7%、26.2%; 净利润 2.44、3.17、3.96 亿元, 净利润增速 30.6%、29.7%、25.1%; EPS 为 0.954、1.238、1.548 元。

### 投资建议

- 上半年房地产销量的好转有望在 4Q 以后转化厨电需求。“渠道多元化+品牌多元化”战略成功运作带来量升、价涨、利润率提高, 未来三年保持 25-

30%增速的确定性高, 6-12 个月合理估值 16-18X13PE, 即 19.80-22.28 元, 距离现价还有 16-31%空间, 上调至“买入”评级。

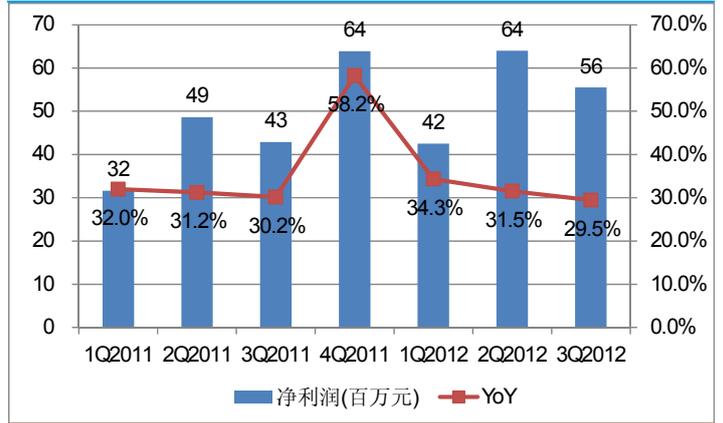
**风险提示**

- 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: 公司单季营业收入及 YoY**

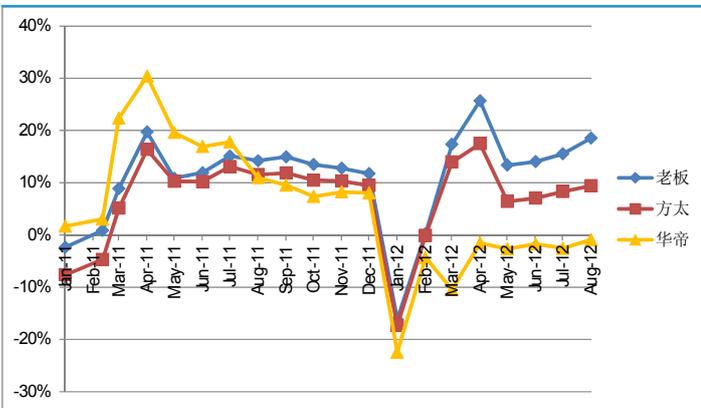


**图表2: 公司单季净利润及 YoY**

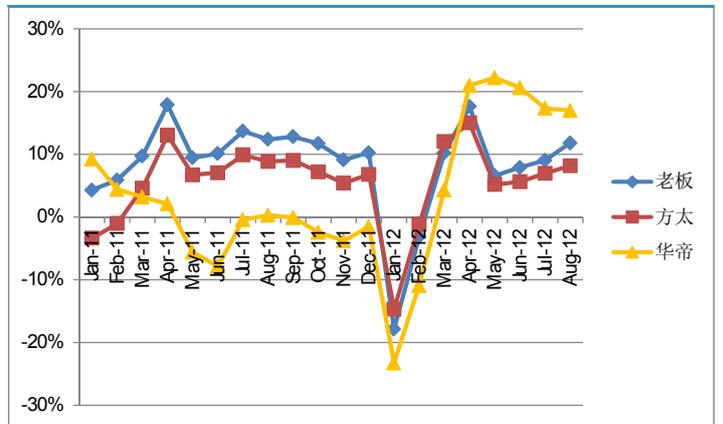


来源: 公司财报, 国金证券研究所

**图表3: 公司吸油烟机累计销售额同比增速 (体现公司在大连锁渠道的增速)**



**图表4: 公司燃气灶累计销售额同比增速 (体现公司在大连锁渠道的增速)**



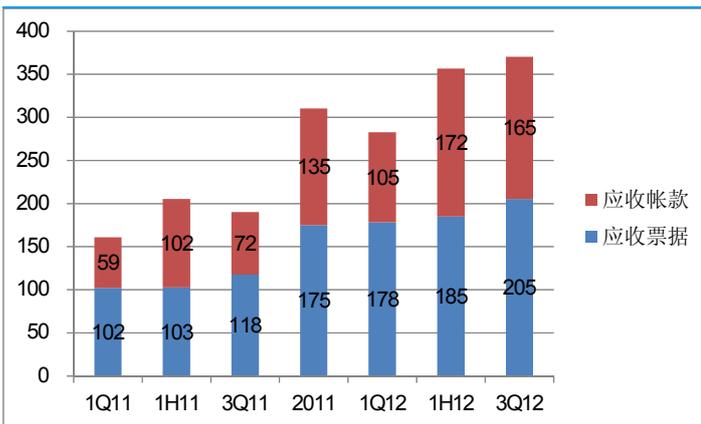
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表5: 利润表分拆及点评

