

# 大容量、OBM 助推冰箱出口龙头前行

## 奥马电器新股分析报告

建议询价区间:

10.06 - 12.72 元

上市首日定价区间:

12.72 - 14.84 元

报告日期: 2012-03-21

### 报告关键点:

- 📖 冰箱出口龙头ODM起家, OBM完成双剑合璧
- 📖 大容量、OBM带来公司盈利能力的提升
- 📖 募投项目解决产能瓶颈, 提升产品档次结构

### 报告摘要:

- **冰箱出口龙头, 发力国内市场。**公司始终专注于冰箱的设计、制造和销售, 冰箱年产量从2003年的4万台增长到2011年的420万台, 年均复合增长率79%。2009年-2011年连续三年冰箱出口量排名行业第一, 已成为国内最大的冰箱ODM生产基地。2011年公司营业收入32亿元, 净利润1.5亿元, 分别同比增长13%和11%。2006年下半年以来, 公司在国内市场推进OBM业务, 其自主品牌销售渠道以三、四级市场地区代理为主, 以一、二级市场商超渠道为辅。
- **大容量、OBM带来公司盈利能力的提升。**大容量高端冰箱收入增长稳定, 2010年和2011年分别同比增长37%和31%, 其毛利率高于其他容积冰箱2-3个百分点; OBM业务收入2010年和2011年分别同比增长53%和37%, 保持了高速增长态势, 其毛利率近三年保持在25%左右, 远高于公司ODM业务的毛利率。随着大容积冰箱以及OBM业务比重的增加, 势必会提高公司整体毛利率水平。
- **ODM与OBM协同发展, 客户资源稳固。**ODM为OBM发展提供强有力的支撑, 使OBM发展具备良好的后发优势, 同时, 二者能够实现产品设计、生产等多环节资源共享, 实现协同效应。目前, 公司已经与Candy、惠而浦和伊莱克斯等国际冰箱企业建立了稳定的战略合作关系, 保障了公司稳定的业务和利润来源。
- **募投项目解决产能瓶颈, 提升产品档次结构。**公司本次拟公开发行人民币普通股4135万股, 占发行后总股本的25%, 投资总额约7亿元。募投项目建成投产后, 公司整体产能将由目前的450万台/年提升到730万台/年, 其中, 多门大容量节能冰箱产能新增180万台/年, 大容量风冷冰箱产能新增50万台/年, 产品档次结构也将大幅改善, 各分厂的业务结构划分也将更为明确和合理。
- **盈利预测与投资建议。**预计2012、2013、2014年公司营业收入增长率为14%、18%和16%, 净利润分别增长20%、16%和15%, 全面摊薄后EPS分别为1.06、1.23和1.42元。参照可比上市公司的估值水平, 我们给予公司2012年10-13倍的PE, 则每股合理询价区间为10.06-12.72元。上市首日定价区间12.72-14.84元, 对应2012年PE为12-14倍。
- **风险提示:** 依赖国外市场的市场风险; 汇率波动造成的财务风险; 客户相对集中造成的风险。

### 发行数据

总股本(万股)	12,400
发行数量(万股)	4,135
网下发行(万股)	825
网上发行(万股)	3,310
保荐机构	国信证券股份有限公司
发行日期	2012-03-28
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

中山施诺工业投资有限公司	75.00%
(香港)东盛投资有限公司	25.00%

衡昆  
010-66581658  
执业证书编号

首席行业分析师  
hengkun@essence.com.cn  
S1450511020004

### 报告联系人

杨爱琳

021-68765335  
yangal@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,828.9	3,194.1	3,653.6	4,314.1	4,980.8
Growth(%)	28.9%	12.9%	14.4%	18.1%	15.5%
净利润	131.5	145.7	175.4	203.4	234.4
Growth(%)	86.4%	10.8%	20.4%	16.0%	15.2%
毛利率(%)	14.4%	18.9%	18.2%	18.5%	18.7%
净利润率(%)	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
每股收益(元)	1.06	1.17	1.06	1.23	1.42
每股净资产(元)	3.61	4.78	7.17	8.27	9.55
净资产收益率(%)	29.4%	24.6%	14.8%	14.9%	14.8%
ROIC(%)	98.4%	68.4%	56.8%	22.3%	21.6%

敬请阅读本报告正文后各项声明

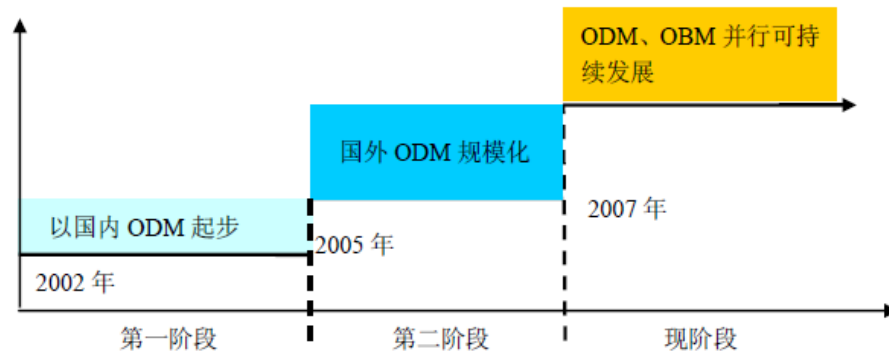
## 1. 冰箱出口龙头，发力国内市场

### 1.1. ODM 起家，OBM 完成双剑合璧

奥马电器自 2002 年设立以来，始终专注于冰箱的设计、制造和销售，冰箱年产量从 2003 年的 4 万台增长到 2011 年的 420 万台，年均复合增长率 79%。2009 年、2010 年奥马电器冰箱出口量排名行业第一，2011 年公司出口冰箱 301 万台，继续保持冰箱出口量排名行业第一，美的电器、海信科龙、海尔分列 2-4 位，公司已成为国内最大的冰箱 ODM 生产基地。

