

胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

## 住房交付给力, 公司有望迎来高增长

### ——老板电器 (002508) 分析报告

## 研究报告-公司调研

## 增持 (首次)

发布日期: 2011年3月07日

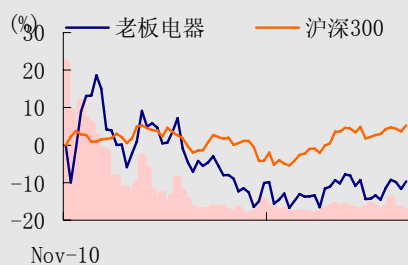
### 市场数据 (2011年03月07日)

收盘价 (元)	35.45
一年内最高/最低 (元)	51.98/31.70
沪深300指数	3334.51
市净率 (倍)	9.93
流通市值 (亿元)	14.18

### 基础数据 (2010年09月30日)

每股净资产 (元)	3.57
每股经营现金流 (元)	0.00
毛利率 (%)	54.82
净资产收益率 (%)	21.95
资产负债率 (%)	43.56
总股本/流通股 (万股)	0/
B股/日股 (万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



### 相关研究

中原证券 20110312\_--AA 保障房专题:  
保障房将设直接利好厨房家电

**联系人: 马敏琦**

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 报告关键要素:

公司兼具外延性成长和改善销售系统, 降低费用率的潜力, 2012年-2014年国内将迎来新房交付的高峰, 外延性扩张是公司成长的主要推动力, 从长期看公司具有改善销售系统, 减低销售费用率的潜力, 预计未来三年公司有望保持30%-50%的高成长。

