

老板电器 (002508)

白色家电/家用电器

发布时间: 2013-03-12

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

品牌战略清晰，业绩增长可期

报告摘要:

厨电行业现状及未来趋势判断: 1) 国内厨电市场品牌繁多、市场集中度不高; 2) 厨电产品的同质化现象严重, 产品间的技术差异化不明显; 品牌、渠道、产品品质及服务是企业竞争取胜的三大法宝。3) 整合将是未来发展趋势: 我们认为, 伴随消费升级及消费者品牌观念的提升, 厨电市场将更加趋于集中, 大品牌将集中越来越多的市场份额, 逐步成为市场的主导者。长期来看, 厨电市场的双寡头竞争格局有望形成, 但这将是一个长期而漫长的过程。

公司看点:

1) 立体化品牌体系构造, 强化核心竞争力: a, “老板”品牌定位高端, 品牌历史悠久, 市场影响力较强。b, “名气”品牌定位中端, 切入市场时间不长, 目前销量不大; 目前收入规模 7000 万左右, 增长迅速, 2013 年将有望超过 1 亿元; 依托“老板”, 该品牌在中端细分市场的影响力将逐步增强, 未来将有望成为公司业绩增长的主力。c, “帝泽”定位国内顶级豪华精装修市场, 市场切入顺利, 预期尚好; 2013 年销售目标 1 亿元。

2) 渠道多元化成功推进: 目前公司已经形成传统渠道和新兴渠道相结合的多元化发展模式, 未来将力争实现各渠道的均衡发展; 2013 年, 各渠道业务增长预期良好。

3) “国五”对公司 2013 年的业绩影响不大, 其出台实施不会改变公司预期。

业绩预测及投资建议: 我们预测 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 1.06 元、1.37 元和 1.64 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍和 15 倍; 基于对公司良好的成长性判断, 我们认为股价依然有较大的上涨空间, 维持“推荐”投资评级。

近期重要事件: “315”销售情况、年报等。

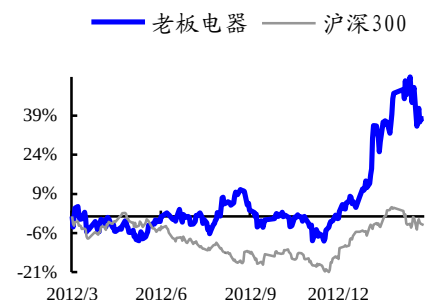
主要风险: 原材料涨价, 地产调控力度加大等。

股票数据

2013/3/11

收盘价(元)	24.40
12个月股价区间(元)	15.21 ~ 27.31
总市值(百万元)	6,246
总股本(百万股)	256
A股(百万股)	256
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	37%	48%
相对收益	0%	23%	51%

相关报告

《老板电器三季报点评: 费用控制有效, 业绩增长稳健》

2011-10-19

《老板电器调研报告: 区域代理渠道及品牌建设呈现良性发展态势》

2011-09-09

《老板电器中报点评: 业绩稳健增长, 符合市场预期》

2011-07-20

《老板电器调研报告: 借资本市场强化综合实力, 抓行业洗牌机遇做到强者更强》

2011-06-10

证券分析师: 吴娜

执业证书编号: S0550511020004

(021)20361100 wun@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1231.6	1533.89	1962.20	2557.59	3037.10
(+/-)%	31.84%	24.54%	27.92%	30.34%	18.75%
归属母公司净利润	134.34	186.99	272.03	350.09	420.57
(+/-)%	64.17%	39.19%	45.47%	28.70%	20.13%
每股收益(元)	1.09	0.73	1.06	1.37	1.64
市盈率	22.385321	33.40	22.96	17.84	14.85
市净率	2.85	4.14	3.51	2.93	2.45
净资产收益率(%)	9.80%	0.12	0.15	0.16	0.16
股息收益率(%)	-	0.80	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	123	256.00	256.00	256.00	256.00

目 录

1. 公司基本情况	4
1.1. 业务概况	4
1.2. 发展历史及股权结构	4
2. 油烟机市场发展现状及未来形势预期	5
2.1. 三、四级油烟机市场潜力大	5
2.1.1. 三、四级烟机普及程度不高	5
2.1.2. 国内油烟机市场销售现状：二八分化	5
2.2. 油烟机市场竞争现状及未来发展态势	6
2.2.1. 品牌集中度低，本土品牌占主导	6
2.2.2. 各级细分市场品牌格局：中小品牌竞争程度更为激烈	6
2.2.3. 整合是未来发展趋势	9
3. 公司分析：专注厨电领域，注重品牌&渠道建设	9
3.1. 品牌多元化发展思路清晰	9
3.1.1. “老板”专注高端，销量和销售额份额持续领先	9
3.1.2. “名气”将是公司增长最快的品牌	10
3.1.3. 引进“帝泽”，利于公司品牌形象提升	11
3.2. 渠道多元化战略卓见成效	12
3.2.1. 传统渠道和新兴渠道相结合的多元化发展模式	12
3.2.2. 电商渠道仍处于快速增长阶段	12
3.2.2.1. 国内网络购物市场处于高速增长期	12
3.2.2.2. 电子商务是公司发展最快的渠道	14
3.2.3. 精装修市场增长前景乐观	14
3.2.3.1. 精装修将是市场主流	14
3.2.3.2. 公司精装修业务增长良好	15
3.3. 小结：品牌是公司最核心的竞争力	15
3.3.1. 发展历史最为悠久的国内厨电厂商	15
3.3.2. “品牌定位”将是公司在同质化背景下的成功之道	15
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

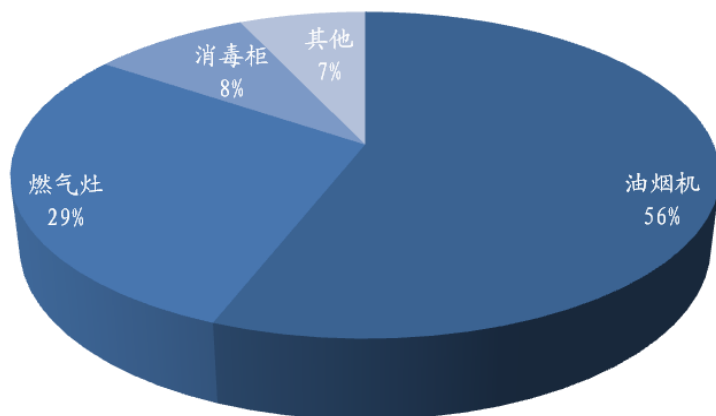
图 1: 公司主营收入产品构成 (2012 年上半年)	4
图 2: 公司股权结构及实际控制人	4
图 3: 国内吸油烟机普及程度	5
图 4: 油烟机销量按市场类别构成 (台)	5
图 5: 国内烟机市场品牌格局 (零售量份额, TOP10)	6
图 6: 油烟机各级细分市场品牌集中度 (零售量份额, 201301)	6
图 7: 油烟机各级细分市场品牌集中度 (零售额份额, 201301)	7
图 8: 一级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)	7
图 9: 二级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)	8
图 10: 三级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)	8
图 11: 四级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)	9
图 12: 各主要品牌烟机零售量份额 (TOP10)	10
图 13: 各主要品牌烟机零售额份额 (TOP10)	10
图 14: “名气”品牌销售收入及未来预期	11
图 15: “帝泽”家电 (中国) 合资双方出资比例	11
图 16: 公司收入分渠道构成	12
图 17: 国内网购用户规模	13
图 18: 国内网络零售市场规模	13
图 19: 国内网购规模占社会消费品零售总额比例	14
图 20: 公司各主要渠道增长概况 (2012)	14
图 21: 主要竞争对手品牌历史及主推技术	15
图 22: 公司旗下品牌及市场定位	16
表 1: 国内顶级豪宅配套厨电品牌一览	12
表 2: 国内鼓励住宅精装修的有关政策	15

