

年底关注蓝筹股

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **虽然进入淡季，但行业增长速度依然较高**

白色家电增长依然较高。11 月份空调内销增长 43.37%，出口增速更是高达 69.25%，高于市场预期。洗衣机 11 月份内销增速达到 42.79%，2010 年 1-11 月内销同比增长 25.33%；11 月出口大幅增长 40.26%；11 月冰箱的内销增速为 35.93%。行业的高增长给上市公司带来了较好的经营环境。

- **家电行业估值具有吸引力**

投资安全边际很大，家电行业的估值依然具有巨大吸引力，尤其是白色家电目前估值仅为 18.06X（整体法，TTM），空调、洗衣机和冰箱公司是价值投资者的良好目标，考虑到行业的弱周期、高增长特点，依然具有较高的投资边际。

- **坚守价值投资的原则**

在目前市场环境下，我们依然坚守价值投资的基本原则。白色家电是我国家电行业中盈利能力强、增长稳定的行业，冰洗行业受益政策刺激较大，而空调行业的天花板还远远没有到来，高增长依然可以期待。

- **投资组合及权重**

在我们 1 月份的投资组合中，我们保留了美的电器（000527.SZ）、格力电器（000651.SZ）和青岛海尔（600690.SH）；另外，我们拿掉了九阳股份（002242.SZ）。三个白电公司涵盖了空调、冰箱和洗衣机行业，公司未来增长预期稳定，目前估值非常低，投资具备安全边际，尤其是逐渐进入到年底业绩公布期，是攻击和防守兼顾的品种。我们给予格力电器（000651.SZ）30%的投资权重，美的电器（000527.SZ）和青岛海尔（600690.SH）各 35%的投资权重。

- **主要风险因素**

经济出现二次探底和出口下滑导致销售未达预期是主要的风险因素。

分析师

朱力军

☎: (8610) 6656 8273

✉: zhulijun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208021569

相关研究

1. 2010 年（12 月）家电行业投资组合研究报告
10.12.02
2. 2010 年（11 月）家电行业投资组合研究报告
10.11.02
3. 2010 年（9 月）家电行业投资组合研究报告
10.09.02
4. 2010 年（8 月）家电行业投资组合研究报告
10.08.02
5. 2010 年（7 月）家电行业投资组合研究报告
10.07.02
6. 家电行业 2010 年中期投资策略：内需出口双引擎有望保持两位数增长 10.06.30
7. 增长明确 估值低 10.05.31
8. 2010 年（4 月）家电行业投资组合研究报告
10.04.08
9. 2010 年（3 月）家电行业投资组合研究报告
10.03.08

需要关注的重点公司

股票代码	公司名称	目标权重	EPS (元)			总市值 (亿元)	入选投资组合原因
			2010E	2011E	2012E		
000527	美的电器	35%	1.04	1.26	1.53	543.86	产品线完备，冰洗业务增长快
000651	格力电器	30%	1.28	1.46	1.69	511.17	增长稳定，估值有修复要求
600690	青岛海尔	35%	1.40	1.73	2.12	375.06	业绩释放有动力

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

1 月投资逻辑与投资思路:

蓝筹股、有坚实业务支持的高增长股在 12 月份的市场上逐步走强,基本上与我们前期的投资思路吻合。进入年末,上市公司逐步进入到业绩结算和公布业绩阶段,市场上往往会有送股行情,有送股可能的企业逐步受到市场的关注。

对于 1 月份的市场,我们预计,随着上市公司业绩的逐步明确,绩优蓝筹股的价值有望受到市场的关注,尤其是目前估值水平依然较低,基本面依然强劲的白色家电公司,我们判断估值修复的概率较大。我们对 1 月的投资思路做了小幅调整,我们依然坚持高增长、低估值的投资思路,但是将市场表现不佳的小家电从我们的投资组合中拿掉。

在目前政策刺激消费的大背景之下,家电下乡和以旧换新推动行业增长,尤其是以旧换新将在全国大规模推开,我们预计空调、冰箱和洗衣机将继续以较高的速度增长,这将坚定价值投资者的信心。在 1 月份的投资组合当中,我们的投资标的依然包括了美的电器(000527.SZ)、格力电器(000651.SZ)和青岛海尔(600690.SH)。其中,美的电器(000527.SZ)、格力电器(000651.SZ)面临再融资,公司也有释放业绩的动力,青岛海尔(600690.SH)公司未来前景依然看好。

估值与组合投资建议:

比较全球相关的家电企业,如果仅从静态估值倍数的角度来观察,我国家电企业的 PE 和 PB 估值要高于境外家电类企业的估值,这是由于目前中国是全球家电制造基地之一,成长速度较快,未来的增长预期较强,所以表现出一定的估值溢价。但是,当我们考虑到增长之后,我们观察动态 2011 年的估值时,我国家电行业的估值并不比美国(惠而浦)、欧洲(伊莱克斯)和日本(夏普)等企业的估值高很多。

在我们 1 月份的投资组合中,我们依然选取了三个大市值的股票,美的电器(000527.SZ)、格力电器(000651.SZ)和青岛海尔(600690.SH)。三个白色家电公司涵盖了空调、冰箱和洗衣机行业,公司未来增长预期稳定,目前估值非常低,不仅在家电行业中属于低估值公司,在整个市场中也是低估值公司,我们认为目前不到 20X 的估值存在低估,投资具备安全边际,是攻击和防守兼顾的品种。

股票权重说明:

在组合的权重分配上,我们给格力电器(000651.SZ)30%的投资权重,美的电器(000527.SZ)的增发进程较快,超越市场预期,我们给予 35%的投资权重,青岛海尔(600690.SH)增长明确,也给予 35%的投资权重。

组合表现的催化剂:

- 1、国内宏观经济和国际经济复苏高于市场预期;
- 2、国家推出更多刺激消费政策,居民消费意愿得到加强。

主要风险因素:

新技术的出现将改变目前的市场格局;出口和国内宏观经济增速低于市场预期点。

目 录

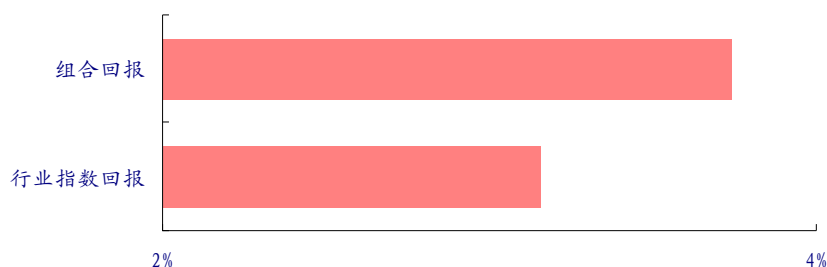
一、上月投资组合回顾	4
(一) 上月投资组合超越行业指数 0.58 个百分点	4
(二) 家电行业投资组合回报与行业指数之间的差异分析	5
二、1 月份投资思路和逻辑	6
(一) 本月投资思路	6
(二) 子行业投资分析	7
三、1 月份投资组合估值和权重分析	9
美的电器 (000527 SZ) 完美产品组合 打造产业龙头	10
格力电器 (000651. SZ) 坚守空调产业 打造核心竞争力	13
青岛海尔 (600690 SH) 借助消费刺激政策提升市场份额	17
插图目录	20
表格目录	20

