

格力电器 (000651.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): 27.54元

高管对今年收入 1200 亿和净利润百亿有信心

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)	2,986.21
总市值(百万元)	828.37
年内股价最高最低(元)	29.71/19.79
沪深 300 指数	2609.61
深证成指	9307.15



相关报告

1. 《1Q 净利润增长不达 20%是因预提销售费用》，2013.5.1
2. 《1Q 低于预期主要因行业销售平淡，期待旺季》，2013.4.12

蔡益润 联系人

(8621)61356501
caiyr@gjq.com.cn

王晓莹

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.858	2.453	2.939	3.506	4.183
每股净资产(元)	6.25	8.87	11.31	14.31	18.00
每股经营性现金流(元)	1.19	4.63	3.68	4.25	6.47
市盈率(倍)	9.30	10.39	9.37	7.86	6.22
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	12.97	12.97	12.97
净利润增长率(%)	22.48%	40.92%	19.81%	19.26%	19.31%
净资产收益率(%)	29.75%	27.66%	25.99%	24.49%	23.24%
总股本(百万股)	2817.89	3007.87	3007.87	3007.87	3007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

5月20日我们参加了格力年度股东大会，并与高管进行了沟通，纪要下附。

投资要点

- 今年收入 1200 亿元、净利润和税收双双过百亿的目标不改: 董事长董总会上多次明确表示, 除非有重大不可预知的问题, 公司不改变今年收入、净利润和税收三项目标; 公司第一大客户河南格力销售公司的郭总也表达了对完成今年销售任务的信心。公司表示今年 1-5 月空调销售增长受南方多雨影响确实较弱, 但是目前库存并不高(工厂+销售公司库存合计 300 多万台), 且最近部分地区天气开始变热后销售开始井喷, 如果 6、7 月天气能热起来, 下半年增速加快没有问题。
- 公司调整渠道的目的是让渠道能更好地贯彻总部指令, 提高服务能力, 且强调管理层一定会对投资者负责: 对于媒体上对格力渠道的种种报道, 董总强调公司要求销售公司负责人做到服务市场和绝对服从公司指令, 如做不到就会更换; 北京格力盛世恒兴贸易公司和上市公司没有直接或间接关系, 格力高管也没有股份; 公司调整渠道的目的是把过去单一省份的公司组合起来, 有利于进一步规范全国的营销标准, 调控全国市场。公司强调对投资者负责, 不允许任何管理干部有“自留地”现象出现。
- 新产品反渗透膜净水器将成为优于传统小家电的新增长点: 净水机的单价高, 未来随着人们的健康意识不断提高, 行业发展空间很大; 同时品牌份额仍很分散, 尚未出现真正的龙头企业, 新进入者仍有机会。格力净水机采取反渗透膜技术, 是目前较好的一种净水技术, 且格力的终端数量多, 有利于产品推广, 未来有可能成为优于传统小家电的一个新增长点。

盈利预测与投资建议

- 由于气候难把握(7月可确认), 我们暂维持预测, 期待公司再超预期: 预计 13-15 年收入 1185、1387、1585 亿元, 增速 18.3%、17.2%、14.3%; EPS 为 2.94、3.51、4.18 元, 净利润增速 19.8%、19.3%、19.3%。
- 维持买入建议, 上调目标价: 公司在今日股东大会上的信心表态超市场预期, 刺激股价上涨后现价 27.54 元(9.4X13EPS) 仍低于美的的 10X13EPS, 考虑业绩还有望超预期, 6-12 月合理价格按 12-13X13PE 为 35.3-38.2 元, 还有 28-39% 空间(今年至少有望达到下限)。现价不论基于公司中长期发展还是基于短期对旺季旺销行情的期待都建议继续买入。

风险提示

- 气候作为一种不可抗力可能影响公司今年销售目标的达成。

内容目录

关于公司今年和未来的发展目标和空间	3
关于家用空调业务	3
关于出口业务	4
关于库存	4
关于渠道	5
关于中央空调	5
关于毛利率、费用率及其他财务问题	6
关于冰箱、净水机和小家电	7
其他	8
附录：三张报表预测摘要	9

