

湘财证券研究所

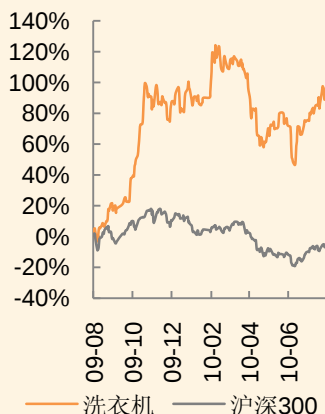
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

公司最近一年股价走势：



研究要点

- **洗衣机行业有望突破平稳增长** 洗衣机行业最近两年的增长比较平稳，但今年上半年产销增长分别达 17.6% 和 25.6%。6 月份单月产销量均创下 2006 年以来当月产销量的新高，同比增长分别高达 24.15% 和 32.69%，销量增速更是创下年内新高。在家电下乡、以旧换新政策对内销的刺激以及出口复苏的推动下，我们对下半年洗衣机增长依然看好，加上行业自身的消费升级，我们认为洗衣机突破此前的平稳增长是大概率事件。
- **产品结构优化，高端比例提升** 在农村市场，逐步出现波轮洗衣机对双缸洗衣机的替代，从洗衣机下乡销售均价持续提升即可看出这一趋势；在城镇市场，则是掀起了滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代潮。2010 年上半年，滚筒洗衣机内销量为 176.02 万台，同比增长 34.83%，高于洗衣机行业整体增速；滚筒洗衣机的销量占比也由 11.09% 提高至 11.85%。我们认为居民收入的提升将会加速洗衣机行业的更新换代。
- **市场集中度提高** 洗衣机行业前三大系列品牌为海尔、美的系和合肥三洋。2010 年以来，洗衣机行业市场集中度有所提升，前三大系列品牌的合计市场份额有上升趋势。2010 年 1-6 月，洗衣机内销市场前三大品牌的市场占有率为 59.53%，较 2009 年提升 5.09 个百分点；出口市场集中度提升更为明显，由 2009 年的 16.90% 增至上半年的 22.67%。
- **合肥三洋和小天鹅各有千秋** 我们认为合肥三洋未来的看点主要在变频。今年公司主打变频洗衣机，公司计划 2011 年滚筒洗衣机将全部实现变频化，波轮洗衣机约有 50% 实现变频化。滚筒变频洗衣机毛利率可超过 50%，波轮变频主要集中在高端，毛利率也较高为 40% 左右。随着南岗机电园变频电机逐步达产，变频洗衣机销售比例的增加，将优化公司产品结构，为保持高毛利率水平提供保障。对于小天鹅，我们认为渠道整合已进入收获期，整合将给公司带来盈利能力的提升。美的电器对小天鹅的全面整合已彰显成效，作为美的的洗衣机资产平台，公司存在较大增长空间。
- **盈利预测及投资建议** 我们预计合肥三洋 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.31 元和 1.62 元。小天鹅 2010-2012 年并表摊薄后 EPS 分别为 0.76 元、0.97 元和 1.22 元。自我们 7 月初推荐以来，两家公司股价涨幅分别达到 40% 和 35%，但考虑到合肥三洋未来几年仍有较大增长空间，小天鹅整合后的经营管理的改善有可能会给我们带来惊喜，且渠道整合已步入收获期，我们维持合肥三洋和小天鹅的“买入”评级。
- **风险提示** 行业竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；

目录

洗衣机行业：或将迎来加速增长期	4
产销双双高增长	4
内销：消费升级推动增长加速	5
出口：迎来恢复性增长，下半年增速或将放缓	6
市场集中度呈提高趋势	7
产品结构调整，高端比例持续提升	8
上市公司业绩抢眼	10
收入均现高增长	10
毛利率下滑，预计下半年有所回升	10
净利率仍维持在高位	11
市场份额均有所提升	13
两家公司各有千秋	13
盈利预测与投资建议	14
风险提示	14

图目录

图 1	洗衣机产量增长情况	4
图 2	洗衣机总销量增长情况	4
图 3	2010 上半年洗衣机内外销比例	5
图 4	洗衣机内销量增长情况	6
图 5	洗衣机出口量增长情况	6
图 6	2010 年 1-5 月洗衣机出口市场分布	7
图 7	洗衣机内销市场前三大品牌份额变化	7
图 8	洗衣机出口市场前三大品牌份额变化	7
图 9	2010 年上半年洗衣机销售结构	8
图 10	滚筒洗衣机内销增长情况	8
图 11	滚筒洗衣机出口增长情况	9
图 12	2010 上半年滚筒洗衣机内销和出口比例	9
图 13	滚筒洗衣机内销占比	9
图 14	滚筒洗衣机出口占比	9
图 15	合肥三洋营业收入增长情况	10
图 16	小天鹅营业收入增长情况	10
图 17	冷轧钢板价格走势变化	11
图 18	铜价走势变化	11
图 19	合肥三洋和小天鹅毛利率变化对比	11
图 20	合肥三洋和小天鹅净利润变化比较	12
图 21	合肥三洋和小天鹅净利率变化对比	12
图 22	合肥三洋和小天鹅期间费用率变化比较	12
图 23	2010 年 1-6 月国内洗衣机市场结构	13