一、上月投资组合回顾

(一) 上月投资组合超越行业指数 0.58 个百分点

2010 年 12 月份, 我们月度投资组合回报为 3.74%, 家电行业指数回报率为 3.16%, 超越行业回报 0.58 个百分点。

图 1: 2010 年 12 月投资组合表现



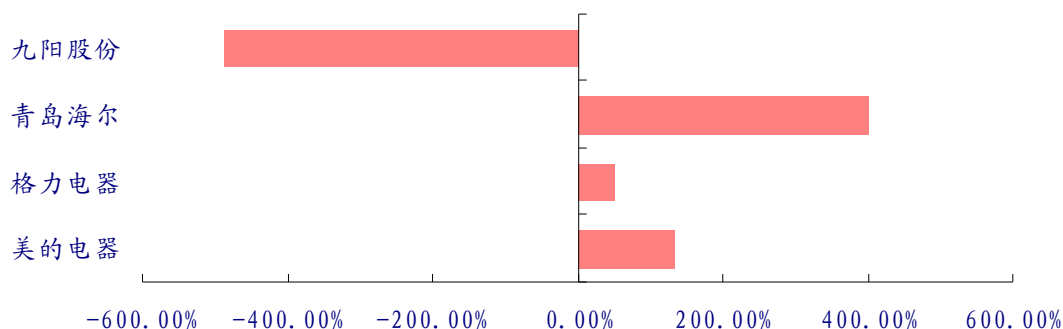
资料来源: 中国银河证券研究部

表 1: 2010 年 12 月投资组合

股票代码	公司名称	目标权重	期初价格	期末价格	涨跌幅	入选投资组合原因
000527	美的电器	25%	16.37	17.40	6.29%	产品线完备, 冰洗业务增长快
000651	格力电器	25%	17.37	18.13	4.38%	增长稳定, 估值有修复要求
600690	青岛海尔	25%	25.07	28.21	12.52%	业绩释放有动力
002242	九阳股份	25%	16.42	15.07	-8.22%	进入年末消费旺季

资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 2010 年 12 月投资组合品种贡献度



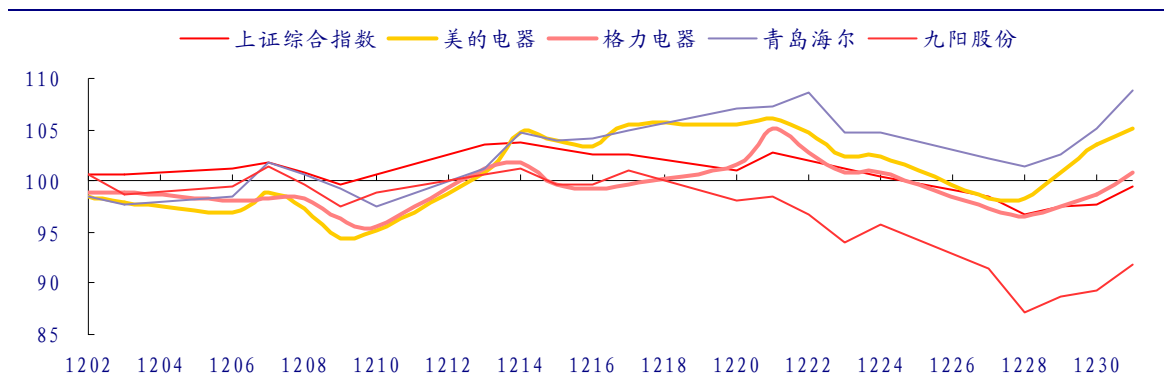
资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 家电行业投资组合回报与行业指数之间的差异分析

12 月份家电行业股票呈涨跌互半，涨幅最大的前五只股票分别是 ST 厦华、*ST 偏转、浙江阳光、宝石 A 和青岛海尔，涨幅在 12.52%—20.97%之间。涨幅最小的五只股票分别是澳柯玛、烽火电子、广电电子、宇顺电子和德豪润达，涨幅在-11.63%—-18.08%之间。

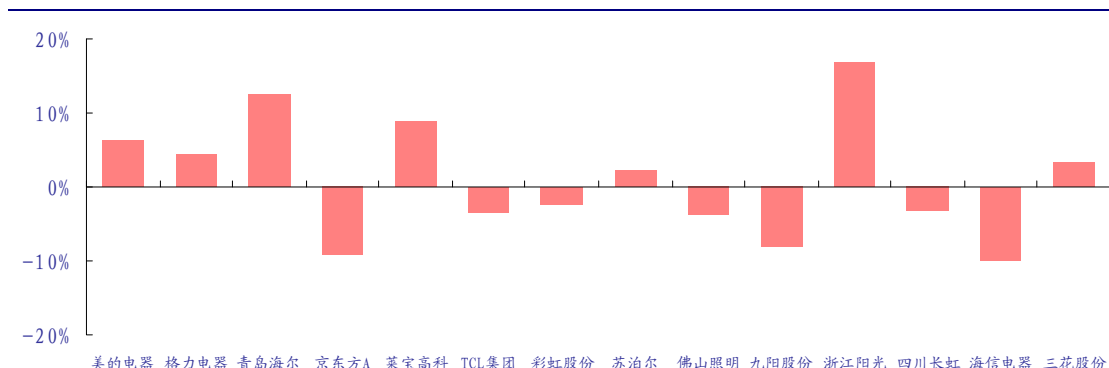
在 12 月份的市场上，11 月大幅上涨的宇顺电子、天马等 IPHONE 触摸屏概念股出现了回落，但是有实质联系的公司如莱宝高科依然保持了上涨，禾盛新材和彩虹股份等带有新材料、新技术特点的公司虽然估值不低，但是依然有一定的涨幅。在我们的组合中，三个大股票都跑赢了行业涨幅，其中青岛海尔（600690.SH）上涨 12.52%，大幅超越行业 9.36 个百分点，美的电器（000527.SZ）和格力电器（000651.SZ）也分别跑赢行业 3.13 个百分点、1.22 个百分点，我们判断，随着年末业绩浪行情的到来，三个白色家电龙头企业优秀的业绩为公司股价提供了支撑；九阳股份（002242.SZ）的表现大幅低于我们的预期，同期下跌了 8.22%，大幅拖累了我们的投资组合。

