

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：韩雪

0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

寻求规模化支撑的高端厨电领军者

——老板电器深度报告

投资要点：

- **厨电市场规模和集中度有提升空间。**厨房电器行业已具备近千家厂商和超过 1400 亿元的产销规模，主要产品的年产销量都在千万台以上，家用燃气灶具 2011 年底产量达到 2618 万台，市场容量相当庞大。但是相比洗衣机、电冰箱的产量规模，燃气灶和吸油烟机仍有很大的产销提升空间。三四线市场的厨电产品的每百户拥有量处于较低水平，对厨电产品的需求空间非常广阔；消费升级和天然气覆盖面提升带动城市的更新需求。相比冰洗和小家电，厨卫电器的市场集中度偏低，燃气灶和抽油烟机的销售量 CR5 不到 50%，像彩电、冰洗等具备寡头垄断特征的强势品牌尚未出现。
- **厨电行业专业化和高品质的领导者。**由于中国特有的烹饪习惯，国外产品很难满足国内消费者的需求，因此，厨电行业是一个由本土品牌主导的家电领域。国产大品牌已经掌握了中国人的烹饪习惯，以及厨电产品的核心技术和行业标准制定权。老板创立于 1979 年，2003 年提出“品质生活的标志”的品牌定位，2007 年公司再度对品牌进行提升，将品牌诉求明确定位为“懂得生活品味的家电创新家”。老板电器在引导中国厨电向品牌化、高端化、品质化发展起了重要作用，也提升了消费者的生活品味。公司对自主技术创新方面长达二十余年坚持不懈的投入，确立了公司精湛科技的品牌形象。依托渠道而建立的完善的服务体系，塑造了厨电行业的专业和规范形象。从品牌形象、精湛技术和优质服务方面，公司树立了在中国厨电行业的专业化、高品质的领导者形象。
- **多品牌多渠道开拓新增长空间。**通过发展“帝泽”、“老板”、“名气”三大品牌，公司有望覆盖低中高端市场，三个品牌差异化的定位，渠道人员的完全独立，有利于公司全方位的开拓市场。“De Dietrich”（帝泽）品牌短期内对公司收入贡献有限，但长期有利于公司品牌形象提升和高端市场的开发。定位中低端的“名气”品牌有利于抓住中低端消费市场的发展机会，实现规模化增长。公司在保持原有 KA、百货、地方通路、橱柜专营店等传统渠道优势的基础上，开拓网络购物、电视购物、精装修工程、专卖店等新兴渠道。新渠道的开拓一方面有利于公司扩大市场触及度，提升市场占有率；另一方面新渠道的费用相对传统渠道较低，有利于提升公司的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**经过 30 多年的积淀，公司从技术、品质和服务方面确立了在厨电行业的领导者地位，形成了具有较强影响力的高端品牌形象。近年来，公司通过实施多品牌多渠道战略，打开了更广阔的成长空间。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.99、1.26 及 1.59 元，对应目前股价 PE 分别为 18、14 及 11 倍。公司具有较高的成长性，我们认为享受较高的估值是合理的。目前处于历史估值的底部区间，未来估值有提升空间。给予“买入”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1,534	1,984	2,530	3,230
增长率(%)	25%	29%	28%	28%
净利润(百万元)	187	253	322	406
增长率(%)	39%	35%	27%	26%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.99	1.26	1.59
ROE(%)	12.4%	15.7%	18.5%	21.3%

目 录

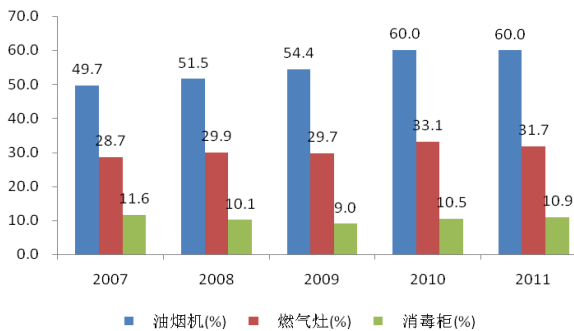
1、厨电行业的领军龙头.....	3
2、厨电市场规模和集中度有提升空间.....	4
2.1、市场规模已达千万台，但远低于冰洗.....	4
2.2、三四级市场厨电产品户均拥有量低.....	4
2.3、消费升级和天然气覆盖面提升带动城市的更新需求.....	5
2.4、装修属性强，暂时受制于房地产市场压力.....	5
2.5、行业集中度有提升空间.....	6
3、规模扩张和盈利提升双重驱动.....	7
3.1、厨电行业领导者.....	7
3.2、多品牌多渠道开拓新增长空间.....	8
4、公司财务分析.....	10
4.1、收入和净利增速有良好的稳定性.....	10
4.2、高毛利率、高净利率、高费用率.....	11
4.3、低存货周转率.....	11
5、盈利预测和投资建议.....	12

1、厨电行业的领军龙头

公司主营业务为厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。公司主要产品为吸油烟机、燃气灶及消毒柜三大类产品，三类产品合计实现销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 94.4%(2009 年)、94.7%(2010 年)、94%(2011 年)。

