

# 多品牌多渠道共同发力

**评级: 增持-A**

上次评级: 增持-A

**目标价格: 21.00 元**

期限: 6个月 上次预测: 21.00元

现价(2012年03月29日): 17.20元

**报告日期: 2012-03-30**
**报告关键点:**

- 📖 2011年公司增长来自渠道下沉和拓展
- 📖 市场份额和价格双升体现公司竞争力
- 📖 2012年将是公司多品牌和多渠道的发力期

**报告摘要:**

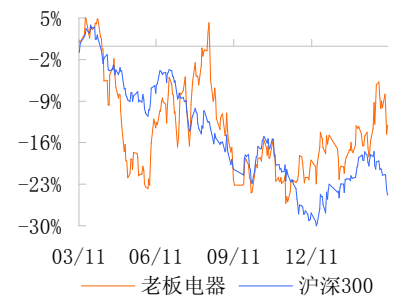
- **2011年公司增长来自渠道下沉和拓展。**2011年是老板电器渠道多元化的元年。从收入贡献来看,在公司3亿元的销售增量中,专卖店达到1亿元。此外,精装修和网络电视购物渠道尽管基数很低,但是其收入增量的贡献已经超越KA。渠道多元化不仅体现为渠道的类型,也体现为渠道的区域。2011年西北和西南地区分别贡献收入增量4200万元和2700万元,成为继华东地区之后收入增量贡献位居第二和第四位的销售区域,其收入增速分别达到75%和34%。
- **市场份额和价格双升体现公司竞争力。**老板电器实现了均价和市场份额的双升,体现了其高端化策略成功延续的趋势。2011年,老板电器均价提升了10%,其市场份额不降反升了2个百分点。而竞争对手方太尽管市场份额有所提升,但是均价只提升了3%,因此其市场份额的扩张是以相对价格的损失来实现的。西门子的均价虽然与老板电器一样增长了10%,但是其市场份额却下滑了接近2个百分点。
- **2012年增长来自多品牌战略与新兴渠道。**我们预计2012年厨电行业仍将处于低迷期。受益于上市后资金的充裕,老板电器仍将保持稳定的市场投入,而其竞争对手缩减开支的可能性比较大,因此老板品牌市场份额增长的趋势是比较确定的。名气品牌在三四线城市的积累期基本结束;帝泽品牌由于是代理销售,其贡献利润的速度也会比较快,因此2012年将进入多品牌收获期。此外,预计精装修渠道和网购渠道仍将保持100%的增长,在收入中占比均有望达到13%,因此,2012年公司也将进入新兴渠道的发力期。
- **投资建议。**我们预计公司2012-2014年的收入增速分别22%、25%、23%,EPS分别为0.91元、1.12元和1.38元,对应的PE分别为19倍、15倍、13倍。尽管厨电行业增长趋缓,但是老板电器仍然在渠道多元化增长的带动下保持了盈利的稳定。在市场环境弱势的情况下,具有高毛利、品牌溢价的企业将会受益,我们维持公司增持-A的投资评级,6个月目标价21元。

- **风险提示:** 房地产销售超预期低迷; 高端厨电竞争加剧; 新兴渠道拓展受阻。

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,231.6	1,533.9	1,864.6	2,336.7	2,882.8
Growth(%)	31.8%	24.5%	21.6%	25.3%	23.4%
净利润	134.3	187.0	232.5	287.4	353.1
Growth(%)	64.2%	39.2%	24.3%	23.6%	22.9%
毛利率(%)	54.6%	52.5%	52.5%	52.1%	51.3%
净利润率(%)	10.9%	12.2%	12.5%	12.3%	12.2%
每股收益(元)	0.52	0.73	0.91	1.12	1.38
每股净资产(元)	5.36	5.90	6.72	7.73	8.97
市盈率	32.8	23.5	18.9	15.3	12.5
市净率	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9
净资产收益率(%)	9.8%	12.4%	13.5%	14.5%	15.4%
ROIC(%)	53.2%	55.1%	43.9%	38.2%	38.8%
EV/EBITDA	30.8	15.6	13.4	10.1	7.7
股息收益率	2.0%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%

总市值(百万元)	4,403.20
流通市值(百万元)	1,596.16
总股本(百万股)	256.00
流通股本(百万股)	92.80
12个月最低/最高	14.35/33.85 元
十大流通股股东(%)	37.33%
股东户数	21,713

