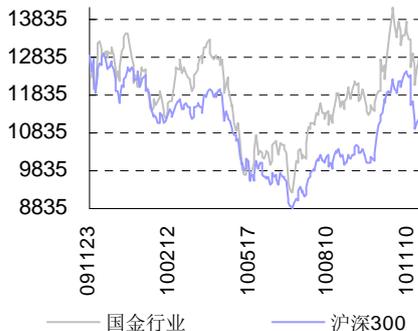


目标价格(人民币): 25.80-31.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	24.00
发行A股数量(百万股)	40.00
总股本(百万股)	160.00
国金白色家电指数	12773.28
沪深300指数	3178.85
中小板指数	7478.07



多年耕耘、进入收获期的中高端厨电品牌

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.451	0.682	0.805	1.032	1.270
每股净资产(元)	2.83	3.52	8.81	9.64	10.78
每股经营性现金流(元)	0.06	1.06	0.39	1.07	1.44
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.80	23.26	18.90
行业优化市盈率(倍)	19.59	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	-10.09%	51.08%	57.46%	28.11%	23.09%
净资产收益率(%)	15.93%	19.40%	9.14%	10.70%	11.78%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **中高端定位、根基稳健的厨房大家电领导企业:** 老板电器专业化耕耘厨房大家电“烟消灶”产品二十余年, 已是该领域的龙头企业之一, 吸油烟机连续七年全国销量第一, 燃气灶连续七年全国销量前三。而且公司成功树立中高端定位, 市场价位仅次于西门子和方太。
- **厨房大家电兼有小家电、家具和大白电的属性, 中高端定位的龙头企业具备良好成长空间:** 1) 家具属性令厨房大家电的高、低端产品的价格可以明显拉开; 销售渠道包含建材市场、工程精装修市场, 其中我国住宅精装修率远低于发达国家水平, 国内水平也参差不齐, 未来增长空间巨大, 这部分需求将集中于高端市场。2) 类似小家电行业的是目前厨房大家电市场的分散度高, 竞争尚不充分。3) 与大白电中冰洗产品相同的是城镇家庭保有量随着消费升级应能接近 100%, 而目前行业销量都只有一千多万台, 相比于冰洗的三四千万台内销量还有较大的增长空间。因此, 厨房大家电行业将走上充分竞争和整合之路, 中高端定位的龙头企业具备良好成长空间。
- **品牌定位清晰+技术实力强+经销商关系稳固=公司竞争优势:** 公司明确定位中高端市场, 品牌形象经营得当; 技术实力突出, 产品性能优秀; 股权设置到经销商系统, 有利于稳固和激励经销商; 这些构筑公司的竞争优势。今后公司将着力发展的传统渠道是 KA 渠道和专卖店, 新兴渠道是住宅精装修市场(目前该渠道对销售贡献约为 4%, 公司目标是 3 年左右提高到 15%), 我们对此比较乐观。
- **盈利预测:** 公司募投项目主要是扩大产能。我们预计 10-12 年公司收入为 12.3、15.7、20.1 亿元, 增速 31.6%、27.8%和 27.9%。按发行后股本计算的全面摊薄 EPS 为 0.805 元、1.032 元和 1.27 元, 净利润增速为 57.5%、28.1%和 23.1%。
- **估值与投资建议:** 参考行业其他公司估值, 考虑到厨房大家电行业的特殊性 & 公司的成长性, 我们认为 6-12 个月合理估值水平为 25-30X11PE, 对应的合理价格为 25.8-31.0 元。
- **风险提示:** 房地产市场过于萎缩的风险; 渠道铺设未达到预期的风险。

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

内容目录

老板电器：中高端定位、根基稳健的厨房大家电领导企业	4
专业化耕耘二十余年，厨房大家电龙头企业之一	4
成功树立中高端定位	5
中高层管理人员和代理商均已有股权设置	6
厨房大家电：兼有小家电、家具、大白电的属性	7
行业长期增长空间大，尤其高端市场开始加速	7
保有量低+城镇化进程+政策推动：保障行业长期和短期增速	7
消费升级促使高端市场发力增长	9
品牌定位清晰+技术实力强+经销商关系稳固：奠定竞争优势	10
定位清晰，营销跟进，成功经营品牌形象	10
技术实力突出，产品性能优秀	10
股权激励到位，无存货风险和资金压力，经销商劲头足	11
公司看点：传统渠道和新兴渠道两手抓，应能两手硬	11
募投项目：主要用于扩大产能	12
盈利预测及估值	13
风险提示	15
房地产成交量过于萎缩风险	15
渠道铺设未达到预期的风险	15
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

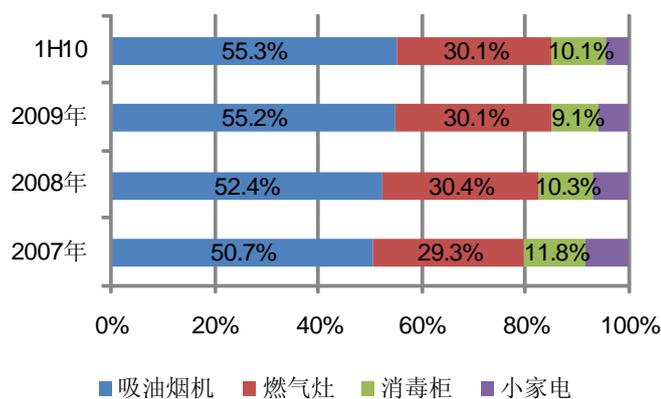
图表 1: 公司一直专注于“烟、灶、消”产品.....	4
图表 2: 吸油烟机城市市场的价位格局及老板所处位置.....	4
图表 3: 燃气灶城市市场的价位格局及老板所处位置.....	4
图表 4: 消毒柜城市市场的价位格局及老板所处位置.....	4
图表 5: 老板电器吸油烟机各机型的销量占比.....	6
图表 6: 市场上吸油烟机各机型的销量占比.....	6
图表 7: 老板电器燃气灶各机型的销量占比.....	6
图表 8: 市场上燃气灶各机型的销量占比.....	6
图表 9: 老板电器股权结构（发行前）.....	7
图表 10: 我国城镇居民家庭每百户耐用品保有量.....	8
图表 11: 我国乡村居民家庭每百户耐用品保有量.....	8
图表 12: 我国洗衣机内销量、电冰箱内销量和吸油烟机销量比较.....	8
图表 13: 我国城镇化进程.....	9
图表 14: 2010 年新增家电下乡产品为燃气灶、吸油烟机的地区.....	9
图表 15: 2009 年前三季度我国主要城市住宅精装修率与发达国家比较.....	10
图表 16: 老板电器毛利率、销售费用率、净利率.....	10
图表 17: 华帝股份毛利率、销售费用率、净利率键入.....	10
图表 18: 老板电器存货构成（单位：万元）.....	11
图表 19: 老板电器 2010 年各渠道的销售贡献占比与目标贡献占比.....	12
图表 20: 募投项目分析（单位：万元）.....	12
图表 21: 募投项目投产后产能变化（单位：万台）.....	13
图表 22: 可比公司估值分析.....	13
图表 23: 老板电器收入及毛利率预测.....	14

