

老板电器 (002508.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

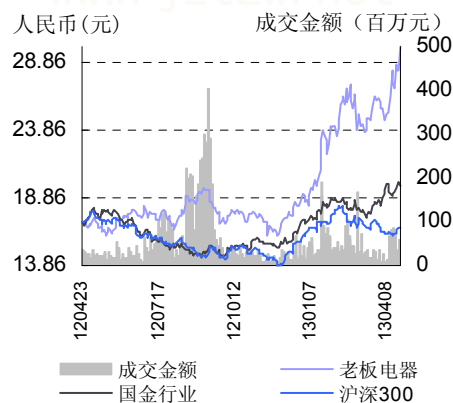
公司研究简报

市价(人民币): 30.10元  
目标(人民币): 34.77-36.60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)	92.80
总市值(百万元)	77.06
年内股价最高最低(元)	30.10/16.07
沪深300指数	2449.47
中小板指数	5153.90



## 相关报告

1. 《公司制定收入及利润三年复合30%增长目标》，2013.4.11
2. 《1Q 预计增30-35%，“小格力”值得长期看好》，2013.3.27

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

## 看好公司竞争力和成长性，业绩存超预期可能

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.169	1.047	1.396	1.830	2.363
每股净资产(元)	5.90	6.75	8.01	9.44	11.67
每股经营性现金流(元)	0.53	1.27	1.51	1.83	2.35
市盈率(倍)	31.96	15.31	21.70	16.56	12.82
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	11.92	11.92	11.92
净利润增长率(%)	39.19%	43.34%	33.34%	31.09%	29.13%
净资产收益率(%)	12.38%	15.52%	17.43%	19.39%	20.25%
总股本(百万股)	160.00	256.00	256.00	256.00	256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 日前我们为公司组织了年报业绩说明电话会议，并参加了公司的投资者交流会，与公司高管、云南代理商进行了交流。
- 未来增长主要来自提升 KA 渠道的市场份额和继续发展新兴渠道: 公司的愿景是成为油烟机行业的相对垄断者，并始终重视有效益的健康成长。未来的增长来自: 第一，提高 KA 渠道市场份额; 第二，消费升级带来高端市场扩容和均价上涨; 第三，继续大力发展新兴渠道，包括电子商务、电视购物、精装修、专卖店等。过去行业不景气时公司仍能保持高增长，原因一是高端市场在扩容，二是公司份额仍偏低，通过份额提升可以支撑收入增长，因此行业增速不是影响公司业绩的最关键因素。公司已将 2013 年的收入增长目标分解到各个渠道，相信可以完成(详见正文)。
- 行业整合趋势+实力优势提升份额，预计发生价格战的概率低: 近年来厨电行业的竞争明显加剧，已经到了整合阶段，而老板和方太是其中实力最强、最有希望的两家企业。公司通过服务等优势取得了快于竞争对手的成长速度，有望最终成为行业领导者。目前公司在整个油烟机市场的销售份额预计仅 10%左右(包括未监测渠道)，还有很大提升空间。由于高端厨电的竞争并非价格之争，若主动降价反而会降低品牌定位、让出市场，因此预计老板和方太都不会主动发起价格战。公司将可以维持高利润率。
- 在乐观假设下，公司 2013 年净利润增速有达到 40%的可能: (详细测算见正文) 考察公司的可能超预期因素: (1) 收入方面，根据我们的测算，在网购、电视购物、“名气”品牌增速超预期、达到 90%的乐观情况下，公司的收入增速可以达到 34.7%。(2) 利润率方面，假设原材料价格下降带动成本下降 1%，提升各渠道利润率 0.5 个点(除网购渠道利润率因竞争而下降 0.5 个点、名气受益于规模效益达到 2%、帝泽实现盈亏平衡)，则考虑渠道结构变化后，公司在乐观情形下利润率可达 14.34%，提升 0.67 个点。(3) 如果收入和利润率均能达到我们假设的乐观情形，则公司今年净利润增速可达 41%，存在超预期的可能。
- 发展新兴渠道的同时，公司强调保护代理商和经销商利益: 对于开拓网络、精装修等新兴渠道，公司认为这是不应回避的趋势，但是始终强调和代理商、经销商共同开发、分享收益。公司会根据渠道和消费者的变化加以灵活应对(相关讨论详见正文问答)。我们认为在总公司的斡旋下应该不会出现传统渠道与新兴渠道严重争利从而损害双方利益的局面。

- **名气品牌和帝泽品牌仍是老板品牌的补充:** 公司未来 2-3 年的增长仍主要来自老板品牌, 名气和帝泽的规模尚小, 主要是作为补充。“名气”未来 1-2 年的增速将很快(基数小, 公司要求达到 50%以上), 销售额过亿后可能有所放缓。“名气”现阶段的重点是提高代理商的销售能力和盈利能力, 实现有效益的增长而非短期冲量。预计名气的净利率达到行业平均水平(7-8%)应无问题。帝泽品牌的经营周期较长, 公司有信心完成销售额 5000 万元, 实现盈亏平衡。另外公司希望通过与外资合作引入新的产品, 丰富现有的产品线。

#### 投资建议

- 我们维持前期盈利预测: 预计 2013-2015 年收入为 26.0、33.7、43.2 亿元, 同比增长 32.7%、29.6%和 28.2%; 净利润 3.57、4.69、6.05 亿元, 同比增长 33.3%、31.1%和 29.1%。EPS 为 1.396、1.830 和 2.363 元。
- **从行业属性来看,** 厨电行业受益于城镇化进程且保有量较低, 具有比白电更高的成长性, 市场集中度也因整合而处在提高阶段。**从公司竞争力来看,** 公司的品牌积累深厚、管理层经营战略正确、管理团队和经销商团队通过文化认同和持股实现了利益捆绑, 有望成为行业领导者, 实现持续高增长。因此我们维持对公司“小格力”的判断, 坚定看好公司的发展潜力。**从二季度资金面来看,** 根据国金策略观点, 资金面趋于紧张, 经济复苏存在波折, 市场风险偏好下降, 因此成长性确定的股票易受追捧。考虑到公司值得给予一定溢价, 我们认为 12 个月合理估值为  $19-20 \times 14PE$  (相当于  $24.9-26.2 \times 13PE$ ), 对应价格 34.77-36.60 元, 存在 15-21%的上涨空间。
- 我们认可行业的发展潜力和公司的品牌积累、优秀管理, 坚定看好公司的发展前景, 因此维持对公司的“买入”评级。但是考虑到公司公布年报后股价上涨已达 19%, 涨势较猛, 而基本面还没有新的利好出现, 因此我们认为短期股价有出现回调的可能, 因此持有的投资者仍可放心持有, 未持有的投资者或可等待股价回调后再买入。但即使出现回调, 我们预计回调幅度亦有限。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 内容目录