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.49	3.14	11.76
绝对收益	4.24	7.29	(13.21)

**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  
 yangai@essence.com.cn

**前期研究成果**

- 老板电器: 盈利超预期, 长期增长在即  
2012-03-13
- 老板电器: 业绩稳步增长符合预期  
2011-10-19
- 老板电器: 业绩符合预期, 期待长期成长  
2011-07-20

## 目录

1. 2011 年增长原因分析.....	3
1.1. 渠道类型和区域多元化.....	3
1.2. 市场份额提升.....	3
1.3. 高端化趋势延续.....	4
2. 2012 年仍将保持稳定增长：关注多品牌与新兴渠道.....	5
2.1. 多品牌战略发力期.....	5
2.2. 新兴渠道地位持续提升.....	5
3. 盈利能力稳中有增.....	7
4. 投资建议.....	7

## 图目录

图 1 老板电器 2011 年分渠道销售收入增量.....	3
图 2 老板电器 2011 年分区域销售收入增量.....	3
图 3 高端市场零售量份额变化.....	4
图 4 高端市场零售额份额变化.....	4
图 5 高端厨电品牌均价及市场份额变化.....	4
图 6 吸油烟机行业产品类型结构.....	4
图 7 吸油烟机排风量产品结构.....	4
图 8 全国主要城市精装修项目比例.....	6
图 9 主要品牌房地产企业产品装修比例.....	6
图 10 老板电器网络销售额及同比增长.....	6
图 11 老板电器季度毛利率.....	7
图 12 老板电器季度净利润率.....	7
图 13 老板电器 PE-Band.....	8

## 表目录

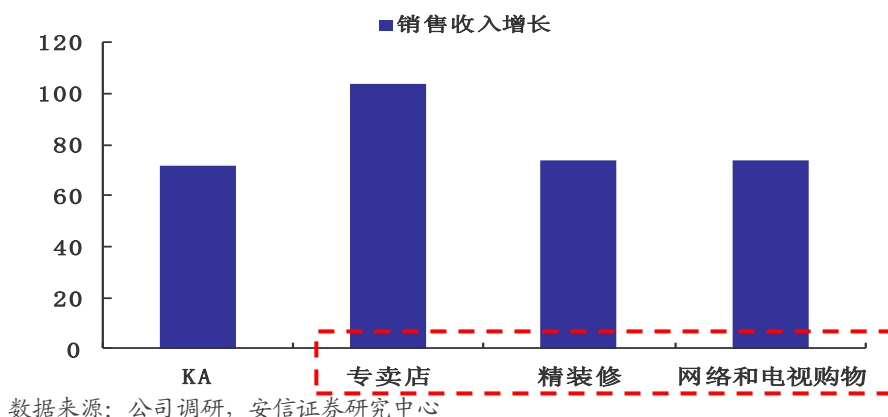
表 1 老板电器各个品牌及特点汇总.....	5
表 2 老板电器收入拆分与预测.....	7

## 1. 2011 年增长原因分析

### 1.1. 渠道类型和区域的多元化

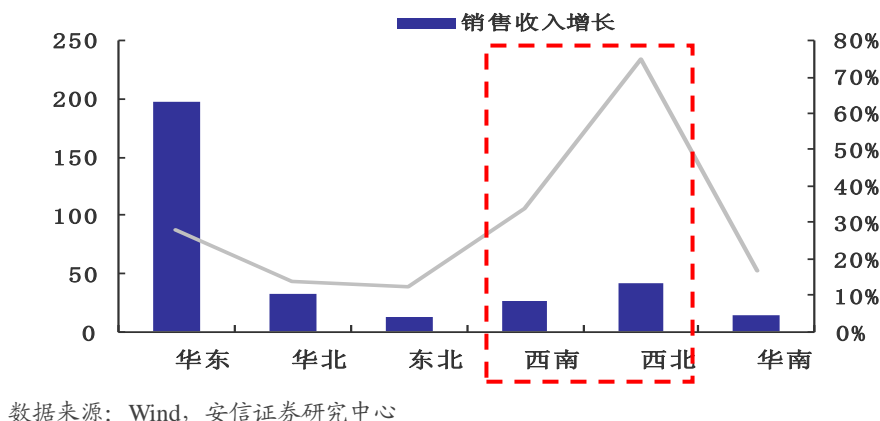
2010 年以前，老板电器的渠道主要集中在 KA，其占比超过 50%。随着传统 KA 的增速的放缓，公司开始尝试以专卖店的方式进行渠道下沉；随着网购需求的增长，公司开始尝试开拓网络渠道吸引有网络购买习惯的消费者；随着精装修房屋占比的提升，公司集中资源大力拓展精装修市场。因此，2011 年是老板电器渠道多元化的元年。从收入贡献来看，专卖店渠道成为各种渠道收入增长的先锋。在公司 3 亿元的销售增量中，专卖店的增量达到 1 亿元。此外，精装修和网络电视购物渠道尽管基数很低，但是其收入增量的贡献已经超越 KA。