图 3：2010 年 12 月投资组合品种表现



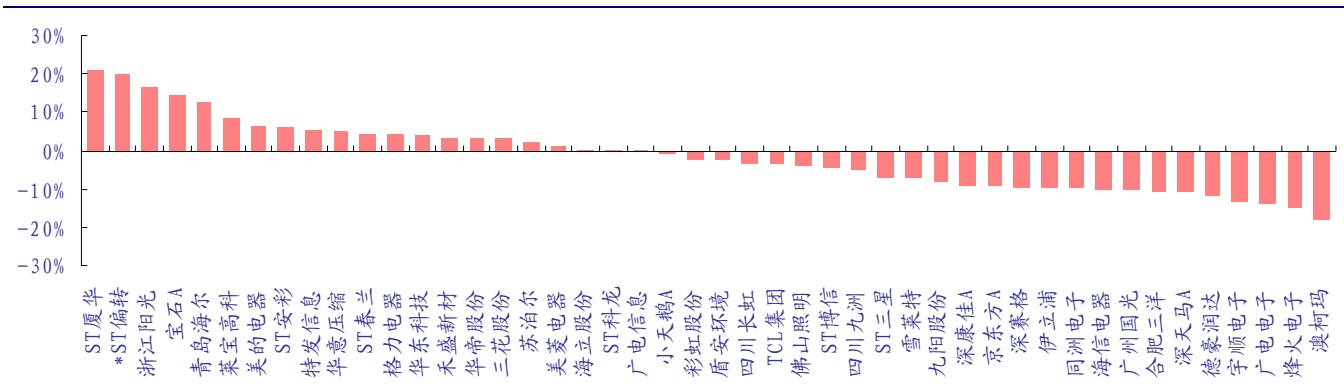
资料来源：中国银河证券研究部

图 4：2010 年 12 月 100 亿市值以上主板上市公司回报



资料来源：中国银河证券研究部

图 5：2010 年 12 月家电上市公司回报



资料来源：中国银河证券研究部

表 2：2010 年 12 月家电行业市值前 5 名和后 5 名

代码	公司名称	期初价格	A 股 总股本(万)	期末价格	期末 A 股 总市值(亿)	涨幅
000527.SZ	美的电器	16.37	312026.53	17.40	542.93	6.29%
000651.SZ	格力电器	17.37	281788.88	18.13	510.88	4.38%
600690.SH	青岛海尔	25.07	133996.18	28.21	378.00	12.52%
000725.SZ	京东方 A	3.48	1015240.20	3.16	320.82	-9.20%
002106.SZ	莱宝高科	60.88	42885.44	66.25	284.12	8.82%
600870.SH	ST 厦华	5.34	37081.87	6.46	23.95	20.97%
000697.SZ	*ST 偏转	9.94	18661.28	11.92	22.24	19.92%
002076.SZ	雪莱特	11.58	18427.07	10.75	19.81	-7.17%
002260.SZ	伊立浦	12.57	15600.00	11.37	17.74	-9.55%
600083.SH	ST 博信	7.17	23000.00	6.86	15.78	-4.32%

资料来源：中国银河证券研究部

二、1 月份投资思路和逻辑

(一) 本月投资思路

蓝筹股、有坚实业务支持的高增长股在 12 月份的市场上逐步走强，基本上与我们前期的投资思路吻合。进入年末，上市公司逐步进入到业绩结算和公布业绩阶段，市场上往往会有送股行情，有送股可能的企业逐步受到市场的关注。

对于 1 月份的市场，我们预计，随着上市公司业绩的逐步明确，绩优蓝筹股的价值有望受到市场的关注，尤其是目前估值水平依然较低，基本面依然强劲的白色家电公司，我们判断估值修复的概率较大。

我们对 1 月的投资思路做了小幅调整，我们依然坚持高增长、低估值的投资思路，但是将市场表现不佳的小家电从我们的投资组合中拿掉。

在目前政策刺激消费的大背景之下，家电下乡和以旧换新推动行业增长，尤其是以旧换新将在全国大规模推开，我们预计空调、冰箱和洗衣机将继续以较高的速度增长，这将坚定价值投资者的信心。在 1 月份的投资组合当中，我们的投资标的依然包括了美的电器（000527.SZ）、格力电器（000651.SZ）和青岛海尔（600690.SH）。其中，美的电器（000527.SZ）、格力电器（000651.SZ）面临再融资，公司也有释放业绩的动力，青岛海尔（600690.SH）公司未来前景依然看好。

我们调整了标的公司的权重，考虑到近期股价及公司的经营，我们给格力电器（000651.SZ）30%的权重，美的电器（000527.SZ）和青岛海尔（600690.SH）各 35%的权重。

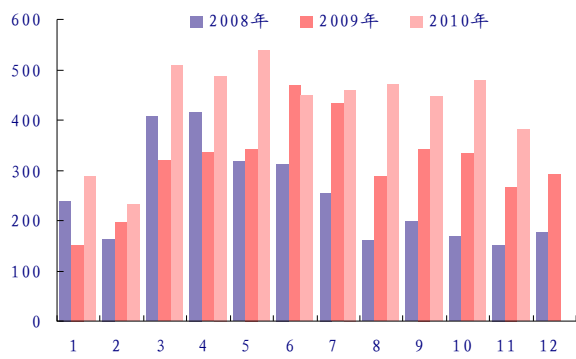
（二）子行业投资分析

1. 白色家电总体依然保持较高速度的增长

虽然城镇居民的空调保有量达到每百户 106 台，但是农村的保有量依然仅有百户 12.2 太，农村依然存在巨大的潜在需求，从家电下乡的角度看，根据银河证券家电下乡模型，未来 3 年家电下乡带来的新增需求将达到 1674-3348 万台，所以，空调行业的增长天花板还依然很远，长期可以继续看高。受天气等利好因素影响，11 月份空调行业依然内销和出口两旺，11 月份内销增长了 43.37%，1-11 月空调内销增速达到 36.40%。

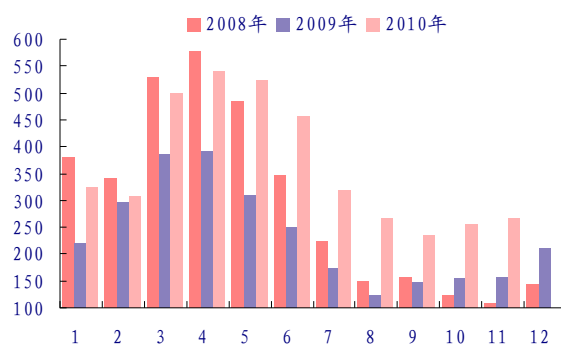
空调的出口继续保持了高速增长，11 月份同比增速达到 69.25%，高于内销的增长速度，目前，我国空调产业占据了国际市场 80% 左右的市场份额，具备强大的工业能力，产品定价权也逐步加强，未来竞争地位逐步上升。

图 6：2008-2010 空调国内市场销量（万台）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

图 7：2008-2010 空调出口销量（万台）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

从政策刺激消费的角度看，根据银河证券以旧换新模型，在城镇提前 2 年更新和农村提前 1 年更新的假设条件下，以旧换新每年可以带来 202 万台的新增需求。

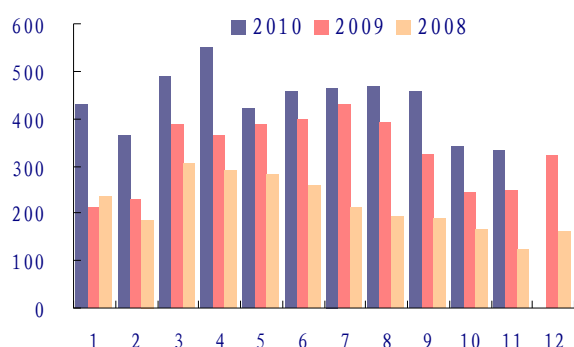
随着农村居民收入的增加，居民在家电上的消费也将逐步加大；另外，由于家电价格的逐步回落，农民收入相对于家电产品来说，购买力是上升了。从财富增长，消费升高的角度看，农村居民空调保有量达到城镇 2000 年的水平将带来 2300-4600 万台的空调需求。

电冰箱行业是最受益家电下乡和以旧换新政策的子行业。由于近几年的农村电网改造，以及生活水平提高和生活习惯的改变，电冰箱的销售保持了较高的增长，2010 年 1-1 月冰箱内

