

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.60 元

当前股价: 33.28 元

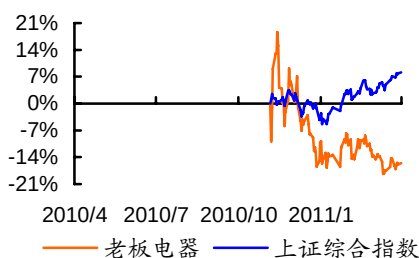
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3057.33
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	13
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	8.57
资产负债率	18.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
老板电器	-1.74	-5.75	0.00
上证综合指数	5.18	12.86	3.45



相关报告

《老板电器-IPO 助力, 扩展厨房电器行业龙头地位》2010-11-9

老板电器

002508

推荐

利空有限, 增长无碍

投资要点:

- **2011 年 1 季度公司实现营业收入 3 亿, 同比增长 28.7%, 实现净利润 0.3 亿元, 同比增长 32%, EPS 0.19 元。当期净利润率 10.5%, 同比增长 0.3 个百分点, 经营活动现金流 0.5 亿元, 现金流充裕。公司 2010 年全年实现收入 12 亿元, 同比增长 31.8%, 实现净利润 1.3 亿元, 同比增长 64%, EPS 0.84 元。**
- **行业增长潜力巨大, 短期地产影响有限。**2010 年公司在地产调控和原材料价格上涨情况下, 营收和净利同比均实现较大增幅, 2011 年 1 季度仍延续高速增长态势。中长期看, 在城镇化持续推进以及居民收入稳步提高背景下, 厨卫行业整体增长潜力巨大。短期看, 地产调控仅针对投资性需求, 未来随着房价下跌, 刚性需求将会较大释放。同时, 随着下半年期房交房增加, 厨卫整体全年稳步增长无碍。
- **多渠道多品牌拓展竞争力。**根据中怡康数据, 2010 年公司烟灶消市场份额分别为 14.85%、9.94%、13.16%, 均居行业前两位, 厨卫龙头地位巩固。公司已全面覆盖全国各区域约 6500 个销售终端; KA 进店数约 2000 余家, 进店率 74%; 专卖店 1100 家。多渠道发展思路下, 锁定全年 30% 的稳定增长。同时, 公司已开始着手构建多品牌运营, 随着产能逐步释放将提供公司持续增长动力。公司计划 2013 年末实现收入 30 亿元, 净利 3 亿元, 即每年维持 35% 左右的复合增长。公司倾向于长期发展, 强调共赢, 构建了一支稳健、共同成长的渠道队伍, 为未来稳定发展进一步奠定基础。
- **募投项目进展顺利。**15 万台技改项目已经达产 (新增 20 万台燃气灶产能); 100 万台厨房电器项目预计 8 月竣工, 12 月试生产 (新增 50 万台吸油烟机系列产品、40 万台燃气灶系列产品和 10 万台消毒柜)。
- **1 季度公司毛利率 51%, 下降 4 个点, 原因包括:** 1) 公司调整销售开票模式, 原来由公司负责较多的终端销售促销费用, 2010 年开始改为公司直接冲抵费用, 并将部分销售费用转移到渠道。反应在利润表上, 毛利率和销售费用率同降, 同期销售费用率同比下降 2.8%。2) 原材料价格上涨。钢材、塑胶以及铜等大宗原材料 2010 年下半年后出现 50% 以上涨幅, 对家电制造企业成本形成较大压力。一季度, 公司毛利率减销售费用率下降 1.2%。公司定价采取成本加成, 预计未来毛利率下滑空间有限, 同时, 渠道较为丰厚的毛利和长期建立共赢理念, 也为未来提高出厂价做好铺垫。
- **1 季度管理费用率 6.7%, 同比下降 0.8%。**同时公司坏账准备等计提充分, 当期递延所得税资产同比增长 219%, 会计处理谨慎。当期实现净利润率 10.5%, 同比增长 0.3%。随着公司开票模式转变, 以及低成本非 KA 渠道占比提升, 销售费用率和管理费用率仍有进一步向下空间, 综合来看, 公司盈利水平仍有上升空间。
- **盈利预测和投资评级。**考虑到公司未来的发展, 预计公司 11, 12 和 13 年 EPS 分别为 1.16、1.6 和 2.22 元。按照 11 年给予 35 倍 PE, 6-12 个月目标价 40.6 元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 地产调控加码压制厨卫产品需求。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1232	1639	2194	2946
同比(%)	32%	33%	34%	34%
归属母公司净利润(百万元)	134	185	256	355
同比(%)	64%	38%	38%	39%
毛利率(%)	54.6%	52.3%	52.9%	53.7%
ROE(%)	9.8%	12.3%	15.1%	18.1%
每股收益(元)	0.84	1.16	1.60	2.22
P/E	39.64	28.78	20.82	15.01
P/B	3.88	3.53	3.13	2.71
EV/EBITDA	27	19	12	9