图 1 老板电器 2011 年分渠道销售收入增量



渠道多元化不仅体现为渠道的类型，也体现为渠道的区域。2011 年以来，公司渠道向西部拓展的效应开始逐步显现。2011 年西北和西南地区分别贡献收入增量 4200 万元和 2700 万元，成为继华东地区之后收入增量贡献位居第二和第四位的销售区域，其收入增速分别达到 75% 和 34%。我们预计，随着 2012 年西部地区市场的快速增长，西北和西南地区有望超越华北成为仅次于华东的收入增量贡献区域。

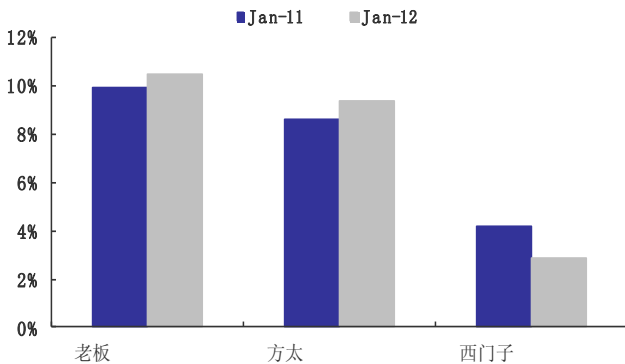
图 2 老板电器 2011 年分区域销售收入增量



### 1.2. 市场份额提升

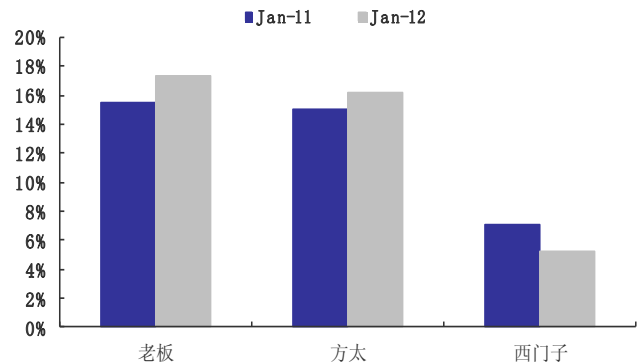
据统计局数据显示，2011 年中国生产吸油烟机 1895 万台，同比下降 2%；生产燃气灶 2618 万台，同比下降了 8%。如果将出口剔除，吸油烟机下滑程度接近 7%。尽管行业趋势向下，但是由于主要的高端厨电参与者西门子市场份额出现了显著的下滑，国产高端厨电品牌纷纷受益。2011 年，老板电器零售量和零售额份额分别为 10% 和 17%，比去年同期分别提升了 0.5 和 2 个百分点。

图 3 高端市场零售量份额变化



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

图 4 高端市场零售额份额变化

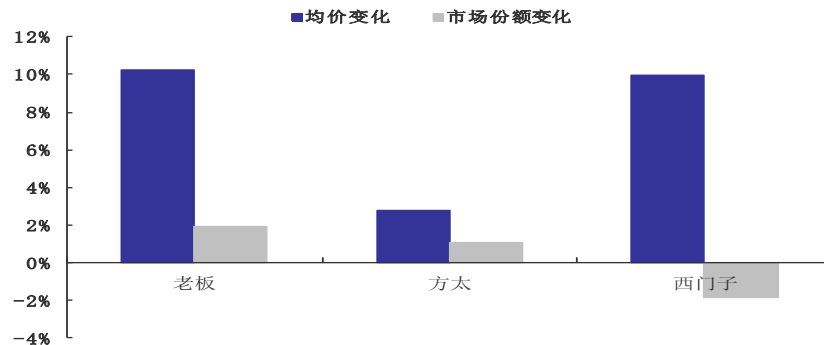


数据来源：中怡康，安信证券研究中心

### 1.3. 高端化趋势延续

老板电器实现了均价和市场份额的双升，体现了其高端化策略成功延续的趋势。2011年，老板电器均价提升了10%，其市场份额不降反升了2个百分点。而竞争对手方太尽管市场份额有所提升，但是均价只提升了3%，因此其市场份额的扩张是以相对价格的损失来实现的。西门子的均价虽然与老板电器一样增长了10%，但是其市场份额却下滑了接近2个百分点。