老板电器：中高端定位、根基稳健的厨房大家电领导企业

专业化耕耘二十余年，厨房大家电龙头企业之一

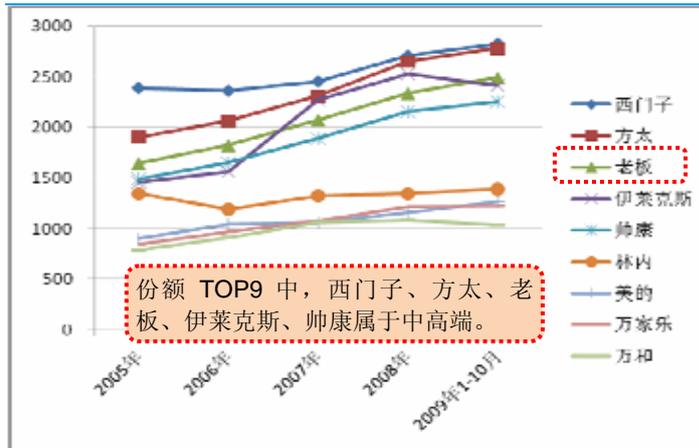
- 老板电器的前身余杭红星五金厂成立于 1979 年，从钣金行业起家，涉及冰箱、电扇、油烟机等产品。1988 年研制出第一台吸油烟机，从此开始由钣金行业向厨房家电行业转变；1992 年起产品拓展至燃气灶、消毒柜；并一直专注于这三大类厨房大家电产品至今，合计收入占比近几年均在 90% 以上并还有提高（图表 1）。
- 公司是国内厨房电器行业的龙头企业之一。根据国家统计局中国行业企业信息发布中心统计，自 2003 年以来，公司吸油烟机产品连续七年全国销量位居第一，燃气灶产品连续七年全国销量排名前三。

图表1：公司一直专注于“烟、灶、消”产品



来源：公司招股说明书，中怡康，国金证券研究所

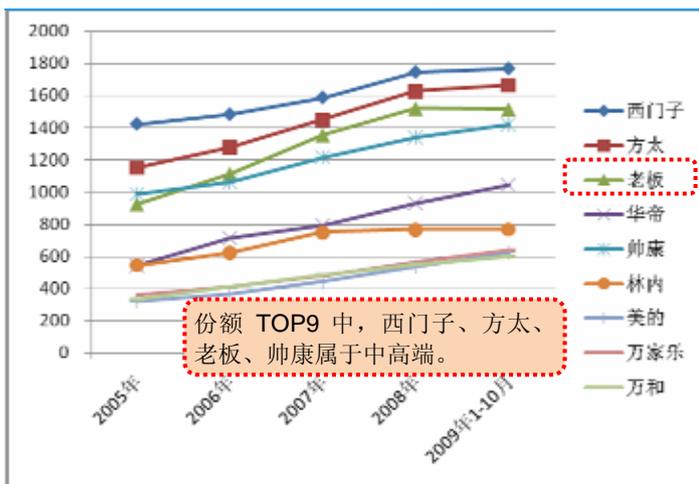
图表2：吸油烟机城市市场的价位格局及老板所处位置



单位：元

说明：所列品牌为城市市场零售均价前九名

图表3：燃气灶城市市场的价位格局及老板所处位置

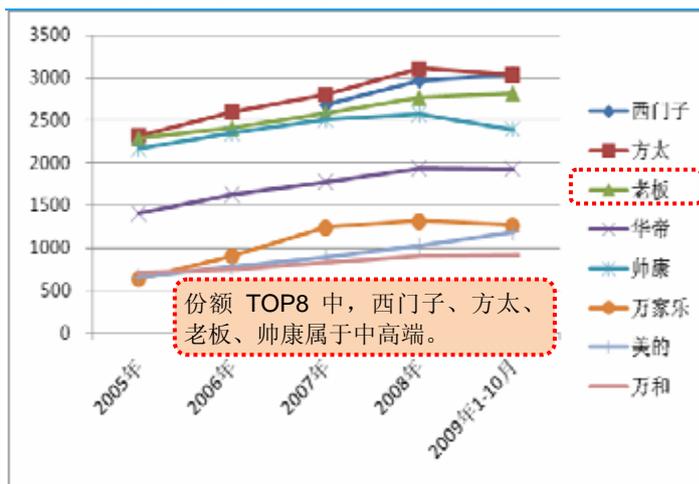


单位：元

说明：所列品牌为城市市场零售均价前九名

来源：公司招股说明书，中怡康，国金证券研究所

图表4：消毒柜城市市场的价位格局及老板所处位置



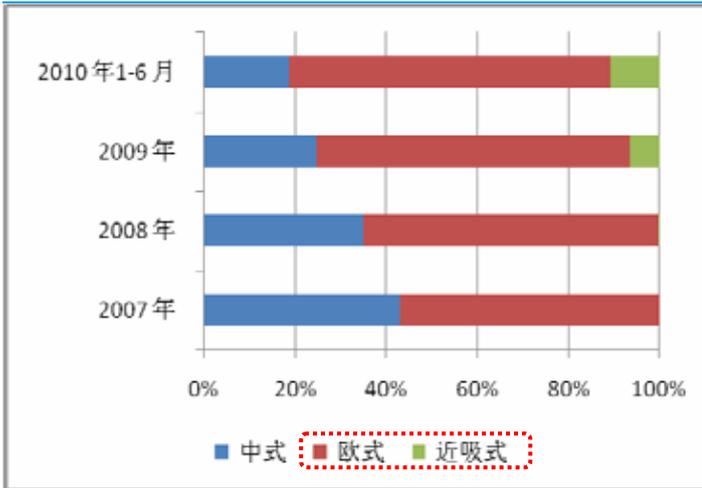
单位：元

说明：所列品牌为城市市场零售均价前 8 名

成功树立中高端定位

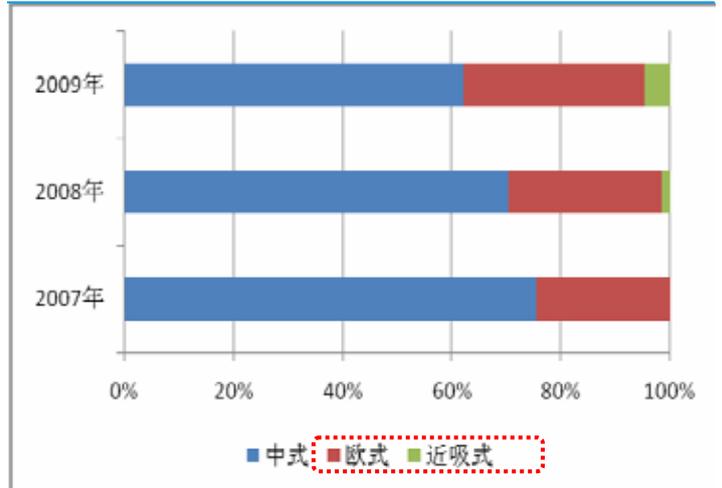
- 由于我国烹饪特点与欧美大相径庭的缘故，厨房大家电市场除西门子、樱花、伊莱克斯以外，其他外资品牌即使有参与市场份额也排在三十名之外。因此厨房大家电中高端市场的主流品牌主要是国产品牌，如老板、方太、华帝，仅西门子为外资品牌。
- 从价格看，老板电器的销售均价与西门子、方太接近，属于市场上第一梯队，明显高于华帝、美的（图表 2-4）。老板电器的产品中，高端产品占销售量比重高于行业水平（图表 5-8）。
 - 吸油烟机可按外形特征分为平顶式、深罩式、欧式和近吸式，其中平顶式和深罩式又合称中式。欧式机外观时尚、排风效果好、机体侵蚀少，属于中高端产品。近三年一期，吸油烟机中欧式机的比重从 56.9% 提高到 70.3%，最新的近吸式吸油烟机的销量占比也从 0.28% 提高到 10% 以上，而中式产品占比从 43.1% 降至 18.8%。
 - 燃气灶可按结构形式分为台式和嵌入式。嵌入式燃气灶外形美观、节省空间、与厨房整体搭配协调，属于中高端产品。近三年一期，公司嵌入式燃气灶的占比也从 91.7% 提高到 99.9%，基本淘汰了台式产品。中怡康口径 2009 年老板电器在欧式吸油烟机、嵌入式燃气灶和嵌入式消毒柜的占有率分别是 13.9%、10.1% 和 9.3%，排名分别为第一、第二、第二。

