



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

观点聚焦

2009 年 6 月 10 日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

去库存结束，产品结构提升加速

白电行业投资策略

投资建议：

5 月起空调内销量有望首次转正，2 季度毛利率持续同比提升将成为投资契机，我们给予白电行业“向好”评级。基于销量趋势的恢复和下半年毛利率提升的超预期，我们上调了青岛海尔、格力电器和美的电器的盈利预测。同时，依据青岛海尔激励落实后带来的基本面实质性变化和最大的盈利上调幅度，将其评级上调至“推荐”；权衡行业趋势利好、格力电器大非减持压力和美的电器增发的潜在股本稀释，将其评级上调至“审慎推荐”。目前三家公司 09 年的估值均不到 20 倍，相对于大盘估值尚有折价，行业趋势向好有望使板块估值相对大盘估值折价缩小，值得增持。

理由：

1、通过对格力、美的和海尔的全面调研，我们认为行业有下列两方面的积极变化，企业盈利存在上行空间：

1) 5 月份空调内销有望首次出现正增长：空调去库存结束，龙头企业轻装上阵，5 月起内销出货量有望首次出现正增长（数据公布日期为 6 月 18-20 日），且未来几月趋势向好。虽然前期市场已经预期到房地产销售回暖会带动家电销售，但渠道库存仍处于清理阶段，企业出货不能反映出终端需求的回暖，4 月空调内销出货量同比下滑 22%，一定程度上影响了投资信心。调研显示空调去库存 4-5 月全面结束，我们认为 5 月空调出货有望首次出现正增长；即便是在我们情景分析的悲观情况下，5 月份企业出货仍然谨慎，但同比下滑至少能缩减至单位数，6 月起会出现正增长。

2) 毛利率的提升有望超预期：各企业消化库存备战节能市场，下半年在国家节能补贴、以旧换新补贴等政策的支持下，产品结构加速提升；原材料价格温和上涨不超过 08 年高点的情况下，拥有技术和新品开发先发优势的企业今明两年仍有望实现毛利率的提升。从成本和售价来核算，低能效比产品和节能产品毛利率的差距在 5 个百分点以上，节能产品占比每提升 5 个百分点，平均毛利率至少有望提升 0.4 个百分点。

2、就市场所担忧的两个问题，我们认为对行业负面影响有限：1) 目前企业的低能效比家电的生产已逐步减少甚至停止，节能推广过于激进或空调新能效比标准的强制推出短期可能对销量有一定冲击，但不影响需求逐步释放。2) 原材料价格回升，毛利率难以维持 1 季度高点，但在价格升幅不超过 08 年高点的情况下，同比仍有改善，不会抵消产品结构提升带来的毛利率提升。

3、我们观察到青岛海尔除了有行业相关的利好外，还有自身基本面的显著改善，格力和美的作为行业领军公司也会很好的受益。海尔在推行股权激励、明确 A 股为白电整合平台后，承诺逐步解决采购关联交易，费用压缩盈利释放动力充足。此外，海尔冰箱业务占比较大，受益受益于冰箱补贴的业绩弹性最大、对金属价格上涨和空调新能效比标准出台的防御性较高。格力大股东曾公告不低于 23 元减持，成为股价的压力线，回调后压力有所减轻，目前股价距减持价位有 22% 的空间；美的下半年有望增发，正面影响为有充足的释放业绩动力，但也提示每股收益稀释的风险。

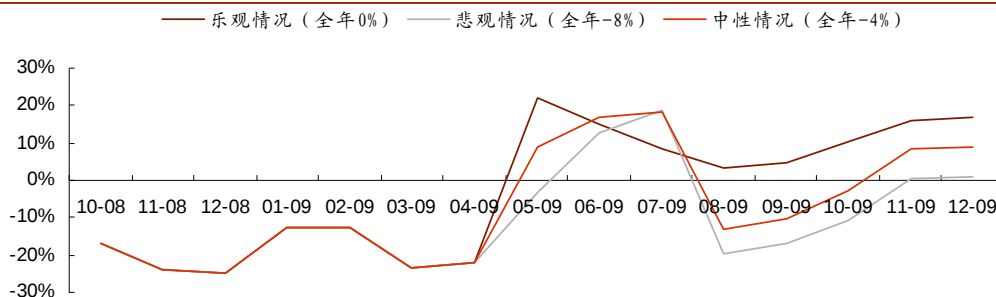
4、2 季度业绩表现均好于一季度，各公司盈利预测均可上调，其中海尔上调幅度最大。1) 海尔 1-2 季度营业收入下滑有望收窄，净利润有望持平，即 2 季度净利润同比增长 17%，我们将其 09-11 年净利润分别上调了 29%、39% 和 45%；2) 格力 1-2 季度利润营业收入下滑收窄，净利润增长持续 1 季度 25% 的水平，09-11 年净利润分别上调 8%、11% 和 11%；3) 美的 09-11 年净利润分别上调 0%、3% 和 4%，1-2 季度净利润降幅收窄至 -20% 左右。

估值： 调整盈利预测后，海尔 09-10 年市盈率为 18x 和 14x，格力 09-10 年的市盈率为 15x 和 13x，美的为 19x 和 16x。均低于 A 股平均水平，且接下来的数据反转将为其股价表现提供新的契机。

风险： 1、节能补贴未能及时到账，影响企业短期业绩表现；（我们的预测相对保守，认为政府补贴完全让渡给消费者，只考虑了产品结构变化对企业毛利率的拉动）；2、住宅商品房价格攀升，导致销量回落。

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。本报告亦由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。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 1：空调内销量预测（4 月后为预测数）



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 2：空调毛利率受益于产品结构提升的测算

		高毛利率的节能产品占比				
		5%	10%	15%	20%	25%
低毛利率产品	18%	18.6%	19.1%	19.5%	19.9%	20.3%
	19%	19.5%	20.0%	20.4%	20.7%	21.0%
	20%	20.4%	20.8%	21.2%	21.5%	21.8%
	21%	21.4%	21.7%	22.0%	22.3%	22.6%
	22%	22.3%	22.6%	22.9%	23.1%	23.3%
平均毛利率提升幅度		0.4%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%

资料来源：中金公司研究部

图表 3：白电公司业绩弹性、风险防御性和估值吸引力比较

	格力电器	美的电器	青岛海尔
业绩弹性（排序）	2	1	1
1、下半年空调行业趋势向好	1	2	3
2、产品结构提升带来毛利率改善	2	1	2
3、受益于家电下乡、以旧换新和节能补贴	3	2	1
4、费用改善和释放业绩动力	2	2	1
风险防御性（排序）	3	2	1
1、空调新能效比标准出台	3	2	1
2、金属价格上涨（空调受影响最大）	2	2	1
估值吸引力（排序）	1	3	2
综合	2	2	1

资料来源：中金公司研究部

目录

空调去库存结束，企业内销出货进入同比正增长.....	4
产品结构变化有望带来毛利率的提升.....	5
两个担忧对行业的负面影响有限.....	6
盈利预测调整和 2 季度预览.....	8
估值讨论和投资建议.....	10
青岛海尔 (600690.CH): 上调至推荐.....	11
格力电器 (000651.CH): 上调至审慎推荐.....	14
美的电器 (000527.CH): 上调至审慎推荐.....	16

图表目录

图表 1: 空调内销量预测 (4 月后为预测数)	2
图表 2: 空调毛利率受益于产品结构提升的测算.....	2
图表 3: 白电公司业绩弹性、风险防御性和估值吸引力比较	2
图表 4: 家电库存分为工业库存和渠道库存	4
图表 5: 空调库存导致生产低于出货、出货低于终端销售.....	4
图表 6: 各类家电补贴政策	5
图表 7: 家电产品结构提升	5
图表 8: 空调和冰箱毛利率变化 v.s. 铜价变化.....	6
图表 9: 08-09 年家电价格同比增速.....	7
图表 10: 家电成本构成和测算	7
图表 11: 白电公司盈利预测调整.....	8
图表 12: 白电公司毛利率假设	9
图表 13: 白电公司 2 季度盈利预览	9
图表 14: 家电板块相对于大盘的估值溢价/折价	10
图表 15: 青岛海尔主要财务指标及近期股价表现.....	11
图表 16: 青岛海尔股权结构示意图	12
图表 17: 青岛海尔关联交易示意图	12
图表 18: 青岛海尔财务预测简表.....	13
图表 19: 格力电器主要财务指标及近期股价表现.....	14
图表 20: 格力电器财务预测简表.....	15
图表 21: 美的电器主要财务指标及近期股价表现.....	16
图表 22: 美的电器财务预测简表.....	17
图表 23: 可比公司估值.....	18
图表 24: 历史 P/E 和 P/B	19