1. 公司基本情况

1.1. 业务概况

公司主营厨房类家用电器的生产、销售，主要产品包括：吸油烟机、燃气具、消毒碗柜、电压力煲、电磁炉、电热水壶、电动榨汁机等。其中吸油烟机、燃气具、消毒碗柜是公司主要业绩来源，特别是公司主力产品——吸油烟机构成公司业绩的60%；2012年上半年公司主营产品实现销售收入8.44亿元，其中吸油烟机、燃气灶、消毒柜占比分别约60%、31%和9%左右。

图 1：公司主营收入产品构成（2012 年上半年）

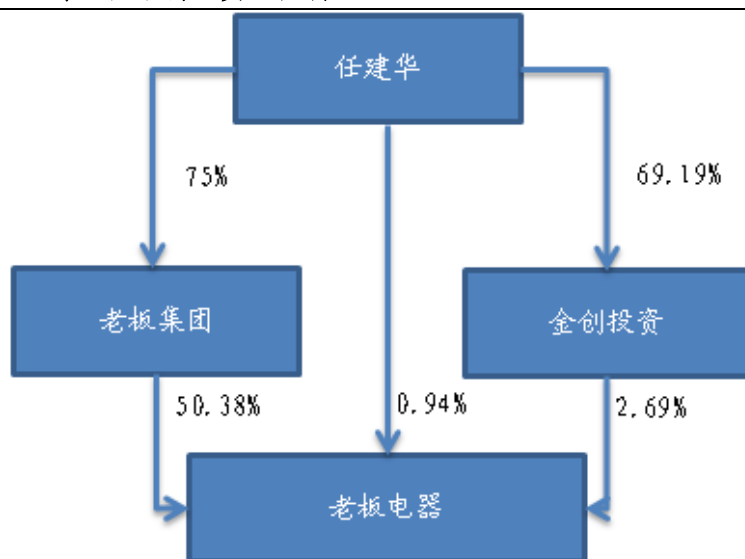


数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 发展历史及股权结构

公司前身为老板家电厨卫有限公司，成立于 2000 年 11 月 7 日，老板家电前身余杭县博陆公社红星大队五金厂，成立于 1979 年 4 月。目前公司控股股东为老板集团，实际控制人为任建华。

图 2：公司股权结构及实际控制人



数据来源：东北证券，公司公告

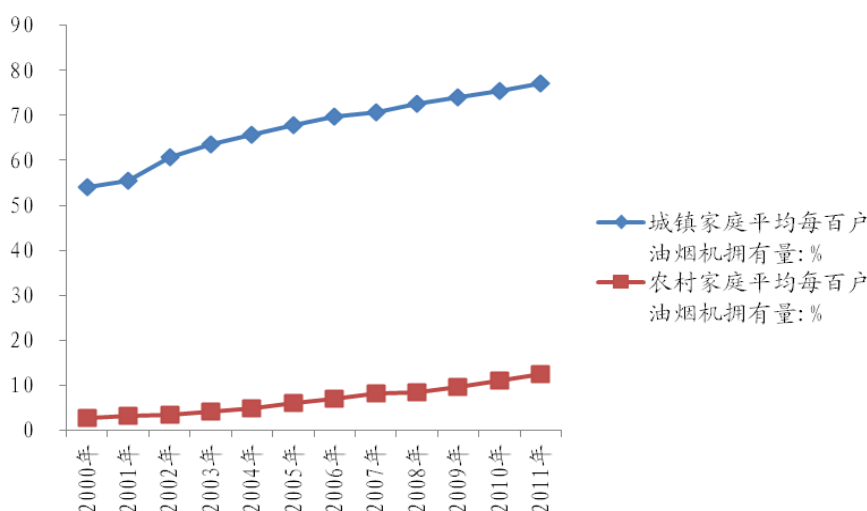
2. 油烟机市场发展现状及未来形势预期

2.1. 三、四级油烟机市场潜力大

2.1.1. 三、四级油烟机普及程度不高

我们根据近几年国内油烟机销量的总体情况，并结合国家统计局相关数据进行测算的结果显示，2011 年我国城镇家庭平均每百户油烟机拥有量约为 77%左右，农村家庭平均每百户油烟机拥有量约为 12%左右。我们认为，城镇市场油烟机普及程度有望在未来几年迅速提升；伴随农村居民收入水平提升以及居住条件的改善，特别是新农村建设过程中，油烟机将逐渐成为农村家庭购买的必须品之一。

图 3: 国内吸油烟机普及程度

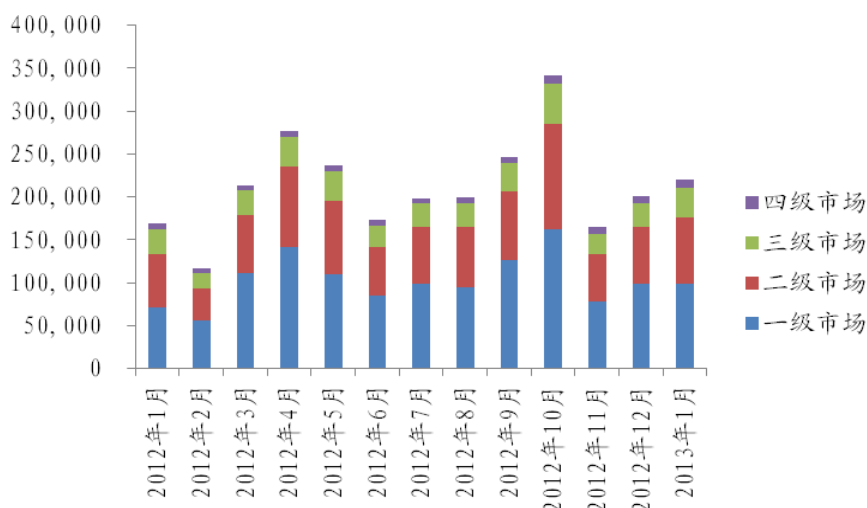


数据来源：东北证券

2.1.2. 国内油烟机市场销售现状：二八分化

目前，国内市场上油烟机销量 80%左右仍来自一、二级市场，特别是一级市场油烟机销量份额占 50%左右，四级市场尚处于刚刚启动状态，销量占比不足 5%。中怡康数据显示，今年 1 月份，油烟机总销量约 22 万台，同比增长 29%，其中一、二、三、四级市场同比增速分别为 38%、24%、19%、29%。

