

老板电器 (002508)

募集资金解决产能瓶颈，未来成长可期

建议询价区间

22.00 ~ 24.00 RMB

主要数据

行业	家用电器行业
公司网址	www.robam.com
大股东/持股	老板集团/67.17%
实际控制人/持股	任建华/72%
总股本(百万股)	160
流通 A 股(百万股)	160
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	-
流通 A 股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	33%

行情走势图

相关研究报告

研究员

朱政 S1060210090013
021-62486940
zhuzheng003@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司是国内厨房电器的领导品牌

公司产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜以及厨房小家电，其中吸油烟机、燃气灶和消毒柜收入占比超过 90%。公司吸油烟机连续七年(2003 年-2009 年)全国销量第一，燃气灶连续七年(2003 年-2009 年)全国销量前三。

■ 产品布局符合行业发展趋势

吸油烟机和燃气灶都处于新老产品的更替期。欧式吸油烟机正在逐步替代中式吸油烟机，嵌入式燃气灶正在替代传统的台式燃气灶。目前，公司吸油烟机以欧式机为主，销量占比达到了 70%，而燃气灶基本都是嵌入式。公司产品布局符合行业发展趋势，将获得高于行业的增长。

■ 渠道覆盖和单店效率有较大提升空间

公司在二一级市场的渠道覆盖率约 80%，销售收入贡献率约为 65%；三四级市场的渠道覆盖率约 55%，销售收入贡献率约为 35%。公司认为未来渠道覆盖率还有较大提升空间，在未来三到五年内，二一级市场渠道覆盖率预期可提升至 90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至 80%。另外，公司已进入的 1807 家 KA 门店中，公司产品销量在同类产品中排名第一的门店约占 15%，公司的单店效率还有较大提升空间。

■ 盈利预测及询价建议

预计公司 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年归属于母公司净利润为 1.25 亿元、1.49 亿元、1.81 亿元、2.13 亿元，2011 年-2013 年三年复合增长率为 20%，对应每股收益为 0.78 元、0.93 元、1.13 元、1.33 元。可比 A 股上市公司 2010 年、2011 年平均动态 PE 分别为 31.8 倍、24.3 倍，我们给予公司 2011 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 23.25 元，建议询价区间为 22 元-24 元。

■ 风险提示

原材料价格波动；房地产销量下滑；渠道开拓低于预期。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	866	934	1210	1553	1948
YoY(%)	17.3	7.8	29.6	28.3	25.4
净利润(百万元)	54	81	124	149	180
YoY(%)	(10.1)	51.2	52.5	19.4	21.1
毛利率(%)	52.4	55.1	54.6	54.4	54.0
净利率(%)	6.3	8.8	10.3	9.6	9.3
ROE(%)	22.5	21.5	13.2	10.5	12.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.51	0.78	0.93	1.13
P/E(倍)	67.9	44.9	29.5	24.7	20.4
P/B(倍)	10.8	8.7	2.5	2.7	2.4

正文目录

一、国内厨房电器的领导品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 收入构成	4
1.3 盈利能力	4
1.4 股权结构	5
二、厨电行业现状	6
2.1 厨电行业处于稳定增长期	6
2.2 产品结构升级推升企业盈利	6
2.3 行业竞争格局	8
2.4 成本构成	11
三、公司分析	11
3.1 募集资金解决产能瓶颈	11
3.2 把握行业趋势，提升渠道覆盖及效率	11
四、盈利预测及询价建议	13
4.1 收入成本预测	13
4.2 询价建议	13

图表目录

图表 1 公司收入构成	4
图表 2 公司毛利率情况	5
图表 3 公司股权结构	5
图表 4 近三年厨电产品的销量情况 单位：万台	6
图表 5 吸油烟机行业销量构成	7
图表 6 欧式机价格是中式机的 2.5 倍 单位：元	7
图表 7 公司欧式机毛利率高于中式机	7
图表 8 燃气灶行业销量构成	8
图表 9 嵌入式价格是台式的 3.5 倍 单位：元	8
图表 10 全部吸油烟机市场份额 单位：元	9
图表 11 欧式吸油烟机市场份额 单位：元	9
图表 12 全部燃气灶市场份额 单位：元	9
图表 13 嵌入式燃气灶市场份额 单位：元	10
图表 14 全部消毒柜市场份额 单位：元	10
图表 15 嵌入式消毒柜市场份额 单位：元	10
图表 16 公司募集资金投向	11
图表 17 公司目前产能面临瓶颈	11
图表 18 公司吸油烟机销量构成	12
图表 19 公司燃气灶销量构成	12
图表 20 收入成本预测 单位：百万元	13
图表 21 同行业可比公司估值比较	13