图表5: 老板电器吸油烟机各机型的销量占比

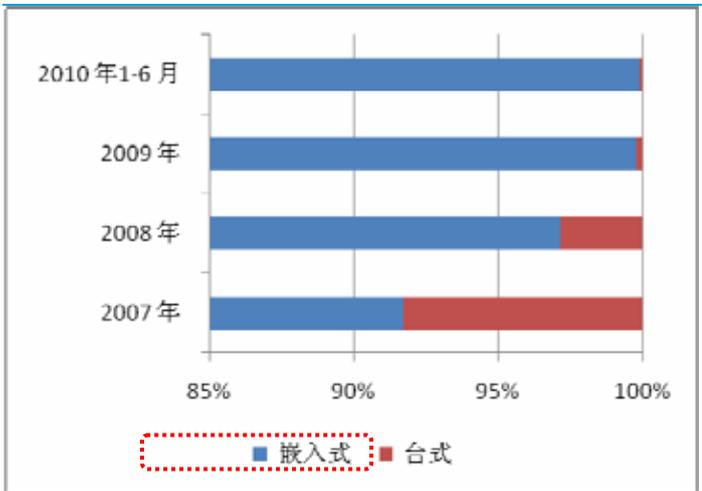


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表6: 市场上吸油烟机各机型的销量占比

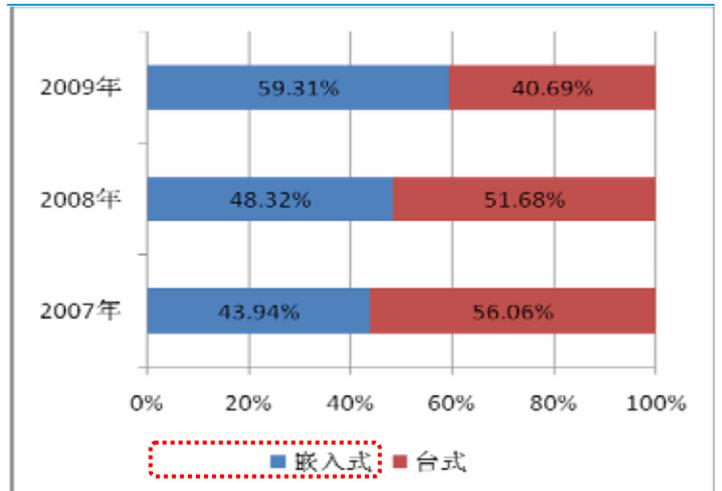


图表7: 老板电器燃气灶各机型的销量占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

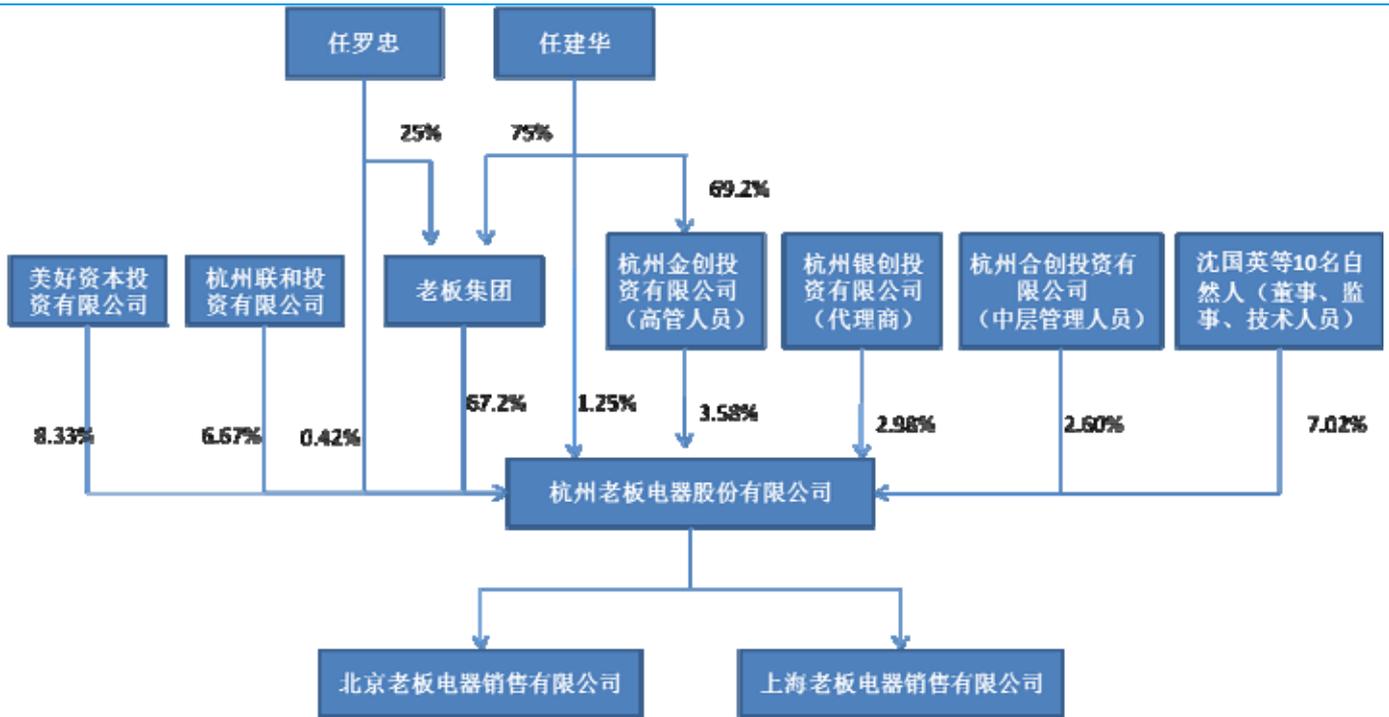
图表8: 市场上燃气灶各机型的销量占比



中高层管理人员和代理商均已有股权设置

- 公司实际控制人是任建华先生, 本次发行前通过直接间接方式控制公司72%的股份; 公司高级管理人员、代理商、中层管理人员分别通过金创投资、银创投资、合创投资三家公司持有公司股份, 股权激励到位。