### 投资要点:

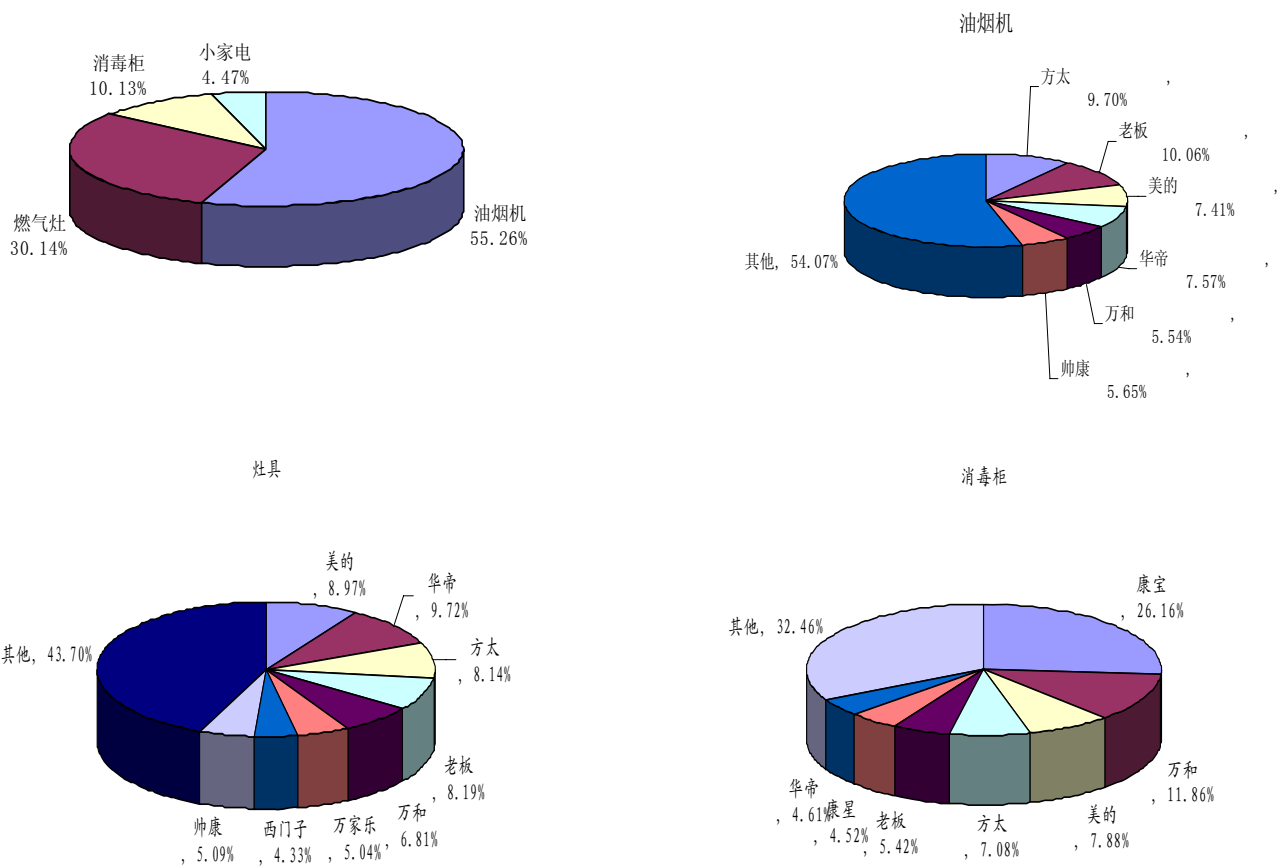
- 公司是国内厨电设备龙头企业, 其产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电烤箱、蒸箱、电压力煲、电磁炉等厨房电器、生活小家电产品。2010年公司油烟机产品国内市场占有率第一, 燃气灶国内市场占有率第二, 消毒柜国内市场占有率也位居前5。公司期望用2-3年时间拉开与主要竞争对手差距, 巩固行业龙头地位。
- 厨电设备即有家电属性又有装潢材料属性, 受益于家电下乡刺激和国家保障房建设计划, 厨房电器设备有望在未来3年保持20%以上的复合增长率。
- 受益市场高增长的同时, 公司大力拓展新兴渠道。专卖店、B2C电子商务平台有望在推动公司营业收入保持高增长的同时提升公司盈利能力。
- 由于历史原因, 公司销售系统效率有较大的提升空间, 但考虑到短期公司进一步提高市场占有率的需求, 短期不会对现有销售系统作较大变动, 但从长期看, 公司存在改善销售系统效率, 降低销售费用率的空间。
- 公司兼具外延性成长和改善销售系统, 降低费用率的潜力, 未来三年外延性增长将是公司最主要的增长动力, 预计公司2010年、2011年和2012年的每股收益分别为0.81元、1.20元和1.74元, 对应的市盈率分别为43.77倍、29.54倍和20.38倍, 给予公司“增持”的投资评级。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	8.66	9.34	11.99	15.44
增长比率 (%)	17.34	7.85	28.37	28.77
净利润 (亿元)	0.54	0.82	1.30	1.93
增长比率 (%)	(10)	51.85	58.53	48.46
每股收益 (元)	0.34	0.51	0.81	1.20
市盈率 (倍)	104.57	69.37	43.77	29.54

### 1. 厨电龙头，定位高端

公司是国内厨电设备龙头企业，其产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电烤箱、蒸箱、电压力煲、电磁炉等厨房电器、生活小家电产品。2010年公司油烟机销售约55万台，国内排名第一，燃气灶销量约50万台，国内市场排名第二，消毒柜销量约9.5万台，国内市场排名也位列前五。公司期望用2-3年时间拉开与主要竞争对手差距，巩固行业龙头地位。

图1：2010年上半年公司收入构成及2010年全年公司产品市场占比情况



资料来源：中原证券研究所、公司招股说明书、中怡康

公司产品定位高端，中怡康数据显示2009年，公司油烟机产品市场占有率为9.5%，而在高端油烟机市场（欧式机），公司市场占有率达到13.90%。公司燃气灶和消毒柜产品全部为高端的嵌入式产品。为满足更高端整体厨房配套所设计的嵌入式烤箱和蒸汽炉产品，公司也已开发并形成系列产品。

公司产品构成决定了公司产品均价高于行业平均水平，高于大部分竞争对手，并为公司品牌定位提供有力支撑。

## 2、公司产品兼具家电与装修材料属性

随着整体厨房的兴起，嵌入式厨房电器设备逐步成为厨房电器主流。嵌入式厨房家电的安装通常需要在装修设计之初考虑并预留空间，其消费已属于装修消费的一部分，因此这类厨房电器设备除了具备家电属性外，也具有一定的装修材料属性。

