



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

研究报告

2010年3月12日

家电

研究部

黄文倩

联系人, SAC 执业证书编号: S0080108091186

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

中性

TCL 集团(000100.CH)

## 主要业务盈利能力逐步恢复

### 主要财务信息

| (百万元)        | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入        | 38,419 | 44,295 | 50,467 | 58,904 | 65,961 |
| (+/-%)       | -1.7%  | 15.3%  | 14.0%  | 16.7%  | 12.0%  |
| 营业利润         | 497    | 591    | 1,370  | 1,708  | 1,980  |
| (+/-%)       | 157.7% | 19.0%  | 131.9% | 24.6%  | 15.9%  |
| 净利润          | 501    | 470    | 562    | 621    | 625    |
| (+/-%)       | 26.7%  | -6.2%  | 19.4%  | 10.6%  | 0.6%   |
| 每股收益 (元)     | 0.17   | 0.16   | 0.19   | 0.21   | 0.21   |
| 全面摊薄每股收益 (元) | 0.12   | 0.11   | 0.13   | 0.14   | 0.14   |
| 市盈率          | 46.5   | 49.6   | 41.5   | 37.5   | 37.3   |
| 市净率          | 2.5    | 1.9    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 股价/经营现金      | 49.2   | 27.6   | 21.5   | 16.2   | 12.1   |
| EV/EBITDA    | 11.4   | 11.1   | 13.8   | 13.9   | 12.3   |
| 净资产收益率       | 12.6%  | 8.9%   | 5.2%   | 5.4%   | 5.2%   |
| 投入资本回报率      | 7.7%   | 4.3%   | 2.7%   | 2.3%   | 2.1%   |
| 股息收益率        | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |

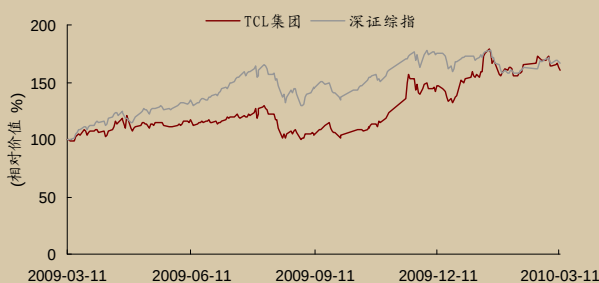
### 股票信息

|                  | A股                   |
|------------------|----------------------|
| 当前股价 (人民币)       | 5.39                 |
| 日成交量 (百万股)       | 38                   |
| 52周最高价/最低价 (人民币) | 6.1/3.24             |
| 总市值 (百万人民币)      | 15,830               |
| 发行股数 (百万股)       | 2,937                |
| 其中: 流通股 (百万股)    | 2,007                |
| 主要股东 (持股比例)      | 惠州市投资控股有限公司 (11.19%) |

### 最近估值走势

|        | 1周变化 | 1个月变化 | 3个月变化 | 年初至今 |
|--------|------|-------|-------|------|
| TCL集团  | -2.4 | 0.4   | 9.3   | 5.1  |
| 深证综指   | 0.4  | 4.0   | -4.5  | -3.2 |
| 家电行业指数 | -0.5 | 6.2   | 1.2   | 0.0  |

### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

### 近来事件

3/11/2010 年报推介会

### 全年业绩高于预期 78%，主要由补贴造成：

公司 4Q 实现净利润 3.2 亿，其中营业外收入 2.5 亿，主要为政府补贴。2009 全年公司实现净利润 4.7 亿元，同比下滑 6%，高于预期 78%，主要由上述补贴 4 季度入账造成；实现营业收入 384 亿，同比增长 15.3%。

#### 正面：

- 4Q 营业收入同比增长 44%，体现了彩电销售持续向好和手机业务的订单恢复。
- 4Q 营业利润率达到 2.2%，主要是得益于海外业务固定成本控制，销售费用没有同比比例于营业收入增加，销售费用率降低。海外业务持续扭亏。

#### 负面：

- 4Q 毛利率同比下降 1.7ppt，主要是促销、面板价格反弹和新产品推出的费用增加使得国内彩电业务毛利率表现不佳造成。

### 发展趋势：

预计 2010 年公司主要业务（彩电、手机、翰林汇 IT 分销、房地产、LCD 模组等）盈利能力逐步恢复。其中彩电业务国外持续扭亏，国内享受 LCD 行业的中期增长、盈利能力有望提升；手机业务订单增长迅猛，高毛利产品占比增加；房地产项目开发逐步贡献利润。