图表9：老板电器股权结构（发行前）



来源：招股说明书，国金证券研究所

厨房大家电：兼有小家电、家具、大白电的属性

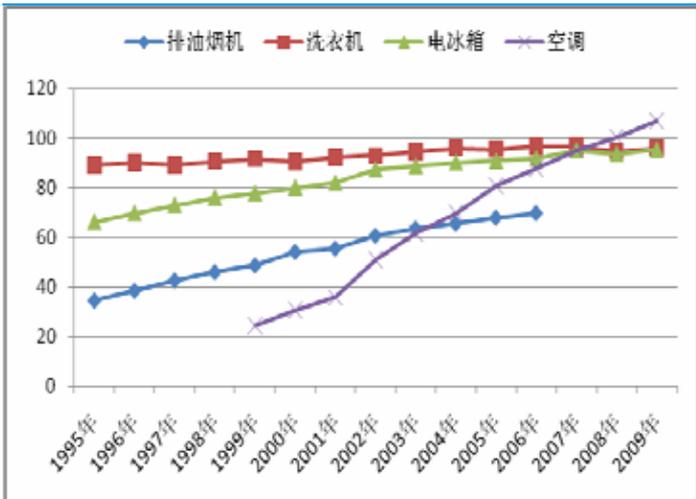
- 厨房大家电包括吸油烟机、燃气灶和消毒柜，往往在装修时就挑选好产品，重视产品外观，要求与家居整体风格协调一致，具有一定的时尚特性。正由于这种时尚特性，高端产品和低端产品的价格可以明显拉开。也正由于其家具属性，厨房大家电的销售渠道包含建材市场、工程精装修市场，区别于大白电和小家电。
- 厨房大家电价格较高，同时厨房的危险源多（火、电），对产品的安全性要求很高，消费者购买时往往精挑细选，货比三家。因此消费者购买时重视品牌，相信品牌代表的质量和安全。
- 目前厨房大家电市场的分散度高，竞争尚不充分。随着收入和房价的提高，居民逐渐开始重视厨房家电产品，投入更高，这种消费趋势将推动行业走向充分竞争和行业整合之路。产品定位清晰的龙头企业有望从竞争中获益，如老板、方太、华帝。

行业长期增长空间大，尤其高端市场开始加速

保有量低+城镇化进程+政策推动：保障行业长期和短期增速

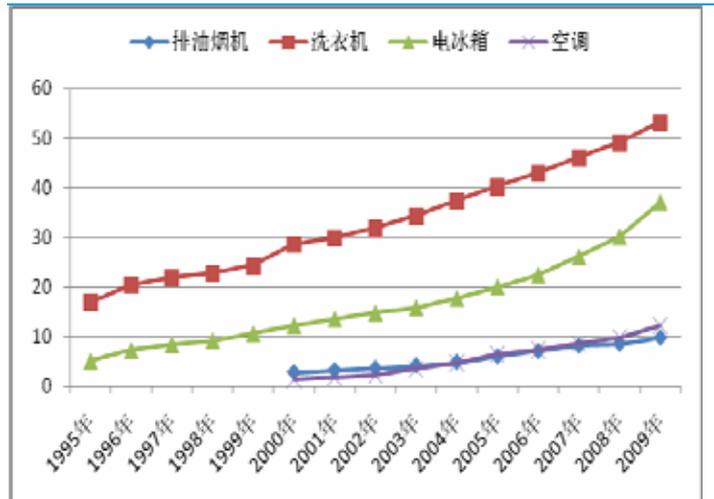
- 我国的吸油烟机保有量很低，不管是城镇保有量还是农村保有量，吸油烟机都低于电冰箱、洗衣机、空调器的保有量。一般而言，一个家庭只有1台电冰箱、1台洗衣机、1套烟、灶产品，而且可以使用电冰箱、洗衣机的家庭也有经济能力购买烟、灶产品，考虑到我国燃气普及率已经达到91.4%，因此未来吸油烟机与燃气灶的保有量完全有可能与电冰箱、洗衣机的保有量持平。目前我国吸油烟机的年销量远低于电冰箱、洗衣机的年销量，长期来看，增长空间很大。

图表10: 我国城镇居民家庭每百户耐用品保有量

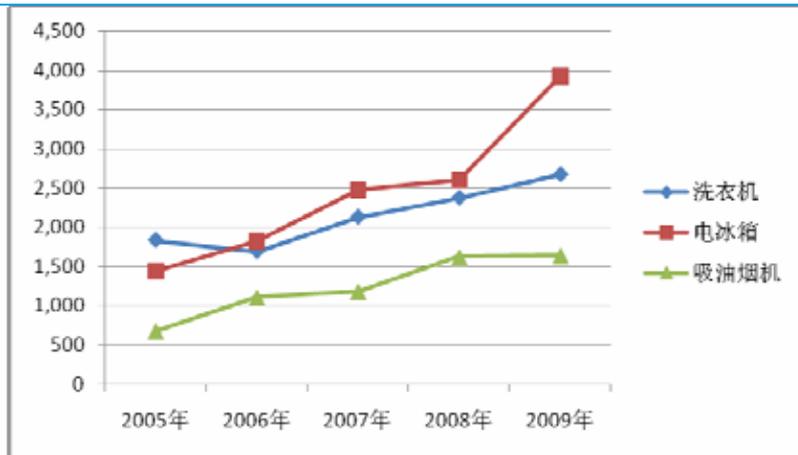


来源: 华通人, 国金证券研究所

图表11: 我国乡村居民家庭每百户耐用品保有量



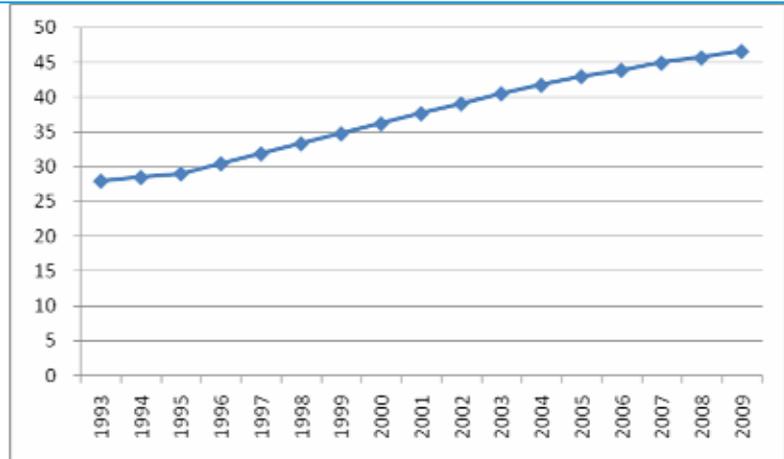
图表12: 我国洗衣机内销量、电冰箱内销量和吸油烟机销量比较



来源: 产业在线, 华通人, 国金证券研究所

- 我国农村居民的排油烟机保有量远低于城镇居民保有量, 城镇化进程将促使这部分潜在需求转为现实需求。自 1982 年至 2007 年, 中国城镇化率由 20% 升至 45%, 平均每年提高一个百分点。如果假设维持每年提高一个百分点的城镇化进程, 按 2009 年我国人口 13.35 亿计算, 这意味着有 1335 万人从农村转到城市, 按三口之家计算, 就是多出 445 万户城市家庭, 即 445 万台吸油烟机和燃气灶需求。排油烟机 2009 年销量仅为 1642 万台, 因此城市化进程的推动不可忽视, 而且这将是长期持续的推动力量。