图 4: 油烟机销量按市场类别构成（台）



数据来源：东北证券，中怡康

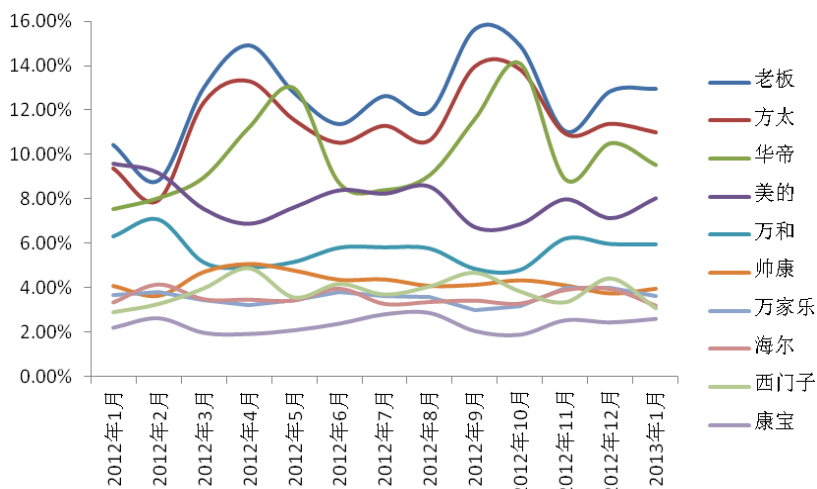
2.2. 油烟机市场竞争现状及未来发展态势

2.2.1. 品牌集中度低，本土品牌占主导

目前，国内市场上的油烟机品牌多达 300 余个，但超过 90% 的市场集中于本土品牌，外资品牌在国内烟机市场的竞争力不佳，仅西门子进入了市场前十，但也面临被挤出的边缘。

众多品牌瓜分国内厨电市场，各品牌市场份额均处于较低水平，目前仍没有一家品牌的销量份额能够达到 20%，前三品牌市场份额较为接近，合计销量份额也仅仅 33% 左右。

图 5: 国内烟机市场品牌格局（零售量份额，TOP10）

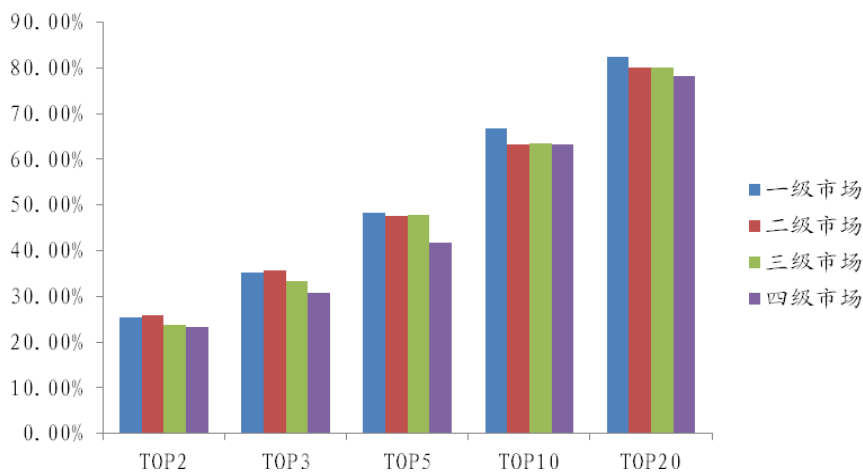


数据来源：东北证券，中怡康

2.2.2. 各级细分市场品牌格局：中小品牌竞争程度更为激烈

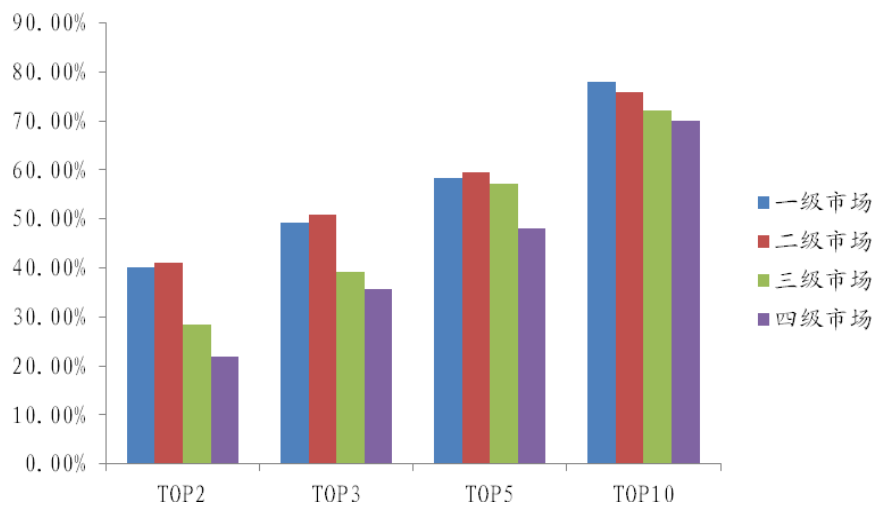
根据中怡康数据测算结果显示，国内烟机市场整体上表现为较分散的品牌竞争格局。其中，一、二级市场相对更为集中一些，前三品牌零售量份额超过 35%，零售额份额约 50% 左右；而三、四级市场前三品牌零售量份额 30% 左右，零售额份额不到 40%。

图 6: 油烟机各级细分市场品牌集中度（零售量份额，201301）



数据来源：东北证券，中怡康

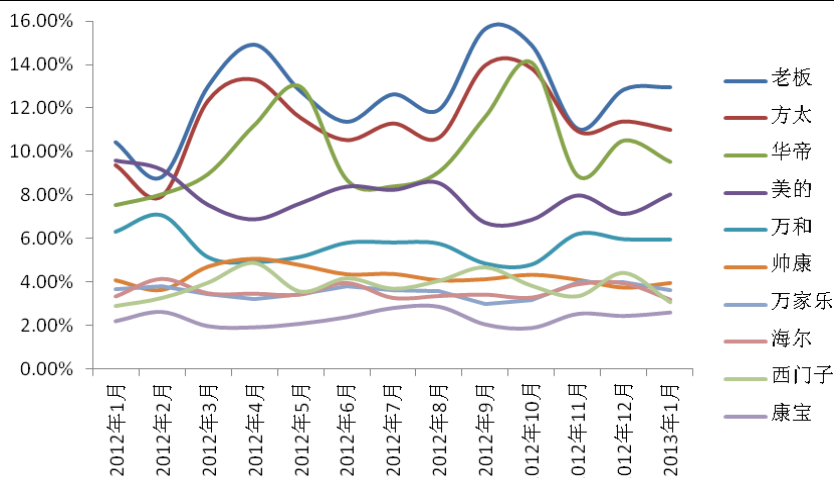
图 7: 油烟机各级细分市场品牌集中度 (零售额份额, 201301)