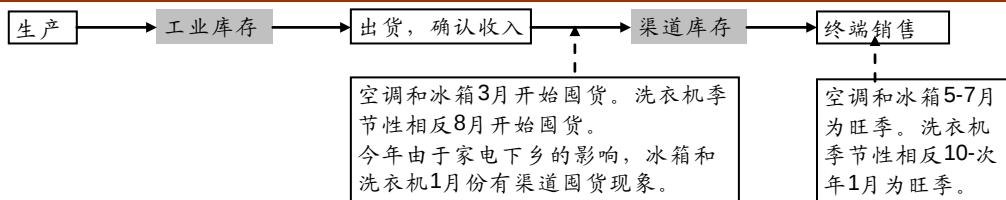
空调去库存结束，企业内销出货进入同比正增长

年初至今，空调行业一直处于去库存过程中，工业库存的压缩导致生产低于出货，去年 4 季度和今年 1 季度企业开工率较低。虽然 4 月底工业库存已经降低至过去几年的低点，但大量的渠道库存导致企业出货恢复慢于终端需求的回升（图 5）。前期调研显示，企业由于销售策略不同，去库存速度有所差异，但截至 5 月底工业加渠道库存已基本恢复正常水平，甚至为轻装上阵推广节能产品，库存低于正常水平。例如，青岛海尔的工业加渠道库存已降至几十万台。

随着去库存的结束，企业的生产和出货有望与终端需求接轨，下半年企业出货受益于房地产销售、天气和各类补贴的拉动将逐步显现，我们预计如果 4 月渠道库存已经清理结束，5 月空调出货有望首次出现正增长，此后几月同比增速有望保持正增长，仅 8-9 月可能由于去年较高基数的原因出现反复；悲观情况下，即使 5 月企业出货仍然谨慎，行业同比下滑幅度至少能缩减至单位数，6 月起也会持续恢复。中性情况下，去年空调内销出货量同比下降 4%，与去年底我们的预测基本吻合；乐观情况下，若受政策拉动更新换代加速，内销量有望与去年持平。（图 1）

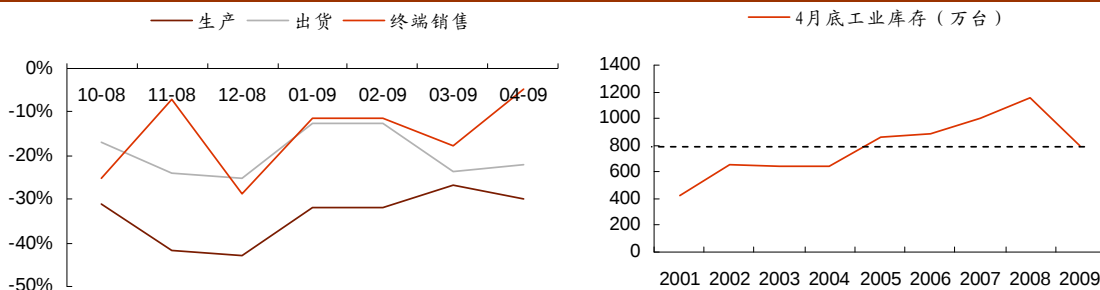
是否存在补库存的需求？我们认为存在这种可能性，但在旺季囤货已过、节能产品补贴尚未落实的情况下，不会出现快速的补库存行为，因此我们对下半年的预测只是基于终端需求的拉动。

图表 4：家电库存分为工业库存和渠道库存



资料来源：中金公司研究部

图表 5：空调库存导致生产低于出货，出货低于终端销售



资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部 注：终端出货量为中怡康数据，只统计家电连锁、百货和超市的销售

产品结构变化有望带来毛利率的提升

家电行业持续受益于国家扩大内需和节能减排政策，已出台的家电补贴政策共三类（图 6）。其中家电下乡和以旧换新补贴直接针对消费者，节能补贴发放给生产企业；家电下乡产品主要为中低端产品，毛利率不高，但以旧换新和节能补贴有望拉动中高端需求，提升产品结构，从而带来企业的平均毛利率提升。

图表 6：各类家电补贴政策

	家电下乡	以旧换新补贴	空调节能补贴	（冰洗节能补贴）
试点范围	全国	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙9省市	全国	待定
补贴产品	各类家电；主要为中低端产品	电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑5类家电	一、二级定速空调，属于中高端产品	待定
补贴幅度	售价的13%	不超过售价10%，分品种确定补贴最高上限；回收运输实行定额补贴	定额补贴，相当于终端售价10%-15%	待定
补贴方式	补贴消费者	补贴消费者	补贴生产企业，生产企业按补贴降价销售	待定
实施时间	2009.2-2012.2	2009下半年-待定	2009.6-节能产品销售达到一定比例，例如30%	待定

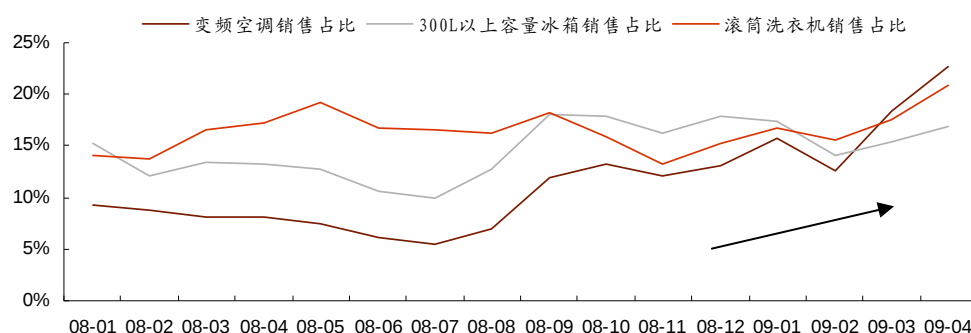
资料来源：产业在线，中金公司研究部

龙头企业拥有技术和新品开发先发优势，受益较大，毛利率提升有望超出预期。09 年冷年以来，美的、海尔和格力积极推动节能产品的普及，空调着重推广变频空调，在政策影响下，下半年一二级定速也将占据一定席位；大容量冰箱占比提升；洗衣机向节能和滚筒发展。

以空调为例，初步估算低能效比产品和节能产品毛利率的差距在 5 个百分点以上，节能产品占比每提升 5 个百分点，平均毛利率有望提升约 0.4 个百分点（图 2）。一二级定速与四五级定速相比，成本差异主要在于 1) 压缩机；2) 蒸发器和冷凝器增加铜和铝用量。所用压缩机差价不超过 100 元，蒸发器和冷凝器用料增加不超过 200 元，而每级能效比的空调价格差异在 400-500 元左右，高能效比空调毛利率较低能效比空调高出至少 5 个百分点；变频空调的生产成本与二级定速空调相似，毛利率相当。我们做的敏感性测算显示，高毛利率节能产品占比每提升 5 个百分点，平均毛利率有望提升约 0.4 个百分点。

此外，冰洗也能够受益节能补贴，其节能产品占比较空调更高，值得期待。

图表 7：家电产品结构提升



资料来源：中怡康，中金公司研究部

注：中怡康数据只统计家电连锁、百货和超市的销售，只能代表一、二级市场销售情况。

两个担忧对行业的负面影响有限

目前企业的低能效比家电的生产已逐步减少甚至停止，节能推广过于激进或空调新能效比标准的强制推出可能导致中低端供货和需求断档吗？

1、如果没有新能效比标准，供货方面，白电节能产品和非节能产品可共线生产，主要的差异在于设计、零部件和原材料的采购，调整速度较快，不会出现某类产品的供货和需求的脱节。需求方面，节能产品在享受节能补贴后仍然与低端产品有 500 元的差价，低端产品仍然有一定吸引力，但中端市场会受到高端节能产品补贴降价的较大冲击。