在成立之初，公司通过国内 ODM 业务切入冰箱行业，在初步形成冰箱设计制造领域的优势后，又抓住冰箱行业在全球范围内产业转移的机会，成功将 ODM 业务拓展到欧洲等国外市场，并逐步实现公司产品生产的规模化。2007 年以来，公司在国内三、四级市场推进 OBM 业务，进一步完善公司业务模式结构，实现均衡、可持续发展。

图 1 公司业务发展阶段



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

从近三年不同经营模式的发展状况看，OBM 业务比重不断提升，由 2009 年的 18% 上升到 2011 年的 25%，表现出良好的上升势头。ODM 出口比重虽然有所下降，但依然占有超过 60% 的比重，仍为公司目前的主要业务和利润来源。ODM 内销为了避免与自主品牌业务的潜在冲突，公司 ODM 内销业务则在进行战略性的缩减。

表 1 不同经营模式发展状况对比

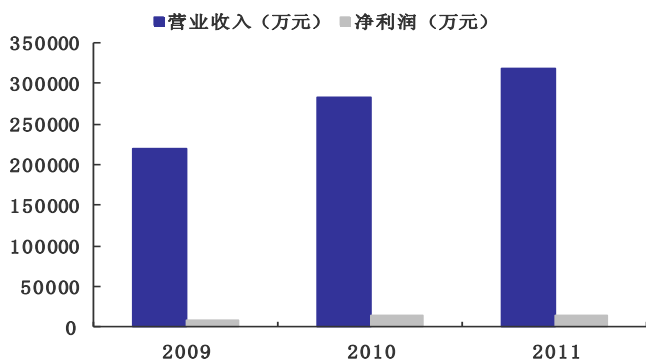
业务类型	2011 年			2010 年			2009 年	
	金额	比例	同比增速	金额	比例	同比增速	金额	比例
ODM 出口	204,576.37	64%	13%	181,812.62	64%	18%	154488.15	70%
ODM 内销	34,445.57	11%	-18%	42,261.38	15%	61%	26284.81	12%
自主品牌	80,236.87	25%	36%	58,801.68	21%	53%	38551.64	18%
合计	319,258.81	100%	13%	282,875.68	100%	29%	219324.60	100%

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

### 1.2. 营收增速放缓，毛利率提升显著

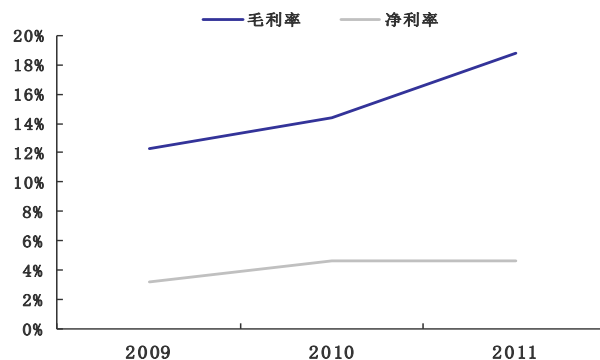
2009-2011 年，公司营业收入分别为 22 亿元、28 亿元、32 亿元，净利润分别为 7054 万元、1.3 亿元、1.5 亿元。2010-2011 年收入同比增速分别为 29% 和 13%，净利润的同比增速分别为 86% 和 11%。虽然增速有所放缓，但公司近三年的销售毛利率有较大幅度的提高，毛利率的提升主要来自自主品牌占比的提升，其自主品牌主要走商超渠道以及三四线销售公司渠道。

图 2 近三年公司营业收入与净利润变化



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 3 近三年公司毛利率与净利率变化



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

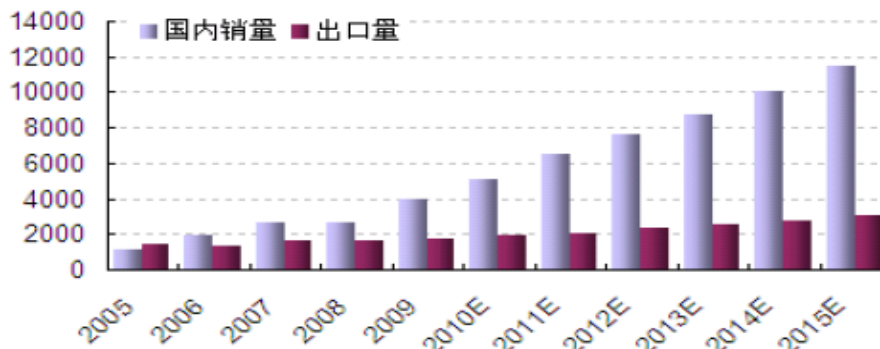
## 2. 冰箱行业平稳增长

### 2.1. 海外市场增速放缓

#### 2.1.1. 海外发达市场普及度高，增速趋缓

冰箱作为最先进入家庭的大白色家电，随着人们生活水平提高，其销量也逐年上升。由于在发达国家市场冰箱的普及程度已经很高，因此其销售规模的增速开始放缓。2007 年底中国家电下乡政策推出带动了全球冰箱产业的发展，而其行业增速也将伴随着政策的退出而逐步趋缓。

