



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 11 月 10 日

家电及相关

研究部

郭海燕*

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

行业需求增长放缓, 毛利率或将继续提升

三季度总结及四季度展望

三季度回顾:

- 1、三季度家电公司业绩表现较为平淡, 白电行业略低于预期, 彩电行业略好于预期, 行业整体呈现两个趋势: 1) 行业需求增速整体显著放缓, 白电黑电分化; 白电内销出口增长均明显下降, 公司营业收入增速相应下滑; 彩电行业表现相对良好, 内销量保持 25+% 增长; 2) 毛利率有所回升, 随着原材料价格的下降, 四季度毛利率有望继续保持提升趋势。
- 2、从个股看, 三季度单季度利润增速排序前三为海信 (75%)、海尔 (40%)、华帝 (50%), TCL 集团和四川长虹在去年微利情况下也有较高增长。收入增速排序前三为: TCL 集团 (27%)、格力 (24%)、华帝 (24%), 青岛海尔增长 20%, 苏泊尔增长 23%。毛利率同比有增长的有海信、TCL 集团、海尔和美的, 小家电毛利率普遍小幅下降, 体现出该市场的消费热度有所衰减。
- 3、从 3 季度大家电行业出货量看, 内销显著放缓: 空调 1603 万台 (YoY16%); 冰箱 1541 万台 (YoY12%); 洗衣机 890 万台 (YoY3%); LCD 彩电 959 万台 (YoY26%); 出口依然疲软: 空调出口 824 万台 (YoY0%), 冰箱 532 万台 (YoY2%); 洗衣机 517 万台 (YoY19%); LCD 彩电 1541 万台 (YoY5%)。
- 4、品牌竞争方面, 龙头企业优势明显。1) 内销: 美的系转变经营策略, 注重盈利增长, 空冰洗各产品线市场份额明显收缩, 海尔加大促销力度, 冰箱、洗衣机市场份额回升, 格力出货增长也很强劲, 根据第三方数据, 格力三季度空调内销市场份额超过 40%。2) 出口: 格力整合空调出口订单, 美的放弃部分低利润率订单。
- 5、产品结构和价格: 根据中怡康数据, 3 季度白电产品销售均价继续小幅提高, 空调产品提价幅度较大, 达 10+%; LCD 彩电均价同比下调 5%。产品结构继续改善: 3 季度变频空调销售占比维持在 40% 以上, 9 月达到 54%; LED 彩电销售量占比快速提高, 3 季度接近 60%。

四季度展望:

白电: 5-7 月全国气温不高, 且雨水较多, 空调、冰箱销售旺季销售在去年高基数基础上增长未超预期, 旺季结束库存较高, 8-9 月新冷年开盘行业出货不旺, 4 季度进入淡季内销出货增长难有显著改观。彩电: 在面板价格下降带来的零售均价下降和 LED 和 3D 新品的不断推出的刺激下预计 4 季度出货量能够维持 20+% 增长。

预计 4 季度在原材料成本下降条件下, 白电毛利率将有所回升, 体现提价和新品推出传导成本压力; 三季度面板价格同比下调 25% 左右, 短期难见反弹, 彩电 4 季度毛利率维持较好水平, 同比仍有提升, 环比保持稳定。

投资建议:

家电板块 3 季度下跌 19%, 同期大盘下跌 15%, 跑输大盘 4 个百分点, 板块近期调整幅度较大主要反映了市场对近期需求增长放缓和政策退出的担忧。三季报业绩表现平淡, 板块整体近期缺乏催化剂, 2011 全年行业难超预期。

目前家电依然是消费行业中的估值较低的板块, 龙头企业估值在历史底部, 具备一定的安全边。但短期来看, 受行业增长放缓影响可能很难获得超额收益。板块内选股优先次序为: 海信电器 (2011 年 9x)、格力电器 (11x, 公开增发即将启动)、青岛海尔 (10x)、美的电器 (2011 年 13x), 港股重点关注海尔电器 (10x) 和创维数码 (8x)。

