

老板电器 (002508) \ 家用电器

——老板电器强者愈强

事件：公司发布年报，2016年实现营业收入57.9亿元，同比增长27.56%，实现归属于母公司所有者的净利润12.06亿元，同比增长45.32%。

投资要点：

- 受益于近2年以来的房地产热销后装修市场的增长，国内厨电行业整体保持平稳增长，2016年国内厨电零售规模达627亿元，同比增长7.9%。竞争格局上行业弱者被淘汰，据奥维云网数据显示：2016年烟灶消三大品类线上线下市场共计减少了123个品牌，市场份额进一步向强势企业集中。
- 公司作为品类龙头的领导地位更趋突出：吸油烟机零售量、零售额的市场份额分别为17.11%、24.65%，燃气灶零售量、零售额市场份额分别为15.37%、22.60%，均持续保持行业第一。
- 公司的核心竞争优势在于其在消费者中确立的行业第一高端品牌形象，以高端定位成为消费者首选，因此公司打造核心竞争力必须围绕着巩固高端来展开，从公司2016年的经营情况看，公司在产品创新、技术升级、广告投入上有力的巩固了行业第一高端品牌形象，进一步确立了公司竞争优势。
- 线上市场和三四级市场成为公司新的市场区域增长点，嵌入式产品的快速增长和洗碗机、蒸箱有望成为公司增长新动力；
- 不畏原材料成本上涨，公司通过费用管理和产品涨价维持了突出的盈利能力；
- **盈利预测与投资结论：**我们认为房地产的降温滞后影响期要到1-2年后，故预计公司未来2年收入增长率仍可维持25%左右、毛利率假定为56%左右，则预测公司2017-2019年EPS为2.03,2.49,2.93元，估值合理，予以“推荐”评级。
- **风险提示：**房产装修需求低于预期、新品类推广不力

投资建议：**推荐**

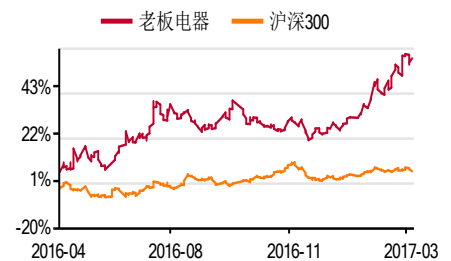
当前价格：**49.6元**

目标价格：**元**

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 730/716 |
| 流通A股市值 (百万元) | 35,500 |
| 每股净资产 (元) | 5.66 |
| 资产负债率 (%) | 35.70 |
| 一年内最高/最低 (元) | 50.00/29.64 |

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S05905101240001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

钱建

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 4,542.72 | 5,794.90 | 7,417.47 | 9,346.01 | 11,589.05 |
| 增长率 (%) | 26.58% | 27.56% | 28.00% | 26.00% | 24.00% |
| EBITDA (百万元) | 949.01 | 1,406.02 | 1,788.13 | 2,165.53 | 2,531.68 |
| 净利润 (百万元) | 830.49 | 1,206.83 | 1,481.30 | 1,814.58 | 2,140.36 |
| 增长率 (%) | 44.58% | 45.32% | 22.74% | 22.50% | 17.95% |
| EPS (元/股) | 1.14 | 1.65 | 2.03 | 2.49 | 2.93 |
| 市盈率 (P/E) | 43.60 | 30.00 | 24.45 | 19.96 | 16.92 |
| 市净率 (P/B) | 11.42 | 8.77 | 6.85 | 5.41 | 4.33 |
| EV/EBITDA | 23.55 | 23.89 | 18.40 | 14.49 | 11.95 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

1. 厨电行业发展态势有利于龙头

受益于近2年以来的房地产热销后装修市场的增长，国内厨电行业整体保持平稳增长，中怡康零售监测报告显示，吸油烟机、燃气灶零售额分别为384亿元、236亿元，分别增长12.3%、9.8%。

油烟机方面，据中怡康监测零售量为1759万台，增长7.5%。产品的高端化趋势延续，智能产品渗透率大幅提升，T型油烟机在线上市场的销售额同比增长36.7%，塔形机在线下市场的销售额同比增长30.4%。智能油烟机产品产生了较高的附加值，平均单价高于整体市场20%。

