

## 老板电器 (002508): 产品 品牌 渠道——三 驾马车齐发力

中航证券金融研究所

成燕 证券执业证书号: S0640512110004

电话: 0755-83689717

邮箱: chengyan308@163.com

行业分类: 家用电器

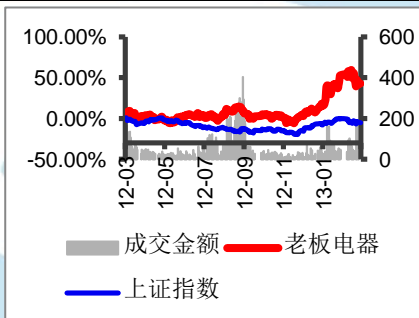
2013年3月12日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	30
当前股价 (13.03.07)	23.70

### 基础数据

上证指数	2286.61
总股本(亿)	2.56
流通A股(亿)	0.93
流通B股(亿)	0
流通A股市值(亿)	62.46
每股净资产(元)	6.33
ROE(2011)	12.38
资产负债率	25.69
动态市盈率	27.4
市净率	3.82

### 近一年行业指数与上证综指走势对比



### 投资要点:

**国内厨电市场前景广阔,但集中度较低。**目前市场总量油烟机2000万台,燃气灶2500万台,整个厨电市场与发达国家相比集中度非常低。公司2012年油烟机销量90多万台,市场占有率不到5%,还有很大的提升空间;另一方面,随着城镇化率的提高,油烟机市场总量将逐步增加,市场规模可以与冰箱做类比,预计将达到4000万台,将使市场容量得到进一步提升。

**品牌齐绽放,增速尤可期。**公司主品牌“老板”定位高端,品牌强势,高议价能力为高毛利提供了可能;定位于大众的品牌“名气”自2010年建立以来,经过近三年的运营已经积累一定经验,对公司盈利贡献率逐步扩大;奢侈品品牌“帝泽”在上海新天地的形象店开张,有助于进一步提升公司的品牌形象。公司在“老板”的基础上加速“名气”和“帝泽”两大品牌的推广,有助于推进公司多品牌体系建设,盈利有望稳健增长。

**稳固传统渠道优势,稳步推进新兴渠道。**整个行业在传统KA渠道的增速都呈现放缓趋势,在此情况下,公司积极培育网络及电视购物、工程精装修以及专卖店等新兴渠道。由于公司的努力推进,上述新兴渠道处于快速增长状态。今年网络及电视购物(电商)渠道实现了150%的高速增长,工程精装修渠道实现了70%的快速增长。

**房地产刚需释放及城镇化利好双促进。**伴随一二线城市房地产刚需逐步释放的情形,房屋成交量有所缓和,以深圳为例,从可售面积的数据来看,在价格相对稳定的情况来看,并不存在需大于求的情况。相比较而言三四线城市住房空置率较高,十八大召开以后,国家领导人多次重申城镇化是明年扩内需与稳增长的重点。足见政府大力支持城镇化建设的决心,伴随城镇化进程加快带来的利好,三四线城市空置房将会逐渐被消化,我们预计针对大众品牌的名气将会因此受益,成长空间巨大。

**盈利预测。**厨卫在家电板块中更具成长性,预计公司未来三年保持30%的复合增长率,2012-2014年EPS为1.09/1.24/1.44,给予公司2013年27.5倍PE,目标价为30元。

**风险因素:** 渠道下沉低于预期 房地产调控压力

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

## 目 录

一、厨电保有量远未饱和，行业整合趋势明显 .....	4
二、产品优势：顺应发展趋势，创新研发两不误 .....	7
三、三大品牌齐绽放 .....	11
四、渠道情况 .....	12
五、募投项目 .....	13
六、盈利预测 .....	15



## 图表目录

图表 1: 我国城镇和农村每百户居民冰箱保有量 (台) .....	4
图表 2: 城镇及农村每百户家庭抽油烟机保有量 (单位: 台) .....	5
图表 3: 城镇化率变化趋势图 .....	5
图表 4: 2000-2009 年我国结婚人数情况 (万对) .....	6
图表 5: 五国前五大厂商销售市占率对比 .....	6
图表 6: 油烟机 .....	7
图表 7: 燃气灶 JZ(YTR)-9B27 .....	7
图表 8: 消毒柜 .....	7
图表 9: 嵌入式烤箱 .....	7
图表 10: 截止 2012 年 12 月各式油烟机市占率 .....	8
图表 11: 2012 年中国油烟机市场不同价格段关注比例分布 .....	9
图表 12: 2012 年中国燃气灶市场不同类型产品关注比例分布 .....	9
图表 13: 老板厨房电器“三大件”市占率情况 .....	10
图表 14: 抽油烟机各品牌市场占有率对比 .....	10
图表 15: 公司近三年毛利率变化情况 .....	11
图表 16: 老板电器近三年净利率变动情况 .....	11
图表 17: 相关上市公司毛利率对比 .....	11
图表 18: 2011-2013 年老板电器分渠道收入分拆 .....	13