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
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

关于公司今年和未来的发展目标和空间

董总表态，今年公司的预期目标（收入 1200 亿，净利润过百亿，税收过百亿）不变，除非有重大不可预知的问题，否则三个目标不予调整。

格力坚持在技术创新里面不再满足于修修补补，而是创造前所未有的新技术。

为了进一步走向世界，今年在内部体系里面做了几大决策，第一是快速提高人均效率，达到人均年产 300 万；第二是干部队伍建设，管理者要有极高的管理能力和榜样力量；第三是对全部员工进行再造，要求每个员工能够跟上公司提高效率、自动化的进程。

今年格力成立了技术工程学院，又成立了自动化研究院，希望在技术上有更大的突破，有更好、更先进、成本更低的材料来替代所需要的材料。成立自动化研究院，公司的技术系统给自己提出极度挑战：第一、卖出的空调在两年内不需要售后服务，提供“没有售后的售后服务”；第二、希望通过结构调整、标准化建设，进一步降低成本；第三、产品要求和别人的没有可比性，无论内涵还是外在都要做到差异化。

Q：今年 1Q13 的增长没达到 20%，所以为了达到 1200 亿目标，后面的增长一定要高于 20%，如何达到？二季度现在情况如何？

A：今年确实压力很大，1-5 月份南方天气不给力，对公司有很大挑战。但是刚性需求还是在的，格力的优势也很明显。广州销售公司老总就反映，这几天一热起来，销售量就有很快的增长。公司 1-5 月终端出货也仍然有增长。

Q：今年 1200 亿销售目标是否包含净水机和冰箱？

A：到年底大家可以看得到，可能含也可能不含。冰箱因为压缩机由公司提供，不含好像也没道理。

Q：五年 2000 亿目标的实现是否包含多产品的考虑？

A：这个目标没有包含多元化的发展。后面还可能新的增长点，上游核心技术中可能有新产品开发出来。

Q：五年 2000 亿的目标是如何规划的？

A：只是在空调领域的规划。

Q：公司的发展空间如何分析？

A：格力的发展不是靠简单提价来提高利润，而是要合理定价。

未来的发展空间在于中央空调。今年公司生产的中央空调的质量有很大提高，现在还没有客户提出维修。另外还有热泵一体机等，可以采暖、制冷、供热水。公司认为中央空调的空间很大，在从单元机向多联机方向发展。

Q：今年北京春天很短，很快进入夏季，挺热的。未来格力是不是会变成靠天吃饭的企业？

A：空调的销售和天气肯定有关，但是从企业来说，最有价值的是创造新的市场。空调不仅是制冷制热的问题，还可以包括空气净化、甚至一些没想到的功能。从这个角度来说，空调也不是只取决于天气。另外公司也会想很多办法影响产品的销售。

关于家用空调业务

Q：关于变频空调的新标准，有说 6 月 1 日开始实施，有说 9 月开始，公司了解的情况如何？如果实施对格力渠道里的库存的销售是否有影响？

A: 公司也在关注变频新标准的执行时间。按照审批和执行流程来说, 标准是批准后 6 个月开始实施, 而现在还没有批准, 仍在报批阶段。即使批了, 还有 6 个月缓冲。现在格力已经做好了针对新标准的准备工作。

新标准是 APF 标准, 和老标准的区别主要是老标只算制冷能效, 而新标既算制冷也算制热, 这要求产品的设计有改变, 特别是对热功能改变较多。新标更为全面, 有助于促进变频空调的发展。

从产品来说, 三级能效的新标和老标变化不大, 设计上只要少许变化即可, 一级和二级变化比较大。如果有影响, 主要在一级和二级。

Q: 空调现在价格越来越高, 而且和电视机相比也不再便宜, 未来继续提价有没有压力?