燃气灶方面，全年销售2210万台，增长5.1%。“触控”、“聚能+明火”成为流行趋势，“黑玻璃嵌入式双眼灶”为市场首选，但产品同质化严重，作为油烟机的附属品不受厂家和消费者，品类创新速度缓慢，国外市场常见的多眼灶、电磁灶、多功能灶在国内渗透率极低。我们预期集成灶有望逐步提高渗透率。

消毒柜方面，线上市场小型的立式以及台式消毒柜畅销，28L台面柜销量同比翻番；线下市场，100L以上嵌入式消毒柜市场份额则进一步扩大。同时，随着烟灶领导品牌向消毒柜类市场的扩张渗透，强化品类套购的理念和消费方式，致使专业消毒柜品牌面临巨大压力，消毒柜市场有可能被烟灶龙头强烈挤占。

在行业整体竞争格局上，行业弱者进一步被淘汰出局，据奥维云网数据显示：2016年烟灶消三大品类线上线下市场共计减少了123个品牌。市场份额进一步向强势企业集中。

随着房地产市场的降温，预计自2017年下半年起厨电市场增速将有所放缓，原材料成本全面上涨也将推动行业产品均价进一步提升，以智能化为标志的高端化趋势将日趋加速，智能产品的溢价率日益凸显。同时，厨房电器新品类的关注度、认可度逐步提高，嵌入式产品延续2015年强劲增长的势头，厨房电器配套率有所提升。根据中怡康嵌入式零售监测报告显示，2016年嵌入式电烤箱、嵌入式蒸汽炉、嵌入式洗碗机零售额分别实现了41.70%、58.41%、138.27%的快速增长。

市场规模方面，根据奥维云网的预测，预计2017年国内厨电市场零售规模达到663亿元，增长5.7%；销售量达到6200万台。价格上，根据中怡康零售监测报告显示，2016年吸油烟机均价同比上涨8.01%、燃气灶均价同比上涨5.93%。13个品牌油烟机的平均单价超过了2000元/台，其中方太的平均单价最高，为4385元/台；其次是老板，为4154元/台；西门子和帅康以3996元/台和3001元/台的平均单价位居第三、四位。其他品牌的平均单价都在3000元/台之下。

2. 公司作为品类龙头的领导地位更趋突出

2016年油烟机市场老板电器以240万台的销售量位居第一，远远高出其他的品牌。作为第一梯队的优势地位是压倒性的。

按公司统计口径，公司吸油烟机零售量、零售额的市场份额分别为17.11%、

24.65%，燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 15.37%、22.60%，均持续保持行业第一。嵌入式烤箱零售量、零售额的市场份额分别为 22.51%、21.66%，嵌入式蒸汽炉零售量、零售额的市场份额分别为 23.21%、20.73%，嵌入式微波炉零售量、零售额的市场份额分别为 23.93%、31.74%，均位列行业第三。公司不仅在传统优势领域保持优势，在烤箱、蒸汽炉、微波炉等新进领域也快速进入前三，反映了公司强大的品牌优势及对新品类市场的拓展力。

3. 公司持续在产品创新、技术升级、广告投入上巩固行业第一 高端品牌形象

公司的核心竞争优势在于其在消费者中确立的行业第一高端品牌形象，以高端成为消费者首选，因此公司打造核心竞争力必须围绕着巩固高端来展开，从公司 2016 年的经营情况看，公司在产品创新、技术升级、广告投入上有力的巩固了行业第一高端品牌形象，进一步确立了公司竞争优势。

