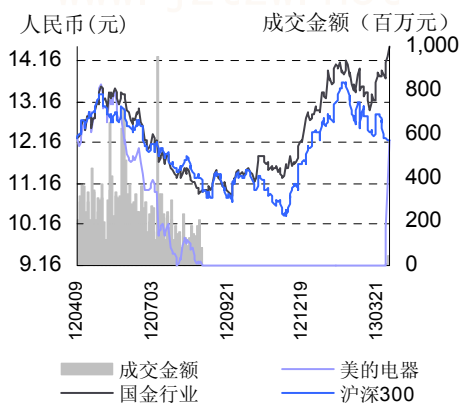


美的电器 (000527.SZ) 白色家电行业
评级: 买入 维持评级
公司研究简报

市价 (人民币): 12.22 元
目标 (人民币): 15.96-17.41 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 3,384.35
总市值(百万元) 413.57
年内股价最高最低(元) 13.57/9.16
沪深 300 指数 2483.55
深证成指 8964.47


相关报告

1. 《美的集团换股吸收合并美的电器, 方案较给力》, 2013.4.1
2. 《业绩符合预期, 上升趋势仍需等待》, 2012.10.29
3. 《经营尚处调整期, 市值已触底》, 2012.8.27

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

业绩说明会纪要, 现价继续建议买入
公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.002	1.093	1.027	1.361	1.622
每股净资产(元)	3.95	5.91	6.59	7.57	8.71
每股经营性现金流(元)	1.75	0.87	0.72	1.77	1.70
市盈率(倍)	17.36	11.20	8.93	8.98	7.53
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	11.62	12.98	12.98
净利润增长率(%)	65.29%	18.28%	-5.99%	32.42%	19.24%
净资产收益率(%)	25.35%	18.50%	15.59%	17.97%	18.63%
总股本(百万股)	3,120.27	3,384.35	3,384.35	3,384.35	3,384.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

4 月 1 日我们参加了公司组织的关于重大资产重组暨经营业绩说明会, 与高管进行了交流, 会议纪要详见正文。

投资逻辑

- **换股吸收合并方案定价合理, 给予中小股东估值溢价, 且换股价格涨幅超过停牌后可比公司涨幅, 具备吸引力:** 根据备考盈利预测, 美的集团 12-13 年 EPS 分别为 3.10、4.05 元, 则发行价 44.56 元相当于吸收合并后 14.39X12PE/11.01X13PE, 13 年 11XPE 相当于大白电业务的合理估值, 而小家电、物流、电机业务的估值高于大白电, 因此该定价合理。换股价格 15.96 元/股相当于 15.50X12PE/11.74X13PE, 因此美的电器的中小股东选择换股可获得 7% 左右的估值溢价。同时该换股价格隐含的涨幅超过停牌后可比公司涨幅。
- **美的集团是大小家电龙头, 激励到位, 2013 年将实现恢复性增长:** 吸收合并后, 美的集团股权结构将变为控股股东 34.9%、战略投资者 12.3%、管理层持股 11.1%、流通股东 41.7%, 该股权结构均衡, 有利于各方利益一致、保持优良公司治理和激励管理层。在拟上市的小家电、电机、物流运输业务中, 公司小家电业务以 2012 年 257 亿规模远超行业第二名苏泊尔的 69 亿, 但盈利能力不及对手, 因此盈利能力提升是未来的看点。在战略调整中美的小家电将品类从 60 多个精简到盈利能力高的 20 多个品类, 虽然影响到了 2013 年的收入增速 (预测 YoY+7.2%), 但为未来增长打下坚实基础。电机、物流业务都是以配套大小家电主业为主, 兼顾外延发展, 如电机已涉足汽车助力转向电机、泵类及伺服类电机等新兴领域; 物流聚焦家电快消领域仓储配送, 综合实力为国内第三方物流前列。

投资建议

- 我们判断 2013 年白电和小家电行业总体为弱复苏, 美的集团在经历了 2 年的战略调整后实现恢复性增长, 收入增长 15.7%、净利润增长 30.7% 的备考盈利预测实现的概率大; 2014、2015 年保持 20% 左右增幅的可能性也较大。因此 6-12 个月目标价为美的集团 2013 年按吸收合并后股本的每股收益 (4.05 元) X11-12PE, 即 44.55-48.60 元, 按换股比例折算成美的电器目标价为 15.96-17.41 元, 距离现价还有 31-42% 的空间, 维持 “买入” 评级。

