



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

**公司动态**  
证券研究报告

2011年3月28日

家电

研究部

**黄文倩**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

**郭海燕**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

审慎推荐

## 九阳股份 (002242.SZ)

短期利润增长承压, 但中长期空间可待

### 主要财务信息

| (百万元)      | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 4,636 | 5,347 | 6,461 | 7,811 | 9,651 |
| (+/-%)     | 7%    | 15%   | 21%   | 21%   | 24%   |
| 营业利润       | 733   | 814   | 996   | 1,222 | 1,556 |
| (+/-%)     | 0%    | 11%   | 22%   | 23%   | 27%   |
| 净利润        | 610   | 591   | 687   | 822   | 1,042 |
| (+/-%)     | 13%   | -3%   | 16%   | 20%   | 27%   |
| 每股收益 (元)   | 0.80  | 0.78  | 0.90  | 1.08  | 1.37  |
| 每股净资产 (元)  | 3.7   | 4.0   | 4.6   | 5.4   | 6.5   |
| 每股经营现金流(元) | 1.0   | 0.7   | 1.1   | 1.2   | 1.7   |
| 市盈率        | 20.4  | 21.1  | 18.1  | 15.2  | 12.0  |
| 市净率        | 4.4   | 4.1   | 3.6   | 3.0   | 2.5   |
| 股价/经营现金    | 15.9  | 22.7  | 14.9  | 13.3  | 9.8   |
| EV/EBITA   | 7.6   | 12.3  | 9.7   | 7.8   | 5.7   |
| 净资产收益率     | 22.8% | 20.3% | 20.9% | 21.7% | 23.2% |
| 投入资本回报率    | 21.6% | 19.5% | 19.6% | 20.0% | 20.9% |
| 股息收益率      | 2.8%  | 3.1%  | 2.5%  | 2.6%  | 2.6%  |

### 股票信息

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| 股票代码             | A股                  |
| 当前股价 (人民币)       | 002242 CH Equity    |
| 日成交量 (百万股)       | 16.38               |
| 52周最高价/最低价 (人民币) | 2.83                |
| 总市值 (百万人民币)      | 19.533/10.92        |
| 发行股数 (百万股)       | 12,464.36           |
| 其中: 流通股 (百万股)    | 761                 |
| 主要股东 (持股比例)      | 191                 |
|                  | 上海利鸿新技术有限公司(49.71%) |

### 最近估值走势

|        | 1周变化 | 1个月变化 | 3个月变化 | 年初至今 |
|--------|------|-------|-------|------|
| 九阳股份   | 1.1  | -2.8  | 4.3   | 8.7  |
| 深证A指   | 1.2  | 2.2   | 1.3   | 1.3  |
| 家电行业指数 | 4.1  | 9.4   | 15.0  | 15.0 |

### 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

### 公司调研更新:

上周五我们参加了公司 2010 年业绩说明会, 公司高层就未来发展策略和业绩展望与投资者作了详尽沟通:

**1、公司持续差异化战略, 首提规模化。**公司提出三年收入翻一番、2013 年收入达 100 亿的目标。豆浆机行业已进入稳定增长期, 料榨、电压力煲和电饭煲是增长点。

**2、确立三个事业部发展方向: 饮食电器、豆业和净水。**目前豆业和净水还在培育阶段。净水业务自收购海狼星以来, 滤芯和设备生产厂筹备顺利。

**3、渠道分销能力强大, 小家电新品快速拓展。**公司切入电饭煲仅 5 个月, 市场份额已达 1.45%, 未来目标为 10%。其他小家电品类去年市场份额也快速提升。

**4、盈利能力还在下降通道, 但仍会高于行业平均水平。**2009-10 年公司净利润从 13.2%下降至 11.1%, 未来由于新品费用投入和产品结构变化, 利润率会有所下降。

### 盈利预测:

我们不改变对公司的盈利预测, 根据我们预测公司 2013 年营业收入接近 100 亿, 但近两年利润率小幅下降, 利润增速低于收入增速。我们预计 2011-13 年公司每股收益为 0.90、1.08 元和 1.37 元。

### 投资建议:

目前股价对应 2011-12 年市盈率为 18 和 15 倍。公司盈利能力还处于下降通道, 但是中长期看, 是投资于小家电行业胜出龙头的良好标的, 维持“审慎推荐”评级。