一、国内厨房电器的领导品牌

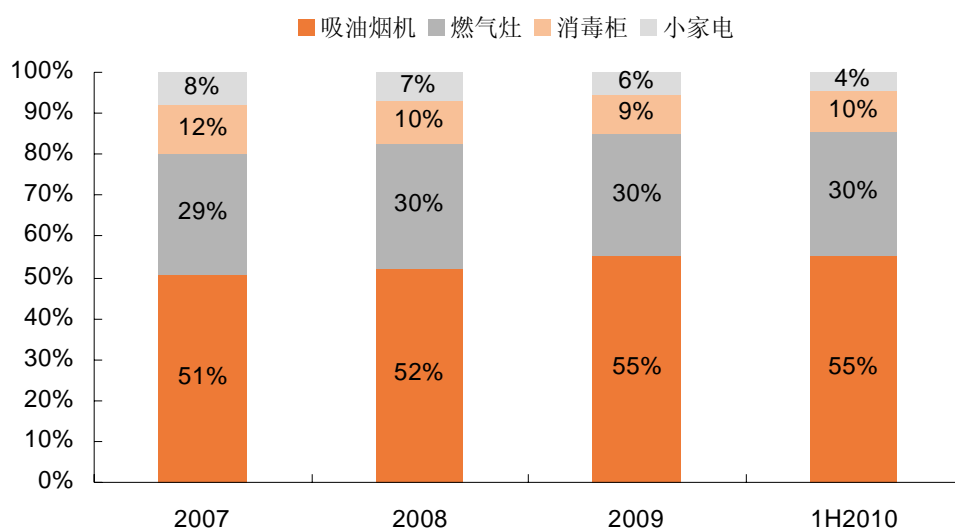
1.1 公司简介

公司产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜以及厨房小家电，其中吸油烟机、燃气灶和消毒柜收入占比超过90%。公司是厨房电器的领导品牌，其吸油烟机连续七年(2003年-2009年)全国销量第一，燃气灶连续七年(2003年-2009年)全国销量前三。“老板”品牌先后入选中国500最具价值品牌、亚洲品牌500强，具有较高品牌知名度。