资料来源: 中投证券研究所

目录

一、一季度经营情况	3
二、厨卫行业稳步增长，升级特征明显	4
2.1 行业增长潜力巨大，短期地产影响有限	4
2.2 高端产品升级趋势明显	5
三、多渠道多品牌拓展竞争力	6
3.1 IPO 强化竞争优势	6
3.2 多渠道发展，锁定稳定增长	8
3.3 多品牌构架，提供持续增长动力	9
3.4 激励到位，构建共赢渠道体系	10
四、募投项目进展超预期	10

图目录

图 1: 地产成交面积 (单位: 万平米, %)	5
图 2: 烟机市场零售量结构 (单位: %)	6
图 3: 燃气灶市场零售量结构 (单位: %)	6
图 4: 公司主要产品销量及均价 (单位: 万台, 元)	7
图 5: 公司主要产品产能 (单位: 万台)	10

表目录

表 1: 一季度利润表 (单位: 百万, %)	3
表 2: 2010 年销售收入分产品 (单位: 百万, %)	7
表 3: 分产品毛利率变化 (单位: %)	7
表 4: 2010 年收入分地区 (单位: 百万, %)	8
表 5: 分产品毛利率变化 (单位: %)	8
表 6: 主要渠道收入贡献 (单位: %)	9

一、一季度经营情况

表 1: 一季度利润表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010Q1	2009Q1	同比
一、营业总收入	302	235	28.7%
二、营业总成本	266	207	28.4%
其中: 营业成本	148	106	40.3%
毛利率(简单测算)	51.0%	55.1%	-4.05%
营业税金及附加	3	2	
销售费用	97	82	18.3%
销售费用率	32.0%	34.8%	-2.8%
管理费用	20	18	15.1%
管理费用率	6.7%	7.5%	-0.8%
财务费用	-1	-0	
资产减值损失	-1	0	
加: 公允价值变动收益			
投资收益及其它			
三、营业利润	37	28	31.1%
加: 营业外收入	1	1	
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	38	28	32.2%
减: 所得税费用	6	4	33.2%
综合所得税率	15.8%	15.7%	0.1%
五、净利润	32	24	32.0%
归属于母公司净利润	32	24	32.0%
净利润率	10.5%	10.2%	0.3%
少数股东损益	0	0	
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	
六、总股本	160	160	
七、按期末股数简单每股收益:	0.20	0.15	
毛利率减销售费用率	19.1%	20.3%	-1.2%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

2011 年 1 季度公司主要产品烟、灶、消延续上期稳定增长态势, 实现营业收入 3 亿, 同比增长 28.7%。

当期毛利率 51%, 相比同期下降 4%, 主要由于: 1) 公司调整销售开票模式, 原来由公司负责较多的终端销售促销费用, 2010 年开始改为公司直接冲抵费用, 并将部分销售费用转移到渠道。反应在利润表上, 毛利率和销售费用率同降, 同期销售费用率同比下降 2.8%。2) 原材料价格上涨。钢材、塑胶以及铜等大宗原材料 2010 年下半年后出现 50%以上涨幅, 对家电制造企业成

本形成较大压力。一季度，公司毛利率减销售费用率下降 1.2%。

预计未来原材料价格进一步上涨空间有限，同时，公司也积极通过配件自制等方式降低原材料价格上涨的影响。另一方面，公司采取统一成本加成方式确定出厂价，部分抵御原材料成本上涨带来的毛利率压力。同时，公司渠道毛利率在 2.3-2.5 左右，较为丰厚的毛利率保证渠道较好的盈利能力，公司长期建立起与代理商共赢理念，也为未来提高出厂价做好铺垫。