公司的战略转型初见成效，整体上市打造整合型企业

- 我们参加了公司组织的关于重大资产重组暨经营业绩说明会，与高管进行了交流。过去美的集团的竞争优势主要来自大规模制造、大规模分销，而随着中国的成本要素优势在逐渐削弱，公司从 2011 年 7 月开始主动提出战略转型，围绕产品、效率、全球化经营构建新的竞争优势，提高效益、改善增长质量。目前转型工作已经取得了一定成效，公司的产品力、盈利能力有所改善，市场份额有所恢复。
- 公司认为可以从如下几个方面理解本次整体上市：
 - 从产业角度：美的集团将所有和美的制造业有关的上下游、服务业全部整合起来，形成一个整合型企业，达到“在消费者面前只有一个美的”。
 - 从组织架构角度：公司原来的管理体制为 4 级甚至超过 4 级，因此为了建立市场导向的敏捷型企业，公司需要进行整合。整合后，美的集团将形成“集团——事业部”的 2 层结构。公司原本有 17 个事业部，现在调整为 9+2+1，即 9 个面向终端消费者的产品事业部，2 个是核心零部件事业部，1 个是国际化平台。
 - 从公司治理角度：本次整合后，股东利益更为趋同，最终将形成创始人 30%+，战略投资者 10%+、管理层约 10%，流通股东约 40% 的股权结构，可以较好解决管理层长期激励的问题（原本是短期激励较多）。另外公司董事会的改造继去年 8 月份创始人卸任后，在独立董事上又迈出了一步，基本形成以董事会为核心、所有利益分配聚焦在集团层面的治理结构。
 - 从战略角度：公司提出明确的整合后战略规划，战略愿景是成为中国家电行业领导者，世界白电行业前三强；战略目标是成为顾客导向的敏捷型企业，市场份额及盈利能力达到行业领先；战略的主轴是产品领先、效率驱动、全球经营；转型的具体路径为聚焦产业、做好产品、经营简单化、提升效率、做强国内国外两个市场。机制创新包括战略、财务、组织人才、流程再造。

Q&A

- Q1：整体上市对公司改善管理的作用？

A：最重要的是实现一个整合型的美的。过去公司里有美的电器，也有美的电器之外的几块独立业务。这些不同的主体有不同的内部管理方法、不同的体系，而所有业务都是围绕家电核心的，不应该形成那么多分体，所以这次最核心的是通过股权、治理、体系、结构等一系列调整，形成高度整合型企业，提高效率和效益。

- Q2：公司哪些业务会更快地好转？存货是否已经清理干净？

A：空冰洗都已经走出谷底，去年下半年有些反复的原因是销售公司有大量存货在下半年清理，造成了一些影响。目前大电、小电的库存都在历史最低水平。在春节前后很多产品出现了结构性缺货，但公司坚持原则，即使缺货也不会盲目扩大规模、牺牲产品品质去满足市场需求。

更重要的是，目前的渠道库存和一两年前的渠道库存不一样。首先清理了三五年的积累问题，其次渠道库存的质量已经改善。

- Q3：小电重要品类的调整状态。

A: 小家电的转型思路和大家电是一样的，业务更聚焦、更清晰，种类从 60 个减少到 20 个左右，其中 7-8 个是行业第一，其他基本是前三位，前三位之后的基本都砍掉了。

另外，公司在存货、产供销的衔接、闲置资产处理等方面也做了工作，资产结构在优化。

小家电尽管规模很大，但是盈利能力低于行业水平。即使 13 年目标是利润率达到 7% 以上，但是仍然没有达到核心厂家的平均盈利水平。因此小家电的改善空间比大家电大很多。现在小家电的毛利率比以往已经有很大的改善。

- Q4: 集团对小天鹅的运作思路？未来几类主要产品的大致收入增速是多少？

A: 小天鹅在美的内部是个独立事业部，产研销自己负责，整个管理团队独立面向市场、面向竞争。

对于洗衣机产业发展，美的从 04 年开始进入，11 年第一次突破 100 亿，去年有所下滑。洗衣机的转型是公司各事业部中走得比较快的，盈利能力在逐步恢复。洗衣机的转型效果在未来 12 个月会表现得更好些。