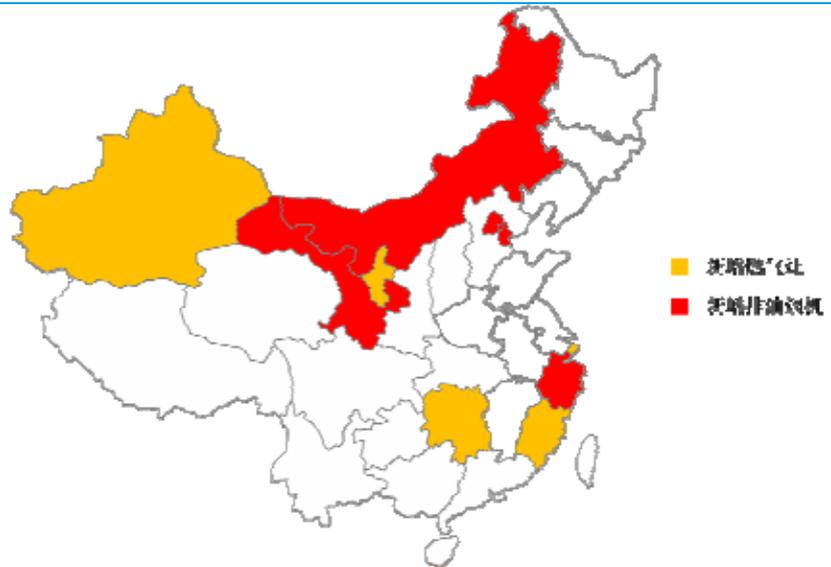
图表13: 我国城镇化进程



来源: wind, 国金证券研究所

- 短期看, 今年 3 月家电下乡政策出台新规定: 各省(区、市)可在现有 9 类补贴产品之外, 再选择一个新增品种纳入家电下乡政策实施范围。其中, 北京、天津、内蒙古、浙江、甘肃 5 地的新增品种为抽油烟机, 上海、湖南、福建、宁夏、新疆 5 地的新增品种为燃气灶; 抽油烟机的最高补贴金额为 338 元, 燃气灶的最高补贴金额为 195 元。该政策有望加速燃气灶和吸油烟机的短期需求增长。

图表14: 2010 年新增家电下乡产品为燃气灶、吸油烟机的地区



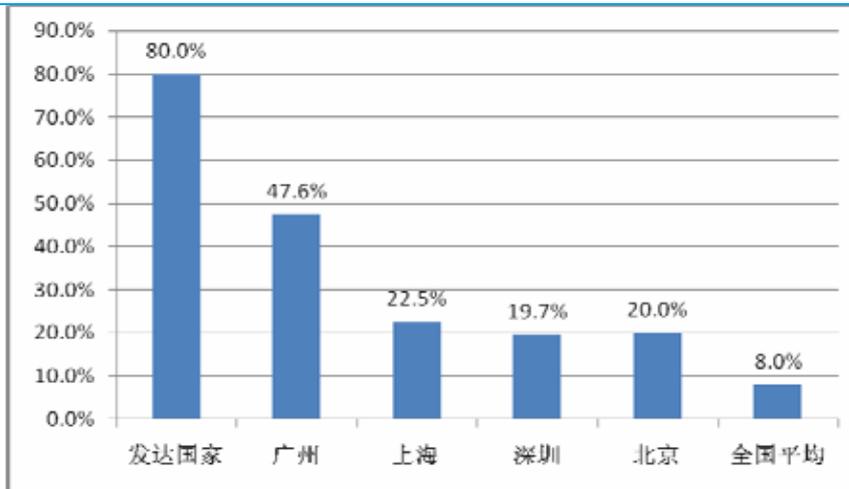
来源: 国金证券研究所

消费升级促使高端市场发力增长

- 随着收入增长迅速, 房价节节攀高, 居民消费时更注重产品性能及外观, 要求与整体装修风格、档次一致, 而对价格的敏感性降低。另外, 我国住宅精装修率远低于发达国家水平(图表 15), 国内水平也参差不齐, 未来增长空间巨大, 这部分需求将集中于高端市场。因此, 未来需求将进一步向高端产品集中。
- 厨房大家电市场上, 高端产品的增速高于行业整体水平。吸油烟机市场上, 欧式机 05-09 年的复合增速为 17.5%, 而整体市场增速仅为 9.2%;

燃气灶市场上，嵌入式燃气灶的复合增长率为 15.6%，整体市场增速则为 13.4%。

图表15: 2009 年前三季度我国主要城市住宅精装修率与发达国家比较



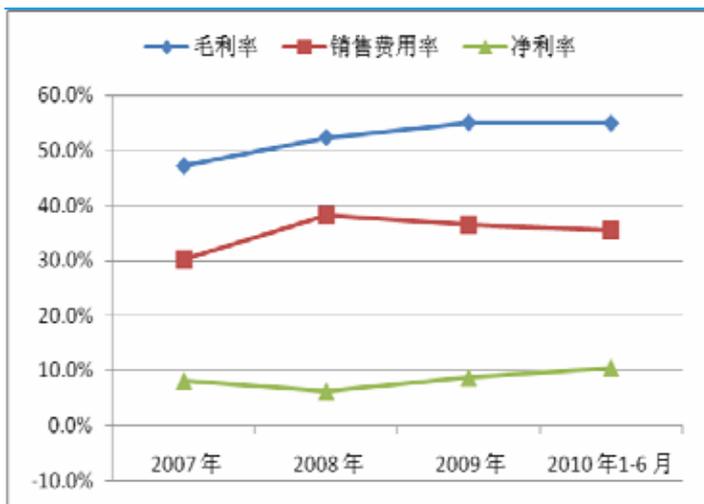
来源：广田股份招股书，国金证券研究所

品牌定位清晰+技术实力强+经销商关系稳固：奠定竞争优势

定位清晰，营销跟进，成功经营品牌形象

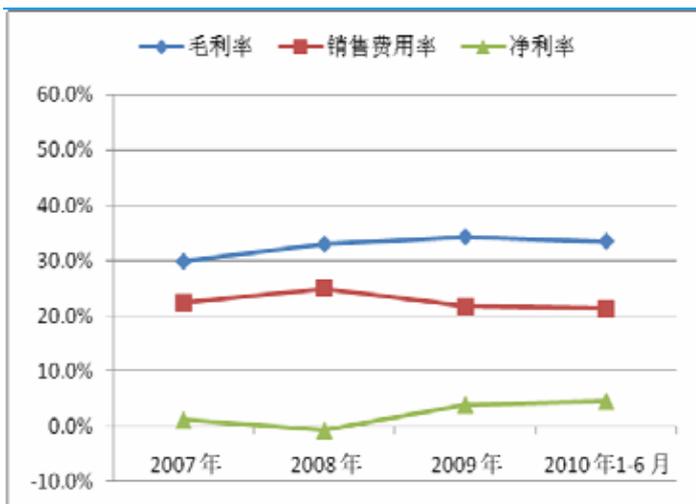
- 公司明确定位高端市场，从生产过程开始就集中于高级产品，迅速淘汰落后产品；营销手段围绕品牌定位进行，选择知名度高、形象好的渠道投放广告，例如 CCTV-2、上海南京路步行街、高端休闲杂志等，使得高端品牌的形象为消费者广泛接受；同时提高售价，弥补在成本和销售费用上的高投入。这种营销策略成功地保障了公司的盈利空间 and 市场份额，在财务报表中表现为高毛利、高销售费用率、高净利率。