销增长达到 32.16%，去年下半年销售量较大，由于基数的原因，我们预计今年下半年的销售增速会放缓，11 月的销售增速为 35.93%，稍低于上半年增速，但是总销售水平依然会保持在较高的位置。高端冰箱的销售占比持续提高，目前已经占总销售的 15%左右，提高了行业的增速和利润率水平。

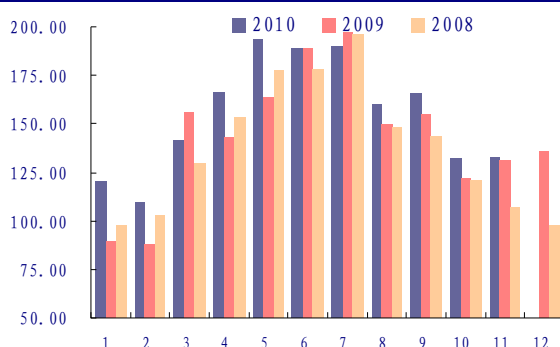
根据银河证券家电下乡和以旧换新模型测算，在中性条件假设下，未来三年国内冰箱每年的需求量达到 2161 万台，我们判定冰箱行业是一个快速增长的家电子行业。

图 8: 2008-2010 冰箱国内市场销量 (万台)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

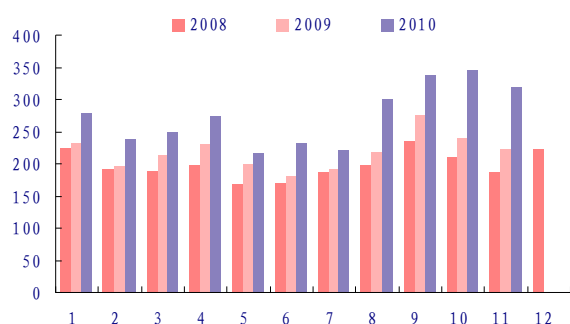
图 9: 2008-2010 冰箱出口销量 (万台)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

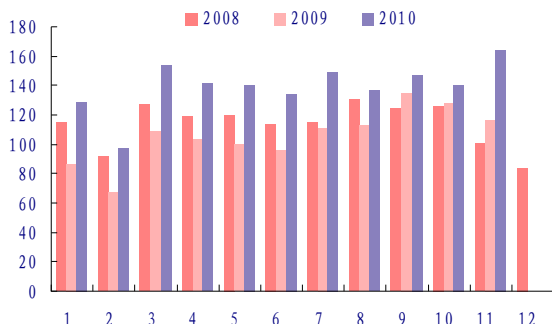
洗衣机行业表现也不错。11 月份内销增速达到 42.79%，2010 年 1-11 月内销同比增长 25.33%；11 月出口大幅增长了 40.26%，1-11 月出口同比增长了 31.59%。目前，城镇洗衣机市场面临着以旧换新，从波轮洗衣机升级到滚筒洗衣机，未来大中城市的滚筒洗衣机份额将超过 50%，这将提高制造企业的毛利率水平。从理论上讲，农村洗衣机保有量依然有提升的空间，但是受制于农村基础设施的缺乏（例如用水的不便等），农村市场的爆发点还没有到来，根据银河证券家电下乡和以旧换新模型测算，在中性条件假设下，未来三年国内洗衣机每年的需求量达到 1906 万台，我们判定，洗衣机行业将是冰箱行业之后的一个快速增长的家电子行业。

图 10: 2008-2010 洗衣机国内市场销量 (万台)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

图 11: 2008-2010 洗衣机出口销量 (万台)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

三、1 月份投资组合估值和权重分析

表 3: 国际估值比较

代码	公司	货币	股价	市值	EV/EBITDA		PE		ROE	PB
			(元)	(百万元)	上财年	上财年	本财年 E	下财年 E		
600690 CH EQUITY	青岛海尔	CNY	28	37519	15.08	32.60	20.21	16.35	15.86	5.11
000527 CH EQUITY	美的电器	CNY	17.45	54449	14.59	26.98	17.47	14.66	26.65	4.57
000651 CH EQUITY	格力电器	CNY	18.17	51201	10.12	17.58	13.74	11.75	33.66	4.28
1169 HK EQUITY	海尔电器	HKD	9.3	19903	11.24	44.57	23.89	17.46	30.02	9.26
000100 CH EQUITY	TCL 集团	CNY	3.48	14749	16.18	20.88	24.40	20.36	10.14	1.45
ELUXB SS Equity	伊莱克斯	SEK	190.3	59257	5.77	20.73	11.78	11.53	14.80	2.75
WHR US Equity	惠而浦	USD	89.17	6779	5.88	20.31	9.63	10.18	9.84	1.68
SK FP Equity	SEB SA	EUR	78.78	3935	6.98	25.09	15.51	14.49	14.69	2.92
6581 JP Equity	Hitachi Koki	JPY	785	96612	5.02	82.29	40.78	18.31	0.90	0.78
6764 JP Equity	三洋电机	JPY	133	819021	13.17	-16.75	136.73	38.82	N/A	7.82
6753 JP Equity	夏普	JPY	853	947427	6.01	213.25	31.06	29.19	0.42	0.94

资料来源: BLOOMBERG 中国银河证券研究部

我们比较全球相关的家电企业,如果仅从静态估值倍数的角度来观察,我国家电企业的 PE 和 PB 估值要高于境外家电类企业的估值,这是由于中国目前是全球家电制造基地之一,增长速度较快,未来的增长预期较强,所以表现出一定的估值溢价。但是,当我们考虑到增长之后,我们观察动态 2011 年估值时,我国家电行业的估值并不比美国(惠而浦)、欧洲(伊莱克斯)和日本(夏普)等企业的估值高很多。从欧洲、美洲和新兴市场上市公司来看,欧美、亚洲新兴市场(不包括中国)、中国三个市场的估值水平依次升高。

表 4: 2011 年 1 月投资组合细分表

股票代码	公司名称	目标权重	EPS(元)			总市值 (亿元)	入选投资组合原因
			2010E	2011E	2012E		
000527	美的电器	35%	1.04	1.26	1.53	543.86	产品线完备,冰洗业务增长快
000651	格力电器	30%	1.28	1.46	1.69	511.17	增长稳定,估值有修复要求
600690	青岛海尔	35%	1.40	1.73	2.12	375.06	业绩释放有动力

资料来源: 中国银河证券研究部

在我们 1 月份的投资组合中,我们依然选取了三个大市值的股票,美的电器(000527.SZ)、格力电器(000651.SZ)和青岛海尔(600690.SH)。三个白色家电公司涵盖了空调、冰箱和洗衣机行业,公司未来增长预期稳定,目前估值非常低,不仅在家电行业中属于低估值公司,在整个市场中也是低估值公司,我们认为目前不到 20X 的估值存在低估,投资具备安全边际,是攻击和防守兼顾的品种。

在组合的权重分配上,我们给格力电器(000651.SZ)30%的投资权重,美的电器(000527.SZ)的增发进程较快,超越市场预期,我们给予 35%的投资权重,青岛海尔(600690.SH)增长明确,也给予 35%的投资权重。

美的电器（000527 SZ）完美产品组合 打造产业龙头

美的电器具有机制灵活和管理严格的特点，公司在白色家电中建立起了优秀的品牌、规模和管理壁垒，有较强的抗风险能力，公司未来增长稳定，有长期稳定增长潜力和创造价值的能力，公司借助刺激消费政策进一步扩大市场份额，我们给予公司推荐的评级，合理估值区间为 20.8-21.17 元。