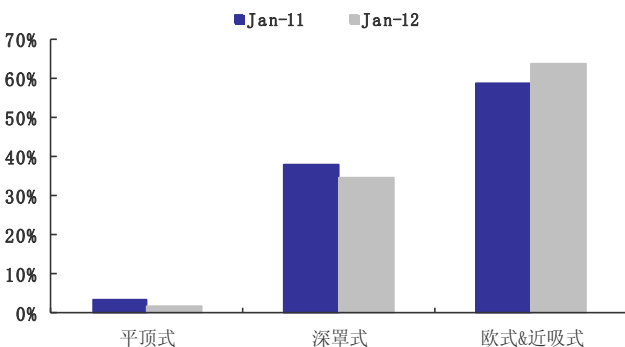
图 5 高端厨电品牌均价及市场份额变化



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

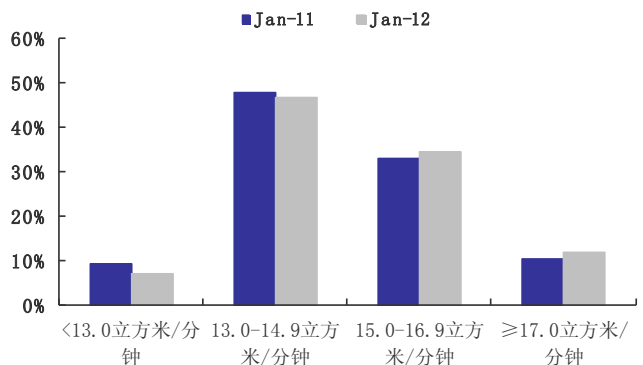
从行业产品结构来看，厨电高端化的趋势也比较显著。以吸油烟机产品为例，2011年欧式和近吸式吸油烟机的销售额占比提升了5个百分点，其均价约为平顶式和深罩式吸油烟机的2.6倍；大排风量（15立方米/分钟以上）吸油烟机销售额占比提升了3.5个百分点，其均价是中小排风量产品的2倍。

图 6 吸油烟机行业产品类型结构



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

图 7 吸油烟机排风量产品结构



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

## 2. 2012 年仍将保持稳定增长：关注多品牌与新兴渠道

### 2.1. 多品牌战略发力期

厨电行业不同于传统的白色家电，由于其特定的家电属性，厨电领域很难形成白电寡头垄断的格局，未来高中低端品牌共存的局面将会长期保持。基于此，老板电器自 2009 年下半年就开始培育新的品牌“名气”，定位大众消费品市场；2012 年初，公司和西班牙法格集团合作引进帝泽品牌，进军顶级厨电市场。目前，老板电器拥有老板、帝泽和名气三个品牌，我们预计 2012 年将是老板电器多品牌战略收获的一年。

表 1 老板电器各个品牌及特点汇总

商标	品牌定位	渠道
老板 	高端	代理制，以 KA 为主，重点发展专卖店、精装修及网络渠道
名气 	大众消费品	经销制，重点发展三四线渠道，以专卖店为主
帝泽 	顶级	全进口产品，有老板电器负责销售，仅精装修渠道