图表16: 老板电器毛利率、销售费用率、净利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表17: 华帝股份毛利率、销售费用率、净利率



技术实力突出，产品性能优秀

- 公司在吸油烟机领域形成了以“双劲芯技术”、“超低静音技术”、“烟灶联控技术”为代表的核心技术，其中，“双劲芯技术”可以在噪音基本不变的情况下提高风量，改善吸烟效果；“烟灶联控技术”可以根据灶具

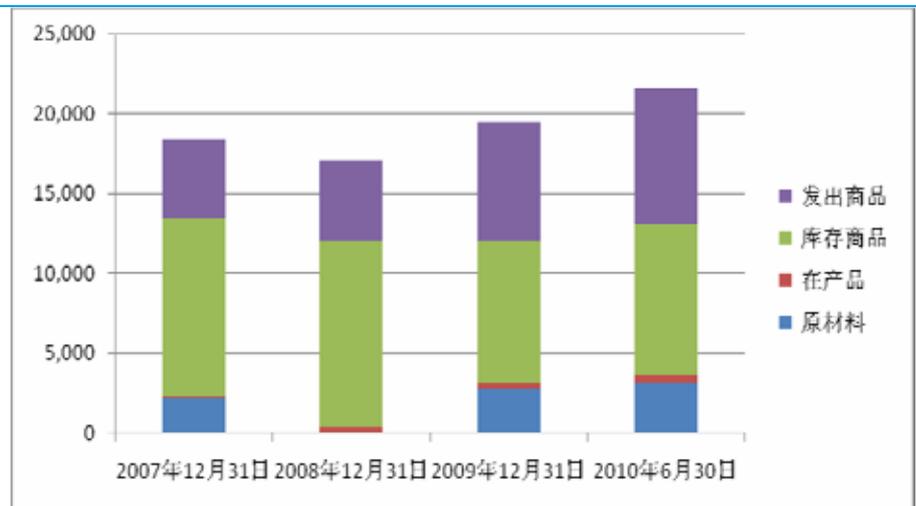
火力大小通过无线电技术自动调节烟机的排风量，更方便、节能、环保。公司的吸油烟机的风量指标已经达到行业最高水平 17 立方米/每分钟，该项指标是指静压为零时油烟机单位时间的排风量，直接影响到油烟机吸净效果。

- 在燃气灶领域，公司的“主火中置技术”可以有效提高热效率，“电气两用技术”将炉火与电磁技术结合，而公司产品的特殊优势在于不需要在橱柜下端打孔，便于整体厨房装修（因为燃气灶下方一般会放置消毒柜）。
- 公司拥有多项专利技术，包括 2 项发明专利，并获得多项荣誉，包括 2009 年与西门子、方太、美的一起获得德国 IF 中国设计奖（IF Design Award China；IF 奖与德国“红点奖”、美国“IDEA 奖”并称世界三大设计奖），研发实力在同行业公司中较为优秀，奠定了公司追求高端定位的基础。

股权激励到位，无存货风险和资金压力，经销商劲头足

- 股权结构中，由代理商的主要股东或负责人担任股东的银创投资有限公司持有老板电器 2.98% 的股权，即 357.5 万股，按 20 元股价计算，意味着 7000 万元以上的股权激励，有助于提高经销商的积极性。
- 公司的代理制销售模式下，产品销售给终端消费者后才确认收入，存货风险由公司承担，反应在报表中存货构成下“发出商品”一项中（图表 18）。经销商不需要承担存货风险和资金压力，因此这种模式对经销商更有吸引力。另一好处是使财务数据更透明，便于把握真实的终端消费需求，利于公司管理生产和销售。不利之处在于拖慢了存货周转速度，但不会对公司财务造成严重的威胁。

图表 18: 老板电器存货构成 (单位: 万元)



来源：招股说明书，国金证券研究所

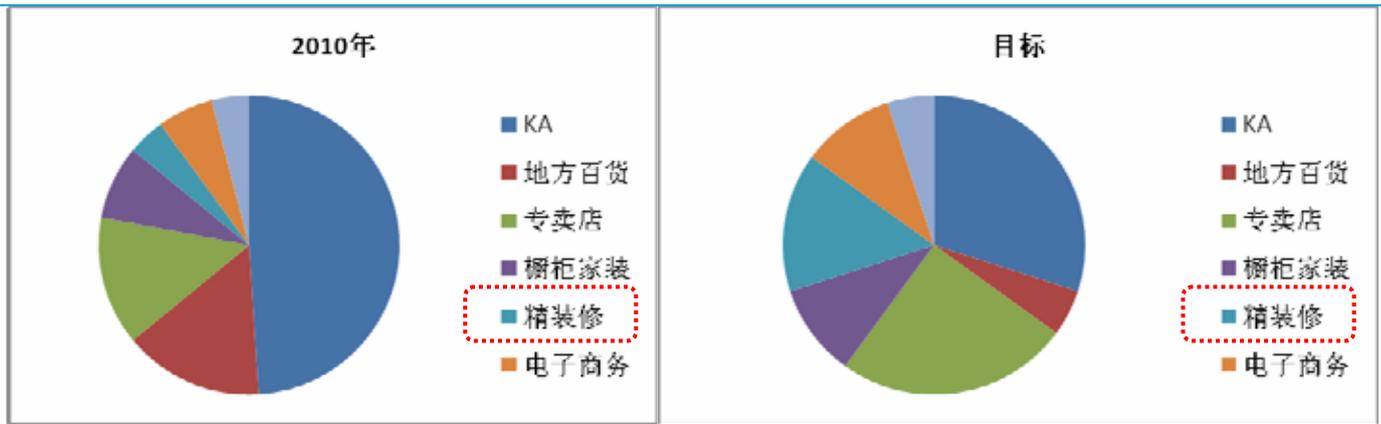
公司看点：传统渠道和新兴渠道两手抓，应能两手硬

- 目前公司的销售渠道主要依赖 KA、百货和专卖店，销售贡献分别为 49%、15%和 14%，合计 78%。公司未来着力发展的传统渠道是 KA 渠道和专卖店，重点关注的新兴渠道是住宅精装修市场。
- 截止 2009 年底，公司进驻的 KA 门店为 1807 家，进店率 75%；在全国开设了 520 家专卖店，专卖店的成长期为 3 年，存活率达 90%。公司计划未来 2-3 年内将 KA 门店数量提高到 2400 家，并在 2011 年实现建设 10 家旗舰店、100 家形象店和 1000 家普通店的“千店计划”，特别是 1000 家普通店将针对 KA 渠道覆盖不到的三四级市场。深化传统渠道有助于公司

