买入 **36%** ⬆

目标价格: 人民币22.00

002508.SZ

价格: 人民币 16.17

目标价格基础: 20 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

老板电器

高端厨电龙头，品牌和渠道多元化

公司是厨电行业龙头企业，其吸油烟机产品零售量和零售额市场占有率均为行业第一，且优势逐步扩大。以“老板”品牌为基础，公司开始运作“帝泽”和“名气”品牌以适应不同消费群体。在加强深耕传统渠道的同时，公司积极开拓新兴渠道，此举有利于公司巩固其龙头地位，稳定较高的盈利能力。公司仍将保持领先于行业的业绩增速，我们给予其 22.00 元目标价，首次给予其买入评级。

支撑评级的要点

- 除了传统的 KA 以及专卖店渠道外，公司还积极拓展新兴渠道，其中工程渠道和网络渠道销售规模及收入占比上升较快。
- 以老板品牌为基础，公司引入法国高端厨电品牌“帝泽”，创立适合三四级市场消费群体的“名气”品牌，三品牌定位明确。
- 我们预计，未来几年公司毛利率总体较为稳定，管理费用率和销售费用率变化不大，盈利能力较竞争对手仍具有一定优势。

评级面临的主要风险

- 房地产市场对于需求产生一定抑制。
- 行业内可能出现价格战带来的负面影响。

估值

- 我们对于公司 12-14 年的每股盈利预测分别为 0.91 元、1.11 元和 1.34 元，公司提出了规模三年翻番目标，即到 2014 年收入规模达到 30 亿，显示了公司的信心。我们依照谨慎和客观原则认为，公司有能力未来三年保持 20%以上的增速。基于 13 年 20 倍市盈率，我们对其目标价为 22.00 元，首次给予其**买入**评级。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	2	(9)	(1)	(11)
相对新华富时 A50 指数	(7)	(7)	(0)	4

发行股数 (百万)	256
流通股 (%)	38
流通股市值 (人民币 百万)	1,599
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	36
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
杭州老板实业集团有限公司	50

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 18 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	1,232	1,534	1,862	2,294	2,821
变动 (%)		*25*	*21*	*23*	*23*
净利润 (人民币 百万)	134	187	232	283	343
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.840	0.730	0.906	1.106	1.341
变动 (%)		*(13.0)*	*24.0*	*22.1*	*21.2*
核心每股收益 (人民币)	0.818	0.703	0.883	1.080	1.319
变动 (%)		*(14.0)*	*25.5*	*22.4*	*22.1*
全面摊薄市盈率(倍)	19.2	22.0	17.8	14.6	12.0
核心市盈率 (倍)	19.7	22.9	18.2	14.9	12.2
每股现金流量 (人民币)	(0.30)	0.53	0.86	1.06	1.26
价格/每股现金流量 (倍)	(54.1)	30.1	18.7	15.2	12.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.5	15.5	9.6	7.3	5.6
每股股息 (人民币)	0.300	0.200	0.272	0.332	0.401
股息率(%)	1.86	1.24	1.68	2.05	2.48

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明
(8610) 6622 9084
huiming.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120012

目录

投资摘要 3

估值 4

公司介绍 6

财务分析及估值 19

研究报告中所提及的有关上市公司 27

投资摘要

公司已成为高端厨电市场的龙头企业，在吸油烟机市场的市场零售量和零售额份额分别为 11.2%和 17.9%，位于行业第一，且优势逐步扩大。

公司旗下有老板、名气、帝泽三个品牌，产品层次结构分明，帝泽品牌定位于顶级奢侈品（顶级厨房电器），未来着重应用于高端房屋精装修市场；老板品牌定位于高端品(高端厨房电器)；而名气品牌定位于大众消费品（经久耐用厨房电器）。每个品牌拥有独立的销售渠道、销售人员、考核机制。

12 年，在扩大传统渠道网络布局的同时，公司还将着重建设两大渠道：房屋精装修渠道和网络销售渠道。一方面，在工程渠道上，加强团队建设，增强收集工程信息量的能力。同时，通过引进帝泽进入高端精装领域；另一方面，在网络渠道重点开发电子商务、团购和电视购物等领域。

我们预计，未来几年，公司的费用率水平总体将保持稳定，考虑到渠道多元化效应，未来毛利率和净利率有望稳中有升，但幅度不大。与同行相比，老板电器的毛利率和净利率水平均有明显优势，主要因为：1）公司产品采取成本加成定价法，受原材料价格波动影响有限；2）公司长期定位于中高端市场，品牌优势明显，议价能力较强。

我们认为，公司管理层积极进取，市场定位和发展方向把握明确，加上本身产品品质一流，销售团队稳定高效，为其长期保持龙头地位奠定基础。同时，在行业整体景气度放缓的情况下，公司完成 IPO，现金充足，对于行业处于整合期阶段更具先发优势。

公司同样面临一些问题，包括：1）自身规模仍然较小；2）在部分区域的影响力有待加强；3）海外市场目前进展缓慢等。

估值

主要假设：

主业收入：我们认为 12 年宏观经济形势的不确定性和房地产市场调控对于厨电需求具有抑制作用，但随着政策的放松和经济形势好转，未来两年，部分被压制的刚需将得到释放。因而，明后年主营收入增速将有所回升。预测 12-14 年主营收入增幅分别为 21.4%、23.2%和 22.9%。

毛利率：由于原材料价格较去年同期有所下降， 加之新兴渠道的收入规模提升，预计毛利率有望逐步改善。预测 12-14 年毛利率分别为 52.8%、53.1%和 53%

费用率：考虑到公司加大新兴渠道的开拓力度，预计短期销售费用率或将略有提高；公司实行的成本控制则使管理费用率基本稳定。预计 12-14 年销售费用率和管理费用率分别为 31.9%、32%和 31.8%以及 7.3%、7.1%和 7.1%。

图表 1.盈利预测主要假设

收入 分产品（百万元）	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
油烟机	367.0	446.6	508.3	739.1	919.7	1,122.1	1,391.4	1,725.3
%		21.7	13.8	45.4	24.4	22.0	24.0	24.0
燃气灶	211.6	258.9	277.8	408.3	486.3	564.1	665.6	785.5
%		22.3	7.3	47.0	19.1	16.0	18.0	18.0
消毒柜	85.4	87.5	83.9	129.2	166.7	205.0	250.1	305.1
%		2.4	(4.1)	54.1	29.0	23.0	22.0	22.0
小家电	59.4	59.7	51.6	65.7	91.6	111.8	134.2	158.3
%		0.6	(13.5)	27.2	39.6	22.0	20.0	18.0
合计	738.4	866.7	933.6	1,231.7	1,534.6	1,862.9	2,294.4	2,821.2
%		17.4	7.7	31.9	24.6	21.4	23.2	22.9
毛利率(%)								
分产品	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
油烟机	42.0	52.1	55.0	48.2	47.7	48.6	49.0	49.4
燃气灶	52.4	55.6	58.7	52.1	49.5	50.0	50.8	51.0
消毒柜	55.16	52.03	55.98	48.52	43.87	45.24	46.14	46.49
小家电	37.13	32.50	24.76	26.23	32.23	34.46	35.55	35.77
(%)								
销售费率	30.24	38.19	36.43	34.18	31.84	31.90	32.00	31.80
管理费率	4.63	6.72	7.50	7.30	7.39	7.30	7.10	7.10
毛利率	47.18	52.36	55.06	54.60	52.48	52.84	53.14	52.96
净利润率	8.16	6.25	8.76	10.91	12.19	12.45	12.34	12.14

资料来源：公司数据

估值

我们对于公司 12-14 年的每股盈利预测分别为 0.91 元、1.11 元和 1.34 元，公司提出了规模三年翻番目标，即到 2014 年收入规模达到 30 亿，显示了公司的信心。我们依照谨慎和客观原则认为，公司有能力未来三年保持 20%以上的增速。基于 13 年 20 倍市盈率，我们得出目标价为 22.00 元，首次给予其***买入***评级。

图表 2.同类公司估值比较（以 2012 年 5 月 18 日收盘价为准）

家用电器类	股票代码	股价	总市值	每股收益（元）			市盈率（倍）			市净率			净资产收益率（%）			股息率(%)
公司名称		(元)	(亿元)	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011
苏泊尔	002032.SZ	13.9	86.9	0.82	0.87	1.05	16.87	15.95	13.30	2.90	2.65	2.26	17.18	17.37	18.03	2.2
华帝股份	002035.SZ	7.87	19.3	0.62	0.66	0.78	12.66	11.93	10.05	3.24	2.85	2.37	25.61	23.75	23.09	2.5
九阳股份	002242.SZ	8.06	60.9	0.66	0.72	0.80	12.23	11.22	10.07	2.46	2.07	1.76	20.06	19.13	18.75	10.3
爱仕达	002403.SZ	9.92	23.7	0.25	0.26	0.32	39.58	38.38	31.08	1.53	1.44	1.37	3.87	3.86	4.53	0.0
圣莱达	002473.SZ	8.19	13.0	0.12	0.34	0.43	66.59	23.82	19.27	3.00	2.45	1.08	4.51	11.10	12.20	1.2
老板电器	002508.SZ	16.17	41.2	0.73	0.91	1.11	22.0	17.8	14.6	2.74	2.44	2.20	13.0	14.5	15.7	1.2
万和电气	002543.SZ	18.95	37.1	1.02	1.20	1.40	18.55	15.80	13.55	1.76	1.83	1.61	9.49	13.47	13.37	1.6
平均值							26.59	19.27	15.98	2.5	2.2	1.8	13.39	14.74	15.10	2.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

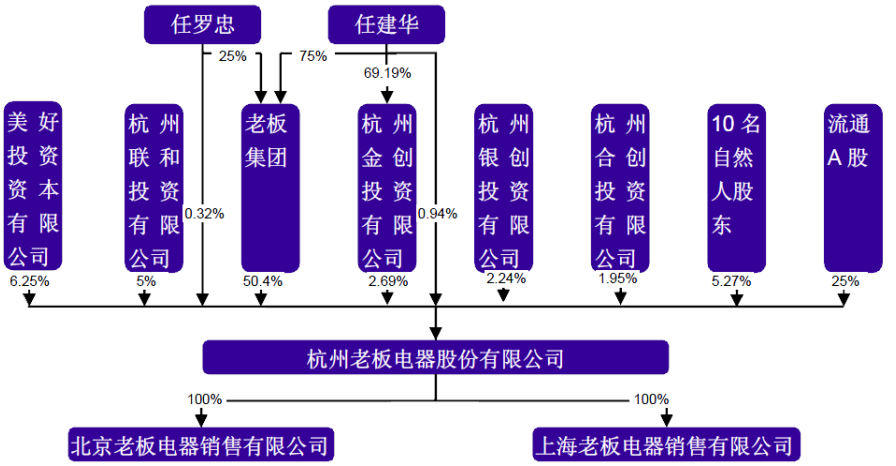
公司介绍

中国最早的厨电品牌之一

杭州老板家电厨卫有限公司成立于 2000 年 11 月 7 日，2008 年 8 月变更为老板电器股份有限公司，并于 2010 年 11 月 23 日在深交所中小板发行上市。发行后总股本为 1.6 亿股。2011 年 5 月 13 日，公司实行每 10 股转增 6 股，总股本增加至 2.56 亿股。