2、空调新能效比标准的强制推出会限制企业供货方面的调整，如果明年市场缺少四五级能效比的空调满足低端市场需求，短期可能对销量有一定冲击，但不影响需求逐步释放。

1) 一二级能效比空调在享受节能补贴后价格可下降至 2500 元左右，与最低端空调的价差仍接近 1000 元，如果四五级供应不足，短期会影响低端产品销量；

2) 但待淘汰四五级空调销售占比已逐步缩小。08 年 4-5 级定速空调销售占比在 80% 以上，今年年初至今在龙头企业的大力推广下节能空调占比已大幅提升，4 月城镇变频空调销售占比已接近 25%，加上一二级定速空调，估计四五级空调销售占比已低于 60%，下半年节能补贴的推动下，这一比例有望继续缩小。

3) 回顾 05-07 年空调价格从价后的需求变化，05 年是多年以来空调首次涨价，需求在短期受到负面影响，但需求量还是稳步上升；其次，

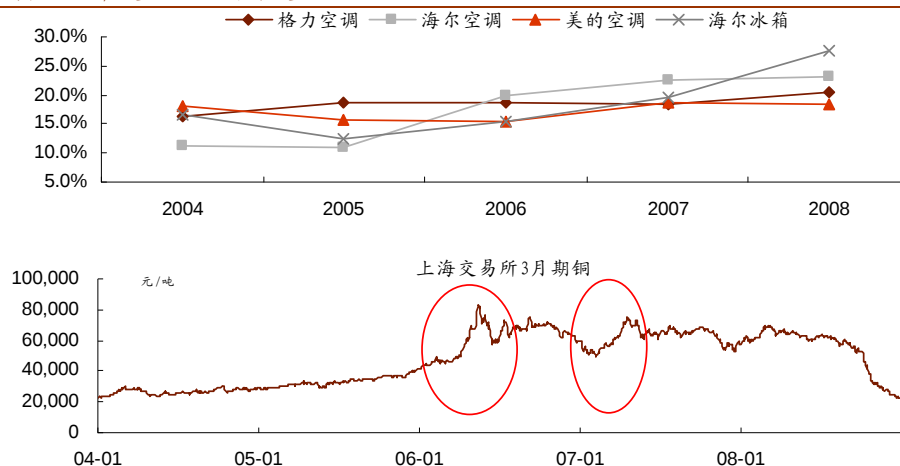
原材料价格回升，是否会挤压正常的产品毛利率、抵消产品结构提升带来的毛利率提升？

从去年至今年 1 季度，经历原材料价格攀升和急剧下跌，白电企业的控价能力突出，降价低于成本的下跌，毛利率稳定或略有提升。随着原材料价格见底回升，我们认为毛利率难以维持 1 季度高点，但在价格温和上涨不超过 08 年高点的情况下，白电毛利率同比去年仍有一定改善，不会抵消产品结构提升带来的毛利率提升。根据我们的测算，全年空调均价下跌幅度不超过 15% 的情况下，毛利率不会受损，下半年随着空调库存压力减小、需求恢复同比增长，竞价压力相应减小；即使考虑大宗商品价格大幅回升（铜价至 4600 元/吨，铜价至 45000 元/吨，铝价至 15000 元/吨），空调仍有 7% 的同比降价空间。（详细成本测算见图 10，大宗商品价格预测来自中金公司钢铁、有色等研究组。）

此外，回顾 06 年铜价大幅上涨期间，企业的毛利率仍然稳定，反映出在较为健康的行业竞争格局下，企业对毛利率的控制得力，这也是 05 年以来白电公司获得市场普遍关注的原因之一。（图 8）

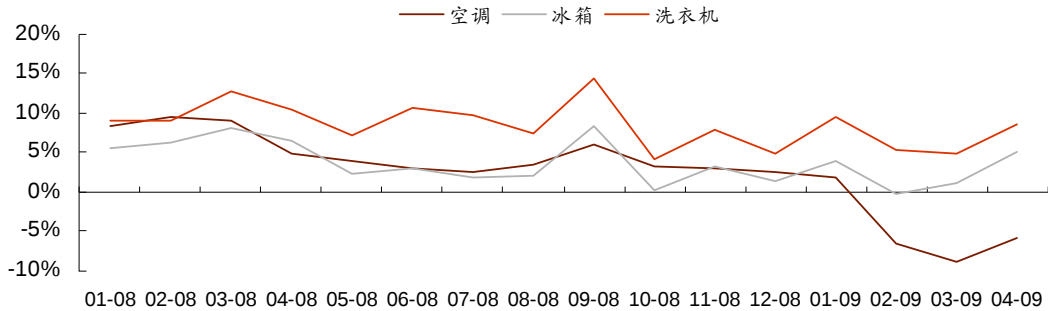
冰箱和洗衣机毛利率也有望显著提升。由于没有库存压力，产品结构的主动提升导致均价下降很小，一二级市场冰洗销售均价还同比略有提升（图 9）。据测算，即使在原材料价格反弹的情况下，09 年冰箱和洗衣机的成本应分别下降 12% 和 8%，毛利率有望大幅提升。

图表 8：空调和冰箱毛利率变化 V.S. 铜价变化



资料来源：中金公司研究部

图表 9: 08-09 年家电价格同比增速



资料来源：中金公司研究部

图表 10: 家电成本构成和测算

家用空调成本构成 (1P为例)		成本上涨幅度			
		1Q09 Low	1Q09 High	2009E	2010E
原材料和部件	90%	-23.6%	-7.4%	-14.9%	4.8%
压缩机	33%	-10%	-5%	-10%	6%
电机	8%	-20%	-10%	-20%	8%
铜 (不含压缩机/电机)	15%	-50%	-10%	-20%	5%
铜 (不含压缩机/电机)	12%	-60%	-18%	-36%	10%
铝	7%	-45%	-13%	-26%	5%
塑料 (pp/abs)	10%	-8%	-4%	-8%	0%
其他	5%	0%	0%	0%	0%
制造成本	10%	0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
人工	5%	0%	0%	5%	10%
折旧	5%	5%	0%	0%	0%
总计	100%	-23%	-7%	-15%	5%

冰箱成本构成 (200L为例)		成本上涨幅度			
		1Q09 Low	1Q09 Low	2009E	2010E
原材料和部件	90%	-21.4%	-6.1%	-11.8%	3.0%
活塞式压缩机	30%	-10%	-5%	-9%	2%
铜 (不含压缩机)	18%	-50%	-10%	-20%	5%
铜 (不含压缩机)	9%	-60%	-18%	-36%	10%
铝	9%	-45%	-13%	-26%	5%
发泡料、填充物	18%	0%	0%	0%	0%
其他	6%	0%	0%	0%	0%
制造成本	10%	0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
人工	5%	0%	0%	5%	10%
折旧	5%	5%	0%	0%	0%
总计	100%	-21%	-6%	-12%	3%

洗衣机成本构成 (波轮为例)		成本上涨幅度			
		1Q09 Low	1Q09 Low	2009E	2010E
原材料和部件	90%	-13.1%	-4.4%	-8.6%	1.9%
电机	12%	-20%	-10%	-20%	8%
电路板	13%	0%	0%	0%	0%
结构件 (离合器等)	15%	-15%	-5%	-10%	3%
铜 (不包含上述部件)	12%	-50%	-10%	-20%	5%
塑料件 (pp/abs)	30%	-8%	-4%	-8%	0%
其他	8%	0%	0%	0%	0%
制造成本	10%	0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
人工	5%	0%	0%	5%	10%
折旧	5%	5%	0%	0%	0%
总计	100%	-13%	-4%	-8%	2%

资料来源：中金公司研究部

盈利预测调整和 2 季度预览

我们判断 09 年白电行业：

- 1、内销：空调内销量负增长 4%（中性情况），和我们前期预测基本吻合。维持对冰洗内销量小幅正增长的预测；
- 2、出口：全年出口负增长已成定局，但下半年由于去年底基数，下降幅度有望收窄；
- 3、价格和毛利率：同型号产品价格同比下滑，符合前期预测。由于企业控价能力较强，价格下降并未超过成本的下跌。下半年由于原材料成本有所反弹，毛利率恐难以维持在 09 年 1 季度的高位，但同比 08 年仍有一定提升。且在以旧换新和节能补贴政策支持下，今明两年拥有技术和新品开发先发优势的龙头企业毛利率有望持续提升；

