

万和电气(002543.sz)

成就成本领先策略下的高利润率

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260200010112

燃气热水器行业龙头, 收入与盈利能力提升迅速

公司是燃气热水器行业的龙头, 市场份额连续 7 年位列第一。在新进入者不断增多, 竞争可能加剧的情况下, 公司依旧实现收入的稳定增长, 3 年复合增长率为 19.8%; 同时盈利能力保持在一个较高的水平, 09 年净利率为 7.7%, 我们预计 10 年净利率将进一步上升为 8.6%。

依托研发, 成就成本领先策略下的高利润率

公司产品均价低于市场平均, 但毛利率却处于行业领先的水平。低价策略下的高利润, 源于公司在研发方面的大力投入。公司研发费用逐年增加, 并显著高于同业, 这造就了公司产品异于同业的强大盈利能力。

完备的中低端渠道网络, 进一步强化公司大众化产品的竞争优势

公司将其燃气热水器定位为大众化的产品。而公司在低成本渠道方面具备优势: 其已在 259 个地级市和 1224 个县级单位实现了布局; 同时此次募投项目之一是重点建设普通专卖店: 项目完成后, 公司普通专卖店的数量将在现有水平上翻番, 达到 2253 家。公司在低成本渠道方面的强大优势和持续投入, 将进一步强化自身在中低端市场的竞争优势和龙头地位。

太阳能热水器将有望成为公司未来的经营亮点

目前国内太阳能热水器市场群雄混战, 同时竞争主要集中在“真空管”领域和农村市场。公司规划进入国际主流的“平板”领域, 将有望借助自身的技术积淀和渠道优势, 实现燃气、太阳能产品销售的相互促进与联动效应。

盈利预测与估值

在核心假设下, 我们预计 10~12 年公司摊薄 EPS 分别为 0.90、1.13、1.50 元, 参照当前厨卫小家电上市公司的估值, 我们给予公司 27.00~30.73 的上市价格区间。

风险提示

公司可能面临房地产政策调控风险、国外经济复苏以及人民币升值带来的出口风险, 以及进入太阳能热水器领域所面临的技术风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,541.78	1,733.66	2262.48	2834.52	3983.07
增长率(%)	17.29%	12.45%	30.50%	25.28%	40.52%
EBITDA(百万元)	93.62	193.81	264.77	335.71	463.82
净利润(百万元)	50.10	125.79	180.21	225.85	299.89
增长率(%)	102.04%	151.09%	43.26%	25.33%	32.78%
每股收益(元)	0.33	0.84	0.90	1.13	1.50

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	27.00 元
上市价格	28.87 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	200/50
主要股东: 万和集团	
主要股东持股比例	51.00%

财务比率

ROE	31.99%
ROA	16.05%
资产负债率	62.97%
每股净资产(元)	2.62
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	27.00
主承销商:	平安证券有限责任公司
发行市盈率	23.89

目录索引

一、行业分析	3
(一) 农村市场广阔，城市积累了较多的更新需求	3
(二) 燃气、电、太阳能热水器依旧是市场的主流	4
(三) “燃气”占比持续增加，升级趋势明显，竞争可能加剧	4
(四) “太阳能”市场有待整合，“平板”路线有望异军突起	5
二、公司分析	5
(一) 公司与发行概述	5
(二) 依托研发，成就成本领先策略下的高利润率	6
(三) 完备的中低端渠道网络，强化公司大众化产品的竞争优势	7
(四) 太阳能或将成为公司未来的一大亮点	8
盈利预测与估值	9
风险提示	11

图表索引

图 1: 广东农民收入与热水器保有量关系紧密	3
图 2: 热水器保有量—城乡差异巨大	3
图 3: 从均价的变化看，燃气热水器消费升级趋势明显	4
图 4: 公司收入增长稳定，净利率水平较高	6
图 5: 公司在研发方面的投入逐年增加	7
图 6: 与同业相比公司毛利（横轴）更高而均价（纵轴）更低	7
图 7: 公司燃气热水器均价处于较低位置	7
图 8: 公司燃气热水器结构	7
图 9: 公司各类营销网点数量	8
图 10: 募投的营销网点建设项目完成后，公司普通专卖店数量将翻一番	8
图 11: 公司在二线城市市场的份额在下降	8
图 12: 公司的总体份额在提升，且增速高于行业	8
表 1: 公司募投项目（单位：亿元）	6
表 2: 公司分业务收入及成本预测	9
表 3: 小家电估值	11

一、行业分析

公司的主要产品为燃气热水器，该部分业务收入占到了总收入的40%以上，如果考虑公司其他产品外包的因素，公司当前的产能主要集中在燃气热水器领域。所以在这里我们着重分析热水器行业。