### 风险:

经济和消费者信心大幅下滑导致小家电消费不达预期; 原材料价格上涨超出预期降。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 总述：

定位：饮食电器第一品牌

培育两大新业务：豆业、净水

增长点：料榨、压力煲、电饭煲

图表 1：新产品一览

| 产品类型 | 产品系列                   |
|------|------------------------|
| 豆浆机  | 植物蛋白系列，隐藏感温器，果酱功能，刀片内移 |
| 榨汁机  | 倍多汁，直流电机，降噪18%         |
| 料理机  | 智能料理机                  |
| 电磁炉  | 双环火                    |
| 开水煲  | 温暖系列                   |
| 电饭煲  | 3维立体火，6步               |
| 电压力煲 | 沸腾系列                   |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

## Q&A

### 技术研发

Q:豆浆机新品储备，电压力煲新品

A:温暖系列-营养王-植物奶牛，有很多新产品储备

Q:新品涨价，转嫁成本上涨压力？

A:公司通过推出新品转嫁

### 业务构成

Q: 商用豆浆机

A:5600 万收入（前年 4100 万），800 万利润。目前仍然采用租赁模式。

Q:豆料业务

A:4200 万（前年 3000 万）

Q:豆浆机竞争情况，未来市场份额预期？

A:2010 年稳定反弹，年初 61%，年末 65%左右；未来仍然是稳中有升。中高端没有太多竞争，去年营养王还使豆浆机均价有所提高；中低端竞争很激烈。

Q:豆浆机行业进入稳定增长期，增长预期？

A:家庭保有率：城镇 50%，农村更低，低于微波炉、电饭煲。行业进入稳定增长期。

### 市场营销

Q:电饭煲

A:今年 2 月市场份额 1.45%，行业第七；未来希望占市场份额 10%。不是简单贴牌，有技术产品创新。

Q:出口业务

A:突破口台湾，未来用台湾模式做香港和东南亚市场。台湾相当于国内两个省的量。

Q:台湾模式具体指什么？

A:和特丽合作，贸易+零售商。

Q:净水器

A:03-04 年就讨论过，市场太混乱。海狼星是创业型企业，5 年，看中技术和品质。有韩国 Picogram 公司销售独家代理权。Picogram 北京合资厂生产滤芯；杭州公司将核心配件自己做。

