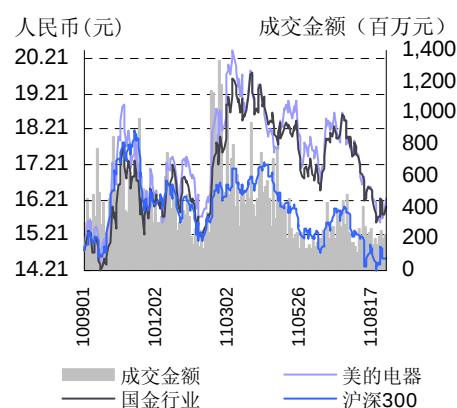


美的电器 (000527.SZ) 白色家电行业
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 16.23 元
目标(人民币): 20.00-21.30 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 3,120.27
总市值(百万元) 54,927.96
年内股价最高最低(元) 20.44/14.41
沪深 300 指数 2901.22
深证成指 11568.17


相关报告

1. 《收购开利拉美空调公司控股权,全球化再一步》, 2011.8.8
2. 《收入增速近翻番超预期,毛利率 2Q 有望上升》, 2011.4.28
3. 《十二五开年,收入利润还将保持快速增长》, 2011.3.17

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

美的电器中报点评及业绩说明电话会议纪要
公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.909	1.002	1.177	1.524	1.845
每股净资产(元)	4.54	3.95	4.72	6.14	7.89
每股经营性现金流(元)	0.99	1.75	2.26	2.43	2.92
市盈率(倍)	25.51	17.36	13.68	10.57	8.73
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	83.14%	65.29%	27.34%	29.51%	21.09%
净资产收益率(%)	20.02%	25.35%	24.93%	24.81%	23.39%
总股本(百万股)	2,080.18	3,120.27	3,384.35	3,384.35	3,384.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

- 8 月 31 日我们组织了美的电器中期业绩说明电话会议, 公司董事兼董秘李飞德先生与投资者进行了交流互动。

业绩简评

- 美的电器 2011 上半年实现营业收入 620 亿元、同比增长 59%; 归属于母公司股东净利润 19.7 亿元, 同比增长 13.7%, 符合我们增长 13% 的预期。

经营分析

- **1H11 公司收入 620 亿元、同比增长 59%, “上规模”的目标达成。**上半年公司实现快速增长靠得是产品+渠道, 坚持研发投入, 公司上半年变频空调、滚筒洗衣机与多门冰箱冰箱等实现了翻倍或数倍增长; 深入三四级市场, 截止 6 月底专卖店总数已超过 12000 家, 使公司抓住了农村市场快速增长的机遇。
- **分产品看, 上半年空冰洗收入分别增长 64.4%、46.9%、22.6%, 增速均超行业。**相比之下, 洗衣机增速较为缓慢, 主要原因是洗衣机普及程度较高且集中度分散。公司洗衣机业务从 08 年的约 50 亿提升至去年的 100 亿, 只是今年上半年有所放缓, 预计下半年增速好于上半年。
- **2Q 净利率环比提升幅度明显, 且还是在应收账款坏账准备暂时较大和所得税应会计准则调整一次性增加的情况下:** 归属上市公司股东净利润率下降 1.4 个百分点, 将节能补贴加回营业收入中后下降 1.3 个百分点, 但 2Q 净利率同比降幅已从 1Q 的 1.6 个百分点缩小到 0.9 个百分点。净利润同比下降原因一方面在于应收账款在年中较多, 5% 的坏账准备计提暂时较大, 到年末便会减少; 另一方面是所得税率提高, 2Q 单季度达到 23%, 但这是一次性影响, 以后所得税率介于 15-20% 的可能性更高一些。
- **公司开始进行战略调整, 转变增长方式, 更注重盈利能力:** 下半年公司改变规模至上的增长方式, 重点关注盈利能力。主要从两方面着手:
 - **首先抓产品:** 加强产品技术含量, 提高质量和细节, 提升用户满意度。公司以往在产品方向把比较准确如变频空调、对开门冰箱等, 但产品细节仍需改善。
 - **其次抓渠道运营效率, 降低交易成本:** 大家电出厂价占终端零售价 70-80%。通过提高渠道效率, 整合资源, 减少销售中间环节降低成本。
 - **关注盈利能力和规模增长并不矛盾:** 通过产品改进, 渠道效率提升可以更好地促进规模增长。