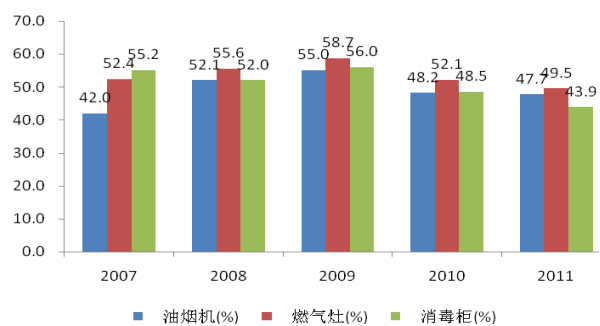
公司是厨电行业的龙头企业，自 2003 年以来公司在抽油烟机市场连续九年排名第一，在燃气灶市场排在前三名。

图 1、三大业务收入构成



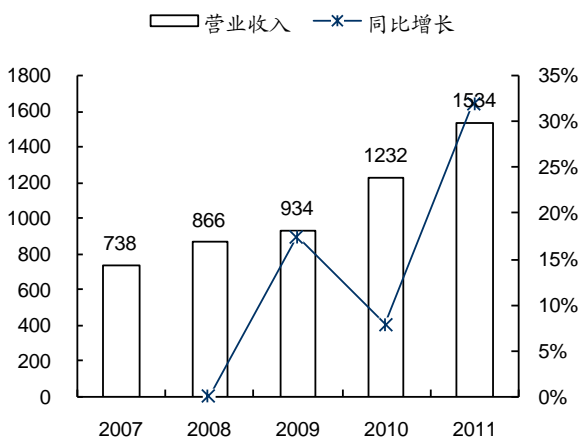
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、三大业务毛利率



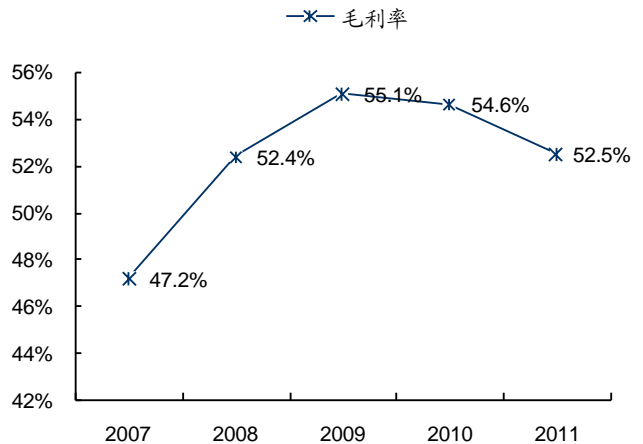
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司营业收入(百万)和同比增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、公司毛利率年度推移



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、厨电市场规模和集中度有提升空间

2.1、市场规模已达千万台，但远低于冰洗

近年来厨电行业发展迅猛，厨房电器行业已具备近千家厂商和超过 1400 亿元的产销规模，主要产品的年产销量都在千万台以上，家用燃气灶具 2011 年底产量达到 2618 万台，市场容量相当庞大。但是相比洗衣机、电冰箱的产量规模，燃气灶和吸油烟机仍有很大的产销提升空间。

图 5、燃气灶、吸排油烟机与冰箱、洗衣机产量比较（万台）

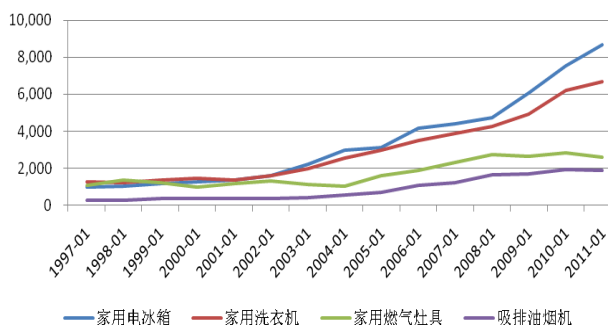
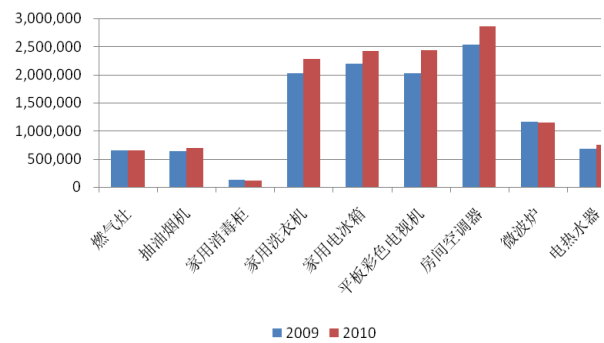


图 6、全国大型零售企业销售量（台）



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2、三四级市场厨电产品户均拥有量低

我国三四线市场的厨电产品的每百户拥有量处于较低水平，过去十年增长缓慢。以抽油烟机为例，农村市场的保有量到 2011 年仅有 13 台/百户，远低于电冰箱、洗衣机和彩色电视机的保有量水平。三四线市场特别是农村市场保有量低的主要原因是消费习惯的影响。随着城镇化程度的提高、农村市场消费习惯逐步转变，村户式住宅逐渐改为集体居住小区，这部分市场对厨电产品的需求空间非常广阔。