基于上述判断，我们维持对各公司营业收入的预测，上调毛利率。我们预计：

- 1、青岛海尔 09-11 年每股收益分别为 0.72、0.87、1.02 元，分别上调 29%、39%和 45 %；除毛利率上调外，公司还有自身费用的降低，包括广告费、信息化费用、采购关联交易比例和平台费用降低。1-2 季度营业收入下滑有望收窄，净利润有望持平，即 2 季度净利润同比增长 17%；
- 2、格力电器 09-11 年每股收益分别为 1.27、1.46、1.61 元，分别上调 8%、11%和 11%；公司 1-2 季度利润营业收入下滑收窄，净利润增长持续 1 季度 25%的水平。
- 3、美的电器 09-11 年每股收益分别为 0.68、0.82、0.94 元，分别上调 0%、3%和 4%，上调幅度较小主要是考虑到公司增发具有一定不确定性；公司 2 季度营业收入表现有望最佳，净利润下滑幅度大幅收窄至-20%以内。

需要提示的是，我们对企业毛利率提升的假设较为保守：

一方面，我们假设政府补贴完全让渡给消费者，只考虑了产品结构变化对企业毛利率的拉动；

另一方面，原材料成本下跌带来的空调毛利率提升我们假设为零，主要考虑到三种产品中空调价格相对去年有一定下降，且金属价格持续上涨，空调成本对金属价格的上涨最为敏感。

图表 11：白电公司盈利预测调整

公司	代码	销售收入(百万元)				净利润(百万元)											
		调整后				调整后				调整前				变化幅度			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
格力电器	000651	42,032	41,886	45,794	51,294	1,967	2,380	2,742	3,033	1,967	2,228	2,472	2,739	7%	11%	11%	
	YoY	11%	0%	9%	12%	55%	21%	15%	11%	55%	13%	11%	11%				
	EPS					1.05	1.27	1.46	1.61	1.05	1.19	1.32	1.46	7%	11%	11%	
美的电器	000527	45,313	43,400	46,569	51,819	1,033	1,294	1,552	1,782	1,033	1,295	1,504	1,726	0%	3%	3%	
	YoY	29%	-4%	7%	11%	-15%	25%	20%	15%	-15%	25%	16%	15%				
	EPS					0.55	0.68	0.82	0.94	0.55	0.68	0.80	0.91	0%	3%	3%	
青岛海尔	600690	30,408	28,886	30,749	32,867	768	958	1,165	1,361	768	741	841	932	29%	39%	46%	
	YoY	3%	-5%	6%	7%	19%	25%	22%	17%	19%	-3%	13%	11%				
	EPS					0.57	0.72	0.87	1.02	0.57	0.55	0.63	0.70	29%	39%	46%	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 12: 白电公司毛利率假设

		2008	2009E	2010E	2011E
格力电器	空调	20.43%	20.94%	21.27%	21.30%
	压缩机	23.59%	23.59%	23.59%	23.59%
	漆包线	4.98%	4.98%	4.98%	4.48%
	电容	14.08%	14.08%	14.08%	14.08%
	小家电	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%
美的电器	空调	19.34%	19.84%	20.04%	20.04%
	冰箱	21.17%	22.17%	22.37%	22.37%
	洗衣机	21.29%	21.79%	21.99%	21.99%
	压缩机	25.03%	25.03%	25.03%	25.03%
青岛海尔	空调	23.18%	24.30%	24.72%	24.72%
	电冰箱	27.51%	28.43%	28.85%	28.85%
	冰柜	20.44%	21.06%	21.48%	21.48%
	小家电	26.08%	26.20%	26.62%	26.62%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 13: 白电公司 2 季度盈利预览

公司	代码	销售收入 (百万元)							净利润 (百万元)							2009年2季度业绩评价
		2Q08	2Q09	1H08	1H09	2008	2009E	1H/全年	2Q08	2Q09	1H08	1H09	2008	2009E	1H/全年	
格力电器	000651	14,179	13,175	24,952	22,207	42,032	41,886	53%	561	702	1,004	1,257	1,967	2,380	53%	4-5月去库存进入尾声, 生产和出货恢复迅速; 毛利率略低于1季度高点, 但同比仍有显著提升; 费用率稳定; 净利润维持1季度增长态势。
YoY		9%	-7%	24%	-11%	11%	0%		74%	25%	105%	25%	55%	21%		
美的电器	000527	14,974	14,256	27,480	23,080	45,313	43,400	53%	661	607	991	795	1,033	1,294	61%	最早完成去库存, 2季度出货表现良好; 变频销售占比增加, 产品结构提升明显, 毛利率有望维持1季度水平; 随着销售的恢复, 销售费用率和管理费用率环比略有下降; 净利润同比降幅大幅收窄。
YoY		24%	-5%	44%	-16%	29%	-4%		27%	-8%	39%	-20%	-15%	25%		
青岛海尔	600690	10,666	9,732	18,902	16,533	30,408	28,886	57%	376	441	549	545	768	958	57%	4-5月去库存进入尾声, 轻装上阵备战节能产品推广; 毛利率略低于1季度高点, 但同比仍有显著提升; 销售费用率和管理费用率环比均显著下降, 主要来自于信息化改造费用和广告费的减少; 净利润同比降幅大幅收窄。
YoY		0%	-9%	10%	-13%	3%	-5%		54%	17%	46%	-1%	3%	3%		

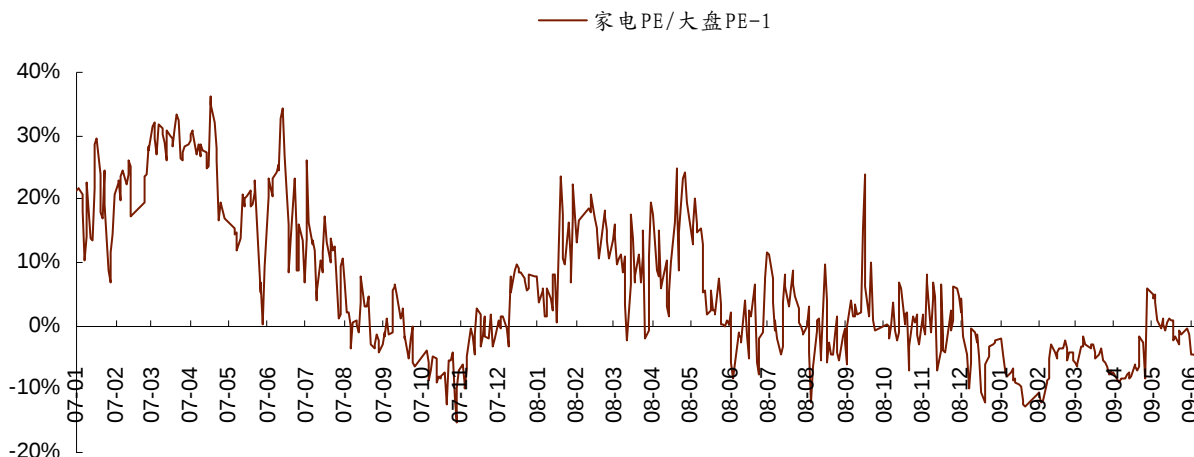
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

估值讨论和投资建议

估值相对大盘尚有一定折价

调整盈利预测后，青岛海尔为 18x 和 14x，格力电器 09-10 年的市盈率为 15x 和 13x，美的电器为 19x 和 16x。目前整个板块相对于大盘的估值尚有折价，行业趋势向好有望使板块估值相对大盘的估值折价缩小。

图表 14：家电板块相对于大盘的估值溢价/折价



资料来源：中金公司研究部

投资建议

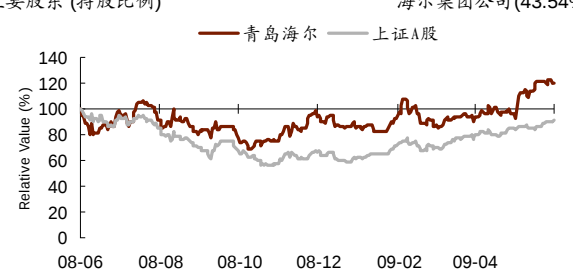
基于上述分析，5月起空调内销量有望首次转正，2季度毛利率持续同比提升，我们将白电行业的评级由“中性”上调为“向好”。基于行业趋势的恢复和下半年毛利率提升的超预期，我们上调了青岛海尔、格力电器和美的电器的盈利预测。同时，依据青岛海尔激励落实后带来的基本面实质性变化和最大的盈利上调幅度，将其评级上调至“推荐”；权衡行业趋势利好和格力电器大非减持压力、美的电器增发的潜在股本稀释，将其评级上调至“审慎推荐”。青岛海尔受益于冰箱补贴的业绩弹性最大、对金属价格上涨和空调新能效比标准出台的防御性相对较高，因此是我们的首选。（公司比较见图3）