- **坚定走国际化道路。**随着公司规模的扩大，公司成长需要更广阔的市场，国际化是必然要走的好路。高利润率加上广阔的市场坚定公司国际化路线，收到很好效果，越南、埃及的工厂已顺利实现整合和产能提升，上半年海外业务实现 53% 的高增长。
- **海外市场潜力巨大。**公司今年收购了开利在巴西、阿根廷、智力的空调业务。拉美人均 GDP 约 1 万美元，人口 5 亿以上，2010 年空调销量仅 820 万台。假设拉美平均家庭人口 4 人，有 1.25 亿个家庭，每户 1.5 台，10 年更新，则饱和时更新需求为 1875 万台，市场空间巨大。
- **海外业务盈利能力较强。**如图 11，埃及和巴西业务的利润率都在 8% 以上，高于公司平均水平。
- **本地化经营。**公司海外管理有 2 个特点：放权型文化、人才本地化。经营主要依靠当地人，公司派出支持型、风险掌控型的人员。

盈利调整和投资建议

- 预计 2011-2013 年公司收入 1087、1326、1592 亿元，增速 46%、22%、20%；EPS 为 1.18、1.52、1.85 元，净利润增速为 27.3%、30%、21%。
- 投资建议：现价对应 13.7X11PE/10.6X12PE，且尚低于定增价 16.51 元；我们认为随着提价和业务整合效应的发挥，下半年公司盈利能力将逐季呈环比逐渐提升趋势；目前从估值、竞争力、定增价格来看现价都已有相当的安全边际，未来集团小家电业务回归上市公司也是大方向，因此维持买入，可布局 3-6 个月 20-30% 的收益空间。

附：中期业绩说明电话会议纪要

● 综述上半年经营情况：

“上规模”在上半年比较好地达成，空冰洗的增速都较好，半年收入达到 620 亿元。

上半年原材料价格轮番上涨，管理费用、资金成本、人工成本都在上涨，但是白电调价的幅度小、频次低；因此利润增速低于收入增速，利润总额增速 23%。

而归属母公司股东净利润仅增长 14% 的原因：一是少数股东损益（开立和东芝、小天鹅等），二是所得税费用的问题，2Q 所得税税率 23% 比较高，原因是不同的税率结构，母公司没有主营业务，主营业务中 9 成以上分布在子公司，在全国各地布局经营，因此有结构性的影响，目前来看，这种影响是一次性的。总体来看，相信未来所得税率超过 20% 的可能性不高，介于 15%-20% 的可能性更高。

● 展望下半年：逐步改变增长方式，盈利增长放在首位，先抓产品，再抓销售

展望下半年的销售增速，国内增长将快于国外。

公司将推动战略转型，改变增长方式，把盈利的增长放在首位。这就像高速航行的轮船要进行掉头，过程有一定难度，需要大家有耐心。

战略转型通俗而言就是先抓产品，再抓销售：

1. 首先抓住产品，从产品和技术的创新，提高档次，确保质量的稳定，提升消费者的满意度。目前美的跟行业里比较优秀的企业比，有一定差距。
2. 其次，在经营上的变革，即营销变革，也就是产品从生产出来到顾客手中，怎样提高这段的效率，降低流通成本。
 - 展开来讲，最极端的例子是服装产品，花 100 块钱买的衣服中，只有 1/3 是厂家所得，从厂家到消费者手中的链条上占了 2/3。而小家电和厨电是 1/2 到 1/3 为厂家所得。大家电是 70-80% 为厂家所得。但即使这样，大家电的流通环节所得还有降低的空间，公司就在努力降低中间环节，做经营转型，争取通过转手 1-2 次就把产品送到消费者手中。

● Q&A:

1、各种渠道方式的运营成本？

答：没有详细的统计数据，对生产制造的成本大致估计，没有每个渠道的成本。从上半年公布的中报看，家电厂家的销售增速明显高于两家连锁企业，说明专卖店和综合类的渠道增长速度明显快于两家连锁。从国美苏宁的费用结构看，费用率和制造企业比较接近，从这两点看，差异性不是很大。