图 7、城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量

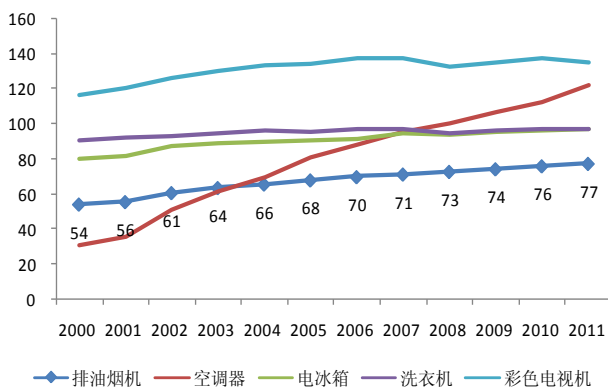
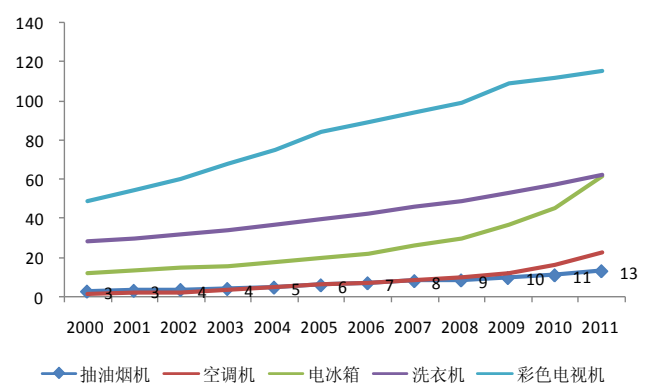


图 8、农村家庭平均每百户耐用品拥有量



资料来源：WIND、国海证券研究所

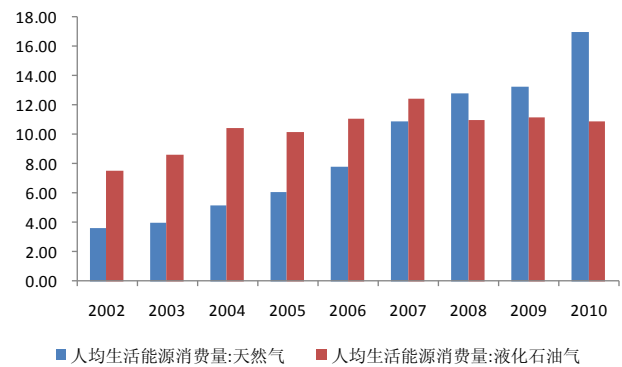
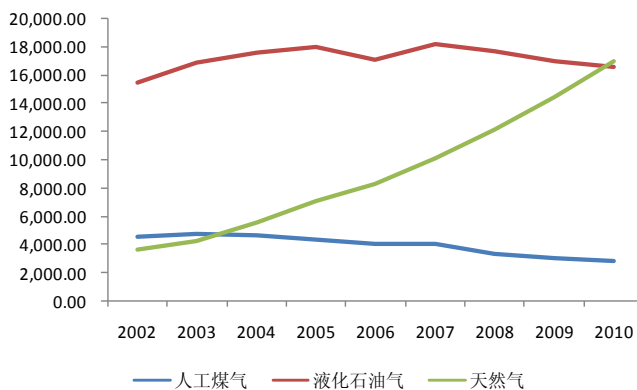
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、消费升级和天然气覆盖面提升带动城市的更新需求

以抽油烟机为例，我国城镇家庭每百户拥有量已达 77 台，相对农村家庭处于较高水平，但仍然低于冰、洗、空等产品的保有量。特别是空调的保有量在过去十年快速提升，由 2002 年低于抽油烟机迅速提升为 122 台/百户，而抽油烟机的保有量提升非常缓慢。

以下因素有望拉动城镇居民对厨电产品的更新需求。第一，随着居民收入增加，消费升级引发厨电行业出现高低端分化现象，以欧式吸油烟机和嵌入式燃气灶为代表的高端市场迅速发展，带动厨电市场增长；第二，“西气东输”、“天然气出川”等工程的实施使国内天然气覆盖面积大幅增加，燃气灶普及程度不断提高，带动了相关厨电配套需求的增长；第三，厨电产品不断创新升级带动了消费者的换购需求。

图 9、城市天然气用气人口已超过液化石油气（万人） 图 10、人均生活能源消费量（千克）



资料来源：WIND、国海证券研究所

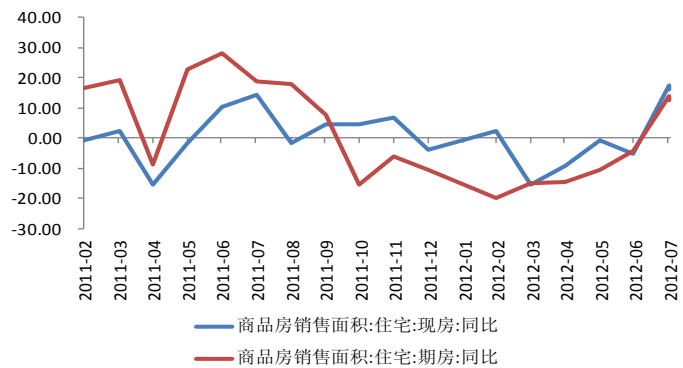
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.4、装修属性强，暂时受制于房地产市场压力

以“烟、灶、消”为代表的厨电产品需求区别于传统家电、小家电产品，具备一定的“家具”属性，与厨房装修相联系，因此其需求受房地产市场发展状况影响较大。从历史经验观察，厨卫家电行业的景气度和住宅销售情况呈现明显的正相关关系，房地产成交量上升会带动厨电需求整体上升。目前，房地产市场的调控给厨电市场销售带来较大压力，未来房地产市场的刚性需求和政策的调整对厨电市场的强大拉动作用值得期待。