预计行业数据转好会在明年二季度, 届时今年家电下乡销售的高基数将得到释放, 而 2009 年开工高潮的商品房也将交付并带来一定的新增消费。该板块龙头公司地位突出, 具备技术创新和渠道掌控能力, 中长期投资价值仍然显著。

*报告贡献人: 于奔 (yuben@cicc.com.cn)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 季度业绩分析

股票代码	公司名称	营业收入				净利润				1-3Q2011 EPS		三季报是否超预期
		1Q11	2Q11	3Q11	1-3Q11	1Q11	2Q11	3Q11	1-3Q11	未摊薄	摊薄	
白色家电												
600690.CH	青岛海尔	16,478	21,516	18,837	56,832	531	996	729	2,256	0.84		符合
	YoY	23%	14%	20%	17%	47%	8%	40%	25%			
000527.CH	美的电器	30,481	31,556	19,841	81,878	711	1,264	905	2,880	0.85		低于
	YoY	96%	34%	9%	43%	18%	12%	2%	10%			
000651.CH	格力电器	17,274	22,965	23,835	64,075	935	1,273	1,565	3,773	1.34	1.27	略低于
	YoY	69%	54%	24%	45%	46%	36%	19%	31%			
小家电												
002032.CH	苏泊尔	1,917	1,562	1,842	5,321	142	89	121	353	0.61		符合
	YoY	36%	27%	23%	29%	34%	22%	12%	22%			
002242.CH	九阳股份	1,225	1,372	1,410	4,007	122	153	175	450	0.59		符合
	YoY	45%	-12%	-11%	0%	47%	-20%	-9%	-3%			
002403.CH	爱仕达	519	507	548	1,574	25	8	-0	32	0.13		低于
	YoY	6%	2%	10%	6%	17%	-40%	-102%	-38%			
002035.CH	华帝股份	409	498	517	1,424	17	39	31	92	0.41		低于
	YoY	19%	18%	24%	20%	42%	77%	50%	70%			
彩电												
600060.CH	海信电器	4,994	4,805	6,666	16,464	264	254	368	886	1.02		高于
	YoY	-5%	13%	14%	7%	92%	131%	75%	94%			
000100.CH	TCL 集团	13,374	13,981	16,529	43,884	223	315	287	826	0.10		符合
	YoY	12%	24%	27%	21%	245%	239%	659%	323%			
1070.HK	TCL多媒体	6,581	6,863	9,698	23,141	34	97	260	391	0.36		高于
	YoY	-3%	22%	38%	19%	-22%	126%	140%	217%			
000016.CH	深康佳A	3,340	3,526	4,546	11,411	-77	-118	31	-164	-0.14		高于
	YoY	-22%	-4%	0%	-9%	-316%	-874%	199%	-368%			
600839.CH	四川长虹	10,538	12,450	13,179	36,167	103	128	43	274	0.06		低于
	YoY	19%	27%	23%	23%	1734%	266%	-19%	192%			
未覆盖的已预增公司												
000418.CH	小天鹅	3,831	2,916	2,618	9,366	135	145	142	422	0.67		符合
	YoY	49%	-1%	-8%	12%	19%	8%	4%	9%			
000521.CH	美菱电器	2,214	3,261	1,968	7,443	38	88	5	131	0.21		符合
	YoY	13%	24%	-15%	8%	-66%	-18%	-94%	-56%			