公司将增发融资 50 亿投资 LCD 面板 8.5 代生产线。总投资近 250 亿，我们预计借款还将导致财务费用大幅增加，使得 2011 年和 2012 年净利润的增长低于实际业务盈利的增长。

### 盈利预测调整：

我们基于主要业务盈利情况，不考虑补贴等不确定因素的情况下，预计公司 2010-2012 年的每股收益有望达到 0.13 元、0.14 元和 0.14 元（已考虑增发稀释）。后附分业务的净利润预测拆分。

### 估值与建议：

目前公司交易在 2010 年 42 倍市盈率，估值偏高，我们维持“中性”评级，提示后续补贴预期带来的交易性投资机会。

**TCL 集团年报会议纪要**

Q：网络电视目前是否能快速普及？2010 年前 2 个月销量占比是多少？

A：目前网络电视还不是主流电视产品，但未来网络电视会走主流产品路线，目前 2010 年 1、2 月份网络电视销量占总销量比例为 20%。

Q：目前液晶面板生产线是否存在产能过剩，技术落后问题？

A：面板生产线不存在技术落后问题，液晶面板生产线世代根据可切割面板面积划分，非按照技术不同划分。目前国内投入的液晶面板生产线从投产到不良品率合格需要 2-3 年时间，TCL 的生产线预计 2011 年末-2012 年量产，产能为 400 万片，届时预计液晶电视销量将达到 4000 万台，不存在产能过剩。

Q：目前网络电视与普通电视在商业模式上有没有区别？

A：目前网络电视收入利润来源均来自销售，与普通电视没有区别。

Q：网络电视能否做到像苹果，blackberry 一样开展后续增值服务？

A：一定会的，目前已开始运作，主要通过 TCL 欢网进行。

Q：白电业务的定位是怎样的？

A：TCL 白电在国内市场属于第二集团，与美的、格力相比差距很大，但是白电产品毛利高，技术更新慢，TCL 会重视发展白电业务，继续做好。

Q：09 年四季度销售费用率下降，在 2010 年是否能维持？

A：2010 年预计不可维持，三季度费用率明显上升，要看绝对数。

Q：政府补贴收入 2.5 亿中，非经营性损益为 1.5 亿，如何划分经营性和非经营性损益？

A：软件产品增值税返还，空调照明产品节能补贴属于经营性，技术开发，技术改造项目补贴属于非经营性。

Q：2010 年 1-2 月销售增速较高，原因？

A：2009 年 1-2 月受金融危机影响基数小，目前 TCL 产品线更加齐全，彩电行业处于强劲增长时期。

Q：手机 ODM 业务毛利率提高的原因？

A：ODM 业务毛利率较低，之前 ODM 主要是中低端产品，毛利率 10-15%，现在中高端产品增加，成本降低，毛利率在 20% 左右。

Q：2010 年一季度 LED 销售情况？

A：2010 年 1-2 月 LED 销售占比 5%，未来有望成为主导产品，希望占总销售比例 25%。

Q：2010 年 LCD 价格的趋势是怎样？

A：彩电行业产品升级，LCD 电视价格总趋势向下，产品价格受供求关系影响，目前行业内价格上涨动力不足，2009 年行情火爆，2010 年将适当调低销售预期，面板价格不会大幅上涨。