2、经销商给国美苏宁的返点在 18%左右，和自建渠道、网上渠道比，还是比较贵的，公司怎么把握这几类渠道的发展？

答：美的的渠道比较均衡。首先是链条过长的问题，现在在缩短链条到 2-3 级、甚至 1-2 级。二是点的数量的问题，到底多少个点比较适合。上半年三四级市场的占比比较小，但是增速远高于一二级市场。5 万个乡镇、6-7 万个街道的布局对制造企业来说是比较大的挑战。美的的优势是规模已经较大，产品线比较齐全。

对网购，公司不抵触，积极配合有网购资源的经销商，但是目前没有自建网络的打算，至少可以预测的未来中不打算做。

3、小家电是不是会注入？

答：这个问题不能回答。小家电业务整合情况的大致介绍：一直沿用美的传统的事业部制管理，在 2010 年底之前都是这样。从今年上半年开始，做了比较大的变革，复制白电 2008 年的变革。这段时间看表现还不错。基本判断是走在正确的道路上。小家电的总量已经达到比较高的水平，每个产品都处在行业前二前三名，业务整合后效率提升空间大。美的小家电在总量上已经没有问题，在盈利率上还会提高。

4、家电连锁认为现在重新进入三四级市场，可以凭借品牌和物流的优势打败专卖店，您怎么看？

答：这个观点比较有争议。不能说没机会。美的走现在松散的专卖店是考虑到目前市场的复杂程度，希望通过专卖店调动更多的资源。中国人非常勤奋，有一点机会就愿意做这个生意，美的强调提高主动性。一年销售额在 3000 万以上的经销商是美的重点跟踪研究的对象，保持密切的沟通。

5、公司空调产品的分市场层次比例和增速各是多少？

答：一二级市场销售超过半数，三四级市场销售略低于半数。

从增速看，一级市场增速很低，三四级则是翻倍增长。

从行业来看也是如此，一二级市场十几个点，三四级市场增长 70-80%。湖南湖北四川陕西的空调消费意识变化远远快过大家的预期。在一些很偏僻的乡镇，空调的普及速度也很快。目前的价格其实和 08 年是差不多的，在通胀背景下，2000 元的空调已经不是大支出，所以空调购买力上升。

6、考虑到物流成本等，卖一二级市场和三四级市场的利润率会很大吗？

答：综合下来一二级市场的利润率和三四级市场的利润率不会有太大的差异。

美的目前正在努力实现区域生产区域销售，缩短销售半径。在价值链上，物流成本的支出比公司的利润高多了。所以公司也在做超前的规划，2010、2011 年投资性的支出比较大主要就是为了这个。提高运营效率，降低成本。

7、提高盈利会不会牺牲收入或量的增速？惠民补贴下半年基数比较大，这个补贴减少的影响有多大？怎样保持毛利率的提升？空间有多大？

答：对白电产品来说，规模是很重要的要素，我们不会放弃规模的增长。所谓转型，是从研发、通过新产品敏锐捕捉市场需求（就像做变频、双门、滚筒等，包括空气能热水器等），等方面入手。第二个就是反复提到的高效率的营运系统，销售费用率还有很大的下降空间，层层批发代理模式有效率问题，可以提高，价值链分布在未来几年还有更大的结构性的改善。从价值链角度有 20-30%的改善空间。

对于毛利率的变化，其实如果把补贴收入还原回去看，毛利率不会有很大幅度的提升，在原材料劳动力都大幅涨价的情况下，毛利率不会往上走的。

从下半年看，如果收入维持上半年的增速，对行业来说是不正常的。不过全年来说，行业维持 20%的增长，龙头企业 30-40%的增长，还是很有信心的。

8、递延所得税资产变动大？新冷年的开局怎样？

答：有一点因素，我们的会计准则是比较一刀切的，只要有应收款，就提掉 5%的减值准备金，但是白电的净利率高于 5%的不多，因此只要发生了出口，在钱还没有收回来的时候，对业绩是负增长。另外，今年资金面比较紧张，公司也对上下游的企业进行了一定支持。6 月份是旺季的中后期，因此应收数额较大，三四季度会向下走。