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 毛利率、净利润率同比变动

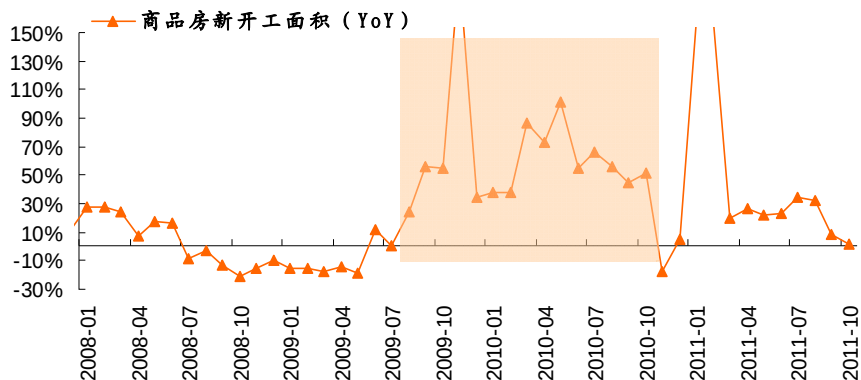
公司名称	毛利率			净利润率			毛利率			净利润率		
	3Q2010	3Q2011	变动	3Q2010	3Q2011	变动	1-3Q2010	1-3Q2011	变动	1-3Q2010	1-3Q2011	变动
白电												
600690 CH Equity 青岛海尔	22.6%	25.1%	2.5%	3.3%	3.9%	0.6%	24.9%	24.4%	-0.5%	3.5%	4.0%	0.4%
000527 CH Equity 美的电器	13.6%	20.3%	6.7%	5.1%	4.6%	-0.6%	16.1%	17.8%	1.7%	4.8%	3.5%	-1.2%
000651 CH Equity 格力电器	25.6%	20.8%	-4.8%	6.9%	6.6%	-0.3%	20.7%	17.7%	-2.9%	6.5%	5.9%	-0.6%
小家电和厨电												
002032 CH Equity 苏泊尔	27.4%	26.0%	-1.4%	7.3%	6.6%	-0.7%	28.3%	27.4%	-0.9%	7.0%	6.6%	-0.3%
002242 CH Equity 九阳股份	37.0%	34.6%	-2.4%	12.1%	12.4%	0.3%	37.1%	35.4%	-1.7%	11.7%	11.2%	-0.4%
002403 CH Equity 爱仕达	26.8%	25.4%	-1.4%	3.5%	-0.1%	-3.6%	27.9%	27.3%	-0.6%	3.5%	2.0%	-1.5%
002035 CH Equity 华帝股份	32.3%	33.2%	0.9%	4.9%	5.9%	1.0%	33.1%	33.3%	0.2%	4.6%	6.1%	1.5%
彩电												
600060 CH Equity 海信电器	17.1%	19.3%	2.3%	3.6%	5.5%	1.9%	16.0%	20.0%	4.0%	3.0%	5.4%	2.4%
000100 CH Equity TCL 集团	12.2%	15.3%	3.2%	0.3%	1.7%	1.4%	13.1%	15.2%	2.2%	0.5%	1.9%	1.3%
000016 CH Equity 深康佳A	15.2%	14.8%	-0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	15.5%	14.9%	-0.5%	0.5%	-1.4%	-1.9%
600839 CH Equity 四川长虹	14.3%	13.9%	-0.4%	0.5%	0.3%	-0.2%	15.1%	15.1%	0.1%	0.3%	0.8%	0.4%
未覆盖												
000418 CH Equity 小天鹅	14.8%	15.5%	0.7%	4.8%	5.4%	0.6%	15.4%	16.5%	1.1%	4.7%	4.5%	-0.2%
000521 CH Equity 美菱电器	24.2%	22.0%	-2.1%	3.4%	0.2%	-3.2%	24.5%	21.6%	-2.9%	4.3%	1.8%	-2.6%
000921 CH Equity ST科龙	19.2%	19.2%	0.0%	2.9%	0.9%	-1.9%	17.5%	17.7%	0.2%	3.3%	2.1%	-1.1%
002508 CH Equity 老板	54.6%	52.9%	-1.7%	11.5%	12.1%	0.6%	54.8%	52.0%	-2.8%	10.9%	11.5%	0.7%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