优势：九阳售后和演示营销能力强

策略：高起点切入，不打价格战

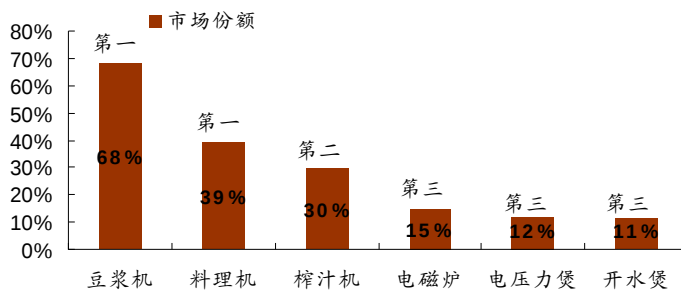
Q:净水器发展模式

A:独家供应滤芯（韩国厂+未来北京厂），独家分销产品，北京滤芯投资几百万美金。

Q:市场份额

A:根据中怡康数据，各产品市场份额如下图：

图表 2：各产品市场份额



资料来源：中怡康，中金公司研究部

### 财务数据

Q:根据中怡康数据，4Q 收入增长率低？

A:零售和经销商的区别

Q:家用豆浆机均价和毛利率？

A:均价 220 多元，下降 3ppt，毛利率有所下滑。

Q:费用率下降原因，还有多大下降空间？

A:主要运营管理效率提高，未来趋势可持续，但竞争因素也有干扰。

Q:2011 年原材料上涨对利润率影响？

A:这是行业普遍情况，九阳主要通过推出新品，稳定毛利率，转嫁原材料上涨压力。

Q:未来定价策略

A:差异化、规模化

Q:电组产品分业务盈利能力

A:没有亏钱的业务，只是利润率偏低。但未来的确应该提高均价和毛利率。

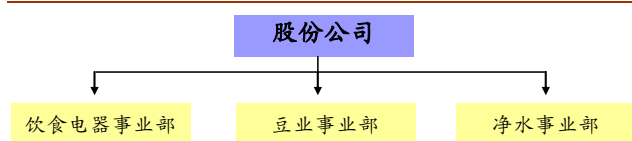
## 发展战略

Q:两个战略核心

A:业务定位：饮食电器，机豆结合的好豆浆；豆浆机不能复制，但发展模式可以复制

发展框架：

图表 3：发展框架结构



资料来源：中怡康，中金公司研究部

品牌形象：坚持健康和创新

技术创新-产品创新-赢得客户、更广的品牌形象

Q:规模化、成本导向是战略重大变化？

A:09 年就发现问题，但 09 年受到渠道双分拖累。2010 年上半年余波未断，2010 年 1Q 电组低点启动。现在成本达到行业的正常水平，不会比行业竞争对手差太多。但还是要靠技术创新、拉高价格指数，战略定位没有变化，只是解决短板问题。我们做不了美的、做不了格兰仕。但还是大众定位，不是只做小众细分市场。

Q:其他产品发展思路

A:1) 坚持健康理念，贡献品牌形象；在此的前提下，2) 并购；3) 自主研发

Q:2011 年经营和营销策略

A:产品：新品推出；

渠道：强化分销，现有 25000 个终端，县乡分销空间很大。电子商务，淘宝 9 亿（不过很多假货，企业出货金额 1 亿多）；

终端：强化体验营销，导购员=健康顾问，不仅局限于推销产品

Q:电子商务模式和出货金额

A:授权 10 家代理商做。出货金额 1 亿多，假货比较多，还在探索。

Q:这两年豆浆机竞争方面的优势和劣势？

A:面对美的的冲击，散打，没有拳击策略。做得好的地方：品牌、技术的积累；做得不足的地方：供应链效率（成本和反应速度）。如果中低端有成本和供应链效率支持，九阳的市场份额会更大。逐步改革为销售订单驱动。