公司的控股股东为杭州老板实业集团有限公司，共计持有公司 50.38%股份。任建华先生直接持有公司 0.94%股份，并通过持有老板集团 75%的股份间接持有公司 50.38%股份，通过持有金创投资 69.19%股份间接持有公司 2.69%股份，合计持有公司 54.01%股份，为公司的实际控制人。同时，其他股东中的金创投资、银创投资、合创投资分别由公司高管、部分代理商以及核心骨干成员持有股权，公司的股权激励体系较为合理。

图表 3.股权结构



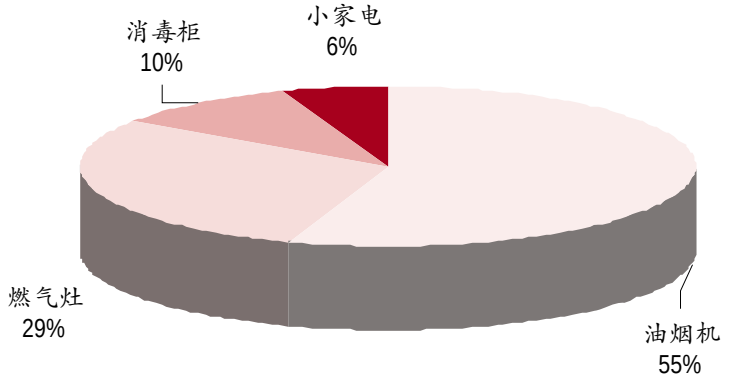
资料来源：公司数据

1985 年，公司开始研制我国第一代吸油烟机，1988 年成功创立“老板”品牌，成为国内最早的吸油烟机品牌之一。公司吸油烟机产品自 2003 年以来一直保持全国销量第一。目前，公司已成为国内厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大的龙头企业之一，其主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电压力锅、电磁炉等配套厨房小家电。产品和品牌分别获得了包括“中华人民共和国质量银奖”、“中国名牌产品”、“中国驰名商标”、“亚洲品牌 500 强”在内的一系列荣誉。

烟灶消构成主导产品

公司主导产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜合计收入约占主营收入的 95%，其中吸油烟机占比超过一半，达到 55%，燃气灶和消毒柜分别占到 29%和 10%。

图表 4.2011 年收入构成



资料来源：公司资料

目前产能规模为吸油烟机 40 万台、燃气灶 35 万台、消毒柜 8.5 万台，首发募投项目包括新增 15 万台吸油烟机技改项目、年产 100 万台厨房电器项目以及研发中心等。项目建成后吸油烟机产能将达到 105 万台（满产可达 150 万台）、燃气灶产能达到 75 万台、消毒柜产能达到 18.5 万台。预计募投项目年内将陆续竣工投产，使制约公司持续发展的产能瓶颈问题逐步得到解决。

图表 5.募投项目

项目名称	项目投资额（万元）
年新增 15 万台吸油烟机技改项目	7,990
年产 100 万台厨房电器生产项目	40,000
研发中心建设项目	3,900
合计	51,890

资料来源：公司资料

主营产品市场情况

国产厨电品牌优势明显

我国厨电行业参与企业众多，规模偏小，集中度较低，各子行业的龙头企业的市场份额只有约 10%，未来行业集中度存在较大提升空间。市场大都被国内品牌所主导，由于中国传统的烹饪习惯与国外存在较大差异，外资品牌在产品设计和功能上难以满足国内市场需求，国产品牌掌握核心技术以及市场游戏规则，因而较外资品牌具有明显优势。外资品牌中目前仅有西门子一家企业市场份额靠前。

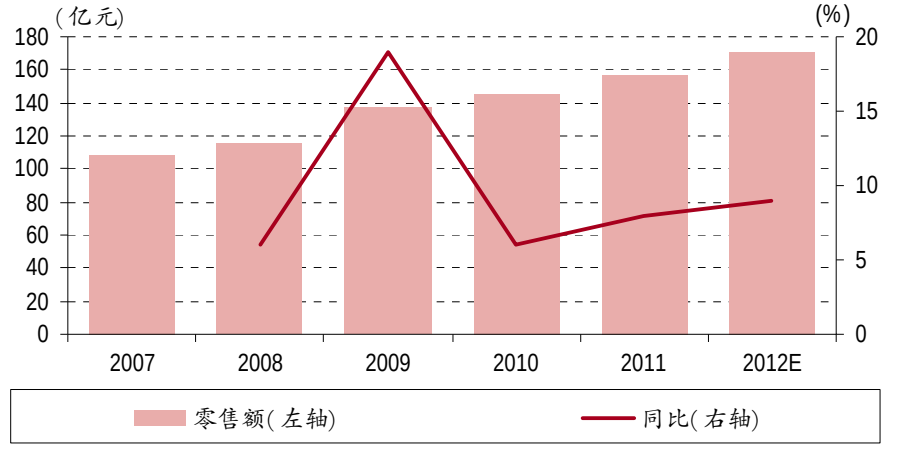
国内品牌中，目前一方面是以老板、方太、华帝为代表的专业厨电品牌，另一方面是以美的、海尔为代表的综合家电品牌。而综合家电品牌的市场占有率较专业厨电品牌仍有较大差距。

吸油烟机市场

竞争格局稳定

近几年，我国吸油烟机市场保持了平稳增长。据估计，到 2012 年底，吸油烟机市场零售额将超过 170 亿元。

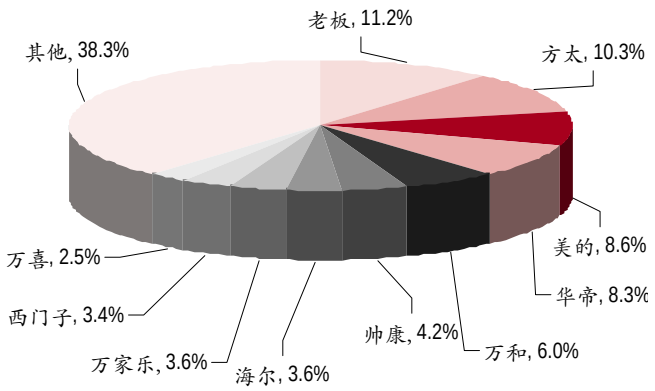
图表 6.吸油烟机市场零售额



资料来源：中怡康

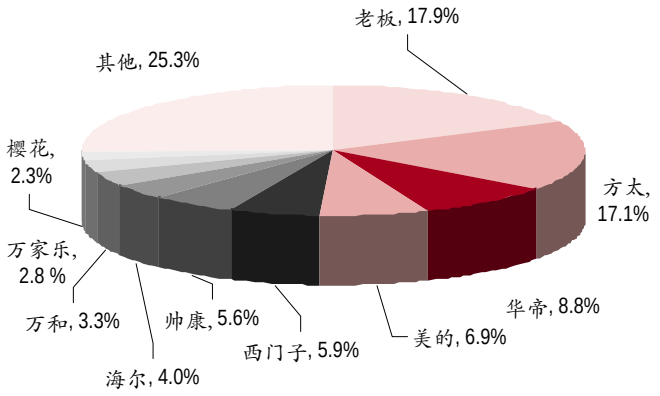
吸油烟机市场品牌格局基本稳定，“国进洋退”的趋势基本不变。12 年 1 季度数据显示：老板、方太、华帝、美的四个品牌依然保持较大优势。前四大品牌的零售量市场占有率达到 38%，零售额占有率更是超过 50%。老板品牌市场份额稳步提升，且零售量和零售额均处于行业第一，分别达到 11.2%和 17.9%。从 ZDC 的市场关注度数据来看，老板品牌的受关注程度同样较竞争对手有明显优势，1 季度其市场关注度达到 20.6%，远高于第二名美的的 13.9%。