表目录

表 1	盈利预测对比	14
表 2	合肥三洋盈利预测与估值表	15
表 3	小天鹅盈利预测与估值表	17

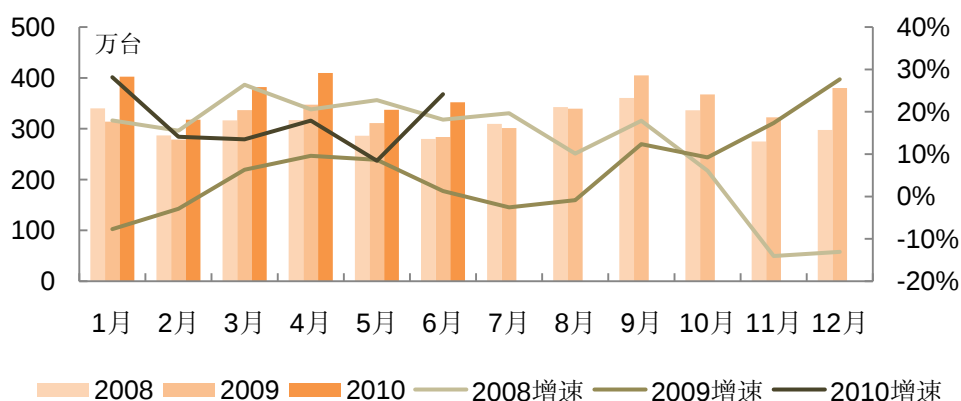
洗衣机行业：或将迎来加速增长期

洗衣机行业最近两年的增长比较平稳。根据产业在线的统计数据，2009 年洗衣机产量和销量分别同比增长 6.37% 和 5.96%；而由于金融危机对外围市场的影响，出口出现小幅下滑，下滑 5.05%；但在家电下乡全国推广、以旧换新试点实施等家电相关政策的刺激下，洗衣机内销实现 11.55% 的增长。

产销双双高增长

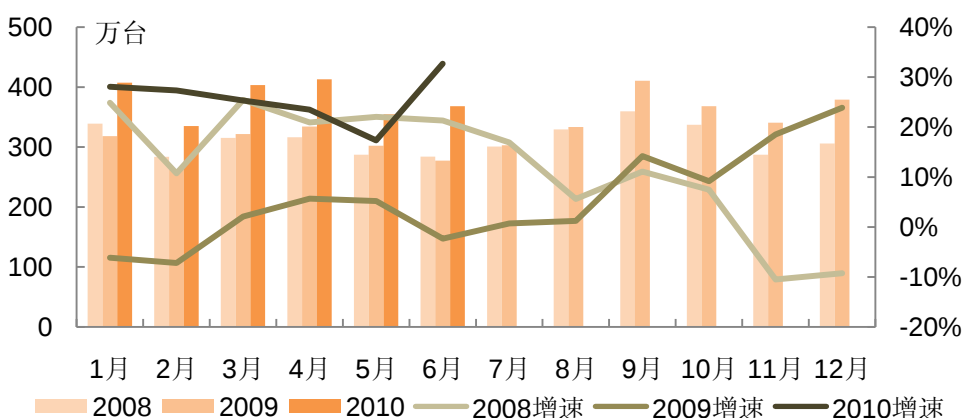
2010 年上半年洗衣机产量为 2200.78 万台，同比增长 17.6%；销售总量为 2281.51 万台，同比增长达 25.6%；产销两旺的态势使得洗衣机库存得到一定程度消化，截至 2010 年 6 月份，洗衣机库存为 283.84 万台，较去年同期降低 24.87%。

图 1 洗衣机产量增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 2 洗衣机总销量增长情况

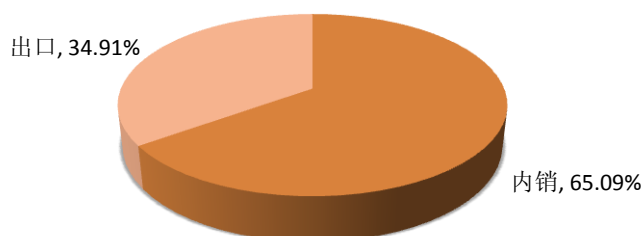


数据来源：产业在线，湘财证券研究所

从单月数据来看，6 月份单月产量为 352.10 万台，同比增速高达 24.15%；6 月份洗衣机总销量为 368.05 万台，同比增长 32.69%；产量和销量均创下 2006 年以来当月产销量的新高，销量增速更是创下年内新高。

目前洗衣机行业的销售仍以内销为主，2009 年全年由于金融危机的影响，出口比例仅为 32.82%，2010 上半年由于全球消费市场的复苏，洗衣机外销比例有所提升，至 34.91%。

图 3 2010 上半年洗衣机内外销比例



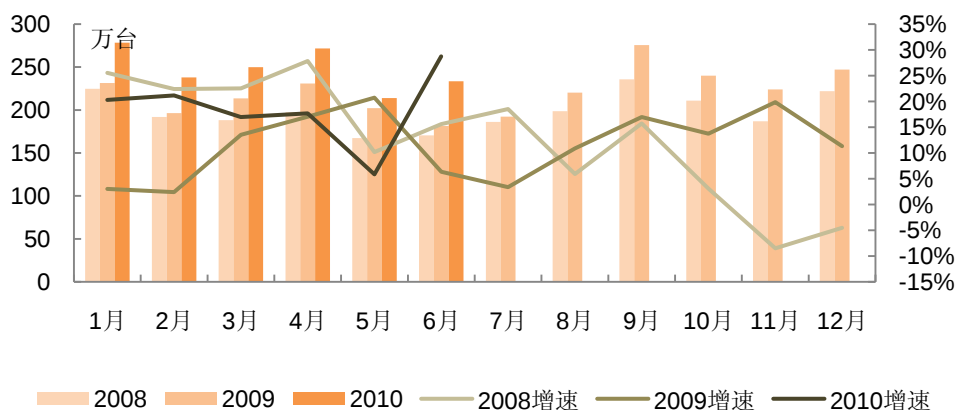
数据来源：产业在线，湘财证券研究所

内销：消费升级推动增长加速

洗衣机行业近几年的增长一直较为平稳，即使 2009 年处于金融危机后的恢复期，在家电下乡全国推广等政策的刺激下，空调、冰箱、液晶电视等几类家电均出现快速增长的情况下，而洗衣机内销仍然保持了平稳的增速，2009 年全年增长 11.55%，增速与 2008 年基本持平。而 2010 上半年洗衣机内销量为 1485.13 万台，同比增长较为明显，达 18.3%，有突破前期平稳增长的趋势；我们认为主要原因除家电下乡、以旧换新等刺激政策的持续推动外，洗衣机行业本身的更新换代和消费升级起到较大推动作用。