也是由于厨电产品的“家具”属性，在满足功能需求的基础上，消费者对其外观以及与整个家居装修品位的一致性要求较高，因此厨电产品需求与房屋装修风格及消费者消费观念的发展变化密切相关。随着消费者对品质生活的日益重视，厨电行业也逐渐向品牌化、高端化方向发展。

图 11、商品房（住宅）销售面积同比增速有所回升



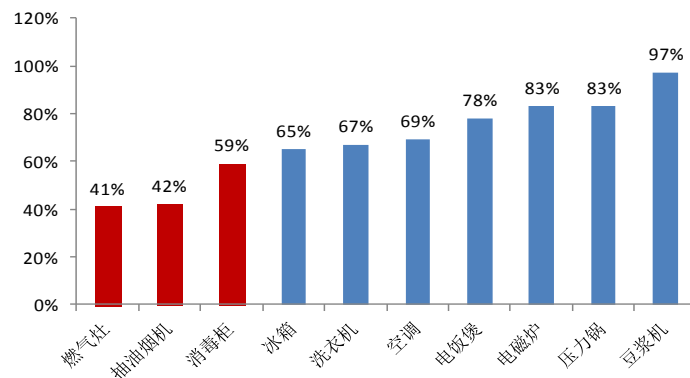
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.5、行业集中度有提升空间

厨卫市场竞争激烈，但行业发展不均衡，集中度不高。经过多年的竞争，目前国内厨卫行业的主流品牌企业数量在 10 家左右，其销售渠道基本覆盖全国，合计约占有 60-70% 的份额，但尚未出现压倒性优势的品牌。相比冰洗和小家电，厨卫电器的市场集中度偏低，燃气灶和抽油烟机的销售量 CR5 不到 50%。像彩电、冰洗等具备寡头垄断特征的强势品牌尚未出现，资本运作层面的行业整合有待于进行。此外，受利润率相对较高的吸引，近年来西门子、美的、海尔等综合家电厂商纷纷进入厨电行业，凭借资金、销售网络方面的优势，向专业厨电品牌发起挑战。

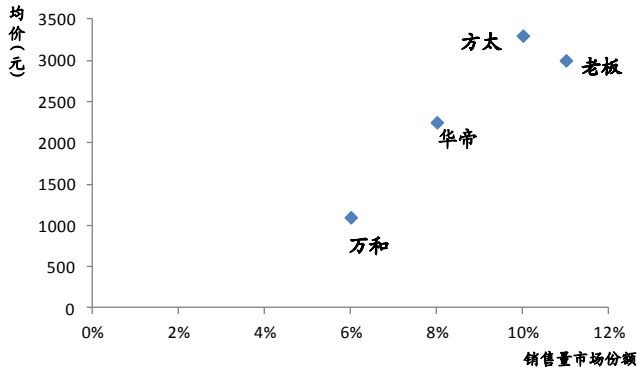
我国厨电行业的竞争很大程度上体现为“长三角”和“珠三角”两大地区在产品创新能力、生产规模、营销及售后服务等方面的竞争。老板、方太、西门子等集中在长三角，美的、华帝、万家乐、万和等集中在珠江三角洲。两个地区的企业在人才、产品开发、设备、配套能力等方面均具备较强的竞争力，形成了相对于其他地区的优势产业集群，因此长三角企业产品结构相对高端，制造管理上占有；而珠三角则对市场感觉更为敏锐，以营销管理见长，两大区域整体处于攻守平衡的态势。

图 12、2011 年各品类市场销售量 CR5



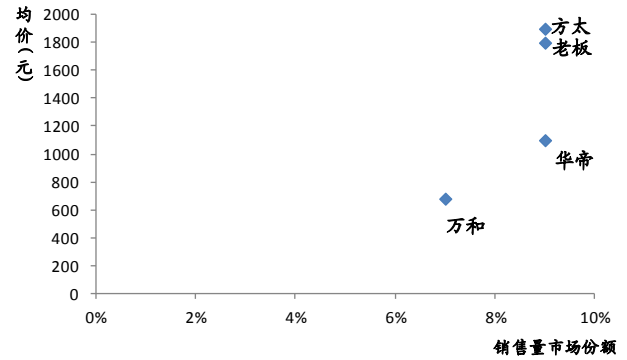
资料来源：中怡康、国海证券研究所

图 13、2011 年抽油烟机均价（元）及销售市场份额



资料来源：中怡康、国海证券研究所

图 14、2011 年燃气灶均价（元）及销售市场份额



资料来源：中怡康、国海证券研究所

3、规模扩张和盈利提升双重驱动

3.1、厨电行业领导者

品牌：引导中国消费者品质生活

我国家电产业从“模仿、借鉴”起步，在长达 30 多年的发展扩张过程中，一直停留于技术的引进、消化和吸收，缺乏自主创新能力、创新思维和创造理念。厨电行业却是个例外。由于中国特有的烹饪习惯，国外产品很难满足国内消费者的需求，因此，厨电行业是一个由本土品牌主导的家电领域。国产大品牌已经掌握了中国人的烹饪习惯，以及厨电产品的核心技术和行业标准制定权。

老板创立于 1979 年，2003 年提出“品质生活的标志”的品牌定位，2007 年公司再度对品牌进行提升，将品牌诉求明确定位为“懂得生活品味的家电创新家”。通过深入研究国内消费者的使用习惯以及重视自主创新，树立了专业厨电的品牌形象。老板电器在引导中国厨电向品牌化、高端化、品质化发展起了重要作用，也提升了消费者的生活品味。