图表 7.吸油烟机市场份额（零售量）



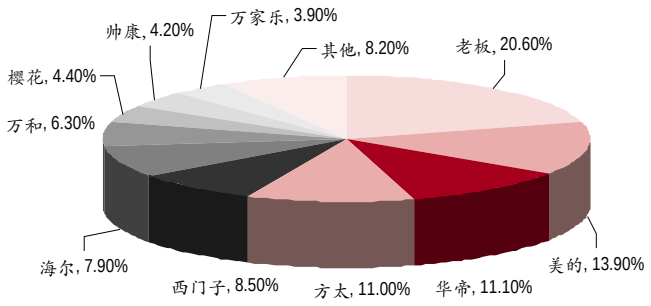
资料来源：中怡康

图表 8.吸油烟机市场份额（零售额）



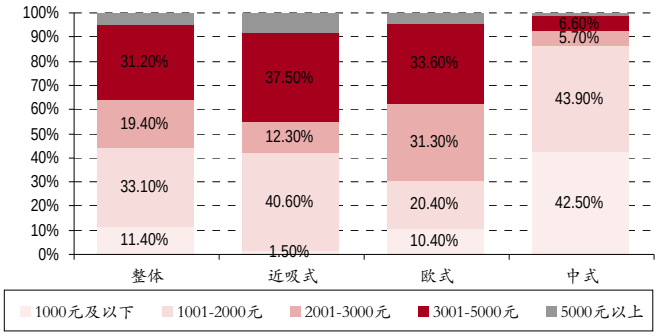
资料来源：中怡康

图表 9.吸油烟机品牌关注度



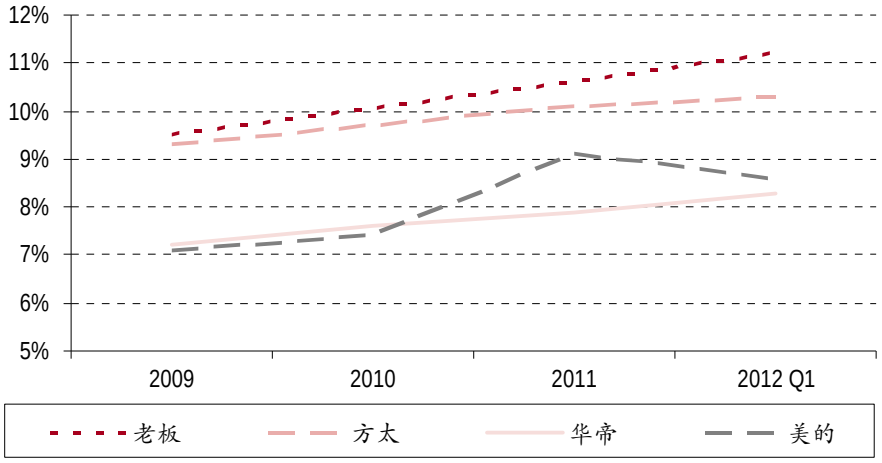
资料来源：ZDC

图表 10.吸油烟机分产品关注度



资料来源：ZDC

图表 11.前四大吸油烟机品牌占有率



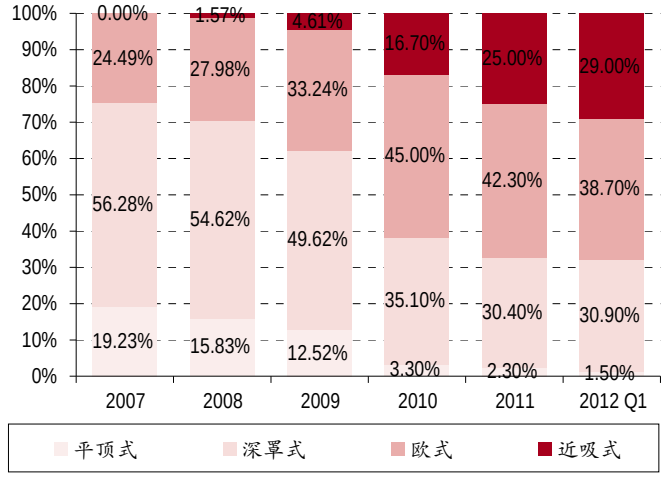
资料来源：中怡康

从区域上看，老板、方太品牌在华北、华东等区域表现较好，而华帝、美的品牌在中南部地区较有优势。数据显示，今年 1 季度，老板品牌在华北、华东地区的零售量占有率分别达到 14.1%和 15.5%，华帝在西南地区零售量占有率达到 18%。

从产品均价来看，分为以老板、方太、西门子为代表的高端品牌，均价在 3,000-3,500 元；以华帝、帅康和海尔为代表的终端品牌，均价在 2,000-2,500 元；和以美的、万和为代表的大众品牌，均价在 1,000-2,000 元。

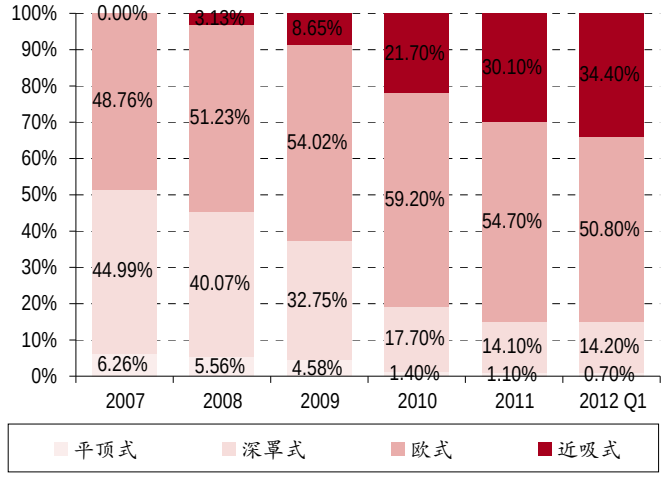
按外形特征划分，吸油烟机可以分为平顶式、深罩式、欧式和近吸式。早期的吸油烟机市场，以平顶式和深罩式为主，随着居民收入水平的提高和审美观念的转变，欧式机一度成为市场主流，而随着开放式厨房的流行，近吸式吸油烟机增长迅速。过去三年，近吸式吸油烟机的零售量和零售额增速都接近 40%，目前近吸式吸油烟机的市场占比达到 3 成。由于欧式机仍然是高端机型的代表，产品均价较高，因而从零售额看，欧式机市场占比保持在 50%以上。

图表 12.吸油烟机市场结构（零售量）



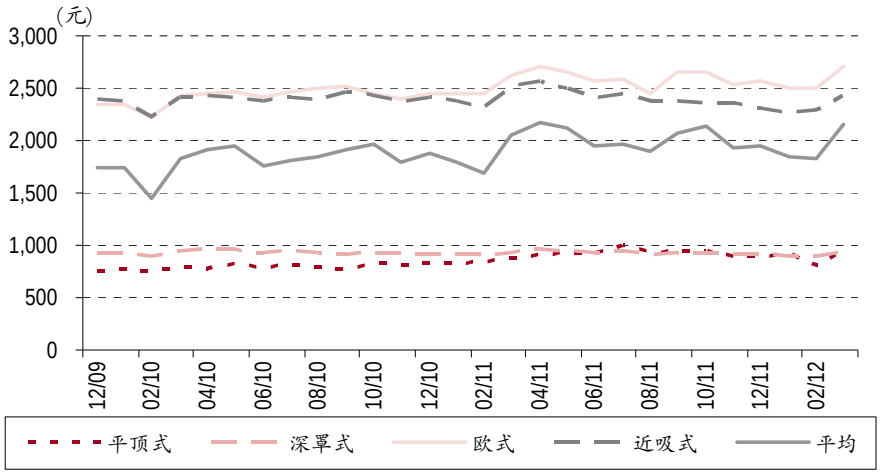
资料来源：中怡康

图表 13.吸油烟机市场结构（零售额）



资料来源：中怡康

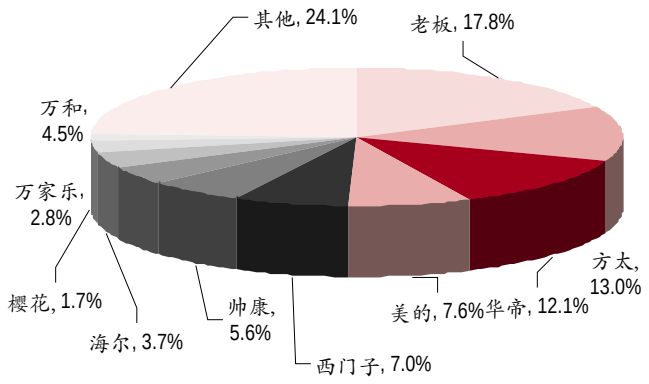
图表 14.国内吸油烟机价格走势



资料来源：中怡康

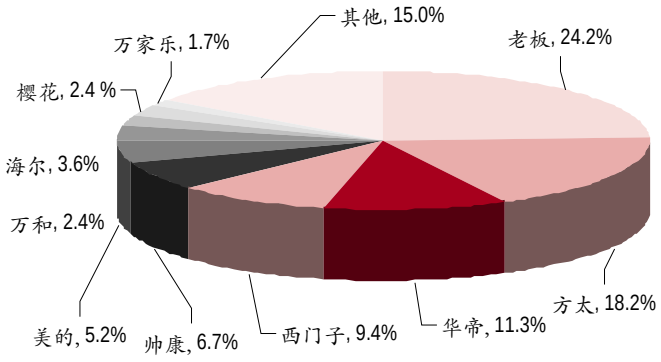
老板品牌以欧式机和近吸式为主，这两类品种的销售量占比达到 80%。从零售量看，老板在欧式机和近吸式机的市场份额分别为 17.8%和 8.5%；从零售额看，其市场份额分别占到 24.2%和 11.8%。高端机型市场占有率保持领先使得公司高端机型零售额份额达到 24.2%，较其他竞争对手优势明显。

图表 15.欧式机市场份额（零售量）



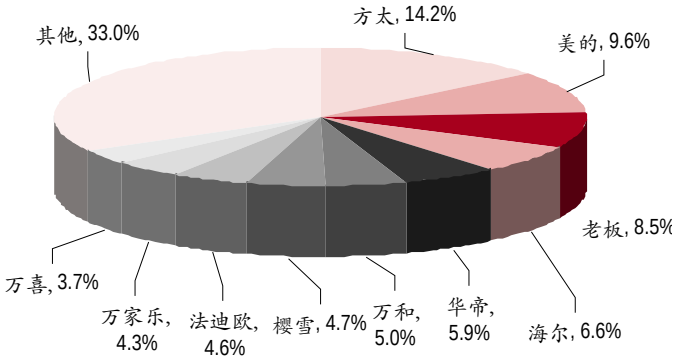
资料来源：中怡康

图表 16.欧式机市场份额（零售额）



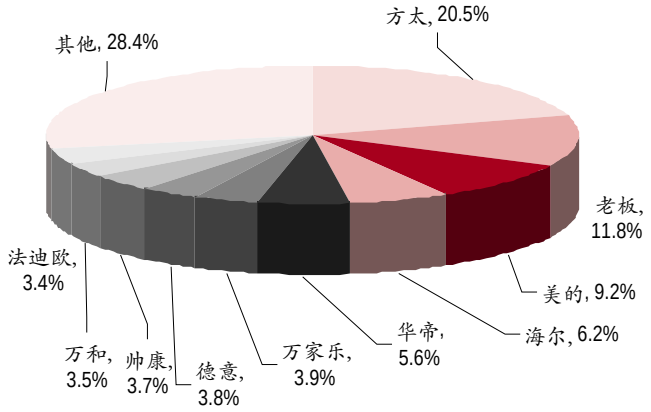
资料来源：中怡康

图表 17.近吸式机市场份额（零售量）



资料来源：中怡康

图表 18.近吸式机市场份额（零售额）

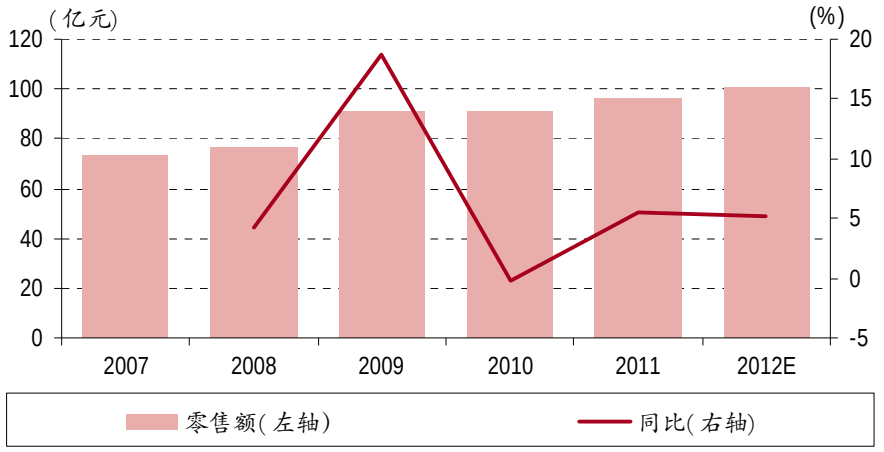


资料来源：中怡康

燃气灶市场

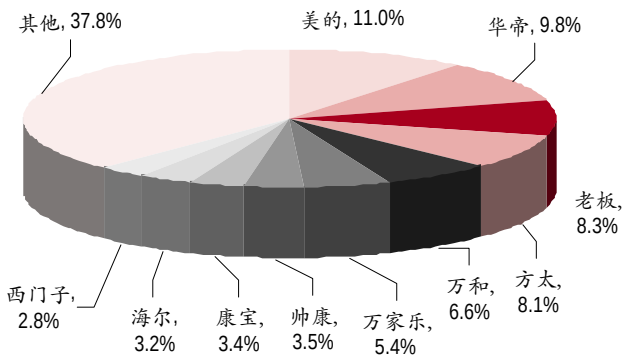
我国燃气灶总体需求较为稳定，市场容量约 100 亿元。市场上品牌众多，各品牌间的差距并不十分明显。从今年 1 季度零售量看，美的和华帝市场份额略高，分别为 11%和 9.8%，从零售额看，方太和老板分别以 14.8%和 14.4%的份额位居前两位。据 ZDC 的市场品牌关注度调查显示，1 季度，华帝的品牌关注度达到 29.2%，处于行业第一。