1.2 收入构成

2009年，公司吸油烟机收入占比55%，燃气灶30%，消毒柜9%，小家电6%，吸油烟机是公司最具竞争力的产品，近三年收入占比持续提升。

图表1 公司收入构成

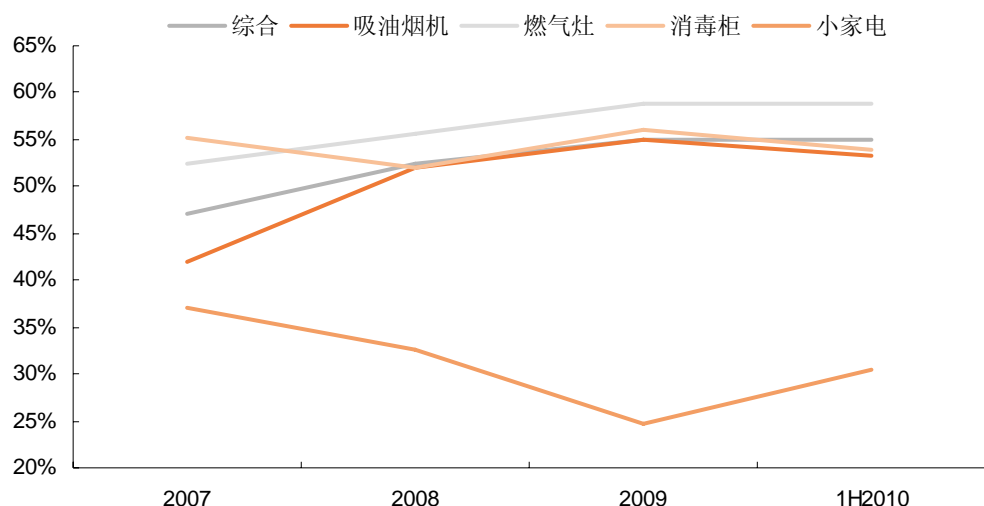


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.3 盈利能力

凭借较强的竞争力以及产品结构调整，公司综合毛利率稳中有升，吸油烟机、燃气灶、消毒柜的毛利率较高，超出50%，小家电目前规模小，毛利率波动大。

图表2 公司毛利率情况

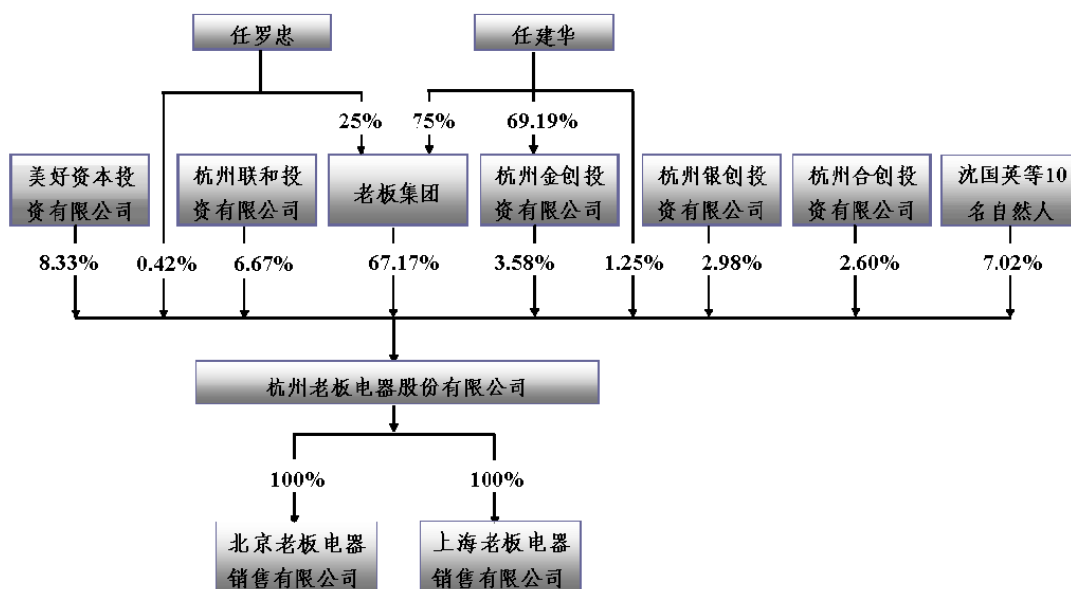


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.4 股权结构

公司大股东为老板集团，持有公司67.17%的股权，实际控制人为任建华，间接持有公司72%的股权。另外，金创投资、银创投资、合创投资分别是公司高管、部分代理商以及核心中层干部入股组成，公司的激励体系是比较到位的。

图表3 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

二、厨电行业现状

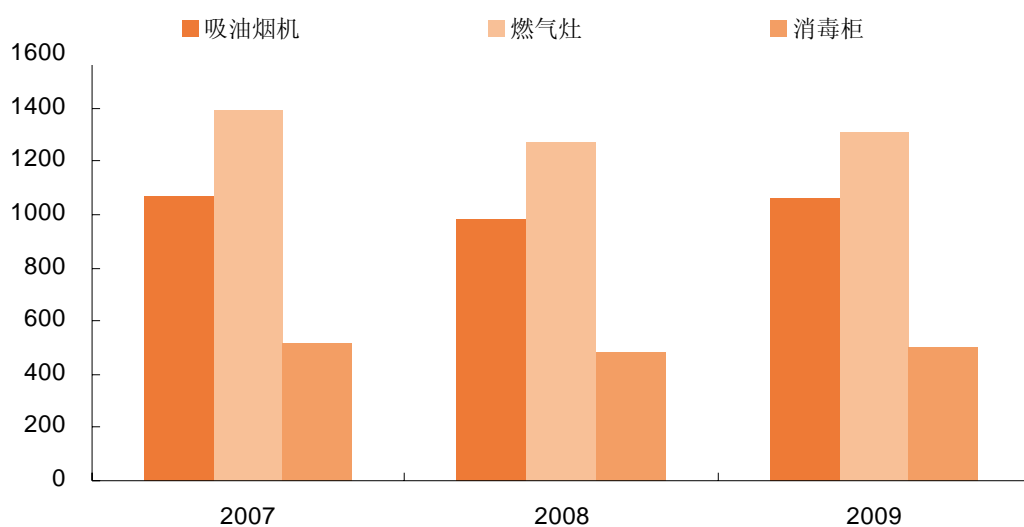
2.1 厨电行业处于稳定增长期

在城镇市场，厨电产品具备一定“家具”属性，属于必需品范畴，因此厨电在城镇市场的普及率已经很高，整体增长比较稳定。城镇需求将主要来自于更新需求以及房地产销售带来的新增需求。

而在农村市场，居民习惯于使用传统的灶台，燃气灶的保有量较低，厨电产品在农村市场还有很大的普及空间。

一套完整的厨电包括燃气灶、吸油烟机以及消毒柜，目前燃气灶的保有量最高，吸油烟机其次，消毒柜的保有量最低，随着家庭居住条件的改善以及居民消费能力的提升，三个产品的保有量将逐步接近，未来吸油烟机和消毒柜的增长会快于燃气灶。