关于厨房电器行业增长及对公司业绩的影响.....	4
关于市场竞争格局.....	5
关于“三个 30%”发展目标和超预期可能.....	6
关于渠道建设.....	8
关于“名气”品牌.....	11
关于“帝泽”品牌.....	12
关于向中高端和其他品类延伸市场的规划.....	13
关于利润率和费用率.....	14
关于产能.....	14
关于云南市场.....	14
其他.....	16
附录：三张报表预测摘要.....	17

## 图表目录

图表 1：2013 年分渠道的收入增长分解，全年可达到 30%目标.....	7
图表 2：公司 2013 年利润率提升幅度测算.....	7
图表 3：2012 年公司各渠道销售占比.....	9
图表 4：2012 年公司各渠道收入增速.....	9
图表 5：老板电器在云南市场表现良好.....	15

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 关于厨房电器行业增长及对公司业绩的影响

- 公司预计今年厨房电器行业的增长会优于去年，达到 5-10%。国家对地产的调控将显著影响二手房的销售，但是刚需总会释放，因此对于厨房电器的冲击并没有原来预期的严重。
- 油烟机高端市场占总销售额的 40%左右，按照整个油烟机市场 400 亿元（终端价）计算，高端市场容量约为 160 亿元，折算到出厂价约为 80 亿元，30%的市场份额目标对应 24 亿元销售，而公司现在油烟机销售为 10 亿元，因此成长的空间是存在的。
- 另一方面，公司过去在行业不太景气的时候保持 30%左右的增长，希望未来的增长也不过分依赖于行业的景气度。目前公司所在的高端市场（3000 元以上）仍有增长空间，但未来如果该细分市场趋于饱和，公司也会考虑下移到 2500-3000 元价格区间。

**Q1: 从 11 年到现在行业整体回暖有赖于房地产销量，但是现在政策发生了变化，公司如何应对这种冲击？**

A: 国五条在短时间内有冲击，但是随着时间推移公司觉得冲击可能没预期的严重，因为各地的落实在不同程度打折扣。国五条对二手房销售的影响比较大，而刚需则被迫买一手房。万科年报中有一个数据，统计了首次置业的占比 34%，改善型需求 50%左右，说明刚需的占比还是很高的。

另外过去行业不景气的时候公司还是能维持 30%的增长，因此未来的增长也不依赖于行业。

**Q2: 高端油烟机的市场容量有大？**

A: 高端油烟机的市场容量占市场销售额的 40%。按照油烟机 2000 万台，市场均价 2000 块算就是 400 亿，占比 40%对应 160 亿（终端价），折到出厂价大约 80 亿。如果市场份额达到 30%就是 24 亿，现在油烟机销售 10 个亿左右，空间是存在的。

**Q3: 公司感觉厨电行业的一季度行业增速有多少？地产的拉动效应越来越明显是否会令全年增速高于一季度？**

A: 感觉行业增速在 10%左右。但是预计全年增速不会超过 10%，能达到 5-10%就不错了。2012 年估计整个市场的情况比中怡康数据要好一些。未来几年行业的增速差不多维持这个水平。

**Q4: 现在大白电的销售量有 5、6 千万台，油烟机才 2000 多万台，公司对这样的数据对比怎么看？**

A: 2012 年中怡康油厨电行业数据是下降的，但是相信全部市场、包括一些没监测到的渠道来看，行业销量不会下降，应该是缓慢增长。因为夫妻店等一些小店都会卖厨电，其实这些统计不到的销售量也很大，可能是被区域强势品牌或者白板机所统治。再加上主要渠道的消费升级，整体厨电规模应该是有增长的。

对于未来 2-3 年的增长，公司并不特别关注大蛋糕的增长，而是关注能够让公司获得领导地位、获得效益的那块高质量蛋糕。目前来看，公司所处的高端市场这块小蛋糕还有增长的空间。至于这块蛋糕的大小则会随着行业的变化而变化，公司也会随之调整，比如未来如果中高端市场只占到整体市场份额的 20-30%，到那时公司肯定会向下延伸。



## 关于市场竞争格局

- 中怡康监测到的 2012 年油烟机销售量份额显示：老板第一，方太第二，华帝第三；销售额份额第一也是老板，第二是方太，两家遥遥领先。这两年帅康和西门子的份额下降明显。（中怡康监测到 2012 年老板的油烟机销量 33 万台，占公司销量约 40%。）1-2 月老板的中怡康市场份额环比有所下降的原因是春节期间销量比较小，老板和方太都不做促销活动，所以其他品牌的份额会上升一些。
- 中怡康监测的老板零售额份额 19.7%，如果放大到整个市场（因为中怡康只能监测到一小部分），估计零售额份额为 10% 左右。未来还有继续提高的空间。
- 厨房电器行业非常分散，不管从经济规律还是市场规律看，都应该出现相对垄断者。公司希望能成为这样的垄断者。
- 公司并不担心价格战，因为高端市场上的竞争主要不是价格竞争，而是品牌、外观、服务等其他因素的竞争，主动降价反而会降低品牌定位，让出市场，因此老板和方太都不会发起价格战。
- 目前的市场单价结构：第一梯队：3000 元以上，包括老板，方太，西门子；第二梯队：2500-3000 元，包括帅康、海尔、德意；第三梯队：2000 元左右，有华帝；第四梯队：1500-1700 元，有美的；第五梯队：1000 元左右，有万和。
- 老板品牌与美的品牌的水岭非常明显，而且公司注重有效益的收入增长，不会盲目冲量。

### Q5：为何老板和方太能够形成现在的寡头垄断格局？未来会不会打破？

A：首先因为烹饪文化的原因，国外品牌在国内没有优势，这给了内资品牌做高端的空间。但是反过来，国内产品想要走出去也很难。厨电产品并不是高度标准化的产品，不同区域的产品外观虽然趋同，内部结构是完全不同的。

老板上市之前，主流的厨电企业（主要在江浙一带）如老板、方太、帅康都没有很大的野心，没有推动行业的整合，所以行业竞争不温不火，给了海尔、美的等综合型企业机会。但是这些企业的主要精力也不在厨电。此外，在部分区域，还有一些盘踞当地市场的小品牌，日子也过得不错，因为厨电的毛利率比较高。所以长期以来市场一直比较分散。

但是现在市场集中度越来越高，行业里高端有老板、方太，中低端有华帝、美的，相信新进入者的成本会非常高。因为产品的品类创新很难，所以除非在营销、模式上有很大的创新，否则靠一般性的手段是很难打破这个格局的。

### Q6：之前在某些大企业里，做厨电行业的可能是一个能力并非特别强的事业部，在资源的供给和调动上偏弱。未来如果像美的这样的企业在内部资源供给上有所调整，公司是否会有压力？对美的这样的全品类公司，他们的大规模分销优势应如何理解，公司如何应对？