数据来源: 东北证券, 中怡康

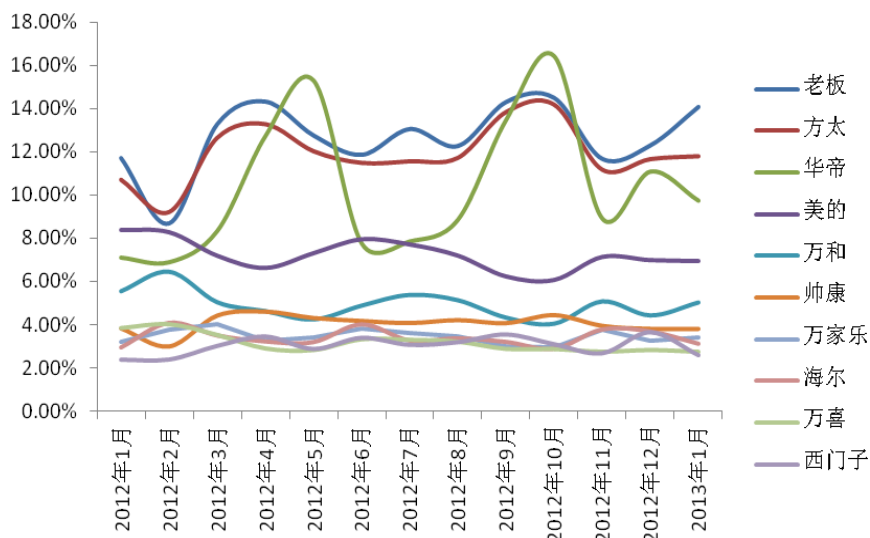
中怡康数据显示, 一、二级市场前三大品牌依次是老板、方太和华帝, 其中老板、方太在一、二级市场的零售量份额合计约 25% 左右, 零售额份额合计超过 40%。综合各级市场情况, 我们认为, 定位高端的品牌 (TOP2/TOP3) 间竞争程度相对较缓和, 中低端品牌间市场竞争更为激烈。

图 8: 一级市场油烟机品牌格局 (零售量, TOP10)



数据来源: 东北证券, 中怡康

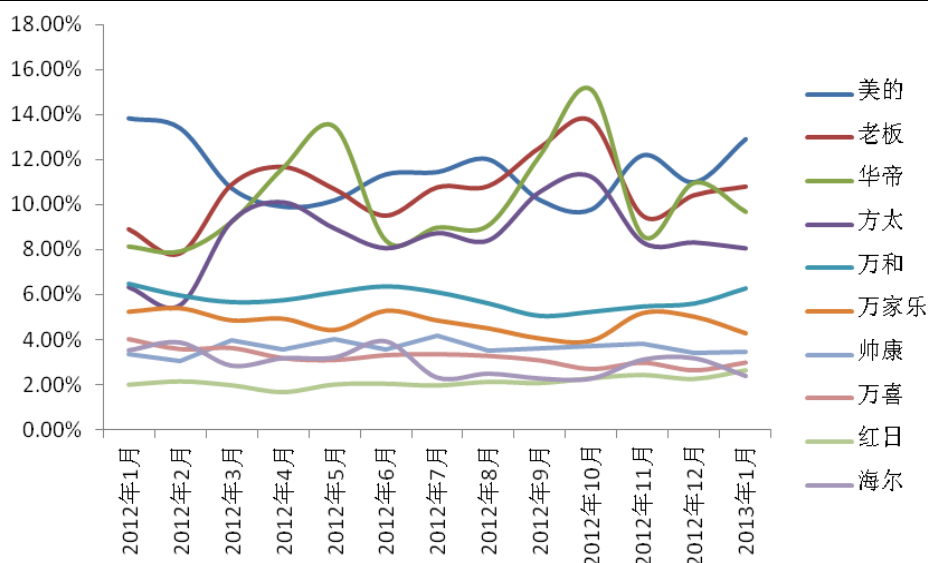
图 9: 二级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)



数据来源：东北证券，中怡康

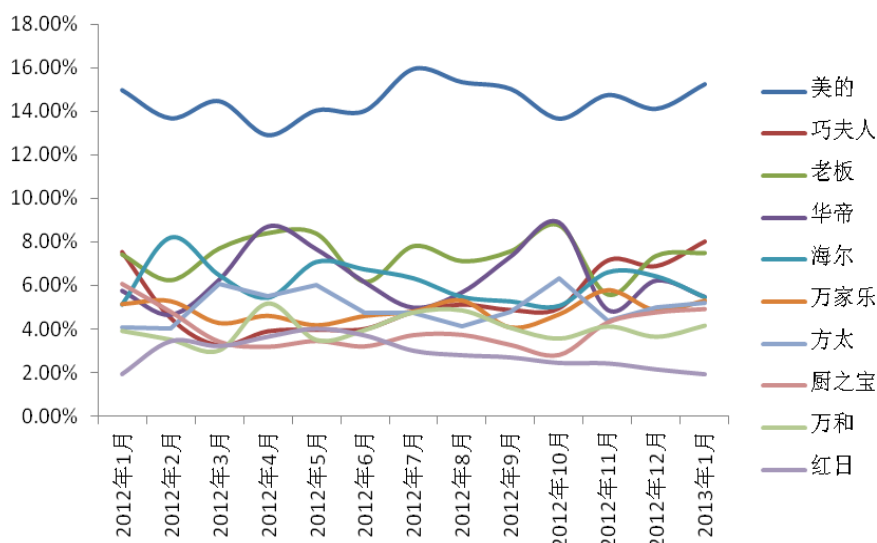
国内三、四级市场烟机品牌更为分散，竞争相对一、二级市场更为激烈；由于三四级市场消费者品牌意识不强，尚未形成较为稳定的品牌格局。从中怡康数据来看，三级市场尚未出现明显领先的烟机品牌，美的在四级市场具有较领先市场地位，但市场份额并不高。

图 10: 三级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)



数据来源：东北证券，中怡康

图 11: 四级市场烟机品牌格局 (零售量, TOP10)



数据来源: 东北证券, 中怡康

2.2.3. 整合是未来发展趋势

结合前文, 我们认为, 油烟机行业品牌繁多, 市场竞争激烈, 特别是在中小品牌间的竞争形势更为严峻, 主要是由于油烟机产品差异化程度较低所致。

在尚没有一种能够掀起油烟机产品革命的技术出现之前, 油烟机产品的同质化市场背景将很难得到实质性的改善; 未来伴随消费升级及其品牌观念的强化, 受品牌影响力、产品品质以及售后服务等差异化的推动下, 油烟机的市场份额也将越来越集中, 逐渐培育出油烟机市场的寡头厂商, 但这将是一个漫长的过程。

长期来看, 我们更加期待, 烟机行业能够实现由一两个大品牌掀起的技术革新, 引领行业技术升级, 提升行业技术壁垒, 加速行业整合, 这必将成为行业未来的发展趋势。