从单月数据来看，6 月份洗衣机内销为 233.50 万台，同比增长达 28.72%，这一增速创下 2008 年以来单月增速新高。我们对下半年洗衣机内销依然看好，在以旧换新政策的全国推广以及洗衣机消费升级的推动下，洗衣机内销突破此前的平稳增长是大概率事件。

图 4 洗衣机内销量增长情况



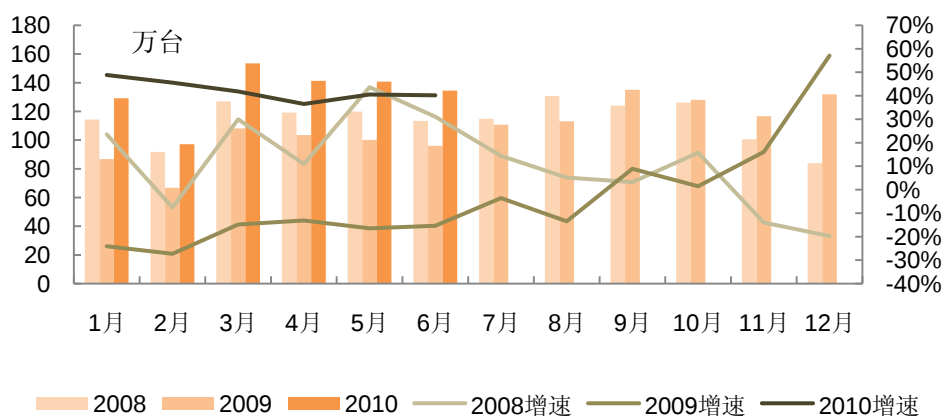
数据来源：产业在线，湘财证券研究所

出口：迎来恢复性增长，下半年增速或将放缓

我国洗衣机出口以亚洲、欧洲和美洲为主，2010年1-5月洗衣机出口亚洲的比例最高，为43.13%；出口至欧洲的为22.31%；出口至美洲的比例为14.55%；其余部分出口至非洲和大洋洲的一些新兴国家。

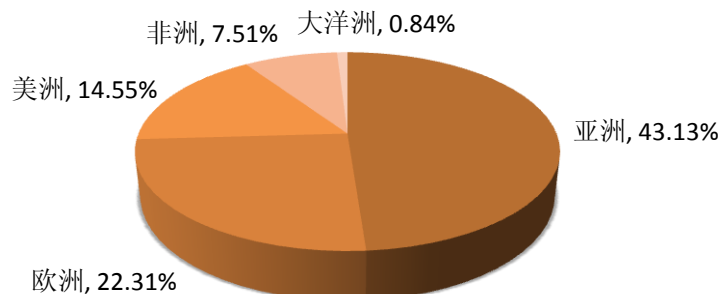
2010年上半年我国洗衣机出口量为796.38万台，同比增长41.9%，如此高速增长主要是由于去年同期受金融危机影响，出口下滑较为明显，今年上半年存在低基数效应。我们认为上半年洗衣机出口的快速增长是一种恢复性增长。从单月数据来看，6月份单月洗衣机出口量为134.55万台，同比增长40.19%。考虑到下半年基数较高，我们预计下半年洗衣机出口增速或将有所放缓，但增量将依然可观。

图 5 洗衣机出口量增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 6 2010 年 1-5 月洗衣机出口市场分布



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

市场集中度呈提高趋势

洗衣机行业前三大系列品牌为海尔、美的系和合肥三洋。2010 年以来，洗衣机行业市场集中度有所提升，前三大系列品牌的合计市场份额有上升趋势。2010 年 1-6 月，洗衣机内销市场前三大品牌的市场占有率为 59.53%，较 2009 年提升 5.09 个百分点；出口市场集中度提升更为明显，由 2009 年的 16.90% 增至上半年的 22.67%。

分品牌来看，美的系洗衣机今年的份额上升较快，我们认为这主要是得益于美的系由 2009 年下半年以来进行的品牌梳理和渠道整合已逐渐显现成效，实现了高中低品牌的全覆盖。得益于渠道下沉，合肥三洋的市场份额也有明显上升，内销市场由去年的 6.2% 提升至上半年的 6.47%，出口市场由 0.85% 提升至 1.72%。

图 7 洗衣机内销市场前三大品牌份额变化

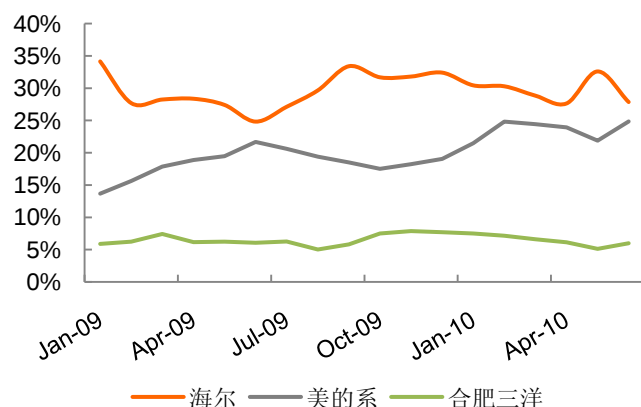
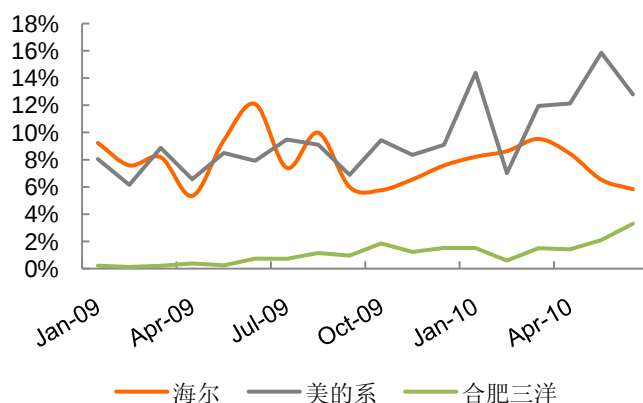
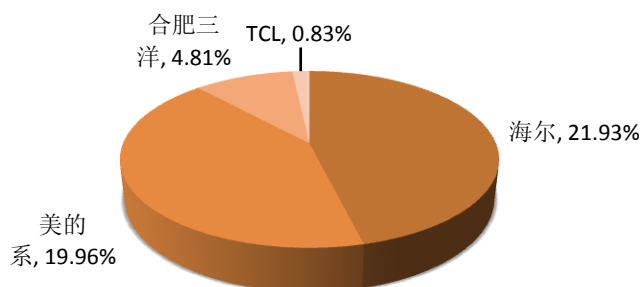