A: 空调价格偏贵认为物有所值, 电费 2-3 年就赚回来了。

Q: 公司的变频空调占比多高?

A: 占比在逐年提高, 相信通过一两年很可能达到 80% 以上。

Q: 今年一季度对河南和浙江销售公司的销售占比只有全年关联交易合同预计的 14%, 显得偏低, 请问郭总对河南市场的空调销售情况和对市场的看法?

A: 总体来说, 今年格力仍然在增长, 在今年的天气情况下能报出这样的增长实属不易。

关于第一季度的收入占比较低的问题, 今年春节在 2 月, 所以几乎 2 月一个月销售不力。

但对董总提出的 1200 亿目标很有信心。真正的销售旺季还是 6-8 月份, 俗话说“有一冷就有一热”, 所以后面猛增长的可能还是有的, 经销商也是卯足了劲。到 7 月底, 13 冷年就要结束了, 要进入新冷年。每年冷年开局都有很好的销售政策出台, 所以经销商都在准备汇款、提货, 特别是华北地区冬季也是旺季, 5、6 月份是在上升, 8、9、10 月也在上升。

Q: 特种空调的研发情况?

A: 有些产品已经离开了舒适性范围, 比如工业用、冷链用产品。格力为此已经做了很多年工作, 在这个领域发展也比较好, 几乎一般的民用领域技术都完成开发了。目前也有很多工厂用的空调订单, 另外还有军用空调。很多产品已经进入实际应用过程。

关于出口业务

Q: 公司的出口盈利情况? 公司如何布局国际业务?

A: 过去出口几乎没利润, 现在有了明显改善, 主要来源自主品牌的出口增加, 以及技术升级。消费者也在从注重价格向注重质量转变。现在公司在加快自主品牌的出口, 还要两三年应该能有明显改观, 现在是初见成效。

Q: 越南公司为什么全部计提减值准备? 对未来开拓海外市场有何启示?

A: 格力在越南作为小股东, 也是对海外市场的一种探索, 合作过程中对方有不诚信的行为, 所以格力退出了。但不意味着格力的产品和品牌退出越南市场, 而是换一种方式去做。

公司觉得现在应该走向法制更为完善的市场, 而不是只追求劳动力成本低的市场。有市场才有工厂的原则不变。越南有市场但不适合做工厂, 可以用别的途径做。

关于库存

Q: 公司的库存水平是否上升?

A: 2 万经销商，一家 10 台库存就有 20 万库存，何况空调的品种很多。渠道里的库存不是库存，是周转。一年 4000 万台的销量，400 万台的周转是合理的，而现在公司只有 100 多万台库存，还担心如果天气暴热的话货供不上（该口径是公司口径，加上渠道估计共 300 多万台）。

今年还在推净水机，原因是注重健康，觉得格力净水机未来都能做到上百亿。

关于渠道

Q: 公司渠道的发展策略？

A: 渠道政策的目的是双赢，当商家有一定控制力的时候，会挤压上游，如果一直挤压上游，就会迫使厂家偷工减料。哪个销售公司不符合格力共赢思路的，就要清掉。

格力 20 多个销售公司的老总，80%的老总换了新人，更换的原因是格力坚持一个原则：销售公司要服务于市场，而且要绝对服从总公司的指令，如果做不到这一点就换。

公司要把旗舰店做得更加细致，从 500 平向 1000 平发展，强调客户体验，并和校园教育结合起来。

Q: 渠道是格力重要的核心竞争力，公司现在对渠道进行调整的初衷是什么？

A: 调整的目的是提高渠道效率和可移植性，提高服务消费者的能力。

Q: 渠道创新的具体内容？北京格力盛世恒兴贸易公司和上市公司的关系？

A: 公司的渠道的包容性、竞争力、统一性在加强，比如在中心城市包括长沙、上海、武汉等地开了大型体验店，让消费者感受到格力产品的创新。只有格力有实力做这种大型体验店。这个带来的效果也是很好的。消费者很容易感受到格力产品的优势。