今年算是比较炎热的夏天，现在看和上个冷冻年度变化不大，没有数据来支撑趋势的变化。

9、空调和洗衣机的增长差异在哪里？是不是增长比较乏力，才提出保盈利？

答：认为还是洗衣机集中度分散的原因导致增长不尽如人意。洗衣机的普及程度比较高，目前市场的集中度也比较差，相对而言，前十名中只有 2 个是本土企业，十名以后就没有上市公司了，都是小厂。但是洗衣机是从 05 年开始做，小天鹅 08 年进来，小天鹅+荣事达大约 50 亿，去年 100 亿元，这几年增长还是很快的，今年上半年有所放缓，下半年应该会更看好一点点。所以洗衣机也不能说很差。

10、海外业务？

答：拉美人均 GDP 有 1 万美元左右，人口众多，空调需求才 800 万台，空间很大。公司很重视新兴市场。埃及和巴西子公司分部报告利润率一直好于公司平均水平。拉美开利的销售规模也不小，7 亿美金，利润率也在 5 个百分点以上。国际化是必然要走的一条好路，对拉美开利的投资也是管理层反复论证反复讨论的，是仅次于小天鹅的收购规模的一次举动。从 Ebitda 倍数，pe 倍数来看都很合算。未来还要追加投入。

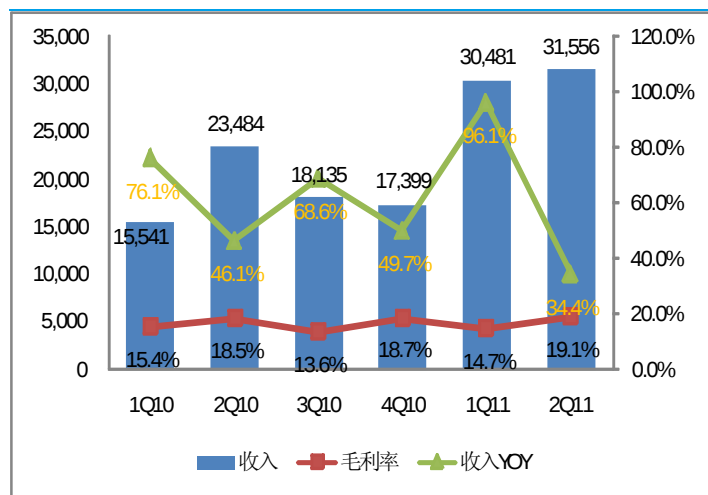
海外业务看到前景，也有挑战。国际化是公司最大的挑战。美的有两个方面比较突出：一是放权型文化，二是人才本地化（比如埃及等）。经营高管是当地人，派出的是支持型、风险掌控型的人员，财务等。

11、 汇银 Vs 苏宁，汇银的毛利率下的非常快（差不多 3 个点），但苏宁是略上升的，那么公司今年对经销商的政策是否有变化？补贴政策取消后，和去年比是否对经销商的支持会下降？

答：没有这样的情况，公司强调让客户有钱赚，对广告、政策、返点方面投入比较大，做的比较好。

补贴政策取消后也不会降低对经销商的支持，可以看到公司销售费用的增长和收入同步，并没有减少。而且对三四级市场投入地更多。在中部 8 省，5、6 百个县城，基本做到显著的位置都有广告牌等营销政策的投放。怎么省也不会省这一块。

图表1：分季度收入、增速、毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：分产品、地区收入及毛利率变化