巩固已有市场，拓展新增市场，提高销售量，从城镇化进程和政策推动中持续获益。

- 新兴渠道中，公司重点关注的是住宅精装修市场。公司已经与恒大地产、雅居乐地产、珠江投资等进行了全国战略合作，万科、招商地产也拟加入。目前该渠道对公司的销售贡献约为 4%，而公司的目标是将该渠道的贡献率提高到 15%（图表 19）。工程精装修市场前景广阔，需求巨大，产品以高端为主，而且与集团客户交易可以降低销售费用，因此是公司未来发展潜力最大、最重要的渠道。如果公司能够在住宅精装修市场取得成功，那么销售量和盈利能力都能够得到保障。
- 另外，公司在北京和上海 2 处战略销售区域成立子公司负责销售，增强了把握市场变化的能力，有助于提高公司竞争力。

图表19：老板电器 2010 年各渠道的销售贡献占比与目标贡献占比



来源：国金证券研究所

募投项目：主要用于扩大产能

- 募投项目主要用于扩大产能，项目建设期为 2 年，建成后分 2 年投产，其中第一年生产负荷达到产能的 80%，第二年达到 100%。另外，研发中心建设项目可巩固公司的技术优势。项目投产后的产能超过原有产能的 2 倍。

图表20：募投项目分析（单位：万元）

项目名称	总投资额	流动资金合计	备案投资金额	新增产能
年新增 15 万台吸油烟机技改项目	7,990	1,700	6,800	15 万台吸油烟机
年产 100 万台厨房电器生产建设项目	40,000	10,000	33,000	50 万台吸油烟机 40 万台燃气灶 10 万台消毒柜
研发中心建设项目	3,900	—	3,900	—
合计	51,890	11,700	43,700	65 万台吸油烟机 40 万台燃气灶 10 万台消毒柜

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表21: 募投项目投产后产能变化(单位:万台)

	现有产能	新增产能	项目投产后产能	增长率
吸油烟机	40	65	105	163%
燃气灶	35	40	75	114%
消毒柜	8.5	10	18.5	118%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测及估值

- 预计 2010 年-2012 年公司销售收入为 12.3、15.7、20.1 亿元, 增速为 31.6%、27.8%和 27.9% (图表 23)。净利润为 1.28、1.65、2.03 亿元, 增速为 57.5%、28.1%和 23.1%。按发行后股本计算的全面摊薄 EPS 为 0.805 元、1.032 元和 1.27 元。
- 参考行业其他公司估值 (图表 22), 考虑到厨房大家电行业的特殊性 & 公司的成长性, 我们认为 6-12 个月合理估值水平为 25-30X11PE, 对应的合理价格为 25.8-31.0 元。

图表22: 可比公司估值分析

类别	代码	名称	2010-11-19	EPS					PE	
			股价	2010	2011	11/10 YOY	2012	12/11 YOY	2010	2011E
白电	000527	美的电器	16.23	1.07	1.39	31%	1.68	21%	15.2	11.6
	000521	美菱电器	11.2	0.84	0.81	-4%	0.97	20%	13.3	13.8
	600336	澳柯玛	8.4	0.2	0.35	75%	0.51	46%	42.0	24.0
	000921	ST 科龙	7.17	0.41	0.49	20%	0.59	20%	17.5	14.6
	000651	格力电器	16.58	1.41	1.80	28%	2.13	18%	11.8	9.2
	600690	青岛海尔	24.9	1.42	1.83	29%	2.2	20%	17.5	13.6
	600983	合肥三洋	12.69	0.59	0.8	36%	0.99	24%	21.5	15.9
	000418	小天鹅 A	20.15	0.81	1.12	38%	1.49	33%	24.9	18.0
小家电	002242	九阳股份	16.72	0.89	1.02	15%	1.18	16%	18.8	16.4
	002032	苏泊尔	23.37	0.73	0.95	30%	1.24	31%	32.0	24.6
厨房大家电	002035	华帝股份	14.98	0.42	0.70	66%	0.90	29%	35.6	21.4
	002508	老板电器		0.81	1.03	28%	1.27	23%		

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 老板电器收入及毛利率预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
吸油烟机							
平均售价 (元/件)	952.64	1,224.72	1,181.04	1,199.02	1,300.00	1,350.00	1,400.00
增长率 (YOY)		28.56%	-3.57%		10.07%	3.85%	3.70%
销售数量 (千件)	385.25	364.68	430.36	261.08	522.16	660.54	835.58
增长率 (YOY)		-5.34%	18.01%		21.33%	26.50%	26.50%
销售收入 (百万元)	367.00	446.63	508.27	313.04	678.81	891.73	1,169.81
增长率 (YOY)		21.70%	13.80%		33.55%	31.37%	31.18%
毛利率	41.95%	52.05%	55.04%	53.36%	53.00%	52.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	213.03	214.15	228.54	146.01	319.04	428.03	584.91
增长率 (YOY)		0.53%	6.72%		39.60%	34.16%	36.65%
毛利 (百万元)	153.98	232.48	279.73	167.03	359.77	463.70	584.91
增长率 (YOY)		50.98%	20.33%		28.61%	28.89%	26.14%
占总销售额比重	49.70%	51.55%	54.41%	54.13%	55.21%	56.73%	58.17%
占主营业务利润比重	44.20%	51.24%	54.39%	52.56%	54.94%	56.70%	58.35%
燃气灶							
平均售价 (元/件)	660.16	814.59	747.56	731.64	775.00	800.00	825.00
增长率 (YOY)		23.39%	-8.23%		3.67%	3.23%	3.13%
销售数量 (千件)	320.55	317.82	371.58	233.39	466.78	564.80	683.41
增长率 (YOY)		-0.85%	16.92%		25.62%	21.00%	21.00%
销售收入 (百万元)	211.61	258.89	277.78	170.76	361.75	451.84	563.81
增长率 (YOY)		22.34%	7.29%		30.23%	24.90%	24.78%
毛利率	52.44%	55.56%	58.71%	58.92%	58.00%	56.00%	53.00%
销售成本 (百万元)	100.64	115.06	114.70	70.14	151.94	198.81	264.99
增长率 (YOY)		14.32%	-0.31%		32.47%	30.85%	33.29%
毛利 (百万元)	110.97	143.84	163.08	100.61	209.82	253.03	298.82
增长率 (YOY)		29.62%	13.38%		28.66%	20.60%	18.10%
占总销售额比重	28.66%	29.88%	29.74%	29.53%	29.42%	28.74%	28.04%
占主营业务利润比重	31.86%	31.70%	31.71%	31.66%	32.04%	30.94%	29.81%
消毒柜							
平均售价 (元/件)	1,298.15	1,486.16	1,384.93	1,295.61	1,400.00	1,450.00	1,500.00
增长率 (YOY)		14.48%	-6.81%		1.09%	3.57%	3.45%
销售数量 (千件)	65.82	58.84	60.56	44.29	88.57	102.30	118.15
增长率 (YOY)		-10.60%	2.92%		46.25%	15.50%	15.49%
销售收入 (百万元)	85.44	87.45	83.87	57.38	124.00	148.34	177.23
增长率 (YOY)		2.34%	-4.09%		47.84%	19.63%	19.48%
毛利率	55.16%	52.02%	55.99%	53.88%	53.00%	52.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	38.31	41.95	36.91	26.46	58.28	71.20	88.61
增长率 (YOY)		9.50%	-12.01%		57.88%	22.17%	24.45%
毛利 (百万元)	47.13	45.49	46.96	30.92	65.72	77.13	88.61
增长率 (YOY)		-3.47%	3.22%		39.95%	17.37%	14.88%
占总销售额比重	11.57%	10.09%	8.98%	9.92%	10.08%	9.44%	8.81%
占主营业务利润比重	13.53%	10.03%	9.13%	9.73%	10.04%	9.43%	8.84%
小家电							
销售收入 (百万元)	59.36	59.69	51.62	25.38	65.00	80.00	100.00
增长率 (YOY)		0.55%	-13.51%		25.92%	23.08%	25.00%
毛利率	37.13%	32.50%	24.75%	30.40%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	37.32	40.29	38.84	17.67	45.50	56.00	70.00
增长率 (YOY)		7.94%	-3.59%		17.14%	23.08%	25.00%
毛利 (百万元)	22.04	19.40	12.78	7.72	19.50	24.00	30.00
增长率 (YOY)		-11.98%	-34.13%		52.60%	23.08%	25.00%
占总销售额比重	8.04%	6.89%	5.53%	4.39%	5.29%	5.09%	4.97%
占主营业务利润比重	6.33%	4.28%	2.48%	2.43%	2.98%	2.93%	2.99%
销售总收入 (百万元)	738.43	866.49	934.17	578.31	1229.56	1571.90	2010.85
销售总成本 (百万元)	390.07	412.77	419.86	260.49	574.76	754.04	1008.51
毛利 (百万元)	348.35	453.71	514.31	317.82	654.80	817.86	1002.34
平均毛利率	47.18%	52.36%	55.06%	54.96%	53.26%	52.03%	49.85%