热水器按加热方式的不同，主要分为三类，分别为电热水器、燃气热水器、太阳能热水器，除此之外，近年来在城市开始出现热泵热水器，农村也有沼气热水器开始应用。

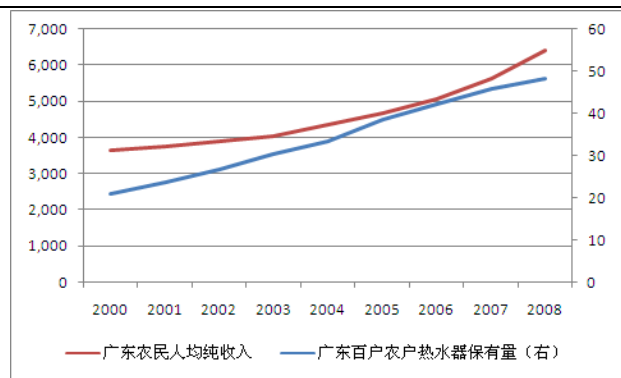
当前的热水器市场主要有如下几个特点：

（一）农村市场广阔，城市积累了较多的更新需求

农村市场空间广阔

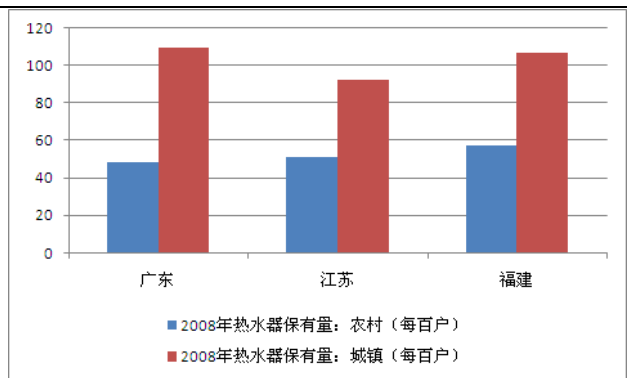
我们测算09年农村太阳能热水器保有量约为10.5台/每百户，而全品种热水器在农村的保有量不超过15台/每百户。从图1可以看到，农村热水器保有量与生活习惯、收入水平密不可分，但短期内影响保有量的关键仍在于收入水平；农村收入水平较高的广东、江苏、福建等地区，虽然热水器保有量高于我们测算的全国平均水平，但与城市热水器保有量相比依旧有较大的差距。我们预计随着新农村建设的深入以及一系列利农惠农政策的落实，农村人均纯收入有望实现显著的提升，未来几年内全国农村热水器保有量将有望达到目前广东、江苏农村的热水器保有水平（约为50%）。在假设农村人口不增加（假设农村人口自然增长与城镇化进程的作用相互抵消）的前提下，热水器在农村市场尚有2倍的增长空间。

图 1：广东农民收入与热水器保有量关系紧密



数据来源：国家统计局、CEIC

图 2：热水器保有量—城乡差异巨大



数据来源：国家统计局、CEIC

城镇市场积累了较多的更新需求

城镇的热水器新增需求随城镇化水平的提升而增加，但同时也受制于当前较高的城镇热水器保有水平。所以我们认为城镇的热水器新增需求将实现稳定的增长。

未来几年，城镇热水器消费的增量贡献将主要来自于城镇的更新需求。

根据我们的估算，1998~2002年五年间，城镇的新增热水器需求在1150万台/年的水平，这期间是城镇热水器加速普及的阶段。假设热水器寿命在8~10年，那么

2006~2012年就将迎来热水器的更新高峰。然而，我们结合慧聪邓白氏的数据进行估算，发现最近五年（2005~2009）城镇热水器的消费依旧以新增需求为主，年平均的更新需求在460万台的水平。基于此，我们认为当前的城镇市场已经积累了相当规模的更新需求，未来2~3年更新需求将可能带动整个城镇市场的增长。

（二）燃气、电、太阳能热水器依旧是市场的主流

燃气、电、太阳能热水器三者的产量比例约为1: 1.5: 1，三者占据了绝大多数的热水器份额；而热泵、沼气热水器方兴未艾，增速较快，但占比依然较低。

根据国家统计局数据，09年燃气、电热水器产量分别为1226万台、1900万台，而根据09年太阳能热利用行业年会公布的数据测算，09年太阳能热水器产量约为1260万台，三者产量比例约为1: 1.5: 1。同时，燃气、电热水器的主要市场是在城市；而农村则是太阳能热水器的主要市场（三四级市场消化了76%的太阳能热水器产品；09年下乡热水器中太阳能产品占到了61%）。

