

公司研究

新股研究

建议询价区间: 18.25- 21.9 元

## 中高端厨电龙头加速成长

——老板电器(002508)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论:

我们预计公司 10-12 年每股收益为 0.73 元、0.86 元和 1.02 元，对应 10 年合理市盈率在 25-30 倍之间，建议询价区间为 18.25-21.9 元。

#### 主要依据:

公司主营业务集中在厨房电器产品的研发、生产和销售，产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品，其中，吸油烟机和燃气灶对毛利贡献程度合计超过 85%，且盈利能力在行业中处于中高档水平。

厨卫家电行业中长期成长空间可观。05-09 年国内吸油烟机和燃气灶销量年复合增长率分别为 19.2%和 10.3%，实现较快增长，由于目前这两类产品在城乡的保有量较其他家电产品明显偏低，随着城镇化的推进以及农村市场消费升级，销售年复合增长率有望提高到 15%。

公司中高端的品牌形象逐步强化，综合毛利率超过 50%，且各细分产品市场竞争力突出，尤其在高端吸油烟机、燃气灶领域均居于第一的位置，具备未来成为行业龙头的实力。后期公司仍会增加研发和销售渠道方面的投入，进一步提升竞争力，而上市后管理层、各部门骨干人员、经营商等也都会通过股权关联形成良性激励体系，共同推进企业取得长足发展。

本次募集资金项目建成投产后，公司吸油烟机的产能将从现在的 40 万台/年增加至 105 万台/年，燃气灶的产能将从现在的 35 万台/年增加至 75 万台/年，同时新增 10 万台消毒柜产能，为充分享受厨卫家电市场的成长奠定重要基础。

#### 风险提示:

1、房地产销售波动风险；2、市场竞争加剧风险；3、原材料价格上涨风险

#### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	934.2	1140.3	1366.2	1621.5
同比增速(%)	7.8%	22.1%	19.8%	18.7%
净利润(百万)	81.8	114.6	132.3	153.6
同比增速(%)	-	40.1%	15.4%	16.1%
EPS(元)	0.51	0.72	0.83	0.96

#### 基础数据

总股本(万股)	12000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	6.48
每股净资产(元)	3.52
建议询价区间(元)	18.25-21.9

#### 研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

#### 联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@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。

## 1、本次发行一般情况

**表 1 公司此次发行概况**

公司名称	杭州老板电器股份有限公司
公司简称	老板电器
发行地	深圳
发行日期	2010-11-10
申购代码	002508
发行股数(万股)	4000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	16,000
每股收益(2009)年	0.68
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.51
发行前每股净资产(元)	3.29

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

## 2、公司及行业概况

公司主营业务集中在厨房电器产品的研发、生产和销售，产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品，其中，吸油烟机和燃气灶对毛利贡献程度合计超过 85%，且盈利能力在行业中处于中高档水平。

厨卫家电行业中长期成长空间可观。05-09 年国内吸油烟机和燃气灶销量年复合增长率分别为 19.2%和 10.3%，实现较快增长，由于目前这两类产品在城乡的保有量较其他家电产品明显偏低，随着城镇化的推进以及农村市场消费升级，销售年复合增长率有望提高到 15%。

公司中高端的品牌形象逐步强化，综合毛利率超过 50%，且各细分子产品市场竞争力突出，尤其在高端吸油烟机、燃气灶领域均居于第一的位置，具备未来成为行业龙头的实力。后期公司仍会增加研发实力和销售渠道的投入，进一步提升竞争力，而上市后管理层、各部门骨干人员、经营商等也都会通过股权关联形成良性激励体系，共同推进企业取得长足发展。

本次募集资金项目建成投产后，公司吸油烟机的产能将从现在的 40 万台/年增加至 105 万台/年，燃气灶的产能将从现在的 35 万台/年增加至 75 万台/年，同时新增 10 万台消毒柜产能，为充分享受厨卫家电市场的成长奠定重要基础。

### 2.1 公司的股权结构

**表 2 公司本次发行前后股权结构**

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
老板集团	8,060.00	67.17	8,060.00	50.38
美好资本	1,000.00	8.33	1,000.00	6.25
联和投资	800.00	6.67	800.00	5.00
金创投资	430.00	3.58	430.00	2.69
银创投资	357.50	2.98	357.50	2.23
沈国英	340.00	2.83	340.00	2.13

合创投资	312.50	2.60	312.50	1.95
任建华	150.00	1.25	150.00	0.94
任富佳	100.00	0.83	100.00	0.63
任罗忠	50.00	0.42	50.00	0.31
赵继宏	50.00	0.42	50.00	0.31
唐根泉	50.00	0.42	50.00	0.31
沈国良	50.00	0.42	50.00	0.31
张林永	50.00	0.42	50.00	0.31
张松年	50.00	0.42	50.00	0.31
张杰	50.00	0.42	50.00	0.31
任建永	50.00	0.42	50.00	0.31
沈银浩	50.00	0.42	50.00	0.31
社会公众股	-	-	4,000.00	25.00
合计	12000.00	100.00	16000.00	100.00

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

## 2.2 募集资金使用

表 3 公司的募集资金投向

单位：万元

	项目名称	项目计划投资
1	年新增 15 万台吸油烟机技改项目	7990.00
2	年产 100 万台厨房电器生产建设项目	40000.00
3	研发中心建设项目	3900.00
	<b>合 计</b>	<b>51890</b>

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

## 3、盈利预测与估值定价

表 4：公司盈利预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业总收入</b>	934.2	1145.7	1375.8	1636.7
营业收入	934.2	1145.7	1375.8	1636.7
营业收入增长率	7.8%	22.6%	20.1%	19.0%
<b>二、营业总成本</b>	840	1013.1	1219.2	1450.6
营业成本	419.9	526.9	642.1	768.5
毛利率	55.1%	54.0%	53.3%	53.0%
营业税金及附加	10.6	11.5	13.8	16.4
销售费用	340.3	405.6	481.5	566.3
管理费用	70	71.0	82.5	98.2
财务费用	-1.05	-2.3	-1.1	0.8
资产减值损失	0.2	0.4	0.3	0.4
<b>三、其他经营收益</b>				
公允价值变动净收益				
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益				
<b>四、营业利润</b>	94.2	132.6	156.7	186.1

加：营业外收入	0.73	3.6	3.6	3.6
减：营业外支出	0.73	0.6	0.6	0.6
<b>五、利润总额</b>	94.2	135.6	159.7	189.1
减：所得税	12.4	18.6	21.9	26.5
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
<b>六、净利润</b>	81.8	117.0	137.8	162.6
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	81.8	117.0	137.8	162.6
净利润增长率		43.1%	17.7%	18.0%
<b>七、每股收益：</b>				
稀释每股收益	0.68	0.73	0.86	1.02

数据来源：国都证券

我们预计公司 10-12 年全面摊薄每股收益为 0.73 元、0.86 元和 1.02 元。结合公司的行业状况和公司的产品属性,我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 25-30 倍左右,建议一级市场询价区间为 18.25-21.9 元。

**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
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			