从产品角度看，2016 年欧式和近吸式油烟机的零售量在市场中的占比分别为 47.90%和 41.53%，合计达 89.43%；二者的零售额在市场中的占比分别为 55.87%和 40.55%，合计达 96.38%。中式油烟机的零售量和零售额在市场中的占比则分别只有 10.57%和 3.58%，同比下降了 2.44 和 1.06 个百分点。欧式油烟机中，又以平板形油烟机最为畅销。2016 年，欧式平板形油烟机的零售量和零售额在欧式油烟机市场总量中的占比分别为 73.17%和 73.05%。此外，从排风量看，2016 年，排风量大于等于 17.0 立方米的油烟机的市场份额最高，其零售量和零售额在市场中的占比达 41.44%和 51.02%，同比增加了 7.62 和 7.30 个百分点。其他排风量段的油烟机的市场份额均出现了不同程度的下降。根据这样的市场需求变化，公司在产品创新上向大风力的欧式和近吸式油烟机集中，向智能化产品集中。公司产品研发以“新品开发、技术预研、项目孵化”为三大核心开展工作，合计开发各类产品 45 款；申请各类专利 91 项，其中发明专利 24 项，获得发明专利 4 项；吸油烟机 9700 成功斩获“红顶奖”，燃气灶 9B09 获得艾普兰奖“2016 成功设计奖”。

在广告投入和品牌维护上，公司以“大吸力”为主题强化消费者心智。在广告宣传上，公司聚焦机场、高铁广告和一二线城市地标商圈户外大屏，电视端聚焦权威媒体央视新闻频道以及热门卫视；移动端实施与微博微信、新闻客户端等新媒体合作；网络端实施与爱奇艺、腾讯视频、乐视等视频网站开展合作。代理公司重点以当地电视端、平面公关新闻、城市户外大屏、地铁广告等方式进行宣传。在品牌传播上，与魔兽、奥运等 IP 深度融合，从线上到线下实现整合传播。通过参加中国家电展、“设计上海”国际设计展，举办了“发现食空”、“厨房绿色革命”两场大型新品发布会，强化老板品牌高端形象。通过全方位的广告投入，公司作为行业高端领导品牌的市场形象深入人心，最终成为消费者的首选品牌。

4. 线上市场和三四级市场成为公司新的市场区域增长点

根据奥维线上零售市场监测月度数据，老板品牌的烟灶套餐及烟灶消套餐线上占

有率为 29.6%，领先竞争对手 20%，线上市场借天猫、京东，还包括电视销售和其他网络平台销售，电商增长 50%左右，占销量比重在去年超过 30%。2016 年公司在三四线城市新增 449 家专卖店，专卖店数量增至 2650 家，市场终端覆盖率进一步提高，三四级市场正成为公司新的市场区域增长点，销售占比已达 35%左右。

5. 不畏原材料成本上涨，公司盈利能力突出

公司原材料占成本的比重 80%，其中 60%是钢材，而钢材价格过去 1 年的最大涨幅几近翻倍，对公司盈利能力构成极大压力，但公司通过有效组织原材料进货控制成本及对出厂价上调 5%-10%，而有效的维护了盈利能力。从全年毛利率指标看，公司油烟机毛利率维持 60.94%，较上年仅下滑 0.08%；燃气灶毛利率 59.24%，仅下滑 0.43%。在原料大涨的背景下，公司可以说成功的进行了成本转移，我们预计公司主要产品将可基本维持 55%左右的毛利水平。而销售净利率达到创记录的 20%以上，较 08 年的 6%以上大幅增长，可见公司在销售收入增长的同时，盈利能力也同步大幅增加。在费用率方面，销售费用率出现显著下降，表明随公司收入的增大，公司的销售整体效应开始显现，而费用利润率出现提升。

6. 嵌入式产品的快速增长和洗碗机、蒸箱有望成为公司增长新动力

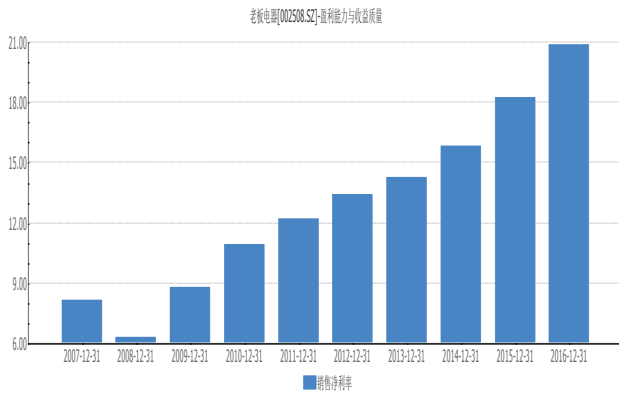
2016 年国内市场整体嵌入式电烤箱、嵌入式蒸汽炉、嵌入式洗碗机零售额分别实现了 41.70%、58.41%、138.27%的快速增长，可以说嵌入式厨电正成为厨电领域的新兴增长点，公司抓住了这一机遇，快速切入，嵌入式烤箱、蒸汽炉、微波炉零售量的市场份额均位列行业第三。2016 年公司茅山智能制造基地完成了嵌入式产品产能建设，预计 2017 年嵌入式产品将继续成为公司新的快速增长助力。