图 8 洗衣机出口市场前三大品牌份额变化



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 9 2010 年上半年洗衣机销售结构



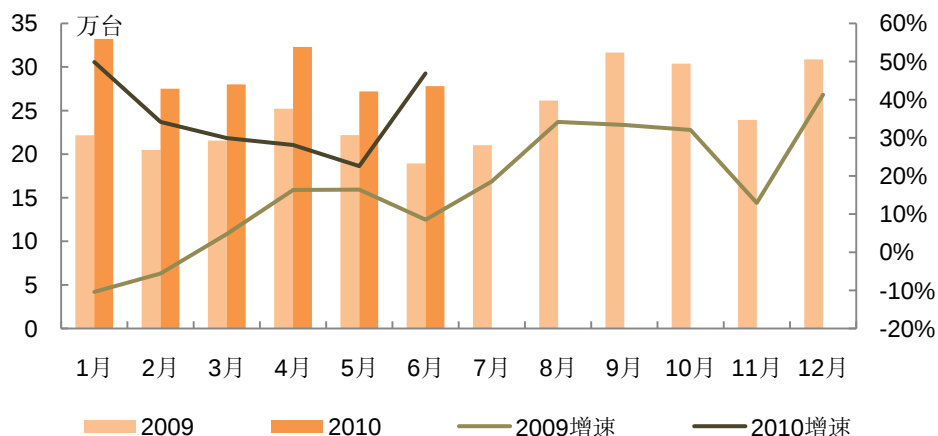
数据来源：产业在线，湘财证券研究所

产品结构调整，高端比例持续提升

洗衣机行业也逐渐向高端趋势发展。在农村市场，逐步出现波轮洗衣机对双缸洗衣机的替代，从洗衣机下乡销售均价持续提升即可看出这一趋势；在城镇市场，则是掀起了滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代潮。

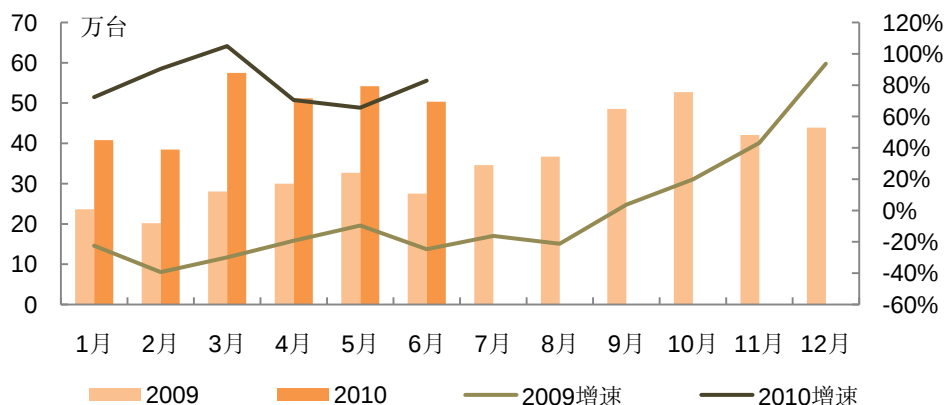
2010 年上半年，滚筒洗衣机内销量为 176.02 万台，同比增长 34.83%，高于洗衣机行业整体增速；滚筒洗衣机在洗衣机内销总量中的占比也由去年的 11.09% 提高至 11.85%。而日本、欧美等国家对滚筒洗衣机的接受程度较高，我国滚筒洗衣机出口空间更大，上半年滚筒出口同比增长高达 80.39%，出口销量为 292.39 万台；滚筒出口在洗衣机出口总量中的比重提升更明显，由去年的 32% 提高至 36.72%。我们认为居民收入的提升将会加速洗衣机行业的更新换代。

图 10 滚筒洗衣机内销增长情况



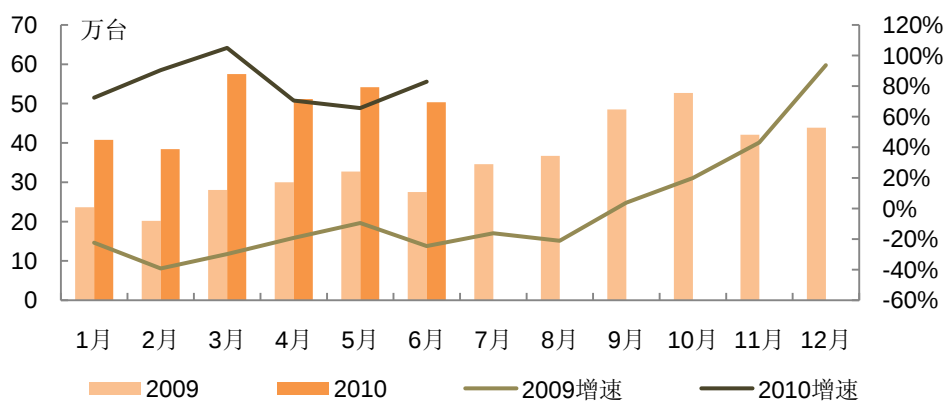
数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 11 滚筒洗衣机出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 12 2010 上半年滚筒洗衣机内销和出口比例