数据来源：公司调研，安信证券研究中心

- (1) **老板品牌。**2012 年，受欧债危机影响，加之厨电在西门子产品结构中占比较低，预计西门子仍将采取收缩战略。方太在 2011 年由于加大了销售费用投入，可能会面临费用超标的压力，因此预计 2012 年其在终端市场也将采取收缩的战略。综合上述两个竞争对手的影响，我们认为老板电器在 2012 年市场份额有望进一步提升。
- (2) **名气品牌。**目前，名气品牌已经完成了产品和老板的区别化并成立了公司。名气产品定价在 1500-2000 元，同类产品比美的品牌定价高 10% 左右。今年重点在于推进渠道的建设。尽管目前名气的成本和费用占比还比较高，但是随着规模的提升，其盈利能力会逐步提升，达到 10% 的净利水平。2012 年，受益于主要的竞争对手美的集团的收缩战略，名气将会迎来很好的拓展机遇。预计 2012 年名气销售收入有望实现 100% 的增长，收入规模接近 7 亿元。
- (3) **帝泽品牌。**预计合资公司将会在 2011 年 5-6 月成立，主要针对绿城、恒大等精装修成本在 5000-6000 以上的房地产。由于帝泽品牌产品线齐全，其在配套销售领域比较有优势。以单套产品在 5-6 件以上来测算，预计一套房子的产品销售价值在十万元以上。帝泽定位顶级厨电产品，老板电器将利用帝泽的产品优势和公司自身的销售优势来实现快速的成长。由于帝泽产品为全进口，不需要建设新的生产线，因此其收入贡献速度将会很快。

帝泽品牌依托公司已有的经销商来拓展精装修渠道。公司有两只销售队伍，一是老板的销售队伍；另一个是帝泽的销售队伍。帝泽品牌在全国招募代理商，通过在一二线城市繁华区域建设展厅的方式进行品牌宣传。由于单品价值较高，帝泽毛利空间不低于 60%。

### 2.2. 新兴渠道地位持续提升

如果说 2011 年是老板电器渠道下沉和渠道向中西部拓展收获最大的一年，那么 2012 年将是公司新兴渠道收获的一年。新兴渠道主要包括工程渠道和网络销售渠道。2011 年，新兴渠道贡献销售收入 2.4 亿元，占销售收入总量的 16%。

由于房屋精装修符合低碳环保的发展策略，厨电作为类家具属性的家电产品将会最大化的受益于精装修占比的快速提升。此外，随着物流配送体系的逐步完善，网络销售

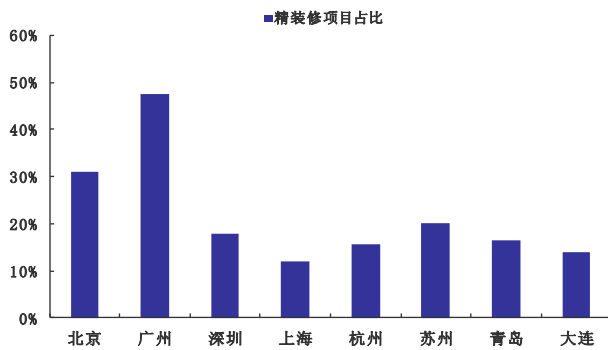


的瓶颈将会被逐步打破，其高速增长仍然可期。据此，我们预计 2012 年老板电器的新兴渠道仍将有望保持 100% 的增长。届时，老板电器新兴渠道将贡献销售收入 4.9 亿元，占销售总收入的比重达到 26%。

**(1) 工程渠道：**是公司比较确定的成长空间比较大的渠道，预计会与零售市场持平甚至超越零售市场。2011 年，公司精装修销售 1.2 亿元，其中恒大贡献了 7000 万元。据房地产研究院统计，老板电器在厨电精装修市场占比约 8%，与方太基本持平。2012 年公司计划通过精装修渠道实现销售额 2.4 亿元（不包括帝泽），其中 1.2 亿元来自全国综合型的地产商另外 1.2 亿在全国代理商进行了划分，由当地的代理商来完成。

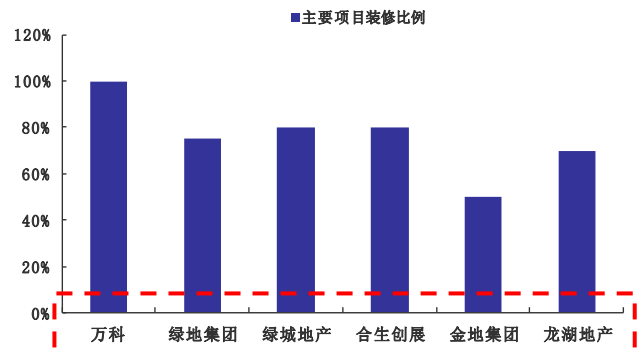
工程渠道的回款期限一般在 6 个月之内。由于厨电是房地产的后期工程，通常签订单后就会支付 30% 左右的定金，待到验收和安装完成只会留些尾款。其中，恒大等全国性的地产商由总部负责，尽管其回款期较长，但是信用较好；小的楼盘由经销商负责跟踪回款情况。