A：其实美的给公司压力最大的时候是在 2011 年，当时已经投入了很多资源。现在只是提出口号，还没有具体行动，所以也看不出来。

但是我们看 2012 年的数据，美的和华帝在 2500 元以下的价格段中对市场的整合很明显，而 2500 元以上的价位段就是老板和方太。而且现在 2500 元以上价位段的份额在提高，而 2500 元以下价位段在缩小，迎合了消费升级的概念。之前做了消费者调研，之前买了万和、华帝的消费者表示下次要买老板和方太。所以说未来 2-3 年老板和美的的冲突不会太大，因为分水岭非常明显。

美的的全品类销售优势在厨电行业可能不是很明显，因为中国消费者认为厨房电器概念就是烟灶消，不包括微波炉、冰洗；而国外是包括的这些的。短

期内，国内还看不到这个趋势。现在的卖场布局也可以看出来，烟灶区、微波炉区和冰洗区都是分开的，配套销售的优势并不明显。

除了品牌，美的的渠道非常深入，铺货能力非常强，就算经过调整还是优于大部分厨电公司。所以公司也在思考，是拼量还是拼销售额、拼效益？

为了研究这个问题，公司调了中怡康从 07 年到 12 年的空调和热水器数据，发现格力的销售额市场份额一直在上升，另外 A.O.史密斯的销售额份额也在不断上升，他的销售量虽不及海尔，但是销售额是高于海尔的。从产品分布来说，史密斯也占据了几乎所有产品线的高端市场。史密斯从热水器延伸到燃气热水器、延伸到净水器市场，每一步都走得很踏实，效益也很好。所以即使美的发展非常成功，公司也会尽量以效益、以销售额为优先，不去拼量。

2012 年公司第一次在销售额上超过方太，公司有把握在 2013 年再压方太一年，等 2-3 年后公司能够稳稳压住方太后，再考虑是否延伸到 2500-3000 元这一价格段，因为这块市场也是很大的。现在还是集中在 3000 元以上价位段。

厨卫 1-2 月数据意义不大，因为过年的时候换购类比较多而新装类很少，所以市场份额肯定有所下降。

**Q7: 行业有个特点，大家的优势区域差别很大、而且这种差别是长期存在的。目前来看公司的强势区域仍然很强大，而弱的区域虽有改进但不明显，是否可以改善？**

A: 公司的弱势区域主要是和方太在竞争，现在这些区域也有改善，比如沈阳，三年前只有方太的三分之一，现在是持平的。另外年报中的区域划分和营销系统中的划分有些不一样，所以也会造成问题。但是不管怎样，这两家公司的发展令市场更集中，这是比较好的趋势。

云南市场上老板一直压着方太，主要是核心竞争力的问题，包括人员、服务、渠道。第一，公司从人力方面加大投入，做各种培训；第二，区域负责人非常了解市场。而在方太，如果代理商做不好就换个地区，所以人员不够稳定，对市场的了解不够。1996 年来方太在云南已经换了 9 任经理，而老板只有一任。老板的客情关系也处理得比较好。弱势地区也在关注，很多地区有很大的提升，比如在重庆地区。

**Q8: 厨电企业对今年的增长都抱有很高的期待，会不会爆发价格战？**

A: 厨房电器行业的集中度肯定会继续提升，因为经过多年发展，行业已经到达出龙头的阶段，优势企业不再满足于小打小闹，必然会利用优势地位继续提高市场份额。

至于市场竞争，厨电行业的竞争格局泾渭分明，高端 Vs 高端，中低端 Vs 中低端。华帝、美的更多是中低端产品，而公司在高端市场的对手主要是方太，西门子的销量已经很少了。公司和方太都不会主动打价格战，因为主动降低品牌定位其实是让出市场，并非利益最大化的选择。高端厨电的竞争策略绝不是以价格取胜，因为产品除了家电还有其他属性，因此品牌制胜是第一位的；也是这个原因，公司才会在央视新闻联播结束后的黄金时段做广告，加强品牌影响力。而在中低端市场除了价格手段没有更好的竞争策略，肯定会打价格战。

**关于“三个 30%”发展目标和超预期可能**

- 未来三年的发展目标要求公司的收入和利润要同步增长。不利因素：折旧高很多，本来固定资产只有 1.2 亿，去年到 3 亿；今年原材料价格下降幅度缩窄了。

- 市场份额目标是指销售额的份额。如果在量上被低端品牌超过也很正常，但销售额不可能被其他品牌超过。
- 对于 2013 年，公司分解到各渠道的收入增长规划为：KA 增长 15%，专卖店增长 25%，网络+电视购物预计增长 70%，精装修增长 50%，名气增长 70%。帝泽今年预计销售额可达 5000 万元。据此计算，2013 年收入增长可达 31%。
- 对于今年是否存在超预期的可能，首先我们认为对收入增长来说，较有可能超预期的渠道是网络渠道、电视购物渠道和“名气”品牌，如果这三项的收入增速均达到 90%，则我们测算全年收入增速可达 34.7%。

图表1: 2013 年分渠道的收入增长分解，全年可达到 30% 目标

	2012年收入占比	2013年收入目标增速	2013年收入目标	2013年收入乐观增速	2013年收入乐观预计
KA	38%	15%	44%	15%	44%
专卖店	18%	25%	23%	25%	23%
精装修	10%	50%	15%	50%	15%
网络购物	10%	70%	17%	90%	19%
电视购物	5%	70%	9%	90%	10%
地方通路	7%		7%		7%
橱柜家装	7%		7%		7%
名气	5%	70%	9%	90%	10%
帝泽	0.2%	625%	1.5%	625%	1%
合计	100%		131%		134.7%

来源：国金证券研究所

- 其次，利润率方面，我们根据 2012 年渠道构成和综合净利率分拆各渠道的净利率，在此基础上测算乐观情况下今年的利润率变动。根据我们以下假设，考虑渠道结构变动后，公司 2013 年利润率可提升至 14.34%，提高约 0.67 个百分点。
  - 考虑到今年原材料价格下降但降幅比去年收窄，因此我们预计公司今年毛利率仍可提高但幅度低于去年，因此假设今年除了网络渠道、名气、帝泽外，各渠道的毛利率提升 0.5 个点（去年综合毛利率提升 1 个点），并假设费用率对公司的控制下保持不变，毛利率提升带动利润率提升 0.5 个点。
  - 假设网络渠道利润率在市场竞争环境中下降，即使在考虑毛利率提升后仍下降 0.5 个百分点。假设名气品牌的利润率受益于规模效应，达到 2%。帝泽实现盈亏平衡。