当期管理费用率 6.7%，同比下降 0.8%。同时公司坏账准备计提充分，当期递延所得税资产同比增长 219%，会计处理谨慎。当期实现净利润率 10.5%，同比增长 0.3%。随着公司开票模式转变，以及低成本非 KA 渠道占比提升，销售费用率和管理费用率仍有进一步向下空间，综合来看，公司盈利水平仍有上升空间。

一季度公司实现净利润 0.3 亿元，同比增长 32%，EPS 0.19 元。经营活动现金流 0.5 亿元，现金流充裕。

二、厨卫行业稳步增长，升级特征明显

2.1 行业增长潜力巨大，短期地产影响有限

“烟、灶”产品通常与整个家居装修紧密联系，而随着居民收入水平的提高和卫生意识的增强，在经济发达地区，消毒柜也逐渐成为厨房装修时“烟、灶”的主要配套产品，因此，以“烟、灶、消”为代表的厨电产品需求区别于传统家电、小家电产品，表现出以下特征：

首先，由于厨电产品具备一定的“家具”属性，与厨房装修相联系，因此其需求受房地产市场发展状况影响较大，房地产成交量上升会带动厨电需求整体上升。

其次，也是由于厨电产品的“家具”属性，在满足功能需求的基础上，消费者对其外观以及与整个家居装修品位的一致性要求较高，因此厨电产品需求与房屋装修风格及消费者消费观念的发展变化密切相关，随着消费者对品质生活的日益重视，厨电行业也逐渐向品牌化、高端化方向发展。

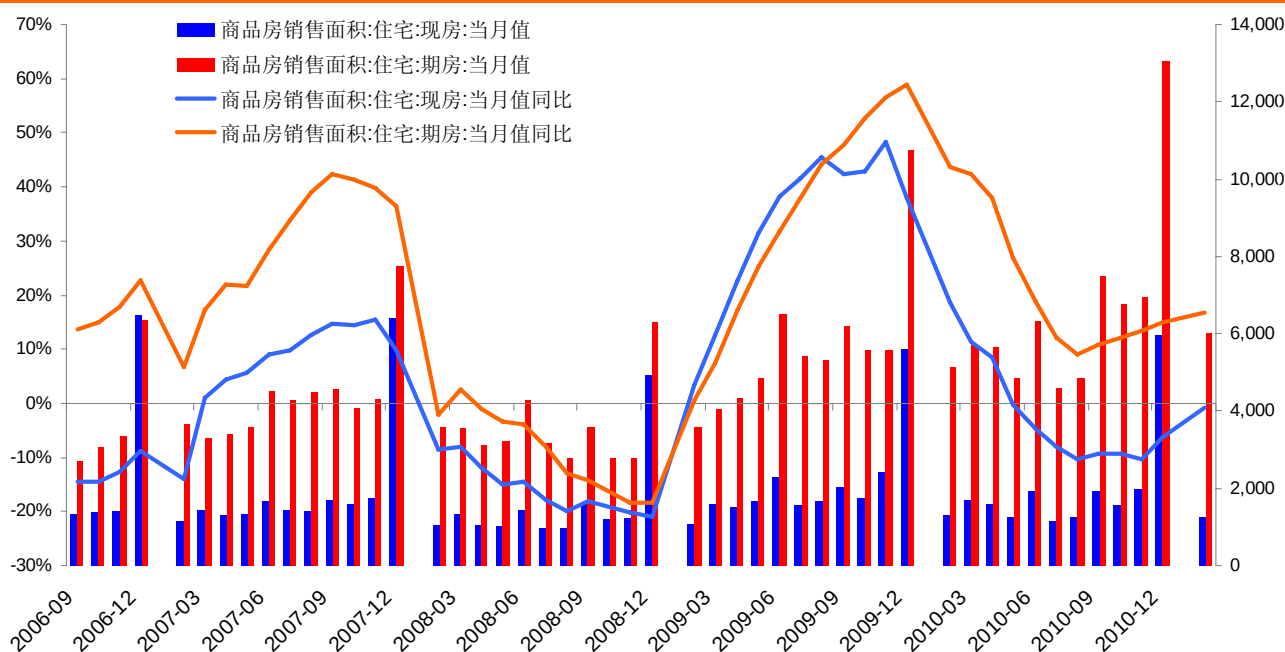
再次，“西气东输”、“天然气出川”等工程的实施使国内天然气覆盖面积大幅增加，燃气灶普及程度不断提高，带动了相关厨电配套需求的增长