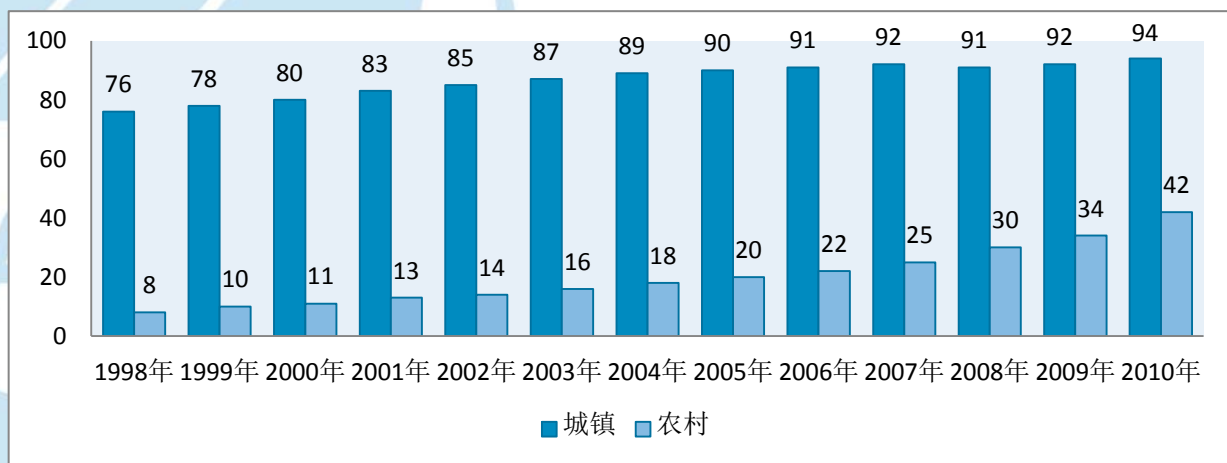
## 一、厨电保有量远未饱和，行业整合趋势明显

中怡康调查数据显示，厨电行业平均利润率高达 30%，近年来，在业内厨电板块也有“家电行业最后一块利润高地”的“美名”，与高利润相比，国内厨房电器的市场普及率远未达到饱和状态，仍处于起步成长阶段。中国三星经济研究院 2007 年统计数据显示，美、德、法、英等国家洗碗机家庭普及率已达 60% 至 70%，而中国内地大中城市家庭洗碗机普及率不到 1%，地级城市厨电保有量更低。

中国灶具以燃气灶为主，西气东输等工程使得燃气灶使用范围急速扩大，而油烟机和消毒柜也仍处于发展期。相较之下，同样作为家庭必需品的冰箱保有量就远高于厨电。

根据国家统计局数据，截止 2010 年，我国城镇家用冰箱的百户保有量为 96.61 台，冰箱在城镇基本普及。厨电方面，以油烟机为例，截至 2010 年，城镇每百户家庭油烟机保有量仅为 76，与同期城镇冰箱每百户保有量相比仍有一定差距。其次，随着农民收入水平提高和政策扶持，冰箱在农村市场的普及率也急剧上升。国家统计数据显示，农村居民每百户的家用冰箱保有量从 1998 年 22.81 台激增至 2010 年的 45.2 台，而同期农村居民每百户抽油烟机的保有量仅为 11，差距甚大。

图表 1：我国城镇和农村每百户居民冰箱保有量（台）



资料来源：统计局，中航证券金融研究所整理

伴随城镇化进程加快，三四线城市空置房将会逐渐被消化，我们预计针对大众品牌的名气将会因此受益，不仅如此，农村居民转为非农业居民的同时也将带动厨电市场的发展，成长空间巨大。

图表 2：城镇及农村每百户家庭抽油烟机保有量（单位：台）

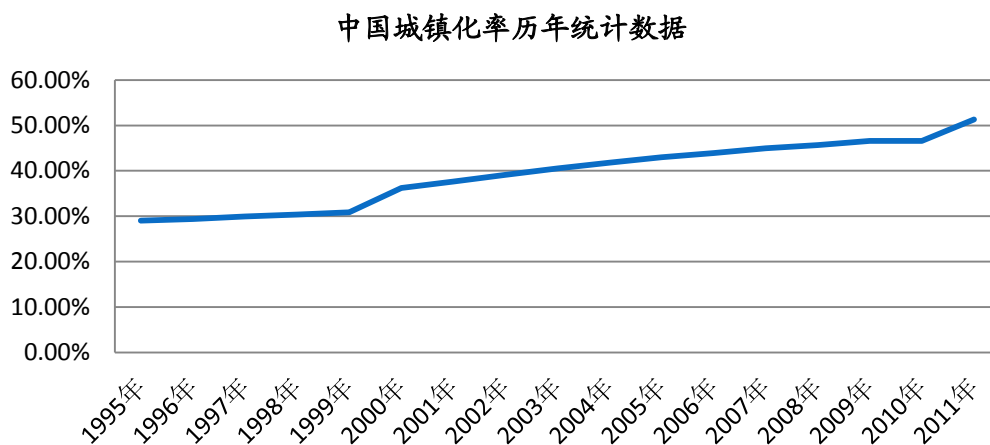
城镇及农村每百户家庭吸油烟机保有量（台）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
城镇	60.7	63.6	65.6	67.9	69.8	71.3	72.8	74.3	76	77.4
农村	3.6	4.1	4.8	6	7	8.1	8.5	9.8	11.1	12.5

资料来源：统计局，中航证券金融研究所测算

我们认为，厨电的增长动力主要来源于城镇化的推进带来的城镇人口的上升以及消费升级促进下的产品升级。同时，厨电的使用期为 8—10 年，这样一来厨电市场每年都有一批产品需要更新换代。同时，随着城镇化率的提高，油烟机市场总量将逐步增加，市场规模可与冰箱做类比，预计将达到 4000 万台，将使市场容量得到进一步提升。