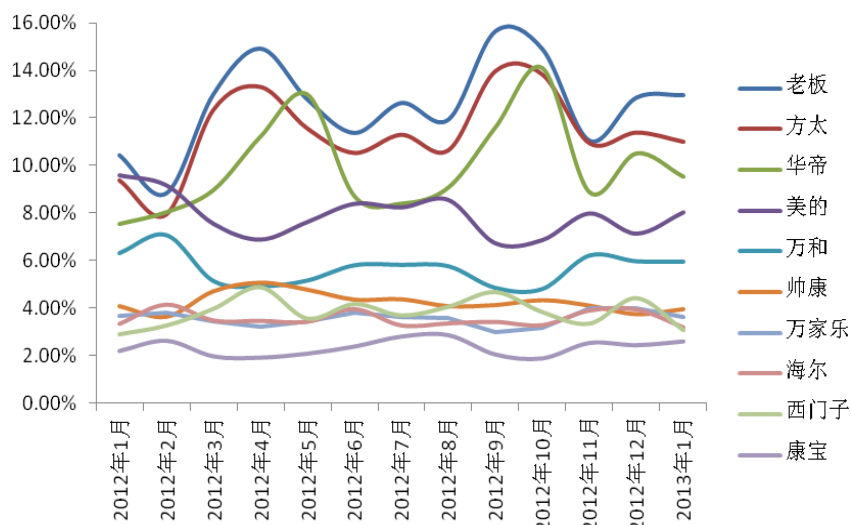
3. 公司分析: 专注厨电领域, 注重品牌&渠道建设

3.1. 品牌多元化发展思路清晰

3.1.1. “老板”专注高端, 销量和销售额份额持续领先

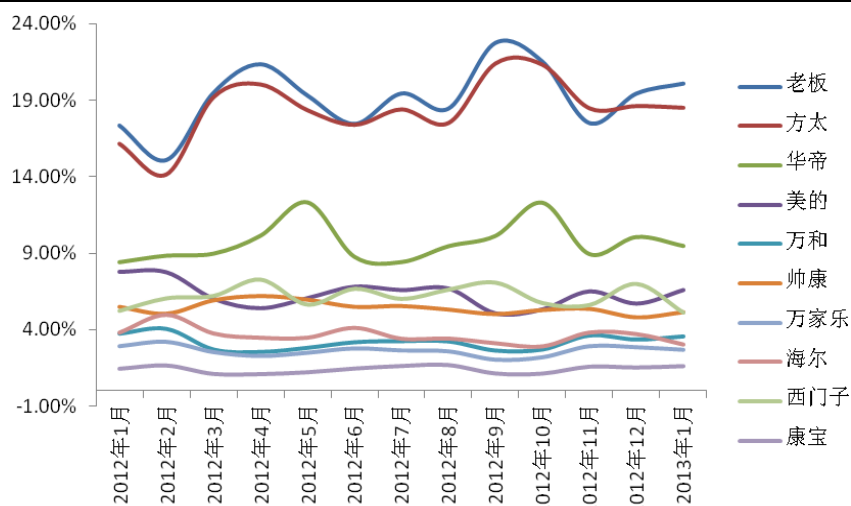
“老板”依然公司当前的主力, 该品牌创始于 1988 年, 经过二十多年的市场培育, 已经享有较高的市场知名度; 特别是公司主力产品——老板油烟机市场地位领先, 其零售量和零售额市场份额均排名行业第一位。

图 12: 各主要品牌烟机零售量份额 (TOP10)



数据来源: 东北证券, 中怡康

图 13: 各主要品牌烟机零售额份额 (TOP10)



数据来源: 东北证券, 中怡康

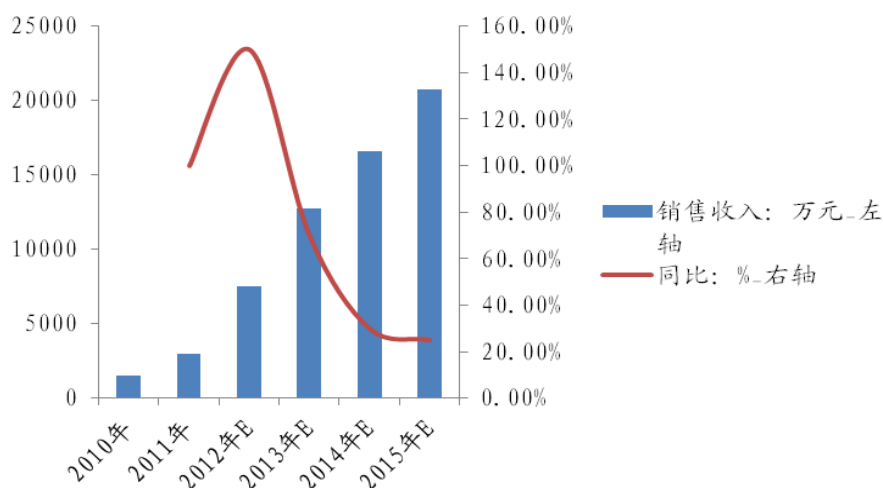
3.1.2. “名气”将是公司增长最快的品牌

公司“名气”品牌是 2009 年才开始正式运作, 当年 5 月份前后才开始正式销售。其生产上并不独立于“老板”品牌, 但在研发、销售和渠道方面与“老板”电器完全独立。“名气”品牌旗下产品最初只有吸油烟机, 后来延伸至燃气灶和消毒柜。

“名气”品牌定位中端大众市场, 切入市场时间不长, 销量不大; 预计 2012 年“名气”销售收入将超过 7000 万元, 同比增长超过 100%; 2013 年将有望超过 1 亿元, 到 2015 年有望实现超过 2 亿元的销售规模, 占公司总销售规模的 6% 左右。

依托“老板”品牌, 名气在中端细分市场的影响力将逐步增强。国内三四级市场厨电, 特别是烟机普及率较低, 中低端厨电市场需求前景广阔, “名气”品牌增长形势乐观; 公司也对“名气”品牌寄予厚望, 未来随着其规模不断放大, 将有望在三到五年后成为公司发展的主力军。

图 14: “名气”品牌销售收入及未来预期



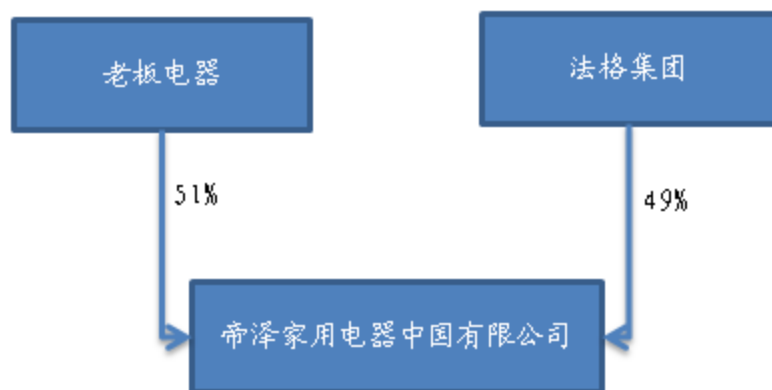
数据来源：东北证券

3.1.3. 引进“帝泽”，利于公司品牌形象提升

“帝泽”是法格集团旗下品牌，法格是西班牙唯一的全球性白电制造商，有着卓越的创新能力和品牌影响力，法格集团 2005 年收购“帝泽”品牌，定位“顶级家用电器”，专注于设计顶级的嵌入式电器。

2012 年 2 月前后，公司通过与法格集团合资设立“帝泽家用电器中国有限公司”，引入“帝泽”品牌，出资占比 51%，是公司控股股东。公司“帝泽”品牌瞄准顶级地产精装修市场，属于厨电行业的奢侈品牌。

图 15: “帝泽”家电（中国）合资双方出资比例



数据来源：东北证券

在中国市场上，顶级豪宅所散发出来的国际化、时尚、大气、高品质的浓烈气息，吸引着越来越多的中国高收入人群；未来，为满足规模日益壮大的高收入阶层的需求，国内市场将呈现出更多的顶级豪宅，与之配套的顶级高端厨具品牌的市场需求也将逐步得到释放。

较早进入中国市场的顶级厨电品牌主要有 Gaggenau、Miele、SMEG 等，“帝泽”进入中国时间相对较晚，面对激烈的品牌竞争，“帝泽”能否在中国顶级豪宅市场有