图 4 2005-2015 年中国冰箱国内外销量及预测

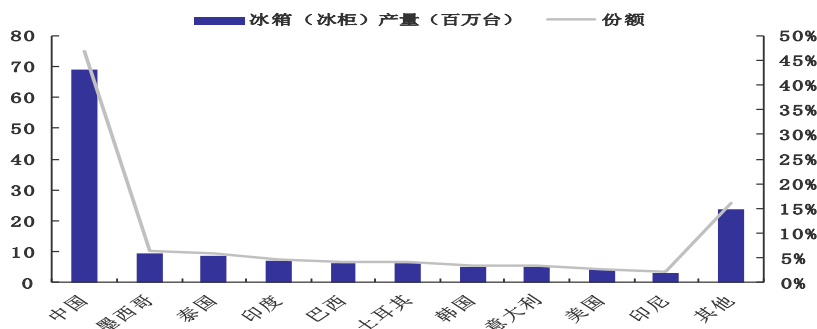


数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

#### 2.1.2. 中国在全球冰箱生产领域的领导地位长期不变

2009 年度中国冰箱（冰柜）产量占全球总产量的 47%，远高于排名第二三位的墨西哥和泰国，作为全球冰箱生产大国的领先地位十分突出。考虑到中国庞大的冰箱消费市场、完善的产业配套设施以及充足高效的生产能力，预计在未来较长时间内这种趋势都将持续。

图 5 2009 年全球主要冰箱（冰柜）生产国别分布图

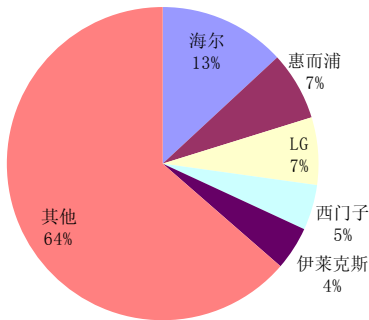


数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

### 2.1.3. 全球冰箱消费格局集中度较高

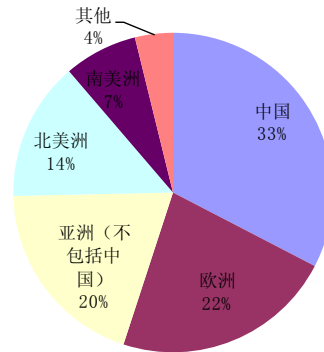
从品牌占有率方面看，2009 年全球冰箱企业品牌市场占有率前五名分别是海尔、惠而浦、LG、西门子、伊莱克斯，其中的惠而浦、伊莱克斯和海尔是公司的客户。从区域销售方面看，中国、欧洲、亚洲（不包括中国）、北美洲、南美洲分别位居区域销售的前五位，而欧洲是公司最主要的出口市场。

图 6 2009 年全球冰箱品牌销量份额



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 7 2009 年全球冰箱销售市场分布



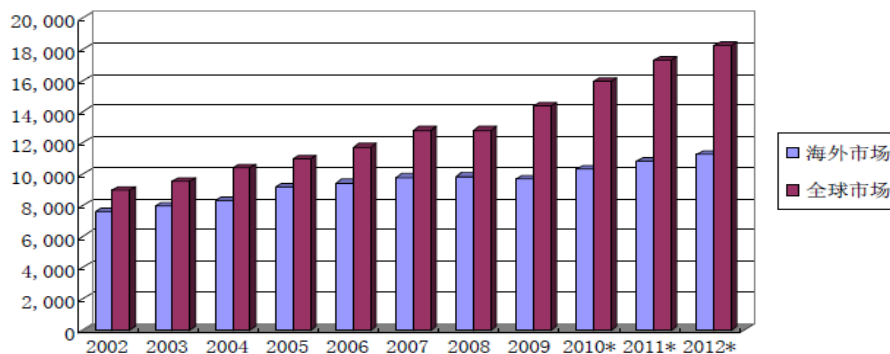
数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

## 2.2. 国内市场增速回落

### 2.2.1. 国内市场经历增长高峰后出现回落

从近几年我国冰箱行业生产情况来看，冰箱产量呈快速增长态势，2004 年约 3000 万台，2010 年达到 7058 万台，年均复合增长率为 15%。考虑到我国经济在未来几年仍将保持平稳较快发展，预计冰箱市场产量也将保持稳步增长。2011 年我国冰箱内销量为 5927 万台，较上年同期增长 16%。2011 年出口 1919 万台，同比增长 5%。2012-2015 年，预计冰箱年均增速回落至 15% 左右，至 2015 年国内冰箱销售规模可达到 1.45 亿台。