2012 年潜在商品房供应量大

图表 3：商品房新开工面积同比增长

房屋竣工面积一般滞后于新开工面积 24 个月，2009 年中开始商品房新开工井喷，意味着 2012 年商品房竣工面积同比将有大幅增加，商品房潜在供给将有明显提高，在保持一定去化率的情况下，明年房地产销售同比将保持增长。



资料来源：CEIC，中金公司研究部

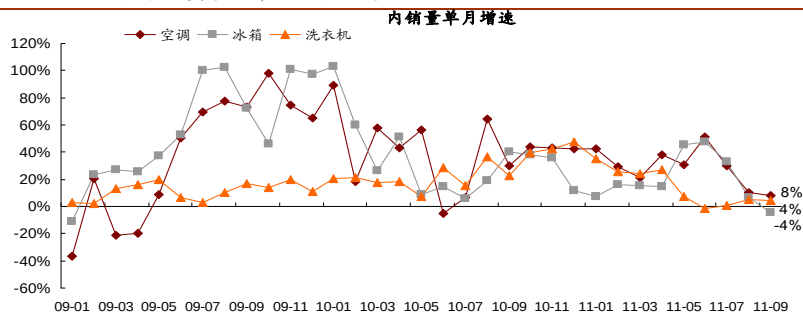
月度销量

内销出货：

3 季度白电内销增长显著下滑，空调内销出货 1603 万台 (YoY16%)；冰箱 1541 万台 (YoY12%)；洗衣机 890 万台 (YoY4%)；LCD 彩电 959 万台 (YoY26%)。

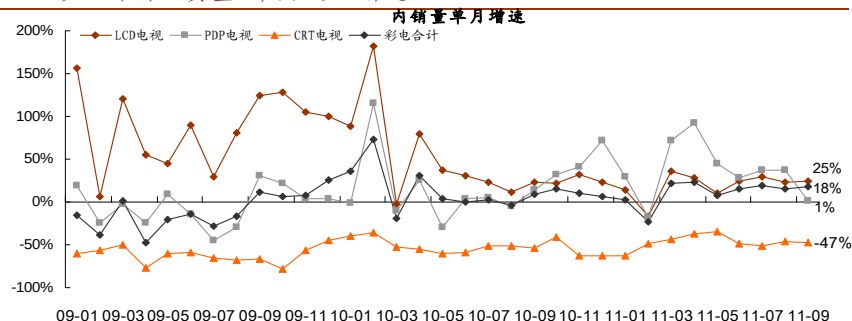
前 3 季度累计，空调出货 4966 万台 (YoY28%)；冰箱 4902 万台 (YoY20%)；洗衣机 2681 万台 (YoY14%)；LCD 彩电 2754 万台 (YoY18%)。

图表 4：白电内销出货量 单月同比增速



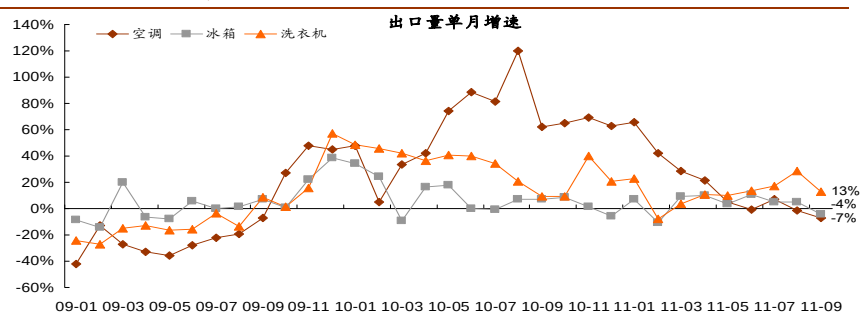
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 5：彩电内销出货量 单月同比增速