图表 19.燃气灶零售额



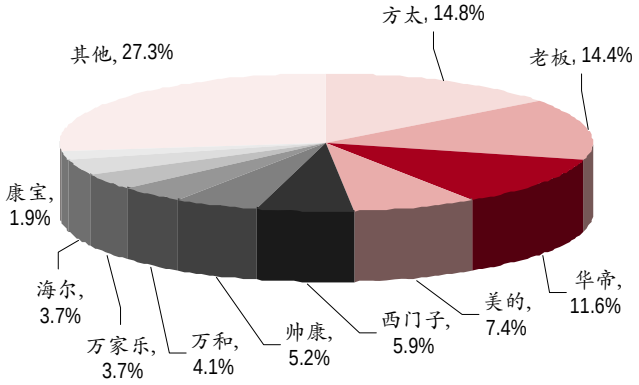
资料来源：中怡康

图表 20.燃气灶市场份额（零售量）



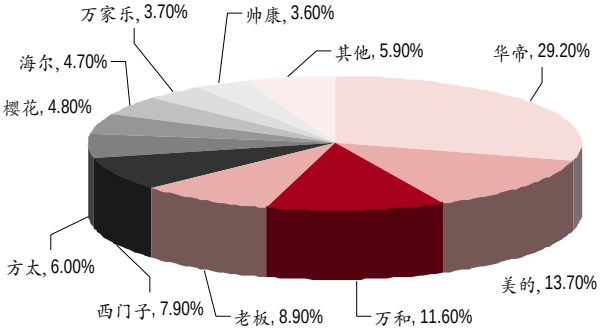
资料来源：中怡康

图表 21.燃气灶市场份额（零售额）



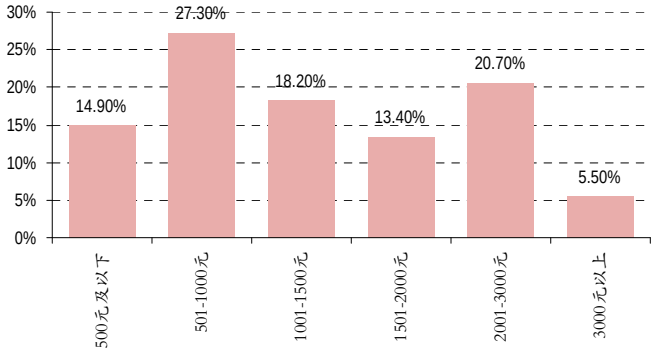
资料来源：中怡康

图表 22.燃气灶品牌关注度



资料来源：ZDC

图表 23.燃气灶不同价格段产品关注度

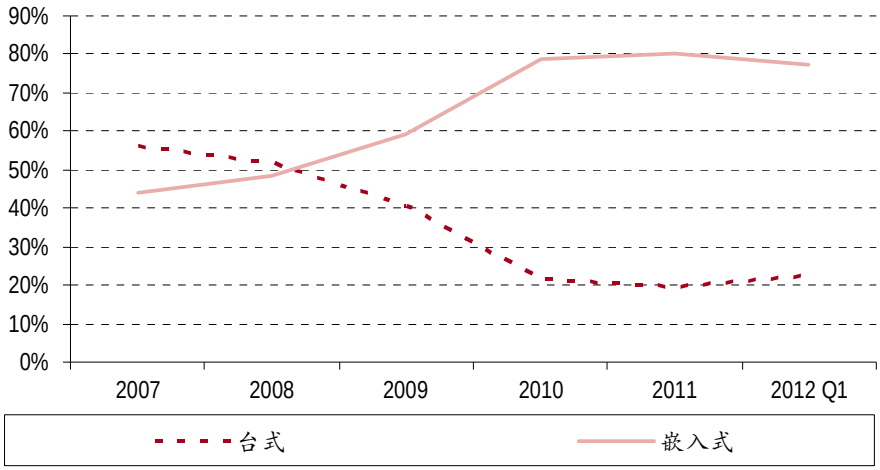


资料来源：ZDC

嵌入式燃气灶成为市场主流

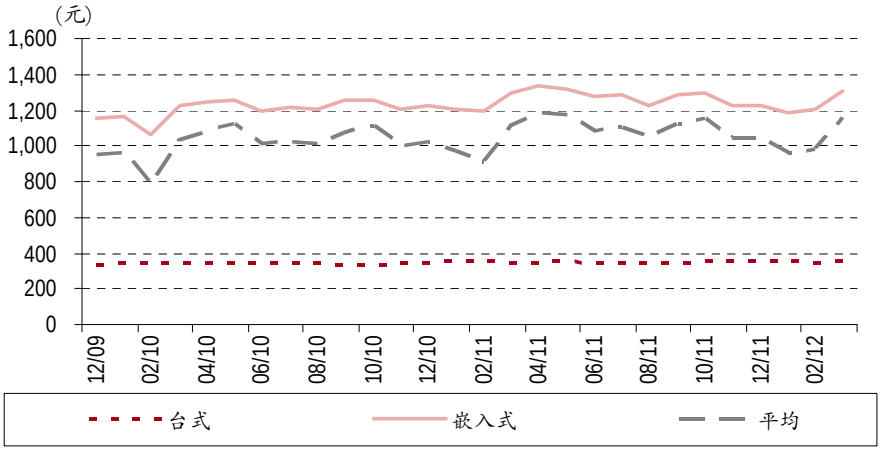
按结构形式划分，燃气灶可以分为台式、嵌入式两种。传统燃气灶产品以台式为主。嵌入式是镶嵌在烹调台面使用的燃气灶，由于嵌入式灶具更加美观、节省空间、易清洗，近年来逐步受到消费者青睐，增长较快。嵌入式燃气灶占据了近八成市场份额。同时，嵌入式燃气灶平均价格较台式高约 20%，其零售额市场份额也高于零售量市场份额，占比超过 90%。目前，老板电器燃气灶产品全部为嵌入式。

图表 24.燃气灶产品结构



资料来源：中怡康

图表 25.燃气灶价格走势

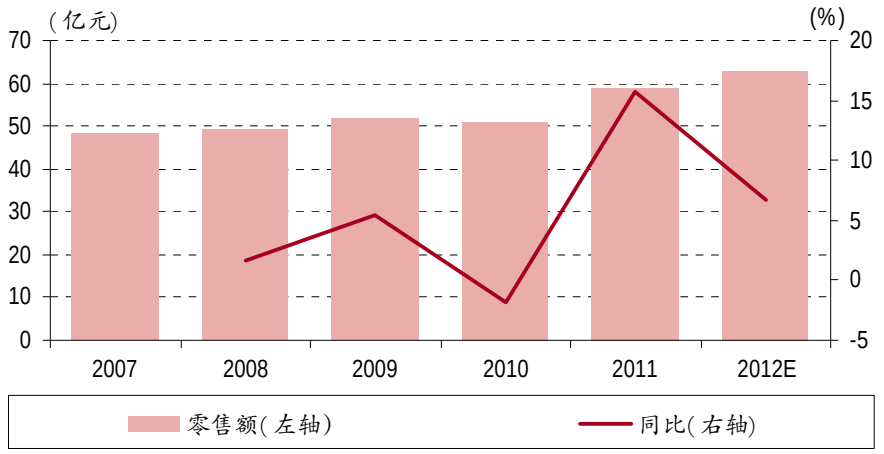


资料来源：中怡康

消毒柜市场

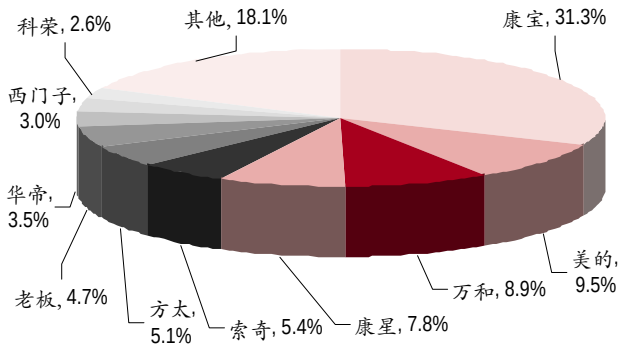
消毒柜市场容量相对较小，据估计，到 2012 年底，其市场零售量大约在 60 亿元。目前，康宝品牌在消毒柜市场的零售量和零售额均处于第一。据 ZDC 数据统计，市场普遍关注 1,000-2,000 元价位的消毒柜产品。

图表 26.消毒柜零售额



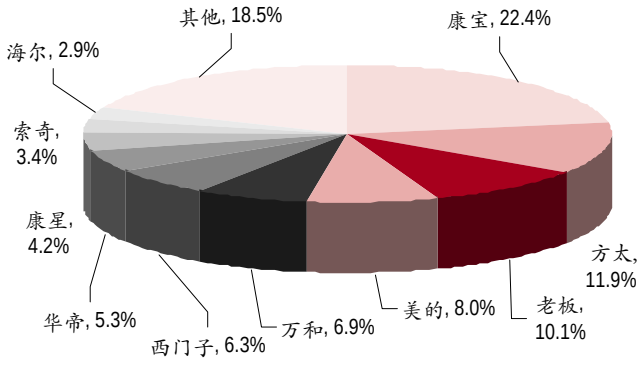
资料来源：中怡康

图表 27.消毒柜市场份额(零售量)