调整盈利预测后，青岛海尔为 18x 和 14x，格力电器 09-10 年的市盈率为 15x 和 13x，美的电器为 19x 和 16x。目前整个板块相对于大盘的估值尚有折价，行业趋势向好有望使板块估值相对大盘的估值折价缩小，投资者可适当增持。

青岛海尔 (600690.CH): 上调至推荐

旗舰领航，降费增效

图表 15: 青岛海尔主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	A股	
营业总收入	29,469	30,408	28,886	30,749	32,867	股票代码	600690 CH
(+/-%)	27%	3%	-5%	6%	7%	当前股价	人民币12.54
营业利润	899	1,167	1,498	1,821	2,326	日成交量(百万股)	11.07
(+/-%)	8%	30%	28%	22%	28%	52周最高价/最低价	人民币13.25/6.9
净利润	644	768	958	1,165	1,361	发行股数(百万股)	1,339
(+/-%)	16%	19%	25%	22%	17%	总市值(百万元)	16,785
每股收益(元)	0.48	0.57	0.72	0.87	1.02	流通股(百万股)	756
每股净资产(元)	5.3	5.8	6.7	7.8	9.1	主要股东(持股比例)	海尔集团公司(43.54%)
每股经营现金流(元)	1.0	1.0	1.5	1.5	1.7		
市盈率	26	22	18	14	12		
市净率	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4		
股价/经营现金	13.1	12.7	8.4	8.6	7.4		
EV/EBITA	12.3	9.8	7.5	5.8	4.2		
净资产收益率	10.2%	11.3%	12.4%	13.1%	13.3%		
投入资本回报率	9.0%	9.9%	10.6%	11.1%	11.1%		
股息收益率	1.6%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%		

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- 1、在 A 股推出股权激励后，又公告大股东一致行动人增持，彰显了公司的变革信心，明确了两个变革方向：1) 将 A 股定位为白电旗舰，是白电资产乃至集团大电器的整合平台；2) 逐步解决采购关联交易，增强业绩的透明度，降低关联交易平台费。
- 2、今明两年股权激励的业绩增长目标有所保障：1) 有望成为补贴政策的最大受益者，产品结构和毛利率提升；2) 广告费用 (07 年 6.7 亿) 有望削减，08 年 5 千万奥运赞助费为一次性费用；3) 信息化改造的设备投入基本结束，管理费用中信息化改造费用有望大幅降低；4) 人民币汇率相对平稳，08 年 1.1 亿的汇兑损失将大幅缩减。
- 3、冰箱节能补贴可期，此外公司 4-5 月空调去库存结束、轻装上阵备战节能空调推广，有望成为政策的最大受益者。

财务指标

基于毛利率的提升和自身费用的降低，包括广告费、信息化费用、采购关联交易比例和平台费用等，我们上调公司 09-11 年每股收益至 0.72、0.87、1.02 元，分别上调 29%、39%和 45%。公司 1-2 季度营业收入下滑有望收窄，净利润有望持平，即 2 季度净利润同比增长 17%。

估值与建议

目前股价对应 09-10 年市盈率为 18x 和 14x，相对于大盘的估值尚有折价，依据公司激励落实后带来的基本面实质性变化和最大的盈利上调幅度，我们上调公司评级至“推荐”。公司受益于冰箱补贴的业绩弹性最大、对金属价格上涨和空调新能效比标准出台的防御性相对较高，因此是我们的首选。

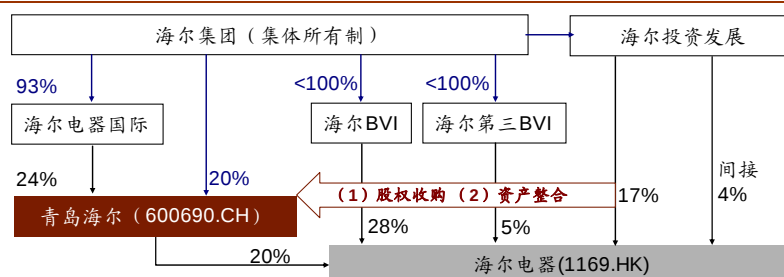
风险

- 1、节能补贴未能及时到帐，影响企业短期业绩表现；住宅商品房价格攀升，导致销量回落；
- 2、股权激励方案尚需审批。

青岛海尔在A股推出股权激励后，又公告大股东一致行动人增持，彰显了公司的变革信心。承接前期报告（2009.5.13《青岛海尔：股票期权激励草案彰显变革信心》），我们对公司进行了深度调研。公司明确了两个变革方向：

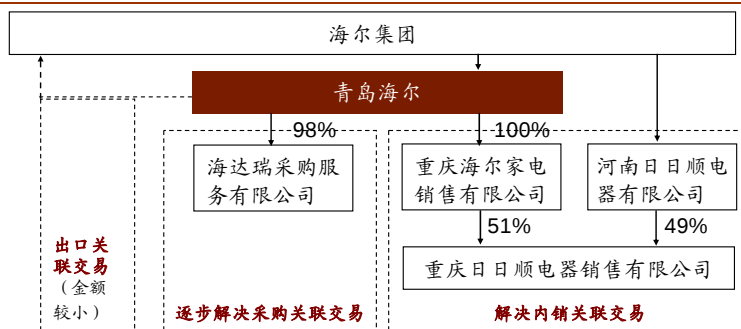
- 1、将A股定位为白电旗舰，是白电资产乃至集团大电器的整合平台。海尔集团的白电资产分割上市，空调和冰箱在A股，08年营业收入为304亿元，洗衣机和热水器在H股，08年营业收入为114亿港元（合100亿元）。在明确A股作为白电旗舰后，先通过股权收购实现控股，然后通过资产置换将洗衣机和热水器业务整合入A股，实现经营层面的协同，提高效率。
- 2、逐步解决采购关联交易，增强业绩的透明度，降低关联交易平台费。公司已成立海达瑞采购服务公司，逐步开始自主采购压缩机、两器等白电专用零部件和原材料，最终与资产整合相配合，将采购关联交易完全解决。在完全解决之前，部分大宗商品原材料的采购还会借用集团采购平台，以协同集采降低采购成本。

图表 16：青岛海尔股权结构示意图



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 17：青岛海尔关联交易示意图



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

公司今明两年股权激励的业绩增长目标有所保障：

1、毛利率提升：

- 1) 公司库存处于低位，轻装上阵迎接节能产品补贴和推广，产品结构和毛利率的提升有望最快体现。此外，冰箱和洗衣机的节能产品占比较空调更高，如果补贴幅度与空调节能补贴相近，那么公司将成为节能补贴的最大受益者；
- 2) 关联交易平台费下降导致毛利率进一步提升。08年公司支付集团关联采购平台费4.47亿，关联采购比例为87%。我们假设关联交易采购比例下降至09年75%、2010年50%。需要提示的是，新公司开办和自主采购也有一定的费用产生，这部分毛利的提升不会一蹴而就。

2、销售费用率下降：公司过去两年投入大量广告费用（07年6.7亿）和渠道建设费，导致销售费用率偏高。09年广告费用有望削减，其中08年5千万奥运赞助费为一次性支出；