（三）“燃气”占比持续增加，升级趋势明显，竞争可能加剧

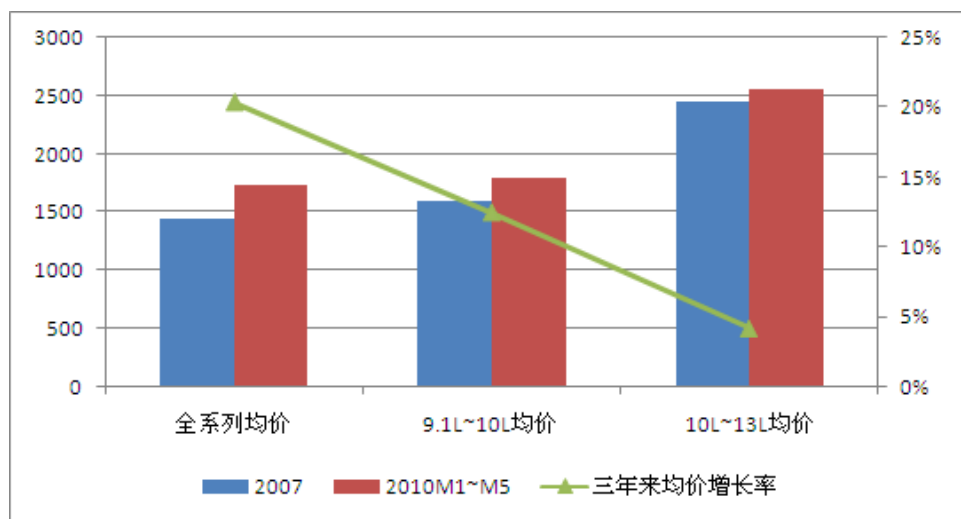
由于来自需求端和供给端的双重影响，燃气热水器的产销占比在持续增加

需求方面，相较于电热水器，燃气热水器具有加热时间短、用水量不受限制、空间占用小等优点，在城市天然气管网建设等配套设施提速的前提下，更多的消费者倾向于选择后者；供给方面，节能减排是国家倡导的政策大方向与大趋势，越来越多的“电”企业开始转向热效率更高的“燃气”产品，在兼顾原有领域的基础上进行“燃气”领域的开拓。

高出水量机型开始占据主流，燃气热水器消费升级趋势明显

中怡康数据显示，07~10三年间，燃气热水器均价增长约20%，而具体到各类出水量机型的均价，则涨幅并不明显，这说明需求重心正向高出水量的高端机型转移，消费升级的趋势较为明显。

图 3：从均价的变化看，燃气热水器消费升级趋势明显



数据来源：CMM

竞争可能加剧

目前“燃气”、“电”领域的竞争格局相对稳定，并都已形成了排名较为稳定的细分行业龙头，但随着全国天然气管网建设力度的加大，越来越多的其他领域龙头开始向“燃气”领域渗透。比较典型的代表有海尔、AO史密斯，以及美的。以AO史密斯为例，其在两年时间内，将燃气热水器的自身零售比例由8%提升至14%，同时在燃气领域的零售市场份额提升了两个百分点。

对燃气领域出现的这一趋势我们有两方面的理解：首先，电领域的领先企业开始进入燃气领域，必然将有效扩大燃气热水器的市场认可和市场规模。其次，燃气领域的竞争将因为新进入者的参与而加剧，但龙头企业在技术积累以及规模方面的先发优势不可忽视。

（四）“太阳能”市场有待整合，“平板”路线有望异军突起

“太阳能”竞争激烈，市场有待整合

在当前太阳能热水器的产销量已经与燃气热水器相当的背景下，整个行业却依旧处于群雄逐鹿的混战格局：除皇明、太阳雨等领先企业外，尚有数百家企业参与竞争；10年太阳能热水器下乡产品中标企业就达到170余家，企业的下乡销售网点也相较09年大幅增加，10年1~5月，太阳能热水器销量前10的品牌仅占总销量的63%。整个太阳能热水器市场有待整合。

“平板”VS“真空管”，前者有望异军突起

太阳能热水器按集热方式的不同，主要分为平板太阳能与真空管太阳能。“平板”在热效率、承压性、安全性、日常维护、建筑一体化，以及安全性等多方面具有优势，而“真空管”则在成本、保温性能等方面具有优势。由于“真空管”对集热器光热吸收涂层技术的要求较低，所以在国内太阳能热水器发展初期，众多企业选择了真空管这一成本较低、技术要求较低的集热器技术路线。目前真空管热水器占比达到87%，而发达国家这一比例只有10%，而绝大多数的太阳能热水器都是平板式的。

现阶段国内太阳能热水器的竞争主要集中在“真空管”领域和农村市场，然而一些新动向值得关注：2006年以来，部分城市以地方性法规形式提出新建建筑必须安装太阳能热水系统的要求，深圳、云南、海南、青海、徐州、大连、济南、烟台等地区都明确要求12层以下新建建筑要全面推广和配置太阳能热水系统。所以我们判断未来行业竞争的领域将向毛利率水平更高、应用区域更加广的工程产品市场转移，即建筑太阳能一体化模式将推动整个太阳能热水器行业的发展，“平板”企业有望异军突起。

二、公司分析

（一）公司与发行概述

业务领域：厨卫电器；核心业务：燃气热水器

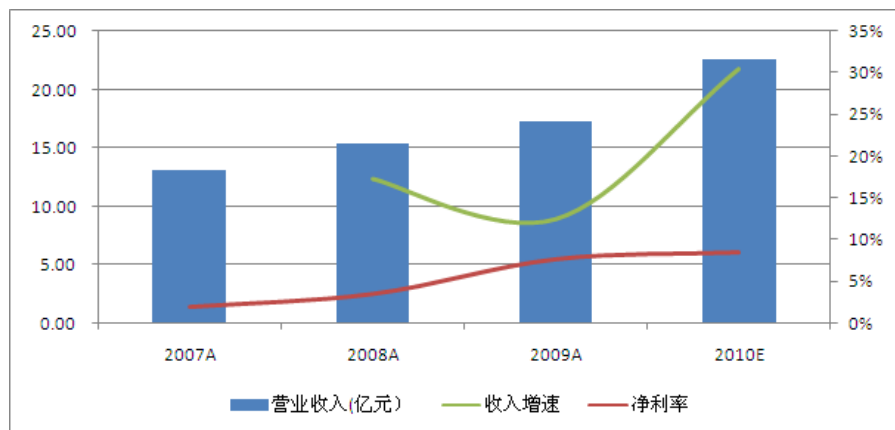
万和电气的业务领域是厨卫电器，产品线涵盖各类热水器（燃气、电、热泵、太阳能、沼气热水器）、燃气壁挂炉、厨房电器（消毒柜、燃气灶、抽油烟机）。核心业务是燃气热水器，从1992年公司第一台燃气热水器问世以来，万和不断巩固自身的竞争优势，实现销量连续7年行业第一，成为燃气热水器领域的龙头企业。10年上半年公司燃