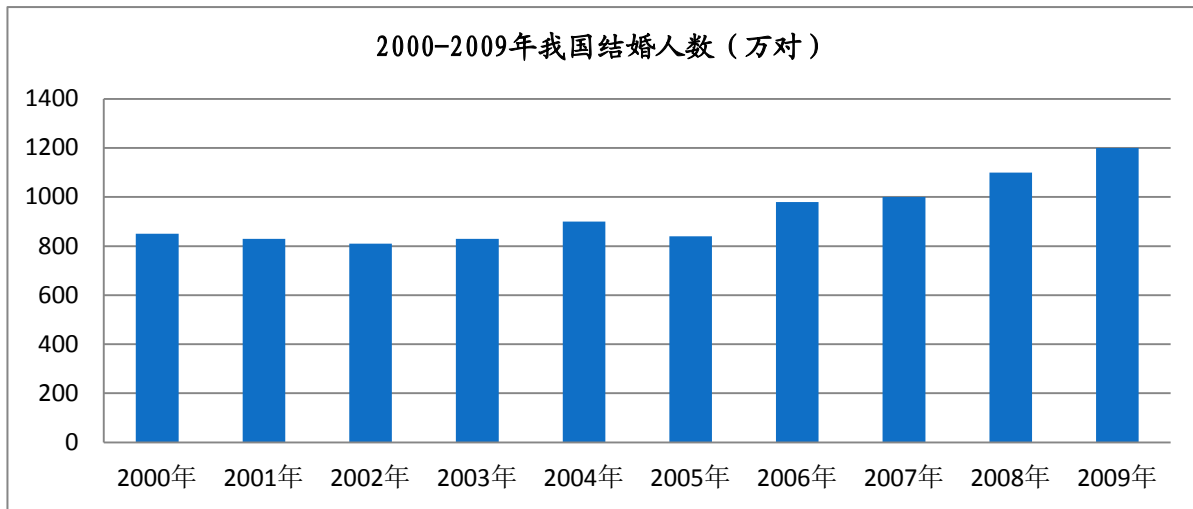
图表 3：城镇化率变化趋势图



资料来源：统计局，中航证券金融研究所整理

厨电是家庭必需品，结婚成家多数都有厨电产品的需求。“十二五”时期我国处于婚龄期人口上升，平均每年进入婚龄期的人口近 2500 万人，比“十一五”时期高出 420 万人，每年将组成上千万新婚家庭，厨电需求也相应提升。

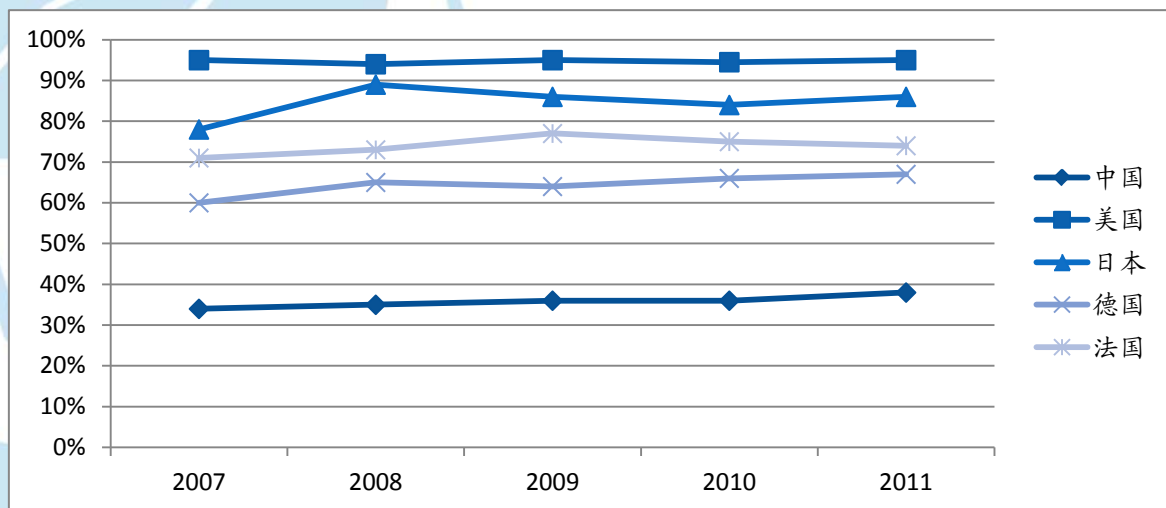
图表 4: 2000-2009 年我国结婚人数情况 (万对)



资料来源: 统计局, 中航证券金融研究所整理

中国厨卫家电销量前五家大厂商市占率之和近五年也处于上升趋势, 2011 年为 34%, 而同期国外发达国家如美国、德国、法国和日本分别达到 85%、70%、82%和 54%, 国外成熟燃气灶和抽油烟机市场集中度明显高于中国。

图表 5: 五国前五大厂商销售市占率对比



资料来源: ZOL, 中航证券金融研究所整理



## 二、产品优势：顺应发展趋势，创新研发两不误

老板电器作为行业龙头企业，随着其品牌号召力加强，日趋明显的行业整合趋势，其市场前景乐观。公司长期以来以用户为中心，响应环保节能号召，自上市以来，一直致力于产品的研发投入和自主创新，在产品研发投入方面狠下功夫，成绩卓著。2011年推出的“双劲芯 2.0”、“3D 速火”、“晶钻光感内腔”、“变频精控”、“touch”五大创新技术，继原有免拆洗等五大核心厨电科技后，再次刷新行业高端厨电技术指标。燃气灶的 3D 速火技术，热效率达到了 60%以上，顺应了当下“低碳环保”趋势，走在了行业技术的前沿，受到了市场的好评。