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12 同比	1-3Q12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	712	355	1067	859	464	1323	30.7%	24.0%	保持上半年良好增长势头, 在大连锁渠道增速上升至15%左右
	收入YoY		23.4%	23.2%	20.6%	30.7%	24.0%			
利润表结构百分比	毛利率	51.6%	52.9%	52.0%	53.7%	53.7%	53.7%	0.8	1.7	产品盈利能力小幅上升
	-销售费用率	32.3%	31.2%	31.9%	33.1%	31.8%	32.6%	0.6	0.7	
	毛利率-费用率	19.3%	21.7%	20.1%	20.6%	21.9%	21.1%	0.2	1.0	
	-管理费用率	6.0%	7.4%	6.5%	6.3%	7.2%	6.6%	-0.2	0.2	规模效应
	-财务费用率	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.9%	-0.4%	-0.7%	-0.1	-0.3	利息收入增加
	-资产减值损失	0.2%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	0.4	0.2	坏账准备计提增长
	公允价值变动收益	0.0%	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	0.0	
	+营业外收支	0.8%	0.2%	0.6%	0.9%	0.1%	0.6%	-0.1	-0.0	
	=利润总额	13.3%	14.3%	13.6%	14.6%	14.1%	14.4%	-0.2	0.8	
	-所得税费用	15.2%	15.7%	15.4%	15.0%	16.6%	15.5%	0.8	0.2	
	-少数股东损益	0.0%	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	11.3%	12.1%	11.5%	12.4%	12.0%	12.2%	-0.1	0.7	3Q12净利率基本持平	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	80.3	42.9	123.1	106.5	55.5	162.0	29.5%	31.6%	
	净利润YoY		30.2%	31.1%	32.7%	29.5%	31.6%			

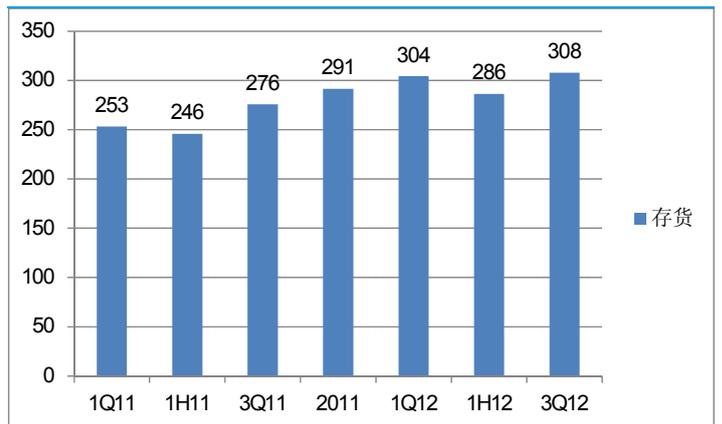
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表6: 应收账款及应收票据环比变化不大



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表7: 存货水平正常(百万元)