气热水器收入比例达到了41%。

收入增长快于同业，盈利能力较强

公司07~10E的复合增长率达到19.8%，同时净利率提升迅速，并保持在较高的水平。09年净利率为7.7%，我们预计10年净利率将进一步上升为8.6%。

图 4：公司收入增长稳定，净利率水平较高



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

发行新股5000万股

公司IPO前股本合计1.5亿，股份由万和集团、卢础其、卢楚隆、卢楚鹏，以及叶远璋持有，分别占总股本的51%，22.05%，12.25%，7.35%，7.35%，公司实际控制人为卢础其。IPO后，总股本为2亿股，公众股东持股比例为25%。

募投项目以产能扩充、渠道建设，以及新能源基地建设为主

公司计划募资8.45亿，计划募投项目6个，其中最主要为厨卫产品产能扩充、渠道建设，以及新能源集成基地建设三个项目。

表 1：公司募投项目（单位：亿元）

	项目投资额	使用募集资金
1、节能环保燃气热水、供暖产品生产线扩建及公司营销网络建设项目	3.73	3.16
2、健康厨房电器产品扩产项目	1.20	0.95
3、新能源集成产品生产基地建设项目	3.06	2.47
4、核心零部件规模化自制建设项目	1.14	0.96
5、科技与研发中心扩建项目	0.60	0.60
6、信息管理系统升级建设项目	0.31	0.31
合计	10.03	8.45

数据来源：公司公告

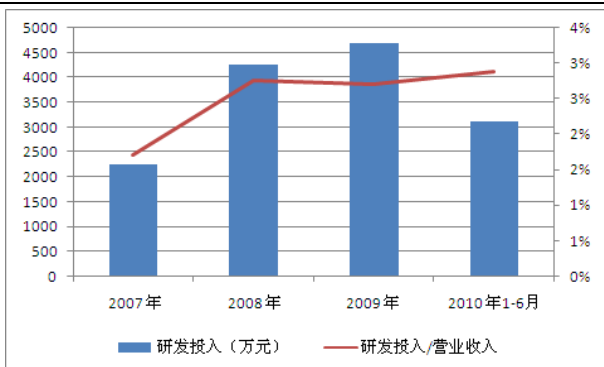
（二）依托研发，成就成本领先策略下的高利润率

公司走大众化的产品路线，实施成本领先的竞争策略，产品均价显著低于市场平均水平，但毛利率却处于行业领先地位。低价战略下的高利润，源于公司在研发方面的大力投入。

公司视技术创新为发展的灵魂。在此指导思想下，公司建成了三大研发中心，并构

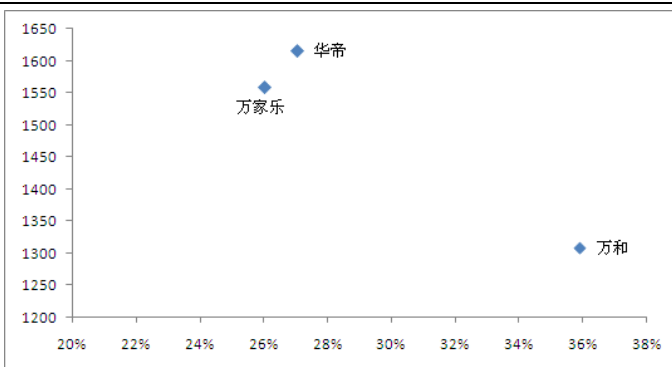
建了360人的研发技术团队，拥有专利400余项。公司在研发方面的绝对投入与相对投入都基本呈逐年增加的态势。正是对研发的持续投入，造就了公司的燃气热水器产品异于同业的强大盈利能力。

图 5：公司在研发方面的投入逐年增加



数据来源：公司公告

图 6：与同业相比公司毛利（横轴）更高而均价（纵轴）更低

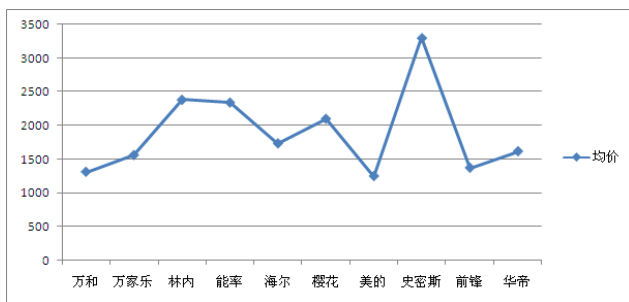


数据来源：CMM、公司公告

（三）完备的中低端渠道网络，进一步强化大众化产品的竞争优势

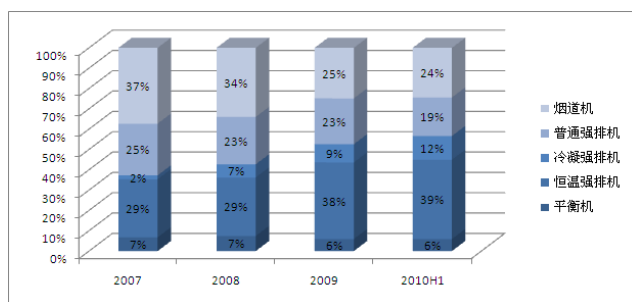
公司对自身产品的定位是走大众路线的高性价比燃气热水器，产品均价低于其他主流热水器企业。从公司的产品结构来看，虽然公司在高端的冷凝强排机方面的开拓力度较大，但未来中端的普通强排机和恒温强排机将依然是公司的主力机种。