装修材料的另一特性是，使用的长期性和维修、更换高成本。嵌入式厨电维修较复杂，若更换产品型号，可能还涉及到更改装修设计，因此该类产品对品质和服务的要求更高，价格敏感性相对较低。使生产商和经销商维持高毛利成为可能（见图4、表4）。而整体厨房装修趋势和装修材料属性决定了厨电设备高端化趋势，未来厨电市场高端产品占比将进一步提高。

## 3、厨电设备：市场潜力巨大

### 3.1 政策给力，农村市场值得期待

2010年3月20日，财政部、商务部和工信部联合印发了关于《新增家电下乡补贴品种实施方案》及确认新增补贴品种等有关问题的通知。油烟机和燃气灶被部分省份纳入了“家电下乡”下乡产品，给予购买价13%的“家电下乡”补贴，从“家电下乡”历史看，产品被列入家电下乡后农村销量往往能连续2-3年保持将近100%的复合增长率。

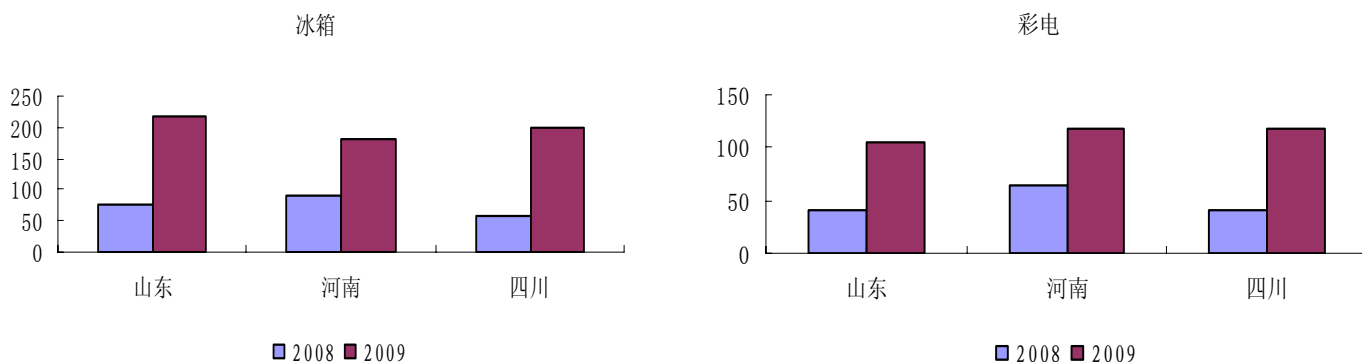
2011年，国家启动“建材下乡”试点工程，虽然补贴的对象是水泥等基础建材，但这无疑将刺激农村居民新建、改建住房需求。厨电消费作为居住环境改善后的后续消费，无疑也将受益于此项政策。

表1：部分省市将燃气灶、油烟机列入“家电下乡”补贴产品清单

省份	产品
北京市	抽油烟机
天津市	抽油烟机
内蒙古自治区	抽油烟机
浙江省（含宁波市）	抽油烟机
甘肃省	抽油烟机
宁夏回族自治区	燃气灶
新疆	燃气灶
上海市	燃气灶
福建省（含厦门市）	燃气灶
湖南省	燃气灶

资料来源：家电下乡信息管理系统

图2：“家电下乡”试点省份前二年补贴产品销量增长情况



资料来源：中原证券研究网、家电下乡信息系统

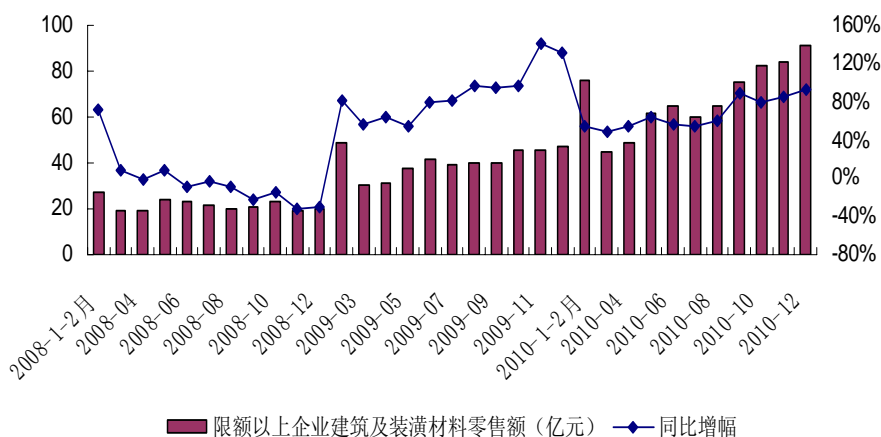
备注：2009年销量为2009年1月1日至2009年11月30日，未包含12月销量