随着家务劳动日趋电器化的发展，我国洗碗机市场具有较大发展潜力。目前国内洗碗机渗透率极低，约 1%，而欧美发达国家洗碗机渗透率达 60%-70%。中国轻工信息中心据此认为洗碗机有可能成为近几年我国家用电器中增长最快的一种产品。且洗碗机终端价达到 6000-8000 的较高水平，可以提供较大的市场容量规模。公司对此的布局有望为未来的增长打下基础。由于中国北方烹饪习惯上比较喜欢蒸菜，蒸箱适用于各种面食制品、水产品、肉食品、香肠、火腿、蔬菜以及其他食品的蒸煮熟化也是一个比较有前途的产品，公司也在做超前布局。

7. 盈利预测与投资结论

2016 年公司实现营业收入 5,794,897,867.13 元，同比增长 27.56%，实现归属于母公司所有者的净利润 1,206,833,878.67 元，同比增长 45.32%。公司综合毛利率 57%、净利率 20%，我们认为房地产的降温滞后影响期要到 2 年后，故预计公司未来 2 年收入增长率仍可维持 25%左右、毛利率假定为 56%左右，则预测公司 2017-2019 年 EPS 为 2.03,2.49,2.93 元，估值合理，予以推荐评级。

图表 1: 公司净利率变化图



来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 油烟机零售额前列一览

2016 年 12 个油烟机品牌零售额超过 1 亿元
(数据来源: 中怡康)

| 排名 | 品牌 | 零售额 (亿元) |
|----------------|-----|----------|
| 1 | 老板 | 20.12 亿元 |
| 2 | 方太 | 18.67 亿元 |
| 3 | 美的 | 7.72 亿元 |
| 4 | 华帝 | 7.51 亿元 |
| 5 | 西门子 | 4.24 亿元 |
| 6 | 帅康 | 2.52 亿元 |
| 7 | 万家乐 | 2.44 亿元 |
| 8 | 万和 | 2.43 亿元 |
| 9 | 海尔 | 2.23 亿元 |
| 10 | 樱花 | 1.59 亿元 |
| 11 | 法迪欧 | 1.29 亿元 |
| 12 | 前锋 | 1.03 亿元 |
| 13 | 德意 | 1.01 亿元 |
| 13 个油烟机品牌零售额合计 | | 72.8 亿元 |

来源: 中怡康国联证券研究所

图表 3: 油烟机各品牌产品均价分布

2016 年 13 个油烟机品牌零售均价超过 2000 元/台
(数据来源: 中怡康)

| 排名 | 品牌 | 平均单价 (元/台) |
|----|-----|------------|
| 1 | 方太 | 4385 元/台 |
| 2 | 老板 | 4154 元/台 |
| 3 | 西门子 | 3996 元/台 |
| 4 | 帅康 | 3001 元/台 |
| 5 | 林内 | 2937 元/台 |
| 6 | 华帝 | 2904 元/台 |
| 7 | 德意 | 2874 元/台 |
| 8 | 樱花 | 2581 元/台 |
| 9 | 年代 | 2484 元/台 |
| 10 | 前锋 | 2444 元/台 |
| 11 | 美的 | 2361 元/台 |
| 12 | 普田 | 2330 元/台 |
| 13 | 海尔 | 2071 元/台 |