图 8 2002-2012 年年全球冰箱市场和海外冰箱市场销售情况 单位：万台

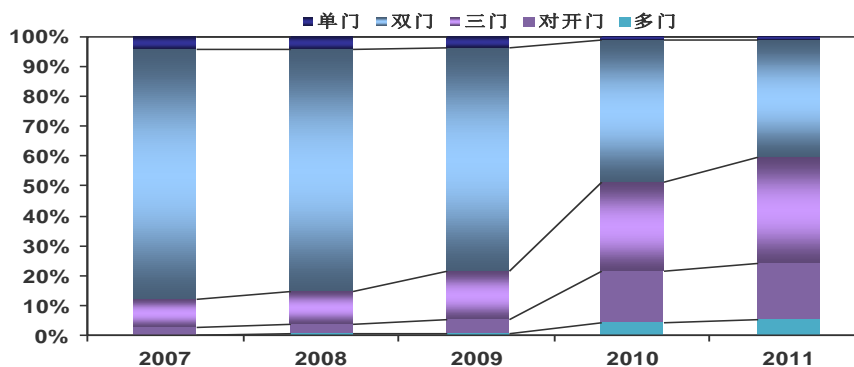


数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

### 2.2.2. 产品高端化趋势显著

2009 年双门冰箱在整个市场占据最大份额，但是三门、多开门、对开门冰箱上升幅度较大。在国内家电以旧换新中三门、对开门及多门冰箱的销售约占以旧换新总销售量的 60%，较上年同期增长近 3 倍，更新换代特征明显。2011 年，三门冰箱市场份额达到 36%，与双门冰箱的 39% 已经非常接近，三门、多门、对开门冰箱的份额合计已超过 60%，预测未来三门、多门以及对开门冰箱份额将会继续上升，冰箱产品高端化趋势将不断延续。

图 9 中国冰箱行业产品结构变化



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

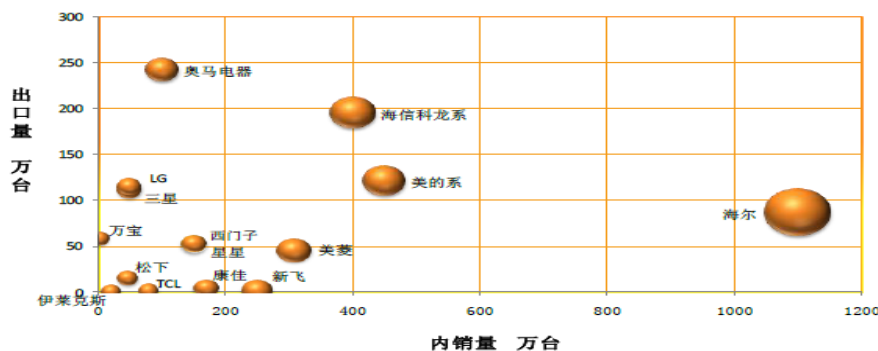
### 2.2.3. 智能化、个性化引导高端产品消费趋势

从目前冰箱市场来看，无论是国产品牌还是进口品牌，都在不断推出科技含量很高、极具竞争力的产品。随着生活品质的进一步提高，人们对冰箱的消费需求已经从只看重冰箱能否延长食物保质期，逐渐发展到大容量、保鲜、营养、健康、环保等多方面并重。在这种形势下，冰箱企业更注重进行技术改革，电脑智能化、个性化的冰箱应运而生，在一定程度上反映了未来冰箱的发展趋势。

### 2.3. 行业格局维稳

2009 年中国冰箱产业格局中，海尔占据绝对领先的市场地位，美的系、海信科龙系、美菱及奥马电器紧随其后。2011 年上述行业格局基本保持稳定，海尔销售冰箱 1608 万台，继续占据行业第一，在内外销比例上，海尔以内销为主，外销规模相对较小；美的系、海信科龙系分列二、三位，整体销售规模均超过 700 万台，拥有很强的整体竞争力；美菱 2011 年销售冰箱 445 万台，排名行业第四，比公司 2011 年 420 万台的销量略高，但内外销比例上，美菱以内销为主，而本公司以外销为主。

图 10 2009 年度中国冰箱行业竞争格局定位图



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

## 3. 大容量、OBM 带来公司盈利能力的提升

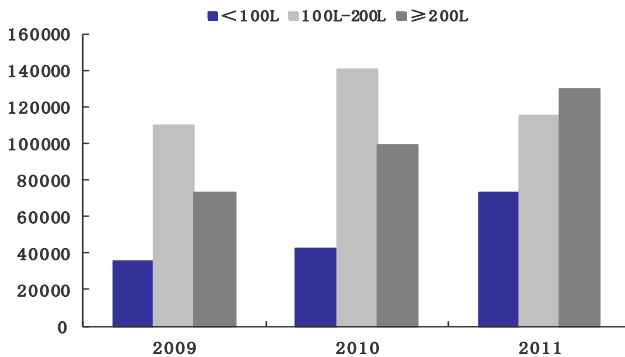
### 3.1. 公司产品结构升级，大容量冰箱利润贡献大

从不同容积冰箱营业收入的规模和增速来看，容积 $\geq 200L$  的高端冰箱收入增长稳定，2010 年和 2011 年分别同比增长 37% 和 31%；而容积 100L-200L 的冰箱营业收入在 2010 年达到高点后已经开始出现衰退；容积 $< 100L$  的冰箱主要为公司以低价策略切入海外新市场所用，在进入海外新市场时增长较快，之后会被大容积产品所替代。