所建树，我们拭目以待。

“帝泽”在香港、新加坡市场份额均超过 50%，公司将结合这一优势在国内顶级豪宅市场选择切入标的，预期尚好，2013 年销售目标 1 亿元。“帝泽”的引入是公司品牌战略的体现，有利于公司品牌形象的提升，不会成为公司业务发展的主力。“帝泽”第一家旗舰店选址上海新天地，广告投放力度也较大（今年央视一套黄金时段，明年继续投放），目前市场切入顺利，发展势头良好。

表 1：国内顶级豪宅配套厨电品牌一览

	汤臣一品	世茂滨江	华府天地	九树公寓	银海一号	柏悦居
厨电品牌	Gaggenau	SMEG	Baumatic、Gaggenau、Miele、SIEMENS、AEG、SMEG 等	Miele	Gaggenau	Miele

资料来源：东北证券

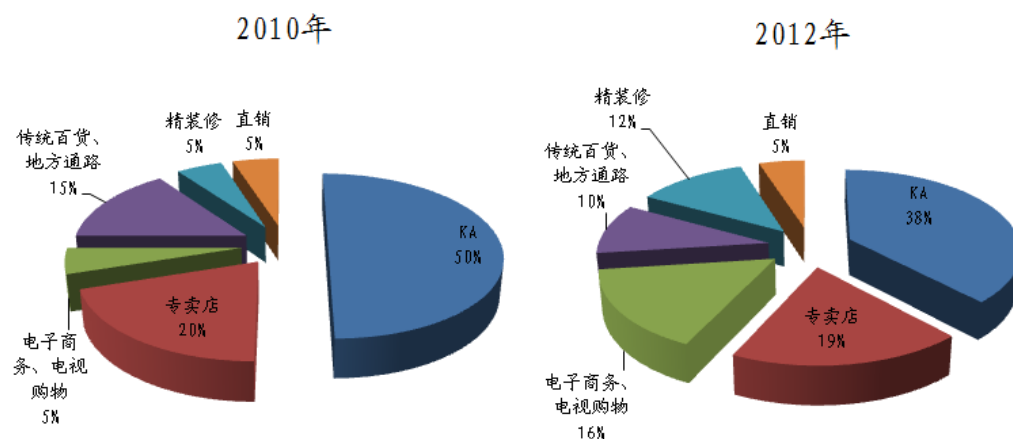
3.2. 渠道多元化战略卓见成效

3.2.1. 传统渠道和新兴渠道相结合的多元化发展模式

公司注重渠道建设，坚走渠道多元化战略。2005 年之前，公司产品主要通过 KA 渠道进行销售，2005 年之后，公司开始逐步拓展终端销售渠道，在保持 KA 渠道稳定的前提下，不断实现渠道的多元化。目前，公司有包括 KA、地方通路和百货、橱柜专营店、家装公司等传统渠道，同时也成功探索了包括专卖店、工程精装修、电视购物、网络购物等新兴渠道。

近两年来，公司新兴渠道销业务增长迅速，销售额占比快速提升，对公司业绩的快速提升起着越来越关键的作用。

图 16：公司收入分渠道构成



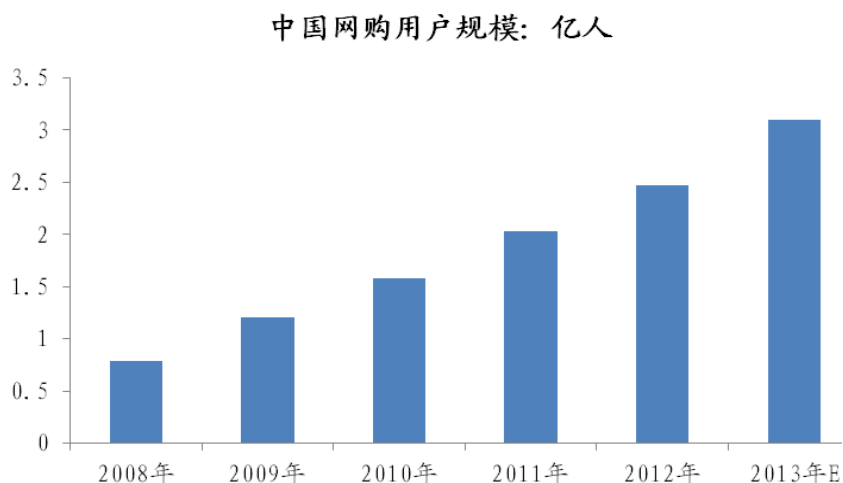
数据来源：东北证券

3.2.2. 电商渠道仍处于快速增长阶段

3.2.2.1. 国内网络购物市场处于高速增长期

继 2007 年的爆发式增长以来，国内网购市场一直持续高速增长。2012 年，国内网购用户规模达到 2.47 亿人，同比增长 21.7%，预计到 2013 年年底将有望超过 3 亿人。