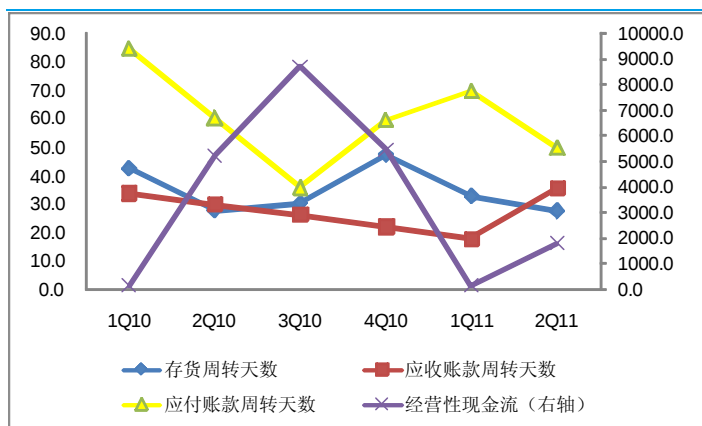
分产品	收入（百万元）	YOY
空调及零部件	42516	64.4%
冰箱及零部件	8228	46.9%
洗衣机及零部件	5925	22.6
分产品	毛利率	毛利率变化
空调及零部件	18.0%	-0.4
冰箱及零部件	21.0%	3.9
洗衣机及零部件	17.6%	-0.1
分地区	收入（百万元）	YOY
国内市场	45211	61.30%
国外市场	16826	53.10%
分地区	毛利率	毛利率变化
国内市场	19.6%	1.0
国外市场	9.8%	-3.9

图表3：上半年公司产品销量增速均高于行业

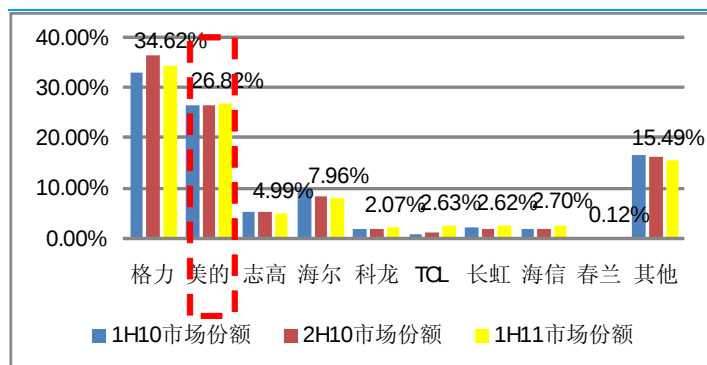
	行业			美的		
	销量	内销	外销	销量	内销	外销
空调	29%	35%	23%	40%	36%	45%
冰箱	21%	26%	6%	41%	40%	42%
洗衣机	16%	20%	9%	26%	34%	5%