从不同容积冰箱的毛利率情况看，2009 年-2011 年，除 2010 年小容量冰箱毛利率出现下降外，公司不同容积冰箱毛利率均呈稳步上升态势。同时，大容积冰箱的毛利率高

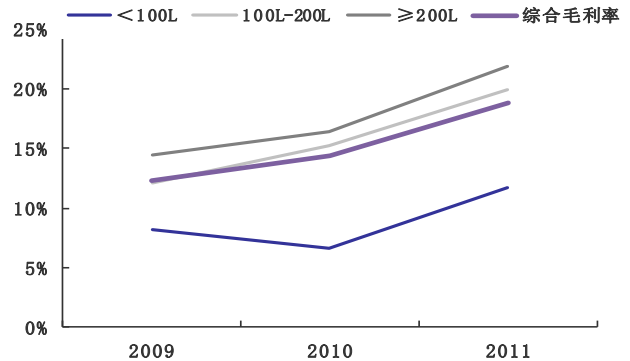
于其他容积冰箱 2-3 个百分点，随着大容积冰箱销售比重的增加，势必会提高公司整体毛利率水平。

图 11 不同容积冰箱营业收入对比



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 12 不同容积冰箱毛利率对比



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

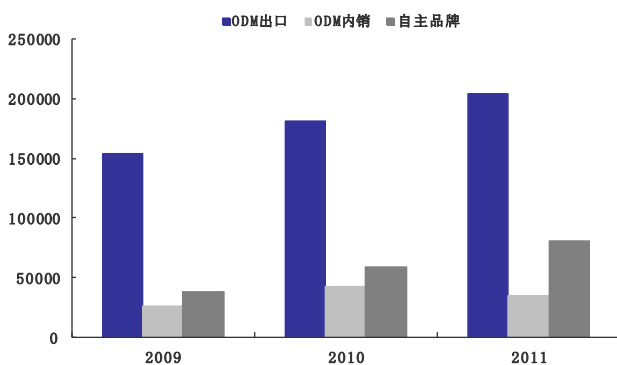
### 3.2. OBM 业务三、四级市场起步，成为公司利润新增长点

目前，OBM 业务处于起步阶段，公司将主要以三、四级市场作为自主品牌产品的切入点和主战场，将一、二级市场作为其销售的桥头堡。公司在三、四级市场上主要通过地区代理商等传统渠道进行大面积铺货，在一、二级市场则主要通过超市、家电连锁等渠道进行重点突破。随着 OBM 业务的逐渐成熟，公司自主品牌产品将向高端化、城市化发展。

从不同经营模式营业收入的规模和增速来看，自主品牌业务营业收入 2010 年和 2011 年的同比增速分别为 53% 和 36%，保持了高速增长态势；ODM 出口营业收入所占比重保持 60% 以上，但其近两年营收同比增速仅为 18% 和 13%。

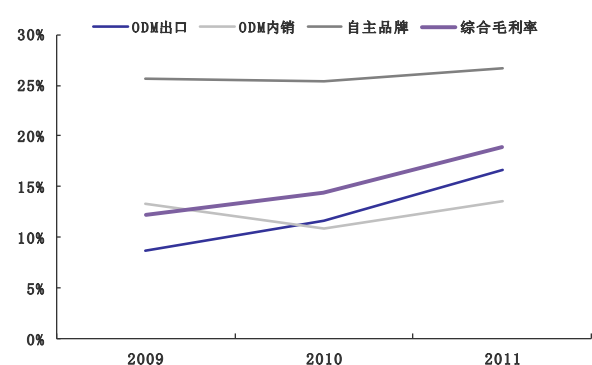
从不同经营模式的毛利率情况看，自主品牌的毛利率近三年保持在 25% 左右，远高于公司 ODM 业务的毛利率水平。随着公司在国内市场 OBM 业务的不断深入，自主品牌营收比重不断增加，公司综合毛利率也将随之不断提升。

图 13 不同经营模式营业收入对比



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 14 不同经营模式毛利率对比



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

## 4. 募投资项目解决产能瓶颈，提升产品档次结构

公司本次拟公开发行人民币普通股 4135 万股，占发行后总股本的 25%，投资总额约 7 亿元。募集资金投资项目建成投产后，公司整体产能将大幅提升，产品档次结构也将大幅改善，各分厂的业务结构划分也将更为明确和合理。

表 2 募投项目概况

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	内部收益 率(税后)	投资回收 期(税后)	新增产能	投产第一年 新增产量	第二年达产 新增产量
<b>新增产能项目</b>							
1	多门大容量节能冰箱(五厂一期)新建项目	35,458.60	22.13%	6.32 年	180 万台/年	100 万台	140 万台
2	大容量风冷冰箱和冰柜(一厂)改扩建项目	23,383.40	23.39%	5.15 年	100 万台/年	50 万台	70 万台
<b>关键部件及研发销售配套项目</b>							
3	工程技术研发中心项目	2,986.10	-	-	-	-	-
4	国内市场营销网络建设项目	3,000.00	-	-	-	-	-
5	关键部件(蒸发器)新建项目	2,997.80	23.23%	5.30 年	100 万套/年	75 万套	100 万套
	<b>合计</b>	<b>67,825.90</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