图 7：公司燃气热水器均价处于较低位置



数据来源：CMM

图 8：公司燃气热水器结构



数据来源：公司公告

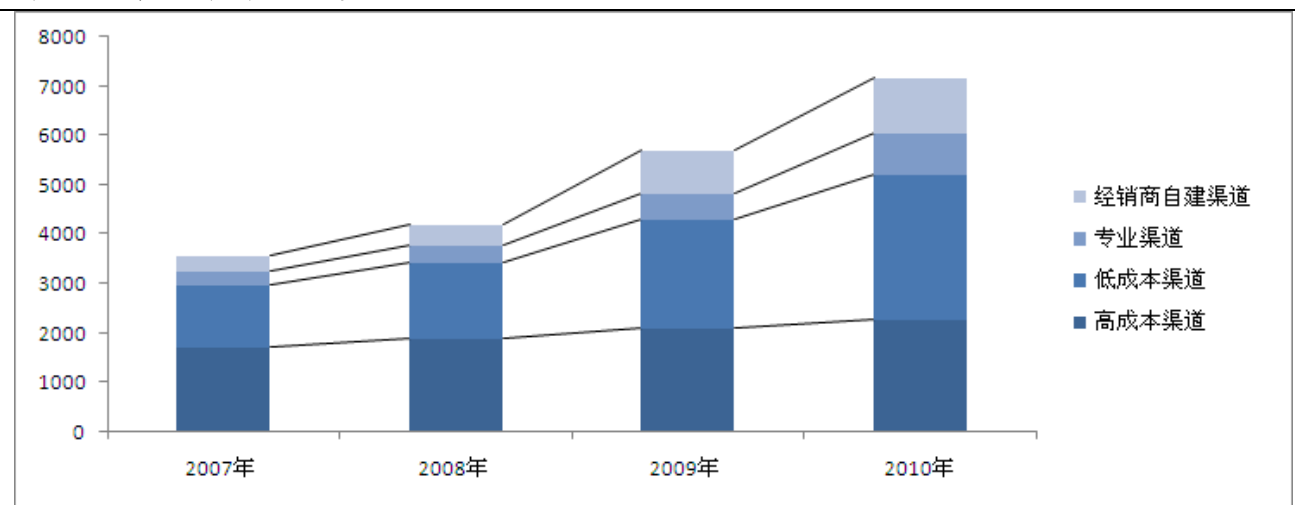
如此的产品定位，恰恰契合了公司当前的渠道优势，以及未来渠道建设的方向。换言之，公司的渠道体系将能充分发挥公司大众化产品的竞争力。

渠道下沉、低成本渠道布局完善，是当前公司渠道的主要特点。目前公司拥有7100多个零售网点，230多名一级经销商，产品已在259个地级市和1224个县级单位实现了布局。同时公司更多地倚仗夫妻店、专卖店等低成本渠道进行扩张，低成本渠道占公司总渠道规模逐年提升。

而公司募投的营销网络建设项目，是在兼顾中高端市场的同时，进一步强化普通专卖店的布局，巩固其中低端渠道方面的优势。公司准备新建及改造旗舰店150家，新建普通专卖店1200家，同时对规模较大的店中店进行改造，建立普通产品专厅1000个，高端子品牌专厅500个。募投项目实施完成后，公司普通专卖店将在现有水平上翻一番，达到2253家。通过加强对低成本渠道的投入，公司将进一步强化自身在中低端市场方面