3、管理费用率下降：公司08年支出几亿信息化改造费用，基本结束设备投入，09-10年仅支出运营维护费用，该项费用有望降低。

4、财务费用率下降：08年人民币大幅升值的情况下，公司有1.1亿的汇兑损失，今明两年人民币汇率相对平稳，汇兑损失有望大幅缩减。

图表 18：青岛海尔财务预测简表

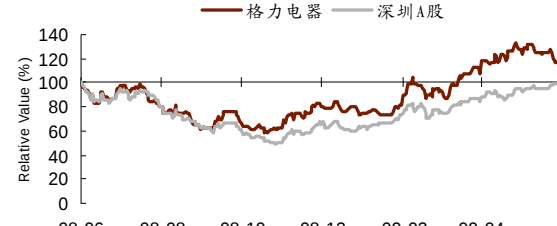
(人民币百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	29,469	30,408	28,886	30,749	32,867
(+/-%)	27%	3%	-5%	6%	7%
营业总成本	-28,634	-29,392	-27,532	-29,084	-30,702
营业成本	-23,868	-23,376	-21,989	-23,229	-24,785
销售费用	-3,502	-4,075	-3,813	-4,059	-4,338
管理费用	-1,187	-1,691	-1,607	-1,710	-1,499
财务费用	-48	-104	-28	14	28
其他经营收益	65	151	144	157	162
营业利润	899	1,167	1,498	1,821	2,326
少数股东损益	-111	-211	-270	-329	-384
净利润	644	768	958	1,165	1,361
(+/-%)	16%	19%	25%	22%	17%
现金流量表					
经营活动现金流	1,279	1,318	1,989	1,950	2,257
投资活动现金流	-301	-1,056	-168	-56	-50
融资活动现金流	-312	-223	-229	-254	-307
货币资金增加额	665	39	1,593	1,641	1,900
资产负债表					
总资产	11,189	12,231	13,217	14,970	17,021
流动资产	7,791	7,863	8,968	10,901	13,149
货币资金	2,421	2,462	4,162	5,803	7,703
应收帐款	579	795	757	801	856
存货	2,929	1,853	1,435	1,515	1,617
非流动资产	3,398	4,367	4,249	4,069	3,873
长期股权投资	600	1,384	1,384	1,384	1,384
固定资产	2,359	2,456	2,367	2,241	2,069
总负债	4,133	4,530	4,285	4,551	4,875
流动负债	4,043	4,445	4,200	4,466	4,790
短期借款	97	175	175	175	175
应付款项	2,828	2,253	1,818	1,908	2,035
预收帐款	804	1,025	974	1,037	1,108
长期负债	90	85	85	85	85
股东权益	7,056	7,701	8,932	10,420	12,147
实收股本	1,339	1,339	1,339	1,339	1,339
少数股东权益	747	927	1,197	1,526	1,910
财务指标					
流动比率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.1	2.4
存货周转天数	45	29	24	24	24
应收款项周转天数	29	41	41	41	41
应付款项周转天数	53	47	42	42	42
营业周期	21	22	22	22	22
毛利率	19.0%	23.1%	23.9%	24.5%	24.6%
营业利润率	3.1%	3.8%	5.2%	5.9%	7.1%
净利润率	2.2%	2.5%	3.3%	3.8%	4.1%
总资产报酬率	5.8%	6.3%	7.3%	7.8%	8.0%
净资产收益率	10.2%	11.3%	12.4%	13.1%	13.3%
投入资本回报率	9.0%	9.9%	10.6%	11.1%	11.1%
资产负债率	36.9%	37.0%	32.4%	30.4%	28.6%
全面摊薄每股收益	0.48	0.57	0.72	0.87	1.02
全面摊薄每股净资产	5.27	5.75	6.67	7.78	9.07
摊薄每股经营现金流	1.15	0.96	0.98	1.49	1.46
市盈率	26.1	21.9	17.5	14.4	12.3
市净率	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4
股价/经营现金	13.1	12.7	8.4	8.6	7.4

资料来源：公司资料，中金公司研究部

格力电器 (000651.CH)：上调至审慎推荐

2 季度增长继续领跑行业

图表 19：格力电器主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	A股	
营业总收入	38,009	42,032	41,886	45,794	51,294	股票代码	000651 CH
(+/-%)	44%	11%	-1%	9%	12%	当前股价	人民币19
营业利润	1,375	2,339	2,726	3,140	3,596	日成交量(百万股)	18.21
(+/-%)	66%	70%	17%	15%	15%	52周最高价/最低价	人民币21.967/9.267
净利润	1,270	1,967	2,380	2,742	3,033	发行股数(百万股)	1,879
(+/-%)	84%	55%	21%	15%	11%	总市值(百万元)	35,693
每股收益(元)	0.68	1.05	1.27	1.46	1.61	流通股(百万股)	1,236
每股净资产(元)	3.1	4.0	4.9	5.9	7.1	主要股东(持股比例)	格力集团公司(22.58%)
每股经营现金流(元)	1.0	1.2	1.7	1.9	2.1		
市盈率	12	18	15	13	12		
市净率	6.1	4.7	3.8	3.2	2.7		
股价/经营现金	19.0	16.5	11.1	9.9	8.8		
EV/EBITA	7.0	11.4	9.8	8.3	6.9		
净资产收益率	22.6%	26.8%	26.4%	25.3%	23.4%		
投入资本回报率	21.7%	25.9%	25.6%	24.6%	22.8%		
股息收益率	1.6%	1.6%	2.1%	2.6%	2.6%		

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- 1、预计 2 季度公司净利润增长维持 1 季度 25% 的增长态势，增速仍居行业之首。我们预测 2 季度毛利率略低于 1 季度高点，但同比仍有显著提升，除渠道控价能力较强外，产品结构的提升也有所贡献；
- 2、4-5 月去库存进入尾声，5-6 月生产和出货恢复迅速，库存担忧可释；
- 3、中长期来看，公司专注制冷领域，有望凭借技术优势厚积薄发，在家用空调业务稳健增长的基础上开拓商用空调市场、工业制冷及特种制冷设备市场。全球来看，商用空调和家用空调市场相当，我国商用空调市场约合家用市场容量的一半，且随着商业地产的发展，市场容量将逐步增大。

财务指标

基于毛利率的提升，我们上调公司 09-11 年每股收益至 1.27、1.46、1.61 元，分别上调 8%、11% 和 11%。预计公司 1-2 季度利润营业收入下滑收窄，净利润增长持续 1 季度 25% 的水平。

估值与建议

目前股价对应的 09-10 年市盈率为 15x 和 13x，处于可比公司的低端，相对于大盘的估值也有折价。格力大股东曾公告不低于 23 元减持，前期股价表现受制，回调后压力有所减轻，目前股价距减持价位有 24% 的空间。基于行业趋势的恢复和下半年毛利率提升的超预期，我们上调公司评级至“审慎推荐”。