### 3.2 住房装修对厨电设备需求依旧强劲

厨电消费是新购住房的后续消费，由于当前主流油烟机、燃气灶和消毒柜等厨电均是内置式，需要在装修过程中预留位置，所购厨电的品牌和型号需在整体厨房设计图完成前确定，装修过程中安装到位。这部分厨电消费与装修保持了极高的关联性。

除去2008年金融危机影响，国内装修市场在每年将近1%的城市化进程和消费升级推动下，保持了较高的增速。

图3：限额以上企业建筑及其装潢材料零售额及同比增幅情况



资料来源：中原证券研究所、WIND

### 3.3 保障房给力厨电市场

未来即使由于国家房产政策调整，商品房销售出现下滑，保障房的大量

建造将能完全弥补商品房销售下降所造成的负面影响。

中国房地产协会透露，十二五期间国内住房建设总量仍旧较大，预计每年商品房建造量在600万套左右。前不久，李克强副总理在全国保障性安居工程工作会议上指出，2011年全国保障性住房建设要超过1000万套，而十二五期间保障房建设要超过3600万套。经过测算，若保障房项目进展顺利，安房屋装修套数计算，2012年-2014年国内装修需求将较2010年增长70%（详细测算见3月2日报告《保障房建设拉动消费升级（一）——厨房家电直接受益保障房建设》）。

表2: 商品房与保障房供应情况

	商品房			保障房			总计		
	建设	销售	装修需求	建设	交付	装修需求	建设	交付	装修需求
2010 (A)	1295	930	744	55	50	49	1350	980	793
2011 (E)	600	600	570	800	450	441	1400	1050	1011
2012 (E)	600	600	570	900	800	784	1500	1400	1354
2013 (E)	600	600	570	900	900	882	1500	1500	1452
2014 (E)	600	600	570	900	800	784	1500	1400	1354
2015 (E)	600	600	570	?	650	637	?	1250	1207

资料来源：中原证券研究所、中国指数研究院

备注：商品房平均建筑面积：100平方米每套

装修率基本假设：商品房2010年：80%，2011年：95%，保障房：98%

#### 4、新兴渠道带来新增长点

由于公司产品兼具家电与装修材料特性，其销售网络包括KA（家电连锁）、地方通路、专卖店、工程销售、网络销售和橱柜专营店。其中KA、地方通路和专卖店是目前公司最主要的销售渠道。

##### 4.1 专卖店渠道拓展推动公司主营高增长

目前，公司仍旧将覆盖三、四级市场的专卖店作为渠道建设的重点。公司招股说明书披露2010年年中，拥有专卖店520家。截止2010年年底已拥有专卖店近900家，公司计划2011年再发展专卖店400-500家。若假设专卖店单店年销售额为40万元（税后），2010年下半年新增的380家专卖店2010年平均营业时间为3个月，2011年平均营业时间为全年；2011年新增450家专卖店，平均营业时间为6个月。这些新增网点将为公司新增营业收入2.04亿元。

表3: 2011年专卖店渠道拓展将为公司新增营业收入预测

新增网	新网平均营业时间	单店年营业收贡	年营业收入	2011年营业
-----	----------	---------	-------	---------

	点数	2010	2011	献 (万元)	2010	2011	收入增量
2H2010 新增营业网点	380	0.25	1	40	3800	15200	11400
2011 年新增营业网点	450	0	0.5	40	0	9000	9000
总计	830	/	/	/	3800	24200	20400