表 5：美的电器（000527.SZ）重要财务指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	45313.46	47278.25	68070.39	85890.38	104226.23
EBITDA(百万元)	3025.81	3698.54	6198.25	7371.54	9072.52
净利润(百万元)	1033.02	1891.90	3244.68	3916.28	4781.36
摊薄 EPS(元)	0.55	0.91	1.04	1.26	1.53
PE(X)	31.94	19.19	16.78	13.90	11.39
EV/EBITDA(X)	11.77	9.76	8.69	6.47	4.48
PB(X)	4.53	2.85	3.11	2.36	1.83
ROIC	20.94%	19.55%	26.01%	24.03%	23.44%
总资产周转率	2.23	1.72	1.78	1.64	1.53

数据来源：公司年报，中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件：

政府刺激消费政策和出口复苏是美的电器增长的主要驱动因素，目前公司在空调市场上建立起较强的竞争力，通过整合洗衣机市场和冰箱市场构建了多产品结构，扩展了公司的盈利空间，未来 3 年中公司市场份额有望进一步提高，我们预计 2010-2012 年公司的营业收入增长率达到 44%、26.2%和 21.3%，未来 3 年归属母公司净利润复合增长率达到 36.21%。

我们与市场的不同观点：

市场有观点认为，家电企业只是受益于政府的刺激消费政策，我们认为消费升级和消费普及双轮推动公司销售增长，公司品牌影响力的持续加强也推高了公司市场份额，为股东创造财富的能力依然强劲。

公司估值与投资建议：

根据银河证券三阶段自由现金流模型，在 WACC=11.77%、Rf=4.5 和永续增长率=1%的假设前提下，美的电器的合理估值区间为 20.8-21.17 元。公司目前 2010-2012 年的 PE 估值为 16.78X、13.90X 和 11.39X，我们给予公司推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

政府继续推行刺激消费的政策，作为积极参与的白电制造商，我们认为这将继续提高公司的品牌美誉度和市场份额。

主要风险：

中国和世界经济大幅放缓将会打击市场需求，行业新技术的出现可能影响行业竞争格局。

表 6: 美的电器 (000527 SZ) 财务预测表 (百万)

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2285.3	3855.1	5620.1	13735.7	23205.9	营业收入	45313.5	47278.2	68070.4	85890.4	104226.23
应收票据	2357.3	5448.5	8392.2	10589.2	12849.8	营业成本	36631.5	36975.2	54413.9	68301.8	82114.1
应收账款	2936.3	4666.9	7459.8	9412.6	11422.1	营业税金及附加	41.6	60.6	87.2	110.0	133.5
预付款项	745.7	808.4	900.5	1016.2	1155.3	销售费用	4613.9	5730.7	6466.7	8589.0	10422.6
其他应收款	240.4	358.6	516.4	651.5	790.6	管理费用	1725.4	1660.2	1906.0	2576.7	3595.8
存货	5137.5	5827.5	10863.3	13635.9	16393.4	财务费用	481.4	222.4	119.2	87.1	55.5
其他流动资产	82.4	139.9	748.6	1270.3	1807.1	资产减值损失	109.3	168.6	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	246.9	374.8	374.8	374.8	374.8	公允价值变动收益	-22.1	27.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	5024.2	5694.0	5373.6	5024.4	4585.8	投资收益	39.1	32.1	30.0	30.0	30.0
在建工程	637.6	486.6	543.3	571.7	535.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1727.3	2519.7	5107.4	6255.7	7934.7
无形资产	1194.8	1220.9	1098.8	976.7	854.6	营业外收支净额	28.3	233.1	440.0	440.0	240.0
长期待摊费用	178.0	157.9	142.1	126.3	110.5	税前利润	1755.6	2752.8	5547.4	6695.7	8174.7
资产总计	23383.6	31657.6	44624.9	59976.8	76677.1	减: 所得税	204.5	239.0	665.7	803.5	981.0
短期借款	2360.3	539.7	0.0	0.0	0.0	净利润	1551.1	2513.9	4881.8	5892.2	7193.8
应付票据	3405.9	2986.2	4394.7	5516.3	6631.8	归属于母公司净利润	1033.0	1891.9	3244.7	3916.3	4781.4
应付账款	6068.1	9216.0	8944.7	11227.7	13498.2	少数股东损益	518.1	622.0	1637.1	1975.9	2412.4
预收款项	1053.5	1007.3	807.9	556.3	251.0	基本每股收益	0.55	0.91	1.04	1.26	1.53
应付职工薪酬	468.6	559.1	559.1	559.1	559.1	稀释每股收益	0.55	0.91	1.04	1.26	1.53
应交税费	72.5	182.9	182.9	182.9	182.9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	307.2	323.0	323.0	323.0	323.0	成长性					
其他流动负债	2033.5	4041.5	11798.7	18447.0	25287.7	营收增长率	36.1%	4.3%	44.0%	26.2%	21.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	23.8%	23.9%	82.2%	21.5%	26.1%
预计负债	18.5	11.2	11.2	11.2	11.2	净利润增长率	-13.4%	83.1%	71.5%	20.7%	22.1%
负债合计	16091.1	18929.8	27099.0	36915.5	46852.6	盈利性					
股东权益合计	7292.5	12727.9	17525.9	23061.3	29824.5	销售毛利率	19.2%	21.8%	20.1%	20.5%	21.2%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.3%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%
净利润	1551	2514	4882	5892	7194	ROE	14.2%	14.9%	18.5%	17.0%	16.0%
折旧与摊销	725	847	1002	1059	1112	ROIC	20.94%	19.55%	26.01%	24.03%	23.44%
经营活动现金流	3753	2056	3051	9130	10426	估值倍数					
投资活动现金流	-3852	-1113	-419	-570	-470	PE	31.9	19.2	16.8	13.9	11.4
融资活动现金流	264	744	-867	-444	-486	P/S	0.7	0.8	0.8	0.6	0.5
现金净变动	164	1688	1765	8116	9470	P/B	4.5	2.9	3.1	2.4	1.8
期初现金余额	1845	2285	3855	5620	13736	股息收益率	0.0%	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%
期末现金余额	2009	3973	5620	13736	23206	EV/EBITDA	11.8	9.8	8.7	6.5	4.5

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 7: 美的电器（000527 SZ）DCF 折现模型

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	285157	519667	631280	796019	712583	480531	532817	517918	547589	566734	508009
所得税	24753	62360	75754	95522	106887	72080	79922	77688	82138	85010	76201
NOPLAT	203306	260404	457307	555526	700497	605695	408452	452894	440230	465450	481724
营运资金净变动	173641	-106151	-293965	210631	207908	164667	153430	122904	81329	54030	6787
资本支出	-164150	-60000	-60000	-50000	-50000	-30000	-20000	-20000	-20000	-10000	-10000
自由现金流	74800	203500	812031	969637	836774	652382	679344	627627	627810	608471	505015

WACC	11.77%	Ke	12.60%
永续增长率	1.00%	Kd	9.26%
终值	182035	t	8.68%
企业价值	6609055	Rf	4.50%
非核心资产价值	1000149	E(Rm)	12.60%
债务价值	2134	Rm - Rf	8.10%
股权价值	6606921	D/A	0.04%
股本	312027	E/A	99.96%
每股价值（元）	21.17	Beta	1.00