行业整体随着近几年我国经济的发展，人均收入的增长以及国内城镇化程度不断提高。自 1982 年至 2009 年，中国城镇化率由 20%迅速跃升至 45%以上，但与发达国家 80%以上的城市化率相比，仍有大幅提升空间。据中国指数研究院预计，2020 年中国城市化率将达到 60%，未来 10 多年中，预计中国城市化水平将保持年均百分之一的增长速度，约有 3 亿农村人口转为城镇人口，将带来大量新增住房需求。中国正处于城镇化加速和工业化时期，住宅需求将长期保持比较旺盛的态势，从而带动厨电市场需求持续增长。

未来随着国内城镇化水平不断提高，居民收入逐年上升，消费观念不断改进，健康意识逐步增强，将综合带动“烟、灶、消”产品需求保持旺盛，中长期看市场容量巨大，行业将稳步增长。中怡康数据显示 2010 年我国烟机零售量 266 万台，零售额 49 亿元，同比分别增长 3.3%和 12.3%；灶具实现零售量 300 万台，零售额 31 亿元，同比分别增长 2.6%和 10.3%。未来烟灶产品需求增速有望达到 15%，油烟机和燃气灶年需求将逐年提升至 2500 万台和 3000 万台。

短期来看，2010 年开始地产调控对房地产成交形成一定压力，这也是中短期市场对厨卫行业增长的担心。但是也应看到，此轮调控主要压制投资性需求，房价企稳回落后最终将会释放大量的刚性需求。调控政策经过 1 年多的实施，负面影响已经得到较充分的消化，未来对厨卫行业的影响，无论是实业还是资本面，都已接近最低点。

图 1：地产成交面积（单位：万平米，%）



资料来源：WIND，国家统计局，中投证券研究所

从地产成交面积看，2010 年现房成交同比出现较大幅度下调，而同期期房成交面积相比下降幅度有限。从累积数据也显示，2010 年底累积期房成交面积相比 2009 年仍有 15%的增长，同期现房成交面积下滑 8.7%。2011 年开年后，期房和现房成交面积均开始止跌向上。考虑到期房 14-15 个月交房滞后期，下半年厨卫行业增长并无大碍。短期看，地产调控对厨卫行业，特别是高端厨卫行业存在一定影响，但负面影响有限。

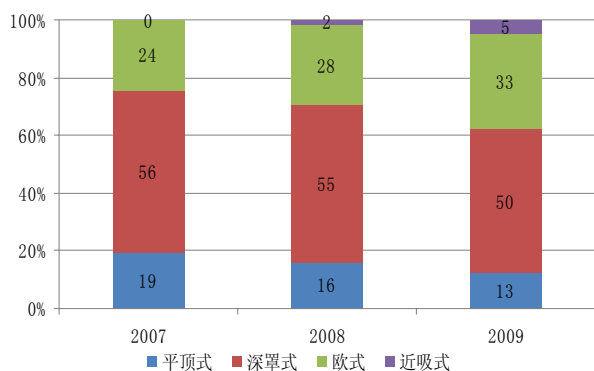
2.2 高端产品升级趋势明显

经过多年发展，国内厨电行业产品基础技术已经较为成熟，行业内企业众多，竞争较为激烈，随着居民收入大幅增加，消费升级引发厨电行业出现高低

端分化现象，消费者对产品性能、品牌以及外观设计的需求越来越高，以欧式吸油烟机和嵌入式燃气灶为代表的高端市场迅速发展，带动厨电市场增长。同时，厨电产品不断创新升级带动了消费者的换购需求，市场升级特征明显。

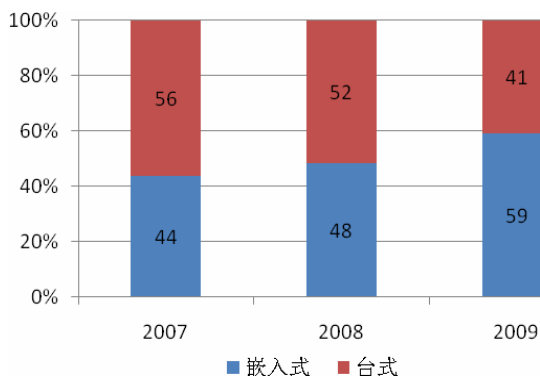
随着中国经济高速发展，居民收入迅速增加，2002 年至 2007 年，城镇人均可支配收入跃升 2 倍，代表家庭消费和投资能力的居民储蓄水平则扩大了 1.9 倍。收入增长从两方面促进厨电行业发展，一方面增加配套厨电需求，如经济发达地区初次购买厨电产品时消毒柜的配套比例越来越高；另一方面，随着居民收入增长，改善性住房需求大幅增加，选购厨电产品时，品牌、外观、与室内装修整体品位的搭配往往成为消费者首先考虑的因素，这将推动厨电高端产品需求持续增长。