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 13 滚筒洗衣机内销占比

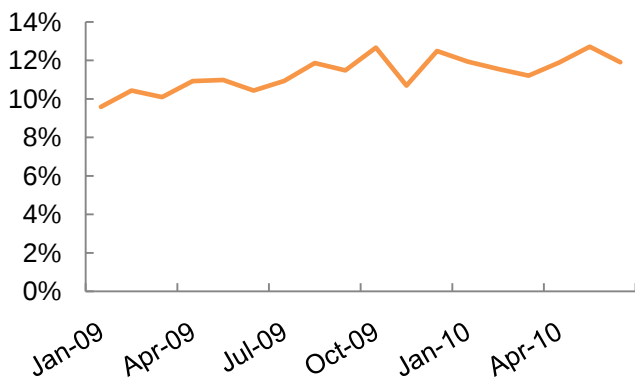
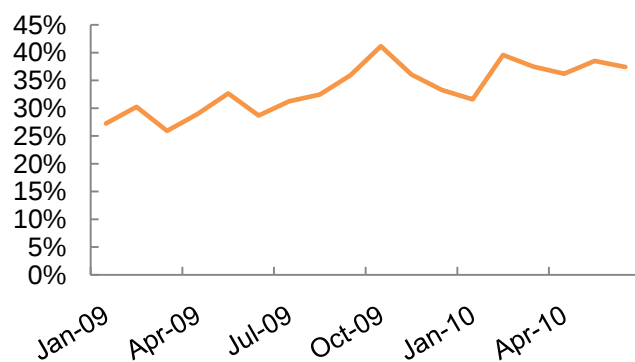


图 14 滚筒洗衣机出口占比



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

上市公司业绩抢眼

目前洗衣机行业 A 股上市公司主要有合肥三洋（600983）和小天鹅（000418），两家公司上半年业绩均有较好表现，我们对两家公司的业绩进行对比分析。

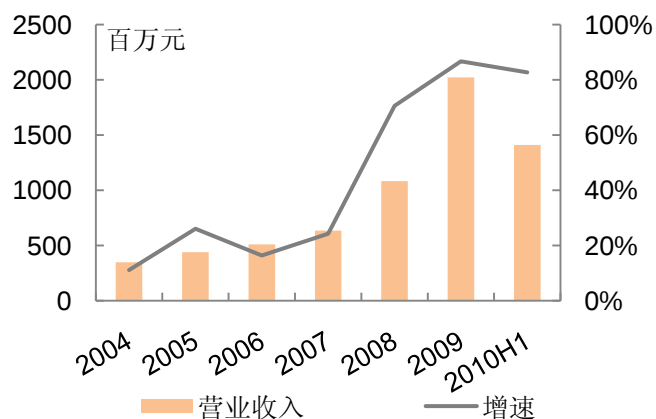
收入均现高增长

合肥三洋上半年实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 82.73%；其中洗衣机业务营业收入为 12.96 亿元，同比增长 81.63%；小天鹅上半年实现营业收入 36.34 亿元，同比增长 91.02%；其中洗衣机业务实现营业收入 32.76 亿元，较去年同期增长 106.63%。

我们认为合肥三洋和小天鹅营业收入之所以能取得大幅增长，除了洗衣机行业增长的原因之外，两者的驱动因素又各不相同。我们认为合肥三洋的增长主要是由于：1、公司上半年继续进行网点扩张、渠道下沉：在一二级市场不断提高苏宁、国美进店率；三四级市场利用家电下乡政策的契机，继续拓展新的经销网点，预计今年三四级市场网点有望增至 1 万家以上。2、公司上半年主推变频系列洗衣机，新品拉动效果明显。3、加大了返销日本的力度，外销增长显著。

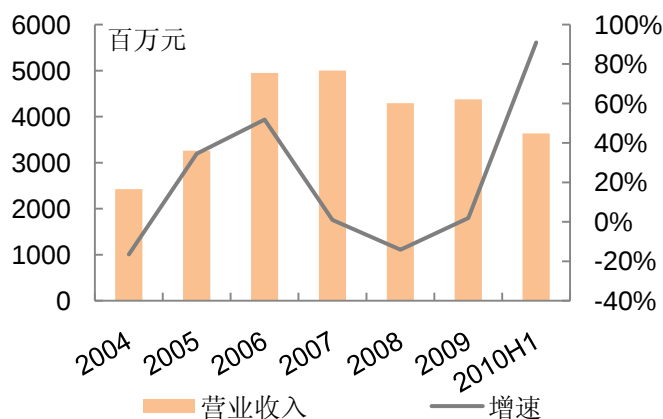
而小天鹅增长的主要驱动因素我们认为在于渠道整合。借助美的渠道，公司产品逐渐深入三四级市场，同时在家电下乡、以旧换新等政策的推动下，公司城镇和农村销量出现大幅增长。

图 15 合肥三洋营业收入增长情况



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 16 小天鹅营业收入增长情况



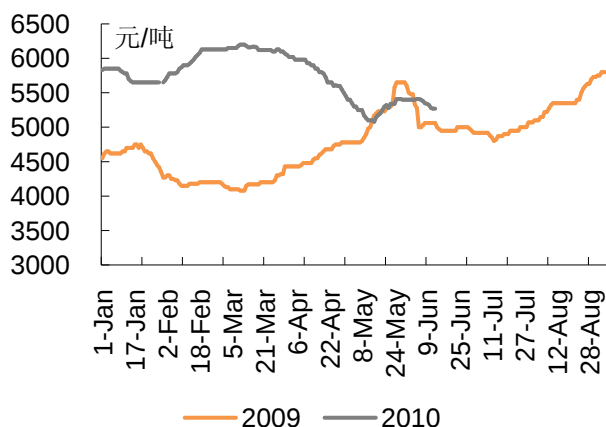
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

毛利率下滑，预计下半年有所回升

2010 上半年，合肥三洋综合毛利率为 34.29%，同比下降 7.9 个百分点；小天鹅毛利率为 15.70%，较去年同期下降 5.64 个百分点。毛利率下滑也是家电行业上半年存在的普遍现象。对于洗衣机行业而言，我们认为上半年影响毛利率的主要