资料来源：中原证券研究所

#### 4.2 网络销售利润贡献较高

B2C电子商务也是公司重视的销售渠道。公司设有专门部门，进驻了几乎所有主要电器、装修材料销售网站。2010年，公司B2C 实现营业收入约5000万元，占公司营业收入比例约为4%-5%。

公司网络销售维持了与经销商一致的价格体系，网上实现销售后，由区域代理实现产品配送和后续服务，公司向代理商支付一定的配送和服务费用。由于销售价格与经销商零售价格保持一致，而B2C销售平台合作成本较低，网络销售除了给公司带来产品毛利外还为公司带来了部分原本属于经销商的零售毛利。

预计在国内B2C业务快速发展背景下，公司网络销售有望一并保持高速增长。

### 5、募投项目有助突破产能瓶颈

公司2010年主要产品销量（油烟机55万台、燃气灶50万台、消毒柜9.5万台）已达到甚至超过了生产线设计产能（单班生产）。2011年公司销售任务指标较2010年实际销量增幅在30%以上，产能瓶颈已隐约出现，公司目前主要靠旺季生产双班制来克服产能问题。

公司募投项目中年新增15万台吸油烟机技改项目和年产100万台厨房电器生产线项目有望在2011年年底建成投产，2012年将改善公司产能紧张问题。目前新增100万台厨电设备项目厂房已封顶，预计下半年即可进入设备安装调试阶段，预计年底能投入试生产。

### 6、毛利率有望进一步提高

公司产品的高端定位和装修特质不但为公司带来了丰厚的利润，也为经销商带来了丰厚利润。公司近三年财务报表毛利率水平远高于同行业上市公司。

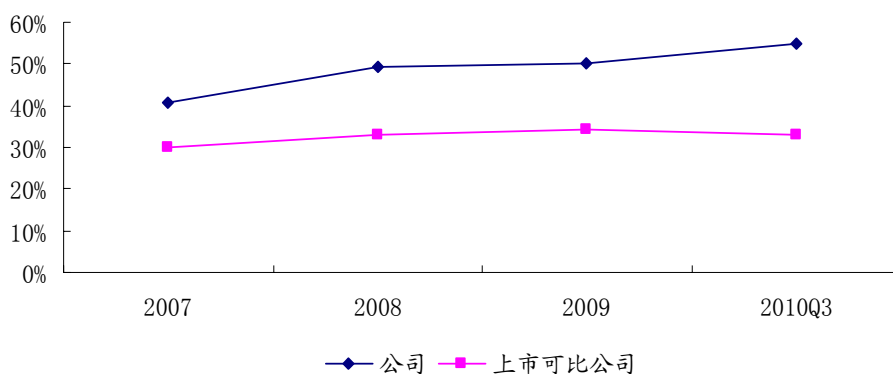
由于公司特殊的代销机制和良好的价格管理体系，公司经销商利润空间也非常可观，由于公司B2C平台零售价格一般是公司指导销售价格，以公司2010年上半年主要产品的平均出厂价与京东商城公司产品体系中最低零售价的产品对比，油烟机、燃气灶和消毒柜的零售毛利率分别超过23%、40%和70%（见表3）。因零售价格我们选用的是网上相关产品的最低价，实际



零售毛利应该远超过这一比例。而在实际运作中，还经常出现经销商销售价格高于公司指导价的情况，因此公司完全有能力在产品销售环节为自己争取更高的利润，公司方面也有设想进一步提高2011年新品的毛利率水平2个百分点。

为了使生产环节和经销环节利润分配更加合理，公司有意提高2011年新品销售毛利2个百分点，此举有利于对冲原材料上涨压力，并有可能提高2011年公司毛利率水平。而B2C业务收入占比的提高也将有利于公司毛利率水平的上升。

图4：公司毛利率水平对比



资料来源：公司公告

表：4：公司主要产品销售毛利预估

	2010年1-6月平均出货价格(含税)	京东商城最低端产品零售价	销售毛利率
油烟机	1403	1728	23.16%
燃气灶	855	1199	40.23%
消毒柜	1515	2620	72.94%