来源: 中怡康国联证券研究所

图表 4: 2016 年燃气灶销量前十大

2016年燃气灶零售市场销量前十品牌
(数据来源:中怡康)

| 排名 | 品牌 | 零售量(万台) | 零售额(亿元) |
|----|-----|---------|---------|
| 1 | 老板 | 46.20万台 | 9.46亿元 |
| 2 | 方太 | 41.29万台 | 9.22亿元 |
| 3 | 美的 | 33.43万台 | 3.03亿元 |
| 4 | 华帝 | 32.5万台 | 4.87亿元 |
| 5 | 万和 | 17.44万台 | 1.51亿元 |
| 6 | 万家乐 | 15.84万台 | 1.41亿元 |
| 7 | 海尔 | 11.99万台 | 1.39亿元 |
| 8 | 西门子 | 11.14万台 | 2.24亿元 |
| 9 | 帅康 | 7.15万台 | 1.20亿元 |
| 10 | 法迪欧 | 6.34万台 | 0.54亿元 |

来源:中怡康国联证券研究所

8、风险提示:房产装修需求低于预期、新品类推广不力、股价短期涨幅过大!

图表 5: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 2,181.6 | 3,162.8 | 4,019.3 | 5,713.9 | 7,055.42 | 营业收入 | 4,542.7 | 5,794.9 | 7,417.4 | 9,346.0 | 11,589.0 |
| 应收账款+票据 | 945.31 | 983.45 | 1,734.5 | 1,690.1 | 2,556.49 | 营业成本 | 1,900.0 | 2,474.0 | 3,152.4 | 4,018.7 | 5,099.18 |
| 预付账款 | 20.36 | 32.83 | 54.42 | 56.81 | 84.33 | 营业税金及附加 | 46.55 | 67.52 | 81.22 | 102.33 | 126.89 |
| 存货 | 721.57 | 914.49 | 1,160.6 | 1,484.8 | 1,871.87 | 营业费用 | 1,353.4 | 1,545.1 | 1,977.7 | 2,491.9 | 3,090.03 |
| 其他 | 0.09 | 17.43 | 17.43 | 17.43 | 17.43 | 管理费用 | 354.27 | 449.16 | 574.92 | 724.40 | 898.26 |
| 流动资产合计 | 3,868.9 | 5,111.06 | 6,986.4 | 8,963.0 | 11,585.5 | 财务费用 | -65.96 | -78.64 | -36.01 | -48.80 | -64.01 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 资产减值损失 | 1.36 | 1.79 | 3.34 | 3.34 | 3.34 |
| 固定资产 | 871.99 | 852.19 | 763.44 | 674.68 | 585.92 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 96.10 | 97.06 | 92.58 | 88.11 | 83.63 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 39.19 | 51.46 | 51.41 | 51.35 | 51.33 | 营业利润 | 953.03 | 1,335.9 | 1,663.8 | 2,053.9 | 2,435.35 |
| 非流动资产合计 | 1,007.2 | 1,001.5 | 908.24 | 814.96 | 721.70 | 营业外净收益 | 15.78 | 68.36 | 70.27 | 70.27 | 70.27 |
| 资产总计 | 4,876.2 | 6,112.5 | 7,894.6 | 9,778.0 | 12,307.2 | 利润总额 | 968.81 | 1,404.2 | 1,734.1 | 2,124.2 | 2,505.62 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 所得税 | 140.86 | 197.44 | 260.11 | 318.64 | 375.84 |
| 应付账款+票据 | 964.25 | 910.85 | 1,478.4 | 1,567.4 | 2,297.24 | 净利润 | 827.95 | 1,206.8 | 1,473.9 | 1,805.6 | 2,129.78 |
| 其他 | 745.74 | 1,076.4 | 1,142.8 | 1,530.7 | 1,671.19 | 少数股东损益 | -2.54 | -0.02 | -7.32 | -8.97 | -10.58 |
| 流动负债合计 | 1,709.9 | 1,987.3 | 2,621.2 | 3,098.2 | 3,968.43 | 归属于母公司净利 | 830.49 | 1,206.8 | 1,481.3 | 1,814.5 | 2,140.36 |
| 长期带息负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业收入 | 26.58% | 27.56% | 28.00% | 26.00% | 24.00% |
| 负债合计 | 1,709.9 | 1,987.3 | 2,621.2 | 3,098.2 | 3,968.43 | EBIT | 45.53% | 46.84% | 28.10% | 22.22% | 17.64% |