图表2: 公司 2013 年利润率提升幅度测算

	2012年分渠道利润率（国金分拆）	2013年各渠道收入占比（按目标增速测算）	2013年净利率（按目标增速测算）	2013年各渠道收入占比（按乐观增速测算）	2013年净利率（按乐观增速测算）
KA	15%	33.4%	15.5%	32.5%	15.5%
专卖店	12%	17.2%	12.5%	16.7%	12.5%
精装修	15%	11.5%	15.5%	11.1%	15.5%
网络购物	20%	13.0%	19.5%	14.1%	19.5%
电视购物	18%	6.5%	18.5%	7.1%	18.5%
地方通路	12%	5.4%	12.5%	5.2%	12.5%
橱柜家装	12%	5.4%	12.5%	5.2%	12.5%
名气	0%	6.5%	2.0%	7.1%	2.0%
帝泽	-142%	1.1%	0.0%	1.1%	0.0%
合计	13.66%		14.33%		14.34%

来源：国金证券研究所

- 如果收入、利润率提升均达到我们假设的乐观情况，则今年净利润增速可达到 41%，因此超 30% 增长预期的可能性是存在的。

**Q9: 收入增长 30% 的目标怎么落地?**

A: 公司没有做非常细致的数字化推演，但是敢喊出来是因为看到了很大的空间。未来的增长来自：第一，市场份额的提高；第二，消费升级带来的均价上涨；第三，其他没有包含在统计数据中的渠道，比如精装修、专卖店和橱柜。现在国内精装修做得最好的是西门子，老板和方太做得差不多。另外我们可以看到从 09 年到 12 年，公司的收入增速和中怡康口径的市场份额提升程度是不匹配的，收入增长更快一些。

30% 的市场份额目标只考虑老板品牌，不包括名气、帝泽。

**Q10: 对于 30% 的增长目标，公司是会顺势而为还是一定要做到 30%?**

A: 30% 的目标并不是轻轻松松就能达到的，公司会努力做到。如果能做到更高的增长比如 35%，公司也不会刻意压制。但是公司希望二级市场的股价有平稳的态势。

**Q11: 关于 1Q13 的各渠道增长情况如何?**

A: 基本跟原来预计的差不多，电商增长很好，KA 达到预期，精装修慢一点。

**Q12: 公司如何争取市场份额达到 30%?**

A: 现在来看抢方太的份额还是有难度的，公司主要是抢其他品牌的份额。其实老板和方太都在抢其他品牌的份额，但是老板的增速更快一些。这几年西门子的份额下降明显，把份额让出来给我们两家公司，帅康在高端市场的份额也很少了，基本下降到 2500 元这个价格带了。另外还有品类的变化，近几年侧吸式油烟机的占比提高很快，而在这个品类中只有老板和方太在做，别的品牌都没有。

**Q13: 公司未来计划在品牌建设、产品的质量和设计方面做哪些事情?**

A: 第一，品牌定位坚持高端，是否向中高端延伸是以后的事。

第二，集中厨房电器，而在厨电中更聚焦于吸油烟机。现在公司基本都不做燃气灶的广告了。

至于宣传、投入的具体额度要看情况而变化，比如前几年卫视比较火的时候公司在卫视投入，这几年发现卫视的风险增大的时候投入央视，另外也在网络和社交平台上做宣传，这些都会根据消费者的变化而变化。公司每年的广告投入会随着收入的增长而同步增长，比例基本稳定。公司没有因为上市了而加大品牌投入，也没有因为保利润而缩减广告投入。

**Q14: 2012 年有 1.8 个亿转固，所以折旧增加了很多，请问 13 年新增折旧大概多少?**

A: 估计增加 1000 多万。

**关于渠道建设**



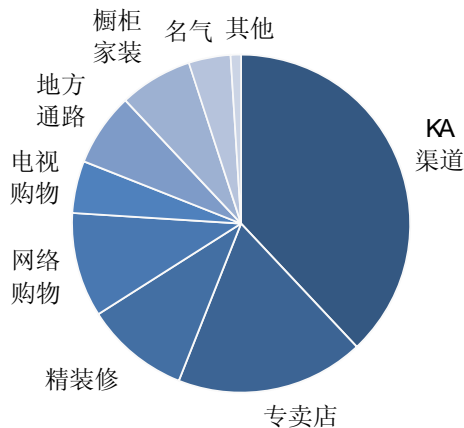
- 公司注重快速增长的新兴渠道，包括精装修、电子商务、专卖店，业务跟随渠道而增长。在建设新兴渠道的过程中非常强调保护传统代理商和经销商的利润，努力在顺应趋势的同时减少利益冲突。
- 公司希望建立均衡的多渠道布局，避免单一渠道占比过高。

**Q15: 2012 年公司各个渠道的占比和收入增速?**

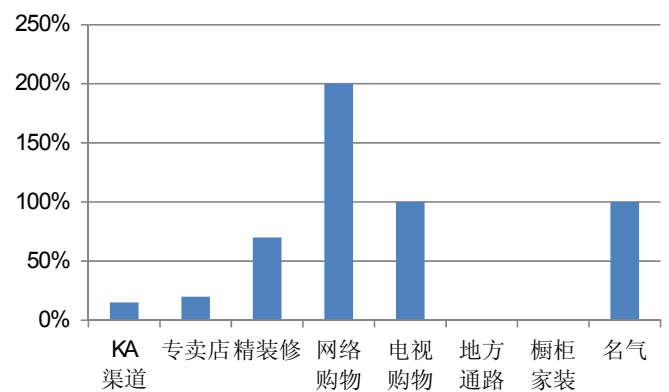
A: KA 渠道在 2012 年的增速是 15%，到年底的销售占比约 38%。专卖店到 2012 年年底有 1500 家，12 年增速 20% 左右，销售占比 18%。网络购物 12 年增速 200%，占比 10% 左右。电视购物 12 年增速 100%，占比 5% 左右。精装修工程 12 年增速 70%，占比 10%。地方通路 2012 年基本没有增长，占比 7%。专营店及家装公司 2012 年增速也没有增长，占比 7%。

这些老板品牌的销售占比加总约为 95%。还有名气品牌，2012 年增长 100%，销售占比 3-4%，剩下的一点是直销。

**图表3: 2012 年公司各渠道销售占比**



**图表4: 2012 年公司各渠道收入增速**



来源: 国金证券研究所

**Q16: 去年的精装修实际增速和原定的 100% 目标有差距，今年也提到要调整，请问调整的方向，以及什么时候会体现效果?**

A: 2012 年精装修原定的任务是增长 100%，但是环境发生了变化：有些房地产订单本来计划精装修，但后来以毛坯的形式快速套现了。

另外公司也有主动调整。原来与恒大的合作让公司的精装修份额有了快速增长，但是也影响了一些更高档次、更高质量的订单。今年公司计划把恒大的订单量降下来，开发更多有质量的中小盘订单，这些订单一方面毛利率比较高，另一方面也有助于保持品牌定位。

由于公司已经在 2012 年做了很多基础工作，因此今年恒大下降的订单量应该不会影响收入的增长。公司不追求数量，宁可做有质量的、能赚钱的订单。

去年老板的精装修增长是行业里最高的，方太的精装修增长只有个位数。尽管没有具体数据，但精装修肯定是个比较大的渠道。

**Q17: 精装修市场的规模和市占率?**

A: 没有相关的数据，估计公司的市占率最多就是 10%。换个角度看，公司在恒大已经做到最大，占比很高，但是恒大在全国房地产市场的占比估计也就 1 个多点，万科也就 2 个点，所以是个非常分散的市场。