图 2：烟机市场零售量结构（单位：%）



资料来源：公司公告，中怡康，中投证券研究所

图 3：燃气灶市场零售量结构（单位：%）



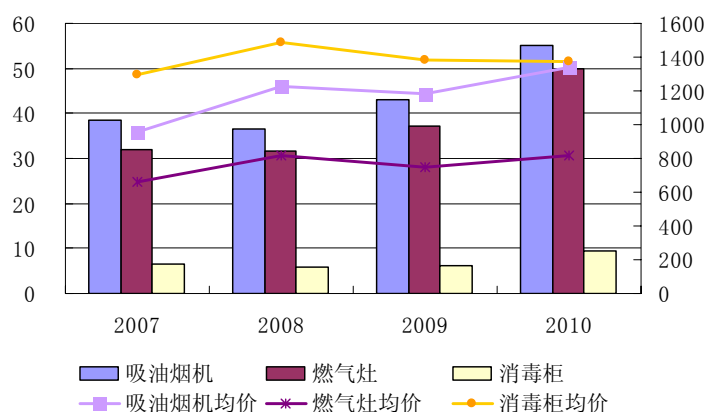
与消费升级相呼应的是精装修房的增长，将会成为推动高端家电需求的另一个重要动力。国内主要城市地产销售上，商品房精装修化的需求不断增加，精装修房的趋势已明朗。无论从成本、精力、环保或服务角度，精装修房将会逐步替代传统的毛坯房或简装房。目前我国住房精装修房比例相比国外发达国家仍有较大差距，从国内主要地产商的开发计划上看，未来也都要加大精装修住宅的开发、建设和推广力度。

三、多渠道多品牌拓展竞争力

3.1 IPO 强化竞争优势

2010 年公司成功完成 IPO，募集资金 9 亿元，实现净资产翻倍。根据中怡康数据，2010 年公司烟灶消产品市场份额分别为 14.85%、9.94%、13.16%，均居行业前两位，厨卫龙头地位巩固。

图 4: 公司主要产品销量及均价 (单位: 万台, 元)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

表 2: 2010 年销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
油烟机	739	61.1%	30.7%	565	61.3%
燃气灶	408	33.7%	30.1%	314	34.0%
消毒柜	129	10.7%	38.9%	93	10.1%
小家电	66	5.4%	4.4%	63	6.8%
小计	1,342	111.0%	29.7%	1,035	112.3%
减: 内部抵销数	133	11.0%	16.8%	114	12.3%
合计	1,210	100.0%	31.3%	922	100.0%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 3: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
油烟机	48.17%	49.48%	-1.3%
燃气灶	52.07%	51.91%	0.2%
消毒柜	48.52%	50.71%	-2.2%
小家电	26.22%	19.54%	6.7%
小计	48.32%	48.51%	-0.2%
减: 内部抵销数	-2.03%	-0.43%	-1.6%
合计	53.8%	54.53%	-0.7%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 4: 2010 年收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比
华东地区	699	57.8%	33.6%	523	56.8%
华南地区	83	6.9%	20.2%	69	7.5%
华中地区	78	6.5%	59.1%	49	5.4%
华北地区	237	19.6%	20.0%	198	21.4%
西北地区	56	4.7%	24.6%	45	4.9%
西南地区	80	6.6%	43.7%	56	6.1%
东北地区	106	8.7%	12.2%	94	10.2%
境内小计	1,340	110.8%	29.5%	1,035	112.3%
欧洲地区	0.1	0.0%	-67.5%	0.4	0.0%
亚洲地区	2	0.2%	-	-	0.0%
境外小计	2	0.2%	409.7%	0	0.0%
减: 内部抵销数	133	11.0%	16.8%	114	12.3%
合计	1,210	100.0%	31.3%	922	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
华东地区	48.39%	47.6%	0.8%
华南地区	49.28%	53.2%	-3.9%
华中地区	45.54%	46.8%	-1.2%
华北地区	45.94%	46.4%	-0.5%
西北地区	50.66%	47.8%	2.8%
西南地区	53.91%	52.7%	1.2%
东北地区	49.37%	53.5%	-4.1%
境内小计	48.35%	48.5%	-0.2%
欧洲地区	16.01%	28.5%	-12.5%
亚洲地区	27.46%	-	-
境外小计	26.72%	28.5%	-1.8%
减: 内部抵销数	-2.03%	-0.4%	-1.6%
合计	53.83%	54.5%	-0.7%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