老板电器的目标是将“老板”品牌打造成为“把中国悠久的饮食文化与先进的科学技术相结合，让每个家庭都享受到由精湛科技带来的轻松烹饪”的厨房电器百年品牌。

技术：精湛技术引领中国厨电产业发展方向

公司对自主技术创新方面长达二十余年坚持不懈的投入，确立了公司精湛科技的品牌形象。

2007 年 4 月，公司发布了多项颠覆性创新技术产品：“免拆洗 A++”吸油烟机、“主火中置”燃气灶、“UP 精确控压”电压力煲等。2009 年 8 月，公司的双劲

芯技术发布，引领中国吸油烟机行业迈入 17 立方米时代。2011 年 8 月，公司发布中国高端厨电技术趋势，再次刷新行业技术标准。

图 15、公司的各项引导行业的领先技术

1987年	国内第一代吸油烟机PY-1型问世，立足高起点，以中国厨房“煎炸烹炒、油烟较大”的生活特点出发，使用直排式、短油道强力涡轮风叶的油烟机结构
1998年	国内第一台免拆洗CPY-88型深柜型油烟机，开创了吸油烟机产业技术发展的一次时代革命，解决了油罩滴油问题、油烟分离技术问题
2003年	国内第一台欧式免拆洗吸油烟机737，实现了单店单周400台的销售记录
2005年	国内首创极简风格的欧式平板8302B上市
2006年	全面升级免拆洗技术，推出免拆洗A++，革新免拆洗行业的标准，再创免拆洗技术经典
2007年	创新研发灶具主火中置技术，将主火有外环改置中环，显著提高热销，至今引领技术前沿。 首推消毒柜环形灯管技术，保证柜内每个角落都能得到充分均匀的紫外线照射，不留任何死角，实现真正360度全方位杀菌
2008年	全球首款真正一体化联动智能聪明套装上市，四个聪明点（烟灶自动感应启动、风速自由调节、一体化触摸控制、一体化智能显示），69项领先聪明技术，大大推动了全球厨房的智能化进程 全球首款Crossover跨界免拆洗吸油烟机上市，同时包揽“工业设计奥斯卡奖”、德国IF奖、国内顶尖设计大奖CIDF奖、红顶奖
2009年	推出“双劲芯”系列产品，引领吸油烟机进入17立方米超大风量时代
2010年	跨界i5套装上市，首次将“滑触操控”跨界引用于厨电行业 老板iCook侧吸系列，彻底颠覆传统设计
2011年	全新双劲芯2.0风机系统，以“13m³/MIN超大风量、330PA超大风压、16M/S排烟速度、55DB以下超低静音”再度刷新行业标准

资料来源：公司公告、国海证券研究所

销售服务：塑造厨电行业的专业和规范形象

逐渐完善的销售渠道，是老板领先市场的信心来源，依托渠道而建立的完善的服务体系，是老板的坚实后盾。公司组建了 CRM 客户关系管理系统，并在全国上线运营，将全国近千个服务终端利用信息平台紧密连接在一起，所有客户信息均实现共享，无论客户身处何地，均可享受统一、专业的星级服务。2010 年，老板五星全程管家服务全面升级，秉承了“努力，让您满意”的星级服务理念，通过业内首创的 KDS（厨房设计支持）服务，使老板的服务贯穿购买、安装、使用、产品、保养的全过程。

从品牌形象、精湛技术和优秀服务方面，公司树立了在中国厨电行业的专业化、高品质的领导者形象。

3.2、多品牌多渠道开拓新增长空间

“帝泽”、“老板”、“名气”三大品牌覆盖低中高端市场

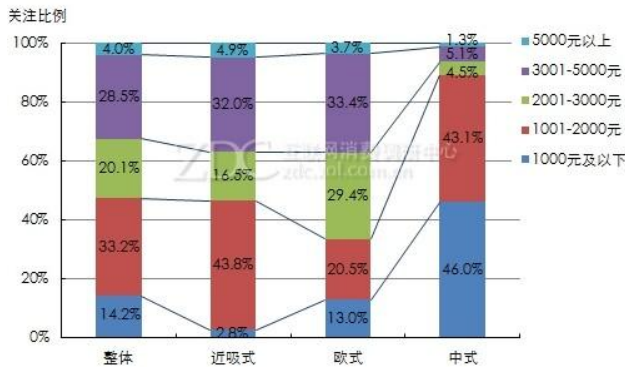
“De Dietrich”、“老板”、“名气”品牌定位完全不同，分别为“顶级厨房电器”、“高端厨房电器”、“经久耐用厨房电器”。“De Dietrich”、“老板”、“名气”目标市场分别为顶级市场、高端市场、中低端市场，渠道人员相互独立。三个品牌差异化的定位，渠道人员的完全独立，有利于公司全方位的开拓市场。

老板电器与 FAGOR ELECTRODOMESTICOS, S.COOP（法格集团下属公司）于 2012 年 1 月 19 日签订合同，投资人民币 8,000 万元成立合资公司，引入“De Dietrich”（帝泽）品牌。帝泽品牌主要面向精装修市场，定位为超高端奢侈品牌，竞争对手主要为全球范围内的厨电顶级品牌 Gaggenau、Miele、SMEG 等。预计帝泽短期内对公司收入贡献有限，长期有利于公司品牌形象提升和高端市场的开发。

公司 2009 年创立了“名气”品牌，定位中低端，主攻三四线市场。公司通过在材质和配件等方面进行高性价比的设计，既保证了产品的低成本，有保证了产品的优良品质。2011 年名气实现销售收入 3800 万，渠道主要是专卖店和百货专柜等，目前约有 400-500 家网点，今年收入有望实现 100% 的增长目标。