图表 6：油烟机



图表 7：燃气灶 JZ(YTR)-9B27



资料来源：老板官网，中航证券金融研究所整理

公司除聚焦厨房电器领域之外也极其注重新产品品类的研发，现嵌入式电蒸汽炉、嵌入式电烤箱已经上市销售，嵌入式微波炉也将推向市场，洗碗机也在研发中。

图表 8：消毒柜



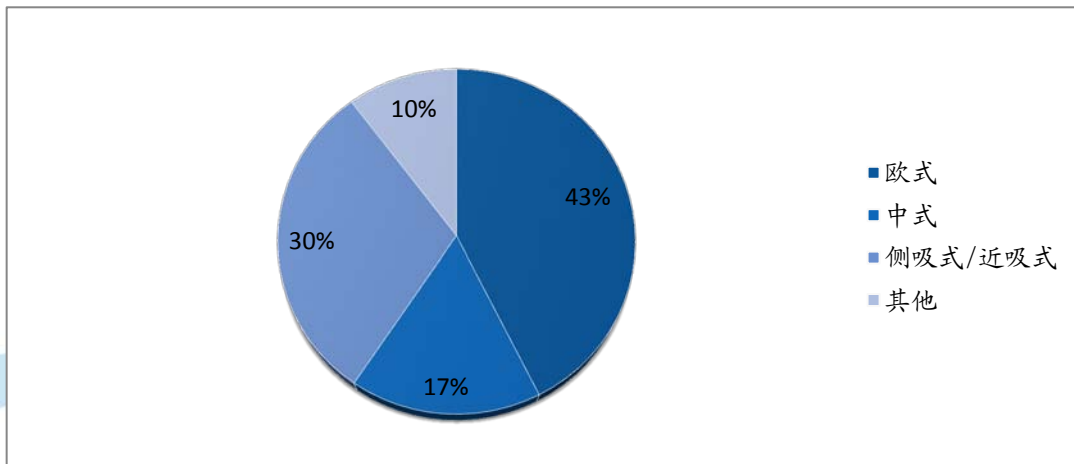
图表 9：嵌入式烤箱



资料来源：老板官网，中航证券金融研究所测算

不同品类吸油烟机所受到的品牌关注度逐年变化且趋势相对恒定。根据中关村在线数据显示，截止 2012 年 12 月，由于风力大、噪音小以及节能环保等优点，欧式油烟机关注比例稳步上升并逐渐成为市场主流，同时近吸式油烟机由于外观时尚美观深受青年伴侣喜爱。老板生产近吸式油烟机和欧式油烟机为主，顺应市场需求。

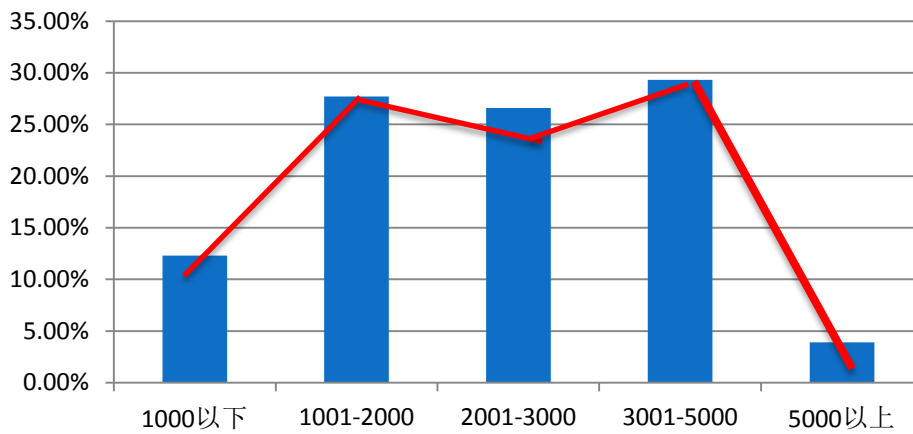
**图表 10：截止 2012 年 12 月各式油烟机市占率**



资料来源：ZDC，中航证券金融研究所测算

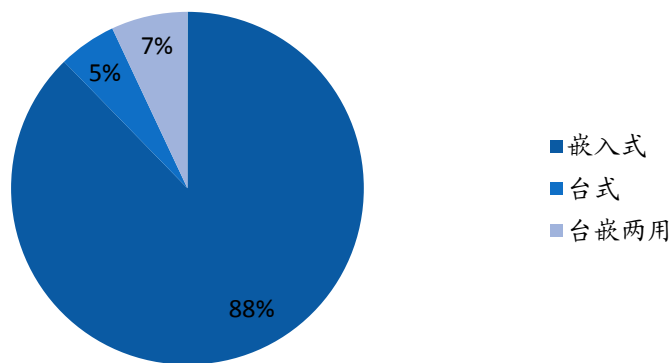
就油烟机来说，近吸式、欧式烟机已经成为行业主流产品，且增长幅度迅猛。中怡康监测数据显示，2012 年 1-11 月，近吸式烟机销售量与销售额占比分别达到 31.71%和 35.16%，在烟机中是唯一出现正增长的产品类型；欧式机销售量和销售额的占比 42.22%和 53.32%，而两类产品是烟机中价位比较高的。与此同时，3000 元以上的烟机最为畅销，零售量和零售额占比分别为 12.02 和 15.69%。“老板”品牌均价在 3000 元左右，“名气”品牌均价在 2000 元左右，完全符合市场对于油烟机价格的关注趋势。