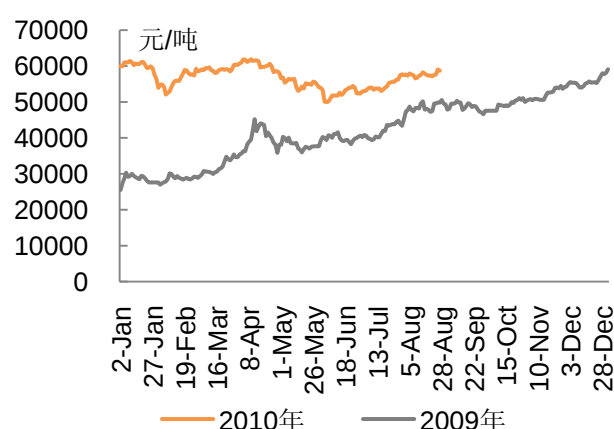
有两点原因：一是原材料价格的上涨；二是行业竞争的激烈。对于小天鹅而言，还有渠道整合后会计处理发生变化的因素。其中大宗原材料价格上涨影响较大。洗衣机成本构成中，钢和铜分别占成本比例 22%和 7%，而冷轧钢板上半年均价上涨 34%、铜均价上涨达 64%，按此比例计算，将使洗衣机成本上涨 11.96%。预计下半年大宗材料价格将逐渐趋稳，毛利率应有所回升。

图 17 冷轧钢板价格走势变化



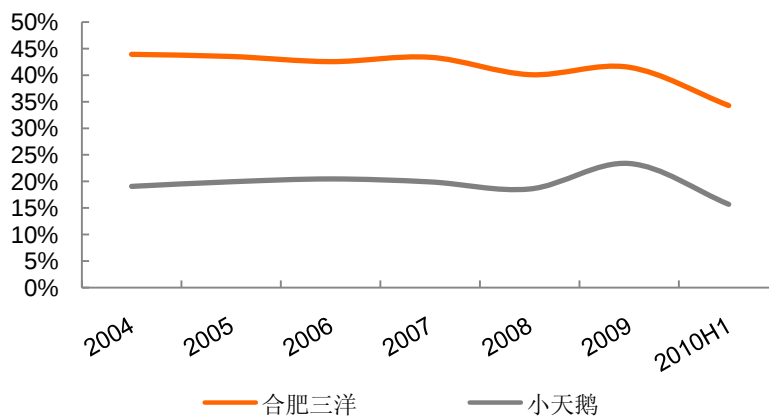
数据来源：wind，湘财证券研究所

图 18 铜价走势变化



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 19 合肥三洋和小天鹅毛利率变化对比



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

净利率仍维持在高位

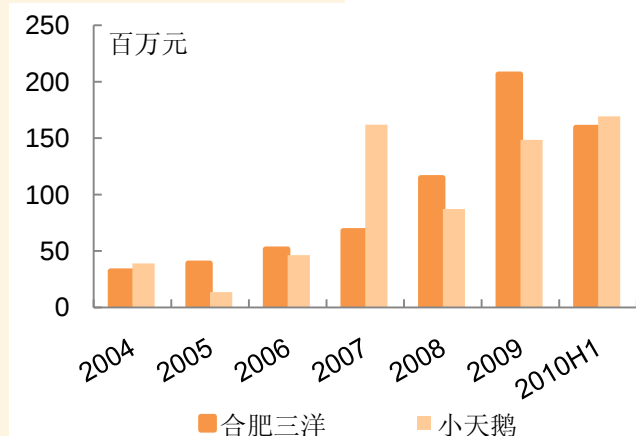
两家公司的期间费用率均有所下降，在大宗原材料价格上涨带来巨大成本压力下，合肥三洋和小天鹅通过费用控制，使净利率水平平均保持在相对高位。

合肥三洋上半年期间费用率为 21.71%，同比下降 4.77 个百分点，主要是由于公司加大三四级市场的覆盖力度，从而降低整体费用率水平。费用率的控制使得公

司净利率保持在较高水平，上半年公司净利率为 11.29%，同比虽有所降低，但较一季度环比上升了 0.64 个百分点，与去年全年的净利率水平相比，提升了 1.07 个百分点。

小天鹅上半年期间费用率为 9.53%，同比下降 6.66 个百分点，除公司强化费用控制外，与美的之间的渠道整合使得公司毛利率和费用率的同时下降。上半年公司净利率为 5%，同比提升 1.8 个百分点。美的入主小天鹅以后，围绕“做大做强洗衣机主业”的战略目标，小天鹅最近几年进行了一系列的资产清理，剥离了非主业资产，导致非经常性损益变化巨大，公司净利润和净利率也出现了较大波动。我们认为目前渠道整合也已逐渐显现成效，公司的盈利能力将呈现稳中有升的趋势，净利率水平的变化也将逐渐趋稳。