**Q18: 代理商在精装修渠道操作中扮演什么角色?**

A: 工程项目分两种, 一种是和规模较大的房地产公司签战略合作项目, 这类合同由总部来签, 落地由代理商来操作, 包括送货、售后服务等。这个和公司与国美苏宁的操作模式是一样的。

另一种是区域性房地产公司项目, 由各地分部自己做。公司做精装修渠道的思路和做网购是一样的, 强调和经销商一起捆绑着做。

精装修渠道给经销商的毛利率可能会低一些, 但是费用率也低。

**Q19: 精装修渠道和网购渠道的净利率分别是多少?**

A: 精装修的净利率和 KA 渠道差不多; 网购渠道的利润率高一些, 但是未来肯定会降下来。网购和精装修渠道在未来的占比还不清楚, 随着现在的小众渠道变成大众渠道, 公司也会随之调整策略。比如现在费用主要来自 KA 渠道, 但是如果以后 KA 渠道真的占比下降到只有三分之一, 那么这个费用肯定就会下来, 公司销售收入和费用的平衡也会改变。因此不能拿现在的收益水平来衡量未来的收益水平。

**Q20: 网络渠道对传统经销商的冲击? 公司有什么动力去发展网络渠道?**

A: 线上线下竞争的问题主要是观念的问题。后来发现, 哪个地方在线上卖得多说明当地线下市场没做好。现在公司会主动到线上销售好的地方加强品牌宣传, 同时错开不同渠道的产品, 令线上线下同步增长。(国金点评: 由于网络渠道由总公司负责, 而总公司强调保护经销商的利益, 因此预计不会出现严重的线上线下争利的情况, 那么应当可以做到线上线下共同增长。)云南地区的销售增长目标只含线下, 不包括线上, 也不包括工程。

另外, 老板品牌可以帮助经销商获得橱柜业务(一般来说, 如果顾客在某经销商处购买了厨电产品, 很有可能把橱柜也交给他去做), 而这块业务是定制的, 无法网络销售, 因此经销商对老板品牌还是很有积极性的。

对于线上销售的产品, 从今年开始物流外包, 当地经销商负责安装, 安装费用由总部结算(和线下产品一样)。代理商把安装费用全部给予经销商和安装工, 不从中获益。

今年公司对网购的政策有些变化: 原来是由总部销售、各区域负责发货、送货和安装。今年开始, 线上的特供机型由总部直接发货, 使用第三方物流。这样做的好处之一, 各分部不用备货, 减轻库存压力; 其次原先消费者反馈区域间调货比较慢, 而且经销商送货时消费者还查不到物流。希望今年调整后会更好些。

今年苏宁易购强行要求线上产品和线下产品保持价格一致, 且不能高于在京东等竞争对手处的价格, 因此逼迫公司采用型号区隔。电商渠道的经营模式也在变化, 公司也会随之调整产品、价格、政策, 但是不会做纯电商。

至于公司做电商的动力, 有些企业为了保护经销商的利益, 不太愿意经营线上渠道, 但是这是一种趋势, 不做也有风险, 关键是要和经销商一起捆绑着做。

**Q21: 大家对电子商务的未来分歧很大, 很多人担心价格冲击, 公司如何看?**

A: 网购是一种工具, 未来会与其他渠道并行而不是一家独大。

中国市场用代理商来做层层分销, 导致终端价格比较高, 而且多年下来已经形成了稳定的价格体系。网络这种号称能够消灭中间层级、直接把东西卖给消费者的渠道肯定会造成冲击, 但是不是现在。现在, 企业肯定还是会维护原有的层层分销下的价格体系, 谁也不敢破坏之前的销售体系。电商规模还太小, 不足以让现有的企业为了电商而打破原有的价格体系。

而未来线上价格和线下的价格会慢慢趋于统一。现在中国的某些商品的价格过高，所以出现很多网上代购，未来可能会因为线上价格的压力而让线下的价格也慢慢趋于合理化。我们看到美国亚马逊的线上价格和线下价格是差不多的，他不是依靠低价推销产品，而是依靠强大的数据库来决定价格的上浮或是下浮来销售。所以说网络肯定会对零售渠道产生影响，但是未来如果价格趋同的话，这种影响是非常小的。

对于厨电行业来说，还需要安装和售后服务，因此冲击更小一些。

**Q22: 公司对专卖店渠道的规划。**

A: 专卖店的数量已经达到原定目标，现在已经有了 1600 家，但现在看来这个数量相对目前的城镇化程度是远远不够的。比如在内蒙，很多县城在做城中村的改造，并不比沿海城市差。很多以前不适合开的区域现在完全有条件开设专卖店。

原来的设想是每个专卖店像个钉子，可以发挥多种作用，包括做橱柜、推广、销售、小型工程等，现在来看工作仍然偏慢，未来需要在数量、策略上做调整。

以前精力主要在 KA 渠道，未来希望能在三级以上市场有所作为。乡镇估计是下不去的。

网购冲击最大的是专卖店，KA 以一二线城市为主，影响倒不是特别大。

**Q23: 现在专卖店的盈利情况如何？**

A: 一级代理商比如昆明销售公司是百分百赚钱的。二级或三级代理中 90% 是赚钱的，不会出现利润很差的情况。

**Q24: 2012 年专卖店的店面数量增长和同店增长分别是多少？该渠道存在什么问题，计划如何解决？**

A: 12 年同店增长比较少，这个也是问题所在。专卖店的发展落后于预期，问题的关键还是在于代理商。总部要做的是如何激发代理商去进一步布点，而代理商要做的是如何抢占市场。之前代理商的精力主要在 KA 渠道，也有关系。公司目前正在研究，会采取一些措施弥补之前的不足，大力推进这个渠道的进展。

**Q25: 经销商的利润率有多高？直销的利润率多高？未来会如何变化？**

A: 经销商的具体利润情况不知道，但是肯定很好，一方面他们和公司合作都有十几、二十年，另一方面都能买好车好房。对于经销商来说，关键在于规模的扩大，比如每年要求增长 30%，因此如果保持利润率不变，经销商的利润也是越来越高的，只是说经销商占公司收入的比重可能下降。

**Q26: 公司对未来渠道结构的展望？**

A: 公司不希望单一渠道占比太高。历史上 KA 渠道占比最高达到过 70%，这样公司就没有话语权了。公司希望的渠道构成是网购、精装修、传统渠道等各渠道比较均衡。

**关于“名气”品牌**

- 名气品牌从去年下半年开始独立开票，之前的收入都计入了老板品牌，因此年报中披露的“杭州名气电器有限公司”收入为 2666 万元，该品牌实际销售收入为 7000 多万元。
- “名气”品牌目前规模尚小，毛利率约 40%，目前的增长策略仍以稳健为主，工作重点是培养经销商力量。预计未来 2-3 年还不足以成为公司利润增长的主要动力。利润率方面，公司有信心达到行业一般盈利水平（净利率 7-8%）。