数据来源: 公司招股意向书, 安信证券研究中心

#### 4.1.1. 多门大容量节能冰箱(五厂一期)新建项目

项目建成后达产后每年将新增 180 万台多门大容量节能冰箱产能, 根据行业一般规律, 预计每年实际产销量为 140 万台。本项目的多门大容量节能冰箱包括 230L 以上的三门及三门以上节能冰箱。项目建成投产后将消除公司目前多门大容量节能冰箱的产能瓶颈, 提升公司产品结构, 满足国际国内客户的订单需求。

该项目投产第一年产量为设计能力的 56%, 年销售量 100 万台, 从第二年开始完全达产产量为设计能力的 78%, 年销售量 140 万台, 正常年份年销售收入为 17 亿元/年, 年均税后利润为 8077 万元。

#### 4.1.2. 大容量风冷冰箱和冰柜(一厂)改扩建项目

项目建成达产后每年将新增 50 万台大容量风冷冰箱和 50 万台冰柜的产能, 根据行业一般规律, 预计每年实际产销量为 35 万台风冷冰箱和 35 万台冰柜冰柜量建成后产能项目。项目建成投产后将进一步丰富公司中高端产品结构, 满足客户多样化的订单需求, 同时增强公司整体盈利能力。

该项目投产第一年的产量为设计能力的 50%, 年销售量 25 万台大容量风冷冰箱和 25 万台冰柜, 从第 2 年开始为设计能力的 70%, 年销售量 35 万台大容量风冷冰箱和 35 万台冰柜, 正常年份年销售收入为 11 亿元/年, 年均税后利润为 3545 万元。

#### 4.1.3. 工程技术研发中心项目

项目包括工程技术研发中心建设及信息化系统升级及改造两大部分。项目建成后, 公司研究开发机构的系统性优势更为明显, 对冰箱行业的前沿技术研究实力将得到加强; 同时通过对公司现有 ERP 系统的升级, 公司信息系统运行效率和防毒抗灾能力将得到强化, 企业整体信息化水平将得以提升。

#### 4.1.4. 国内市场营销网络建设项目

公司自主品牌进入市场时间相对较晚, 尽管增长迅速, 但和知名冰箱品牌间还存在较大差距。本项目拟实现一级市场建设 400 个形象网点, 二级市场建设 600 个形象网点, 三级市场实现 3000 个形象网点, 四级市场 8000 个形象网点, 在未来两年内共投入 12000 个网点建设, 全面加强公司渠道覆盖面, 扩大公司品牌知名度。

#### 4.1.5. 关键部件(蒸发器)新建项目

项目建成达产后每年将新增 100 万套冰箱冰柜用蒸发器产能, 项目建成投产后将大幅提升公司核心零部件配套能力, 降低生产旺季时断货风险, 同时自产核心零部件还具备降低采购和物流成本, 减少隐性质量损失等优势。

该项目投产第一年为设计能力的 75%, 年生产蒸发器 75 万套, 从第二年开始完全达产, 年产蒸发器 100 万套。项目年均收入 6,097 万元, 年均税后利润为 626 万元。

## 5. 公司竞争优势及风险点

### 5.1. 公司核心竞争优势

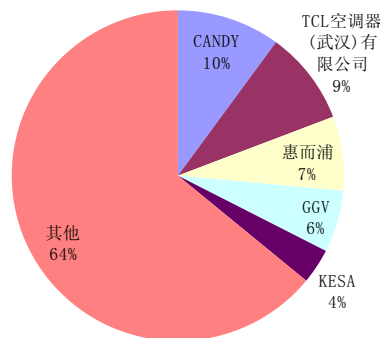
#### 5.1.1. ODM 与 OBM 业务协同发展优势

2006 年下半年，公司适时开展 OBM 业务：一方面，ODM 业务为 OBM 业务发展提供强有力的支撑，使得 OBM 业务发展具备良好的后发优势；另一方面，公司 OBM 业务的发展减少了公司对单一业务的依赖，降低了公司的经营风险。同时，通过独创的“通用产品平台”，公司 ODM 业务和 OBM 业务能够实现从市场调研、产品设计开发、原材料采购及生产等多环节资源共享，最大程度降低整体运营成本，实现协同效应。

#### 5.1.2. 稳固的客户资源优势

2011 年，公司前五大客户分别为 Candy、TCL、惠而浦、GGV、KESA，合计销售金额占销售总额的比重为 36%。其中，2009 年，惠而浦占全球冰箱销量份额的 7%；根据 GFK 数据，2009 年，Candy 占意大利冰箱市场份额的 6%，2010 年，GGV 占德国市场冰箱份额的 21%；根据维基百科资料，KESA 为欧洲第三大家电零售集团；根据中怡康数据，2011 年，TCL 在国内冰箱市场的零售量份额为 1.45%。