- Q5: 如果是事业部制度，小天鹅是否跟上市公司的会计处理有冲突？

A: 集团不会替小天鹅承担额外的利润目标。美的事业部管理模式的责、权、利非常清晰，高度市场化。集团的管控会更多体现在参与绩效目标的讨论和设定，但实现和激励兑现全部由事业部内部消化（除了本次股权激励，本次激励成本也是何总本人控制的美的控股承担费用）。

- Q6: 在品牌力没有明显提升的情况下，进行利益分配的调整可能会导致部分部门因利益受损而反对，请问公司现在的利益分配链是否已经理顺？

A: 到去年年底，公司的利益链条基本已经理顺了，包括经销商等因素。在调整过程中，不管是国内还是国外市场，都把低价、低毛利的产品砍掉了。目前国内的价值链基本是理顺的，包括大电小电都回归了代理制，小代理归入大代理等。

- Q7: 为什么改善会低于预期？转型中的最大困难是什么？

A: 公司原来预期去年 7 月份收入增长能够转正，后来是 9 月份开始转正的，差距也不是特别大，原因可能是加大力度清理了渠道的一些遗留问题，目前来说清理状况很好。从去年 9 月到今年一季度，收入都是增长的，预期可以继续这个趋势。

- Q8: 过去几年公司的商业模式一直在转型，但是有些竞争对手的模式没有怎么变化也一直跑赢市场，那么是否可以说公司还没有找到好的商业模式？现在的模式是已经稳定，还是只是转变的第一步？

A: 过去的商业模式是大规模低成本，未来要向提高产品竞争力转移。这一点上我们并没有反复改变。现在中国没有哪家家电企业能在全世界取得成功，只是在国内成功，因此未来大家都会面临商业模式的转变，并不是只有美的需要经历这样的过程。目前国内外收入比例做得最好的是美的，2012 年国外市场占比已经达到 40%。去年自有品牌在国外销售 15-18 亿美金，持续性和稳定性都很强。

- Q9: 现在公司各事业部负责各自的渠道管理, 那现有 2、3 万个网点将如何整合? 会不会出现冲突?

A: 事业部制是美的未来的根本, 短期内不会改变。每个事业部是独立的整体, 面向消费者、面向竞争。至于协同也很简单, 现在网点分两类, 一是大卖场, 包括专业家电连锁和商超, 二是专卖店。对于大卖场, 业务单独展开, 但是有整体的框架、政策。对于专卖店, 只卖美的产品, 协同更加简单。所以说, 协同和业务独立运作并无矛盾。

- Q10: 空调区域销售公司有很多好处, 包括压货、快速应对旺季等, 回归代理制是否会丧失优势?

A: 销售公司仍然存在, 这种模式不会改变。但是以前销售公司直接做分销, 现在则作为经营管理的平台, 做好产品策略、渠道策略、推广策略, 下面回归了代理制。销售公司不再直接销售, 但囤货、管理市场秩序的功能仍然在。

集团当前的竞争策略注重产品结构改善和利润率提升

厨房电器事业部以微波炉为利润重要来源, 重点培育烟机灶具吸尘器

- 美的厨房电器事业部包括微波炉、烟机灶具、大烤箱、吸尘器等产品。对于核心产业微波炉, 公司的发展思路是总体成本领先+产品差异化, 提升整体产业链价值, 14 年实现行业高端制造的转移, 争取获得 LG、大字、松下、夏普的订单。
 - 2012 年美的微波炉销量 2700 万台, 占全球 7000 万台的接近 40%。其中出口 1784 万台, 高于竞品 80 万台, 出口均价高于对手 4.3 美元 (来源: 海关数据)。长期来看, 行业空间可到 1 亿台。微波炉将是 2013 年事业部的利润核心。
- 对于培育产品 (烟机、灶具、大烤箱、吸尘器), 公司的发展思路为总成本领先, 其中烟机和灶具力争 2013 年实现内销第一、外销取得突破; 大烤箱重点突破欧美市场, 加强向伊莱克斯、惠而浦等全球领先企业学习; 吸尘器以出口为主, 通过美的庞大的海外体系带动外销, 以规模为导向。
 - 吸尘器以出口为主, 目前销量较低, 是公司未来的增长点。公司现在主要生产大客户的中低端产品, 中端新产品尚未形成大规模销售。从产品结构角度看, 美的低于 30 美元的产品销售占 74%, 而行业平均水平为 33%。全球吸尘器的行业空间高达 1.1 亿台, 目前国内第一名仅做到 900 多万台, 远未达到相对垄断的水平, 这留给了美的机会。公司目标是三年内做到吸尘器 2000 万台, 最终目标是占据全球行业市场的 40-50%, 即 5000 万台。公司将依托发达的海外渠道优势打开市场。
 - 美的烟机灶具仍处于起步阶段, 销售量和销售额均较低, 未来发展同步注重内销市场和海外市场。目前国内龙头烟机灶具企业出口实力较弱, 而美的可以凭借产品实力和海外渠道实现出口销售。
 - 美的大烤箱 (电部分) 目前销量约 100 万台, 从全球来看落后于伊莱克斯、博世西门子、惠而浦等主要企业。美的大烤箱客户集中在拉美, 前两大客户销售占比超过 50%。产品以中低端为主, 缺乏面向欧洲、北美等全球主要市场的区域性产品。产品结构中, 80% 的业务集中在 150 美元以下的产品。而欧洲区域大烤箱制造企业有 30% 以上产品来自 350 美元以上产品。