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	11.50%	21.05	21.29	21.55	21.83	22.15
	12.00%	20.44	20.64	20.87	21.12	21.39
	12.50%	19.87	20.05	20.25	20.47	20.70
	13.00%	19.34	19.50	19.68	19.87	20.08
	13.50%	18.85	18.99	19.15	19.31	19.50
	14.00%	18.39	18.52	18.65	18.80	18.97
	14.50%	17.96	18.07	18.20	18.33	18.47

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 8: 美的电器 SWOT 分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.1
优势	在空调领域，具有强大品牌影响力。公司管理优秀，具备良好企业文化。	分值：4.5
劣势	公司在冰箱和洗衣机领域竞争力需要加强，成本控制水平有待提高。	分值：4.0
机会	公司有望借助刺激消费政策提高产品市场份额。	分值：4.0
威胁	产品出口面临人民币升值、贸易摩擦等威胁。	分值：4.0

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好

表 9: 美的电器波特“五力”分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.2
供应商力量	生产规模优势和品牌优势使公司有较强的议价能力。	分值：4.5
新进入壁垒	规模化生产和技术积累构成新进入壁垒。	分值：4.0
客户力量	公司不完全是价格制定者，但是仍然有相当强的谈判能力。	分值：4.5
替代产品	替代产品少，替代性不强。	分值：4.0
竞争对手	冰箱的主要竞争对手实力强，而空调的竞争对手弱于公司。	分值：4.0

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

格力电器（000651.SZ）坚守空调产业 打造核心竞争力

格力电器作为中国空调行业的龙头企业之一，具有强大的增长动力和市场整合能力。公司独特的营销管理方式将熨平行业波动，公司为股东创造财富的能力较强，我们预计公司在未来3年中保持17.83%的复合增长率，给予公司推荐评级，合理估值区间为23.98-25.6元。

表 10：格力电器（000651.SZ）重要财务指标预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	42199.72	42637.29	56294.72	72115.21	85890.66
EBITDA(百万元)	2774.88	3344.10	5049.88	6259.45	7328.64
净利润(百万元)	1966.52	2913.45	3949.62	4929.16	5810.53
摊薄 EPS(元)	1.57	1.55	1.40	1.75	2.06
PE(X)	11.57	11.72	12.96	10.39	8.81
EV/EBITDA(X)	6.97	3.85	7.31	5.06	3.44
PB(X)	3.00	3.20	3.49	2.79	2.26
ROIC	26.46%	21.70%	25.10%	25.31%	24.26%
总资产周转率	1.50	1.04	1.07	1.17	1.11

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件：

消费升级和公司品牌影响力是格力电器增长的主要驱动因素，随着市场整合的继续，格力电器的市场份额和盈利能力都将得到提升，我们预计未来两年公司的营业收入增长率达到17.4%和17.5%。

我们与市场的不同观点：

有观点认为，出口回落将大幅度打击空调企业，我们认为公司虽然受到出口减速影响，但在未来3年增长依然稳健，市场份额将进一步提高，公司专著空调的战略和优良的渠道管理将保证公司持续增长。

公司估值与投资建议：

根据银河证券三阶段自由现金流模型，在 WACC=13.11%、Rf=4.5 和永续增长率=1%的假设前提下，格力电器的合理估值区间为 23.98-25.6 元，以此合理估值区间来衡量 09-10 年公司的股价水平，我们认为目前公司的价格低于公司的合理价值区间，给予公司推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

出口复苏是利润提升的契机，也是公司股价表现的催化剂。

主要风险：

中国经济和欧美经济的大幅放缓将会打击市场需求，行业新技术的出现可能影响目前的行业竞争格局。

表 11: 格力电器财务预测表 (百万)

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3666.3	22904.8	15018.5	20336.6	26844.1	营业收入	42199.7	42637.3	56294.7	72115.2	85890.7
应收票据	13277.4	10836.6	16009.9	20509.2	24426.9	营业成本	33733.2	31956.0	42954.6	55352.5	65976.1
应收账款	565.5	914.5	1388.1	1778.2	2117.9	营业税金及附加	362.6	403.4	532.6	682.2	812.6
预付款项	896.8	1488.4	2283.8	3308.6	4530.2	销售费用	4402.6	5797.9	7065.0	8798.1	10478.7
其他应收款	63.8	158.1	208.7	267.4	318.5	管理费用	1271.4	1566.6	1407.4	1802.9	2147.3
存货	4789.9	5823.6	9061.7	11677.1	13918.3	财务费用	85.0	-97.0	13.7	-8.8	-62.2
其他流动资产	0.1	50.6	1628.3	3455.9	5047.2	资产减值损失	2.7	29.1	29.1	29.1	29.1
长期股权投资	1.0	7.0	7.0	7.0	7.0	公允价值变动收益	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	4303.8	4608.4	4450.1	4373.8	4298.4	投资收益	9.4	6.8	6.8	6.8	6.8
在建工程	268.4	211.1	505.6	652.8	726.4	汇兑收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	2339.2	2974.5	4299.1	5466.0	6515.9
无形资产	449.6	504.9	454.4	403.9	353.4	营业外收支净额	67.1	405.8	405.8	405.8	405.8
长期待摊费用	8.7	3.3	3.0	2.6	2.3	税前利润	2406.3	3380.3	4704.9	5871.7	6921.6
资产总计	30564.7	51530.3	53557.6	69311.7	85129.0	减: 所得税	414.4	448.6	705.7	880.8	1038.2
短期借款	8.4	961.6	0.0	0.0	0.0	净利润	1991.8	2931.7	3999.1	4991.0	5883.4
应付票据	2584.8	8393.3	2942.1	3791.3	4518.9	归属于母公司净利润	1966.5	2913.5	3949.6	4929.2	5810.5
应付账款	8443.0	11650.1	9414.7	12132.1	14460.5	少数股东损益	25.3	18.2	49.5	61.8	72.9
预收款项	5829.1	8871.9	11533.3	14942.5	19003.0	基本每股收益	1.57	1.55	1.40	1.75	2.06
应付职工薪酬	335.6	606.0	606.0	606.0	606.0	稀释每股收益	1.57	1.55	1.40	1.75	2.06
应交税费	522.6	1133.8	1133.8	1133.8	1133.8	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	770.4	906.3	906.3	906.3	906.3	成长性					
其他流动负债	4196.1	6247.4	10344.6	15090.7	19223.4	营收增长率	10.9%	1.0%	32.0%	28.1%	19.1%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	74.9%	19.9%	48.8%	26.4%	18.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	54.9%	48.2%	35.6%	24.8%	17.9%
负债合计	22973.7	40877.6	38608.7	50645.1	62168.2	盈利性					
股东权益合计	7591.0	10652.7	14651.8	18369.4	22663.7	销售毛利率	20.1%	25.1%	23.7%	23.2%	23.2%
现金流量表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	4.7%	6.8%	7.0%	6.8%	6.8%
净利润	1992	2932	3999	4991	5883	ROE	25.9%	27.3%	27.0%	26.8%	25.6%
折旧与摊销	345	431	715	780	853	ROIC	26.46%	21.70%	25.10%	25.31%	24.26%
经营活动现金流	369	9450	-6118	7376	8828	估值倍数					
投资活动现金流	-942	-3093	-793	-793	-793	PE	11.6	11.7	13.0	10.4	8.8
融资活动现金流	-296	-81	-975	-1265	-1527	P/S	0.5	0.8	0.9	0.7	0.6
现金净变动	-870	6276	-7886	5318	6507	P/B	3.0	3.2	3.5	2.8	2.3
期初现金余额	4131	3666	22905	15018	20337	股息收益率	#REF!	0.7%	1.8%	2.5%	3.1%
期末现金余额	3261	9942	15018	20337	26844	EV/EBITDA	7.0	3.8	7.3	5.1	3.4