Q：家电下乡产品销售占总体比重？

A：家电下乡 CRT 销量占总量 50-60%，LCD 占 23.5%。

Q：政府对面板生产线的补贴情况？

A：政府鼓励企业自主创新，会增加对新技术投入的补贴，TCL 会继续申请新的补贴。

图表 1: 2009 年业绩分析

|           |  | 季度数据   |        |        |        |        |        | 中金评论                                                      |
|-----------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------------------------------------------|
| (人民币百万元)  |  | 1-3Q08 | 4Q08   | 2008   | 1-3Q09 | 4Q09   | 2009   |                                                           |
| 营业总收入     |  | 28980  | 9439   | 38419  | 30674  | 13621  | 44295  | 4Q营业收入同比增长44%，体现了彩电销售持续向好和手机业务的订单恢复。                      |
| 营业收入      |  | 28980  | 9433   | 38414  | 30674  | 13613  | 44287  |                                                           |
| YoY       |  | 2%     | -12%   | -2%    | 6%     | 44%    | 15%    |                                                           |
| 营业总成本     |  | -28795 | -9479  | -38274 | -30421 | -13335 | -43756 | 得益于海外业务固定成本控制，销售费用没有同比比例于营业收入增加，销售费用率下降。                  |
| 其中 营业成本   |  | -24515 | -7860  | -32375 | -25986 | -11565 | -37551 |                                                           |
| 销售费用      |  | -2743  | -889   | -3632  | -2920  | -970   | -3890  |                                                           |
| 管理费用      |  | -1258  | -549   | -1807  | -1357  | -620   | -1977  |                                                           |
| 财务费用      |  | -202   | -62    | -264   | -57    | -64    | -121   |                                                           |
| 其他经营收益    |  | 299    | 53     | 351    | 39     | 13     | 52     |                                                           |
| 营业利润      |  | 484    | 13     | 497    | 293    | 298    | 591    |                                                           |
| YoY       |  | 138%   | -217%  | 158%   | -40%   | 2220%  | 19%    | 4Q营业外收入突增主要是政府补贴入账。                                       |
| 营业外利润     |  | 110    | 52     | 163    | 134    | 249    | 384    |                                                           |
| 利润总额      |  | 594    | 65     | 660    | 427    | 548    | 975    |                                                           |
| YoY       |  | 76%    | -43%   | 46%    | -28%   | 739%   | 48%    |                                                           |
| 所得税       |  | -176   | -43    | -219   | -185   | -86    | -271   |                                                           |
| 少数股东损益    |  | 49     | 12     | 61     | -93    | -140   | -233   |                                                           |
| 净利润       |  | 467    | 34     | 501    | 148    | 322    | 470    | 2009全年公司实现净利润4.7亿元，同比下滑6%，高于预期78%，主要由上述补贴4季度入账造成          |
| YoY       |  | 151%   | -84%   | 27%    | -68%   | 841%   | -6%    |                                                           |
| 基本每股收益（元） |  | 0.18   | -0.01  | 0.17   | 0.05   | 0.11   | 0.16   |                                                           |
| 财务比率      |  |        |        |        |        |        |        |                                                           |
| 毛利率       |  | 15.4%  | 16.7%  | 15.7%  | 15.3%  | 15.0%  | 15.2%  | 4Q毛利率同比下降1.7ppt，主要是促销、面板价格反弹和新产品推出的费用增加使得国内彩电业务毛利率表现不佳造成。 |
| 销售费用率     |  | 9.5%   | 9.4%   | 9.5%   | 9.5%   | 7.1%   | 8.8%   |                                                           |
| 管理费用率     |  | 4.3%   | 5.8%   | 4.7%   | 4.4%   | 4.6%   | 4.5%   |                                                           |
| 财务费用率     |  | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.2%   | 0.5%   | 0.3%   |                                                           |
| 营业利润率     |  | 1.7%   | 0.1%   | 1.3%   | 1.0%   | 2.2%   | 1.3%   | 4Q营业利润率大幅提升，主要由于销售费用率下降。                                  |
| 剔除其他经营收益  |  | 0.6%   | -0.4%  | 0.4%   | 0.8%   | 2.1%   | 1.2%   |                                                           |
| 有效税率      |  | 29.6%  | -65.7% | 33.2%  | 43.4%  | 15.7%  | 27.8%  |                                                           |
| 净利润率      |  | 1.4%   | 0.2%   | 1.1%   | 0.8%   | 3.4%   | 1.6%   | 2009全年公司实现净利润4.7亿元，同比下滑6%，高于预期78%，主要由上述补贴4季度入账造成          |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：主要假设和盈利预测调整