资料来源：中原证券研究所、公司公告、京东商城网站

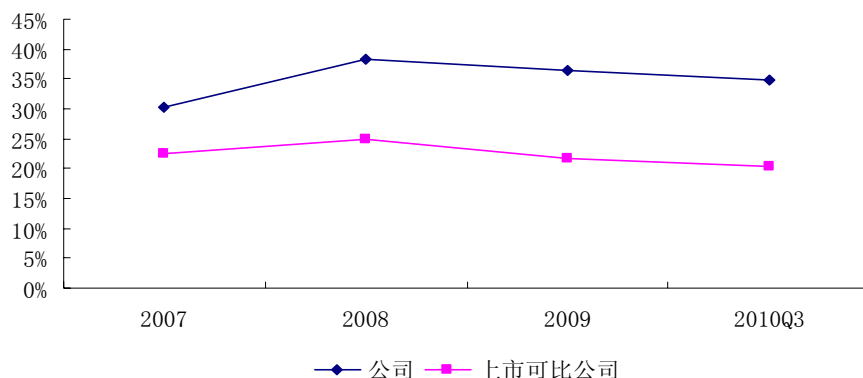
## 7、 期间费用改善空间巨大

与高毛利率相对应的是公司极高的销售费用。销售费用占主营业务收入之比远高于同行业上市公司。由于历史原因，公司的经销商销售政策较为优惠，除了丰厚的销售利润外，还有代销铺货和大量的广告、销售支持。从销售费用构成看，支付给KA客户的进场费和活动费是最大单项销售费用支出，2010年上半年此类费用总额达到9258万元，占销售费用比例达到45%。2011年，专卖店销售占比逐步上升后，该类费用占比有望逐步下降。

2012年公司募投项目投产，公司产能将获得极大的提升，为了有效消化产能，在油烟机和燃气灶市场拉开与主要竞争对手的差距，公司短期内显然无法大幅度调整销售政策以提高销售系统效率，但长期看，公司销售体

系改善空间非常巨大。

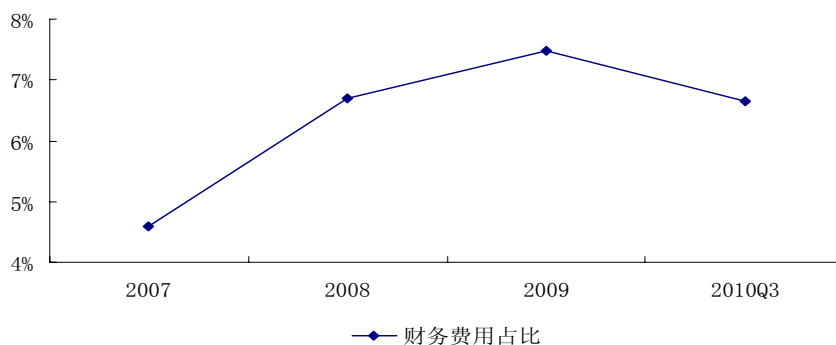
图5: 公司销售费用率对比情况



资料来源: 上市公司公告

公司管理费用占主营业务收入之比2008年后有较大上升,主要是因为人员工资和技术研发费用快速增长所致。2009年,员工工资和研发费用分别达到2265和2636万元,二者之后占到管理费用的70%。技术预研和高端产品开发是公司产品定位和品牌定位的支柱,研发费用增加是公司投资未来的明智之举。随着未来公司销售收入保持30%以上的高成长,管理费用占销售收入费用之比将逐步降低。

图6: 公司财务费用占比波动情况



资料来源: 公司公告

## 8、盈利预测



公司兼具外延性成长和改善销售系统,降低费用率的潜力,未来三年外延性增长将是公司最主要的增长动力,预计公司2010年、2011年和2012年的每股收益分别为0.81元、1.20元和1.74元,对应的市盈率分别为43.77倍、29.54和20.38倍,给予公司“增持”的投资评级。