盛世恒兴公司和上市公司没有直接或间接的关系。过去是单一各省份的公司，为进一步规范全国的营销标准，所以把各大公司组合起来，成为总的公司，有利于对全国市场的调控。

Q: 冰箱进入格力销售渠道带来的影响？

A: 冰箱进入渠道是良性的，有助于平滑季节性的影响。

Q: 网购能否改变空调分区域的销售方式？

A: 空调不是纯粹的标准化产品，需要事前设计和事后安装等服务。现在公司在做网购尝试，但是仍然和区域的物流和服务紧密结合在一起。未来要根据前阶段的效果来深化改善，现在还是区域化的。

关于中央空调

Q: 格力成立了新公司“珠海格力暖通制冷设备有限公司”，这个公司是否放在上市公司？暖通新业务的拓展情况如何，什么时候实现规模销售？公司有双极变频压缩技术，是否带来高毛利率？

A: 建暖通公司是为了提高技术研发和制造能力。原来技术比较单一，主要是离心机，现在技术升级，很快磁悬浮离心机就要面市。设立这个公司是为了进一步提高技术，没有其它意义，100%属于上市公司。

双极压缩机是公司非常自豪的技术，特别在非洲，客户定点指名要格力的产品，因为只有格力可以在 40-50 度高温有很好的制冷效果。公司不会用这个来赚取暴利，但如果同行来买，这个压缩机没有 2000 块一台是不会卖的。

Q: 中央空调的压缩机向外部采购还比较多, 公司的压缩机产能什么时候能达到自己供应? 中央空调是否存在 OEM 市场, 毕竟大金之类的公司都有自己的产能? 什么时候会加快中央空调的国际化?

A: 中央空调领域很宽, 公司不可能包干所有产品, 所以公司在量大的通用产品里可以做到压缩机自给自足, 特殊产品里的压缩机用外购。

中央空调在中长期内都不存在 OEM 市场的问题。包括国外的开利、约克发展了上百年, 也没有采用 OEM, 最多在中国有合资公司。

公司一直在做中央空调的国际化, 以往主要是出口低端产品、第三世界国家, 现在向高端产品、欧美市场走。

Q: 中央空调的毛利率是不是比较高? 公司的压缩机和大金相比如何?

A: 毛利率是相对的, 如果毛利高、费用也高, 那也没有落到投资者手中, 所以还是要看净利率。

另外毛利率高低并不是家用或商用的问题, 而是技术含量的问题, 比如双极压缩机只有公司有, 毛利率当然高。

可以说, 公司现在的技术领先于行业, 但是还要改变消费者的观念问题。可以说公司充分掌握了开发压缩机的技术本领, 比如双极压缩机, 公司有、大金没有, 这样就没有可比性。

Q: 中央空调的销售渠道?

A: 采取多样化的渠道, 可以单独销售也可以与家用空调联合销售, 但一定是在格力的销售体系下。

Q: 关于集中供暖方案。

A: 关于采暖问题, 中国空调基本是作为制冷来用。北方采暖靠燃气燃煤, 造成能耗高、污染大的问题。热泵技术的发展可以为采暖领域做贡献, 格力在这方面有很多新技术。比如去年直流变频离心机在石家庄取得了很好的效果, 一年下来实际发生的费用只有 9 块多每平方, 远低于传统集中采暖费用 (每个采暖季大于 22 块/平方, 国家还要补贴)。现在公司在北方接到了很多离心机的订单。

另外公司还关心长江流域的采暖。中国这个地区没有暖气, 大家都盯着这个市场。双极压缩机技术为长江流域的采暖打下很好的基础, 已经开发出用于这个领域的产品。

Q: 北方采暖方面, 地源热泵、水源热泵、多联机的技术比较和技术趋势?

A: 北方还是会走集中供暖, 不会走到多联机这样一家一户供暖的程度。

集中式供暖除了地源、水源, 还有其他供暖来源, 比如废水、工业温水等, 通过技术把这些热能利用起来。

格力作为专业化企业, 都拥有这些技术能力, 只是根据不同地区的情况投放不同产品。

关于毛利率、费用率及其他财务问题

Q: 3Q12 以来公司的销售费用走高, 预收账款走低的原因?