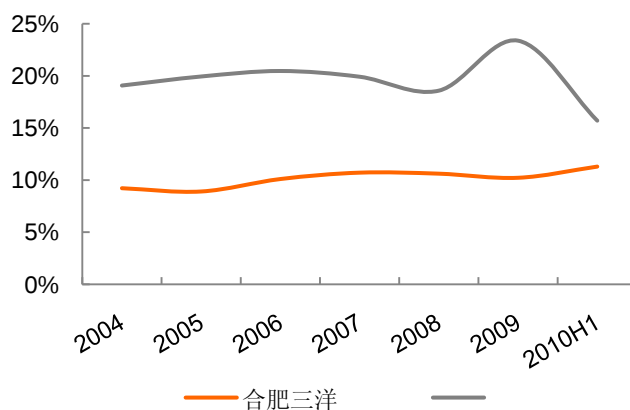
图 20 合肥三洋和小天鹅净利润变化比较



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

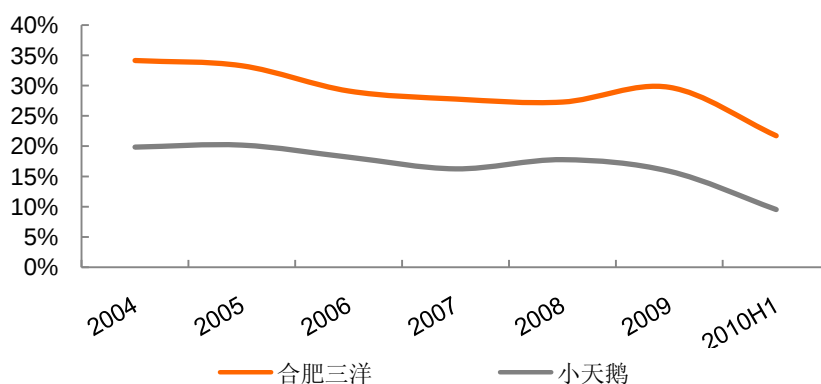
注：小天鹅数据为扣除非经常性损益后净利润。

图 21 合肥三洋和小天鹅净利率变化对比



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 22 合肥三洋和小天鹅期间费用率变化比较

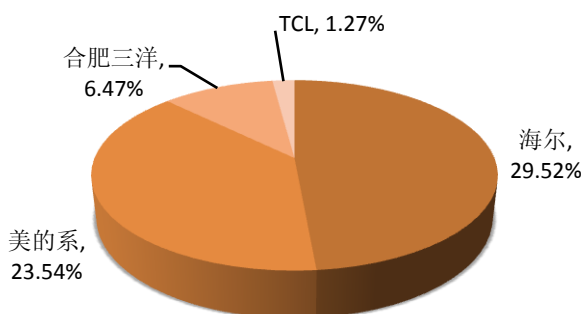


数据来源：公司资料，湘财证券研究所

市场份额均有所提升

目前国内洗衣机市场主要被海尔系、美的系和合肥三洋三个品牌占据大部分市场份额。小天鹅、荣事达和美的的三个品牌构成美的系，美的系洗衣机今年的份额上升较快，我们认为这主要是得益于美的系由 2009 年下半年以来进行的品牌梳理和渠道整合，实现了高中低品牌的全覆盖。得益于渠道下沉，合肥三洋的市场份额也有明显上升，内销市场由去年的 6.2% 提升至上半年的 6.47%，出口市场由 0.85% 提升至 1.72%。

图 23 2010 年 1-6 月国内洗衣机市场结构



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

两家公司各有千秋

同为 A 股洗衣机行业上市公司，两家公司又各自有不同的发展优势。

对于合肥三洋，我们认为公司未来的看点主要在变频。合肥三洋南岗机电产业园项目一期已于 2010 年 6 月投产，投产后公司洗衣机产能将达到 500 万台、变频电机产能达 200 万台。南岗工业园规划变频电机产能为 1000 万台，将在未来几年逐步建成。2009 年公司变频洗衣机产量为 20 万台，其中波轮和滚筒各 10 万台。滚筒变频洗衣机毛利率可超过 50%，波轮变频主要集中在高端，毛利率也较高为 40% 左右。随着变频电机逐步达产，公司计划 2011 年滚筒洗衣机将全部实现变频化，波轮洗衣机约有 50% 实现变频化。变频洗衣机销售比例的增加，将使公司能够保持较高的毛利率水平。变频电机的销售毛利率可达 30% 以上，也将成为新的利润增长点。

对于小天鹅，我们认为渠道整合已进入收获期，整合将给公司带来盈利能力的提升。由于品牌定位中高端，以及销售渠道的限制，公司此前的优势主要在一二级市场，借助美的渠道以后，公司产品迅速向三四级市场铺开。对公司品牌形象在三四级市场的建设也起到较好的助推作用。上半年靓丽的业绩也体现出渠道整合带来的增长。同时，若收购荣事达洗衣设备的资产整合完成后，公司产品将全

线涵盖高中低端，产品竞争力及市场份额将大幅提升。我们认为美的电器对小天鹅的全面整合已彰显成效，作为美的的洗衣机资产平台，公司存在较大增长空间。

盈利预测与投资建议

对于合肥三洋，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.31 元和 1.62 元，对应昨日收盘价 20.62 元，PE 分别为 21.26 倍、15.74 倍和 12.73 倍。自我们 7 月 5 日推荐以来，公司股价已上涨 40%，但考虑到未来几年公司仍具较大成长空间，维持公司“买入”评级，目标价为 26.2 元。

对于小天鹅，我们预计公司 2010-2012 年并表摊薄后 EPS 分别为 0.76 元、0.97 元和 1.22 元（已考虑荣事达并表）。对应昨日收盘价 17.39 元，PE 分别为 22.88 倍、17.93 倍和 14.25 倍。自我们 7 月 7 日推荐以来，公司股价已上涨 35.33%，考虑到整合后，公司经营管理的改善有可能会给我们带来惊喜，维持公司“买入”评级。

表 1 盈利预测对比

		2009A	2010E	2011E	2012E
合 肥 三 洋	营业收入（百万元）	2022	3324	4877	6163
	增长率 YOY（%）	86.7%	64.4%	46.7%	26.4%
	净利润（百万元）	207	322	438	539
	增长率 YOY（%）	79.8%	55.7%	36.0%	23.2%
	EPS（元）	0.62	0.97	1.31	1.62
小 天 鹅	营业收入（百万元）	4375	9213	11486	14190
	增长率 YOY（%）	1.9%	110.6%	24.7%	23.5%
	净利润（百万元）	222	477	611	770
	增长率 YOY（%）	454.9%	114.9%	28.0%	26.1%
	EPS（元）	0.35	0.76	0.97	1.22