来源：产业在线，公司年报，国金证券研究所

图表4：公司运营状况良好

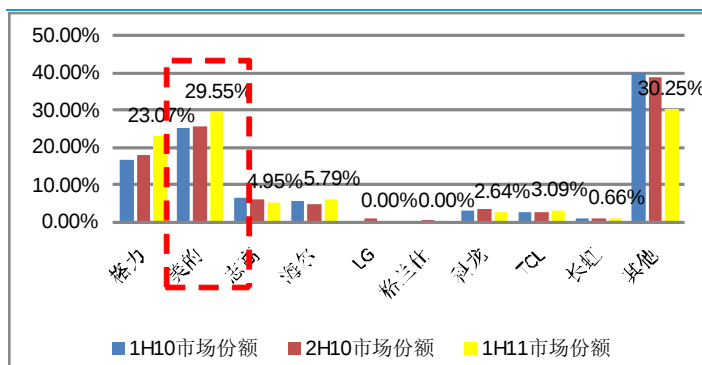


图表5：空调品牌内销市场份额变化

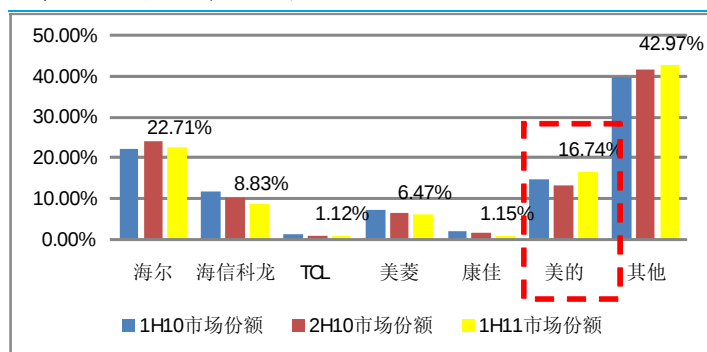


来源：产业在线，国金证券研究所

图表6：空调品牌外销市场份额变化

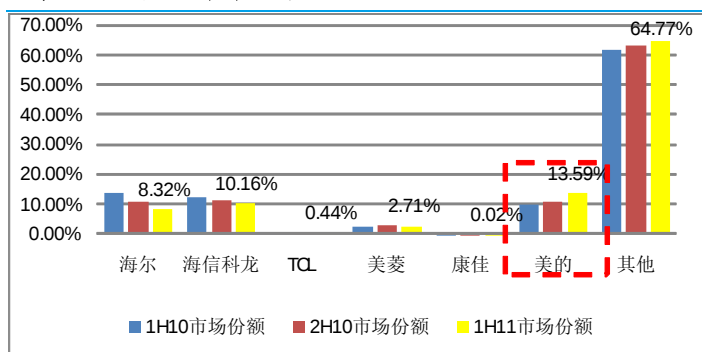


图表7：冰箱品牌内销市场份额变化

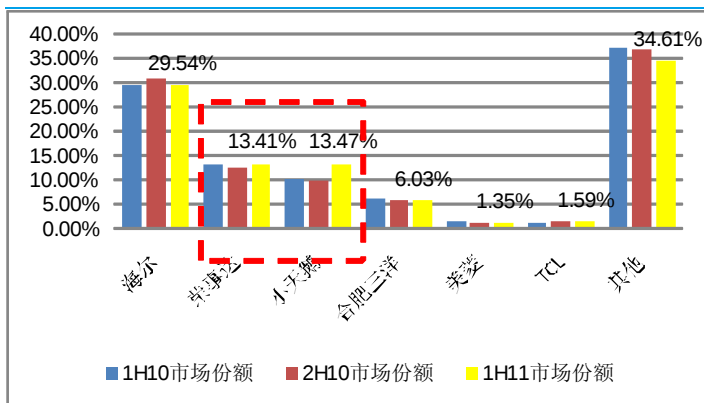


来源：产业在线，国金证券研究所

图表8：冰箱品牌外销市场份额变化

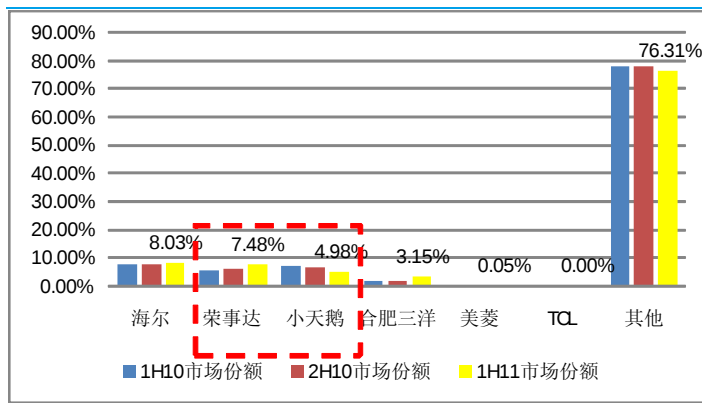


图表9：洗衣机品牌内销市场份额变化



来源：产业在线，国金证券研究所

图表10：洗衣机品牌外销市场份额变化



图表11：将节能补贴加回主营收入后的利润表更接近真实盈利情况

单季度	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
营业外收入	329	655	31	1365	520	320	72
入账方式	权责发生制			收付实现制			
入账补贴	229	620		1300	431	270	16
其中应收补贴	141	1,046					
由于执行高效产品节能惠民限价销售，入账补贴调减主营收入	229	620	0	1300	431	270	16
主营业务收入	11621	15541	23484	18135	17399	30481	31556
调整后主营业务收入（加上调减入账补贴）	11850	16161	23484	19435	17830	30751	31572
收入 YOY		83%	46%	81%	50%	90%	34%
主营业务成本（无需调整）	9248	13155	19139	15673	14147	25987	25514
调整后毛利率	22.0%	18.6%	18.5%	19.4%	20.7%	15.5%	19.2%
销售费用	1344	1489	2056	1675	1723	2509	3048
调整后销售费用率	11.3%	9.2%	8.8%	8.6%	9.7%	8.2%	9.7%
管理费用	621	425	538	610	1091	881	586
调整后管理费用率	5.2%	2.6%	2.3%	3.1%	6.1%	2.9%	1.9%
净利润	341	632	1157	931	408	711	1264
调整后净利率	2.9%	3.9%	4.9%	4.8%	2.3%	2.3%	4.0%
调整后毛利率-期间费用率	5.4%	6.8%	7.5%	7.6%	4.9%	4.5%	7.7%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表12：埃及和巴西子公司的盈利水平高于公司平均水平