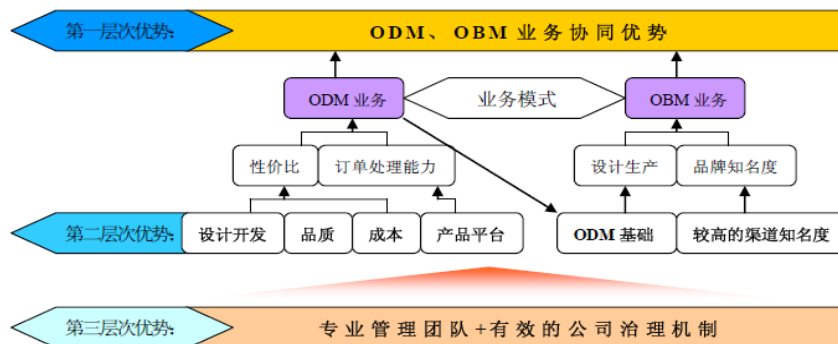
图 15 2011 年公司主要客户销售占比情况



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

目前，公司已成功参与到 Candy、惠而浦和伊莱克斯等国际冰箱企业的全球采购架构中，并与其建立了稳定的战略合作关系，保障了公司订单持续增加。优质的客户保证了公司资产的质量和流动性，公司对大客户的应收账款质量较高，并根据其订单调整存货的在库周期，降低了存货跌价风险。优质的客户资源为公司在业内树立了较高的品牌知名度，降低了新客户对公司的考察成本，减轻了公司开拓新市场的阻力。

图 16 公司竞争优势体系示意图



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

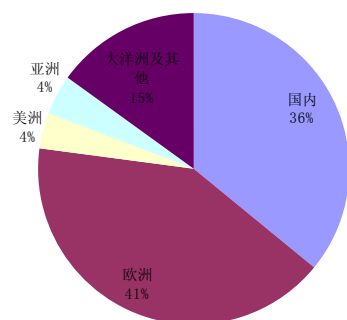
### 5.2. 主要风险点



### 5.2.1. 依赖国外市场的市场风险

2011年，欧洲市场营业收入占主营业务收入41%，其次是国内市场为36%，国外市场合计占比达64%。虽然ODM出口业务比重近三年来呈现下降趋势，但目前仍占有较大比重。如果部分国家和地区为了保护本国市场，推行新贸易保护主义政策和措施，或者利用在安全标准、质量标准、环境标准等非关税壁垒方面的障碍，会影响到公司的ODM出口业务。

图 17 2011 年公司主营收入按地区划分构成



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

### 5.2.2. 汇率波动造成的财务风险

2011年，公司出口业务收入占总收入的64%，自接受订单、生产、发货，至货款回笼，整个业务周期约1-3个月，且基本采用美元和欧元结算。因此，汇率波动将使公司出现汇兑损益，导致营业收入、利润总额及净利润发生变化。2009年初至2011年底，人民币对美元累计升值9%，人民币对欧元累计升值15%，未来一定时间内人民币仍有可能升值。虽然公司在部分订单中采取措施进行汇率锁定，但汇率的变动对公司的盈利能力仍将产生较大的影响。

表 3 公司汇兑损益金额以及占当期利润总额的比例 单位：万元

项目	2011年	2010年	2009年
汇兑损益	-3,147.13	-694.05	-1,312.41
利润总额	17,214.91	15,551.83	8,545.96
汇兑损益占利润总额比例	-18.28%	-4.46%	-15.36%

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

### 5.2.3. 客户相对集中造成的风险

公司业务主要为ODM形式，2009年至2011年，公司对前五大客户的销售收入占总销售收入的比重分别50%、44%和36%，总体趋势不断下降，但还是存在客户过于集中的风险，如果有某大客户自身的经营发生不利变化、或者减少甚至取消与本公司的合作，将对公司生产经营带来不利影响。

## 6. 可比公司估值

表 4 可比上市公司估值水平比较(2012年3月21日)

代码	名称	股价	毛利率(%)	净利率(%)	PE 11A	PE 12E	PS	PB
000521.SZ	美菱电器	5.45	21.29%	0.99%	31	15	0.37	1.19
000921.SZ	ST科龙	4.23	17.67%	2.13%	13	13	0.31	6.64
600690.SH	青岛海尔	11.3	24.44%	5.19%	11	9	0.41	3.67
600336.SH	澳柯玛	5.03	18.21%	0.73%	34		0.42	2.93
				均值	22	12	0.38	3.61