生活电器事业部注重提高利润率

- 美的生活电器事业部的主要产品包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、饮水机等，年生产能力可达 8000 万台。生活电器行业的增长来自：（1）我国小家电保有量低；（2）城镇化政策增加城市人口，而城市的生活电器使用更广泛；（3）产品升级换代。

Q&A

- Q11: 美的过去的成功归因于渠道的灵活性和低价策略，转型后公司会不会再次回到老路上？

A: 大规模、低成本是美的过去成功的基本模式和方法，也是公司过去 20 多年用的很熟练的方法。2011 年公司之所以要完成转型，就是因为过去的模式不可持续。转型困难时要忍得住市场份额和销售收入的下滑，忍得住员工的不理解及外部质疑，但是面向未来，中国家电行业想生存必须转型。未来中国低成本的前提不存在了，大规模生产的前提也消失了，竞争更注重产品的优势、效率的优势、创新的优势等。公司要继续坚持新战略，不能走老路，不能像以前一样搞促销、抢占市场份额等。过去的投资主要用来买厂房、设备、扩大生产，现在则要投入到软件、人员等看不见的地方，包括现在对品质的要求很苛刻。

- Q12: 未来公司会不会打价格战？

A: 去年 11 月后公司的竞争手段有了很多变化，未来公司不会主动发起价格战。如果有对手发起价格战，要看市场竞争形势而定，但是总体上不会在价格上做太多动作。

- Q13: 空调方面，公司在产品和渠道上有何战略？和格力的差距？

A: 公司和格力的差距主要在中国市场，在其他市场没有差距。差距第一在产品上，美的对产品力的坚持不够；第二是渠道的稳定性不够。现在公司在这两方面下功夫，第一把产品做好；第二保持渠道的一致性和稳定性，回归代理制，给全国经销商稳定、有希望的未来，让他们赚到钱。

- Q14: 中央空调销售额、毛利率和竞争策略？

A: 中央空调在 12 年的表现很好，2012 年收入在 60 多亿，毛利率也远高于家用空调。

美的很早就进入了中央空调领域，但是广告宣传不多。中国现在很大的工程基本都是美的中标，比如京沪、京广高铁，广州亚运会 22 个场馆，首都机场，上海世博会，巴西世界杯的主会场，奥运会的主体育场等。不仅在中国，美的中央空调也在向世界其他地方发展，包括雅加达机场、东盟峰会主会场，这说明美的的实力、产品的领先水平得到认可。未来公司会加大广告推广宣传。目前商用机主要被日本把持，大型水冷被美国把控。目前公司在缓慢地渗透，未来看好这个领域。

- Q15: 公司如何管理经销商的信息，包括存货、ROE 等？

A: 公司在利润合理的前提下重视对渠道的风险管理，包括对库存和信用、结算模式等，同时在系统上有一些配套设施，让公司能够了解产品的有效销售情况。

- Q16: 公司的电饭煲做得比较好，但是大部分品类是低于行业均价的，未来如何提升产品的均价和品牌竞争力？能否用实际性的数据说明电饭煲为什么能做好？

A: 公司未来的方向是从中端向中高端发展,提升产品的附加值。电饭煲从一个角度说明美的有能力把产品做到中高端水平,微波炉也是。现在所有产品的均价都是上升的,只有冰箱的均价略有下降,原因是冰柜的占比上升,拉低了均价。单看冰箱的话,价格也是在上升的。空调的均价增加了 285 元。

另外,公司高毛利率产品的销售占比在改善,也可说明盈利结构的改善。2012 年小家电内销中,毛利率超过 25%的高毛利率产品的收入增长超过 20%。在 13 年,对集团所有产品的一项考核指标就是高毛利产品的占比。对小家电内销,要求毛利率在 30%以上的产品增长超过 12%。

- Q17: 现在白电企业都在提高产品品质和价格,哪怕一些二线品牌的均价也有明显提升,那么公司超越对手的竞争力体现在哪里?