资料来源：中怡康

图表 28.消毒柜市场份额（零售额）

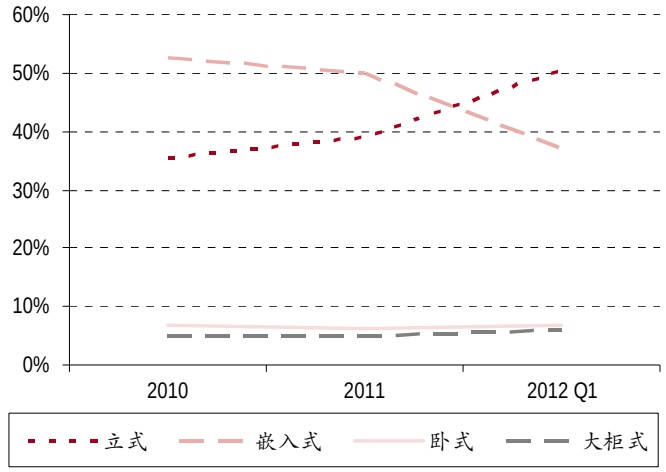


资料来源：中怡康

按照结构形式划分，消毒柜可以分为立式、嵌入式、卧式、柜式等。消毒柜主要采用“高温消毒”、“紫外线消毒”和“臭氧消毒”三种消毒方式。“高温消毒”是最早采用的消毒方式，该种消毒方式不适合塑料、玻璃等不耐高温的材质，其散发的热量对机器附近的家具也会造成影响，多用于立式消毒柜，在嵌入式产品中应用较少。“紫外线消毒”和“臭氧消毒”是目前比较普遍的消毒方式，尤其在嵌入式消毒柜中的应用更加广泛。

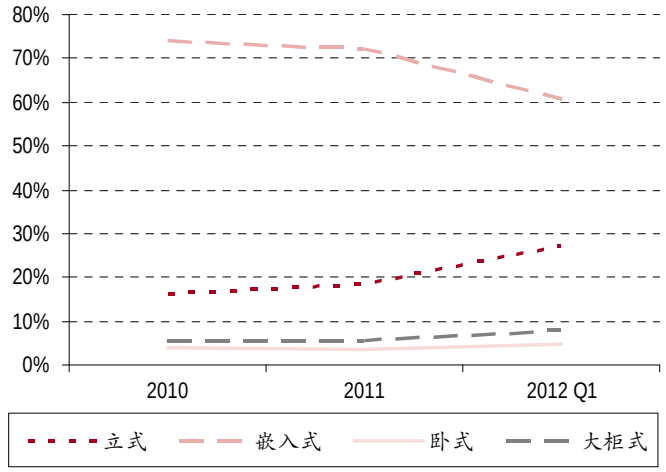
从零售量看，立式和嵌入式消毒柜占据了市场主流，然而由于嵌入式消毒柜的均价更高，因而从零售额看，嵌入式消毒柜的份额超过 60%。老板品牌消毒柜产品全部为嵌入式。

图表 29.消毒柜产品结构（零售量）



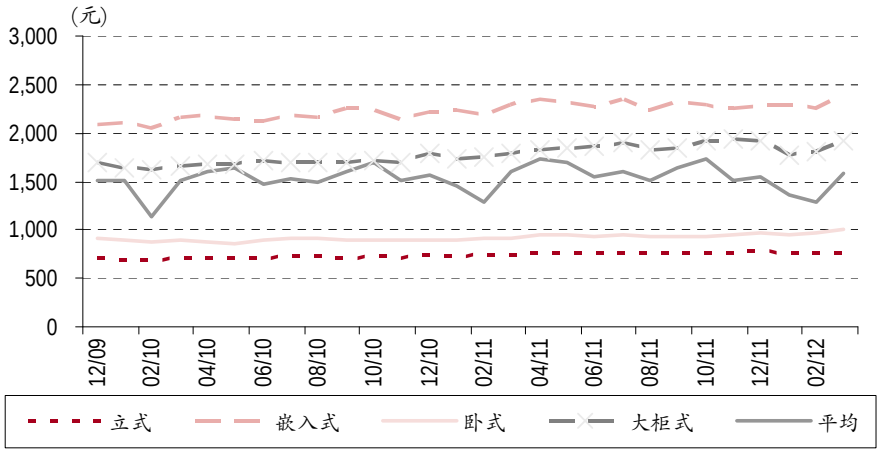
资料来源：中怡康

图表 30.消毒柜产品结构（零售额）



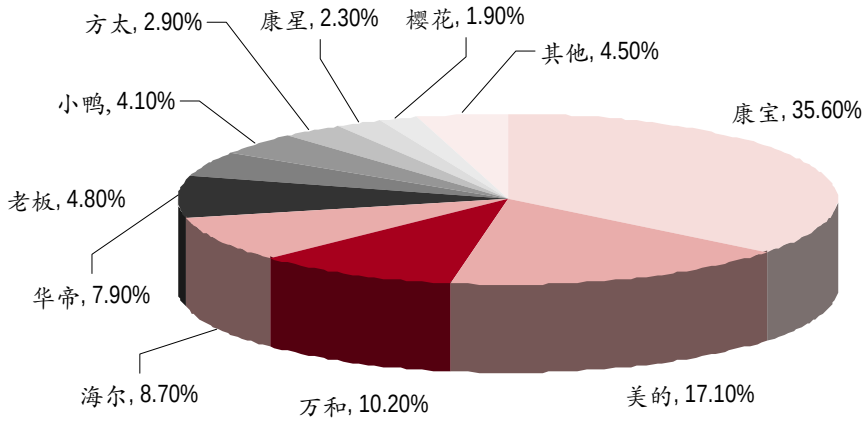
资料来源：中怡康

图表 31.消毒柜价格走势



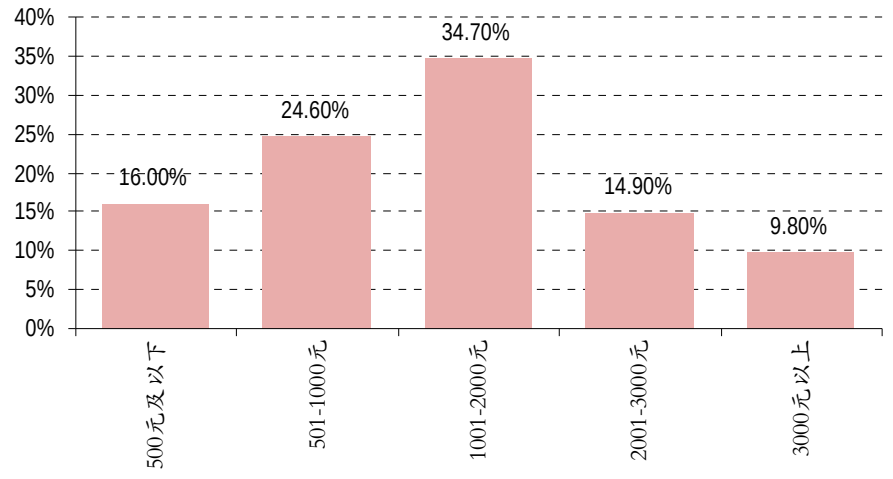
资料来源：中怡康

图表 32.消毒柜品牌关注度



资料来源：ZDC

图表 33.消毒柜不同价格段产品关注度



资料来源：ZDC

多品牌发展与渠道下沉巩固龙头地位

“老板”、“帝泽”和“名气”三品牌定位清晰

“名气”品牌定位大众

一直以来，“老板”品牌坚持中高端品牌道路，如今“老板”品牌在吸油烟机市场，尤其是中高端产品市场的龙头地位的初步确立。但是，随着一二级市场的需求增量逐步放缓，以及市场竞争的日益加剧，在原有市场寻找增长空间越发困难。而中国巨大的三四级市场将成为未来支撑厨电行业增长的主力军。为了在三四级市场中占有一席之地，2011 年，公司创立“名气”吸油烟机品牌，以满足不同消费群体的需求，切入保障房和三四级市场。目前已设立子公司独立运作。

2011 年，公司“名气”品牌运作良好，据我们测算，其 11 年销售规模接近 5,000 万元，预计 12 年有望突破 1 亿元。“名气”现已完成与老板品牌的差异化定位，接下来将重点进行渠道覆盖。预计未来几年其在老板电器营收中的占比将明显提升。

“帝泽“品牌瞄准超高端市场

今年 2 月，公司与西班牙家电集团 Fargo（法格）成立合资公司，推出面向顶级市场的厨电品牌 De Dietrich（帝泽）。法格集团是欧洲五大制造商之一、也是西班牙白色家电唯一的全球性制造商，目前在西班牙、波兰、摩洛哥、法国、意大利和中国设有 16 个工厂，2010 年营业收入为 14.75 亿欧元。

我们认为，帝泽品牌可以结合老板电器的制造和渠道优势，与法格集团的品牌和设计优势，重点开发国内高端房地产集团精装修市场。数据显示，帝泽在法国、中国香港和新加坡的顶级厨电市场份额分别为 12.5%、60%和 50%。通过引入高端品牌，进入高端市场领域，在厨电市场竞争日趋激烈的时期，未来有助于提升公司盈利能力。

三品牌定位明确

公司旗下的老板、名气、帝泽三个品牌，产品层次结构分明，帝泽品牌定位于顶级奢侈品（顶级厨房电器），未来着重应用于高端房屋精装修市场；老板品牌定位于高端品(高端厨房电器)；而名气品牌定位于大众消费品（经久耐用厨房电器）。每个品牌拥有独立的销售渠道，销售人员和考核机制。

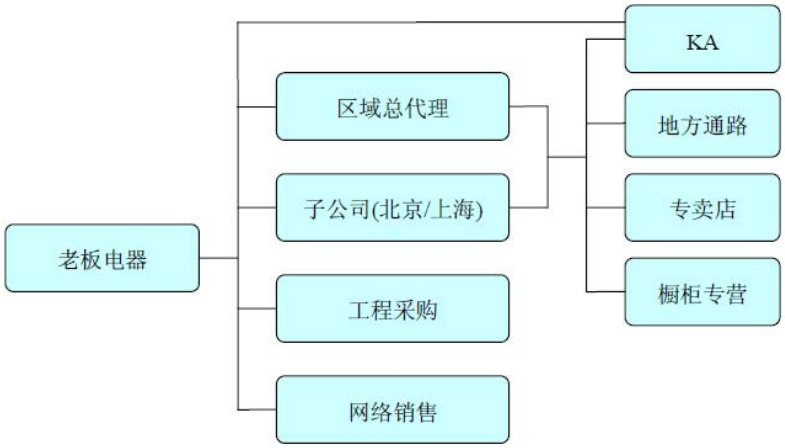
深耕传统渠道，开拓渠道多元化

与代理商建立长期稳定关系

公司主要采用代理制的销售模式，在北京、上海拥有两个全资销售子公司，在全国其他地区拥有 57 个区域总代理，由区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设以及市场拓展等工作。通常来说，代理制下，公司会面临包括“委托—代理”成本较高、营销网络稳定性较低以及公司的议价能力较差等问题。但我们认为，老板电器针对这些问题采取了一系列较为有效的管理措施。