**Q27: 名气公司定位于大众消费者，是很好的补充，但是目前销售渠道比较单一，比如网络上见不到。相比之下万和也很便宜，但也在苏宁国美销售，净利率也挺高。因此公司对名气的渠道扩展和产品定位上是否偏于保守，未来如何规划？**

A: 未来两三年公司的精力主要还是放在老板，公司认为老板品牌还有很大增长潜力。另外这和企业作风也有关系，注重和代理商、经销商共同成长、共同获益。公司目前正在做的事情不是大力扩产、铺渠道，而是让现有的经销商产生盈利、提升他们的终端竞争力。通过这两三年的发展，“名气”的速度其实并不慢，因为名气现在有 70 家左右经销商，这些经销商规模普遍较小、经验也不足，但是有个好的现象：名气的经销商没有一个是主动退出的，只有公司主动淘汰的。

公司对名气的规划是长期的，不会短期冲量。之前公司一直在做名气与老板品牌的区隔，而现在开始为名气请了那英做代言人。希望能够不断促进品牌终端零售的竞争力，谋求健康的发展。

**Q28: 名气未来的发展目标？网点的拓展、什么时候能够贡献利润？**

A: 公司希望“名气”能够健康地高增长，由于基数比较低，所以不会像老板一样只要求 30%，肯定是超 50% 的增长。本来 13 年目标定得更高，后来被董事长调低了，因为不希望名气为了短期增长而损害长远发展。估计销售额过亿后难度会有所增加。

现在的关键是怎么帮助现有的名气经销商提高卖货的能力、盈利的能力。现在名气的经销商基本都是赚钱的，只是赚得少一点；但是他们基本也能接受，因为这是一个新的品牌，开始时赚得少一点也很正常。

另外，公司要建立名气品牌自身的盈利能力，所以现在要去老板化，修改老板原有的高附加值的一些特点，这也是重要的工作。

**Q29: 名气品牌的利润率能达到多高？**

A: 目前毛利率 40 个点，预计未来会维持这个毛利率的水平。名气品牌的利润率不可能达到老板的水平，但是行业中和“名气”定位接近的万和净利率也挺高的。公司很有信心，相信名气能达到一般的厨电水平（7-8%）。而且名气现在的比例太小了，不会对公司的盈利水平产生很大的影响。

### 关于“帝泽”品牌

- 帝泽专门针对精装修渠道，去年 8 月新天地展厅开幕后接单周期较长，而成本（租金+人员）很高，因此亏损 1100 多万。今年计划完成 5000 万元订单，实现盈亏平衡。长期来看，品牌成长空间约为 3 亿元。
- 帝泽的毛利率虽达到 60%，但费用率也非常高，因此净利率不会太高。
- 更重要的是公司通过与外方家电企业进行第一次合作，在产品等方面进行学习。公司在谈判是否可以引入把一些新产品线到中国，作为老板产品线的补充。



**Q30: 帝泽 2012 年销售收入 777 万、亏损 1100 万，原因是什么？未来如何发展？**

A: 帝泽不做零售业务，只做精装修渠道，相对来说客户很密集，都是针对豪宅的房地产商。去年 8 月新天地展厅开幕，要求很快就有订单也难，毕竟地产的周期很长。去年只接了一笔订单，700 多万。帝泽有两块费用很高，一是展厅的装修和租金，二是人员费用。今年有希望做到 5000 多万，应该能够盈亏平衡。

帝泽对应的超高端市场规模估计在 10 个亿左右，未来能够占到 30% 的份额就很不错了，因此帝泽的潜力是有限的，这也可以明确告知大家。这不是帝泽单品牌的问题，德国的米勒等品牌也是这样的，进入中国已经 10 年，也就做到这个销售量。

**Q31: 怎么评价帝泽的成效？**

A: 公司做帝泽本来也没有期望带来多高的收益，当时去做这个品牌的目的一方面是符合大厨电的概念，另一方面想试水一下没接触过的市场。当时外方给了个很好的报表，说这个市场非常大，而且参与者只有 3 家，另两家都是外国直营，所以公司觉得本土公司在资源、对当地市场的了解等方面有优势。今年对 5000 万元的销售是很有信心的。

更重要的是公司通过与外方家电企业进行第一次合作，在产品等方面进行学习。公司现在也在谈，是否可以把一些产品线转移到中国，作为老板产品线的补充。

**Q32: 预计帝泽的净利率能到多高？**

A: 帝泽的净利率应该不会太高，毛利率大约 60 个点，而费用率高很多。如果能做到和老板品牌差不多就可以了。

**关于向中高端和其他品类延伸市场的规划**

**Q33: 公司未来会不会延伸到单价 2500-3500 元这个价格带，具体打算怎么做？**

A: 未来如果公司把高端做好了，那么这个区间是个很好的防御段，而且这个区间的成长是比较迅速的。为了获取更大的销售规模，这个事情是肯定要做的，但具体什么时候做要看公司和方太的竞争情况。（国金注：公司的意思应该是先把高端占稳了再谋求进一步的延伸。）公司抢占 2500-3000 元价位段并不是为了针对美的，因为美的的价格主要是在 2000 元以下的。

公司现在也有这个价位段的产品，但是竞争力不是很强。如果要做，不是简简单单把产品放进去就行了，公司的产品结构、价格体系、销售政策等都需要调整。另外也会考虑怎样把适合专卖店渠道的 2500-3000 元的产品放进专卖店。

**Q34: 公司对其他品类的发展规划？**

A: 公司几乎每年都会增加新品类，包括烤箱、微波炉、蒸汽炉等。但是在这些领域都已经存在强大的对手，所以公司之前一直是搭着卖，没有做大的推广，希望以比较小的代价换得销售。原则上这些都是辅助产品，不是主力推广的品类。

净水器的市场确实很大，但是进入的企业也很强，竞争非常激烈，公司有自知之明，不会投太多钱去发展。

## 关于利润率和费用率

- 毛利率有所下降的原因：开票方式有所调整，以前有些代理商不能开增值税发票，只能到公司开，开完要把出厂价和开票价之间的差额返回给代理商，造成毛利率高、费用率高。现在开票方式有所调整，所以毛利率和费用率都会下降一些。去年开始给代理商的返点也以出厂价折扣来实现，所以影响毛利率。真实毛利率一直是往上的。
- 母公司的净利率稳步上升，母公司的数据更能反映真实情况，因为合并时要把北京和上海的数据并进来，而合并这两个公司就是把出厂价到终端价的差额合并进来，基本没有利润，因此合并数据不是很客观。看母公司的数据更合适。
- 公司的广告投入随着收入的增长而同步增长，基本维持稳定比例。