A: 提高产品均价并不是强行涨价,背后需要改变企业整个的经营思路和方法,加强研发,开发产品,提升产品竞争力,减少中低端产品的比重。转型一年半以来,已经能够看到一些好的变化。比如冰箱中,三门冰箱占冰箱销售的比例已经达到 65-70%。空调也有这样的变化。小天鹅的平均单价已经超过一些主要品牌。微波炉也是。这些好的改变未来还会持续看到,这些背后的东西才是美的的竞争力。

- Q18: 公司想怎样做电子商务?

A: 尽管比例小,去年公司的网上销售也有 20 多亿,今年增长会很快。每个事业部都设立了专门部门。目前策略是通过产品区隔适应市场的变化,没有考虑自己去做什么。

关于年报业绩和备考 2013 年盈利预测 Q&A

- Q19: 关于 2012 年毛利率的改善。

A: 去年销售规模下降主要是因为内销下降,外销还略有增长。如果剔除股权激励费用,盈利略有上升。综合毛利率提升了 3 个点,其中内销毛利率提升了 2-3 个点,外销提升接近 7 个点。内销在推动转型的过程中采用了非常多的方法。清理渠道库存投入了相当的资源,对毛利率有些影响。外销毛利率提高来源于产品结构的优化和调整,比内销调整快,另外在海外的发力度很大,自主品牌比例进一步提升。13 年去库存以后,内销的毛利率提升幅度预计可以更高。

- Q20: 2012 年美的电器的管理费用大幅度提升?

A: 主要是股权激励费用,大约 2.8 个亿,只是财务处理方式,对净资产和现金流没有影响。这块费用由控股股东承担。2013 年没有这项费用了。

- Q21: 请解释一下公司对于行业增速的看法,以及实现收入目标的方式?

A: 换个角度来说,2012 年公司的收入下降了 20%以上,主要原因不是行业因素而是自身变化,今年我们预测收入增长 15-20%,也不是因为行业因素,而是自身恢复增长。

美的的市场基础、品牌认知等竞争力都仍存在,因此管理层认为披露的盈利预测是个谨慎稳健的预测。

- Q22: 小家电的利润率一下从 5 个点提到了 8 个点,未来是否有继续提高的空间?

A: 小家电产业的消费品特性更强, 从九阳、老板、全球小家电公司的数据来看, 以美的的行业地位, 我们认为利润率的空间很大。市场上很多公司的利润率超过 10%。

- Q23: 盈利预测中, 2013 年收入低于 2011 年, 销售费用反而比 2011 年还高, 原因是什么?

A: 2009-2011 年公司更多采取销售公司制, 很多销售费用通过价格折扣给了销售公司, 而现在美的把销售公司更多地作为代理平台, 最终的费用率必然会随着营销模式的调整而变化, 但是要看的是毛利率结构的改善、净利润水平的改善。

从目前评估的角度来看, 收入规模的增长会比净利润增长低大概 5 个点。我们虽然仍然强调规模很重要, 但是从简单的规模导向转向以改善盈利为导向的增长。我们未来盈利的提高快于收入的增长。

- Q24: 对于备考业绩, 有没有可能给出现金承诺?

A: 按照平均审批周期预计, 全部走完程序估计要到四季度, 到那时候能看到前三季度数据, 相信能够给大家更多信心。

另外内部考评的目标和盈利预测是一致的, 无论是对董事会还是分解到事业部的核心 KPI 指标都会嵌入。所以公司对盈利目标的可实现性是有比较大的信心的。

- Q25: 如果分拆美的电器和美的集团的盈利备考, 发现增长质量不一样。白电和小家电的增长方向一个倾向于收入推动增长, 一个倾向于利润率提高推动增长, 是为什么?