A: 费用高很正常, 公司在加大宣传推广力度和专卖店建设, 但是费用提高不是一定会减少净利润, 两者不是此消彼长。

预收走低很正常, 因为 2013 冷年快结束了, 这时如果预收还很高反而说明发货不正常。

Q: 美的的“每晚一度电”产品销售不错，公司如何看待？如果天气一直不热，是否会通过价格战来去库存？公司 1Q13 销售费用上涨，有没有考虑到和美的的营销竞争？

A: 美的的“每晚一度电”是实验室数据，消费者达不到那样的使用条件。如果按照同样的标准测试，格力只需要 0.8 度电。

今年 1-5 月，公司对市场的判断是比较审慎的，但是全年天气都不热的极端情况应该说历史上都还没有遇到过。

另外，公司的目标也不是针对美的，美的的转型是否成功并不是一个季度就能证明的。公司会针对市场情况做调整，和单个企业的关系不大。

Q: 格力电器财报有一项“预提渠道返利”在去年和 1Q13 大幅增加，现在余额已经到了 170 亿，直接影响利润，为什么？是否和节能补贴退出有关？

A: 销售费用的增加和利润并不是矛盾的，公司的利润水平在行业里面是比较高的。渠道费用主要是体现了对市场的调控、对未来预期的管理和渠道建设的要求。这是良性的循环，反映了对未来市场的看法。而且也需要根据市场情况来调整。

Q: 今年财务公司的利息收入快 8 个亿，12 年增长也很快，请问财务公司最近的业务情况？

A: 财务公司的经营情况很好，去年银监局和人民银行扩大了它的经营范围，带来了自然增长，所以运营好是很正常的。财务公司主要是围绕整个产业链做融资和服务工作，现在人行批的贷款再融资规模是 40 多个亿。另外结构在优化，以往只有同业存款收入，现在上下游互动打开了业务增长空间。

Q: 公司如何控制外汇衍生品的交易过程？

A: 首先有董事会和股东大会的授权，其次公司有严格的内控体系，包括合约的金额、期限。公司的目的不是为了盈利，而是控制外汇波动的风险，所以额度都是围绕未来收款的额度来控制。另外公司也做了反向对冲，有助于规避风险。

关于冰箱、净水机和小家电

Q: 格力一直是空调的专家，现在进入净水机和冰箱，是否表示经营战略发生调整，向多产品发展？

A: 格力走专业化的战略绝不调整。渠道出现冰箱的原因是公司掌握上端的核心技术，晶弘冰箱的所有核心部件和模具都由公司来提供。尽管不是公司生产，但灵魂在公司。

这不会影响到空调的技术研发，因为两者有共通之处。

Q: 晶弘冰箱对经销商有没有资金压力？

A: 没有感受到有压力，因为晶弘的上游核心部件压缩机、电机、控制器均来自格力。公司的专业化道路不变，但强调对上端核心部件的管控。

现在晶弘冰箱卖了 160 万台，目前没有一台维修，产品的品质也逐渐被市场接受。希望未来 3-5 年能做到 500 万台。

Q: 净水机为什么用格力品牌，而不是用别的品牌做？会不会模糊消费者心智？

A: 可以直观感受到格力净水机的好处，喝了矿泉水再喝格力的净水，口感有区别。

做净水机的原因不是作为新的增长点，而是看到的听到的问题太多，所以出于对健康的需求，下决心做净水机。

投资者提的建议很好，如果认为净水机可以不用格力品牌，那就不用。格力对于小家电的管理和技术是独立的，有独立的系统做小家电市场。其实公司几年前已经有了“大松”商标，新冷年会开始用新商标做小家电。

Q: 净水机技术和空调不太相关?