图 8 全国主要城市精装修项目比例



数据来源：亚太家居网，安信证券研究中心

图 9 主要品牌房地产企业产品装修比例

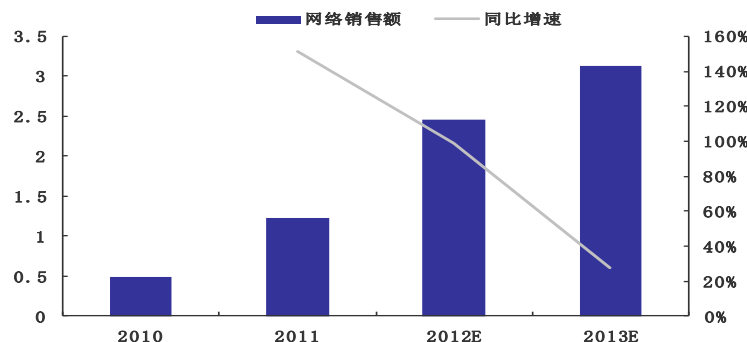


数据来源：亚太家居网，安信证券研究中心

**(2) 网络渠道：**奥维咨询数据显示，2015 年我国家电网购将突破千亿元规模，占家电销售额的比重约 14%，成为家电市场的第三大渠道业态。2011 年以来，京东、国美、苏宁等纷纷加快了电子商务扩张的步伐。国美计划在未来 2-3 年，网上销售占中国家电网购市场的 15% 以上；苏宁计划 2012 年实现苏宁易购的整体销售规模 4~5 倍的增长；京东预计，其 2011 年的整体销售规模达 260 亿元，其中家电销售占比达到 20%。

为了积极应对网络销售的快速增长，老板电器 2011 年已经开始了网络销售的新的尝试，将网络销售的主导权收归集团总部。目前，公司的网上销售由总部负责，网下配送与安装由当地的经销商负责，总部和经销商之间进行利润分成。公司开拓网购渠道主要是为了迎合部分有网络消费习惯的消费者，其定价与线下渠道一直，销售毛利率超过 70%。2012 年电子商务营销团队有望拓展到 60 人的规模。

图 20 老板电器网络销售额及同比增长

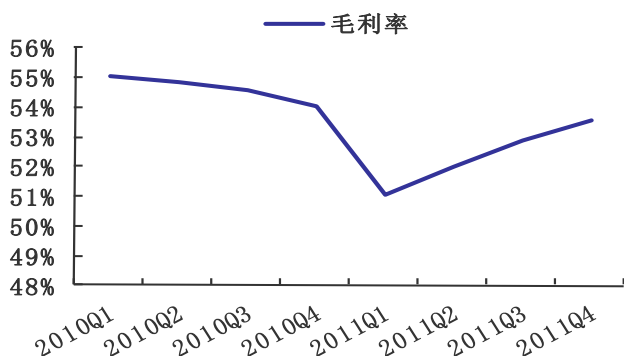


数据来源：公司调研，安信证券研究中心

### 3. 盈利能力稳中有增

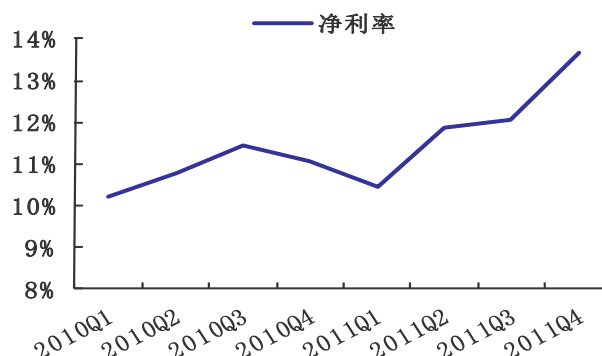
老板电器上市之初，市场普遍其较高的毛利率有所担忧，担心渠道下沉以及渠道多元化会影响公司的盈利水平。尽管受开票方式改变的影响，公司的毛利率水平从55%左右下降到52%左右，但是公司的净利润率水平仍在稳步提升。从2011年的运行情况来看，老板电器终端销售价格不降反升，在保持公司盈利能力的情况下扩大了代理商的盈利空间。据此，公司在盈利能力维稳的方面依然有足够的空间，未来3年内不存在盈利能力显著下滑的风险。