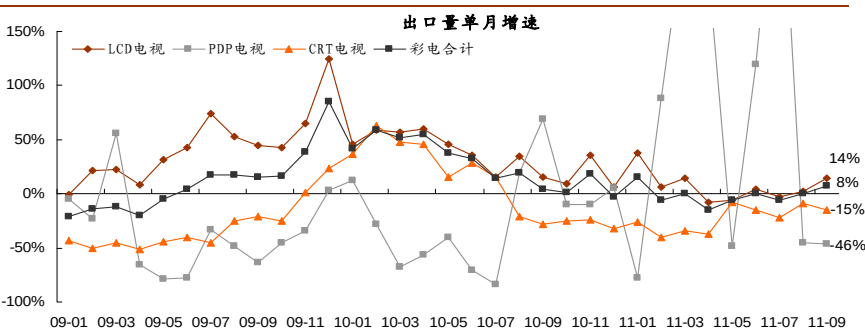
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 6：白电出口量 单月同比增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部测算

图表 7：彩电出口量 单月同比增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部

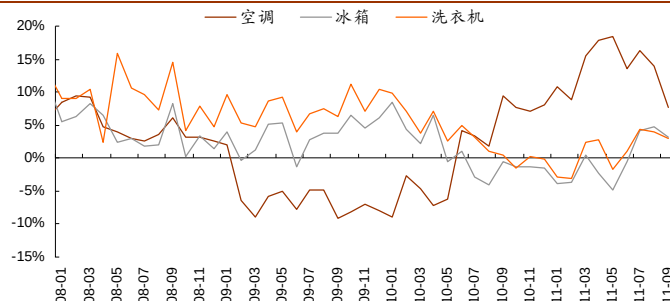
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

零售价格和产品结构

零售均价：

三季度空调提价明显，零售价格保持平均提高 10% 以上；9 月变频空调销售占比大幅提高至 53.99%，带动销售均价提高。冰箱、洗衣机但销售均价同比微涨。

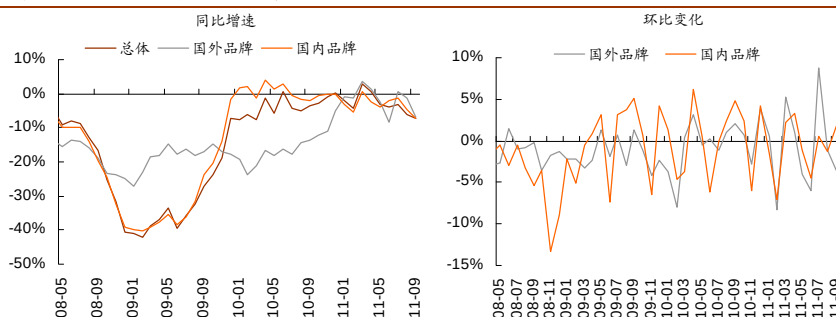
图表 8：白电零售价格 单月同比增速



资料来源：中怡康，中金公司研究部

彩电行业 3 季度随着面板价格的持续走低，内外资品牌零售均价同比均有下调。根据中怡康数据，外资品牌零售量市场份额为 32%。

图表 9：彩电零售价格 单月同比/环比增速

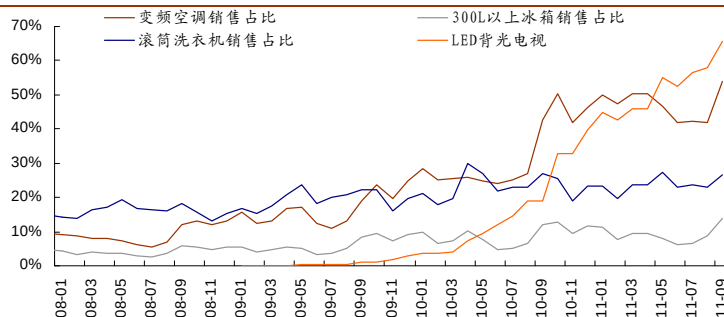


资料来源：中怡康，中金公司研究部

产品结构：

3 季度大家电产品结构继续保持明显提升趋势，LED 电视和变频空调销售占比提高最为明显，9 月零售占比分别达到 53.99% 和 53.99%；冰箱和洗衣机产品结构整体维持向上趋势不变，9 月高端产品销售占比接近甚至超过历史高点；