一是设置股权，通过给予骨干代理商一定股权使其与公司利益绑定，从而激发代理商积极性；二是对代理商代理排他性的严格要求，规定其只能代理老板品牌；三是对代理商提供管理支持，公司会通过在政策、财务、人员等方面为代理商提供后备支持，帮助他们适应当地市场，做大做强，这样可以为双方长期合作创造条件，从而使老板品牌能够培养一批稳定、高效的营销团队。

图表 34.分销渠道



资料来源：公司数据

深耕传统渠道

据统计，目前公司在一二级市场的渠道覆盖率约为 85%，销售收入贡献率约为 70%；三四级市场的渠道覆盖率约 60%，销售收入贡献率约为 30%。未来两年，公司一二级市场渠道覆盖率预期可提升至 90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至 80%。而随着名气品牌的发展，未来三四级市场的收入占比将逐步提升。截至 11 年底，公司共有零售终端 8,000 个，专卖店 1,200 家，预计到 12 年底，将新增 300-400 家专卖店。

总体来看，目前公司销售收入贡献最大的仍然是 KA 渠道，销量占比近一半，专卖店和其他零售渠道各自贡献 2 成多的比例。长期而言，随着专卖店数量的增加和渠道下沉，KA 渠道销售占比将逐步下降，但由于 KA 渠道在规模和市场影响力上的作用任然难以动摇，企业大幅缩减来自 KA 销售并不现实，预计未来将保持在 3-4 成的比例较为合理。

开拓多元化渠道

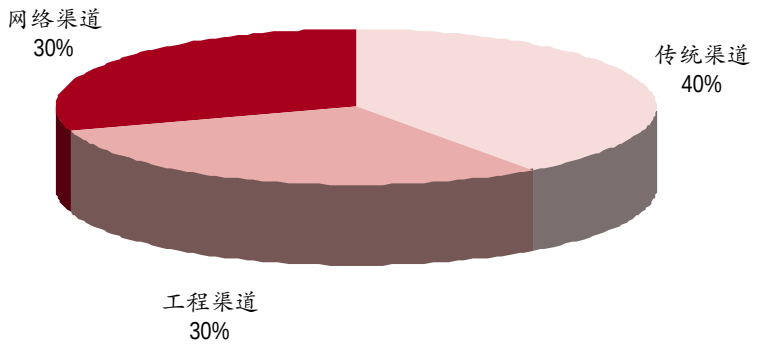
12 年，在扩大传统渠道网络布局的同时，公司还将着重建设两大渠道：房屋精装修渠道和网络销售渠道。一方面，在工程渠道上，加强团队建设，增强收集工程信息量的能力。同时，通过引进帝泽进入高端精装领域；另一方面，在网络渠道，重点开发电子商务、团购和电视购物等领域。

事实上，公司对于两类新渠道的探索在 11 年已经开始。2011 年，公司在这两块渠道中的销售额分别都超过 1 亿元，预计今年均有望翻番。在工程渠道上，主要合作地产商包括恒大、龙湖、保利等，目前恒大业务量最大。而在网络渠道上，公司除了建立自己的营销网站外，还与包括京东、淘宝等 B2C 网站展开合作。通过产品差异化，以及对于区域经销商之间的严格窜货管理，公司可以较好的解决其网络渠道与传统实体渠道之间的竞争关系。

我们认为，新渠道的开拓一方面有利于扩大客户群体，提升公司的业务规模，另一方面，这些渠道的销售费用较之传统渠道更低，有利于改善公司的盈利能力。

显而易见，在厨电行业竞争日趋激烈的今天，扩大渠道布局，将渠道下沉到三四级市场成为了各企业共同努力的方向。有些企业也开始尝试包括工程、网络在内的新兴渠道。我们认为，老板电器依靠其高效互利的代理商管理机制、合理的渠道构成以及品质和品牌的较高认可度，在多元化渠道的开拓中将会获得先入为主的优势地位。预计未来，公司较为合理的收入构成将是，传统渠道、工程渠道和网络渠道 4:3:3 的比例，实现规模和利润的平衡增长。

图表 35.未来理想收入构成



资料来源：中银国际研究

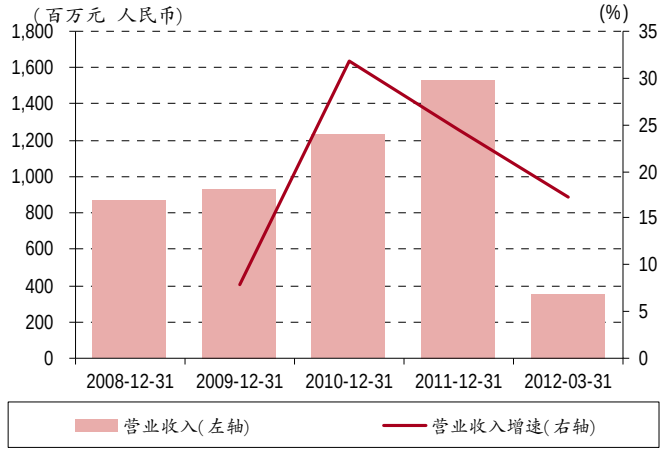
财务分析及估值

2011 年实现较快增长

盈利能力更具稳定性

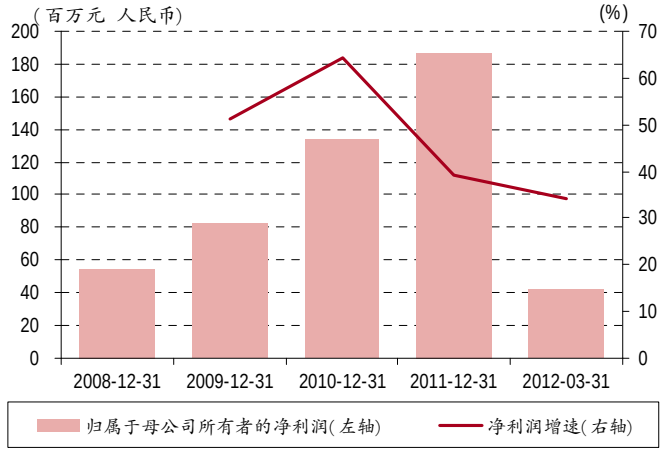
2011 年公司实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 24.54%；实现归属于母公司的净利润 1.87 亿元，同比增长 39.19%，2012 年 1 季度实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 17.24%，实现归属于母公司的净利润 4,242 万元，同比增长 34.11%。

图表 36.主营收入



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 37.业绩增长



资料来源：万得资讯，中银国际研究

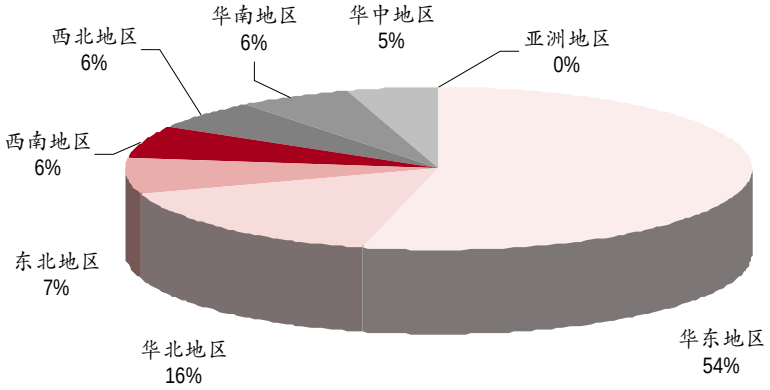
据中怡康数据显示，11 年和 12 年 1 季度，吸油烟机、燃气灶和消毒柜的零售额分别增长 2.7%和-7.9%、10.4%和-9.4%、-9%和-18.4%。在此期间，公司的烟灶消三大业务均实现了约 20%左右的增幅。一方面得益于在传统渠道领域的稳定发展，另一方面，工程和网络渠道的贡献尤为重要。从区域来看，华东地区目前是公司最主要的市场，其收入占比达到 54%。

图表 38.11 年分产品收入情况

(人民币，百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
油烟机	739.12	919.74	24.44
燃气灶	408.27	486.3	19.11
消毒柜	129.23	166.68	28.98
小家电	65.65	91.64	39.59

资料来源：公司数据

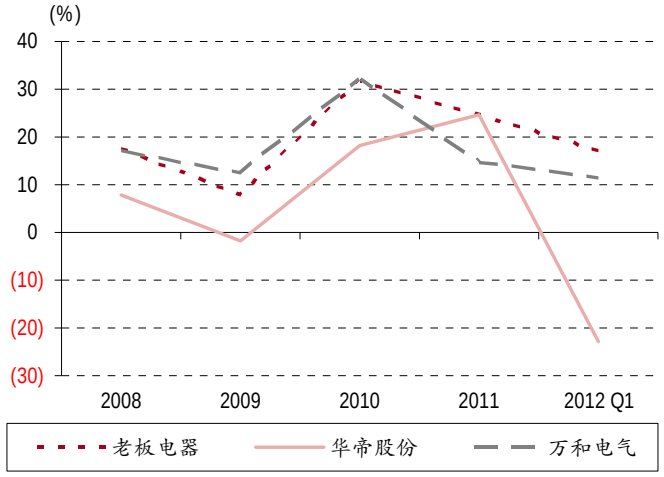
图表 39.收入构成（分区域）



资料来源：公司数据，中银国际研究

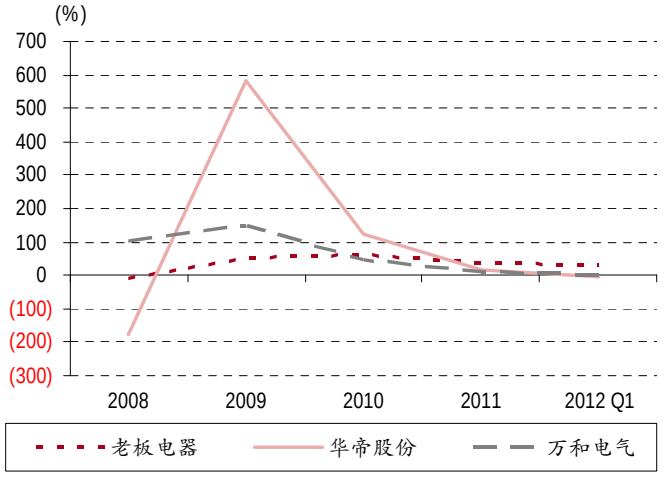
与行业内的华帝、万和两家公司相比，尽管 11 年以来主营收入和业绩增幅均出现下滑，但老板电器体现出了更高的稳定性和更好的盈利能力。