3.2 多渠道发展, 锁定稳定增长

截止 2010 年底, 公司已全面覆盖全国各区域约 6500 个销售终端; KA 进

店数约 2000 余家，进店率 74%；专卖店 1100 家。

1) 传统 KA 渠道上，公司 2013 年计划实现进店率 85%；KA 进店数量约以每年 300-400 家的速度增长，2013 年达到 3000 家；单店销售额从 09 年 65 万提升至 85 万元

2) 发展专卖店渠道。2010 年末，公司代理商共开设专卖店约 900 家，对公司收入贡献近 30%，同时提出专卖店千点计划，2011 年计划建成 1400-1500 家，至 2013 年达到 2500 家。2011 年一季度已完成 1100 家专卖店。

3) 拓展精装修新兴渠道。2010 年精装修渠道实现销售 5 万台左右，预计 2011 年增长到 10 万台，实现翻倍增长。2013 年计划实现 29 万台销量。

2011 年公司预计在 KA 和专卖店分别增长 20%和 40-50%。网购和精装修上期待有翻倍增长，综合全年预计增长 30%以上。

表 6：主要渠道收入贡献（单位：%）

主要渠道	目前	2013 年
KA	49	39
地方通路	15	6
专卖店	14	20
橱柜家装	8	11
工程精装修	4	13
电子商务	4	9
其他	6	2
合计	100	100

资料来源：公司公告，中投证券研究所

3.3 多品牌构架，提供持续增长动力

2010 年公司提出 2013 年末实现收入 30 亿元，净利 3 亿元，即每年维持 35%左右的复合增长。中国市场有着典型的二元结构特征，厨电市场高端低端两极分化严重，市场纵深度较高。公司专注厨房电器，为应对中国市场的复杂性和宽广性，已开始构建多品牌运营，通过多品牌策略做深做透细分市场。

高端市场，公司 2010 年开始与几家外资品牌接洽，均因为控制权问题而搁浅。2011 年已与一家外资高端厨卫品牌达成框架性协议，拟通过合资等方式，构建高端品牌形象。高端品牌构建不仅丰富品牌系列，同时更重要的是能够打通精装房工程市场，提高公司高端定位，为公司在精装房大蛋糕上博取更多份额。

中高端沿用老板品牌，也是公司未来着力发展的重中之重。2013 年 30 亿规模也仅指老板品牌。高端打造品牌形象，低端丰富产品线，中高端品牌则是公司现金牛的来源。

低端品牌上公司已在 2010 年下半年开始发展“名品”。针对名品，10 年底已建成 700 家店面，目前仅有烟机产品。2011 年底准备在低端品牌上发展烟灶消全线产品。预计 2012 年会有比较好的发展。针对低端品牌发展，公司

主要思路是在有产能空余后，才开始大力推广，目前仍以老板品牌为主。低端品牌低价主要是营销费用的减少，净利润仍能保持 10% 左右。

3.4 激励到位，构建共赢渠道体系

公司是家族式企业，实际控制人任建华先生上市前直接或间接持有公司 72% 股权。但家族式企业并没有影响公司建立起一支优秀的管理团队和良好的约束激励机制。公司主要股东中，金创、银创和合创公司，分别由公司高管、销售代理公司、公司中层管理人员及技术骨干主要持股。

金创、银创和合创形成了公司特有的激励体系，能够充分调动各方积极性，统一公司主要参与者的利益，有利于公司联盟和激励公司主要利益相关体，保证公司稳定的经营环境和持续快速发展。2010 年公司分配方案 10 股派 3 元，转增 6 股，高送配方案是间接持股下对管理层、代理商等主要既得利益方的实现共赢和激励最佳方式。