A: 水和空气是相关的。技术上还是有些东西是相通的，格力在很多年前就研究过空气的氧气分离问题，增加空气中氧气的含量。这两项技术，水的分离和空气的分离是有相通的。加以改造就可以对水进行处理。就是分子大小的问题。

其他

Q: 郑州、武汉、石家庄的基地建设目前是微利或亏损，目前进程如何?

A: 去年刚投产，投入比较大，产能也没有达到设计值，所以盈利不太好，今年应该能把产能优势和运输成本优势发挥出来。

Q: 公司会不会考虑中期分红?

A: 如果股民都要求，可以考虑。公司要对投资者和员工负责，一直坚持分红。去年分红高是因为效益好，回报股东。

Q: 关于董总的退休和接班人的问题。

A: 希望在任期间更多做组织架构、管理模式的文章，让年轻人有更多机会，觉得退休不是问题。

Q: 格力高管的激励机制是否能更灵活一些，让大家不要担心高管在外面有自留地?

A: 相信格力所有高管不是因为薪酬高低来做公司业务，而是当事业在做。薪酬不是绝对因素，不是薪酬低就搞自留地，薪酬高就不搞。公司不允许这种行为存在。

公司明确规定十二字方针（公平公正、公开透明、公私分明），管理干部队伍。比如中层干部在一些配套企业有关系，这种企业不能为格力做配套。

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)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	60,807	83,517	100,110	118,456	138,690	158,529
增长率		37.3%	19.9%	18.3%	17.1%	14.3%
主营业务成本	-47,474	-68,150	-73,434	-86,620	-100,703	-114,407
%销售收入	78.1%	81.6%	73.4%	73.1%	72.6%	72.2%
毛利	13,333	15,367	26,676	31,836	37,986	44,122
%销售收入	21.9%	18.4%	26.6%	26.9%	27.4%	27.8%
营业税金及附加	-539	-498	-590	-711	-832	-951
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-8,410	-8,050	-14,626	-17,295	-20,526	-23,779
%销售收入	13.8%	9.6%	14.6%	14.6%	14.8%	15.0%
管理费用	-1,978	-2,783	-4,056	-4,738	-5,548	-6,341
%销售收入	3.3%	3.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,406	4,035	7,404	9,092	11,080	13,050
%销售收入	4.0%	4.8%	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%
财务费用	309	453	461	611	1,077	1,473
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-100	21	-66	-43	-47	-46
公允价值变动收益	69	-58	247	0	0	0
投资收益	62	91	-20	35	0	0
%税前利润	1.2%	1.4%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%
营业利润	2,747	4,542	8,026	9,695	12,110	14,477
营业利润率	4.5%	5.4%	8.0%	8.2%	8.7%	9.1%
营业外收支	2,310	1,786	736	800	405	450
税前利润	5,056	6,329	8,763	10,495	12,515	14,927
利润率	8.3%	7.6%	8.8%	8.9%	9.0%	9.4%
所得税	-753	-1,031	-1,317	-1,574	-1,877	-2,239
所得税率	14.9%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,303	5,297	7,446	8,921	10,638	12,688
少数股东损益	27	60	66	80	94	108
归属于母公司的净利润	4,276	5,237	7,380	8,841	10,544	12,580
净利率	7.0%	6.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	4,303	5,297	7,446	8,921	10,638	12,688
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	548	612	1,044	1,020	1,085	1,143
非经营收益	-567	-198	-1,175	-767	-356	2,509
营运资金变动	-3,693	-2,359	11,094	1,885	1,412	3,123
经营活动现金净流	592	3,353	18,409	11,059	12,780	19,464
资本开支	-2,481	-4,772	-3,602	2,244	-695	-550
投资	-415	1,074	1,006	-30	-30	-30
其他	1,010	930	-58	35	0	0
投资活动现金净流	-1,887	-2,767	-2,654	2,249	-725	-580
股权募资	0	0	3,198	0	0	0
债权募资	2,217	3,296	-1,834	-1,392	0	0
其他	-3,709	-4,257	-528	-69	-1,554	-1,553
筹资活动现金净流	-1,492	-961	835	-1,461	-1,554	-1,553
现金净流量	-2,787	-375	16,590	11,847	10,501	17,331