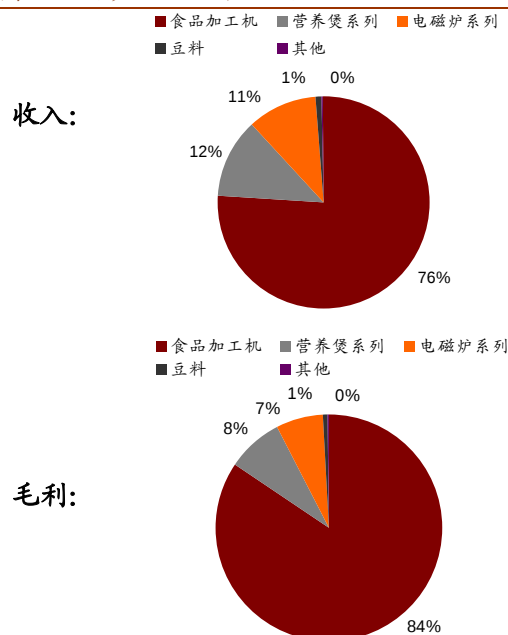
Q:步步高进入和退出，哪些教训？

A:启示是扎实做好渠道、产品、品牌

Q:2014 年公司的可能状态。过去说 2010 年达到 80 亿，实际是 50 多亿。现在展望未来呢？

A:三年再造一个九阳：三年百亿，2013 年超过 100 亿。目前利润率高于同行很多，未来会有所下降，仍高于行业平均盈利水平。

图表 4：分产品收入和毛利



资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 5: 历史及预测财务数据

| (人民币百万元)     | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>损益表</b>   |        |        |        |        |        |
| 营业总收入        | 4,636  | 5,347  | 6,461  | 7,811  | 9,651  |
| (+/-%)       | 7%     | 15%    | 21%    | 21%    | 24%    |
| 营业总成本        | -3,904 | -4,533 | -5,465 | -6,590 | -8,096 |
| 营业成本         | -2,845 | -3,403 | -4,123 | -5,004 | -6,214 |
| 销售费用         | -746   | -791   | -956   | -1,156 | -1,399 |
| 管理费用         | -327   | -367   | -418   | -466   | -527   |
| 财务费用         | 43     | 42     | 43     | 49     | 61     |
| 其他经营收益       | 0      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润         | 733    | 814    | 996    | 1,222  | 1,556  |
| 少数股东损益       | -104   | -85    | -99    | -118   | -149   |
| 净利润          | 610    | 591    | 687    | 822    | 1,042  |
| (+/-%)       | 13%    | -3%    | 16%    | 20%    | 27%    |
| <b>现金流量表</b> |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流      | 783    | 550    | 839    | 939    | 1,270  |
| 投资活动现金流      | -285   | -360   | -234   | -200   | -100   |
| 融资活动现金流      | -306   | -471   | -267   | -279   | -268   |
| 货币资金增加额      | 192    | -282   | 338    | 459    | 902    |
| <b>资产负债表</b> |        |        |        |        |        |
| 总资产          | 4,005  | 4,333  | 5,128  | 6,085  | 7,421  |
| 流动资产         | 3,270  | 3,299  | 3,910  | 4,718  | 6,005  |
| 货币资金         | 2,569  | 2,287  | 2,625  | 3,084  | 3,986  |
| 应收帐款         | 33     | 32     | 38     | 46     | 57     |
| 存货           | 280    | 366    | 506    | 692    | 857    |
| 非流动资产        | 735    | 1,034  | 1,218  | 1,367  | 1,416  |
| 长期股权投资       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产         | 495    | 478    | 446    | 417    | 388    |
| 总负债          | 1,180  | 1,303  | 1,622  | 1,967  | 2,441  |
| 流动负债         | 1,180  | 1,303  | 1,622  | 1,967  | 2,441  |
| 短期借款         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付款项         | 855    | 967    | 1,172  | 1,422  | 1,766  |
| 预收帐款         | 118    | 177    | 214    | 259    | 320    |
| 长期负债         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 股东权益         | 2,825  | 3,029  | 3,506  | 4,118  | 4,980  |
| 实收股本         | 507    | 761    | 761    | 761    | 761    |
| 少数股东权益       | 151    | 119    | 218    | 336    | 486    |
| <b>财务指标</b>  |        |        |        |        |        |
| 流动比率         | 2.8    | 2.5    | 2.4    | 2.4    | 2.5    |
| 速动比率         | 2.5    | 2.2    | 2.1    | 2.0    | 2.1    |
| 存货周转天数       | 36     | 39     | 45     | 51     | 50     |
| 应收款项周转天数     | 28     | 41     | 41     | 41     | 41     |
| 应付款项周转天数     | 119    | 116    | 116    | 116    | 116    |
| 营业周期         | -55    | -36    | -30    | -24    | -25    |
| 毛利率          | 38.6%  | 36.4%  | 36.2%  | 35.9%  | 35.6%  |
| 营业利润率        | 15.8%  | 15.2%  | 15.4%  | 15.6%  | 16.1%  |
| 净利率          | 13.2%  | 11.1%  | 10.6%  | 10.5%  | 10.8%  |
| 总资产报酬率       | 15.2%  | 13.6%  | 13.4%  | 13.5%  | 14.0%  |
| 净资产收益率       | 22.8%  | 20.3%  | 20.9%  | 21.7%  | 23.2%  |
| 投入资本回报率      | 21.6%  | 19.5%  | 19.6%  | 20.0%  | 20.9%  |
| 资产负债率        | 29.5%  | 30.1%  | 31.6%  | 32.3%  | 32.9%  |
| 全面摊薄每股收益     | 0.80   | 0.78   | 0.90   | 1.08   | 1.37   |
| 全面摊薄每股净资产    | 3.71   | 3.98   | 4.61   | 5.41   | 6.54   |
| 摊薄每股经营现金流    | 1.25   | 1.03   | 0.72   | 1.10   | 1.23   |
| 市盈率          | 20.4   | 21.1   | 18.1   | 15.2   | 12.0   |
| 市净率          | 4.4    | 4.1    | 3.6    | 3.0    | 2.5    |
| 股价/经营现金      | 15.9   | 22.7   | 14.9   | 13.3   | 9.8    |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6: 盈利预测基本假设