A: 整体上来讲, 美的白电盈利水平的表现是中上游水平, 近三年预计比较稳健。而小家电的盈利水平和市场地位不匹配, 九阳超过 10%, 平均水平也在 7-8 个点。相对而言, 2013 年美的小家电盈利目标是回归于平均水平, 可能略有差距。

- Q26: 如果美的集团整体上市后出现跌破发行价的情况, 集团会增持吗?

A: 过去 4、5 年间, 在市场行情发生大幅度调整导致美的电器估值大幅下降时, 现在的美的集团、当时的控股股东曾经两次果断迅速地进行了增持。而且和其他上市公司不同: 一, 每次都增足 2%; 二, 增持速度比较快; 三, 给市场的信心是足够的, 而且集团增持的股票是有价值的。

对于未来, 首先公司对估值水平很有信心, 我们看伊莱克斯在欧洲能够取得 14-15 倍的高估值, 一个重要原因是长期高比例分红。因此本次公司整体上市中也加以保证。其次, 即使出现低于发行价的情况, 相信公司会坚持过去迅速敏锐的应对方法。这并不是一个肯定的保证, 但是应当看到估值的空间以及股东的历史行为。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	47,278	74,559	93,108	68,071	83,580	94,957	106,424
增长率		57.7%	24.9%	-26.9%	22.8%	13.6%	12.1%
主营业务成本	-36,975	-62,114	-75,619	-52,541	-64,362	-72,841	-81,314
% 销售收入	78.2%	83.3%	81.2%	77.2%	77.0%	76.7%	76.4%
毛利	10,303	12,445	17,489	15,530	19,218	22,117	25,111
% 销售收入	21.8%	16.7%	18.8%	22.8%	23.0%	23.3%	23.6%
营业税金及附加	-61	-86	-352	-322	-418	-475	-532
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-5,731	-6,943	-8,591	-6,736	-8,358	-9,401	-10,430
% 销售收入	12.1%	9.3%	9.2%	9.9%	10.0%	9.9%	9.8%
管理费用	-1,660	-2,663	-3,191	-3,619	-4,388	-4,843	-5,321
% 销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	2,852	2,752	5,355	4,852	6,054	7,398	8,828
% 销售收入	6.0%	3.7%	5.8%	7.1%	7.2%	7.8%	8.3%
财务费用	-222	-464	-1,051	-323	-255	-283	-321
% 销售收入	0.5%	0.6%	1.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-169	16	-42	-58	-55	-82	-83
公允价值变动收益	27	118	39	-76	30	30	30
投资收益	32	134	722	348	500	425	450
% 税前利润	1.2%	2.7%	13.0%	6.9%	7.6%	5.4%	4.9%
营业利润	2,520	2,557	5,023	4,744	6,274	7,489	8,904
营业利润率	5.3%	3.4%	5.4%	7.0%	7.5%	7.9%	8.4%
营业外收支	233	2,406	538	333	335	352	369
税前利润	2,753	4,963	5,561	5,076	6,609	7,840	9,273
利润率	5.8%	6.7%	6.0%	7.5%	7.9%	8.3%	8.7%
所得税	-239	-920	-1,020	-947	-1,223	-1,450	-1,715
所得税率	8.7%	18.5%	18.3%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	2,514	4,043	4,541	4,129	5,387	6,390	7,557
少数股东损益	622	916	842	652	782	899	1,034
归属于母公司的净利润	1,892	3,127	3,699	3,477	4,605	5,491	6,523
净利率	4.0%	4.2%	4.0%	5.1%	5.5%	5.8%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润	2,514	4,043	4,541	4,129	5,387	6,390	7,557
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,016	929	1,468	-3,112	1,623	1,649	1,692
非经营收益	-335	-225	-285	-1,324	-918	-838	919
营运资金变动	-1,139	696	-2,739	2,748	-106	-1,439	-8,236
经营活动现金净流	2,055	5,443	2,984	2,440	5,986	5,761	1,932
资本开支	-964	-3,905	-3,801	-883	-317	-228	-207
投资	-196	-415	-1,312	99	-50	-50	-100
其他	47	108	398	272	530	455	480
投资活动现金净流	-1,113	-4,212	-4,715	-512	163	177	173
股权募资	3,267	52	4,304	0	0	0	0
债权募资	-1,821	583	3,135	-2,724	-538	0	0
其他	-703	-450	-919	-284	-1,020	-1,450	-1,716
筹资活动现金净流	744	185	6,520	-3,007	-1,558	-1,450	-1,716
现金净流量	1,686	1,415	4,790	-1,078	4,591	4,488	389