表5: 盈利预测

资产负债表					利润表				
	(亿元)					(亿元)			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>5.40</b>	<b>13.27</b>	<b>14.13</b>	<b>16.80</b>	<b>营业收入</b>	9.34	11.99	15.44	20.66
现金	1.75	8.80	8.54	9.45	营业成本	4.20	5.50	6.94	9.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.11	0.12	0.15	0.21
应收票据	0.68	0.84	1.08	1.45	销售费用	3.40	4.14	5.25	6.92
应收款项	0.94	1.02	1.31	1.76	管理费用	0.70	0.84	1.00	1.24
存货	1.95	2.53	3.12	4.07	财务费用	-0.01	-0.11	-0.17	-0.18
其他	0.07	0.07	0.07	0.07	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>1.09</b>	<b>3.40</b>	<b>4.80</b>	<b>5.44</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	0.70	3.00	4.42	5.08	<b>营业利润</b>	<b>0.94</b>	<b>1.50</b>	<b>2.27</b>	<b>3.27</b>
无形资产	0.36	0.35	0.33	0.31	营业外收入	0.01	0.03	0.00	0.00
其他	0.02	0.05	0.05	0.05	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>6.48</b>	<b>16.67</b>	<b>18.93</b>	<b>22.24</b>	<b>利润总额</b>	<b>0.94</b>	<b>1.53</b>	<b>2.27</b>	<b>3.27</b>
<b>流动负债</b>	<b>2.27</b>	<b>2.12</b>	<b>2.46</b>	<b>2.99</b>	所得税	0.12	0.23	0.34	0.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	<b>0.82</b>	<b>1.30</b>	<b>1.93</b>	<b>2.78</b>
应付帐款	1.05	0.83	1.04	1.39	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	0.67	0.67	0.67	0.67	<b>归属母公司净利润</b>	<b>0.82</b>	<b>1.30</b>	<b>1.93</b>	<b>2.78</b>
其他	0.54	0.63	0.74	0.93	<b>EPS (元)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.81</b>	<b>1.20</b>	<b>1.74</b>
<b>长期负债</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2.27</b>	<b>2.12</b>	<b>2.46</b>	<b>2.99</b>	<b>每股指标</b>				
股本	1.20	1.60	1.60	1.60	每股收益	0.68	0.81	1.20	1.74
资本公积金	2.03	10.65	10.65	10.65	每股经营现金	0.93	4.41	-0.17	0.57
未分配利润	0.88	2.18	4.10	6.89	每股净资产	3.52	9.09	10.29	12.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>				
<b>母公司所有者权益</b>	<b>4.22</b>	<b>14.54</b>	<b>16.47</b>	<b>19.25</b>	营业收入增长率	7.81%	28.35%	28.75%	33.87%
<b>益</b>					营业利润增长率	52.84%	59.06%	51.29%	44.38%
<b>负债及权益合计</b>	<b>6.48</b>	<b>16.67</b>	<b>18.93</b>	<b>22.24</b>	净利润增长率	51.08%	58.74%	48.34%	44.38%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>	(亿元)				<b>毛利率</b>	55.06%	54.12%	55.06%	55.27%
	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>					

<b>经营活动现金流</b>	1.27	0.32	1.16	1.60	<b>净利率</b>	8.76%	10.83%	12.48%	13.46%
净利润	0.82	1.30	1.93	2.78	ROE	19.40%	8.93%	11.70%	14.45%
资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.40%	18.35%	20.33%	23.44%
折旧摊销	0.09	0.11	0.20	0.26	<b>偿债能力</b>				
财务费用	-0.01	-0.11	-0.17	-0.18	资产负债率	13.59%	11.23%	11.04%	11.23%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	2.38	6.24	5.75	5.63
营运资金变动	0.00	-0.99	-0.80	-1.23	速动比率	1.52	5.05	4.48	4.26
<b>投资活动现金流</b>	-0.15	-2.40	-1.60	-0.86	<b>营运能力</b>				
资本支出	0.00	-2.40	-1.60	-0.90	资产周转率	1.63	1.04	0.87	1.00
其他投资	-0.15	0.00	0.00	0.04	存货周转率	2.19	2.46	2.45	2.57
<b>筹资活动现金流</b>	0.00	9.13	0.17	0.18	应收帐款周转率	10.44	12.79	14.07	14.31
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
其他	0.00	9.13	0.17	0.18	PE	57.59	48.24	32.52	22.52
<b>现金净增加额</b>	<b>1.11</b>	<b>7.05</b>	<b>-0.26</b>	<b>0.92</b>	PB	11.14	4.31	3.80	3.25

资料来源：中原证券研究所

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。