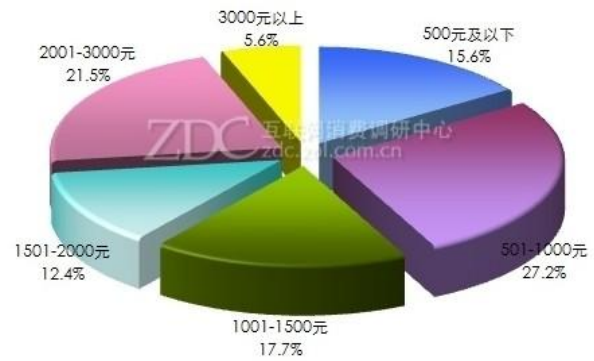
根据互联网消费调研中心（ZDC）调查结果，2012 年上半年，从抽油烟机产品来看，最受用户关注的价格段为 1001-2000 元，关注比例为 33.2%。3001-5000 元价格段产品的关注比例也较高，达到了 28.5%。从燃气灶产品来看，501-1000 元价格段产品最受欢迎，关注比例为 27.2%，2001-3000 元产品的以 21.5% 的关注比例紧随其后。这一调查结果说明，定位中低端的厨卫产品在市场上的关注度较高，市场空间较大。公司推出定位中低端的名气品牌有利于抓住中低端消费市场的发展机会，实现规模化增长。

图 16、2012 年上半年中国抽油烟机市场不同价格段产品关注比例分布



资料来源：互联网消费调研中心（ZDC）、国海证券研究所

图 17、2012 年上半年中国燃气灶市场不同价格段产品关注比例分布

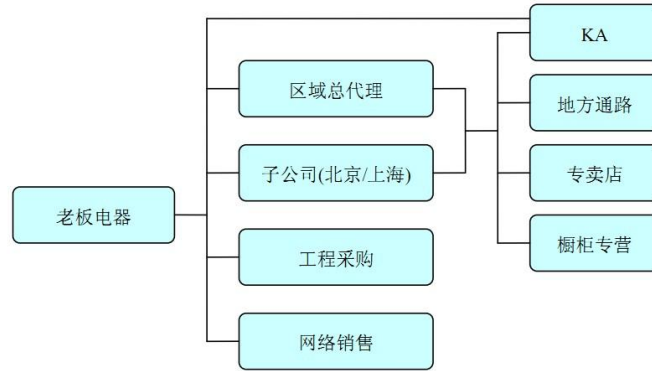


资料来源：互联网消费调研中心（ZDC）、国海证券研究所

拓展多元化渠道

公司的销售模式为代理制，即公司将全国划定销售区域，除北京、上海作为公司的战略销售区域设立销售子公司进行直接销售外，其他区域均设立区域总代理。区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设、渠道维护和市场拓展等工作。销售子公司和区域总代理主要面向的终端渠道为 KA、地方性通路、专卖店、橱柜专营等。

图 18、公司分销渠道



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

公司在保持原有 KA、百货、地方通路、橱柜专营店等传统渠道优势的基础上，开拓网络购物、电视购物、精装修工程、专卖店等新兴渠道。KA 进店率较高，约为 80%。专卖店数约为 1400 家（2012 年上半年）。网购、电视购物 2011 年销售收入占比约为 8%。房地产精装修 2011 年销售收入占比约为 8%。

新渠道的开拓一方面有利于公司扩大市场触及度，提升市场占有率；另一方面新渠道的费用相对传统渠道较低，有利于提升公司的盈利能力。

图 19、公司各分销渠道收入占比及增速预测

	2011年收入占比	2012年增速预测
KA	40%	10%
专卖店	18%	15%
地方百货	10%	0%
橱柜专营店和家装设计公司	10%	0%
网购、电视购物	8%	150%
精装修工程	8%	6%
名气	3%	100%
公司直营	3%	0%

资料来源：国海证券研究所

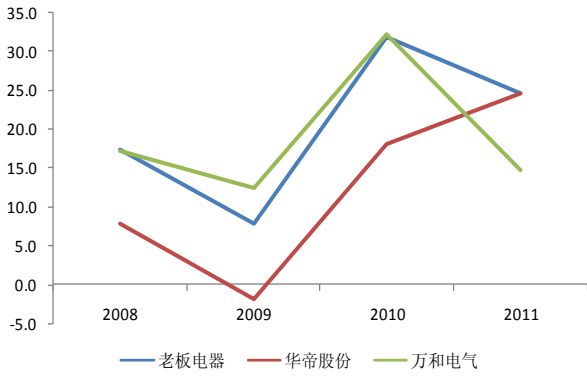
4、公司财务分析

4.1、收入和净利增速有良好的稳定性

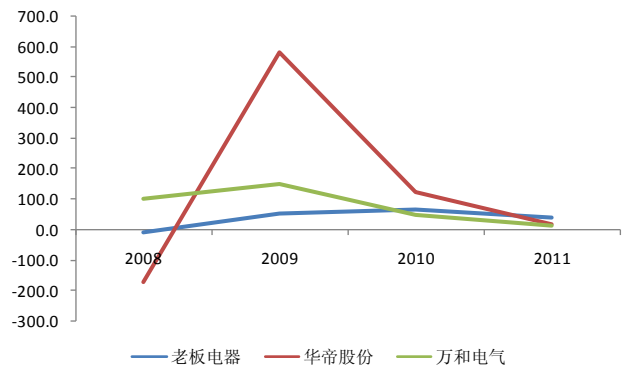
比较同行业公司华帝股份、万和电气，虽然均出现收入和净利增速的下滑，但是老板电器近年来表现最好，且收入和净利的同比增速呈现出良好的稳定性。反映了公司行业的稳固地位和管理层稳健的经营风格。