|                     |     | 调整前    |        |        | 调整后    |        |        |
|---------------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (人民币百万元)            |     | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| <b>营业总收入</b>        |     | 43692  | 50560  | 56481  | 50467  | 58904  | 65961  |
| 营业收入                |     | 43692  | 50560  | 56481  | 50467  | 58904  | 65961  |
|                     | YoY | 13.7%  | 15.7%  | 11.7%  | 14.0%  | 16.7%  | 12.0%  |
| <b>营业总成本</b>        |     | -43107 | -49504 | -55022 | -49127 | -57227 | -64011 |
| 其中 营业成本             |     | -36813 | -42268 | -47027 | -42128 | -48827 | -54557 |
| 销售费用                |     | -3959  | -4523  | -5002  | -4607  | -5388  | -5990  |
| 管理费用                |     | -2062  | -2328  | -2582  | -1846  | -2115  | -2408  |
| 财务费用                |     | -94    | -194   | -232   | -251   | -532   | -721   |
| 其他经营收益              |     | 40     | 40     | 40     | 30     | 30     | 30     |
| <b>营业利润</b>         |     | 625    | 1096   | 1499   | 1370   | 1708   | 1980   |
|                     | YoY | 26%    | 76%    | 37%    | 132%   | 25%    | 16%    |
| 营业外利润               |     | 150    | 150    | 150    | 0      | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>         |     | 775    | 1246   | 1649   | 1370   | 1708   | 1980   |
|                     | YoY | 17%    | 61%    | 32%    | 41%    | 25%    | 16%    |
| 所得税                 |     | -257   | -413   | -547   | -381   | -475   | -551   |
| 少数股东损益              |     | -253   | -424   | -578   | -428   | -611   | -804   |
| <b>净利润</b>          |     | 264    | 409    | 524    | 562    | 621    | 625    |
|                     | YoY | -47.3% | 54.9%  | 28.0%  | 19.4%  | 10.6%  | 0.6%   |
| <b>基本每股收益 (元)</b>   |     | 0.09   | 0.14   | 0.18   | 0.19   | 0.21   | 0.21   |
| <b>全面摊薄每股收益 (元)</b> |     |        |        |        | 0.13   | 0.14   | 0.14   |
| 调整幅度                |     |        |        |        | 37%    | 19%    |        |
| <b>财务比率</b>         |     |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率                 |     | 15.7%  | 16.4%  | 16.7%  | 16.5%  | 17.1%  | 17.3%  |
| 销售费用率               |     | 9.1%   | 8.9%   | 8.9%   | 9.1%   | 9.1%   | 9.1%   |
| 管理费用率               |     | 4.7%   | 4.6%   | 4.6%   | 3.7%   | 3.6%   | 3.7%   |
| 财务费用率               |     | 0.2%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.9%   | 1.1%   |
| 营业利润率               |     | 1.4%   | 2.2%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.9%   | 3.0%   |
| 剔除其他经营收益            |     | 1.0%   | 1.8%   | 2.3%   | 2.7%   | 2.8%   | 3.0%   |
| 有效税率                |     | 33.2%  | 33.2%  | 33.2%  | 27.8%  | 27.8%  | 27.8%  |
| 净利率                 |     | 0.6%   | 0.8%   | 0.9%   | 1.1%   | 1.1%   | 0.9%   |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：各业务净利润贡献和预测拆分

| (百万元)            | 集团持股比例 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|--------|------|------|-------|-------|-------|
| TCL多媒体 (1070.HK) | 54%    | -129 | 190  | 305   | 443   | 541   |
| TCL通讯 (2618.HK)  | 46%    | 12   | 9    | 87    | 114   | 155   |
| 翰林汇IT分销          | 80%    | 170  | 80   | 120   | 160   | 168   |
| 房地产开发            | 67%    | 21   | 23   | 27    | 80    | 112   |
| 奥鹏远程教育           | 100%   | 0    | 0    | 45    | 45    | 45    |
| 泰科立部品业务          | 55%    | 0    | 22   | 33    | 33    | 33    |
| 白电               | 100%   | 47   | 0    | 47    | 52    | 57    |
| 补贴和其他            | 100%   | 381  | 146  | 22    | 22    | 22    |
| 财务费用较2009年的增加    |        |      |      | 124   | 327   | 508   |
| 净利润合计            |        | 501  | 470  | 562   | 621   | 625   |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