图表 40.营收增速比较



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 41.净利增速比较



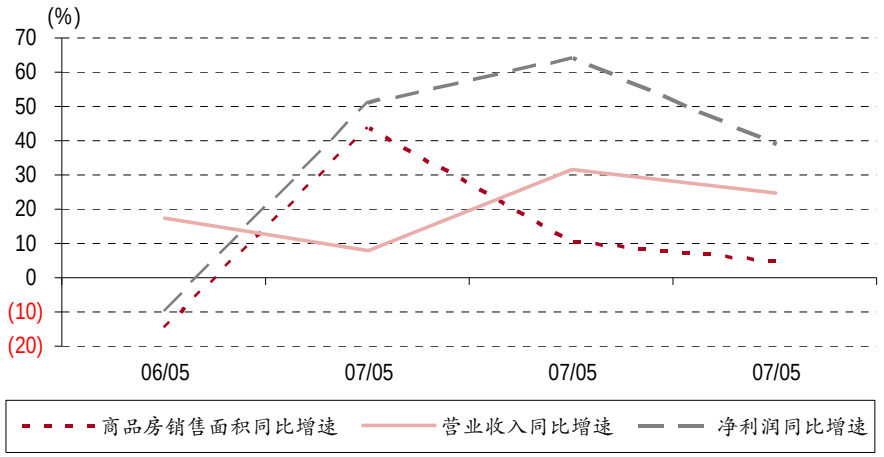
资料来源：万得资讯，中银国际研究

地产调控对公司影响有限

公司主导产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜的需求有别于传统家电和小家电产品，由于大部分需求产生于房屋购置后的厨房装修环节，及通常是新房装修的最后一道环节。房地产市场需求分为两类，一是以首次购房和改善性购房为主的自住型需求；二是以升值为目的的投资性需求。此次房地产市场调控主要抑制投资性需求。

数据显示，商品房销售面积增速与公司营业收入增长情况相关性并不明显。根据我们做的相关性分析，商品房销售对于厨电市场的影响大约滞后 18 个月。考虑到本轮地产调控从 11 年初开始，意味着对于 12 年厨电市场将产生一定影响。

图表 42.全国商品房销售面积增速与公司收入业绩增速图



资料来源：国家统计局，中银国际研究

尽管地产调控短期对于刚性需求存在一定抑制作用，但随着房价出现松动，甚至下跌，地产调控政策的放松，被抑制的这部分刚需有望得到释放。同时，我们认为，保障房的陆续交付将有效补充受到抑制的商品房市场。11 和 12 年是我国保障房集中开工建设时期，分别新开工 1,000 万套和 700 万套。今年，合计在建保障房规模约 1,700 万套，预计到年底将有约 500 万套保障房交付使用。因此，我们判断，综合来看此轮房地产市场调控对于公司 12 年业绩略有影响。长期来看，房地产市场影响有限。

图表 43.保障房建设计划

年份	建设计划							实际开工
	棚改房	公租房	廉租房	限价房	经济适用房	计划合计	增长率	
2008				63		63		100
2009	80	0	177	0	130	387		330
2010	280	0	180	0	120	580	49.90%	590
2011	400	220	160	200		1,000	72.40%	1,043

资料来源：住建部政策研究中心

图表 44.保障房开工和建成情况

	近三年新开工和基本建成套数				
	完成投资(亿元)	在建工程量(万套)	新开工(万套)	基本建成(万套)	仍在建(万套)
2010			590	370	
2011	13,000		1,043	432	
2012		至少 1,700(估算)	700	500	至少 500(反推)

资料来源：住建部政策研究中心

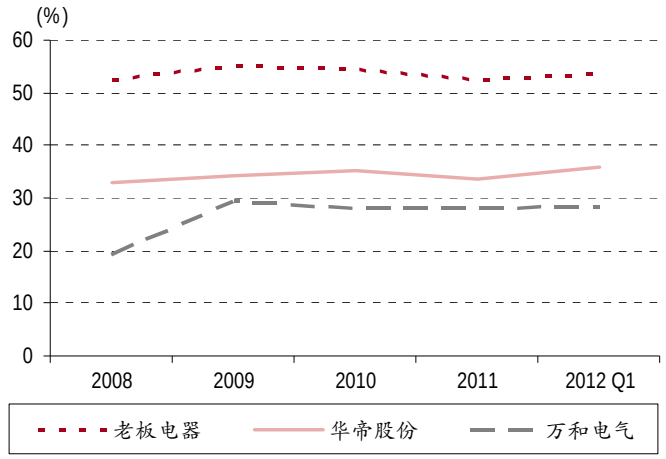
高端定位保障盈利能力

公司毛利率总体较为稳定，2011 年为 52.48%，12 年 1 季度为 53.52%；净利率 2011 年为 12.19%，12 年 1 季度为 11.97%。11 年销售费用率为 31.84%，管理费用率为 7.39%，12 年 1 季度分别为 33.78%和 7.57%。我们预计，未来几年，公司的费用率水平总体将保持稳定，考虑到渠道多元化效应，未来毛利率和净利率有望稳中有升，但幅度不大。

原材料成本占公司营业成本的比例约为 85%，其中冷轧板、不锈钢板、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成和初拥锅架是公司主要原材料。从定价方式看，公司采用成本加成方式制定产品价格，可以有效转移原材料价格波动风险，因此原材料价格波动对于公司业绩的影响主要体现在采购价格和产品价格的调整上的时间差异。

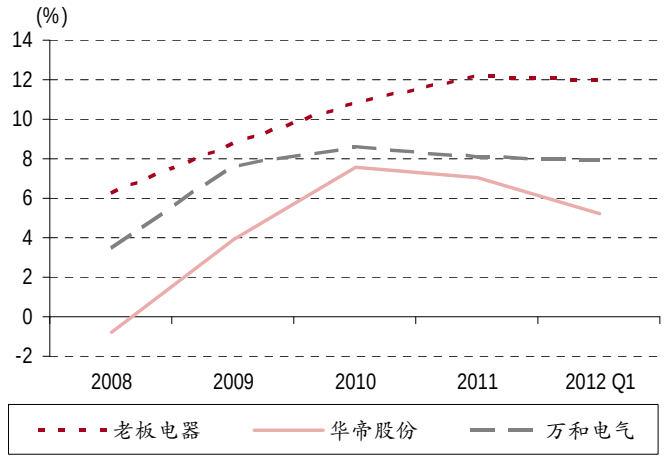
与同行相比，老板电器的毛利率和净利率水平均有明显优势，主要因为：1）公司产品采取成本加成定价法，受原材料价格波动影响有限；2）公司长期定位于中高端市场，品牌优势明显，议价能力较强。

图表 45.三家公司毛利率比较



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 46.三家公司净利率比较

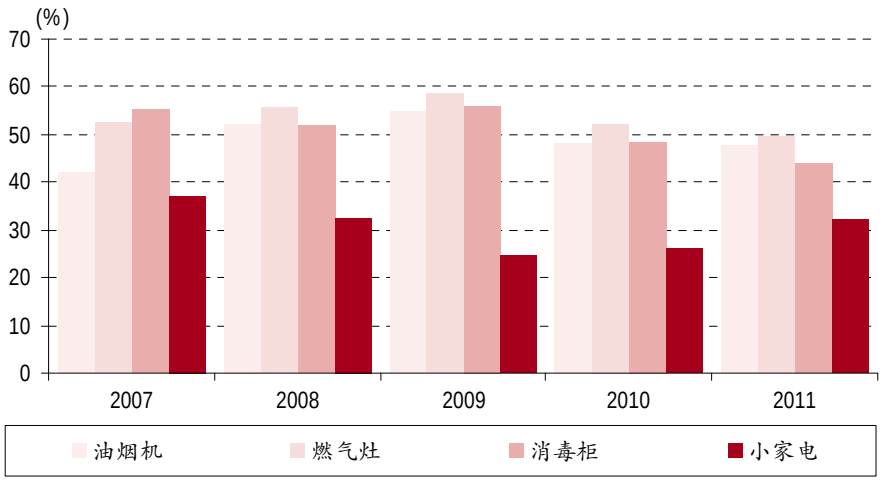


资料来源：万得资讯，中银国际研究

分业务毛利率

从各项业务毛利率来看，吸油烟机毛利率稳定在 48%左右，燃气灶的毛利率最高，接近 50%，小家电的毛利率最低，但逐步提升。

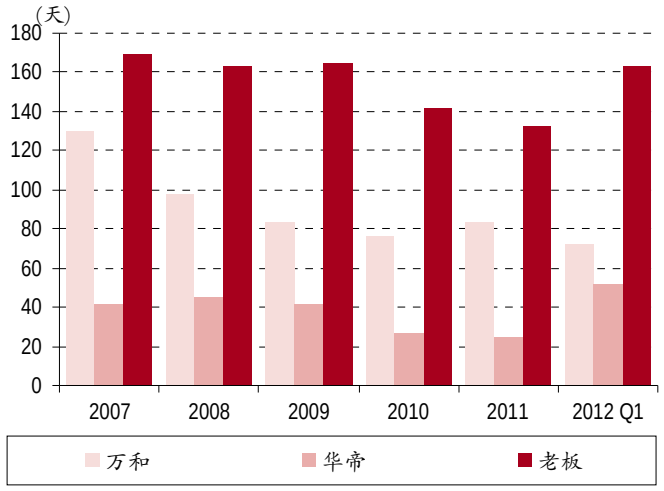
图表 47.分业务毛利率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

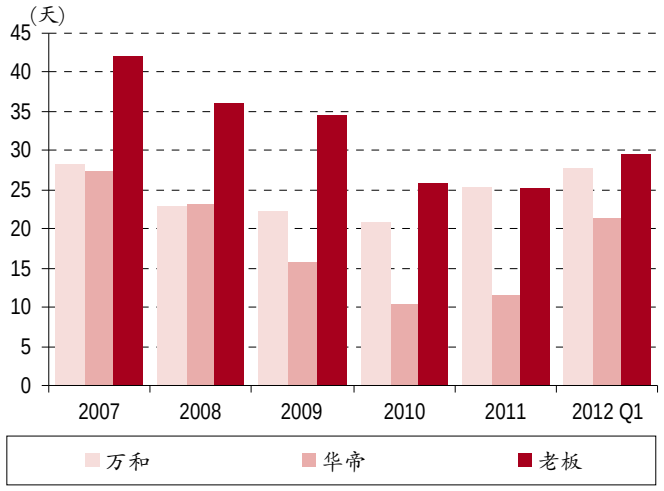
存货周转天数和应收账款周转天数 11 年分别为 133 天和 25 天，近几年稳步下降，反映出公司的效率正逐步改善。老板较其他同行公司的数值较高，主要由于其采用代理制，而其他公司采取经销商制。从应收账款账龄看，老板 99%的应收款期限在 1 年以内，应收账款风险不大。

图表 48.存货周转天数



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 49.应收账款周转天数



资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司 10 年完成 IPO，目前资产负债率仅为 21.8%的较低水平，且拥有近 10 亿元的账面现金，资本结构情况较好。