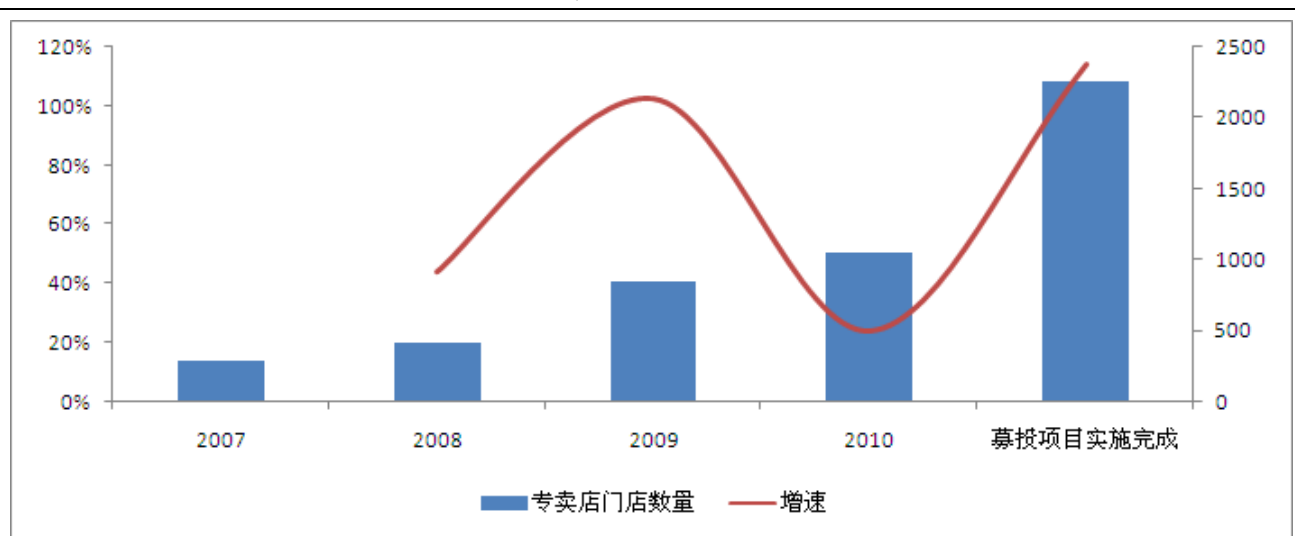
的竞争优势。

图 9：公司各类营销网点数量



数据来源：公司公告

图 10：募投的营销网点建设项目完成后，公司普通专卖店数量将翻一番

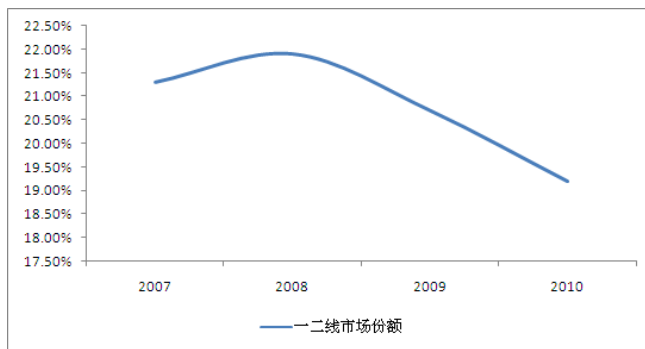


数据来源：公司公告

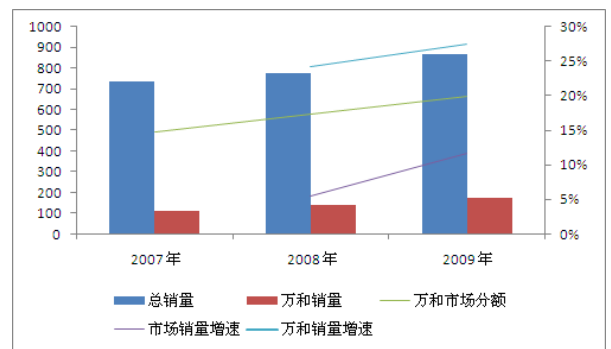
公司在对自身产品有清晰认识的基础上，对采取哪种渠道营销模式进行了正确的选择，即布局三四级市场、加强低成本渠道的建设。这使得在面临一二级市场竞争加剧，市场份额被侵蚀的不利局面下，公司热水器的整体销量依然能维持高于行业的增长速度。

图 11：公司在一二线市场的份额在下降

图 12：公司的总体份额在提升，且增速高于行业



数据来源：CMM



数据来源：慧聪、公司公告

(四) 太阳能或将成为公司未来的一大亮点

截至2010年6月，公司的太阳能热水器产品仍为外购，用以配套自主研发的太阳能+热泵+燃气三合一集成热水器。但是此次募投项目中一大重点就是投资平板太阳能热水器基地和生产线，实现平板太阳能集热器的自主研发与生产。

公司在热水器领域积累了深厚的技术积淀与强大的渠道优势，此次选择进入竞争相对薄弱的“平板”太阳能领域，我们认为这可能成为公司未来经营的一大亮点：通过集成的方式，实现燃气、太阳能产品销售的相互促进与联动效应。

盈利预测与估值

基于上面的分析，我们作出如下的关键假设：

- (1) 公司募投项目：燃气热水器、电热水器、厨房电器、壁挂炉、烤炉等业务的扩产，到2013年达产，之前产能逐步释放；热泵热水器、太阳能热水器等产品的新增产能2012年投产，2013年达产。
- (2) 公司燃气热水器业务的毛利率受两方面因素的影响：首先是公司优化产品结构，毛利率较高的中高端产品比例上升，其次是行业竞争加剧。两方面影响下，公司未来燃气热水器业务毛利率呈缓慢上升趋势。
- (3) 公司加大渠道建设力度：首先是北方区的业务拓展，其次是高端网点的建设，都会提升销售费用率。基于这一判断，我们认为未来两年公司销售费用率将会提升。

在以上核心假设下，我们得到分业务的收入及成本预测表。

表 2：公司分业务收入及成本预测

	2010E	2011E	2012E	2013E
--	-------	-------	-------	-------

燃气热水器

收入	935.8	1,125.7	1,328.2	1,539.0
YoY	30.2%	20.3%	18.0%	15.9%
毛利率	34.1%	34.1%	34.2%	34.2%
成本	616.7	741.8	874.0	1,012.7

电热水器

收入	180.9	327.0	406.5	475.7
YoY	58.1%	80.7%	24.3%	17.0%
毛利率	22.2%	21.7%	21.5%	21.3%
成本	140.8	256.0	319.1	374.4