| (百万人民币)     |        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b> |        | 4323  | 4636  | 5828  | 7060  | 8205  |
|             |        | 123%  | 7%    | 26%   | 21%   | 16%   |
| 食品加工机       | 销售收入   | 3,041 | 3,622 | 4,346 | 5,129 | 5,642 |
|             | (+/-%) | 151%  | 19%   | 20%   | 18%   | 10%   |
| 营养煲系列       | 销售收入   | 287   | 471   | 612   | 826   | 1,074 |
|             | (+/-%) | 113%  | 64%   | 30%   | 35%   | 30%   |
| 电磁炉系列       | 销售收入   | 962   | 494   | 791   | 949   | 1,139 |
|             | (+/-%) | 66%   | -49%  | 60%   | 20%   | 20%   |
| 豆料          | 销售收入   | 13    | 30    | 46    | 69    | 103   |
|             | (+/-%) |       | 142%  | 50%   | 50%   | 50%   |
| 其他小家电       | 销售收入   | 19    | 13    | 26    | 79    | 238   |
|             | (+/-%) | 40%   | -30%  | 100%  | 200%  | 200%  |
| <b>毛利假设</b> |        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 食品加工机       |        | 44%   | 42%   | 41%   | 41%   | 41%   |
| 营养煲系列       |        | 28%   | 27%   | 25%   | 26%   | 27%   |
| 电磁炉系列       |        | 23%   | 22%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 豆料          |        | 41%   | 42%   | 35%   | 35%   | 35%   |
| 其他小家电       |        | 29%   | 30%   | 30%   | 30%   | 30%   |
| 平均          |        | 38%   | 39%   | 37%   | 37%   | 37%   |
| <b>其他假设</b> |        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业费用率       |        | 16%   | 16%   | 16%   | 15%   | 15%   |
| 管理费用率       |        | 6%    | 7%    | 6%    | 6%    | 5%    |
| 财务费用率       |        | -1%   | -1%   | -1%   | -1%   | -1%   |
| 有效税率        |        | 13%   | 9%    | 20%   | 20%   | 20%   |

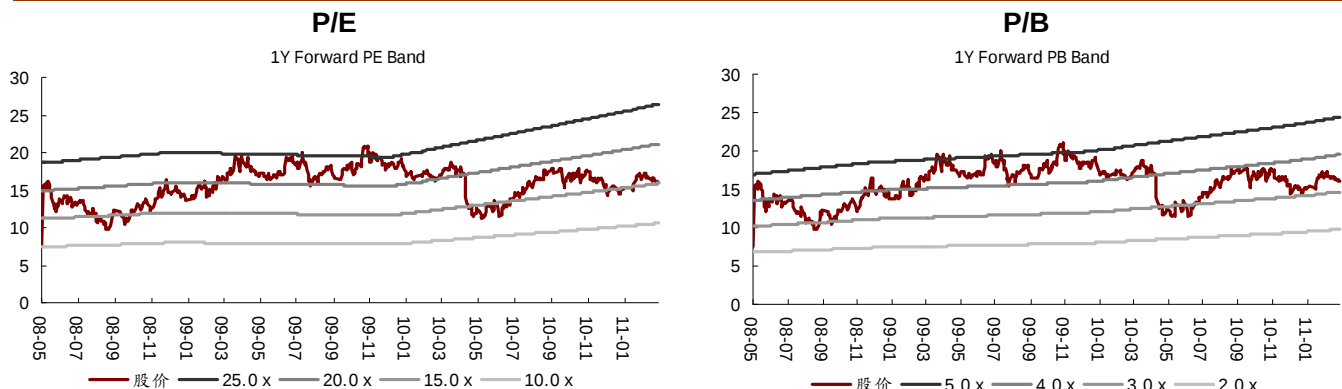
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值表

