

**老板电器 (002508.SZ) 白色家电行业**
**评级：持有 维持评级**
**公司点评**
**王晓莹**

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 业绩快报 2010 年净利润超预期 5%

### 事件

老板电器发布业绩快报：2010 年经公司内部审计的收入为 12.3 亿元，同比增长 31.8%；归属于母公司股东净利润 1.35 亿元，同比增 64.6%。

### 评论

**公司 2010 年收入与我们预期基本一致；利润超我们预期近 5%、高于市场一致预期 9%：**根据业绩快报，公司 2010 年全面摊薄 EPS 为 0.842 元，超过我们 0.81 元的预期，更超过市场 0.77 元的一致预期。由于收入与我们预期基本一致，超我们预期的地方估计在于高毛利率的维持或费用率的控制、以及所得税率。

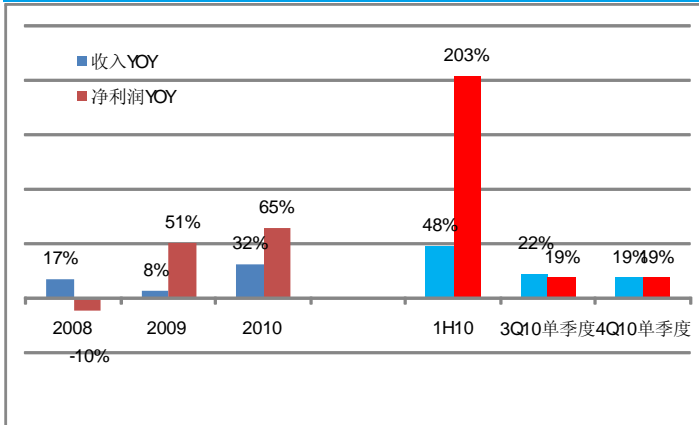
**分季度来看，下半年收入利润增速均放缓，应与 09 年基数前低后高有关：**公司 1H10 收入、净利润增速分别为 48%和 203%，下半年均放缓，回落至三、四季度都在 20%附近的水平（图表 1）；这应该与公司 09 年的基数前低后高有关。行业最高水平的高利润率依旧维持得较好，4Q 单季度净利率保持在 11%，营业利润率还在向上，达到 15%。

**依然看好中高端定位厨电市场的发展空间，以及公司三大竞争优势：**在新股报告中，我们认为厨房大家电兼有小家电、家具和大白电的属性——1) 家具属性令厨房大家电的高、低端产品的价格可以明显拉开；销售渠道包含建材市场、工程精装修市场，其中我国住宅精装修率远低于发达国家水平，国内水平也参差不齐，未来增长空间巨大，这部分需求将集中于高端市场。2) 类似小家电行业的是目前厨房大家电市场的分散度高，竞争尚不充分。3) 与大白电中冰洗产品相同的是城镇家庭保有量随着消费升级应能接近 100%，而目前行业销量都只有一千多万台，相比于冰洗的三四千万台内销量还有较大的增长空间。因此，厨房大家电行业将走上充分竞争和整合之路，中高端定位的龙头企业具备良好成长空间。公司拥有品牌定位清晰+技术实力强+经销商关系稳固三大优势——1) 明确定位中高端市场，品牌形象经营得当；2) 技术实力突出，产品性能优秀；3) 股权设置到经销商系统，有利于稳固和激励经销商。今后公司将着力发展作为传统渠道的 KA 渠道和专卖店，以及新兴渠道的住宅精装修市场（目前该渠道对销售贡献约为 4%，公司目标是 3 年左右提高到 15%，我们对此比较乐观。

### 盈利预测及投资建议

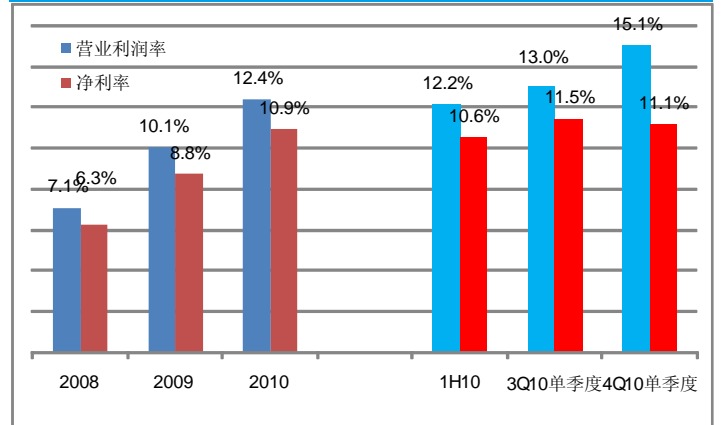
根据业绩快报，我们上调 2010-2012 年预测约 5%左右，即 0.842、1.085、1.343 元，净利润增速 64.6%、28.9%、23.7%；我们认为 6-12 个月合理估值水平为 25-30X11PE，即 27.2-32.6 元；作为次新股前期股价偏离合理价格，目前刚回落到合理区间，我们暂时依然维持持有评级。

图表1: 公司年度及2010年各阶段收入增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司年度及2010年各阶段利润率变化