|              | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>损益表</b>   |         |         |         |         |         |
| 营业总收入        | 38,419  | 44,295  | 50,467  | 58,904  | 65,961  |
| (+/-%)       | -2%     | 15%     | 14%     | 17%     | 12%     |
| 营业总成本        | -38,274 | -43,756 | -49,127 | -57,227 | -64,011 |
| 营业成本         | -32,375 | -37,551 | -42,128 | -48,827 | -54,557 |
| 销售费用         | -3,632  | -3,890  | -4,607  | -5,388  | -5,990  |
| 管理费用         | -1,807  | -1,977  | -1,846  | -2,115  | -2,408  |
| 财务费用         | -264    | -121    | -251    | -532    | -721    |
| 其他经营收益       | 351     | 52      | 30      | 30      | 30      |
| 营业利润         | 497     | 591     | 1,370   | 1,708   | 1,980   |
| 少数股东损益       | 61      | -233    | -428    | -611    | -804    |
| 净利润          | 501     | 470     | 562     | 621     | 625     |
| (+/-%)       | 27%     | -6%     | 19%     | 11%     | 1%      |
| <b>现金流量表</b> |         |         |         |         |         |
| 经营活动现金流      | 504     | 738     | 1,436   | 1,920   | 2,750   |
| 投资活动现金流      | -878    | 1,569   | -10,008 | -10,008 | -5,008  |
| 融资活动现金流      | 411     | 3,188   | 8,749   | 4,468   | 1,279   |
| 货币资金增加额      | 37      | 5,494   | 177     | -3,619  | -979    |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         |
| 总资产          | 23,193  | 30,234  | 41,579  | 49,859  | 55,235  |
| 流动资产         | 18,254  | 24,602  | 26,553  | 25,481  | 26,687  |
| 货币资金         | 6,697   | 9,642   | 9,819   | 6,200   | 5,221   |
| 应收帐款         | 4,965   | 5,741   | 6,500   | 7,576   | 8,499   |
| 存货           | 4,554   | 6,636   | 7,324   | 8,329   | 9,188   |
| 非流动资产        | 4,939   | 5,633   | 15,026  | 24,378  | 28,548  |
| 长期股权投资       | 528     | 867     | 829     | 791     | 753     |
| 固定资产         | 2,730   | 3,069   | 8,995   | 17,070  | 22,682  |
| 总负债          | 16,981  | 21,806  | 27,161  | 34,209  | 38,155  |
| 流动负债         | 16,666  | 19,419  | 20,774  | 22,822  | 24,768  |
| 短期借款         | 6,712   | 5,014   | 5,014   | 5,014   | 5,014   |
| 应付款项         | 6,245   | 8,141   | 8,787   | 9,917   | 11,081  |
| 预收帐款         | 555     | 758     | 863     | 1,008   | 1,129   |
| 长期负债         | 315     | 2,387   | 6,387   | 11,387  | 13,387  |
| 股东权益         | 6,211   | 8,428   | 14,418  | 15,650  | 17,080  |
| 实收股本         | 2,586   | 2,937   | 4,326   | 4,326   | 4,326   |
| 少数股东权益       | 2,228   | 3,136   | 3,563   | 4,175   | 4,979   |
| <b>财务指标</b>  |         |         |         |         |         |
| 流动比率         | 1.1     | 1.3     | 1.3     | 1.1     | 1.1     |
| 速动比率         | 0.8     | 0.9     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| 存货周转天数       | 51      | 65      | 63      | 62      | 61      |
| 应收款项周转天数     | 62      | 63      | 63      | 63      | 63      |
| 应付款项周转天数     | 76      | 85      | 82      | 80      | 80      |
| 营业周期         | 38      | 42      | 44      | 45      | 44      |
| 毛利率          | 15.7%   | 15.2%   | 16.5%   | 17.1%   | 17.3%   |
| 营业利润率        | 1.3%    | 1.3%    | 2.7%    | 2.9%    | 3.0%    |
| 净利润率         | 1.3%    | 1.1%    | 1.1%    | 1.1%    | 0.9%    |
| 总资产报酬率       | 2.2%    | 1.6%    | 1.4%    | 1.2%    | 1.1%    |
| 净资产收益率       | 12.6%   | 8.9%    | 5.2%    | 5.4%    | 5.2%    |
| 投入资本回报率      | 7.7%    | 4.3%    | 2.7%    | 2.3%    | 2.1%    |
| 资产负债率        | 73.2%   | 72.1%   | 65.3%   | 68.6%   | 69.1%   |
| 全面摊薄每股收益     | 0.12    | 0.11    | 0.13    | 0.14    | 0.14    |
| 全面摊薄每股净资产    | 2.11    | 2.87    | 4.91    | 5.33    | 5.82    |
| 摊薄每股经营现金流    | -0.11   | 0.19    | 0.25    | 0.33    | 0.44    |
| 市盈率          | 46.5    | 49.6    | 41.5    | 37.5    | 37.3    |
| 市净率          | 2.5     | 1.9     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| 股价/经营现金      | -49.2   | 27.6    | 21.5    | 16.2    | 12.1    |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