图 20、收入同比增速 (%)

图 21、归属母公司净利润同比增速 (%)



资料来源：WIND、国海证券研究所



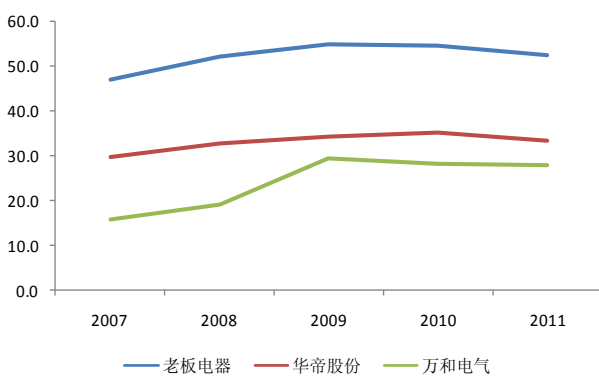
资料来源：WIND、国海证券研究所

4.2、高毛利率、高净利率、高费用率

比较行业内公司华帝股份、万和电气，公司毛利率和净利率均为最高，且净利率呈现出稳定的连续上升态势。

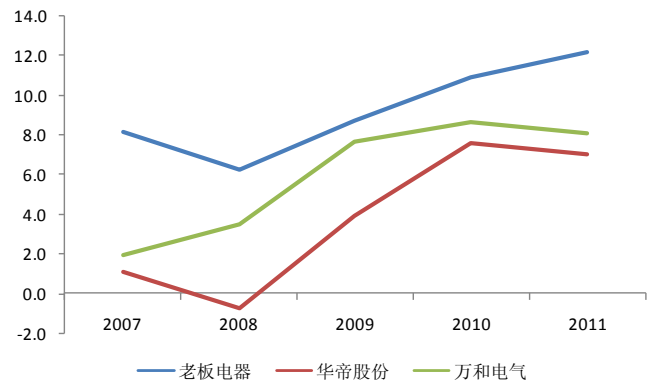
公司毛利率较高，一方面是公司品牌影响力和行业地位的充分体现；另一方面是受销售产品的结算方式影响。当公司通过代理销售产品并直接向终端渠道开发票时，公司依据终端价格确认收入并承担相应销售费用，这一结算方式推高了销售毛利和销售费用率。目前公司已对开票方式进行调整，由代理商成立公司，自己开具发票，这一因素对抬高毛利率的影响逐渐减弱。

图 22、毛利率 (%) 比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 23、净利率 (%) 比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

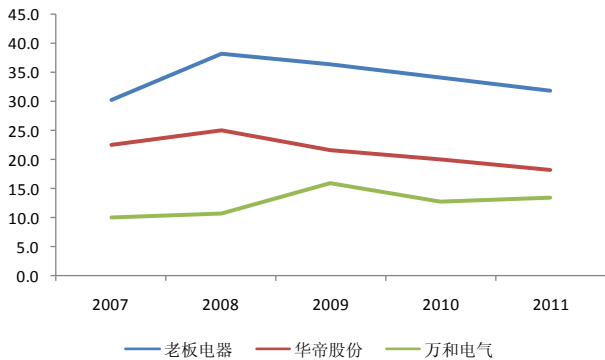
公司销售费用率高于行业内对比公司，稳定在较高水平，逐年略有下降。公司投入较高的广告、宣传费用，与其高端品牌形象相适应。

4.3、低存货周转率

根据公司与区域总代理签订的代理销售合同及日常的交易处理，公司在收到区域总代理代销清单或销售清单汇总表后方可确认销售收入。公司采取的谨慎的收入

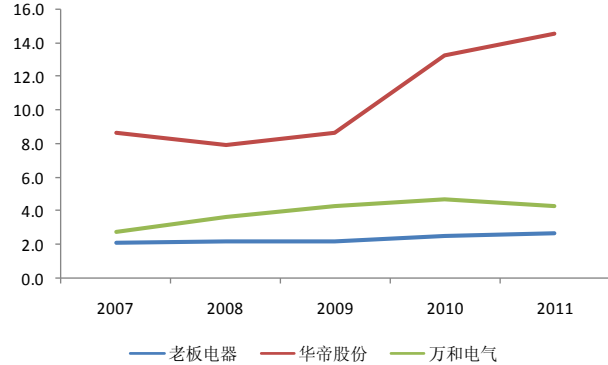
确认方式导致上市公司存货包括大量渠道库存,因此公司存货周转周期明显慢于行业竞争对手,这体现了公司的谨慎,存货周转偏低是合理的。

图 24、销售费用率 (%) 比较



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 25、存货周转率比较



资料来源: WIND、国海证券研究所

5、盈利预测和投资建议

经过 30 多年的积淀,公司从技术、品质和服务方面确立了在厨电行业的领导者地位,形成了具有较强影响力的高端品牌形象。近年来,公司通过实施多品牌多渠道战略,打开了更广阔的成长空间。

我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.99、1.26 及 1.59 元,对应目前股价 PE 分别为 18、14 及 11 倍。