**图表 11: 2012 年中国油烟机市场不同价格段关注比例分布**


资料来源：ZDC，中航证券金融研究所测算

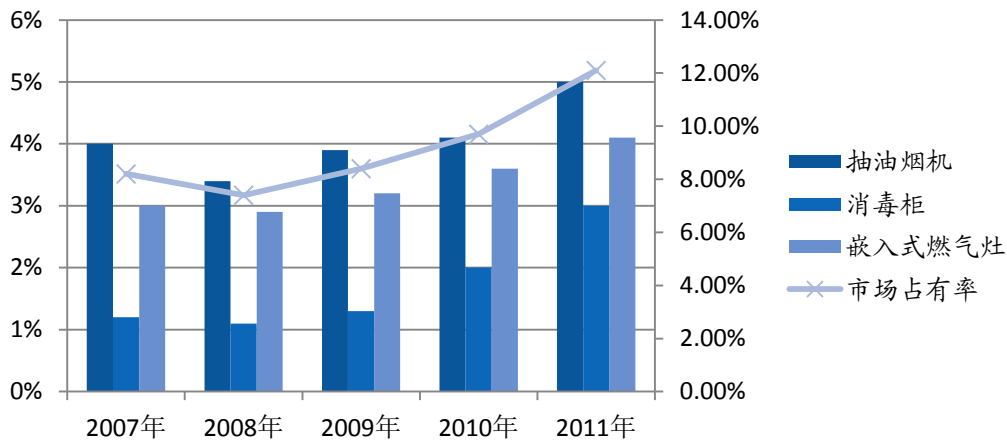
燃气灶方面，公司主要生产嵌入式燃气灶。中关村在线数据显示，截止 2012 年年底，嵌入式燃气灶以近 88% 的关注比例领跑燃气灶市场。

**图表 12: 2012 年中国燃气灶市场不同类型产品关注比例分布**


资料来源：ZDC，中航证券金融研究所整理

公司 2008 年因受到全球性金融危机的影响，市场占有率略有下降，除此之外，公司近五年市占率呈现稳步上升的趋势。

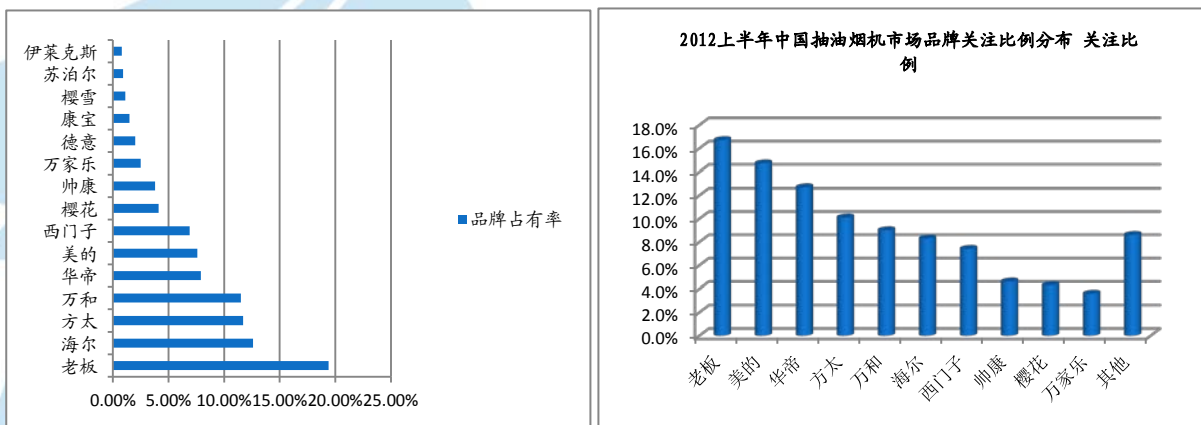
图表 13: 老板厨房电器“三大件”市占率情况



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所整理

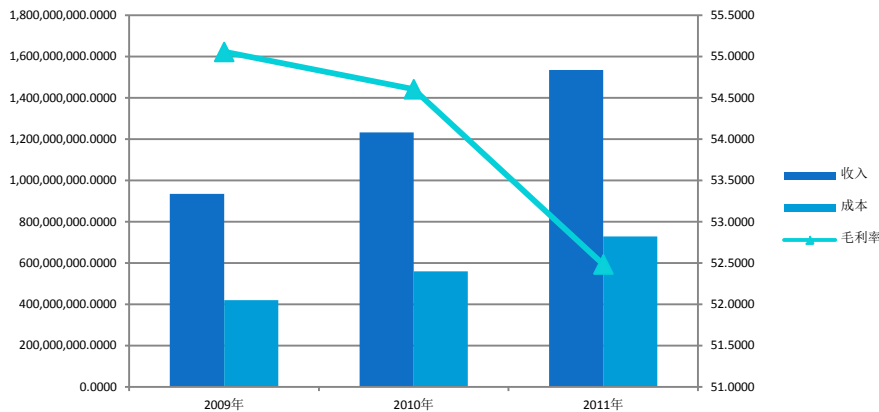
第一家电网调查显示, 消费者的品牌意识越来越强, 调查表明, 消费者看重口碑、技术、节能等属性, 也认同高质高价。