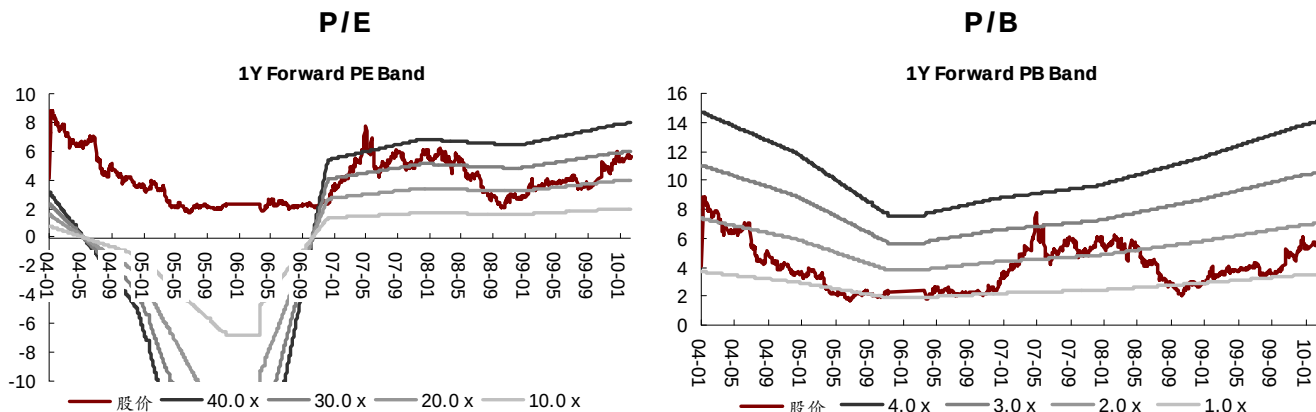


图表 5：可比公司估值

| 子行业分类 | 代码        | 公司                  | 股价     | 总市值<br>(百万元) | 净利润(百万元)  |         |            |        |            |        | 每股收益      |           |           | 市盈率   |       |       | 09年底-11年底<br>净利润CAGR | PEG   |      |
|-------|-----------|---------------------|--------|--------------|-----------|---------|------------|--------|------------|--------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|----------------------|-------|------|
|       |           |                     |        |              | 2009E     | YoY     | 2010E      | YoY    | 2011E      | YoY    | 2009E     | 2010E     | 2011E     | 2009E | 2010E | 2011E |                      |       |      |
| 家电    |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           |       |       |       |                      |       |      |
| A股    | 白电        | 000527.CH           | 美的电器   | 20.49        | 42,623    | 1,794   | 73.7%      | 2,073  | 15.5%      | 2,429  | 17.2%     | 0.86      | 1.00      | 1.17  | 23.8  | 20.6  | 17.5                 | 16.4% | 1.26 |
|       |           | 000651.CH           | 格力电器   | 25.92        | 48,693    | 2,626   | 33.5%      | 3,152  | 20.0%      | 3,453  | 9.5%      | 1.40      | 1.68      | 1.84  | 18.5  | 15.4  | 14.1                 | 14.7% | 1.05 |
|       |           | 600690.CH           | 青岛海尔   | 21.03        | 28,149    | 1,124   | 46.4%      | 1,500  | 33.4%      | 1,819  | 21.3%     | 0.84      | 1.12      | 1.36  | 25.0  | 18.8  | 15.5                 | 27.2% | 0.69 |
|       |           | 600983.CH           | 合肥三洋   | 27.35        | 9,108     | 215     | 87.4%      | 288    | 33.9%      | 366    | 26.9%     | 0.65      | 0.87      | 1.10  | 42.3  | 31.6  | 24.9                 | 30.4% | 1.04 |
|       |           | 000418.CH           | 小天鹅A   | 16.27        | 7,145     | 323     | 45.5%      | 383    | 18.5%      | n.a.   | n.a.      | 0.91      | 1.07      | n.a.  | 17.9  | 15.1  | n.a.                 | n.a.  | n.a. |
|       |           | 000521.CH           | 美的电器   | 11.7         | 4,133     | 170     | 562.0%     | 221    | 29.8%      | 219    | -0.8%     | 0.57      | 0.73      | 0.73  | 20.7  | 15.9  | 16.1                 | 13.5% | 1.18 |
|       |           | 600336.CH           | 澳柯玛    | 7.84         | 2,674     | 32      | 144.7%     | 62     | 95.8%      | 74     | 17.7%     | 0.09      | 0.18      | 0.22  | 83.8  | 42.8  | 36.4                 | 51.8% | 0.83 |
|       |           | 000921.CH           | ST科龙   | 7.9          | 5,496     | 117     | 195.7%     | 149    | 27.3%      | 159    | 6.7%      | 0.22      | 0.28      | 0.30  | 35.9  | 28.2  | 26.5                 | 16.5% | 1.71 |
| A股平均  |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 33.5  | 23.6  | 21.6  |                      |       |      |
| 黑电    | 000100.CH | TCL集团               | 5.39   | 15,830       | 470       | -6.1%   | 562        | 19.4%  | 621        | 10.6%  | 0.11      | 0.13      | 0.14      | 49.6  | 41.5  | 37.5  | 14.9%                | 2.78  |      |
|       | 600839.CH | 四川长虹                | 6.71   | 12,737       | 129       | 314.6%  | 206        | 59.3%  | 278        | 35.0%  | 0.07      | 0.11      | 0.15      | 98.7  | 61.9  | 45.9  | 46.7%                | 1.33  |      |
|       | 000016.CH | 深康佳                 | 7.61   | 7,413        | 186       | -25.9%  | 315        | 69.3%  | 375        | 19.2%  | 0.15      | 0.26      | 0.31      | 49.3  | 29.1  | 24.4  | 42.0%                | 0.69  |      |