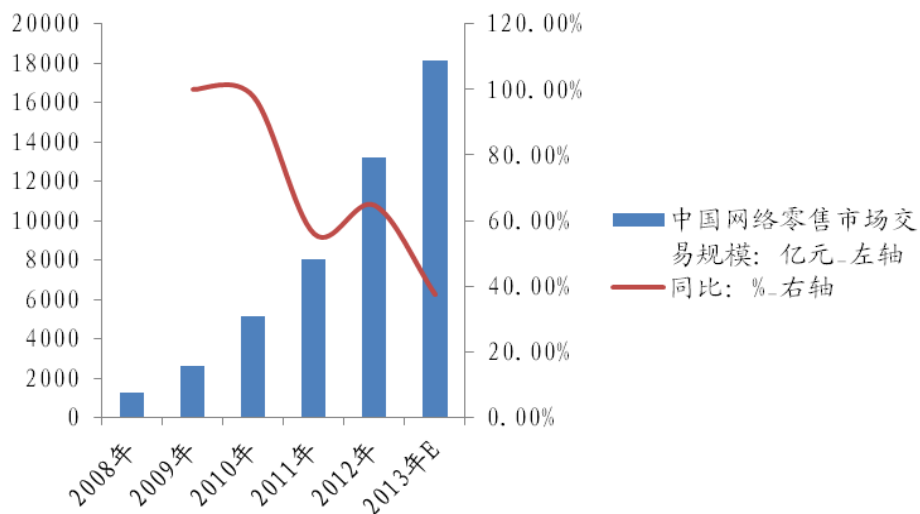
图 17: 国内网购用户规模



数据来源: 东北证券, 中国电子商务研究中心

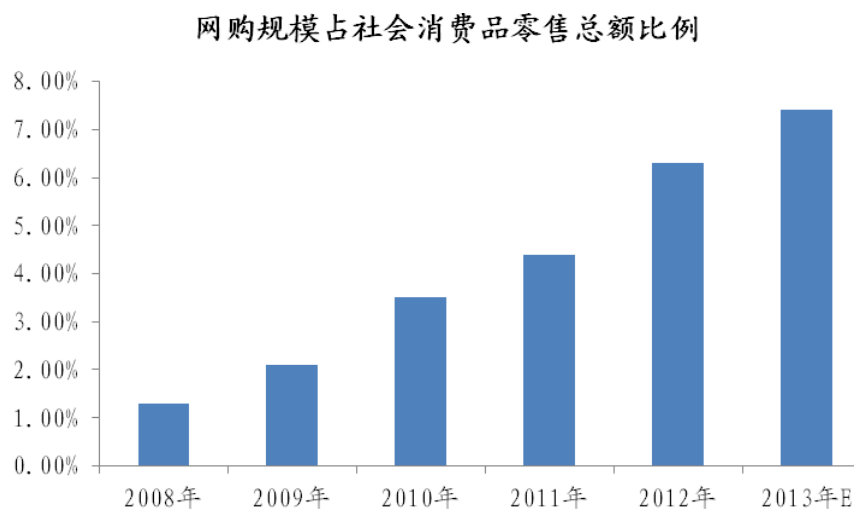
根据中国电子商务研究中心检测数据, 2012 年中国网络零售市场交易规模达到 1.3 万亿, 同比增长 64.7%, 占社会消费品零售总额的 6.3%, 较上年增加近 1.9 个百分点。预计 2013 年中国网络零售市场交易规模有望达到 1.8 万亿, 占社会消费品零售总额的比例将上升至 7.5% 左右。

图 18: 国内网络零售市场规模



数据来源: 东北证券, 中国电子商务研究中心

图 19: 国内网购规模占社会消费品零售总额比例



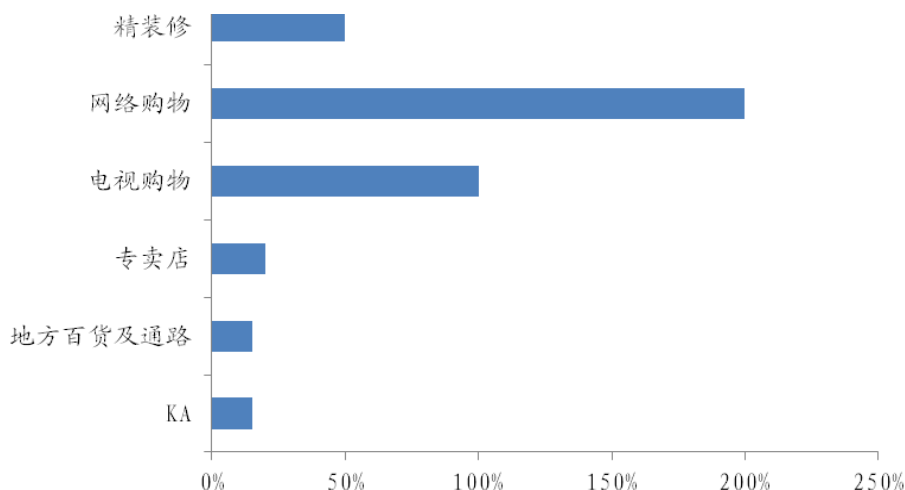
数据来源: 东北证券, 中国电子商务研究中心

3.2.2.2. 电子商务是公司发展最快的渠道

基于渠道多元化战略规划, 公司积极拓展新兴渠道模式。伴随网络购物和电视购物的迅速崛起, 公司电子商务渠道步入快速发展轨道; 2012 年公司电视购物渠道规模增长 100%, 网络购物渠道规模增长 200%。预计 2013 年, 公司电子商务渠道销售规模仍有望超过 50%, 继续是公司增长最为快速的渠道。

目前, 公司网络渠道合作商主要有: 天猫、京东商城、苏宁易购等, 运作方式基本是: 公司负责一级物流、代理商负责安装维护。

图 20: 公司各主要渠道增长概况 (2012)



数据来源: 东北证券

3.2.3. 精装修市场增长前景乐观

3.2.3.1. 精装修将是市场主流

从国内外发展经验来看, 精装修住宅是住宅产业发展的主要趋势。2002 年, 建设部颁布了《商品住宅装修一次到位实施细则》, 细则明确指出要逐步取消毛坯房。国外发达国际住宅精装修比例已经超过 80%, 而国内住宅精装修比例仅 10% 左右。

近几年，国内住宅精装修已经越来越得到购房者青睐，较大型地产商也加大力度推精装房，像地产龙头万科已经基本退出毛坯房市场，精装房比例接近 100%，恒大等地产公司的精装房比例也在逐步提高。未来几年，住宅市场精装修比例将逐年提高，我们对住宅精装修市场前景看好。

表 2：国内鼓励住宅精装修的有关政策

	相关政策
2002 年	建设部颁布了《商品住宅装修一次到位实施细则》，全国推广住宅商品房精装修
2005 年	建设部住宅产业化促进中心正式颁发了《商品住宅装修一次到位实施细则》明确，新建成真商品住宅中的集合式住宅，在房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成
2008 年	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》明确要求逐步取消毛坯房
2011 年	《建筑业“十二五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房

数据来源：东北证券

3.2.3.2. 公司精装修业务增长良好

目前，与公司的合作的地产商主要有：恒大、珠江投资、合生创展、绿地等。未来公司将根据自身的品牌定位，在选择合作方上，更多的注重品质要求。

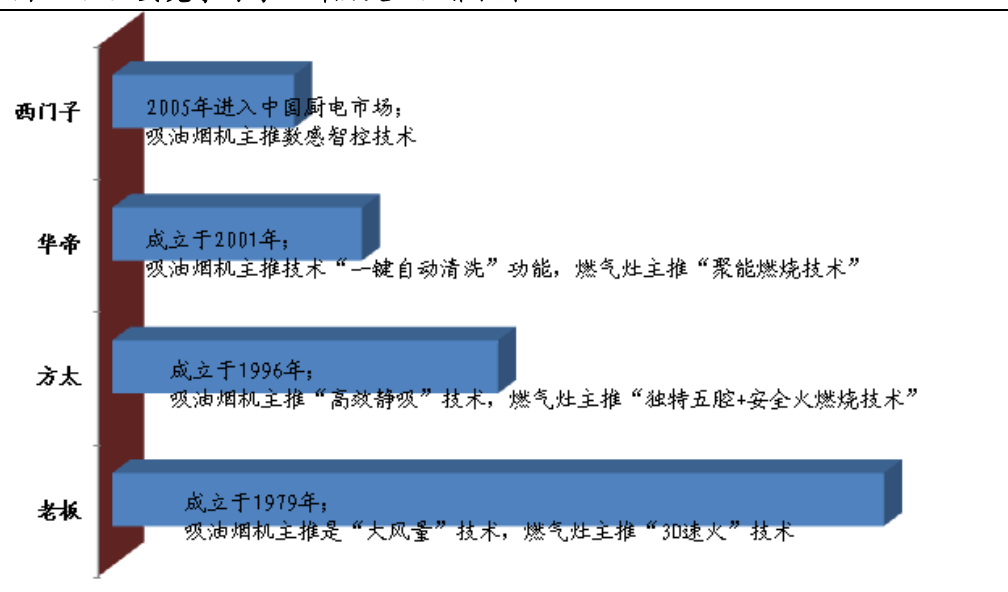
精装修市场前景乐观，但受地产行业自身特征的影响，公司该业务增速短期内难以爆发，但预计 2013 年仍将有 50% 左右的增长。未来，随着新型城镇化的不断推进，公司该业务将持续良好的增长态势。