| 子行业分类 | 代码        | 公司                  | 股价     | 总市值         | 总市值     | 净利润(百万元)   |       |            |       | 每股收益       |      |        | 市盈率    |         |       | 10年底-12年底 | PEG  |       |         |
|-------|-----------|---------------------|--------|-------------|---------|------------|-------|------------|-------|------------|------|--------|--------|---------|-------|-----------|------|-------|---------|
|       |           |                     | 本地货币   | (百万元)       | 百万美元    | 2010E      | YoY   | 2011E      | YoY   | 2012E      | YoY  | 2010E  | 2011E  | 2012E   | 2010E | 2011E     |      | 2012E | 净利润CAGR |
| 家电    |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         |       |           |      |       |         |
| A股 白电 | 000527.CH | 美的电器                | 20.06  | 67,890      | 10,349  | 3,127      | 65%   | 4,156      | 33%   | 5,076      | 22%  | 0.92   | 1.23   | 1.50    | 21.7  | 16.3      | 13.4 | 27.4% | 0.79    |
|       | 000651.CH | 格力电器                | 23.96  | 67,517      | 10,292  | 4,276      | 47%   | 5,294      | 24%   | 6,359      | 20%  | 1.43   | 1.77   | 2.13    | 16.8  | 13.5      | 11.3 | 22.0% | 0.76    |
|       | 600690.CH | 青岛海尔                | 29.87  | 40,025      | 6,101   | 1,965      | 71%   | 2,563      | 30%   | 3,161      | 23%  | 1.47   | 1.91   | 2.36    | 20.4  | 15.6      | 12.6 | 26.8% | 0.76    |
|       | 600983.CH | 合肥三洋                | 15.25  | 8,125       | 1,239   | 302        | 46%   | 384        | 27%   | 536        | 39%  | 0.57   | 0.72   | 1.01    | 26.9  | 21.1      | 15.2 | 33.2% | 0.81    |
|       | 000418.CH | 小天鹅A                | 21.00  | 12,004      | 1,830   | 507        | 128%  | 722        | 42%   | 933        | 29%  | 0.80   | 1.14   | 1.48    | 26.2  | 18.4      | 14.2 | 35.7% | 0.73    |
|       | 000521.CH | 美菱电器                | 12.12  | 5,884       | 897     | 332        | 10%   | 508        | 53%   | 793        | 56%  | 0.67   | 0.88   | 1.04    | 18.1  | 13.8      | 11.7 | 54.5% | 0.33    |
|       | 000521.CH | 美菱电器(经常性)           | 12.12  | 5,884       | 897     | 217        | -26%  | 390        | 80%   | 609        | 56%  | 0.35   | 0.69   | 0.94    | 34.6  | 17.6      | 12.9 | 67.7% | 0.51    |
|       | 000921.CH | ST科龙(经常性)           | 8.39   | 9,255       | 1,411   | 474        | 229%  | 596        | 26%   | 812        | 36%  | 0.35   | 0.44   | 0.60    | 24.0  | 19.1      | 14.0 | 30.9% | 0.78    |
|       | 000921.CH | ST科龙                | 8.39   | 9,255       | 1,411   | 576        | 283%  | 671        | 16%   | 738        | 10%  | 0.43   | 0.50   | 0.54    | 19.7  | 16.9      | 15.4 | 13.2% | 1.50    |
|       | A股平均      |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         |       | 19.2      | 14.8 | 11.9  |         |
| 黑电    | 000100.CH | TCL集团               | 4.47   | 18,944      | 2,888   | 435        | -8%   | 787        | 81%   | 552        | -30% | 0.10   | 0.19   | 0.13    | 43.6  | 24.1      | 34.3 | 12.7% | 3.42    |
|       | 600839.CH | 四川长虹                | 4.13   | 11,759      | 1,793   | 165        | 43%   | 261        | 58%   | 333        | 27%  | 0.06   | 0.09   | 0.12    | 71.1  | 45.0      | 35.4 | 41.8% | 1.70    |
|       | 000016.CH | 深康佳                 | 5.00   | 5,049       | 770     | 108        | -29%  | 163        | 51%   | 263        | 62%  | 0.09   | 0.14   | 0.22    | 55.8  | 37.0      | 22.9 | 56.1% | 0.99    |
|       | 600060.CH | 海信电器                | 13.85  | 12,003      | 1,830   | 756        | 52%   | 945        | 25%   | 1,101      | 17%  | 0.87   | 1.09   | 1.27    | 15.9  | 12.7      | 10.9 | 20.7% | 0.77    |
| A股平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 32.6  | 22.2      | 21.2 |       |         |