	收入	净利润	净利率
2009 年 Miraco 公司	2.04 亿美元	2060 万元	10.1%
2009 年 美的电器	473 亿元	18.9 亿元	4.0%
2010 年 开利巴西	4.89 亿美元	3900 万元	8.0%
2010 年 美的电器	746 亿元	31.3 亿元	4.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	45,313	47,278	74,559	108,764	132,642	159,327
增长率		4.3%	57.7%	45.9%	22.0%	20.1%
主营业务成本	-36,632	-36,975	-62,114	-89,524	-109,144	-131,076
%销售收入	80.8%	78.2%	83.3%	82.3%	82.3%	82.3%
毛利	8,682	10,303	12,445	19,240	23,498	28,251
%销售收入	19.2%	21.8%	16.7%	17.7%	17.7%	17.7%
营业税金及附加	-42	-61	-86	-272	-332	-398
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,614	-5,731	-6,943	-9,245	-11,142	-13,383
%销售收入	10.2%	12.1%	9.3%	8.5%	8.4%	8.4%
管理费用	-1,725	-1,660	-2,663	-3,589	-4,245	-5,051
%销售收入	3.8%	3.5%	3.6%	3.3%	3.2%	3.2%
息税前利润（EBIT）	2,301	2,852	2,752	6,134	7,780	9,418
%销售收入	5.1%	6.0%	3.7%	5.6%	5.9%	5.9%
财务费用	-481	-222	-464	-702	-580	-530
%销售收入	1.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-109	-169	16	-114	-67	-70
公允价值变动收益	-22	27	118	5	150	0
投资收益	39	32	134	511	613	736
%税前利润	2.2%	1.2%	2.7%	8.2%	7.7%	7.7%
营业利润	1,727	2,520	2,557	5,835	7,896	9,555
营业利润率	3.8%	5.3%	3.4%	5.4%	6.0%	6.0%
营业外收支	28	233	2,406	400	50	50
税前利润	1,756	2,753	4,963	6,235	7,946	9,605
利润率	3.9%	5.8%	6.7%	5.7%	6.0%	6.0%
所得税	-204	-239	-920	-1,153	-1,470	-1,777
所得税率	11.6%	8.7%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	1,551	2,514	4,043	5,081	6,476	7,828
少数股东损益	518	622	916	1,099	1,319	1,583
归属于母公司的净利润	1,033	1,892	3,127	3,982	5,157	6,245
净利率	2.3%	4.0%	4.2%	3.7%	3.9%	3.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,551	2,514	4,043	5,081	6,476	7,828
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	834	1,016	929	1,130	1,270	1,351
非经营收益	89	-335	-225	-1,603	-883	-856
营运资金变动	1,284	-1,139	696	3,033	1,355	1,553
经营活动现金净流	3,758	2,055	5,443	7,642	8,217	9,876
资本开支	-2,004	-964	-3,905	-1,810	-946	-721
投资	-1,889	-196	-415	-1,898	-105	-105
其他	41	47	108	516	763	736
投资活动现金净流	-3,852	-1,113	-4,212	-3,192	-288	-91
股权募资	45	3,267	52	5	0	0
债权募资	1,023	-1,821	583	-744	0	1
其他	-805	-703	-450	-70	-368	-368
筹资活动现金净流	264	744	185	-809	-368	-367
现金净流量	169	1,686	1,415	3,642	7,561	9,418