参考日本成熟市场对厨电企业的估值,日本能率和林内 2012 年预测市盈率为 11.6、17.4,未来三年的净利润年复合增速为 9.6%、12%。而老板电器 2012 年预测每股收益对应的 PE 为 18 倍,未来三年净利润年复合增速为 29.6%。公司具有较高的成长性,我们认为享受较高的估值是合理的。目前处于历史估值的底部区间,未来估值有提升空间。给予“买入”评级。

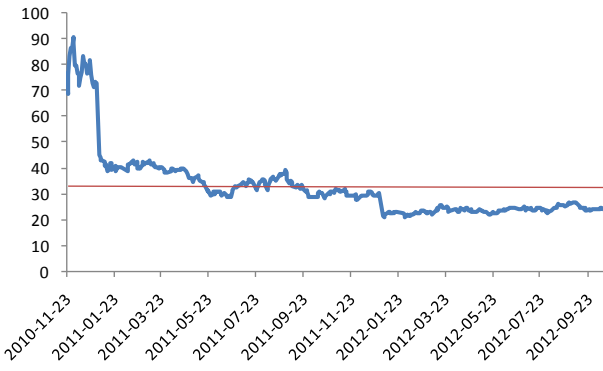
图 26、日本厨电公司估值比较

证券代码	公司	单位	市值	2011		EPS				PE			净利润 CAGR
				收入	毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E	2012	2013	2014	
5943.JP	日本能率	USD, 百万	836	2,315	29.5%	1.26	1.43	1.56	1.7	11.6	10.7	10.0	9.6%
5947.JP	日本林内	USD, 百万	3,854	3,126	30.5%	3.65	4.34	4.8	5.1	17.4	14.9	13.9	12.0%
002035.SZ	华帝股份	RMB, 百万	1,820	2,039	33.5%	0.62	0.64	0.76	0.9	11.7	9.8	8.4	12.8%
002508.SZ	老板电器	RMB, 百万	4,536	1,534	52.5%	0.73	0.99	1.26	1.6	18.0	14.2	11.2	29.6%

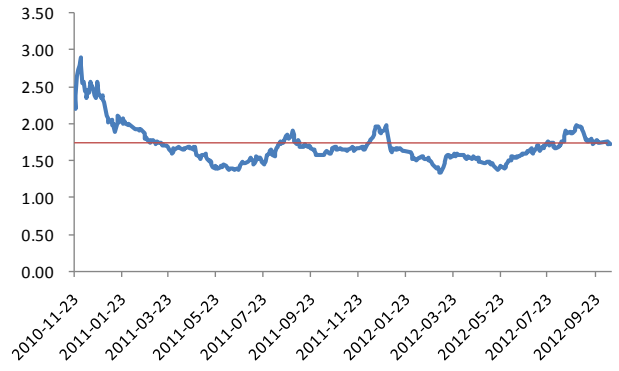
资料来源: WIND、Bloomberg、国海证券研究所

图 27、公司历史 PE

图 28、公司相对家电板块的估值倍数 (剔除负值)



资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

财务预测

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	16%	19%	21%	EPS	0.73	0.99	1.26	1.59
毛利率	52%	54%	54%	54%	BVPS	5.90	6.29	6.80	7.43
期间费率	39%	39%	40%	40%	估值				
销售净利率	12%	13%	13%	13%	P/E	24.29	17.94	14.10	11.19
成长能力					P/B	3.01	2.82	2.61	2.39
收入增长率	25%	29%	28%	28%	P/S	2.96	2.29	1.79	1.41
利润增长率	39%	35%	27%	26%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.80	0.94	1.09	1.23	营业收入	1534	1984	2530	3230
应收账款周转率	4.97	4.97	4.97	4.97	营业成本	729	915	1159	1478
存货周转率	2.50	3.80	4.81	5.54	营业税金及附加	15	19	25	31
偿债能力					销售费用	488	640	818	1046
资产负债率	21%	23%	25%	27%	管理费用	113	141	178	226
流动比	3.99	3.65	3.41	3.16	财务费用	(24)	(20)	(20)	(20)
速动比	3.27	3.15	2.99	2.78	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	210	287	368	465
现金及现金等价物	1023	1149	1256	1378	营业外净收支	8	8	7	7
应收款项	308	399	509	650	利润总额	218	295	375	472
存货净额	291	246	246	273	所得税费用	31	41	53	66
其他流动资产	9	(9)	(29)	(37)	净利润	187	253	322	406
流动资产合计	1631	1785	1982	2263	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	123	131	188	229	归属于母公司净利润	187	253	322	406
在建工程	124	144	114	94	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	37	37	34	30	经营活动现金流	137	163	156	133
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	187	253	322	406
资产总计	1919	2100	2321	2620	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	12	16	17	22
应付款项	200	243	292	372	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	122	158	202	257	营运资金变动	(62)	(107)	(183)	(295)
其他流动负债	88	88	88	88	投资活动现金流	(142)	(35)	(80)	(59)
流动负债合计	409	489	581	717	资本支出	(50)	(8)	(57)	(41)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(1)	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	131	(152)	(193)	(244)
负债合计	409	489	581	717	债务融资	0	0	0	0
股本	256	256	256	256	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1510	1611	1740	1903	其它	179	0	0	0
负债和股东权益总计	1919	2100	2321	2619	现金净增加额	126	(25)	(117)	(169)

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn

张宇松

0755-83700919

13530666614

zhangys01@ghzq.com.cn