## 关于产能

- 募投项目基本已经竣工投入使用，现在油烟机的产能可以达到 150 万台（两班倒），去年的产能大约是 90 万台。现在产能能管到 15 年，之后会上新生产线，现在已经在拿地了。
- 燃气灶现在产能 110 万台，去年销售 82 万台。但是燃气灶的生产线比较简单，以装配为主，做技改是比较容易的，因此产能问题不大。
- 消毒柜的爆发跟 03 年的 SARS 有关，之后就沉寂了。后来增长主要来自精装修渠道，因为地产一般都配三件套。小的地产商也有配两件套的。今年消毒柜的目标是增长 5% 左右。

## 关于云南市场

- 2012 年云南省 GDP 排名全国第 24 位，目前城镇化率 39.3%，整体经济发展较为落后。
- 从市场结构来看，云南市场以 KA 渠道为主。昆明市场占云南市场的 70%，在昆明 KA 渠道又占了 50%。
- 老板电器在云南市场做得很好，油烟机、燃气灶的量、额份额均列第一，消毒柜也列前二。
  - 2012 年老板电器油烟机在云南市场的零售量份额为 19.5%，同比提高 4.7 个百分点，领先第二名方太 4.6 个百分点；零售额份额为 28.6，同比提高 6.2 个百分点，领先第二名 7.3 个百分点；平均单价 3517 元，高出方太均价 302 元。
  - 2012 年回款 3000 多万元，同比增长 31%（不含工程渠道）。工程渠道增长更快。2012 年总公司的烟、灶、消实际发货总量为 2.4 万台，同比增长 29%。

图表5: 老板电器在云南市场表现良好

		零售量份额		零售额份额		单价(元)
		2011年	2012年	2011年	2012年	
油烟机	老板	14.8%	19.5%	22.4%	28.6%	3517
	方太	12.2%	14.9%	19.0%	21.3%	3215
燃气灶	老板	16.1%	22.3%	20.8%	28.6%	2022
	方太	13.8%	15.7%	20.1%	22.1%	2183
消毒柜	老板	5.4%	6.3%	9.8%	12.7%	3391
	方太	5.1%	5.0%	10.6%	10.6%	3336

来源: 中怡康, 国金证券研究所

- 老板在国美、苏宁、五星三大 KA 渠道中表现都不错。2012 年老板电器在云南的国美系统中销售额增长 15.4%，在苏宁系统中增长 23.2%，在五星系统中增长 17.8%。
- 云南省精装修工程渠道中，公司与恒大的合作已安装了 3000 套，并与云南最大的房地产商俊发地产签订了战略合作协议，计划 5 年 2 万套。
- 2013 年云南地区的战略目标和总公司一样：增长 30%、领先对手 30%、市场份额 30%。
  - 2013 年云南 KA 渠道目标：量、额、均价都要做到第一。国美系统量、额占比确保领先对手 50% 以上；五星系统量、额占比领先对手 50% 以上；苏宁系统领先对手 30% 以上。1Q13 国美系统领先对手 45%，苏宁系统已实现目标。
  - 2013 年云南非 KA 渠道目标：1) 专卖店建设：打造十家销售额超过 80 万的专卖店；2) 经销商建设：建立核心经销商，打造过百万销售额的经销商十家；3) 建材超市：全面覆盖。非 KA 渠道的发展思路：精耕细作，模式下沉，以县级市场为单位，覆盖率达 80% 以上。市场相对值目标：领先第二 25% 以上。
- 昆明代理公司的核心竞争力：
  - 团队：10 年以上的员工达到 1/3，团队稳定。公司着重打造一线销售人员、话务员、上门服务人员，加强学习、创新、变革，保持斗志，打造具有老板血统、老虎钳精神的营销铁军。
  - 服务：通过服务助力销售，打造精准快速的服务理念，要求在昆明市内、以及主要商圈的维修服务做到以 4 小时为基准，提供人性化的服务。还为客户免费上门安检、保养。（国金注：老板的安装售后是自己做的，而方太是外包的）。

**Q35: 昆明占云南市场 70%，未来另外 30% 的市场会不会增长更快？公司在云南的渠道下沉打算怎么做？**

A: 云南的发展速度落后于全国，平均滞后全国 12-18 个月。公司首先要做的是团队建设，之后才能把网络铺下去。前几年三大办事处已经在招人：曲靖辐射滇东，玉溪辐射滇南，大理辐射滇西，以三大办事处为核心，在逐步布局。

**Q36: 云南市场未来的发展空间？**

A: 未来城市外围、二三线城市的发展肯定会更快，这也让市场格局发生变化。现在昆明占了云南 70% 的市场，但是除了昆明外，云南还有 15 个二线城市，这 15 个二线城市就是未来的发展空间。希望未来能达到昆明占 30%、其他城市占 70% 的格局。云南省现在的城镇化率只有 39%，所以未来的成长空间是非常巨大的。

其他

**Q37: 2012 年公司各主要品类销量?**

A: 2012 年油烟机是 88.5 万台, 燃气灶 82 万台, 消毒柜 16 万台。

**Q38: 公司产品均价的趋势?**

A: 产品均价年年都在涨, 终端反映的数据是每年上涨 5-7%。油烟机和燃气灶的配套率很高, 已经到 90%以上, 消毒柜低一些。现在公司油烟机单价 4000 元以上, 燃气灶 2000 多元 (终端价)。

但是终端价不一定反映在公司报表上, 有部分留在经销商手中。公司定的指导价是最低价, 不管最高价, 因为高价能卖掉也是代理商的能力表现。目前来看, 还不会对经销商涨价。

**Q39: 今年年底将有大规模的解禁, 是否有安排?**

A: 金创所持股份中 60-70%是董事长的, 这部分股票不会动, 剩下的是高管, 有相关的承诺并且会遵守规定, 每年减持不超过 25%。

银创是代理商持股, 估计代理商的减持动力相当小: 一方面不缺钱, 另一方面感情上很深。合创是中层人员持股, 减持动力可能比较大, 因为有改善生活的需要, 但是量也不是很大。以前小非减持 2000 多万股, 股价也没跌。所以未来如果减 4、5 百万股应该说影响也不会很大。

**Q40: 公司打算怎么使用账上的现金?**

A: 公司的目标一直是找有助于提升公司竞争力的厨电相关项目, 包括成立帝泽等, 大原则还是围绕主业进行谨慎投资, 不会做激进的投资, 也不会去搞房地产等副业。目前看得到的可能是要建立一个生产基地, 除非找到好的并购对象。