数据来源：湘财证券研究所

风险提示

行业竞争加剧的风险；原材料价格大幅波动的风险；

表 2 合肥三洋盈利预测与估值表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1536	2515	3764	4837	营业收入	2022	3324	4877	6163
现金	210	532	780	1048	营业成本	1183	2178	3152	3956
应收账款	184	220	370	467	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	7	14	32	40	营业费用	508	642	1000	1294
预付账款	47	26	44	64	管理费用	95	140	215	283
存货	447	892	1319	1678	财务费用	-3	-0	3	3
其他流动资产	641	831	1219	1541	资产减值损失	14	5	10	10
非流动资产	443	419	397	375	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	220	226	212	189	营业利润	224	360	498	616
无形资产	138	141	149	157	营业外收入	14	15	12	12
其他非流动资产	83	50	35	28	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1979	2934	4161	5212	利润总额	237	374	509	627
流动负债	1166	1835	2656	3203	所得税	30	52	71	88
短期借款	90	310	491	591	净利润	207	322	438	539
应付账款	430	697	977	1147	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	647	828	1187	1464	归属母公司净利润	207	322	438	539
非流动负债	17	15	17	15	EBITDA	244	391	535	654
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.97	1.31	1.62
其他非流动负债	17	15	17	15	主要财务比率				
负债合计	1183	1850	2673	3218	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	333	333	333	333	营业收入	86.7%	64.4%	46.7%	26.4%
资本公积	117	117	117	117	营业利润	70.6%	60.9%	38.3%	23.7%
留存收益	346	634	1039	1545	归属于母公司净利润	79.8%	55.7%	36.0%	23.2%
归属母公司股东权益	796	1084	1489	1994	获利能力				
负债和股东权益	1979	2934	4161	5212	毛利率 (%)	41.5%	34.5%	35.4%	35.8%
现金流量表					净利率 (%)	10.2%	9.7%	9.0%	8.8%
单位:百万元					ROE (%)	26.0%	29.7%	29.4%	27.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	29.7%	36.9%	36.6%	35.1%
经营活动现金流	166	140	113	214	偿债能力				
净利润	207	322	438	539	资产负债率 (%)	59.8%	63.0%	64.2%	61.7%
折旧摊销	23	31	34	35	净负债比率 (%)	7.61%	16.76%	18.39%	18.37%
财务费用	-3	-0	3	3	流动比率	1.32	1.37	1.42	1.51
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	0.93	0.88	0.91	0.98
营运资金变动	-64	-219	-381	-372	营运能力				
其他经营现金流	2	6	20	9					

投资活动现金流	-178	-5	-10	-10	总资产周转率	1.30	1.35	1.37	1.31
资本支出	184	0	0	0	应收账款周转率	15	16	16	14
长期投资	0	0	-0	0	应付账款周转率	3.78	3.87	3.77	3.72
其他投资现金流	6	-5	-10	-10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	29	187	145	64	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.97	1.31	1.62
短期借款	90	220	181	100	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.42	0.34	0.64
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.39	3.26	4.47	5.99
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	33.50	21.51	15.81	12.84
其他筹资现金流	-61	-33	-36	-36	P/B	8.70	6.39	4.65	3.47
现金净增加额	17	322	248	267	EV/EBITDA	28	17	13	10

数据来源：湘财证券研究所

表 3 小天鹅盈利预测与估值表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2881	5299	6569	8327	营业收入	4375	9213	11486	14190
现金	852	1482	1799	2610	营业成本	3353	7380	9185	11320
应收账款	875	1290	1608	1887	营业税金及附加	19	46	57	71
其他应收款	25	162	208	258	营业费用	505	645	816	1008
预付账款	66	221	276	340	管理费用	188	442	551	695
存货	440	1222	1529	1885	财务费用	1	-39	-54	-74
其他流动资产	622	921	1149	1348	资产减值损失	103	15	15	15
非流动资产	998	991	1006	980	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	144	155	196	196	投资净收益	-7	5	5	6
固定资产	592	587	562	534	营业利润	200	729	921	1162
无形资产	142	138	140	142	营业外收入	110	25	25	25
其他非流动资产	120	111	108	108	营业外支出	33	20	20	20
资产总计	3879	6290	7574	9307	利润总额	278	734	926	1167
流动负债	1949	3692	4236	5035	所得税	56	147	185	233
短期借款	1	100	100	100	净利润	222	588	740	933
应付账款	1552	2583	3031	3622	少数股东损益	-0	110	130	163
其他流动负债	396	1009	1105	1312	归属母公司净利润	222	477	611	770
非流动负债	15	13	13	12	EBITDA	263	724	898	1119
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.76	0.97	1.22
其他非流动负债	15	13	13	12	主要财务比率				
负债合计	1964	3705	4248	5047	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	60	170	300	463	成长能力				
股本	548	631	631	631	营业收入	1.9%	110.6%	24.7%	23.5%
资本公积	508	508	508	508	营业利润	377.0%	265.0%	26.2%	26.2%
留存收益	800	1277	1888	2658	归属于母公司净利润	454.9%	114.9%	28.0%	26.1%
归属母公司股东权益	1855	2416	3027	3797	获利能力				
负债和股东权益	2651	3493	4036	4709	毛利率(%)	23.4%	19.9%	20.0%	20.2%
现金流量表					净利率(%)	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
单位:百万元					ROE(%)	12.0%	19.8%	20.2%	20.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	19.1%	55.7%	50.3%	57.9%
经营活动现金流	139	418	300	733	偿债能力				
净利润	222	588	740	933	资产负债率(%)	50.6%	58.9%	56.1%	54.2%
折旧摊销	61	34	31	31	净负债比率(%)	0.05%	2.70%	2.35%	1.98%
财务费用	1	-39	-54	-74	流动比率	1.48	1.44	1.55	1.65
投资损失	7	-5	-5	-6	速动比率	1.23	1.08	1.16	1.25
营运资金变动	-174	-519	-604	-340	营运能力				
其他经营现金流	21	360	191	189	总资产周转率	1.21	1.81	1.66	1.68
投资活动现金流	134	-10	-37	4					

资本支出	109	0	0	0	应收账款周转率	5	6	6	6
长期投资	14	16	40	-0	应付账款周转率	2.64	3.57	3.27	3.40
其他投资现金流	257	6	3	4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-38	222	53	74	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.76	0.97	1.22
短期借款	-74	99	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.66	0.48	1.16
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.94	3.83	4.80	6.02
普通股增加	0	83	0	0	估值比率				
资本公积增加	27	0	0	0	P/E	36.50	16.99	13.27	10.53
其他筹资现金流	8	40	53	74	P/B	4.37	3.36	2.68	2.14
现金净增加额	234	630	316	811					

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。