风险

- 1、节能补贴未能及时到账，影响企业短期业绩表现；住宅商品房价格攀升，导致销量回落；
- 2、大股东可能在 23 元价位之上减持。

图表 20：格力电器财务预测简表

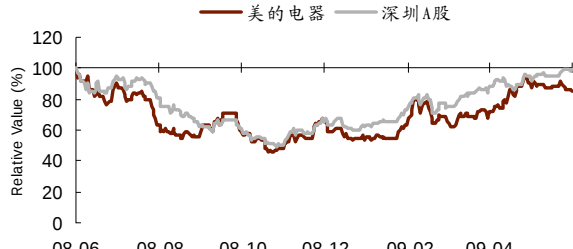
(人民币百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	38,041	42,200	42,037	45,988	51,533
营业收入	38,009	42,032	41,886	45,794	51,294
(+/-%)	44.3%	10.6%	-0.3%	9.3%	12.0%
利息和手续费收入	32	167	151	194	239
营业总成本	-36,665	-39,870	-39,311	-42,849	-47,937
营业成本	-31,117	-33,733	-33,322	-36,292	-40,638
销售费用	-4,349	-4,403	-4,267	-4,766	-5,300
管理费用	-869	-1,271	-1,267	-1,385	-1,551
财务费用	10	-85	-58	13	22
其他经营收益	-1	9	0	0	0
营业利润	1,375	2,339	2,726	3,140	3,596
少数股东损益	-17	-25	-31	-35	-39
净利润	1,270	1,967	2,380	2,742	3,033
(+/-%)	84%	55%	21%	15%	11%
现金流量表					
经营活动现金流	2,793	369	1,745	2,786	3,189
剔除财务公司影响	1,880	2,169	3,211	3,599	4,034
投资活动现金流	-1,136	-942	-200	-200	-348
融资活动现金流	1,070	-296	-630	-738	-918
货币资金增加额	2,726	-870	915	1,847	1,924
资产负债表					
总资产	25,548	30,565	31,622	35,184	39,540
流动资产	21,010	23,277	23,065	26,006	29,574
货币资金	4,131	3,666	4,581	6,429	8,352
应收款项	8,465	13,907	11,341	11,799	12,514
存货	7,226	4,790	6,096	6,640	7,435
非流动资产	4,538	7,288	8,557	9,178	9,966
发放贷款及垫款	306	1,450	2,944	3,787	4,665
长期股权投资	1	1	0	-1	-2
固定资产	3,247	4,573	4,364	4,156	4,079
总负债	19,688	22,974	22,344	24,034	26,219
流动负债	19,685	22,970	22,340	24,029	26,213
短期借款	0	8	0	0	0
应付款项	11,165	11,798	11,250	12,253	13,720
预收帐款	4,613	5,829	5,579	5,974	6,551
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	5,860	7,591	9,281	11,154	13,326
实收股本	835	1,252	1,879	1,879	1,879
少数股东权益	233	250	280	316	355
财务指标					
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	85	52	67	67	67
应收款项周转天数	78	108	110	105	100
应付款项周转天数	157	169	166	165	164
营业周期	6	-8	12	8	4
毛利率	18.1%	19.7%	20.4%	20.7%	20.8%
营业利润率	3.6%	5.6%	6.5%	6.9%	7.0%
净利润率	3.4%	4.7%	5.7%	6.0%	6.0%
总资产报酬率	5.0%	6.4%	7.5%	7.8%	7.7%
净资产收益率	22.6%	26.8%	26.4%	25.3%	23.4%
投入资本回报率	21.7%	25.9%	25.6%	24.6%	22.8%
资产负债率	77.1%	75.2%	70.7%	68.3%	66.3%
全面摊薄每股收益	0.68	1.05	1.27	1.46	1.61
全面摊薄每股净资产	3.12	4.04	4.94	5.94	7.09
摊薄每股经营现金流	1.00	1.15	1.71	1.92	2.15
市盈率	12.5	18.2	15.0	13.0	11.8
市净率	6.1	4.7	3.8	3.2	2.7
股价/经营现金	19.0	16.5	11.1	9.9	8.8

资料来源：公司资料，中金公司研究部

美的电器 (000527.CH)：上调至审慎推荐

产品结构提升显著

图表 21：美的电器主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	A股	
营业总收入	35,188	45,313	43,400	46,569	51,819	股票代码	000527 CH
(+/-%)	66%	29%	-4%	7%	11%	当前股价	人民币 12.89
营业利润	1,829	1,727	2,200	2,637	3,063	日成交量 (百万股)	14.36
(+/-%)	117%	-6%	27%	20%	16%	52周最高价/最低价	人民币 16.4/6.75
净利润	1,212	1,033	1,294	1,552	1,782	发行股数 (百万股)	1,891
(+/-%)	126%	-15%	25%	20%	15%	总市值 (百万元)	24,376
基本每股收益 (元)	0.64	0.55	0.68	0.82	0.94	流通股 (百万股)	1,889
全面摊薄每股收益* (元)	0.58	0.50	0.62	0.75	0.86	主要股东 (持股比例)	美的集团有限公司 (47.20%)
每股经营现金流 (元)	0.92	1.98	1.65	1.94	2.08		
市盈率	20	24	19	16	14		
市净率	5.0	5.1	3.1	2.6	2.2		
股价/经营现金	13.9	6.5	7.8	6.7	6.2		
EV/EBITDA	5.9	9.1	8.3	6.5	5.5		
净资产收益率	24.7%	21.7%	16.5%	16.5%	15.7%		
投入资本回报率	19.6%	14.0%	11.7%	11.6%	11.0%		
股息收益率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%		

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- 1、最早完成去库存，2 季度空调出货有望最佳，营业收入降幅显著收窄；
- 2、变频空调销售占比提高较快，2 季度毛利率环比、同比均有望增加；
- 3、下半年有望顺利增发，正面的影响为公司有充足的释放业绩动力、回报股东，但也提示每股收益稀释的风险。

财务指标

基于毛利率的提升，我们预计公司 09-11 年每股收益为 0.68、0.82、0.94 元，分别上调 0%、3%和 4%，上调幅度较小主要是考虑到公司增发具有一定不确定性；公司 2 季度营业收入表现有望最佳，1-2 季度净利润下滑幅度大幅收窄至-20%左右。

估值与建议

目前股价对应的 09-10 年市盈率为 19x 和 16x，相对于大盘的估值尚有折价。基于行业趋势的恢复和下半年毛利率提升的超预期，我们上调公司评级至“审慎推荐”。

风险

- 1、节能补贴未能及时到帐，影响企业短期业绩表现；住宅商品房价格攀升，导致销量回落；
- 2、增发继续推迟，预期落空。

图表 22：美的电器财务预测简表

(人民币百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	35,188	45,313	43,400	46,569	51,819
(+/-%)	66.2%	28.8%	-4.2%	7.3%	11.3%
营业总成本	-33,592	-43,603	-41,201	-43,932	-48,756
营业成本	-28,725	-36,632	-34,884	-37,329	-41,507
销售费用	-3,390	-4,614	-4,419	-4,742	-5,276
管理费用	-1,138	-1,725	-1,562	-1,676	-1,865
财务费用	-291	-481	-272	-118	-37
其他经营收益	233	17	0	0	0
营业利润	1,829	1,727	2,200	2,637	3,063
少数股东损益	-483	-518	-649	-778	-894
净利润	1,212	1,033	1,294	1,552	1,782
(+/-%)	126%	-15%	25%	20%	15%
现金流量表					
经营活动现金流	1,748	3,753	3,125	3,662	3,924
投资活动现金流	-1,182	-3,852	-2,000	-1,000	-200
融资活动现金流	-205	264	342	-1,375	-1,293
货币资金增加额	2,164	2,285	3,752	5,039	7,470
资产负债表					
总资产	19,685	23,384	25,382	27,442	30,355
流动资产	14,176	13,785	14,698	16,769	20,519
货币资金	2,164	2,285	3,752	5,039	7,470
应收款项	3,817	5,534	5,300	5,687	6,329
存货	7,108	5,138	4,854	5,201	5,793
非流动资产	5,509	9,599	10,684	10,673	9,836
长期股权投资	16	247	247	247	247
固定资产	3,803	5,662	6,907	7,022	6,290
无形资产	885	2,668	2,583	2,501	2,421
总负债	13,529	16,091	14,362	14,071	14,170
流动负债	13,504	16,015	14,362	14,071	14,170
短期借款	1,172	2,360	1,860	1,360	860
应付款项	9,538	9,781	8,837	8,945	9,377
预收帐款	1,426	1,054	1,009	1,083	1,205
长期负债	25	21	0	0	0
股东权益	6,156	7,293	11,020	13,371	16,184
实收股本	1,261	1,891	1,891	1,891	1,891
少数股东权益	1,244	2,536	3,185	3,963	4,857
财务指标					
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0
存货周转天数	90	51	52	52	52
应收款项周转天数	50	52	52	52	52
应付款项周转天数	132	103	98	93	88
营业周期	8	0	6	11	16
毛利率	18.4%	19.2%	19.6%	19.8%	19.9%
营业利润率	5.2%	3.8%	5.1%	5.7%	5.9%
净利率	3.4%	2.3%	3.0%	3.3%	3.4%
总资产报酬率	6.2%	4.4%	5.1%	5.7%	5.9%
净资产收益率	24.7%	21.7%	16.5%	16.5%	15.7%
投入资本回报率	19.6%	14.0%	11.7%	11.6%	11.0%
资产负债率	68.7%	68.8%	56.6%	51.3%	46.7%
每股收益	0.64	0.55	0.68	0.82	0.94
每股净资产	2.60	2.52	4.14	4.98	5.99
每股经营现金流	0.92	1.98	1.65	1.94	2.08
市盈率	20.1	23.6	18.8	15.7	13.7
市净率	5.0	5.1	3.1	2.6	2.2
股价/经营现金	13.9	6.5	7.8	6.7	6.2