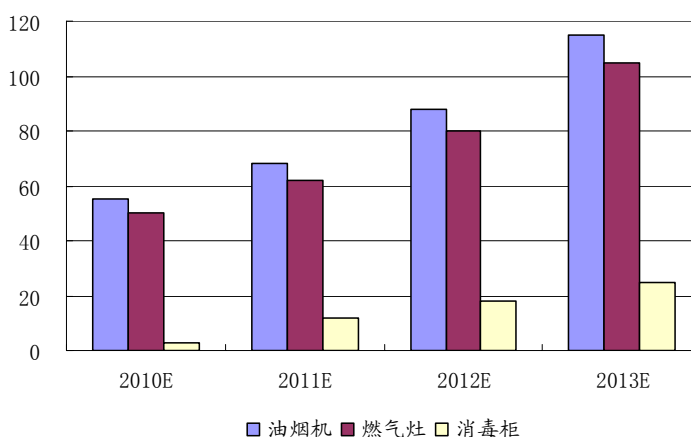
我们在调研中也了解到，公司整体文化与广东等家电公司有较为显著的区别，更倾向于长期发展，强调共赢。公司在选择代理商不是寻找最成熟和最大规模的代理商或经销商，而是选择能够接受公司文化并能够实现长期合作的代理商。这样一支稳健、共同成长的渠道队伍，为未来稳定发展进一步奠定基础。

四、募投项目进展超预期

公司募投项目进展顺利。15 万台技改项目已经达产（募投项目基础上新增 20 万台燃气灶产能）；100 万台厨房电器项目预计 8 月竣工，12 月试生产（新增 50 万台吸油烟机系列产品、40 万台燃气灶系列产品和 10 万台消毒柜）。

预计随着公司产能的不断释放，多渠道、多品牌运营模式将会共同推进公司稳定、快速发展。

图 5：公司主要产品产能（单位：万台）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1547	1503	1641	2180	营业收入	1232	1639	2194	2946
现金	1075	852	778	1031	营业成本	559	782	1034	1365
应收账款	86	130	167	227	营业税金及附加	12	17	23	31
其它应收款	3	4	6	8	营业费用	421	529	702	946
预付账款	13	16	22	29	管理费用	90	111	149	199
存货	246	351	460	609	财务费用	-3	-14	-11	-7
其他	125	150	208	276	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
非流动资产	137	435	577	708	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	73	348	494	616	营业利润	152	213	298	413
无形资产	37	46	52	59	营业外收入	4	4	3	3
其他	28	42	32	33	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1684	1939	2218	2888	利润总额	156	216	301	416
流动负债	313	431	519	925	所得税	22	31	45	62
短期借款	0	0	0	255	净利润	134	185	256	355
应付账款	132	189	248	328	少数股东损益	0	0	0	0
其他	181	242	271	342	归属母公司净利润	134	185	256	355
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	159	226	343	485
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.16	1.60	2.22
其他	0	0	0	0					
负债合计	313	431	519	925	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	160	160	160	160	成长能力				
资本公积	1065	1065	1065	1065	营业收入	31.8%	33.1%	33.9%	34.3%
留存收益	146	283	474	738	营业利润	61.9%	39.5%	40.1%	38.6%
归属母公司股东权益	1371	1508	1699	1964	归属于母公司净利润	64.2%	37.7%	38.2%	38.7%
负债和股东权益	1684	1939	2218	2888	获利能力				
					毛利率	54.6%	52.3%	52.9%	53.7%
					净利率	10.9%	11.3%	11.7%	12.0%
					ROE	9.8%	12.3%	15.1%	18.1%
					ROIC	43.6%	26.6%	26.7%	29.4%
					偿债能力				
					资产负债率	18.6%	22.2%	23.4%	32.0%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	27.61%
					流动比率	4.94	3.49	3.16	2.36
					速动比率	4.15	2.68	2.27	1.70
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	0.90	1.06	1.15
					应收账款周转率	14	15	15	15
					应付账款周转率	4.71	4.88	4.74	4.74
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.16	1.60	2.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.76	1.17	1.81
					每股净资产(最新摊薄)	8.57	9.43	10.62	12.27
					估值比率				
					P/E	39.64	28.78	20.82	15.01
					P/B	3.88	3.53	3.13	2.71
					EV/EBITDA	27	19	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、九阳股份、老板电器、万和电气、合肥三洋、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434