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	15,166	16,041	28,944	29,847	40,348	57,679
应收款项	23,567	35,526	36,057	42,242	49,457	56,532
存货	11,559	17,503	17,235	20,287	23,585	26,794
其他流动资产	4,240	2,685	2,851	2,450	2,788	3,116
流动资产	54,533	71,756	85,088	94,826	116,178	144,122
%总资产	83.3%	84.4%	79.1%	80.0%	83.0%	88.2%
长期投资	2,677	17	2,880	1,890	1,920	1,950
固定资产	5,629	9,872	14,997	14,867	14,680	14,439
%总资产	8.6%	11.6%	13.9%	12.5%	10.5%	8.8%
无形资产	1,066	1,670	1,683	2,487	2,735	2,880
非流动资产	10,900	13,249	22,471	23,755	23,846	19,270
%总资产	16.7%	15.6%	20.9%	20.0%	17.0%	11.8%
资产总计	65,433	85,005	107,559	118,580	140,025	163,392
短期借款	1,900	4,916	6,034	0	0	0
应付款项	35,736	49,370	52,720	61,739	71,965	81,947
其他流动负债	10,580	9,656	20,076	19,280	21,365	23,566
流动负债	48,217	63,942	78,830	81,019	93,330	105,513
长期贷款	1,854	2,582	984	984	984	984
其他长期负债	64	59	172	85	85	85
负债	50,134	66,583	79,987	82,089	94,400	106,583
普通股股东权益	13,298	17,601	26,743	34,013	43,053	54,130
少数股东权益	709	770	837	983	1,077	1,185
负债股东权益合计	64,142	84,955	107,567	118,580	140,025	163,392

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.517	1.858	2.453	2.939	3.506	4.183
每股净资产	4.719	6.246	8.891	11.308	14.314	17.996
每股经营现金净流	0.219	1.191	6.120	3.677	4.249	6.471
每股股利	0.300	0.500	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	32.15%	29.75%	27.59%	25.99%	24.49%	23.24%
总资产收益率	6.67%	6.16%	6.86%	7.55%	7.61%	7.77%
投入资本收益率	11.49%	13.04%	18.10%	21.43%	20.84%	19.67%
增长率						
主营业务收入增长率	42.62%	37.35%	19.87%	18.33%	17.08%	14.30%
EBIT增长率	-16.96%	67.72%	83.48%	22.80%	21.86%	17.78%
净利润增长率	46.76%	22.48%	40.91%	19.81%	19.26%	19.31%
总资产增长率	29.66%	32.45%	26.62%	19.56%	18.08%	16.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	5.8	5.3	5.5	5.5	5.5
存货周转天数	67.5	78.3	86.8	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	97.8	78.8	95.2	112.0	112.0	112.0
固定资产周转天数	33.3	33.7	46.3	39.4	33.6	29.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.99%	-46.59%	-80.45%	-82.51%	-89.22%	-102.51%
EBIT利息保障倍数	-7.8	-8.9	-16.0	-14.9	-10.3	-8.9
资产负债率	78.16%	78.37%	74.36%	70.11%	68.14%	65.83%

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	1	15	25	27	72
增持	0	2	2	2	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.09	1.08	1.13

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 2012-07-17	增持	22.18	26.37 ~ 26.42
2 2012-08-24	买入	20.13	23.60 ~ 26.40
3 2012-10-08	买入	21.09	24.40 ~ 26.95
4 2012-10-31	买入	23.09	25.63 ~ 28.48
5 2012-12-07	买入	22.54	25.63 ~ 28.48
6 2013-01-18	买入	28.30	31.00 ~ 32.59
7 2013-04-12	买入	26.20	31.55 ~ 32.34
8 2013-05-01	买入	26.00	31.56 ~ 32.33

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	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