

日期: 2011年2月28日  
行业: 电器机械及器材制造业



邓永康  
021-53519888-1919  
yk deng@126.com  
执业证书编号: S0870510120004

# 产品盈利能力强 营销优势明显

## 基本数据 (10Q3)

报告日股价 (元)	33.93
12mth A 股价格区间 (元)	31.70/51.98
总股本 (百万股)	160.00
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (百万元)	1,357.2
每股净资产 (元)	8.57
PBR (X)	3.96
DPS (Y09, 元)	0.73

## 主要股东 (2010-11-23)

杭州老板实业集团有限公司	50.38%
美好资本投资有限公司	6.25%
杭州联和投资有限公司	5.00%

## 收入结构 (10H1)

油烟机	54.13%
燃气灶	29.52%
消毒柜	9.92%
小家电	4.38%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: DYK11-CI01

首次报告日期: 2011年2月28日

## ■ 报告背景:

近期通过实地调研,对老板电器经营近况进行了跟踪研究。

## ■ 主要观点:

### 行业增长平稳、高端市场空间大

未来几年,随着我国居民生活水平提高,厨房电器行业的需求有望加大,油烟机行业的未来的增长将保持平稳格局,以欧式机为代表的高端产品市场份额将进一步扩大迅速扩大。

### 公司在主要厨房电器领域拥有领先地位

公司在吸油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房电器领域拥有领先地位。2010年,公司吸油烟机零售量市场占有率为 10.06%,市场份额排名第一。嵌入式燃气灶市场份额排名第一,市场占有率分别为 10.41%。

### 产品定位高、盈利能力强

公司的烟灶产品定位于高端市场,产品价格高。公司结合市场需求特征,进一步优化产品结构;通过技术创新提高产品附加值,因此,公司的毛利率维持在高位,并有继续提高的趋势。

### 在代理制的基础上拓展多种销售模式

公司在代理制的基础上,提高大连锁的进店率、增加专卖店数量、进入精装修市场、加强网络营销,从而提高销售渠道的竞争力。

## 投资建议:

### 未来六个月内,跑赢大市

公司在 11、12 年的基本每股收益为 1.08 元和 1.33 元,公司 11、12 年动态市盈率分别为 31.42 倍、25.51 倍,我们审慎地给予公司的投资评级为:未来六个月内,跑赢大市。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	934.17	1,231.50	1,559.00	1,960.00
年增长率 (%)	7.81	31.83	26.59	25.72
归属于母公司的净利润	81.83	134.71	172.03	212.44
年增长率 (%)	51.09	64.62	27.70	23.49
每股收益 (元)	0.51	0.84	1.08	1.33
PER (X)	66.53	40.39	31.42	25.51

注:有关指标按最新总股本为 160.00 百万股计算

## 1、行业增长平稳、高端市场空间大

城镇化进程将继续推动房地产市场持续发展，随着居民生活品质的不断提高，吸油烟机市场增长平稳。根据中怡康的数据，2007年、2008年、2009年国内吸油烟机零售量分别为1,065.2万台、986.4万台、1,062万台，零售额分别为108.72亿元、115.28亿元、137.08亿元。零售额稳定增长得益于以欧式机为代表的高端产品市场份额迅速扩大。

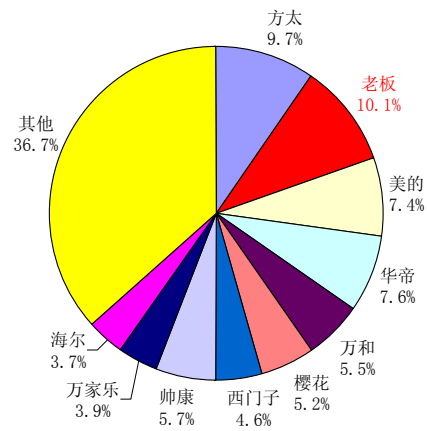
随着消费者收入的增加和消费观念的转变，外观典雅时尚的欧式机已被认可，平顶式和深罩式油烟机的市场份额逐步被欧式机占据，2005年至2009年，欧式机的零售量由181.28万台增长至353万台，年复合增长率14.26%，零售额由33.04亿元增长至74.05亿元，年复合增长率达到17.52%，远高于行业平均增速。2009年，欧式机零售额市场份额已经达到54.02%。

未来几年，随着我国居民生活水平提高，厨房电器行业的需求有望加大。根据中怡康时代预测，2010年、2011年、2012年，国内吸油烟机市场零售额有望分别达到145.4亿元、157亿元、171亿元，高端产品的市场占比将进一步提高。

## 2、公司在主要厨房电器领域拥有领先地位

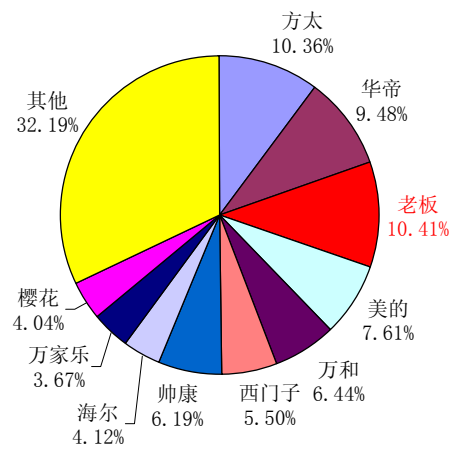
公司在吸油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房电器领域拥有领先地位。2010年，公司吸油烟机零售量市场占有率为10.06%，市场份额排名第一。嵌入式燃气灶市场份额排名第一，市场占有率分别为10.41%。