| 小家电   | 002242.CH | 九阳股份                | 16.38  | 12,464      | 1,900   | 591        | -3%   | 687        | 16%   | 822        | 20%  | 0.78   | 0.90   | 1.08    | 21.1  | 18.1      | 15.2 | 18.0% | 1.17    |
|       | 002403.CH | 爱仕达                 | 16.65  | 3,996       | 609     | 81         | -3%   | 122        | 50%   | 179        | 47%  | 0.34   | 0.51   | 0.74    | 49.2  | 32.8      | 22.4 | 48.4% | 1.02    |
|       | 002032.CH | 苏泊尔                 | 23.59  | 13,617      | 2,076   | 404        | 30%   | 523        | 30%   | 681        | 30%  | 0.70   | 0.91   | 1.18    | 33.7  | 26.0      | 20.0 | 29.8% | 1.13    |
|       | 002035.CH | 华帝股份                | 14.77  | 3,298       | 503     | 121        | 126%  | 160        | 32%   | 208        | 30%  | 0.54   | 0.72   | 0.93    | 27.2  | 20.6      | 15.9 | 30.8% | 0.88    |
|       | 002035.CH | 华帝股份(经常性)           | 14.77  | 3,298       | 503     | 98         | 97%   | 160        | 63%   | 208        | 30%  | 0.44   | 0.72   | 0.93    | 33.6  | 20.6      | 15.9 | 45.5% | 0.74    |
|       | 002508.CH | 老板电器                | 33.80  | 5,408       | 824     | 125        | 53%   | 152        | 22%   | 188        | 23%  | 0.78   | 0.95   | 1.17    | 43.2  | 35.5      | 28.8 | 22.6% | 1.92    |
|       | 002543.CH | 万和电气                | 33.80  | 5,408       | 824     | 186        | 48%   | 231        | 24%   | 295        | 28%  | 0.93   | 1.15   | 1.48    | 36.4  | 29.3      | 22.9 | 26.0% | 1.40    |
| A股平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 33.7  | 24.1      | 19.6 |       |         |
| H股 白电 | 1169.HK   | 海尔电器                | 8.14   | 18,098      | 2,322   | 850        | 102%  | 1,223      | 44%   | 1,598      | 31%  | 0.40   | 0.57   | 0.74    | 20.6  | 14.3      | 10.9 | 37.1% | 0.55    |
|       | 0921.HK   | 海信科龙                | 4.53   | 11,007      | 1,412   | 670        | 292%  | 818        | 22%   | 899        | 10%  | 0.49   | 0.60   | 0.66    | 9.2   | 7.5       | 6.8  | 15.9% | 0.58    |
|       | 0921.HK   | 海信科龙(经常性)           | 4.53   | 11,007      | 1,412   | 542        | 229%  | 677        | 25%   | 921        | 36%  | 0.40   | 0.50   | 0.68    | 11.3  | 9.1       | 6.7  | 30.4% | 0.37    |
|       | 0449.HK   | 志高控股                | 0.69   | 5,441       | 698     | 310        | -2%   | 511        | 65%   | 598        | 17%  | 0.04   | 0.07   | 0.09    | 15.5  | 9.4       | 8.0  | 38.9% | 0.40    |
| H股平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 14.1  | 10.1      | 8.1  |       |         |
| 黑电    | 0751.HK   | 创维                  | 4.32   | 11,204      | 1,438   | 862        | -31%  | 1,058      | 23%   | 1,162      | 10%  | 0.36   | 0.44   | 0.49    | 12.0  | 9.8       | 8.9  | 16.1% | 0.74    |
|       | 1070.HK   | TCL多媒体              | 2.36   | 2,564       | 329     | -983       | -348% | 371        | 138%  | 564        | 52%  | -0.91  | 0.34   | 0.52    | n.a.  | 6.9       | 4.5  | n.a.  | n.a.    |
|       | 2618.HK   | TCL通讯               | 8.01   | 8,812       | 1,131   | 102        | 343%  | 175        | 72%   | 295        | 68%  | 0.11   | 0.19   | 0.32    | 72.1  | 41.9      | 24.9 | 70.3% | 1.03    |
| H股平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 42.0  | 19.5      | 12.8 |       |         |
| 美国    | WHR.US    | Whirlpool           | 81.60  | 6,205       | 6,205   | 619        | 89%   | 849        | 37%   | 707        | -17% | 8.14   | 11.16  | 9.30    | 10.0  | 7.3       | 8.8  | 6.9%  | 1.45    |
|       | UTX.US    | United Technology   | 83.11  | 76,561      | 76,561  | 4,373      | 14%   | 4,863      | 11%   | 5,466      | 12%  | 4.75   | 5.28   | 5.93    | 17.5  | 15.7      | 14.0 | 11.8% | 1.48    |