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	3,855	5,803	11,078	10,000	14,591
应收款项	10,474	8,781	13,675	11,429	12,956
存货	5,828	10,436	12,363	7,893	8,790
其他流动资产	975	2,997	2,868	2,159	2,514
流动资产	21,132	28,017	39,985	31,482	38,851
% 总资产	67.4%	67.5%	67.1%	55.9%	61.8%
长期投资	375	782	1,523	1,523	1,573
固定资产	6,181	8,606	12,788	17,208	16,332
% 总资产	19.7%	20.7%	21.5%	30.6%	26.0%
无形资产	2,852	3,301	4,623	4,589	4,547
非流动资产	10,198	13,513	19,566	24,820	24,053
% 总资产	32.6%	32.5%	32.9%	44.1%	38.2%
资产总计	31,330	41,530	59,550	56,302	62,904
短期借款	540	729	3,214	450	0
应付款项	13,533	18,853	24,145	18,562	20,147
其他流动负债	4,798	5,625	5,573	7,687	9,154
流动负债	18,871	25,207	32,932	26,700	29,301
长期贷款	0	394	1,381	1,381	1,381
其他长期负债	59	71	78	108	0
负债	18,930	25,671	34,392	28,189	30,682
普通股股东权益	9,451	12,336	19,998	22,301	25,628
少数股东权益	3,277	4,046	5,160	5,812	6,593
负债股东权益合计	31,658	41,530	59,550	56,302	62,904

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E
每股指标					
每股收益	0.909	1.002	1.093	1.027	1.361
每股净资产	4.544	3.954	5.909	6.589	7.573
每股经营现金净流	0.989	1.745	0.874	0.721	1.769
每股股利	0.100	0.100	0.450	0.308	0.408
回报率					
净资产收益率	20.02%	25.35%	18.50%	15.59%	17.97%
总资产收益率	5.98%	7.44%	6.21%	6.18%	7.32%
投入资本收益率	19.55%	12.76%	14.68%	13.17%	14.68%
增长率					
主营业务收入增长率	4.34%	57.70%	24.88%	-26.89%	22.78%
EBIT增长率	23.92%	-3.48%	94.58%	-9.39%	24.76%
净利润增长率	83.14%	65.29%	18.28%	-5.99%	32.42%
总资产增长率	35.38%	32.84%	41.60%	-5.46%	11.73%
资产管理能力					
应收账款周转天数	31.3	24.2	21.2	40.0	35.0
存货周转天数	54.4	48.1	55.2	55.0	50.0
应付账款周转天数	75.4	59.5	56.3	75.0	65.0
固定资产周转天数	44.1	37.6	42.1	83.4	63.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-26.26%	-29.49%	-26.49%	-29.35%	-41.25%
EBIT利息保障倍数	12.8	5.9	5.1	15.0	23.7
资产负债率	59.80%	61.04%	57.75%	50.07%	48.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	6	6	6	6	21
增持	5	5	5	5	26
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.45	1.45	1.45	1.49	1.54

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

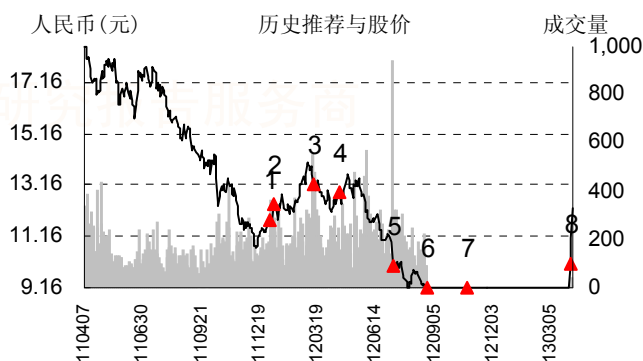
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-12-30	增持	11.78	15.42 ~ 16.95
2 2012-01-09	增持	12.38	15.42 ~ 16.95
3 2012-03-12	增持	13.20	17.54 ~ 20.23
4 2012-04-23	增持	12.91	N/A
5 2012-07-10	增持	9.98	14.90 ~ 16.10
6 2012-08-27	买入	9.18	11.89 ~ 12.62
7 2012-10-29	买入	9.18	11.89 ~ 12.62
8 2013-04-01	买入	10.10	15.96 ~ 17.41

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net