3.3. 小结：品牌是公司最核心的竞争力

3.3.1. 发展历史最为悠久的国内厨电厂商

公司成立于 1979 年，是中国厨电行业中发展历史最长的企业。34 年来，公司专注高端厨电，连续 15 年实现销量市场领先。“老板”品牌坚守厨电高端市场，深入消费者心智。

图 21：主要竞争对手品牌历史及主推技术



数据来源：东北证券

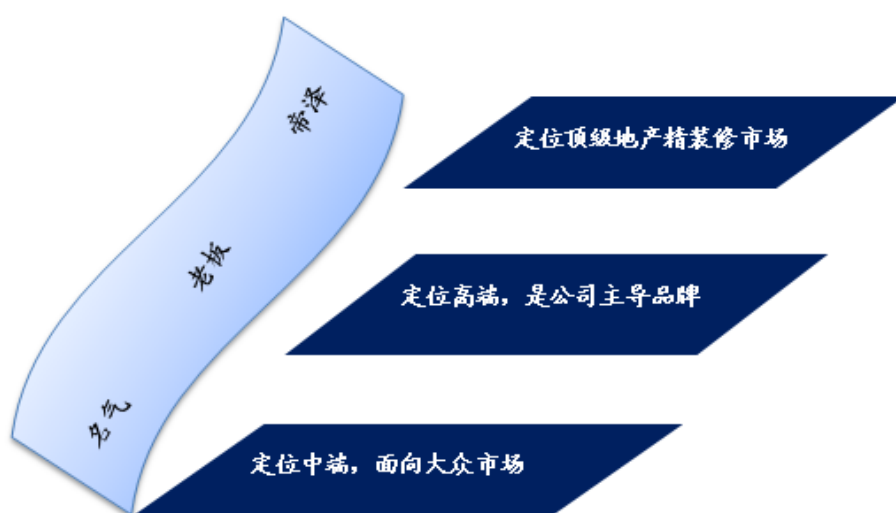
3.3.2. “品牌定位”将是公司在同质化背景下的成功之道

根据“特劳特”定位理论来看，对于同质化严重的产品，消费者难以做出更为理性的选择，也就是说感性利益往往会超出功能要求，成功的品牌定位有利于附加更多的感性利益。

当前，国内厨电市场同质化显现严重，企业竞争的第一法宝是“品牌”，其次是“渠道”，最后是“产品”。品牌的形成及合理的定位对国内厨电企业的发展起着极为重要的作用。

目前，国内消费市场的多元结构特征显著，即高、中、低收入阶层的分化严重，甚至伴随超高收入阶层队伍的壮大，顶级高端家电市场需求也在逐步释放。基于这一市场背景，公司除了定位高端的“老板”品牌外，还推出了主攻中端的“名气”品牌，并引进主攻顶级高端的奢侈品牌——“帝泽”，以确保在每一个细分市场都有自己的品牌和市场地位。上述“多品牌并存、立体化定位”的品牌战略利于引导消费者对其品牌的理解，增加消费者对其产品的感性认知。在同质化的市场环境下，合理的品牌定位也将是确保公司持续实现良好发展的重要举措之一。

图 22：公司旗下品牌及市场定位



数据来源：东北证券

4. 盈利预测及投资建议

近几年来，公司以优异的销售业绩始终走在行业的前列，2013 年，公司各渠道业务增长依然值得期待。我们预测 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 1.06 元、1.37 元和 1.64 元，当前股价对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍和 15 倍；基于对公司良好的成长性判断，我们认为股价依然有较大的上涨空间，维持“推荐”投资评级。

近期影响公司股价的重要事件：“315”销售情况、年报等。

5. 风险提示

原材料涨价；地产调控力度加大等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E	
货币资金	1022.88	1136.50	1252.26	1589.43	净利润	186.99	272.03	350.09	420.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	2.60	0.00	0.00	0.00
应收款项	308.49	410.18	532.36	686.05	折旧及摊销	11.80	18.38	26.82	35.57
存货	291.42	335.63	443.39	540.30	公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.05	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.02	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	1631.42	1891.74	2242.61	2834.77	投资损失	0.05	-0.10	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	运营资本变动	-64.27	-33.26	-70.36	-112.97
长期投资净额	1.03	1.03	1.03	1.03	其他	0.00	0.05	0.00	0.00
固定资产	247.57	373.18	536.36	287.43	经营活动净现金流量	136.91	248.54	306.55	343.17
无形资产	37.79	38.91	39.71	40.71	投资活动净现金流量	-142.39	-134.92	-190.80	-6.00
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	融资活动净现金流量	-48.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	287.97	413.12	577.10	329.16	企业自由现金流	1021.24	1136.50	1252.26	1589.43
资产总计	1919.39	2304.85	2819.70	3163.93					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	财务与估值指标				
应付款项	199.51	219.45	286.70	352.20	2011A	2012E	2013E	2014E	
预收款项	122.16	172.67	230.18	273.34	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.73	1.06	1.37	1.64
流动负债合计	409.36	522.79	687.55	829.57	每股净资产 (元)	5.90	6.96	8.33	9.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营性现金流量 (元)	0.53	0.97	1.20	1.34
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	成长性指标				
长期负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	24.54%	27.92%	30.34%	18.75%
负债合计	409.36	522.79	687.55	829.57	净利润增长率	39.19%	45.47%	28.70%	20.13%
归属于母公司股东权益合计	1510.04	1782.06	2132.15	2552.73	盈利能力指标				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	52.48%	51.98%	52.42%	51.90%
负债和股东权益总计	1919.39	2304.85	2819.70	3382.30	净利率	12.19%	13.86%	13.69%	13.85%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	14.13	12.00	11.25	10.91
					存货周转率 (次)	2.68	2.77	2.71	2.67
利润表 (百万元)					偿债能力指标				
2011A	2012E	2013E	2014E		资产负债率	0.21	0.23	0.24	0.25
营业收入	1533.89	1962.20	2557.59	3037.10	流动比率	3.99	3.62	3.26	3.42
营业成本	728.87	942.35	1216.81	1460.81	速动比率	3.25	2.96	2.60	2.74
营业税金及附加	14.88	19.80	28.13	30.37	费用率指标				
资产减值损失	2.60	0.00	0.00	0.00	销售费用率	31.84%	29.50%	29.30%	28.80%
销售费用	488.36	578.85	749.37	874.68	管理费用率	7.39%	6.45%	6.60%	6.30%
管理费用	113.40	126.56	168.80	191.34	财务费用率	-1.55%	-0.51%	-0.59%	-0.40%
财务费用	-23.78	-10.00	-15.00	-12.00	分红指标				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	分红比例	27.38%	0.00%	0.00%	0.00%
投资净收益	-0.05	0.10	0.00	0.00	股息收益率	0.8	0	0	0
营业利润	209.51	304.74	409.46	491.90	估值指标				
营业外收支净额	8.06	10.10	0.00	0.00	P/E (倍)	33.40	22.96	17.84	14.85
利润总额	217.57	314.84	409.46	491.90	P/B (倍)	4.14	3.51	2.93	2.45
所得税	30.57	42.82	59.37	71.33	P/S (倍)	4.07	3.18	2.44	2.06
净利润	186.99	272.03	350.09	420.57	净资产收益率	12.38%	15.26%	16.42%	16.48%
归属于母公司净利润	186.99	272.03	350.09	420.57					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00					

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760