图表3: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>738</b>	<b>866</b>	<b>934</b>	<b>1,232</b>	<b>1,572</b>	<b>2,011</b>
增长率		17.3%	7.8%	31.8%	27.6%	27.9%
主营业务成本	-390	-413	-420	-572	-754	-1,009
% 销售收入	52.8%	47.6%	44.9%	46.4%	48.0%	50.2%
毛利	348	454	514	660	818	1,002
% 销售收入	47.2%	52.4%	55.1%	53.6%	52.0%	49.8%
营业税金及附加	-8	-6	-11	-14	-17	-22
% 销售收入	1.1%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-223	-331	-340	-419	-511	-623
% 销售收入	30.2%	38.2%	36.4%	34.0%	32.5%	31.0%
管理费用	-34	-58	-70	-74	-90	-111
% 销售收入	4.6%	6.7%	7.5%	6.0%	5.8%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	83	58	93	153	199	246
% 销售收入	11.2%	6.7%	10.0%	12.5%	12.7%	12.2%
财务费用	-3	-1	1	1	1	1
% 销售收入	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	-1	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	0	0	0	0
% 税前利润	0.4%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	62	94	153	198	245
营业利润率	10.8%	7.1%	10.1%	12.4%	12.6%	12.2%
营业外收支	2	3	0	4	6	8
税前利润	82	65	94	156	204	253
利润率	11.2%	7.5%	10.1%	12.7%	13.0%	12.6%
所得税	-22	-10	-12	-22	-31	-38
所得税率	26.8%	16.1%	13.1%	13.8%	15.0%	15.0%
净利润	60	54	82	135	174	215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	60	54	82	135	174	215
净利率	8.2%	6.3%	8.8%	10.9%	11.0%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60	54	82	135	174	215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	11	9	14	33	51
非经营收益	8	-5	1	-2	-6	-8
营运资金变动	26	-54	34	-78	-24	-22
经营活动现金净流	100	7	127	68	177	237
资本开支	-16	-7	-15	-1	-533	170
投资	-10	4	0	-1	0	0
其他	-50	-74	0	0	0	0
投资活动现金净流	-77	-77	-15	-2	-533	170
股权募资	0	145	0	880	-11	0
债权募资	-40	-25	0	0	0	1
其他	17	-1	0	0	-21	-21
筹资活动现金净流	-22	119	0	880	-32	-20
现金净流量	2	48	111	946	-389	387

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	16	64	175	1,122	733	1,120
应收款项	92	138	162	215	252	293
存货	184	189	195	266	331	414
其他流动资产	8	3	7	13	17	22
流动资产	299	394	540	1,617	1,333	1,850
% 总资产	73.0%	79.6%	83.2%	94.2%	68.7%	82.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	77	74	70	66	580	373
% 总资产	18.9%	15.0%	10.8%	3.8%	29.9%	16.6%
无形资产	30	23	36	31	26	22
非流动资产	111	101	109	99	607	397
% 总资产	27.0%	20.4%	16.8%	5.8%	31.3%	17.7%
<b>资产总计</b>	<b>410</b>	<b>495</b>	<b>648</b>	<b>1,716</b>	<b>1,940</b>	<b>2,246</b>
短期借款	25	0	0	0	0	0
应付款项	223	135	208	259	335	438
其他流动负债	21	20	19	42	48	56
流动负债	268	155	227	300	383	494
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	268	155	227	300	383	495
普通股股东权益	141	340	422	1,416	1,557	1,751
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>410</b>	<b>495</b>	<b>648</b>	<b>1,716</b>	<b>1,940</b>	<b>2,246</b>

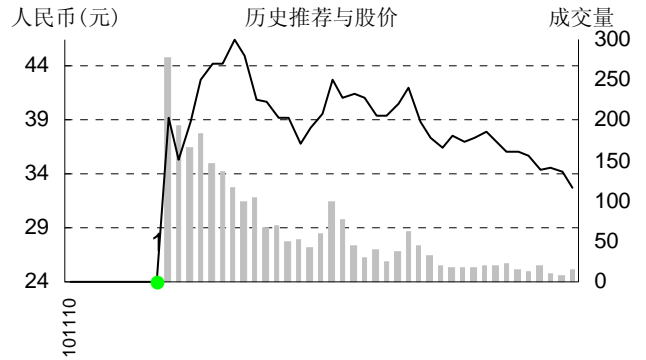
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.351	0.451	0.682	0.842	1.085	1.343
每股净资产	3.161	2.834	3.516	8.849	9.733	10.946
每股经营现金净流	2.250	0.056	1.056	0.428	1.105	1.480
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	42.73%	15.93%	19.40%	9.52%	11.15%	12.27%
总资产收益率	14.70%	10.94%	12.62%	7.85%	8.95%	9.57%
投入资本收益率	36.36%	14.33%	19.22%	9.34%	10.88%	11.95%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	17.34%	7.81%	31.83%	27.64%	27.92%
EBIT增长率	N/A	-29.87%	60.76%	64.36%	29.91%	23.55%
净利润增长率	N/A	-10.09%	51.08%	64.63%	28.92%	23.73%
总资产增长率	N/A	20.79%	31.01%	164.65%	13.04%	15.78%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	21.3	36.6	35.0	45.0	40.0	35.0
存货周转天数	86.0	164.9	167.0	170.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	35.7	62.9	74.5	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	38.3	31.4	27.3	18.7	96.8	67.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	6.54%	-18.84%	-41.56%	-79.23%	-47.08%	-63.89%
EBIT利息保障倍数	23.7	77.7	-88.8	-236.6	-214.9	-276.1
资产负债率	65.45%	31.30%	34.94%	17.50%	19.73%	22.03%

**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	持有	24.00	N/A

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室