图表4 近三年厨电产品的销量情况 单位：万台



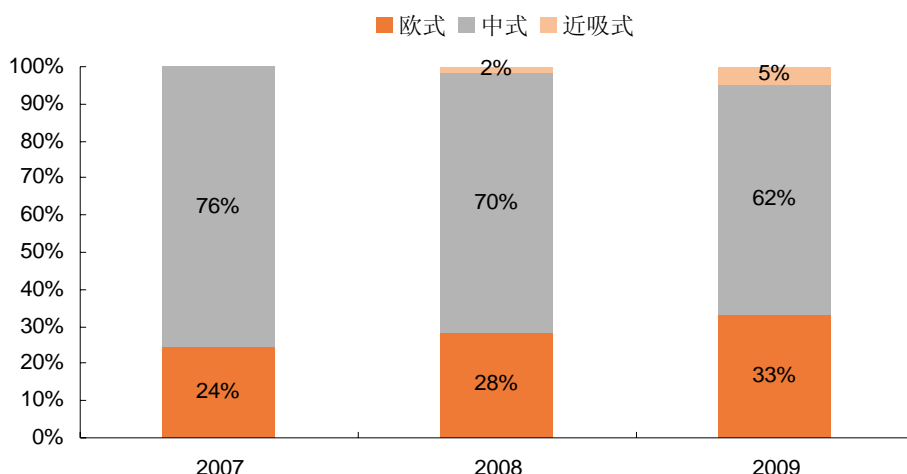
资料来源：中怡康，平安证券研究所

2.2 产品结构升级提升企业盈利

由于厨电产品具有“家具”属性，消费者不仅关注产品的功能，而且还关注产品的外观。因此，厨电产品外观和功能的改善主导着厨电的产品周期。目前，吸油烟机和燃气灶都处于新老产品的更替期。

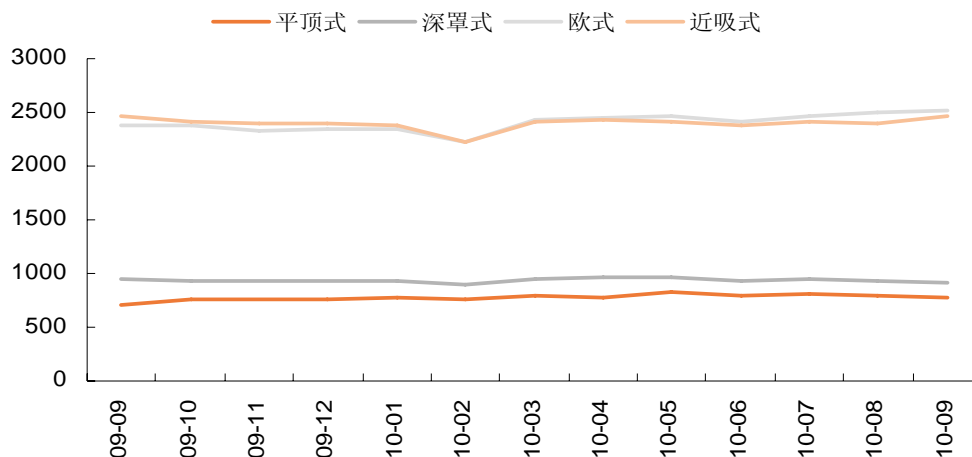
吸油烟机分为欧式、中式和近吸式。欧式机外观时尚、讲究材质、做工精致，由于多采用完全密闭的排烟室，在减少油烟对电机、风叶侵蚀的同时，排风量也得到了充分的提升。欧式机目前已经得到消费者的认可，代替中式机成为市场的主流产品。目前，欧式机售价是中式机的2.5倍，欧式机占比的提升，有效的增强了企业的盈利能力。近吸式吸油烟机目前销量占比5%，规模较小，但未来可能成为主流产品。公司目前以欧式机为主。

图表5 吸油烟机行业销量构成



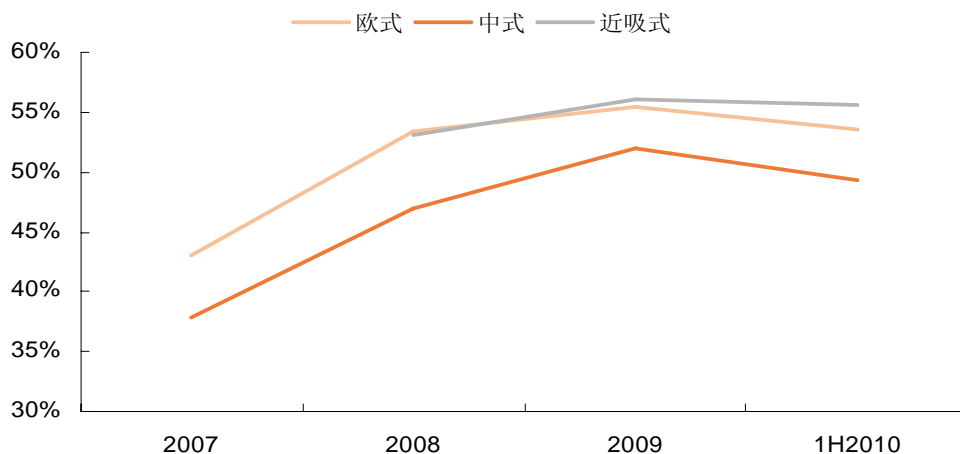
资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表6 欧式机价格是中式机的2.5倍 单位：元