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,285	3,855	5,803	6,050	13,612	23,029
应收款项	5,534	10,474	8,781	12,888	16,035	19,643
存货	5,138	5,828	10,436	11,738	14,012	16,470
其他流动资产	830	975	2,997	3,736	3,980	4,097
流动资产	13,787	21,132	28,017	34,412	47,639	63,239
%总资产	59.9%	67.5%	67.4%	66.8%	73.6%	79.1%
长期投资	254	375	782	2,674	2,774	2,874
固定资产	5,662	6,161	8,625	9,957	9,921	9,703
%总资产	24.6%	19.7%	20.8%	19.3%	15.3%	12.1%
无形资产	2,846	2,852	3,301	2,934	2,763	2,471
非流动资产	9,210	10,179	13,532	17,066	17,059	16,750
%总资产	40.1%	32.5%	32.6%	33.2%	26.4%	20.9%
资产总计	22,997	31,310	41,549	51,478	64,698	79,989
短期借款	2,360	540	729	0	0	0
应付款项	10,835	13,533	18,853	26,356	32,131	38,588
其他流动负债	2,839	4,798	5,625	7,739	9,046	10,389
流动负债	16,034	18,871	25,207	34,095	41,178	48,978
长期贷款	0	0	394	394	394	395
其他长期负债	57	59	71	0	0	0
负债	16,091	18,930	25,671	34,488	41,571	49,372
普通股股东权益	4,757	9,451	12,336	15,970	20,789	26,695
少数股东权益	2,536	3,277	4,046	5,146	6,465	8,048
负债股东权益合计	23,384	31,310	42,054	51,478	64,698	79,989

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.546	0.909	1.002	1.177	1.524	1.845
每股净资产	2.515	4.544	3.954	4.719	6.143	7.888
每股经营现金净流	1.985	0.989	1.745	2.258	2.428	2.918
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	21.72%	20.02%	25.35%	24.93%	24.81%	23.39%
总资产收益率	4.42%	5.98%	7.44%	7.16%	7.49%	7.42%
投入资本收益率	20.94%	19.55%	12.76%	23.24%	22.93%	21.85%
增长率						
主营业务收入增长率	36.09%	4.34%	57.70%	45.88%	21.95%	20.12%
EBIT增长率	23.77%	23.92%	-3.48%	122.87%	26.83%	21.06%
净利润增长率	-13.44%	83.14%	65.29%	27.34%	29.51%	21.09%
总资产增长率	34.96%	35.38%	32.84%	23.90%	25.68%	23.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.8	31.3	24.2	24.0	23.0	22.0
存货周转天数	59.5	54.4	48.1	48.0	47.0	46.0
应付账款周转天数	56.3	75.4	59.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	40.5	44.0	37.7	29.3	23.8	19.4
偿债能力						
净负债/股东权益	1.03%	-26.26%	-29.49%	-27.52%	-49.09%	-65.62%
EBIT利息保障倍数	4.8	12.8	5.9	8.7	13.4	17.8
资产负债率	68.81%	59.80%	61.04%	62.02%	60.40%	58.70%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	10	17	19	19	57
买入	3	8	9	10	22
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.23	1.29	1.30	1.32	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-04	买入	12.67	26.20 ~ 26.20
2 2010-08-31	买入	15.08	17.50 ~ 19.15
3 2010-09-21	买入	14.97	17.50 ~ 19.15
4 2010-10-12	买入	15.86	17.60 ~ 20.00
5 2010-10-26	买入	18.91	21.20 ~ 21.20
6 2011-03-17	买入	18.92	26.00 ~ 26.00
7 2011-04-28	买入	17.66	23.40 ~ 25.90
8 2011-08-08	买入	16.53	20.24 ~ 21.80

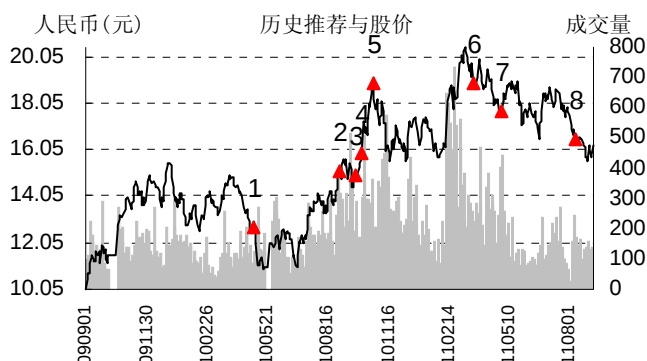
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B