图表 14: 抽油烟机各品牌市场占有率对比



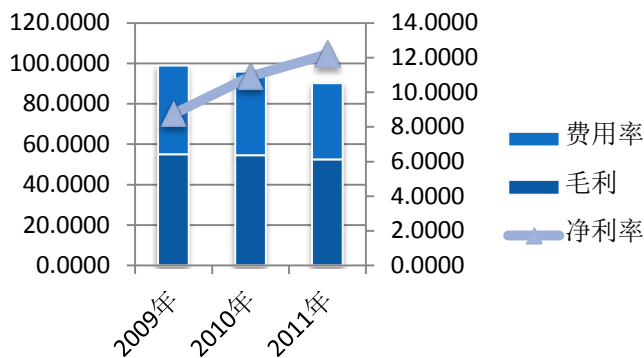
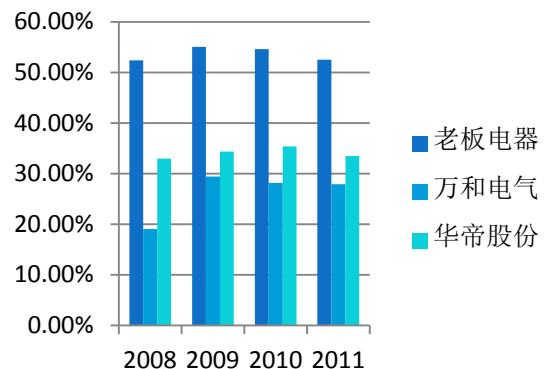
资料来源: ZOL, 中航证券金融研究所整理

由于良好的口碑, 品牌号召力强, 老板电器具有很强的定价能力, 销售数据显示, 仅油烟机这一项产品单价在过去的一年中就提价了 15%。我们相信, 在消费者越来越看重品牌和质量的大趋势下, 老板电器这样的龙头企业会在未来的行业发展中受益。

**图表 15：公司近三年毛利率变化情况**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

销售费用主要为广告推广费用，公司费用率近三年来略有上升，但是净利率也依然保持上升趋势。费用率高但是毛利率也高，符合发展逻辑。

**图表 16：老板电器近三年净利率变动情况**

**图表 17：相关上市公司毛利率对比**


资料来源：ZOL，中航证券金融研究所整理

### 三、三大品牌齐绽放

作为厨电行业的龙头企业，“老板”品牌定位高端，毛利率连续多年保持50%以上，远远超过行业平均水平。在此基础上，公司坚持多品牌运营，定位于大众消费群体的“名气”自2010年建立以来，也保持连年增长的态势，随着保障房工程逐渐完成以及三四级市场的需求释放，同时借助“老板”的品牌拉动，“名气”有望打开三四级市场，实现渠道下沉，为公司贡献可观利润。调研显示，“名气”品牌2012

年销售收入为八千万左右，计划“名气”品牌2013年销售目标达到1.3亿元收入。公司与全球白色家电制造商法格集团共同设立注册资本8000万元的合资公司，引入“帝泽”品牌，进军豪华家电领域。此次的合作不仅能巩固老板电器的品牌形象，更易于打入商品房精装修市场。2012年年底，恒大地产集团最新颁布了“2012年度优秀供应商”名单，老板电器再次凭借高端的品牌定位、良好的产品品质以及优秀的服务质量位列榜首。同时，2013年，公司在精装修市场也制定了符合其品牌定位的政策。2009年调查数据显示，精装修比例方面，中国平均水平仅有8%，其中广州精装修市场比例为47.6%，上海为22.5%，深圳和北京市场占比分别是19.7%和20%。参照发达国家厨电发展历程，精装修是未来厨电发展的趋势，发达国家精装修市场比例为80%，中国平均8%的精装修比例与发达国家相比差距很大，市场前景广阔。

2012年国内家电行业整体呈现下滑趋势，主要的厨房电器产品吸油烟机、燃气灶、消毒柜累计销售额、销售量均呈现不同程度的负增长。而老板电器今年经营业绩增长突出，主要得益于公司正确的经营决策。公司一手抓产品的技术创新，一手抓新兴渠道的培育，为公司的持续发展奠定了良好的基础。

在坚持中高端品牌的前提下发展多品牌，保持一二线城市高端产品的市场份额稳定增长的同时深挖三四线市场的消费潜力。

#### 四、渠道情况

公司渠道多样化。传统渠道主要有KA、地方通路、地方百货、橱柜专营店、家装公司；同时，公司对新兴渠道的培育也在稳步推进，在传统KA渠道增速放缓的情况下，公司积极培育网络及电视购物、工程精装修以及专卖店等新兴渠道并且处于快速增长状态。截止2012年底有1500家专卖店，2013年计划新增300-400家。今年网络及电视购物（电商）渠道实现了150%的高速增长，工程精装修渠道实现了70%的快速增长，专卖店渠道也实现了15-20%的增长。2013年预计KA增长15%，精装修增长50%，电商增长70%，专卖店增长20%，名气增长80%。

#### 精装修市场

精装修是行业未来的发展趋势，但是进程较为缓慢。在未来国家城镇化完成后，精装修将会占整个市场的70%-80%，2013年老板精装修预计增长50%。公司认为其品牌发展到最好最理想的时候应该是精装修占1/3，KA占1/3，其他占1/3。根据公司的品牌定位，精装修方面，全国排名前五十的房地产开发商由公司总部负责，其余的由代理商负责。