来源: 国金证券研究所

风险提示

房地产成交量过于萎缩风险

- 烟灶消产品和房地产市场联系紧密，如果房地产市场过于萎缩，可能造成短期销量下降。

渠道铺设未达到预期的风险

- 如果三四级市场专卖店、工程精装修渠道建设未达到预期，将对公司产品销售造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	738	866	934	1,230	1,572	2,011
增长率		17.3%	7.8%	31.6%	27.8%	27.9%
主营业务成本	-390	-413	-420	-575	-754	-1,009
%销售收入	52.8%	47.6%	44.9%	46.7%	48.0%	50.2%
毛利	348	454	514	655	818	1,002
%销售收入	47.2%	52.4%	55.1%	53.3%	52.0%	49.8%
营业税金及附加	-8	-6	-11	-14	-17	-22
%销售收入	1.1%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-223	-331	-340	-418	-511	-623
%销售收入	30.2%	38.2%	36.4%	34.0%	32.5%	31.0%
管理费用	-34	-58	-70	-74	-90	-111
%销售收入	4.6%	6.7%	7.5%	6.0%	5.8%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	83	58	93	149	199	246
%销售收入	11.2%	6.7%	10.0%	12.2%	12.7%	12.2%
财务费用	-3	-1	1	1	1	1
%销售收入	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	-1	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	0	0	0	0
%税前利润	0.4%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	62	94	149	198	245
营业利润率	10.8%	7.1%	10.1%	12.1%	12.6%	12.2%
营业外收支	2	3	0	3	3	3
税前利润	82	65	94	152	201	248
利润率	11.2%	7.5%	10.1%	12.3%	12.8%	12.3%
所得税	-22	-10	-12	-23	-36	-45
所得税率	26.8%	16.1%	13.1%	15.0%	18.0%	18.0%
净利润	60	54	82	129	165	203
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	60	54	82	129	165	203
净利率	8.2%	6.3%	8.8%	10.5%	10.5%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60	54	82	129	165	203
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	11	9	14	33	51
非经营收益	8	-5	1	-2	-3	-3
营运资金变动	26	-54	34	-79	-23	-22
经营活动现金净流	100	7	127	63	172	230
资本开支	-16	-7	-15	-2	-536	165
投资	-10	4	0	-1	0	0
其他	-50	-74	0	0	0	0
投资活动现金净流	-77	-77	-15	-3	-536	165
股权募资	0	145	0	880	-11	0
债权募资	-40	-25	0	0	0	1
其他	17	-1	0	0	-21	-21
筹资活动现金净流	-22	119	0	880	-32	-20
现金净流量	2	48	111	940	-397	375

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	16	64	175	1,115	719	1,094
应收款项	92	138	162	215	252	293
存货	184	189	195	268	331	414
其他流动资产	8	3	7	13	17	22
流动资产	299	394	540	1,611	1,318	1,823
%总资产	73.0%	79.6%	83.2%	94.2%	68.5%	82.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	77	74	70	66	580	373
%总资产	18.9%	15.0%	10.8%	3.8%	30.1%	16.8%
无形资产	30	23	36	31	26	22
非流动资产	111	101	109	99	607	397
%总资产	27.0%	20.4%	16.8%	5.8%	31.5%	17.9%
资产总计	410	495	648	1,711	1,925	2,220
短期借款	25	0	0	0	0	0
应付款项	223	135	208	259	335	438
其他流动负债	21	20	19	42	48	56
流动负债	268	155	227	301	383	494
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	268	155	227	301	383	495
普通股股东权益	141	340	422	1,410	1,543	1,725
少数股东权益	1	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	410	495	648	1,711	1,925	2,220

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.351	0.451	0.682	0.805	1.032	1.270
每股净资产	3.161	2.834	3.516	8.812	9.642	10.782
每股经营现金净流	2.250	0.056	1.056	0.393	1.073	1.438
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	42.73%	15.93%	19.40%	9.14%	10.70%	11.78%
总资产收益率	14.70%	10.94%	12.62%	7.53%	8.57%	9.15%
投入资本收益率	36.36%	14.33%	19.22%	9.01%	10.59%	11.70%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	17.34%	7.81%	31.62%	27.84%	27.92%
EBIT增长率	N/A	-29.87%	60.76%	60.11%	33.36%	23.55%
净利润增长率	N/A	-10.09%	51.08%	57.46%	28.11%	23.09%
总资产增长率	N/A	20.79%	31.01%	163.83%	12.55%	15.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.3	36.6	35.0	45.0	40.0	35.0
存货周转天数	86.0	164.9	167.0	170.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	35.7	62.9	74.5	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	38.3	31.4	27.3	18.7	96.8	67.5
偿债能力						
净负债/股东权益	6.54%	-18.84%	-41.56%	-79.11%	-46.59%	-63.34%
EBIT利息保障倍数	23.7	77.7	-88.8	-231.6	-217.4	-282.6
资产负债率	65.45%	31.30%	34.94%	17.59%	19.88%	22.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室