图表8: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>934</b>	<b>1,232</b>	<b>1,534</b>	<b>1,901</b>	<b>2,447</b>	<b>3,088</b>	货币资金	175	1,075	1,023	1,290	1,534	1,868
增长率		31.8%	24.5%	23.9%	28.7%	26.2%	应收款项	162	214	308	368	471	591
<b>主营业务成本</b>	<b>-420</b>	<b>-559</b>	<b>-729</b>	<b>-896</b>	<b>-1,186</b>	<b>-1,532</b>	存货	195	246	291	353	450	561
%销售收入	44.9%	45.4%	47.5%	47.2%	48.5%	49.6%	其他流动资产	7	13	9	13	16	20
<b>毛利</b>	<b>514</b>	<b>672</b>	<b>805</b>	<b>1,005</b>	<b>1,261</b>	<b>1,556</b>	流动资产	540	1,547	1,631	2,023	2,472	3,040
%销售收入	55.1%	54.6%	52.5%	52.8%	51.5%	50.4%	%总资产	83.2%	91.8%	85.0%	87.2%	88.9%	90.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	长期投资	0	0	1	2	1	1
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	70	99	248	254	263	260
<b>营业费用</b>	<b>-340</b>	<b>-421</b>	<b>-488</b>	<b>-608</b>	<b>-746</b>	<b>-911</b>	%总资产	10.8%	5.9%	12.9%	10.9%	9.5%	7.8%
%销售收入	36.4%	34.2%	31.8%	32.0%	30.5%	29.5%	无形资产	36	37	38	40	42	44
<b>管理费用</b>	<b>-70</b>	<b>-90</b>	<b>-113</b>	<b>-139</b>	<b>-171</b>	<b>-210</b>	非流动资产	109	137	288	298	308	307
%销售收入	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.0%	6.8%	%总资产	16.8%	8.2%	15.0%	12.8%	11.1%	9.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>93</b>	<b>149</b>	<b>188</b>	<b>239</b>	<b>319</b>	<b>404</b>	<b>资产总计</b>	<b>648</b>	<b>1,684</b>	<b>1,919</b>	<b>2,321</b>	<b>2,780</b>	<b>3,348</b>
%销售收入	10.0%	12.1%	12.3%	12.5%	13.0%	13.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	应付款项	208	289	374	520	677	864
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.6%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	其他流动负债	19	25	35	80	94	110
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	流动负债	227	313	409	600	770	974
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	<b>负债</b>	<b>227</b>	<b>313</b>	<b>409</b>	<b>600</b>	<b>770</b>	<b>975</b>
<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>152</b>	<b>210</b>	<b>273</b>	<b>358</b>	<b>450</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>422</b>	<b>1,371</b>	<b>1,510</b>	<b>1,721</b>	<b>2,009</b>	<b>2,372</b>
营业利润率	10.1%	12.4%	13.7%	14.3%	14.6%	14.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>648</b>	<b>1,684</b>	<b>1,919</b>	<b>2,321</b>	<b>2,780</b>	<b>3,348</b>
<b>税前利润</b>	<b>94</b>	<b>156</b>	<b>218</b>	<b>287</b>	<b>373</b>	<b>466</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.1%	12.7%	14.2%	15.1%	15.2%	15.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-43</b>	<b>-56</b>	<b>-70</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.1%	14.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.682	0.840	0.731	0.954	1.238	1.548
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>134</b>	<b>187</b>	<b>244</b>	<b>317</b>	<b>396</b>	每股净资产	3.516	8.569	5.899	6.723	7.848	9.266
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	1.056	0.725	0.535	1.113	1.132	1.497
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>82</b>	<b>134</b>	<b>187</b>	<b>244</b>	<b>317</b>	<b>396</b>	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	8.8%	10.9%	12.2%	12.9%	13.0%	12.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.40%	9.80%	12.39%	14.20%	15.77%	16.70%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.62%	7.98%	9.74%	10.53%	11.40%	11.84%
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>134</b>	<b>187</b>	<b>244</b>	<b>317</b>	<b>396</b>	投入资本收益率	19.22%	9.35%	10.72%	11.78%	13.48%	14.47%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>42</b>	主营业务收入增长率	7.81%	31.84%	24.54%	23.93%	28.71%	26.22%
<b>非经营收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	EBIT增长率	60.76%	59.70%	26.36%	26.64%	33.53%	26.81%
<b>营运资金变动</b>	<b>34</b>	<b>-23</b>	<b>-64</b>	<b>33</b>	<b>-38</b>	<b>-37</b>	净利润增长率	68.48%	64.17%	39.23%	30.64%	29.67%	25.05%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>127</b>	<b>121</b>	<b>137</b>	<b>285</b>	<b>290</b>	<b>383</b>	总资产增长率	31.01%	159.76%	13.95%	20.91%	19.77%	20.43%
<b>资本开支</b>	<b>-15</b>	<b>-37</b>	<b>-141</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	35.9	27.7	26.8	30.0	30.0	30.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	存货周转天数	167.0	143.9	134.6	145.0	140.0	135.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-37</b>	<b>-141</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	应付账款周转天数	74.5	77.5	83.0	89.0	89.0	90.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>908</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	27.3	21.6	29.3	24.7	20.5	15.9
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-88</b>	<b>-48</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	净负债/股东权益	-41.56%	-78.39%	-67.74%	-74.95%	-76.35%	-78.70%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>820</b>	<b>-48</b>	<b>0</b>	<b>-29</b>	<b>-32</b>	EBIT利息保障倍数	-88.8	-47.4	-7.9	-6.9	-7.5	-7.9
<b>现金净流量</b>	<b>111</b>	<b>904</b>	<b>-52</b>	<b>267</b>	<b>244</b>	<b>334</b>	资产负债率	34.94%	18.60%	21.33%	25.84%	27.72%	29.14%

来源: 公司财报, 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
买入	0	1	2	11	12
增持	1	1	7	24	27
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.75	1.70	1.70

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	14.66	N/A
2 2011-01-17	中性	20.34	27.20 ~ 32.60
3 2011-04-11	增持	20.01	39.10 ~ 43.50
4 2011-12-25	增持	15.29	20.63 ~ 22.43
5 2012-01-17	增持	16.65	19.00 ~ 21.00
6 2012-04-25	增持	17.16	19.09 ~ 22.24
7 2012-07-27	增持	17.55	19.09 ~ 22.24
8 2012-08-13	增持	17.76	19.09 ~ 22.28

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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