| 少数股东权益 | -3.29 | -3.31 | -10.63 | -19.60 | -30.18 | EBITDA | 44.01% | 48.16% | 27.18% | 21.11% | 16.91% |
| 股本 | 486.08 | 730.06 | 730.06 | 730.06 | 730.06 | 归属于母公司净利 | 48.95% | 45.32% | 22.74% | 22.50% | 17.95% |
| 资本公积 | 758.19 | 558.38 | 558.38 | 558.38 | 558.38 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 1,925.3 | 2,840.1 | 3,995.5 | 5,411.0 | 7,080.55 | 毛利率 | 58.17% | 57.31% | 57.50% | 57.00% | 56.00% |
| 股东权益合计 | 3,166.2 | 4,125.2 | 5,273.3 | 6,679.8 | 8,338.81 | 净利率 | 18.23% | 20.83% | 19.87% | 19.32% | 18.38% |
| 负债和股东权益总 | 4,876.2 | 6,112.5 | 7,894.6 | 9,778.0 | 12,307.2 | ROE | 26.20% | 29.23% | 28.03% | 27.09% | 25.57% |
| | | | | | | ROIC | 56.18% | 76.56% | 91.39% | 86.61% | 107.64% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债率 | 35.07% | 32.51% | 33.20% | 31.69% | 32.24% |
| 净利润 | 827.96 | 1,208.2 | 1,414.2 | 1,745.8 | 2,070.05 | 流动比率 | 2.26 | 2.57 | 2.67 | 2.89 | 2.92 |
| 折旧摊销 | 46.17 | 80.31 | 89.95 | 89.95 | 89.91 | 速动比率 | 1.84 | 2.10 | 2.22 | 2.41 | 2.44 |
| 财务费用 | -0.35 | -0.54 | -35.91 | -48.67 | -63.85 | 营运能力 | | | | | |
| 存货减少 | -167.83 | -192.92 | -246.17 | -324.13 | -387.07 | 应收账款周转率 | 4.86 | 5.98 | 4.33 | 5.61 | 4.59 |
| 营运资金变动 | 401.83 | 437.19 | -138.78 | 518.97 | -23.65 | 存货周转率 | 2.63 | 2.71 | 2.72 | 2.71 | 2.72 |
| 其它 | 15.88 | 13.12 | 3.34 | 3.34 | 3.34 | 总资产周转率 | 0.93 | 0.95 | 0.94 | 0.96 | 0.94 |
| 经营活动现金流 | 1,123.6 | 1,545.3 | 1,086.6 | 1,985.3 | 1,688.74 | 每股指标(元) | | | | | |
| 资本支出 | 278.08 | 199.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 1.14 | 1.65 | 2.03 | 2.49 | 2.93 |
| 长期投资 | 27.73 | 2.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金流 | 1.54 | 2.12 | 1.49 | 2.72 | 2.31 |
| 其他 | 0.04 | 3.68 | 59.73 | 59.73 | 59.73 | 每股净资产 | 4.34 | 5.66 | 7.24 | 9.18 | 11.46 |
| 投资活动现金流 | -305.77 | -198.32 | 59.73 | 59.73 | 59.73 | 估值比率 | | | | | |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市盈率 | 43.60 | 30.00 | 24.45 | 19.96 | 16.92 |
| 股权融资 | 61.40 | 13.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 11.42 | 8.77 | 6.85 | 5.41 | 4.33 |
| 其他 | -162.02 | -239.98 | -289.93 | -350.49 | -406.97 | EV/EBITDA | 23.55 | 23.89 | 18.40 | 14.49 | 11.95 |
| 筹资活动现金流 | -100.63 | -226.38 | -289.93 | -350.49 | -406.97 | EV/EBIT | 24.76 | 25.34 | 19.37 | 15.12 | 12.39 |
| 现金净增加额 | 717.61 | 1,121.2 | 856.47 | 1,694.5 | 1,341.50 | | | | | | |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |