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 12: 格力电器 (000651.SZ) DCF 折现模型

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	291348	392903	450895	524921	150442	133810	153628	176575	194182	213635	146747
所得税	38666	58936	67634	78738	22566	20072	23044	26486	29127	32045	22012
NOPLAT	201143	252682	333968	383260	446183	127875	113739	130584	150089	165055	181590
营运资金净变动	120091	1539047	-1194646	136969	158721	514517	211713	237490	271997	252340	276777
资本支出	-77147	-80000	-80000	-80000	-80000	-50000	-50000	-50000	-50000	-30000	-30000
自由现金流	1757644	-869209	518226	610165	655284	374660	422940	482281	482755	547808	397187

WACC	13.11%	Ke	12.60%
永续增长率	1.00%	Kd	18.43%
终值	145202.43	t	13.27%
企业价值	6773177.14	Rf	4.50%
非核心资产价值	3767967.42	E(Rm)	12.60%
债务价值	16592.95	Rm - Rf	8.10%
股权价值	6756584.19	D/A	0.48%
股本	281788.88	E/A	99.52%
每股价值 (元)	23.98	Beta	1.00

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	12.00%	24.69	24.89	25.11	25.35	25.62
	12.50%	24.20	24.38	24.57	24.79	25.02
	13.00%	23.75	23.91	24.08	24.27	24.47
	13.50%	23.32	23.47	23.62	23.79	23.97
	14.00%	22.93	23.06	23.20	23.35	23.51
	14.50%	22.56	22.68	22.80	22.94	23.08
	15.00%	22.22	22.32	22.43	22.55	22.68

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

格力电器（000651.SZ）是我国空调行业的龙头企业，2008 年主营业务收入达到 420 亿元，市场占有率第一。作为一家专注于空调产品的大型电器制造商，格力电器致力于为全球消费者提供技术领先、品质卓越的空调产品。在全球拥有珠海、重庆、合肥、巴西、巴基斯坦、越南 6 大生产基地，4 万多名员工，至今已开发出包括家用空调、商用空调在内的 20 大类、400 个系列、7000 多个品种规格的产品；拥有技术专利近 2000 项，自主研发的 GMV 数码多联一拖多机组、离心式大型中央空调、G-Matrik 直流变频空调等一系列高端产品填补了国内空白。

表 13: 格力电器 SWOT 分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	在空调领域，具有强大品牌力量和独特销售渠道管理模式。公司管理优秀，战略明确。	分值: 4.5
劣势	对供应商和销售商的资金依存度大。	分值: 4.0
机会	空调行业依然有较大的增长空间；市场增速放缓提供整合时机。	分值: 4.0
威胁	出口放缓、人民币升值及国内经济减速对企业增长造成威胁。	分值: 3.5

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好

表 14: 格力电器波特“五力”分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	较强的品牌和较大的生产规模使公司有较强的议价能力。	分值: 4.5
新进入壁垒	规模化生产和技术积累构成新进入壁垒。	分值: 3.5
客户力量	公司不完全是价格制定者，但是仍然有一定的谈判能力。	分值: 4.0
替代产品	电扇等替代产品，替代性不强。	分值: 4.0
竞争对手	主要竞争对手实力弱于公司。	分值: 4.0

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

青岛海尔（600690 SH）借助消费刺激政策提升市场份额

青岛海尔目前成为海尔集团的白色家电窗口，公司具有多样化的产品组合、优秀的管理团队和品牌，公司增长稳定性强，有长期的增长潜力和创造价值的能力，公司借助刺激消费政策将进一步提高空调、洗衣机等产品市场份额，原材料价格下跌也有助于公司提高赢利能力，我们给予公司推荐的评级，合理估值区间 30.52-34.6 元。

表 15: 青岛海尔（600690. SH）重要财务指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	30408.04	32979.42	52943.30	64506.75	76444.63
EBITDA(百万元)	1509.05	1838.43	3231.90	3955.86	4683.60
净利润(百万元)	768.18	1149.47	1879.51	2313.38	2837.26
摊薄 EPS(元)	0.57	0.86	1.40	1.73	2.12
PE(X)	48.79	32.60	19.94	16.20	13.21
EV/EBITDA(X)	24.01	17.55	10.09	7.65	5.84
PB(X)	4.87	4.28	3.42	2.76	2.23
ROIC	12.60%	13.31%	15.87%	17.72%	19.28%
总资产周转率	2.60	2.22	2.61	2.59	2.67

数据来源：公司年报，中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件：

行业增长与品牌拉动将是青岛海尔增长的主要驱动因素，目前青岛海尔电冰箱和洗衣机市场占有率处于第一位，空调市场占有率处于第三位，公司白色家电组合成为公司持续增长的动力，家电下乡和以旧换新政策的推广将有助于公司产品市场份额的提高，我们预计未来三年公司的营业收入复合增长率达到 32.34%，归属母公司净利润三年复合增长率达到 35.14%。

我们与市场的不同观点：

市场有观点认为，公司与集团的关系过于复杂，影响对公司的价值判断；我们认为公司在与集团交易时也有有利的一面，有助于公司降低原材料采购成本，随着集团公司对上市公司定位日益清晰，我们认为公司的市场份额将有进一步的提高，为股东创造财富的能力依然强劲。

公司估值与投资建议：

根据银河证券三阶段自由现金流模型，在 WACC=12.61%、Rf=4.5 和永续增长率=1%的假设前提下，青岛海尔的绝对估值价格为 30.52-34.6 元，目前公司 PE 估值为 19.94X、16.2X 和 13.21X，给予公司推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

政府继续推行刺激消费的政策和出口逐步复苏是公司股价表现的催化剂。

主要风险：

中国经济和世界经济的大幅放缓将会打击市场需求。

表 16: 青岛海尔财务预测表 (百万)