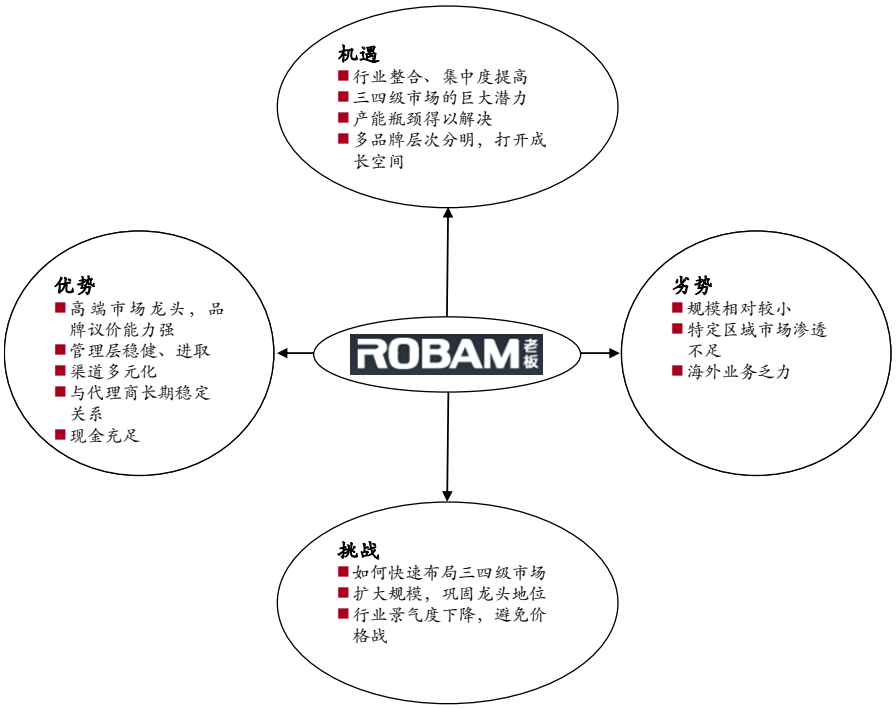
SWOT 分析

公司已成为高端厨电市场的龙头企业，这为其针对不同层次消费群体的“多品牌”策略打下良好基础，以现有产品和渠道为基础进行外延式辐射。我们认为，在竞争日趋激烈的厨电产品市场上，未来的核心竞争力并不在于产品技术和营销模式，关键在于给予客户的体验和认同感，而高端的老板品牌现在正在体现出在这方面的优势。

我们认为，公司管理层积极进取，市场定位和发展方向把握明确，加上本身产品品质一流，销售团队稳定高效，为其长期保持龙头地位奠定基础。同时，在行业整体景气度放缓的情况下，公司完成 IPO，现金充足，对于行业处于整合期阶段更具先发优势。

公司同样面临一些问题，包括：1）自身规模仍然较小；2）在部分区域的影响力有待加强；3）海外市场目前进展缓慢等。

图表 50.SWOT 分析



资料来源：中银国际研究

主要假设：

主业收入：我们认为 12 年宏观经济形势的不确定性和房地产市场调控对于厨电需求具有抑制作用，但随着政策的放松和经济形势好转，未来两年，部分被压制的刚需将得到释放。因而，明后年主营收入增速将有所回升。预测 12-14 年主营收入增幅分别为 21.4%、23.2%和 22.9%。

毛利率：由于原材料价格较去年同期有所下降，加之新兴渠道的收入规模提升，预计毛利率有望逐步改善。预测 12-14 年毛利率分别为 52.8%、53.1%和 53%。

费用率：考虑到公司加大新兴渠道的开拓力度，预计销售费用率或将略有提高；公司实行的成本控制则使管理费用率基本稳定。预计 12-14 年销售费用率和管理费用率分别为 31.9%、32%和 31.8%以及 7.3%、7.1%和 7.1%。

图表 51.盈利预测主要假设

收入 分产品（百万元）	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
油烟机	367.0	446.6	508.3	739.1	919.7	1,122.1	1,391.4	1,725.3
%		21.7	13.8	45.4	24.4	22.0	24.0	24.0
燃气灶	211.6	258.9	277.8	408.3	486.3	564.1	665.6	785.5
%		22.3	7.3	47.0	19.1	16.0	18.0	18.0
消毒柜	85.4	87.5	83.9	129.2	166.7	205.0	250.1	305.1
%		2.4	(4.1)	54.1	29.0	23.0	22.0	22.0
小家电	59.4	59.7	51.6	65.7	91.6	111.8	134.2	158.3
%		0.6	(13.5)	27.2	39.6	22.0	20.0	18.0
合计	738.4	866.7	933.6	1,231.7	1,534.6	1,863.9	2,307.4	2,834.2
%		17.4	7.7	31.9	24.6	21.4	23.2	22.9
毛利率(%)								
分产品	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
油烟机	42.0	52.1	55.0	48.2	47.7	48.6	49.0	49.4
燃气灶	52.4	55.6	58.7	52.1	49.5	50.0	50.8	51.0
消毒柜	55.16	52.03	55.98	48.52	43.87	45.24	46.14	46.49
小家电	37.13	32.50	24.76	26.23	32.23	34.46	35.55	35.77
销售费率%	30.24	38.19	36.43	34.18	31.84	31.90	32.00	31.80
管理费率%	4.63	6.72	7.50	7.30	7.39	7.30	7.10	7.10
毛利率	47.18	52.36	55.06	54.60	52.48	52.84	53.14	52.96
净利润率	8.16	6.25	8.76	10.91	12.19	12.45	12.34	12.14

资料来源：公司数据

估值

我们对于公司 12-14 年的每股盈利预测分别为 0.91 元、1.11 元和 1.34 元，公司提出了规模三年翻番目标，即到 2014 年收入规模达到 30 亿，显示了公司的信心。我们依照谨慎和客观原则认为，公司有能力未来三年保持 20%以上的增速。基于 13 年 20 倍市盈率，我们得出目标价为 22.00 元，首次给予其***买入***评级。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,232	1,534	1,862	2,294	2,821
销售成本	(559)	(729)	(878)	(1,075)	(1,327)
经营费用	(514)	(605)	(677)	(839)	(1,032)
息税折旧前利润	159	200	307	381	462
折旧及摊销	(10)	(12)	(71)	(81)	(93)
经营利润 (息税前利润)	149	188	236	300	369
净利息收入/(费用)	3	24	25	19	19
其他收益/(损失)	4	5	9	11	11
税前利润	156	218	270	330	399
所得税	(22)	(31)	(38)	(46)	(56)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	134	187	232	283	343
核心净利润	131	180	226	277	338
每股收益(人民币)	0.840	0.730	0.906	1.106	1.341
核心每股收益(人民币)	0.818	0.703	0.883	1.080	1.319
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.272	0.332	0.401
收入增长(%)	n.a.	25	21	23	23
息税前利润增长(%)	n.a.	26	25	27	23
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	26	54	24	21
每股收益增长(%)	n.a.	(13)	24	22	21
核心每股收益增长(%)	n.a.	(14)	26	22	22

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	156	218	270	330	399
折旧与摊销	10	12	71	81	93
净利息费用	(3)	(24)	(25)	(19)	(19)
运营资本变动	(22)	(64)	(56)	(71)	(91)
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(188)	(4)	(41)	(50)	(61)
经营活动产生的现金流	(48)	137	220	271	322
购买固定资产净值	(38)	(142)	(52)	(51)	(47)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(1)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(37)	(142)	(52)	(51)	(47)
净增权益	908	0	0	0	1
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(48)	(51)	(70)	(85)
其他融资现金流	0	0	27	22	23
融资活动产生的现金流	908	(48)	(25)	(48)	(61)
现金变动	823	(54)	143	172	213
期初现金	175	1,074	1,021	1,164	1,336
公司自由现金流	(85)	(6)	157	213	273
权益自由现金流	(85)	(6)	192	238	293

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,075	1,021	1,164	1,336	1,548
应收帐款	214	308	375	461	567
库存	246	291	364	455	569
其他流动资产	13	11	12	15	18
流动资产总计	1,547	1,631	1,915	2,267	2,702
固定资产	99	248	214	170	112
无形资产	37	37	55	72	89
其他长期资产	1	3	3	4	4
长期资产总计	137	288	272	246	205
总资产	1,684	1,919	2,187	2,513	2,906
应付帐款	250	322	391	481	592
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	63	88	104	122	144
流动负债总计	313	409	494	604	736
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	160	256	256	256	256
储备	1,211	1,254	1,437	1,653	1,915
股东权益	1,371	1,510	1,693	1,909	2,171
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,684	1,919	2,187	2,513	2,907
每股帐面价值(人民币)	8.57	5.90	6.61	7.46	8.48
每股有形资产(人民币)	8.34	5.75	6.40	7.18	8.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.72)	(3.99)	(4.55)	(5.22)	(6.05)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	12.9	13.0	16.5	16.6	16.4
息税前利润率(%)	12.1	12.3	12.7	13.1	13.1
税前利润率(%)	12.7	14.2	14.5	14.4	14.1
净利率(%)	10.9	12.2	12.5	12.3	12.2
流动性					
流动比率(倍)	4.9	4.0	3.9	3.8	3.7
利息覆盖率(倍)	876.9	724.5	n.a.	41.1	32.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.2	3.3	3.1	3.0	2.9
估值					
市盈率 (倍)	19.2	22.0	17.8	14.6	12.0
心业务市盈率 (倍)	19.7	22.9	18.2	14.9	12.2
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	26.9	31.3	24.9	20.4	16.7
市净率 (倍)	1.9	2.7	2.4	2.2	1.9
价格/现金流 (倍)	(54.1)	30.1	18.7	15.2	12.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	15.5	9.6	7.3	5.6
周转率					
存货周转天数	80.3	134.6	136.3	139.1	140.9
应收帐款周转天数	31.7	62.1	66.9	66.5	66.6
应付帐款周转天数	37.1	68.1	69.8	69.3	69.4
回报率					
股息支付率(%)	35.7	27.4	30.0	30.0	29.9
净资产收益率 (%)	19.6	13.0	14.5	15.7	16.8
资产收益率 (%)	15.2	9.0	9.9	11.0	11.7
已运用资本收益率(%)	22.2	14.7	16.2	18.1	19.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

美的电器 (000527.SZ/人民币 13.65, 买入)

青岛海尔(600690.SS/人民币 12.10, 买入)

华帝股份(002035.SZ/人民币 7.87, 未有评级)

万和电气(002543.SZ/人民币 18.95, 未有评级)

万家乐（000533.SZ/人民币 4.66, 未有评级）

苏泊尔（002032.SZ/人民币 13.90, 未有评级）

九阳股份（002242.SZ/人民币 8.06, 未有评级）

爱仕达（002403.SZ/人民币 9.92, 未有评级）

伊立浦（002260.SZ/人民币 6.42, 未有评级）

圣莱达（002473.SZ/人民币 8.19, 未有评级）

以 2012 年 5 月 18 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371