太阳能热水器

收入	0.0	0.0	270.0	372.6
YoY				38.0%
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	0.0	0.0	216.0	298.1

热泵热水器

收入	0.0	0.0	273.4	372.6
YoY				36.3%
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	0.0	0.0	191.4	260.8

消毒柜

收入	104.1	128.8	147.7	167.7
YoY	5.1%	23.7%	14.7%	13.6%
毛利率	24.5%	24.1%	23.7%	23.7%
成本	78.6	97.7	112.7	128.0

抽油烟机

收入	188.4	154.3	196.5	241.3
YoY	32.6%	-18.1%	27.3%	22.8%
毛利率	23.7%	23.4%	23.2%	23.2%
成本	143.7	118.2	150.9	185.3

燃气灶

收入	155.8	202.2	251.3	303.5
YoY	3.9%	29.8%	24.2%	20.8%
毛利率	25.0%	24.7%	24.5%	24.5%
成本	116.8	152.3	189.7	229.1

燃气壁挂炉

收入	96.7	203.4	268.4	337.7
YoY	12.4%	110.3%	32.0%	25.8%
毛利率	26.8%	26.5%	26.6%	26.7%
成本	70.8	149.5	197.0	247.5

燃气烤炉

收入	349.8	384.8	461.7	531.0
YoY	120.0%	10.0%	20.0%	15.0%
毛利率	16.8%	16.5%	16.2%	16.2%

成本	291.0	321.3	386.9	445.0
配件与散件				
收入	198.0	247.5	309.4	371.3
YoY	10.0%	25.0%	25.0%	20.0%
毛利率	30.5%	30.5%	30.0%	29.5%
成本	137.6	172.0	216.6	261.7
主营业务收入	2,262.5	2,834.5	3,983.1	4,792.9
YoY	30.48%	25.28%	40.52%	20.33%
综合毛利率	27.49%	27.30%	26.85%	26.74%
主营业务成本	1,640.6	2,060.6	2,913.8	3,511.1

数据来源：广发证券发展研究中心

预计公司10~12年主营业务收入分别为22.63亿元、28.35亿元、39.83亿元，摊薄后EPS分别为0.90、1.13、1.50元。

我们以当前小家电板块的估值为参考，给予公司11年23.9X~27.2X的市盈率，给予公司27.00~30.73的合理上市价格区间，取均值为28.87元。

表 3：小家电估值

	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2011PE	股价（2011/1/14）	总股本（亿股）	市值（亿元）
老板电器	0.78	0.95	1.17	34.4	32.71	1.60	52.34
华帝股份	0.48	0.58	0.73	25.2	14.63	2.23	32.67
苏泊尔	0.74	0.96	1.23	23.6	22.58	5.77	130.34
九阳股份	0.86	1.06	1.25	14.0	14.78	7.61	112.47
伊立浦		0.26		43.1	11.2	1.56	17.47
爱仕达	0.37	0.54	0.73	29.5	15.88	2.40	38.11
加权平均				23.9			
中值				27.2			

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

1、相较于其他家电而言，公司所经营的燃气热水器、厨房家电业务具有较强的家具消费属性，受房地产销量的影响相对较大。在后续房地产政策尚不明朗的情况下，公

公司产品销量存在不确定性。

2、燃气壁炉、燃气烤炉的主要市场在欧美发达国家，欧美经济复苏前景，以及人民币升值等方面的诸多不确定性为公司该方面的经营带来了风险。

3、公司选择平板式集热器作为开拓太阳能热水器业务的技术路径，存在一定技术风险。

资产负债表

单位：百万元

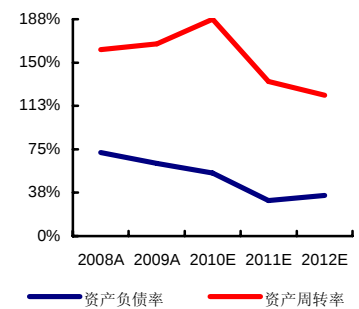
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	641	686	840	2,071	2,418
货币资金	99	85	109	1,154	1,124
应收及预付	266	309	394	494	695
存货	276	292	337	423	599
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	345	410	473	856	1,197
长期股权投资	1	5	5	5	5
固定资产	257	271	292	639	947
在建工程	0	0	10	10	10
无形资产	85	132	166	200	234
其他称其资产	1	2	1	1	1
资产总计	986	1,097	1,314	2,927	3,615
流动负债	712	691	714	896	1,265
短期借款	230	30	0	0	0
应付及预收	481	659	712	894	1,263
其他流动负债	1	1	2	2	2
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	712	691	714	896	1,265
股本	150	150	150	200	200
资本公积	50	131	131	1,271	1,271
留存收益	67	112	292	518	818
归属母公司股东权益	267	393	573	1,989	2,289
少数股东权益	6	13	24	37	55
负债和股东权益	986	1,097	1,312	2,923	3,609