|       | GE.US     | GE                  | 19.74  | 209,609     | 209,609 | 11,644     | 6%    | 14,047     | 21%   | 16,943     | 21%  | 1.10   | 1.32   | 1.60    | 18.0  | 14.9      | 12.4 | 20.6% | 0.87    |
| 国际平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 15.2  | 12.7      | 11.7 |       |         |
| 欧洲    | ELUXB.SS  | Electrolux          | 160.80 | 50,287      | 7,900   | 3,997      | 53%   | 4,462      | 12%   | 5,055      | 13%  | 13.32  | 14.87  | 16.84   | 12.1  | 10.8      | 9.5  | 12.5% | 0.97    |
|       | ARCLK.TI  | Arcelik             | 7.42   | 5,014       | 3,225   | 517        | 7%    | 528        | 2%    | 593        | 12%  | 0.77   | 0.78   | 0.88    | 9.7   | 9.5       | 8.5  | 7.1%  | 1.37    |
|       | DLG.IM    | DeLonghi            | 6.75   | 1,009       | 1,425   | 75         | 132%  | 98         | 31%   | 111        | 14%  | 0.50   | 0.66   | 0.74    | 13.5  | 10.3      | 9.1  | 21.9% | 0.62    |
|       | SK.FP     | SEB                 | 68.59  | 3,426       | 4,840   | 220        | 51%   | 265        | 20%   | 290        | 9%   | 4.41   | 5.31   | 5.80    | 15.5  | 12.9      | 11.8 | 14.6% | 1.06    |
|       | PHIA.NA   | Philips             | 22.48  | 22,167      | 31,313  | 1,446      | 253%  | 1,800      | 24%   | 2,004      | 11%  | 1.47   | 1.82   | 2.03    | 15.3  | 12.3      | 11.1 | 17.7% | 0.87    |
| 国际平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 13.2  | 11.2      | 10.0 |       |         |
| 日本    | 6502.JP   | Toshiba             | 399    | 1,690,803   | 20,826  | 94,369     | 578%  | 146,541    | 55%   | 166,762    | 14%  | 22.27  | 34.58  | 39.35   | 17.9  | 11.5      | 10.1 | 32.9% | 0.54    |
|       | 6367.JP   | Daikin Industries   | 2491   | 730,147     | 8,993   | 26,895     | 39%   | 50,924     | 89%   | 65,800     | 29%  | 91.75  | 173.73 | 224.49  | 27.1  | 14.3      | 11.1 | 56.4% | 0.48    |
|       | 6752.JP   | Panasonic           | 995    | 2,440,788   | 30,063  | 102,941    | 199%  | 113,099    | 10%   | 174,200    | 54%  | 41.96  | 46.11  | 71.01   | 23.7  | 21.6      | 14.0 | 30.1% | 0.79    |
|       | 6758.JP   | Sony                | 2634   | 2,646,192   | 32,593  | 86,639     | 312%  | 153,854    | 78%   | 195,949    | 27%  | 86.24  | 153.14 | 195.05  | 30.5  | 17.2      | 13.5 | 50.4% | 0.61    |
|       | 6753.JP   | Sharp               | 762    | 846,353     | 10,425  | 29,987     | 582%  | 24,328     | -19%  | 43,203     | 78%  | 27.00  | 21.90  | 38.90   | 28.2  | 34.8      | 19.6 | 20.0% | 1.41    |
| 国际平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | 25.5  | 19.9      | 13.7 |       |         |
| 韩国    | 066570.KS | LG Electronics      | 106000 | 15,332,670  | 13,795  | -635,874   | -155% | 1,103,538  | -274% | 2,332,689  | 111% | -4,396 | 7,629  | 16,127  | -24.1 | 13.9      | 6.6  | n.a.  | n.a.    |
|       | 005930.KS | Samsung Electronics | 910000 | 134,042,400 | 120,598 | 13,236,460 | 37%   | 14,662,685 | 11%   | 17,527,236 | 20%  | 89,861 | 99,543 | 118,991 | 10.1  | 9.1       | 7.6  | 15.1% | 0.67    |
| 国际平均  |           |                     |        |             |         |            |       |            |       |            |      |        |        |         | -7.0  | 11.5      | 7.1  |       |         |

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 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: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)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

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 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: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 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: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



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