|       | 600060.CH | 海信电器                | 26.39  | 15,247       | 464       | 106.2%  | 604        | 30.2%  | 744        | 23.2%  | 0.80      | 1.05      | 1.29      | 32.8  | 25.2  | 20.5  | 26.6%                | 0.95  |      |
| A股平均  |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 57.6  | 39.4  | 32.1  |                      |       |      |
| 小家电   | 002242.CH | 九阳股份                | 25.93  | 13,154       | 678       | 26.0%   | 825        | 21.7%  | 954        | 15.6%  | 1.34      | 1.63      | 1.88      | 19.4  | 15.9  | 13.8  | 18.6%                | 0.86  |      |
|       | 002032.CH | 苏泊尔                 | 19.28  | 8,561        | 309       | 30.4%   | 395        | 27.8%  | 484        | 22.5%  | 0.70      | 0.89      | 1.09      | 27.7  | 21.7  | 17.7  | 25.2%                | 0.86  |      |
|       | 002035.CH | 华帝股份                | 12.2   | 2,096        | 54        | 579.5%  | 76         | 40.8%  | 102        | 35.5%  | 0.31      | 0.44      | 0.60      | 39.0  | 27.7  | 20.4  | 38.1%                | 0.73  |      |
|       | 000533.CH | 万家乐                 | 11.58  | 6,666        | 99        | -48.9%  | 134        | 35.9%  | 407        | 203.1% | 0.17      | 0.23      | 0.71      | 67.4  | 49.6  | 16.4  | 102.9%               | 0.48  |      |
| A股平均  |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 47.5  | 28.8  | 15.7  |                      |       |      |
| H股    | 白电        | 1169.HK             | 海尔电器   | 4.85         | 9,829     | 426     | 162.5%     | 709    | 66.7%      | 1,013  | 42.9%     | 0.21      | 0.35      | 0.50  | 23.1  | 13.9  | 9.7                  | 54.3% | 0.26 |
|       |           | 0921.HK             | 海信科龙   | 3.19         | 6,247     | 101     | 143.6%     | 127    | 25.0%      | n.a.   | n.a.      | 0.22      | 0.28      | n.a.  | 14.5  | 11.6  | n.a.                 | n.a.  | n.a. |
|       |           | 0449.HK             | 志高控股   | 6.01         | 3,070     | 230     | 142.1%     | 258    | 12.2%      | 286    | 10.9%     | 0.52      | 0.59      | 0.65  | 11.5  | 10.3  | 9.3                  | 11.5% | 0.89 |
|       |           | H股平均                |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           |       | 16.4  | 11.9  | 9.5                  |       |      |
| 黑电    | 0751.HK   | 创维                  | 8.82   | 22,264       | 1,119     | 143.3%  | 1,460      | 30.5%  | 1,769      | 21.2%  | 0.47      | 0.61      | 0.74      | 18.8  | 14.4  | 11.9  | 25.7%                | 0.56  |      |
|       | 1070.HK   | TCL多媒体              | 8.01   | 8,113        | 397       | 248.0%  | 637        | 60.8%  | 925        | 45.1%  | 0.39      | 0.63      | 0.91      | 20.5  | 12.7  | 8.8   | 52.7%                | 0.24  |      |
|       | 2618.HK   | TCL通讯               | 3.02   | 3,242        | 62        | 116.1%  | 193        | 213.5% | 258        | 33.6%  | 0.01      | 0.03      | 0.04      | 325.7 | 103.9 | 77.8  | 104.7%               | 0.99  |      |
| H股平均  |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 121.7 | 43.7  | 32.8  |                      |       |      |
| 美国    | WHR.US    | Whirlpool           | 86.94  | 6,504        | 328       | -21.5%  | 524        | 59.6%  | 543        | 3.7%   | 4.38      | 7.00      | 7.26      | 19.8  | 12.4  | 12.0  | 28.7%                | 0.43  |      |
|       | UTX.US    | United Technology   | 71.79  | 67,296       | 3,829     | -18.3%  | 4,317      | 12.7%  | 4,883      | 13.1%  | 4.08      | 4.60      | 5.21      | 17.6  | 15.6  | 13.8  | 12.9%                | 1.21  |      |
|       | GE.US     | GE                  | 16.51  | 176,159      | 11,025    | -36.7%  | 10,599     | -3.9%  | 12,895     | 21.7%  | 1.03      | 0.99      | 1.21      | 16.0  | 16.6  | 13.7  | 8.1%                 | 2.04  |      |
