

公司研究

调研简报

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## “名气”品牌拓宽增长空间，渠道结构继续优化

——老板电器(002508)调研简报

### 核心观点

**1、2012年销售额将达19亿元以上，EPS可达0.93元以上，符合市场预期。**公司期间费用率比较稳定，2012前三季度期间费用率同比虽略有增长，但Q4利息收入为2000万左右，明显拉低期间费用率。

**2、双寡头格局仍将在最近几年内维持，因此和方太不会发生价格战，方太的策略也是“不打价格战”。**首先，由于烹饪习惯相差很大，洋品牌很难打入中国；其次，厨房电器使用习惯上不像更新换代较快的小家电，更类似家具和卫浴产品，往往是在装修时购买并和橱柜配套，轻易不会更换，高毛利率有产品自身原因。此外，其他国内品牌如美的主打中低端，华帝定位中端，定位高端的卡萨帝主打冰洗，这也成就了老板和方太的双寡头格局。今年以来，厨卫电器厂家中只有老板、方太和华帝的销售额实现增长，增速最快的是老板，方太增速为10%左右。

**3、推出名气品牌具有长远的战略意义。**公司预计，2012年中国油烟机、灶具、消毒柜的市场规模约为200亿、100亿和80亿，总额接近400亿。老板电器今年销售额在19亿以上，占比仅为5%。公司推出定位中端的“名气”品牌，价格定位和华帝差不多，意在巩固高端市场的同时，开拓容量更大的中端市场。公司的长远目标是名气的收入规模超过老板，两个品牌的经销商也完全分开，使名气的发展更加健康。定位中端的帅康，近年来销售额明显下降，也给名气的扩张创造了机会。

**4、老板电器渠道结构不断得到优化，电商和精装修渠道份额迅猛上升。**下半年以来，KA渠道份额降至40%以下，达到38%左右；专卖店约为18%，同比上升；地方通路约8%，橱柜专营店约8%，都呈下降态势；电商（电视购物+网购）份额15%左右（同比+150%）；精装修份额升至11%（同比+60%）。渠道结构优化，对提高盈利能力有积极作用，今年前三个季度，公司销售费用率连续环比下降。

**5、电商渠道快速增长，成为未来主要看点。**公司预计今年电商渠道销售额整体增长150%，其中，电视购物销售额约1亿，网购约2亿。电商渠道从不打折，这是公司发展电商的底线，一来不影响价格体系和渠道稳定，二来毛利率更高。网购以公司为主，另有10个代理商做网店。

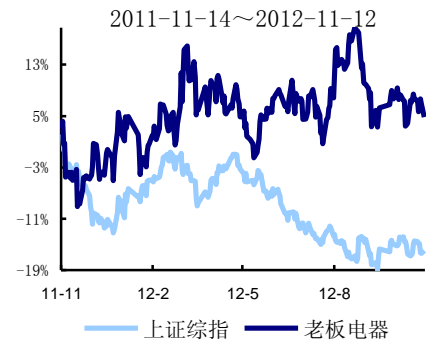
**投资建议：**老板电器是家电业的优质白马公司之一，在高端厨电的优势可在较长时间内保持，盈利能力非常稳定，渠道结构丰富，代理商与公司利益捆绑、寡头地位等方面类似格力。维持2012-2014年EPS为0.93元、1.09元和1.18元的预测，维持“短期\_推荐、长期\_A”的评级。

**风险提示：**欧洲出现重大不利事件，A股整体估值水平下移，中国向拉动消费的经济转型不及预期，房地产销量下降导致厨卫电器销量下降。

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1533.89	1916.47	2431.30	2956.86
同比增速(%)	24.54	21.00	10.00	10.00
净利润(百万)	134.34	186.99	232.96	292.80
同比增速(%)	39.19	27.11	17.67	8.21
EPS(元)	0.73	0.93	1.09	1.18
P/E	23.29	18.28	15.60	14.41

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	25600.00
流通A股(万股)	9280.00
52周内股价区间(元)	14.35-20.5
总市值(亿元)	44.21
总资产(亿元)	19.19
每股净资产(元)	5.90
6个月目标价	18.60
12个月目标价	

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-老板电器(002508):三季度收入增速创新高，继续保持高毛利率》 2012-10-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-老板电器(002508):高端厨电市场优势稳固，渠道多元化成效明显》 2012-07-30
- 《国都证券-公司研究-新股研究-老板电器(002508):中高端厨电龙头加速成长》 2010-11-04

### 研究员: 杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			