资料来源：中怡康，平安证券研究所，注：中式包括平顶式和深罩式

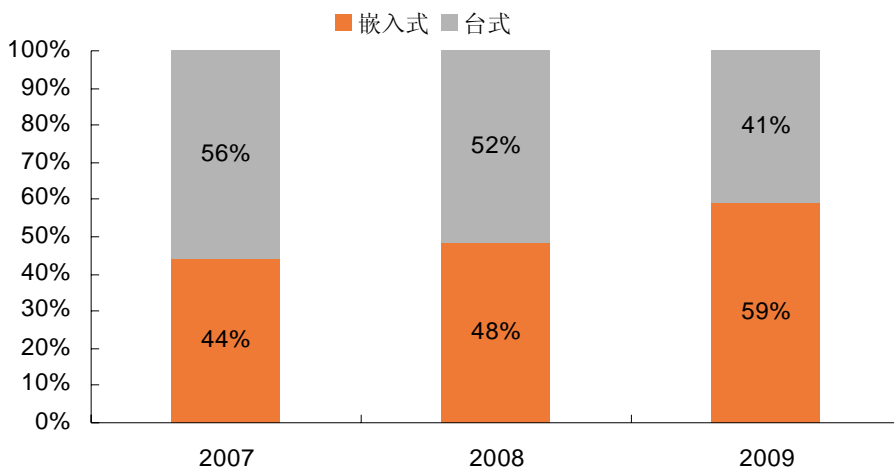
图表7 公司欧式机毛利率高于中式机



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

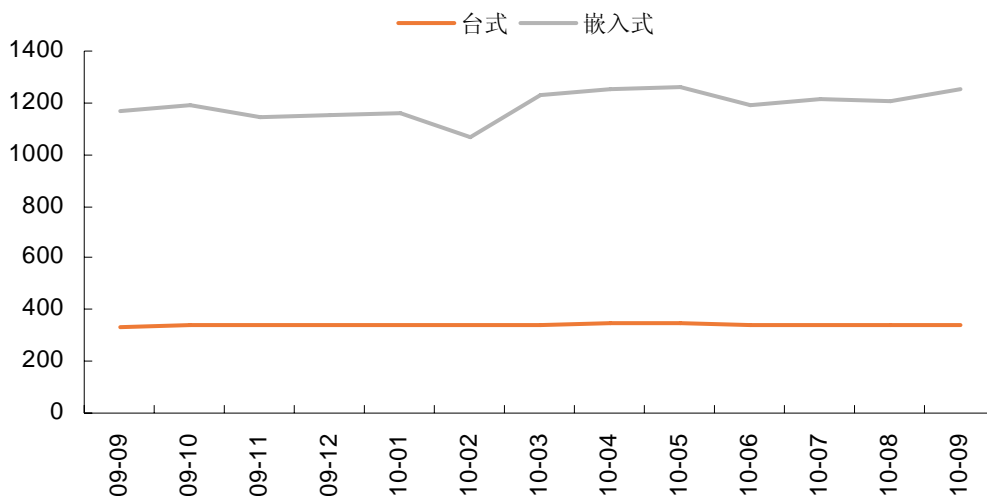
燃气灶分为嵌入式和台式。嵌入式燃气灶是镶嵌在烹调台面使用的燃气灶，由于嵌入式灶具美观、节省空间、易清洗，目前逐步替代台式燃气灶成为主流产品。嵌入式目前售价是台式的3.5倍左右。公司目前生产的燃气灶基本都是嵌入式产品。

图表8 燃气灶行业销量构成



资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表9 嵌入式价格是台式的3.5倍 单位：元



资料来源：中怡康，平安证券研究所

2.3 行业竞争格局

厨电行业的集中度较低，行业第一的市场份额也仅为10%左右，未来集中度的提升是必然趋势。公司的主要竞争对手是国内企业，外资企业并不占优势，主要原因在于中国传统的烹饪习惯与国外差别较大，大部分外资企业的产品在设计和功能上难以满足国内烹饪习惯的要求。目前，进入国内厨电市场占有率前十的外资企业仅有西门子一家。

国内阵营目前分为两类企业，一类是以老板、方太为代表的专业厨电品牌，另一类是以美的、海尔为代表的综合家电品牌。目前，综合家电品牌的市场占有率与专业厨电品牌仍存在较大差距，反映出消费者更加认同“专注”的厨电品牌。

在吸油烟机领域，公司国内市占率第一，特别在欧式机上，公司的领先优势比较明显，市场占有率领先第二名3.5个百分点。公司产品定位中高端，产品均价略低于方太和西门子。

图表10 全部吸油烟机市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
方太	9.49%	15.42%	2977
老板	9.89%	14.53%	2692
华帝	7.51%	8.65%	2110
美的	7.24%	6.04%	1528
帅康	5.75%	7.79%	2481
万和	5.54%	3.26%	1080
西门子	4.61%	7.89%	3138
樱花	5.34%	5.19%	1781
海尔	3.58%	3.11%	1592
万家乐	3.89%	2.74%	1292