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2461.6	6282.5	10085.5	12288.3	14562.4	营业收入	30408.0	32979.4	52943.3	64506.8	76444.6
应收票据	2512.2	3505.0	4336.9	5284.1	6262.0	营业成本	23376.0	24263.1	39292.6	47803.4	56632.6
应收账款	794.6	1204.6	1658.6	2020.9	2394.9	营业税金及附加	95.5	134.7	216.3	263.5	312.3
预付款项	168.6	97.3	-18.2	-158.7	-325.2	销售费用	4074.6	4984.2	7547.8	9160.0	10876.7
其他应收款	73.4	63.1	101.3	123.4	146.3	管理费用	1691.2	2116.2	3123.7	3805.9	4433.8
存货	1852.9	1742.5	2691.3	3274.2	3878.9	财务费用	103.7	-8.0	143.9	192.4	107.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	51.5	25.7	25.7	25.7	25.7
长期股权投资	1383.6	1527.3	1527.3	1527.3	1527.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2455.9	2449.5	2237.8	1991.3	1724.6	投资收益	151.1	167.1	167.1	167.1	167.1
在建工程	204.0	261.9	231.0	215.5	207.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1166.7	1630.5	2760.4	3423.0	4222.9
无形资产	134.9	197.9	178.1	158.3	138.5	营业外收支净额	-29.6	109.6	109.6	109.6	109.6
长期待摊费用	0.6	1.2	1.0	0.9	0.8	税前利润	1137.1	1740.2	2870.1	3532.6	4332.6
资产总计	12230.6	17497.2	23041.5	26736.5	30529.3	减: 所得税	158.4	365.5	459.2	565.2	693.2
短期借款	174.7	0.0	3575.3	2741.8	1262.2	净利润	978.7	1374.6	2410.9	2967.4	3639.4
应付票据	638.8	2615.0	1076.5	1309.7	1551.6	归属于母公司净利润	768.2	1149.5	1879.5	2313.4	2837.3
应付账款	1614.1	3156.9	3767.8	4583.9	5430.5	少数股东损益	210.5	225.1	531.3	654.0	802.1
预收款项	1025.3	989.4	1431.3	1969.6	2607.7	基本每股收益	0.57	0.86	1.40	1.73	2.12
应付职工薪酬	90.1	294.8	294.8	294.8	294.8	稀释每股收益	0.57	0.86	1.40	1.73	2.12
应交税费	-93.3	131.0	131.0	131.0	131.0	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	687.9	1190.3	1190.3	1190.3	1190.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	469.2	740.9	1021.4	营收增长率	3.2%	8.5%	60.5%	21.8%	18.5%
长期借款	79.4	0.0	50.0	80.0	110.0	EBIT 增长率	38.6%	26.5%	86.5%	25.7%	20.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	19.4%	49.6%	63.5%	23.1%	22.6%
负债合计	4529.5	8744.9	12072.8	13128.6	13686.1	盈利性					
股东权益合计	7701.1	8752.2	10962.3	13601.4	16836.7	销售毛利率	23.1%	26.4%	25.8%	25.9%	25.9%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
净利润	979	1375	2411	2967	3639	ROE	10.0%	13.1%	17.1%	17.0%	16.9%
折旧与摊销	338	357	469	482	494	ROIC	12.60%	13.31%	15.87%	17.72%	19.28%
经营活动现金流	1318	4626	555	3560	4268	估值倍数					
投资活动现金流	-1056	-236	-33	-33	-33	PE	48.8	32.6	19.9	16.2	13.2
融资活动现金流	-223	-569	3281	-1324	-1961	P/S	1.2	1.1	0.7	0.6	0.5
现金净变动	39	3821	3803	2203	2274	P/B	4.9	4.3	3.4	2.8	2.2
期初现金余额	2421	2462	6282	10085	12288	股息收益率	0.5%	0.7%	0.5%	0.9%	1.1%
期末现金余额	2460	6282	10085	12288	14562	EV/EBITDA	24.0	17.6	10.1	7.7	5.8

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 17: 青岛海尔（600690 SH）DCF 折现模型

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	148113	276295	347397	418926	313799	337316	374148	320500	339383	221979	133415
所得税	31113	44207	55584	67028	47070	50597	56122	48075	50907	33297	20012
NOPLAT	100770	116999	232088	291814	351898	266729	286718	318026	272425	288475	188682
营运资金净变动	25210	321734	-245478	8536	19408	53977	53169	69817	82983	98833	122103
资本支出	0	-20000	-20000	-20000	-20000	-20000	-10000	-10000	-10000	-10000	-10000
自由现金流	474463	13505	328538	400740	351364	371756	430618	398936	431513	355628	288441

WACC	12.61%	Ke	13.26%
永续增长率	1.00%	Kd	14.74%
终值	97039.19	t	21.01%
企业价值	4456402.28	Rf	6.00%
非核心资产价值	1789520.86	E(Rm)	12.60%
债务价值	371056.45	Rm - Rf	6.60%
股权价值	4085345.83	D/A	9.14%
股本	133851.88	E/A	90.86%
每股价值（元）	30.52	Beta	1.10

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.50%	33.62	34.03	34.48	34.99	35.55
	11.00%	32.65	33.01	33.40	33.84	34.32
	11.50%	31.76	32.07	32.42	32.80	33.21
	12.00%	30.94	31.22	31.52	31.85	32.21
	12.05%	30.87	31.14	31.44	31.76	32.12
	13.00%	29.49	29.71	29.94	30.20	30.48
	13.05%	29.43	29.64	29.87	30.12	30.40

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 18: 青岛海尔 SWOT 分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	在冰箱领域，具有强大品牌力量，公司管理优秀。	分值：4.5
劣势	公司在空调领域处于第三的位置，竞争力期待加强，成本控制水平有待提高。	分值：4.0
机会	公司有望借助家电下乡提高冰箱市场份额。	分值：4.0
威胁	产品出口面临人民币升值、贸易摩擦等威胁；空调领域竞争对手强。	分值：3.5

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好

表 19: 青岛海尔波特“五力”分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	生产规模优势和品牌优势使公司有较强的议价能力。	分值：4.5
新进入壁垒	规模化生产和技术积累构成新进入壁垒。	分值：3.5
客户力量	公司不完全是价格制定者，但是仍然有相当强的谈判能力。	分值：4.0
替代产品	替代产品少，替代性不强。	分值：4.0
竞争对手	空调的主要竞争对手实力强，而冰箱的竞争对手弱于公司。	分值：4.0

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

插图目录

图 1: 2010 年 12 月投资组合表现	4
图 2: 2010 年 12 月投资组合品种负贡献度	4
图 3: 2010 年 12 月投资组合品种表现	5
图 4: 2010 年 12 月 100 亿市值以上主板上市公司回报	5
图 5: 2010 年 12 月家电上市公司回报	6
图 6: 2008-2010 空调国内市场销量 (万台)	7
图 7: 2008-2010 空调出口销量 (万台)	7
图 8: 2008-2010 冰箱国内市场销量 (万台)	8
图 9: 2008-2010 冰箱出口销量 (万台)	8
图 10: 2008-2010 洗衣机国内市场销量 (万台)	8
图 11: 2008-2010 洗衣机出口销量 (万台)	8

表格目录

表 1: 2010 年 12 月投资组合	4
表 2: 2010 年 12 月家电行业市值前 5 名和后 5 名	6
表 3: 国际估值比较	9
表 4: 2011 年 1 月投资组合细分表	9
表 5: 美的电器 (000527.SZ) 重要财务指标预测	10
表 6: 美的电器 (000527 SZ) 财务预测表 (百万)	11
表 7: 美的电器 (000527 SZ) DCF 折现模型	12
表 8: 美的电器 SWOT 分析	12
表 9: 美的电器波特“五力”分析	12
表 10: 格力电器 (000651. SZ) 重要财务指标预测	13
表 11: 格力电器财务预测表 (百万)	14
表 12: 格力电器 (000651. SZ) DCF 折现模型	15
表 13: 格力电器 SWOT 分析	16
表 14: 格力电器波特“五力”分析	16
表 15: 青岛海尔 (600690. SH) 重要财务指标预测	17
表 16: 青岛海尔财务预测表 (百万)	18
表 17: 青岛海尔 (600690 SH) DCF 折现模型	19
表 18: 青岛海尔 SWOT 分析	19
表 19: 青岛海尔波特“五力”分析	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908