**Q41: 公司主要是做装配, 配件采用外购, 产业链一体化的程度不高, 那么公司的产品制造优势如何体现?**

A: 产品好坏除了零配件还要看整机水平, 领先供应商的技术才是行业中真正的领先技术。而且要发挥好的整体性能, 组装也不是很简单的事情。如果做全产业链, 一方面公司觉得和广东企业相比没有优势, 另一方面也觉得做不好。老板更多是在品质掌握和售后服务上取胜。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,232	1,534	1,963	2,604	3,374	4,324	货币资金	1,075	1,023	1,120	1,486	1,832	2,383
增长率		24.5%	28.0%	32.7%	29.6%	28.2%	应收款项	214	308	464	499	647	829
主营业务成本	-559	-729	-911	-1,201	-1,565	-2,017	存货	246	291	316	477	600	746
%销售收入	45.4%	47.5%	46.4%	46.1%	46.4%	46.7%	其他流动资产	13	9	41	16	21	26
毛利	672	805	1,052	1,403	1,809	2,307	流动资产	1,547	1,631	1,940	2,478	3,100	3,985
%销售收入	54.6%	52.5%	53.6%	53.9%	53.6%	53.3%	%总资产	91.8%	85.0%	83.2%	86.5%	89.6%	92.3%
营业税金及附加	-12	-15	-22	-26	-34	-43	长期投资	0	1	1	2	1	1
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	99	248	347	341	313	283
营业费用	-421	-488	-599	-786	-1,005	-1,276	%总资产	5.9%	12.9%	14.9%	11.9%	9.1%	6.6%
%销售收入	34.2%	31.8%	30.5%	30.2%	29.8%	29.5%	无形资产	37	38	42	42	44	46
管理费用	-90	-113	-162	-211	-267	-333	非流动资产	137	288	392	387	361	332
%销售收入	7.3%	7.4%	8.3%	8.1%	7.9%	7.7%	%总资产	8.2%	15.0%	16.8%	13.5%	10.4%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	149	188	269	380	503	655	<b>资产总计</b>	<b>1,684</b>	<b>1,919</b>	<b>2,332</b>	<b>2,865</b>	<b>3,461</b>	<b>4,317</b>
%销售收入	12.1%	12.3%	13.7%	14.6%	14.9%	15.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	24	29	27	35	44	应付款项	289	374	541	704	915	1,176
%销售收入	-0.3%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	25	35	50	96	115	138
资产减值损失	0	-3	-1	-2	-3	-4	流动负债	313	409	591	800	1,030	1,314
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>313</b>	<b>409</b>	<b>591</b>	<b>800</b>	<b>1,030</b>	<b>1,315</b>
营业利润	152	210	297	405	535	696	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,371</b>	<b>1,510</b>	<b>1,727</b>	<b>2,051</b>	<b>2,416</b>	<b>2,988</b>
营业利润率	12.4%	13.7%	15.1%	15.6%	15.9%	16.1%	少数股东权益	0	0	14	14	14	14
营业外收支	4	8	10	15	16	16	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,684</b>	<b>1,919</b>	<b>2,332</b>	<b>2,865</b>	<b>3,461</b>	<b>4,317</b>
税前利润	156	218	307	420	551	712	<b>比率分析</b>						
利润率	12.7%	14.2%	15.7%	16.1%	16.3%	16.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-22	-31	-45	-63	-83	-107	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.0%	14.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.120	1.169	1.047	1.396	1.830	2.363
净利润	134	187	262	357	469	605	每股净资产	8.569	5.899	6.746	8.012	9.439	11.672
少数股东损益	0	0	-6	0	0	0	每股经营现金净流	0.725	0.535	1.266	1.508	1.827	2.353
归属于母公司的净利润	134	187	268	357	469	605	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	10.9%	12.2%	13.7%	13.7%	13.9%	14.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.80%	12.38%	15.52%	17.43%	19.39%	20.25%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.98%	9.74%	11.49%	12.47%	13.54%	14.01%
净利润	134	187	262	357	469	605	投入资本收益率	9.35%	10.72%	13.19%	15.64%	17.60%	18.54%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	9	14	26	41	63	67	主营业务收入增长率	31.84%	24.54%	27.96%	32.68%	29.55%	28.17%
非经营收益	1	0	-1	-14	-16	-16	EBIT增长率	59.70%	26.36%	42.69%	41.36%	32.41%	30.18%
营运资金变动	-23	-64	36	2	-48	-53	净利润增长率	64.17%	39.19%	43.34%	33.34%	31.09%	29.13%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>121</b>	<b>137</b>	<b>324</b>	<b>386</b>	<b>468</b>	<b>602</b>	总资产增长率	159.76%	13.95%	21.51%	22.85%	20.78%	24.75%
资本开支	-37	-141	-166	-19	-18	-19	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-30	-1	0	0	应收账款周转天数	27.7	26.8	26.4	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	143.9	134.6	121.7	145.0	140.0	135.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-37</b>	<b>-141</b>	<b>-196</b>	<b>-20</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	应付账款周转天数	77.5	83.0	99.6	89.0	90.0	90.0
股权募资	908	0	0	0	-70	0	固定资产周转天数	21.6	29.3	64.5	47.7	33.8	23.8
债权募资	0	0	20	0	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-88	-48	-51	0	-33	-33	净负债/股东权益	-78.39%	-67.74%	-64.32%	-71.94%	-75.38%	-79.35%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>820</b>	<b>-48</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>-103</b>	<b>-32</b>	EBIT利息保障倍数	-47.4	-7.9	-9.1	-13.9	-14.4	-14.8
<b>现金净流量</b>	<b>904</b>	<b>-52</b>	<b>97</b>	<b>366</b>	<b>346</b>	<b>551</b>	资产负债率	18.60%	21.33%	25.36%	27.93%	29.78%	30.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	17	21	23	60
增持	0	6	6	7	26
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.26	1.24	1.24	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-01-17	增持	16.65	19.00 ~ 21.00
2 2012-04-25	增持	17.16	19.09 ~ 22.24
3 2012-07-27	增持	17.55	19.09 ~ 22.24
4 2012-08-13	增持	17.76	19.09 ~ 22.28
5 2012-10-26	买入	17.11	19.80 ~ 22.28
6 2013-01-17	买入	23.09	23.32 ~ 25.92
7 2013-03-27	买入	26.19	30.90 ~ 32.60
8 2013-04-11	买入	26.38	32.94 ~ 34.77

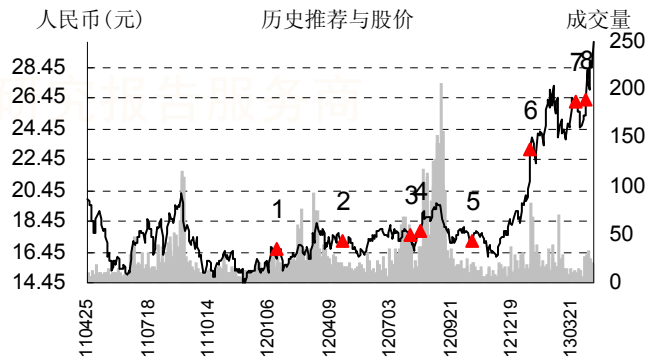
来源：国金证券研究所

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



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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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