资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表11 欧式吸油烟机市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
老板	14.51%	18.63%	3128
方太	11.04%	15.22%	3358
华帝	11.33%	10.92%	2348
西门子	9.06%	12.59%	3385
美的	6.86%	4.87%	1728
帅康	7.62%	9.12%	2917
万和	4.81%	2.62%	1328
海尔	4.11%	3.09%	1830
樱花	3.52%	4.52%	3129
万家乐	3.52%	2.22%	1539

资料来源：中怡康，平安证券研究所

在燃气灶领域，公司把握行业发展趋势，重点发展嵌入式产品，目前公司嵌入式产品的份额处于行业第一。

图表12 全部燃气灶市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
华帝	9.69%	10.37%	1092
方太	7.91%	14.23%	1837
老板	8.02%	12.96%	1651
美的	8.93%	6.17%	705
万和	6.82%	4.25%	636
帅康	5.19%	7.91%	1557
西门子	4.36%	8.41%	1972
万家乐	5.03%	3.21%	652
海尔	3.24%	3.18%	1003
樱花	3.57%	4.41%	1261

资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表13 嵌入式燃气灶市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
方太	10.15%	15.37%	1837
老板	10.27%	13.99%	1653
华帝	9.36%	10.01%	1298
美的	7.58%	5.75%	920
万和	6.43%	3.97%	750
西门子	5.59%	9.09%	1972
帅康	6.33%	8.37%	1604
海尔	4.04%	3.39%	1019
樱花	4.17%	4.61%	1341
万家乐	3.57%	2.64%	895

资料来源：中怡康，平安证券研究所

在消毒柜领域，公司专注于生产较为高端的嵌入式消毒柜，目前在嵌入式消毒柜市场处于行业第二。

图表14 全部消毒柜市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
康宝	26.19%	17.90%	1036
万和	12.38%	7.89%	967
方太	6.82%	14.20%	3159
美的	7.92%	6.68%	1278
老板	5.21%	9.67%	2812
西门子	4.11%	8.16%	3015
康星	4.59%	2.20%	729
华帝	4.56%	5.92%	1966
海尔	3.02%	3.52%	1768
索奇	3.64%	2.05%	856

资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表15 嵌入式消毒柜市场份额 单位：元

	零售量份额	零售额份额	平均单价
方太	13.20%	19.36%	3161
老板	10.07%	13.16%	2819
西门子	7.96%	11.14%	3015
康宝	9.00%	6.90%	1653
华帝	8.75%	8.02%	1974
美的	7.22%	6.03%	1800
万和	6.32%	4.26%	1453
海尔	4.27%	4.17%	2102
帅康	3.95%	4.17%	2276
樱花	4.69%	4.01%	1845

资料来源：中怡康，平安证券研究所

2.4 成本构成

原材料在公司营业成本中占比较大，2007 年至2010 年1-6 月原材料占公司营业成本的比例均在65%-70%。其中，冷轧板、不锈钢板、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成、厨用锅架是公司主要原材料，公司盈利能力受原材料波动影响较大。

三、公司分析

3.1 募集资金解决产能瓶颈

图表16 公司募集资金投向

项目名称	项目总投资额	流动资金合计	项目备案投资金额
年新增 15 万台吸油烟机技改项目	7990	1700	6800
年产 100 万台厨房电器生产建设项目	40000	10000	33000
研发中心建设项目	3900		3900
合计	51890	11700	43700

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司此次募集资金投向三个项目，主要解决目前面临的产能瓶颈问题。公司目前产能规模为吸油烟机40万台、燃气灶35万台、消毒柜8.5万台，项目建成后吸油烟机产能为105万台、燃气灶75万台、消毒柜18.5万台。

图表17 公司目前产能面临瓶颈

产品	项目	2007 年	2008 年	2009 年
吸油烟机	产能（万台）	40.00	40.00	40.00
	产量（万台）	37.26	38.97	45.40
	销量（万台）	38.52	36.47	43.04
	产销率	103.38%	93.58%	94.80%
燃气灶	产能（万台）	35.00	35.00	35.00
	产量（万台）	31.26	32.56	39.20
	销量（万台）	32.05	31.78	37.16
	产销率	102.53%	97.60%	94.80%
消毒柜	产能（万台）	8.50	8.50	8.50
	产量（万台）	6.59	6.47	6.15
	销量（万台）	6.58	5.88	6.06
	产销率	99.85%	90.88%	98.54%