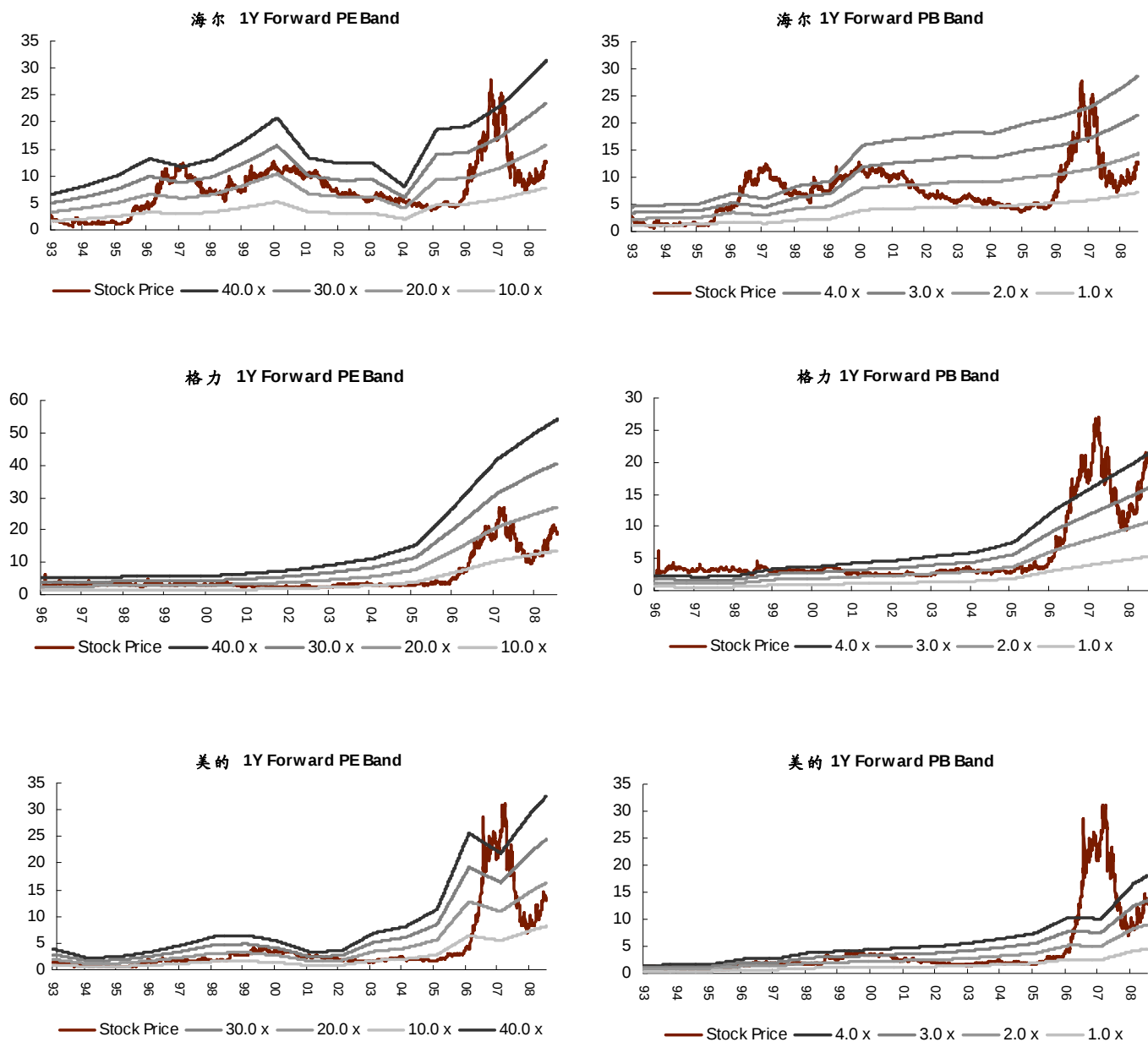
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 23：可比公司估值

代码	公司	总市值 (百万美元)	货币单位	股价 (本国货币)	每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
A股												
白电												
000527.CH	美的电器	3,566	CNY	12.89	0.55	0.68	0.82	23.6	18.8	15.7	17.3%	1.09
000651.CH	格力电器	5,222	CNY	19.00	1.05	1.27	1.46	18.2	15.0	13.0	12.9%	1.16
600690.CH	青岛海尔	2,456	CNY	12.54	0.57	0.72	0.87	21.9	17.5	14.4	19.2%	0.91
600983.CH	合肥三洋	619	CNY	12.70	0.35	0.50	0.68	36.3	25.2	18.7	37.6%	0.67
000418.CH	小天鹅A	601	CNY	9.39	0.07	0.31	0.40	134.1	30.6	23.4	25.0%	1.22
000521.CH	美菱电器	360	CNY	7.09	0.06	0.11	0.18	114.2	65.6	40.5	74.8%	0.88
600336.CH	澳柯玛	312	CNY	6.25	0.04	n.a	n.a	156.3	n.a	n.a	n.a	n.a
000921.CH	ST科龙	487	CNY	5.00	-0.23	n.a	n.a	-21.88	n.a	n.a	n.a	n.a
A股平均								60.3	28.8	21.0		
黑电												
000100.CH	TCL集团	1,659	CNY	3.86	0.19	0.20	0.23	19.9	19.4	16.9	-7.6%	-2.56
600839.CH	四川长虹	1,302	CNY	4.69	0.02	0.13	0.18	286.0	35.5	26.1	16.8%	2.12
000016.CH	深康佳	731	CNY	5.11	0.21	0.26	0.32	24.5	19.8	15.9	20.2%	0.98
600060.CH	海信电器	825	CNY	11.42	0.46	0.56	0.67	24.8	20.5	17.0	34.3%	0.60
A股平均								88.8	23.8	19.6		
H股												
白电												
1169.HK	海尔电器	322	HKD	1.23	0.08	0.20	n.a	15.7	6.2	n.a	n.a	n.a
0921.HK	海信科龙	487	HKD	1.64	-0.23	n.a	n.a	-7.18	n.a	n.a	n.a	n.a
H股平均								4.3	6.2	n.a		
黑电												
0751.HK	创维	392	HKD	1.33	0.20	0.19	0.22	6.7	7.0	6.0	12.4%	0.56
1070.HK	TCL多媒体	303	HKD	2.30	-3.62	n.a	n.a	-0.6	n.a	n.a	n.a	n.a
2618.HK	TCL通讯	74	HKD	0.80	0.04	n.a	n.a	20.00	n.a	n.a	n.a	n.a
H股平均								3.0	7.0	6.0		
美国												
WHR.US	Whirlpool	3,190	USD	43.21	5.57	3.37	4.21	7.8	12.8	10.3	20.8%	0.62
UTX.US	United Technology	53,216	USD	56.49	5.00	4.08	4.44	11.3	13.8	12.7	9.6%	1.44
GE.US	GE	143,595	USD	13.56	1.72	1.00	0.94	7.9	13.6	14.4	10.0%	1.36
欧洲												
ELUXB.SS	Electrolux	4,052	SEK	101.50	1.29	3.51	6.80	78.7	28.9	14.9	64.3%	0.45
ARCLK.TI	Arcelik	934	TRY	2.20	0.07	0.22	0.28	29.6	10.1	7.8	37.1%	0.27
DLG.IM	De'Longhi	479	EUR	2.30	0.27	0.20	0.21	8.5	11.8	10.8	11.6%	1.01
日本												
6502.JP	Toshiba	14,831	JPY	352	39	-106	-22	8.9	-3.3	-15.7	n.a	n.a
6367.JP	Daikin Industries	9,349	JPY	3130	264	84	48	11.9	37.4	65.2	101.6%	0.37
6752.JP	Panasonic	32,747	JPY	1310	133	-184	-80	9.9	-7.1	-16.4	n.a	n.a
6758.JP	Sony	27,486	JPY	2685	368	-170	-129	7.3	-15.8	-20.8	n.a	n.a
6753.JP	Sharp	12,111	JPY	1070	93	-115	-32	11.5	-9.3	-33.4	n.a	n.a
韩国												
066570.KS	LG Electronics	13,144	KRW	114500	2992	6505	10223	38.3	17.6	11.2	0.4	0.47
005930.KS	Samsung Electronics	66,047	KRW	565000	37684	27301	45168	15.0	20.7	12.5	0.4	0.54
国际平均								19.0	10.1	4.5		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 24: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

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

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。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。