## 电商市场

电商的投入较小，主要是借助天猫、京东的平台，毛利率较高。京东买断公司产品，卖价由京东自己定。公司与苏宁易购合作不久，基数较低增长速度较快，京东的款式暂时比苏宁多。电商渠道仍处于快速增长阶段，电视购物 2012 年增长 100%，网络购物 2012 年增长了 200%。电商渠道一级物流由公司负责，代理商负责安装维护。电商货品有专供款，主要销售厨房电器套装，比较适合线下这个模式。

图表 18：2011-2013 年老板电器分渠道收入分拆

2011-2013 年老板电器分渠道收入分拆									
(单位: 万元)									
	2010 年	占比	2011 年	占比	YOY	2012 年预测	YOY	2013 年预测	YOY
KA	59,274.3	49.0%	65,201.7	42.7%	10.0%	74,563.8	14.3%	85,748.4	15.0%
地方家电及百货	18,145.2	15.0%	19,052.5	12.5%	5.0%	14,716.5	0.0%	15,452.3	5.0%
专卖店	16,935.5	14.0%	22,016.2	14.4%	30.0%	34,336.6	56%	41,203.9	20.0%
橱柜家装	9,677.4	8.0%	12,580.7	8.2%	30.0%	13,211.4	10%	16,646.4	26.0%
工程精装	4,838.7	4.0%	12,580.7	8.2%	160%	19,622.0	56%	29,433.0	50.0%
电子商务	4,838.7	4.0%	12,580.7	8.2%	160%	29,433.1	134%	50,036.3	70.0%
其他	7,258.1	6.0%	8,709.7	5.7%	20%	11,322.6	30%	13,587.1	20.0%
其中: 名气	1,500.0		3,800.0		153%	7,600.0	100%	12,920.0	80.0%
合计	122,467.9	100%	151,935.7	100%	26%	204,806.0	29%	265,027.4	29.4%

资料来源: WIND, 中航证券金融研究所整理

我们认为公司实行多渠道策略，有利于降低对 KA 渠道的依赖度，同时积极培育电子商务渠道和工程安装等新兴渠道，不仅能提高渠道覆盖范围，又能提升对渠道的议价能力。

## 五、募投项目

募投项目已投产，目前还有部分在老厂生产，以后会逐步转移到募投基地。2012 年公司油烟机、燃气灶、消毒柜产能情况分别是 90 多万台、80 多万台、十六万台左右，而销量情况分别是油烟机: 92 万台，



燃气灶：82万台，消毒柜：15.5-16万台，产销基本平衡。预计募投项目投产之后2013年吸油烟机产能将达150万台，燃气灶产能将达110万台，消毒柜产能将达30万台。



## 六、盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	934.17	1231.60	1533.89	1962.24	2450.00	3050.00
增长率(%)	7.81%	31.84%	24.54%	27.93%	24.86%	24.49%
归属母公司股东净利润	81.83	134.34	186.99	280.14	317.16	367.37
增长率(%)	51.08%	64.17%	39.19%	49.81%	13.22%	15.83%
每股收益(EPS)	0.320	0.525	0.730	1.094	1.239	1.435
每股股利(DPS)	0.000	0.343	0.188	0.332	0.376	0.436
每股经营现金流	0.495	0.475	0.536	0.589	1.525	0.913
销售毛利率	55.06%	54.60%	52.48%	56.92%	53.00%	52.13%
销售净利率	8.76%	10.91%	12.19%	14.28%	12.95%	12.05%
净资产收益率(ROE)	19.40%	9.80%	12.38%	16.43%	16.47%	16.84%
投入资本回报率(ROIC)	23.78%	30.42%	28.22%	31.44%	28.76%	33.35%
市盈率(P/E)	78.56	47.85	34.38	22.95	20.27	17.50
市净率(P/B)	15.24	4.69	4.26	3.77	3.34	2.95
股息率(分红/股价)	0.000	0.014	0.007	0.013	0.015	0.017

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	934.17	1231.60	1533.89	1962.24	2450.00	3050.00
减: 营业成本	419.86	559.11	728.87	845.25	1151.50	1460.00
营业税金及附加	10.59	12.45	14.88	20.60	24.50	28.98
营业费用	340.32	421.00	488.36	644.21	752.00	941.30
管理费用	70.06	89.96	113.40	149.13	180.32	224.79
财务费用	-1.05	-3.15	-23.78	-22.92	-27.45	-32.74
资产减值损失	0.19	-0.26	2.60	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>94.20</b>	<b>152.48</b>	<b>209.51</b>	<b>325.97</b>	<b>369.13</b>	<b>427.68</b>
加: 其他非经营损益	0.00	3.74	8.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>94.20</b>	<b>156.22</b>	<b>217.57</b>	<b>325.97</b>	<b>369.13</b>	<b>427.68</b>
减: 所得税	12.37	21.88	30.57	45.83	51.97	60.30
<b>净利润</b>	<b>81.83</b>	<b>134.34</b>	<b>186.99</b>	<b>280.14</b>	<b>317.16</b>	<b>367.37</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>81.83</b>	<b>134.34</b>	<b>186.99</b>	<b>280.14</b>	<b>317.16</b>	<b>367.37</b>
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	159.14	1051.51	989.28	1078.28	1400.28	1555.87
应收和预付款项	169.38	226.31	317.07	415.41	513.98	612.52
存货	194.99	245.99	291.42	323.67	358.21	401.00