| 欧洲    |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 17.8  | 14.9  | 13.1  |                      |       |      |
| 欧洲    | ELUXB.SS  | Electrolux          | 161.8  | 50,004       | 2,607     | 612.3%  | 3,989      | 53.0%  | 4,666      | 17.0%  | 8.71      | 13.32     | 15.58     | 18.6  | 12.1  | 10.4  | 33.8%                | 0.36  |      |
|       | ARCLK.TI  | Arcelik             | 5.75   | 3,582        | 485       | 1119.9% | 402        | -17.2% | 415        | 3.4%   | 0.78      | 0.64      | 0.67      | 7.4   | 8.9   | 8.6   | -7.5%                | -1.19 |      |
|       | DLG.IM    | De'Longhi           | 3.055  | 457          | 40        | 31.4%   | 37         | -6.7%  | 49         | 30.1%  | 0.27      | 0.25      | 0.33      | 11.4  | 12.2  | 9.4   | 10.2%                | 1.20  |      |
|       | SK.FP     | SEB                 | 48.06  | 2,401        | 146       | -3.8%   | 190        | 30.5%  | 212        | 11.5%  | 2.92      | 3.81      | 4.25      | 16.5  | 12.6  | 11.3  | 20.6%                | 0.61  |      |
|       | PHIA.NA   | Philips             | 23.92  | 23,250       | 410       | 550.5%  | 1,099      | 168.0% | 1,452      | 32.1%  | 0.42      | 1.13      | 1.49      | 56.7  | 21.2  | 16.0  | 88.2%                | 0.24  |      |
|       | 日本        |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           |       | 22.1  | 13.4  | 11.1                 |       |      |
| 日本    | 6502.JP   | Toshiba             | 440    | 1,864,545    | -45,118   | 86.9%   | 92,491     | 305.0% | 145,500    | 57.3%  | -10.65    | 21.83     | 34.34     | -41.3 | 20.2  | 12.8  | n.a.                 | n.a.  |      |
|       | 6367.JP   | Daikin Industries   | 3645   | 1,068,400    | 17,601    | -19.1%  | 40,722     | 131.4% | 59,500     | 46.1%  | 60.05     | 138.93    | 202.99    | 60.7  | 26.2  | 18.0  | 83.9%                | 6.52  |      |
|       | 6752.JP   | Panasonic           | 1340   | 3,287,092    | -117,347  | 69.0%   | 114,839    | 197.9% | 157,200    | 36.9%  | -47.84    | 46.81     | 64.08     | -28.0 | 28.6  | 20.9  | n.a.                 | n.a.  |      |
|       | 6758.JP   | Sony                | 3440   | 3,455,603    | -40,014   | 59.6%   | 108,088    | 370.1% | 190,272    | 76.0%  | -39.83    | 107.60    | 189.41    | -86.4 | 32.0  | 18.2  | n.a.                 | n.a.  |      |
|       | 6753.JP   | Sharp               | 1073   | 1,191,781    | 7,046     | 105.6%  | 53,969     | 666.0% | 72,000     | 33.4%  | 6.34      | 48.59     | 64.82     | 169.1 | 22.1  | 16.6  | 219.7%               | 0.10  |      |
| 韩国    |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 14.8  | 25.8  | 17.3  |                      |       |      |
| 韩国    | 066570.KS | LG Electronics      | 106500 | 15,404,990   | 2,052,835 | 376.8%  | 2,061,739  | 0.4%   | 2,589,190  | 25.6%  | 14,191.95 | 14,253.51 | 17,899.96 | 7.5   | 7.5   | 5.9   | 12.3%                | 0.61  |      |
|       | 005930.KS | Samsung Electronics | 778000 | 114,598,900  | 9,649,487 | 74.6%   | 12,909,894 | 33.8%  | 13,695,000 | 6.1%   | 65,509.39 | 87,643.96 | 92,973.97 | 11.9  | 8.9   | 8.4   | 19.1%                | 0.46  |      |
| 国际平均  |           |                     |        |              |           |         |            |        |            |        |           |           |           | 9.7   | 8.2   | 7.2   |                      |       |      |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 香港

中国国际金融香港资产管理有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。