图 11 老板电器季度毛利率



数据来源: Wind,安信证券研究中心

图 12 老板电器季度净利润率



数据来源: Wind,安信证券研究中心

### 4. 投资建议

我们预计公司2012-2014年的收入增速分别22%、25%、23%，EPS分别为0.91元、1.12元和1.38元，对应的PE分别为19倍、15倍、13倍。尽管厨电行业增长趋缓，但是老板电器仍然在渠道多元化增长的带动下保持了盈利的稳定。在市场环境弱势的情况下，具有高毛利、品牌溢价的企业将会受益，我们维持公司增持-A的投资评级，6个月目标价21元。

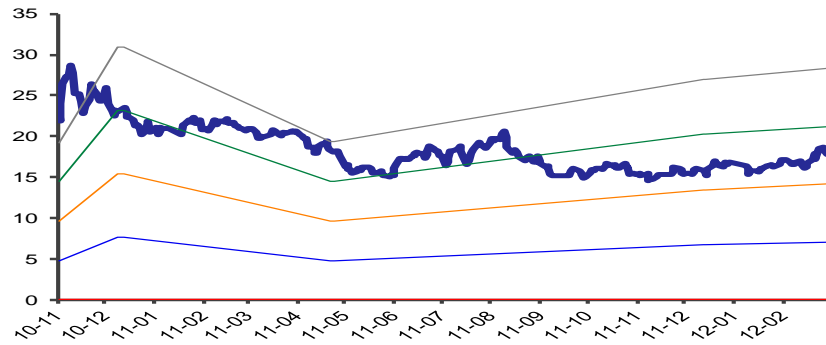
表 2 老板电器收入拆分与预测

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入合计	866	934	1,232	1,534	1,865	2,336	2,883
		8%	32%	25%	22%	25%	23%
吸油烟机	447	508	739	920	1,104	1,380	1,738
yoy		14%	45%	24%	20%	25%	26%
燃气灶	259	278	408	486	570	687	798
yoy		7%	47%	19%	17%	20%	16%
消毒柜	87	84	129	167	217	275	330
yoy		-4%	54%	29%	30%	27%	20%
小家电	60	52	66	92	124	165	206
		-14%	27%	40%	35%	34%	25%
KA			603	675	709	793	856
占比			49%	44%	38%	34%	30%
专卖店			172	276	324	398	477
占比			14%	18%	17%	17%	17%
地方通路			185	153	146	157	170
占比			15%	10%	8%	7%	6%
精装修			49	123	245	442	707
占比			4%	8%	13%	19%	25%

橱柜家装	99	123	117	128	144
占比	8%	8%	6%	5%	5%
电子商务	49	123	245	313	398
占比	4%	8%	13%	13%	14%
名气	31	46	64	93	116
占比	3%	3%	3%	4%	4%
其他	43	15	13	13	15
占比	4%	1%	1%	1%	1%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13 老板电器 PE-Band