数据来源：Wind,安信证券研究中心

## 7. 询价建议

预计 2012、2013、2014 年公司营业收入增长率为 14%、18% 和 16%，净利润分别增长 20%、16% 和 15%，全面摊薄后 EPS 分别为 1.06、1.23 和 1.42 元。参照可比上市公司的估值水平，我们给予公司 2012 年 10-13 倍的 PE，则每股合理询价区间为 10.06-12.72 元。上市首日定价区间 12.72-14.84 元，对应 2012 年 PE 为 12-14 倍。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-03-19		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	2,828.9	3,194.1	3,653.6	4,314.1	4,980.8	成长性					
减: 营业成本	2,421.8	2,591.0	2,989.3	3,517.0	4,048.1	营业收入增长率	28.9%	12.9%	14.4%	18.1%	15.5%
营业税费	0.9	7.2	11.0	8.0	11.8	营业利润增长率	85.9%	10.8%	20.8%	16.1%	15.3%
销售费用	140.7	196.4	237.5	295.5	351.1	净利润增长率	86.4%	10.8%	20.4%	16.0%	15.2%
管理费用	145.1	187.7	219.2	261.0	296.4	EBITDA 增长率	65.4%	24.5%	9.3%	19.2%	14.7%
财务费用	17.0	40.5	20.0	22.9	20.7	EBIT 增长率	70.6%	23.9%	6.7%	16.0%	13.1%
资产减值损失	-1.1	5.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	69.4%	25.4%	3.2%	15.9%	13.1%
加: 公允价值变动收益	22.5	-22.4	7.4	2.5	-4.2	投资资本增长率	80.5%	24.3%	195.1%	16.8%	4.7%
投资和汇兑收益	22.1	21.5	15.4	19.6	18.8	净资产增长率	41.6%	32.6%	99.8%	15.5%	15.4%
<b>营业利润</b>	<b>149.0</b>	<b>165.2</b>	<b>199.6</b>	<b>231.8</b>	<b>267.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.5	6.9	7.7	8.7	9.7	毛利率	14.4%	18.9%	18.2%	18.5%	18.7%
<b>利润总额</b>	<b>155.5</b>	<b>172.1</b>	<b>207.3</b>	<b>240.5</b>	<b>277.0</b>	营业利润率	5.3%	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%
减: 所得税	24.0	26.5	31.9	37.0	42.7	净利润率	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
<b>净利润</b>	<b>131.5</b>	<b>145.7</b>	<b>175.4</b>	<b>203.4</b>	<b>234.4</b>	EBITDA/营业收入	6.5%	7.2%	6.8%	6.9%	6.9%
<b>资产负债表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
货币资金	313.0	512.4	725.7	791.4	1,003.9	运营效率					
交易性金融资产	27.8	5.4	12.8	15.3	11.2	固定资产周转天数	16	24	35	43	47
应收帐款	235.1	317.4	365.9	406.5	487.7	流动营业资本周转天数	3	-5	9	25	22
应收票据	35.1	45.1	44.8	55.8	65.3	流动资产周转天数	129	143	157	154	157
预付帐款	148.2	157.5	183.6	193.5	213.9	应收帐款周转天数	29	30	32	31	31
存货	324.1	409.0	405.6	501.0	588.3	存货周转天数	35	41	40	38	39
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	155	184	216	223	224
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	27	34	66	90	86
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.4%	24.6%	14.8%	14.9%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	7.6%	7.1%	7.1%	7.0%
固定资产	144.0	273.3	438.0	597.6	702.9	ROIC	98.4%	68.4%	56.8%	22.3%	21.6%
在建工程	85.3	111.5	216.9	220.1	153.1	费用率					
无形资产	36.9	69.0	69.0	73.8	82.8	销售费用率	5.0%	6.1%	6.5%	6.9%	7.1%
其他非流动资产	11.4	12.3	17.4	18.0	18.1	管理费用率	5.1%	5.9%	6.0%	6.1%	6.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,361.0</b>	<b>1,912.9</b>	<b>2,479.7</b>	<b>2,872.9</b>	<b>3,327.1</b>	财务费用率	0.6%	1.3%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	174.2	190.3	187.5	187.4	186.5	三费/营业收入	10.7%	13.3%	13.0%	13.4%	13.4%
应付帐款	371.1	351.6	510.8	539.0	620.5	偿债能力					
应付票据	353.9	660.1	491.9	662.9	820.1	资产负债率	67.1%	69.0%	52.2%	52.4%	52.5%
其他流动负债	3.9	20.4	-0.8	1.3	-6.1	负债权益比	204.2%	222.6%	109.3%	110.0%	110.7%
长期借款	-	80.0	80.0	80.0	80.0	流动比率	1.20	1.18	1.46	1.41	1.46
其他非流动负债	10.6	17.6	25.3	34.2	47.1	速动比率	0.84	0.85	1.12	1.05	1.10
<b>负债总额</b>	<b>913.7</b>	<b>1,319.9</b>	<b>1,294.7</b>	<b>1,504.8</b>	<b>1,748.1</b>	利息保障倍数	9.79	5.08	11.00	11.14	13.88
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	124.0	124.0	165.4	165.4	165.4	DPS(元)	-	-	0.11	0.12	0.14
留存收益	323.3	469.0	1,019.7	1,202.8	1,413.7	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>447.3</b>	<b>593.0</b>	<b>1,185.0</b>	<b>1,368.1</b>	<b>1,579.1</b>	股息收益率					
<b>现金流量表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
净利润	131.5	145.7	175.4	203.4	234.4	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	19.1	24.4	30.3	43.1	53.4	EPS(元)	1.06	1.17	1.06	1.23	1.42
资产减值准备	-1.1	5.1	-	-	-	BVPS(元)	3.61	4.78	7.17	8.27	9.55
公允价值变动损失	-22.5	22.4	7.4	2.5	-4.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	11.9	15.5	20.0	22.9	20.7	PB(X)	-	-	-	-	-
投资收益	-22.1	-21.5	-15.4	-19.6	-18.8	P/FCF	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
营运资金的变动	144.8	121.2	-92.9	53.1	45.9	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>259.8</b>	<b>302.5</b>	<b>124.8</b>	<b>305.4</b>	<b>331.4</b>	CAGR(%)	15.7%	17.2%	16.3%	16.4%	17.7%
投资活动产生现金流量	-152.8	-199.4	-298.0	-193.9	-78.0	PEG	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-60.0	13.2	393.9	-43.3	-45.1	ROIC/WACC	22.0	15.3	12.7	5.0	4.8
						REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034