利润表

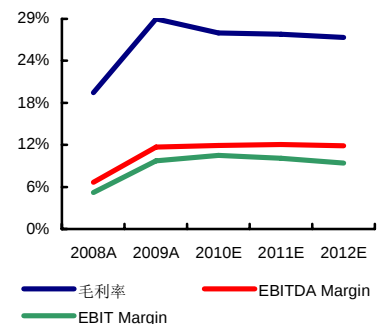
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1542	1734	2262	2835	3983
营业成本	1248	1223	1641	2061	2914
营业税金及附加	5	10	9	11	16
销售费用	165	276	301	385	550
管理费用	45	59	79	96	135
财务费用	16	6	-1	-11	-20
资产减值损失	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	61	157	232	290	387
营业外收入	1	7			
营业外支出	2	3			
利润总额	60	161	237	295	392
所得税	7	28	45	56	74
净利润	54	133	192	239	317
少数股东损益	4	7	12	13	17
归属母公司净利润	50	126	180	226	300
EBITDA	101	199	265	336	464
EPS (元)	0.33	0.84	0.90	1.13	1.50

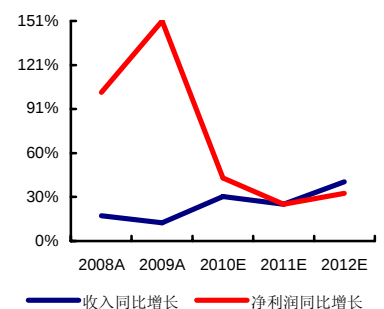
资产负债率趋势



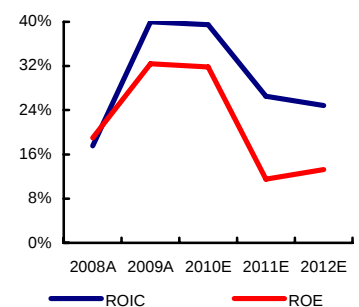
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

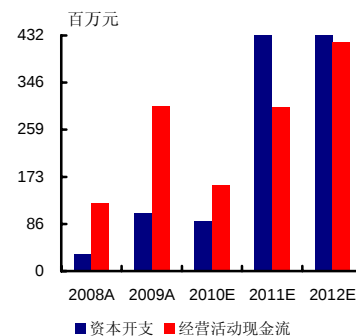
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	125	302	145	287	402
净利润	54	133	192	239	317
折旧摊销	22	33	32	55	96
营运资金变动	42	128	-77	-4	-7
其它	7	9	-1	-3	-3
投资活动现金流	-199	-110	-91	-432	-432
资本支出	-30	-106	-91	-432	-432
投资变动	-168	-4	0	0	0
其他	-1	0	0	0	0
筹资活动现金流	73	-206	-31	1,190	0
银行借款	330	250	-30	0	0
债券融资	-130	-450	0	0	0
股权融资	121	0	0	1,190	0
其他	-248	-6	-1	0	0
现金净增加额	-1	-14	24	1,045	-30
期初现金余额	103	99	85	109	1,154
期末现金余额	102	85	109	1,154	1,124

主要财务比率

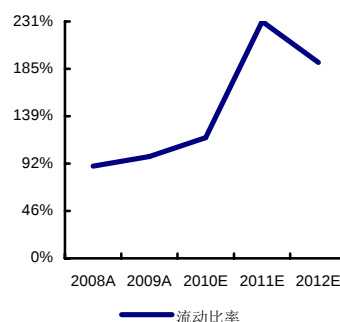
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	17.3%	12.4%	30.5%	25.3%	40.5%
营业利润	135.8%	156.5%	47.6%	25.2%	33.3%
归属于母公司净利润	102.0%	151.1%	43.3%	25.3%	32.8%
获利能力					
毛利率	19.1%	29.4%	27.5%	27.3%	26.8%
净利率	3.5%	7.7%	8.5%	8.4%	8.0%
ROE	18.7%	32.0%	31.4%	11.4%	13.1%
ROIC	17.3%	39.5%	39.0%	26.2%	24.5%
偿债能力					
资产负债率	72.3%	63.0%	54.4%	30.7%	35.0%
净负债比率	48.0%	-13.6%	-18.2%	-56.9%	-47.9%
流动比率	0.90	0.99	1.18	2.31	1.91
速动比率	0.49	0.54	0.64	1.77	1.37
营运能力					
总资产周转率	1.62	1.67	1.88	1.34	1.22
应收账款周转率	15.65	16.15	14.60	14.60	14.60
存货周转率	3.68	4.31	4.87	4.87	4.87
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.84	0.90	1.13	1.50
每股经营现金流	0.83	2.01	0.73	1.43	2.01
每股净资产	1.78	2.62	3.82	9.95	11.45
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.3	-0.3	-0.4	-3.4	-2.4

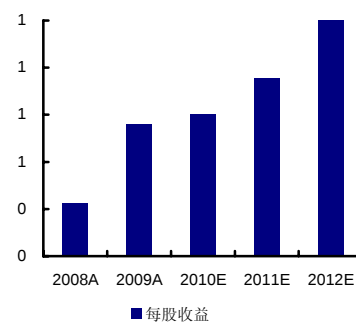
资本开支与经营活动现金流



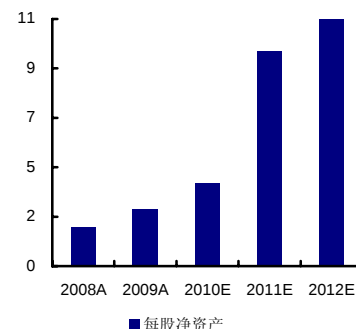
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。