数据来源: Wind, 安信证券研究中心



财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-29
						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	1,231.6	1,533.9	1,864.6	2,336.7	2,882.8	成长性					
减: 营业成本	559.1	728.9	885.7	1,118.9	1,403.9	营业收入增长率	31.8%	24.5%	21.6%	25.3%	23.4%
营业税费	12.4	14.9	19.3	23.5	28.9	营业利润增长率	61.9%	37.4%	21.6%	26.5%	23.3%
销售费用	421.0	488.4	594.1	736.8	881.9	净利润增长率	64.2%	39.2%	24.3%	23.6%	22.9%
管理费用	90.0	113.4	130.1	161.7	198.9	EBITDA 增长率	55.3%	24.2%	27.9%	27.7%	23.5%
财务费用	-3.1	-23.8	-21.9	-24.9	-28.9	EBIT 增长率	60.3%	24.4%	25.3%	27.8%	23.9%
资产减值损失	-0.3	2.6	2.6	-1.6	0.6	NOPLAT 增长率	62.4%	24.4%	30.9%	24.5%	23.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	64.3%	43.2%	21.4%	12.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	225.0%	10.1%	13.9%	15.0%	16.1%
<b>营业利润</b>	<b>152.5</b>	<b>209.5</b>	<b>254.7</b>	<b>322.3</b>	<b>397.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.7	8.1	15.6	11.9	13.1	毛利率	54.6%	52.5%	52.5%	52.1%	51.3%
<b>利润总额</b>	<b>156.2</b>	<b>217.6</b>	<b>270.3</b>	<b>334.2</b>	<b>410.6</b>	营业利润率	12.4%	13.7%	13.7%	13.8%	13.8%
减: 所得税	21.9	30.6	37.8	46.8	57.5	净利润率	10.9%	12.2%	12.5%	12.3%	12.2%
<b>净利润</b>	<b>134.3</b>	<b>187.0</b>	<b>232.5</b>	<b>287.4</b>	<b>353.1</b>	EBITDA/营业收入	12.9%	12.9%	13.5%	13.8%	13.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	12.1%	12.1%	12.5%	12.7%	12.8%
货币资金	1,074.7	1,022.9	1,171.2	1,318.2	1,572.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	23	27	27	25
应收帐款	89.1	133.4	146.0	172.4	204.7	流动营业资本周转天数	43	42	55	66	68
应收票据	124.5	175.1	178.8	191.2	221.0	流动资产周转天数	305	373	338	312	299
预付帐款	12.7	8.6	12.6	15.7	16.6	应收帐款周转天数	27	25	26	24	23
存货	246.0	291.4	364.0	475.2	607.7	存货周转天数	64	63	63	65	68
其他流动资产	-	0.1	0.1	0.1	0.2	总资产周转天数	341	423	398	365	344
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	79	92	114	119	112
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	1.0	-	-	-	ROE	9.8%	12.4%	13.5%	14.5%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	9.7%	10.6%	11.3%	11.8%
固定资产	73.0	123.2	160.5	193.6	213.6	ROIC	53.2%	55.1%	43.9%	38.2%	38.8%
在建工程	26.2	124.4	125.6	122.9	100.0	<b>费用率</b>					
无形资产	36.6	37.4	39.1	40.2	41.3	销售费用率	34.2%	31.8%	31.9%	31.5%	30.6%
其他非流动资产	1.4	2.0	2.6	3.0	3.4	管理费用率	7.3%	7.4%	7.0%	6.9%	6.9%
<b>资产总额</b>	<b>1,684.4</b>	<b>1,919.4</b>	<b>2,200.5</b>	<b>2,532.5</b>	<b>2,980.5</b>	财务费用率	-0.3%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	41.2%	37.7%	37.7%	37.4%	36.5%
应付帐款	170.4	252.0	290.9	315.0	389.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	18.6%	21.3%	21.9%	21.9%	23.0%
其他流动负债	143.0	157.3	190.3	239.5	295.6	负债权益比	22.9%	27.1%	28.0%	28.0%	29.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.94	3.99	3.89	3.92	3.83
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.15	3.27	3.14	3.06	2.94
<b>负债总额</b>	<b>313.3</b>	<b>409.4</b>	<b>481.2</b>	<b>554.5</b>	<b>684.7</b>	利息保障倍数	47.47	7.81	10.61	11.95	12.76
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	160.0	256.0	256.0	256.0	256.0	DPS(元)	0.34	0.19	0.09	0.11	0.14
留存收益	1,211.0	1,254.0	1,463.3	1,721.9	2,039.7	分红比率	65.4%	25.7%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,371.0</b>	<b>1,510.0</b>	<b>1,719.3</b>	<b>1,977.9</b>	<b>2,295.7</b>	股息收益率	2.0%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	134.3	187.0	232.5	287.4	353.1	EPS(元)	0.52	0.73	0.91	1.12	1.38
加: 折旧和摊销	9.6	11.8	19.6	25.0	29.5	BVPS(元)	5.36	5.90	6.72	7.73	8.97
资产减值准备	-0.3	2.6	2.6	-1.6	0.6	PE(X)	32.8	23.5	18.9	15.3	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9
财务费用	-	-	-21.9	-24.9	-28.9	P/FCF	52.0	-1,263.6	198.9	31.9	17.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.6	2.9	2.4	1.9	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	30.8	15.6	13.4	10.1	7.7
营运资金的变动	-21.9	-64.5	-23.6	-78.1	-66.1	CAGR(%)	28.8%	23.6%	22.1%	21.3%	19.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>121.4</b>	<b>136.9</b>	<b>209.1</b>	<b>207.8</b>	<b>288.2</b>	PEG	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-37.1</b>	<b>-142.4</b>	<b>-59.5</b>	<b>-57.0</b>	<b>-28.0</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>820.2</b>	<b>-48.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-3.8</b>	<b>-6.4</b>	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