图 1 2010 年吸油烟机市场份额



资料来源：中怡康、上海证券研究所整理

图 2 2010 年嵌入式燃气灶市场份额



资料来源：中怡康、上海证券研究所整理

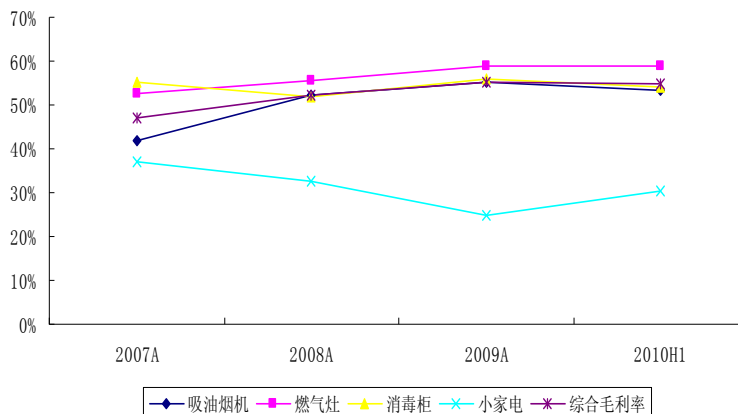
### 3、产品定位高、盈利能力强

目前，我国的厨卫电器市场形成了长三角的宁波地区和在珠三角的中山、顺德地区的二大产业集群。长三角的企业以品牌、服务为导向，产品价格高；珠三角企业以市场为导向，配套优势突出，产品性价比高。

公司的烟灶产品定位于高端市场，产品价格高。公司结合市场需

求特征,进一步优化产品结构;通过技术创新提高产品附加值,因此,公司的毛利率维持在高位,并有继续提高的趋势,2008年的毛利率较2007年提升5.19个百分点,2009年较2008年提升2.69个百分点。2010年1-6月,公司综合毛利率为54.96%,基本保持稳定。

图 3 公司毛利率变化趋势



资料来源:公司定期报告、上海证券研究所整理

#### 4、在代理制的基础上拓展多种销售模式

公司目前的销售以代理制为主,代理制的优点是优势激励力度大。公司通过实施代理商持有上市公司股权的形式,消除了代理制带来的执行力差,忠诚度低等弊端。

公司通过各种方式提高销售渠道的竞争力,提高大连锁(苏宁、国美等,包括东方家园,百安居等建材超市)的进店率;增加专卖店数量,计划专卖店的数量从10年底的900家增加到13年的2,000家以上;进入精装修市场,与恒大地产等房地产商合作,精装修业务量计划在以后2年每年翻倍(目前精装修业务量占公司业务总量的比率大约为5%);加强网络营销,计划11年的销售额从10年5,000万的基础上增加到1个亿。

公司在上市后,在拓展销售渠道的基础上,同时加强了品牌运作,在央视的广告从原来的中央2套和6套,增加了新闻台。另外,公司在几个主要的卫视,如浙江、江苏、东方,安徽,辽宁卫视都有广告投放。公司已和凤凰卫视签订广告合同,另外和分众传媒也有进一步的合作。

## 5、公司业绩预测和投资建议

公司将利用募集资金在投资发展吸油烟机、燃气灶、消毒柜三大产品系列的基础上，拓展多元化的分销渠道，加强成本控制，发展副品牌和通过并购扩展产品线，在立足一二级市场的基础上，深耕三四级市场。我们认为，公司作为国内厨房电器领先者，将充分利用成功上市后的机遇，进一步提升在行业中的竞争能力。我们对公司 11、12 年的业绩予以测算，11、12 年的营业收入分别比上年同期增长 26.59%、25.72%；归属于母公司所有者的净利润分别比上年同期增长 27.70%、23.49%，相应的基本每股收益为 1.08 元和 1.33 元，11、12 年动态市盈率分别为 31.42 倍、25.51 倍，我们审慎地给予公司的投资评级为：未来六个月内，跑赢大市。

表 1 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	866.49	934.17	1,231.50	1,559.00	1,960.00
营业成本	412.77	419.86	555.56	711.58	902.96
营业税金及附加	6.49	10.59	12.32	15.59	19.60
销售费用	330.93	340.32	433.49	539.41	674.24
管理费用	58.22	70.06	77.58	93.54	117.60
财务费用	0.75	-1.05	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.28	0.19	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.59	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.64	94.2	152.55	198.88	245.60
营业外收入	3.66	0.73	4.00	0.00	0.00
营业外支出	0.69	0.73	0.24	0.00	0.00
利润总额	64.6	94.2	156.31	198.88	245.60
所得税费用	10.4	12.37	21.60	26.85	33.16
净利润	54.2	81.83	134.71	172.03	212.44
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	54.16	81.83	134.71	172.03	212.44
摊薄 EPS（元）	0.34	0.51	0.84	1.08	1.33

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所

## 6、风险因素

国内部分综合家电企业以及国外著名家电企业进入厨电市场，将加剧市场竞争，如近期格兰仕厨卫电器就高调亮相，推出 20 多款油烟机、20 多款燃气灶、10 款左右的消毒柜。尽管公司产品拥有品牌优势，并拥有领先的市场份额，但仍可能面临市场激烈竞争的风险。



## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。