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

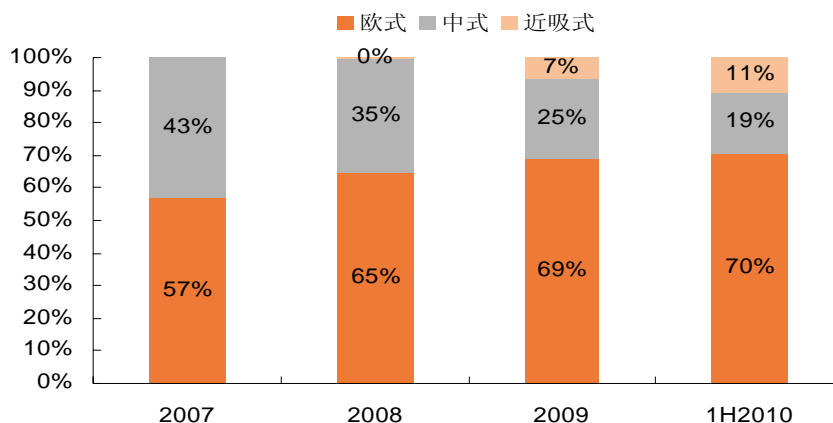
3.2 把握行业趋势，提升渠道覆盖及效率

公司未来面临较好的发展机遇，我们认为主要理由有以下两点：（1）公司把握住了行业趋势，产品结构符合行业发展方向；（2）公司的渠道覆盖率和单店效率还有提升空间。

从上文行业分析中，我们可以看出，欧式吸油烟机正在逐步替代中式机，据中怡康统计，整个吸油烟机行业2005年至2009年的销售额复合增长率为9.21%，欧式机的复合增长率为17.52%，欧式机增长快于行业。另外，嵌入式燃气灶正在替代台式燃气灶，整个燃气灶行业2005年至2009年的销售额

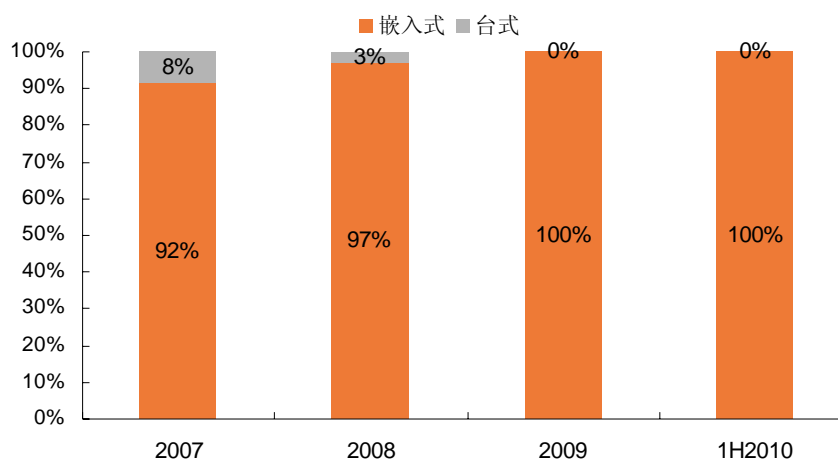
复合增长率为10.36%，嵌入式的复合增长率为15.62%，嵌入式增长快于行业。公司目前欧式机的销量占比达到了70%，而燃气灶基本都是嵌入式。公司重点产品布局符合行业发展趋势，将获得高于行业的增长。

图表18 公司吸油烟机销量构成



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表19 公司燃气灶销量构成



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

据公司统计，目前公司在二级市场的渠道覆盖率约80%，销售收入贡献率约为65%；三四级市场的渠道覆盖率约55%，销售收入贡献率约为35%。公司认为未来渠道覆盖率还有较大提升空间，在未来三到五年内，公司一二级市场渠道覆盖率预期可提升至90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至80%。渠道覆盖率的提升将有效拉动公司的销售增长。

渠道覆盖率的提升主要依靠三个动力：一、提升KA和地方通路的进店率。截至2009年年底，公司产品在KA渠道的进店数量为1807家门店，进店率为75%；目前，KA渠道门店总量在2400家左右，在现有KA门店数量基础上，公司产品进店数量仍有较大提升空间。二、拓展专卖店数量。公司自2007年以来大力开拓专卖店，截至2009年年底，公司代理商已开设专卖店520家，专卖店成活率在98%左右。至2011年底，公司将形成10家旗舰店、100家形象店和1000家普通店的专卖店网络。三、开拓工程采购、橱柜专营店和网络销售等新兴渠道，工程采购即与房地产开发商合作，为精装房配套，目前这块业务发展很快，预计今年占收入比例达到4%。

另外，在KA渠道，公司的单店效率还有提升空间。据公司统计，在公司已进入的1807家KA门店中，

公司产品销量在同类产品中排名第一的门店约占15%，公司未来将加大投入，提升单店经营效率。

四、盈利预测及询价建议

4.1 收入成本预测

根据上文分析，我们对公司的收入成本预测如下。

图表20 收入成本预测 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
整体							
收入	738	866	934	1211	1554	1948	2382
收入增速	-	17%	8%	30%	28%	25%	22%
毛利率	47%	52%	55%	55%	54%	54%	54%
吸油烟机							
收入	367	447	508	700	929	1210	1507
收入增速	-	22%	14%	38%	33%	30%	25%
毛利率	42%	52%	55%	55%	54%	54%	54%
燃气灶							
收入	212	259	278	340	408	470	540
收入增速	-	22%	7%	23%	20%	15%	15%
毛利率	52%	56%	59%	59%	58%	58%	57%
消毒柜							
收入	85	87	84	114	154	200	259
收入增速	-	2%	-4%	36%	35%	30%	30%
毛利率	55%	52%	56%	54%	53%	53%	52%
小家电							
收入	59	60	52	57	62	69	76
收入增速	-	1%	-14%	10%	10%	10%	10%
毛利率	37%	33%	25%	30%	30%	30%	30%