其他流动资产	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
长期股权投资	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
投资性房地产	0.00	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02
固定资产和在建工程	69.95	99.25	247.57	222.86	198.15	173.44
无形资产和开发支出	36.38	36.62	37.41	32.91	28.41	23.91
其他非流动资产	0.00	0.00	0.38	0.19	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>629.85</b>	<b>1659.71</b>	<b>1884.21</b>	<b>2074.40</b>	<b>2500.10</b>	<b>2767.82</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	207.98	288.66	374.17	369.25	574.05	585.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>207.98</b>	<b>288.66</b>	<b>374.17</b>	<b>369.25</b>	<b>574.05</b>	<b>585.90</b>
股本	120.00	160.00	256.00	256.00	256.00	256.00
资本公积	202.59	1065.26	969.26	969.26	969.26	969.26
留存收益	99.28	145.78	284.77	479.89	700.79	956.66
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>421.87</b>	<b>1371.04</b>	<b>1510.04</b>	<b>1705.15</b>	<b>1926.05</b>	<b>2181.92</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>421.87</b>	<b>1371.04</b>	<b>1510.04</b>	<b>1705.15</b>	<b>1926.05</b>	<b>2181.92</b>
负债和股东权益合计	629.85	1659.71	1884.21	2074.40	2500.10	2767.82

**现金流量表**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	126.79	121.58	137.17	150.77	390.37	233.84
投资性现金净流量	-15.45	-37.07	-142.39	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	0.00	820.17	-48.00	-61.76	-68.38	-78.24
<b>现金流量净额</b>	<b>111.34</b>	<b>904.64</b>	<b>-53.25</b>	<b>89.00</b>	<b>321.99</b>	<b>155.60</b>

**财务分析和估值指标汇总**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>收益率</b>						
毛利率	55.06%	54.60%	52.48%	56.92%	53.00%	52.13%
三费/销售收入	43.82%	41.23%	37.68%	39.26%	36.93%	37.16%
EBIT/销售收入	9.96%	12.41%	12.62%	15.43%	13.93%	12.93%
EBITDA/销售收入	10.95%	13.20%	13.39%	16.92%	15.13%	13.89%
销售净利率	8.76%	10.91%	12.19%	14.28%	12.95%	12.05%
<b>资产获利率</b>						
ROE	19.40%	9.80%	12.38%	16.43%	16.47%	16.84%
ROA	14.78%	9.21%	10.27%	14.59%	13.65%	14.25%
ROIC	23.78%	30.42%	28.22%	31.44%	28.76%	33.35%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	7.81%	31.84%	24.54%	27.93%	24.86%	24.49%
EBIT 增长率	42.50%	64.30%	26.57%	56.41%	12.73%	15.58%
EBITDA 增长率	36.51%	58.94%	26.33%	61.74%	11.61%	14.29%
净利润增长率	50.97%	64.17%	39.19%	49.81%	13.22%	15.83%
总资产增长率	32.52%	163.51%	13.53%	10.09%	20.52%	10.71%

股东权益增长率	24.06%	224.99%	10.14%	12.92%	12.95%	13.28%
经营营运资本增长率	-6.75%	25.27%	25.86%	40.87%	3.39%	31.65%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	33.02%	17.39%	19.86%	17.80%	22.96%	21.17%
投资资本/总资产	66.98%	34.09%	43.92%	49.14%	40.63%	44.66%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.52	5.28	4.27	4.92	3.96	4.39
速动比率	1.58	4.43	3.49	4.05	3.33	3.70
股利支付率	0.00%	65.38%	25.67%	30.35%	30.35%	30.35%
收益留存率	100.00%	34.62%	74.33%	69.65%	69.65%	69.65%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	1.48	0.74	0.81	0.95	0.98	1.10
固定资产周转率	13.35	16.86	12.45	8.80	12.36	17.58
应收账款周转率	5.86	5.86	5.05	4.96	4.99	5.20
存货周转率	2.15	2.27	2.50	2.61	3.21	3.64
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
EBIT	93.06	152.90	193.53	302.71	341.25	394.42
EBITDA	102.26	162.54	205.33	332.11	370.65	423.63
NOPLAT	80.86	128.34	159.71	260.15	293.20	338.81
净利润	81.83	134.34	186.99	280.14	317.16	367.37
EPS	0.320	0.525	0.730	1.094	1.239	1.435
BPS	1.648	5.356	5.899	6.661	7.524	8.523
PE	78.56	47.85	34.38	22.95	20.27	17.50
PEG	1.55	1.44	1.36	N/A	N/A	N/A
PB	15.24	4.69	4.26	3.77	3.34	2.95
PS	6.88	5.22	4.19	3.28	2.62	2.11
PCF	50.70	52.87	46.86	42.64	16.47	27.49
EV/EBIT	32.38	21.01	29.69	18.97	16.17	13.90
EV/EBITDA	29.47	19.76	27.98	17.29	14.89	12.94
EV/NOPLAT	37.26	25.03	35.98	22.07	18.82	16.18
EV/IC	7.14	5.68	6.94	5.63	5.43	4.44
ROIC-WACC	23.78%	30.42%	28.22%	31.44%	28.76%	33.35%
股息率	0.000	0.014	0.007	0.013	0.015	0.017

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

成燕，SAC执业证书号：S0640512110004，湖北工业大学管理系毕业，2010年11月加入中航证券金融研究所，从事家电及家用轻工行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。