资料来源：平安证券研究所

4.2 询价建议

预计公司2010年、2011年、2012年、2013年归属于母公司净利润为1.25亿元、1.49亿元、1.81亿元、2.13亿元，2011年-2013年三年复合增长率为20%，对应每股收益为0.78元、0.93元、1.13元、1.33元。可比A股上市公司2010年、2011年平均动态PE分别为31.8倍、24.3倍，我们给予公司2011年25倍PE估值，对应目标价为23.25元，建议询价区间为22元-24元。

图表21 同行业可比公司估值比较

公司名称	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
华帝股份	12.52	0.24	0.44	0.54	52.2	28.5	23.2
九阳股份	16.74	0.80	0.87	1.03	20.9	19.2	16.3
苏泊尔	23.21	0.54	0.73	0.94	43.0	31.8	24.7
爱仕达	16.63	0.35	0.35	0.50	47.5	47.5	33.0
平均					40.9	31.8	24.3
老板电器		0.51	0.78	0.93			

资料来源：朝阳永续，平安证券研究所，股价为2010年11月4日收盘价

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	539.69	1626.65	1503.78	1704.75
现金	175.31	1151.93	892.84	935.40
应收账款	91.64	118.79	152.40	191.10
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	7.39	9.67	12.47	15.76
存货	194.99	255.07	329.08	415.78
其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	108.76	132.89	489.39	537.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.95	83.44	343.87	413.64
无形资产	36.38	42.22	47.68	53.11
其它非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	648.44	1759.54	1993.17	2241.76
流动负债	226.57	292.85	377.41	475.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	105.38	137.85	177.85	224.70
其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	226.57	292.85	377.41	475.25
少数股东 权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	170.00	170.00	170.00	170.00
资本公积	202.59	1082.59	1082.59	1150.00
留存收益	87.83	200.18	334.34	467.03
归属母公司股东权益	421.87	1466.69	1615.76	1766.51
负债和股东权益	648.44	1759.54	1993.17	2241.76

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	126.70	87.97	120.88	157.43
净利润	81.88	124.82	149.07	180.56
折旧摊销	9.50	9.60	22.09	37.57
财务费用	-1.10	0.05	0.06	0.07
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-	-46.60	-50.46	-60.91
其它经营现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-15.45	-31.35	-379.98	-85.05
资本支出	-15.45	-31.35	-379.98	-85.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其它投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	0.00	920.00	0.00	-29.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	880.00	0.00	0.00
其它筹资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	111.25	976.62	-259.09	42.56

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	934.17	1210.90	1553.52	1948.08
营业成本	419.86	549.24	708.60	895.29
营业税金及附加	10.59	13.72	17.61	22.08
营业费用	340.32	428.66	554.61	695.46
管理费用	70.06	76.29	99.43	124.68
财务费用	-1.10	0.05	0.06	0.07
资产减值损失	0.19	0.15	0.18	0.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.25	142.79	173.03	210.29
营业外收入	0.73	5.00	3.13	2.95
营业外支出	0.73	0.94	0.79	0.82
利润总额	94.25	146.85	175.38	212.42
所得税	12.37	22.03	26.31	31.86
净利润	81.88	124.82	149.07	180.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	81.88	124.82	149.07	180.56
EBITDA	101.29	142.84	173.09	210.35
EPS (元)	0.51	0.78	0.93	1.13

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	7.81%	29.62%	28.29%	25.40%
营业利润	52.92%	51.50%	21.18%	21.53%
归属母公司股东权益	24.08%	247.67%	10.16%	9.33%
获利能力				
毛利率(%)	55.06%	54.64%	54.39%	54.04%
净利率(%)				8.76%
ROE(%)	21.49%	13.22%	9.67%	10.68%
ROIC(%)	21.20%	13.22%	9.68%	10.68%
偿债能力				
资产负债率(%)	34.94%	16.64%	18.94%	21.20%
净负债比率(%)				
流动比率	2.38	5.55	3.98	3.59
速动比率	1.52	4.68	3.11	2.71
营运能力				
总资产周转率	1.63	1.01	0.83	0.92
应收账款周转率	10.44	11.51	11.46	11.34
应付账款周转率	4.90	4.52	4.49	4.45
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.78	0.93	1.13
每股经营现金流	0.75	0.52	0.71	0.93
每股净资产	2.48	8.63	9.50	10.39
估值比率(估值均值, 倍)				
P/E	44.94	29.48	24.69	20.38
P/B	9.27	2.67	2.42	2.21
EV/EBITDA	27.11	19.22	15.86	13.05

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257