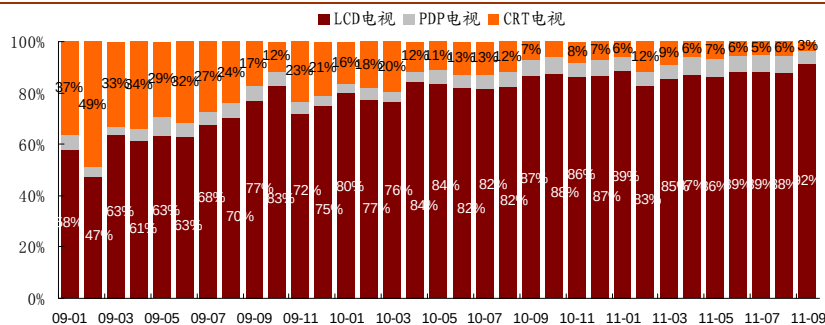
图表 10：产品结构变化



资料来源：中怡康，中金公司研究部

LCD 彩电销售占比保持在 80% 以上，9 月甚至达到 92%。

图表 11：彩电产品结构变化



资料来源：产业在线，中金公司研究部

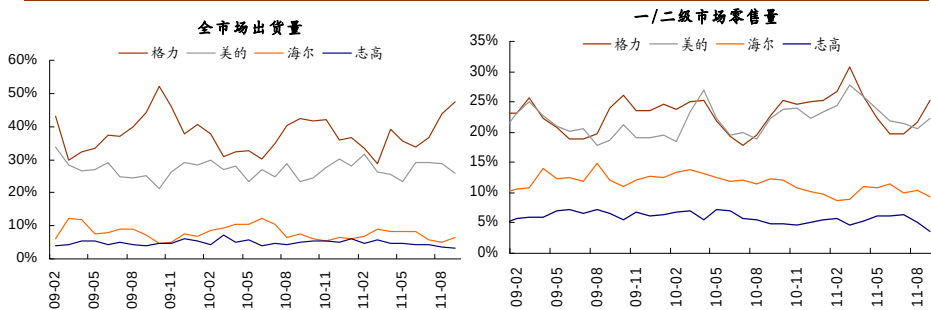
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

市场份额

图表 12：空调内销市场份额变化

3 季度格力延续了淡季优势明显的传统，市场份额显著提升。出货量市场份额达到 47.5%。

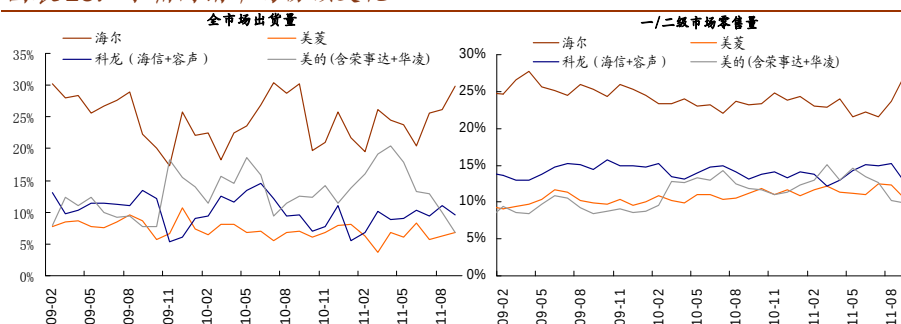
美的经营策略由“上规模”向“保盈利”转变，空调全市场出货量份额下降，但一二级市场零售市场份额仍有小幅提升。



资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

三季度海尔采取促销推广举措，海尔冰箱三季度整体出货量和一/二级市场零售份额都显著提升，行业优势扩大，相应美的系冰箱三季度市场份额出现明显下滑。

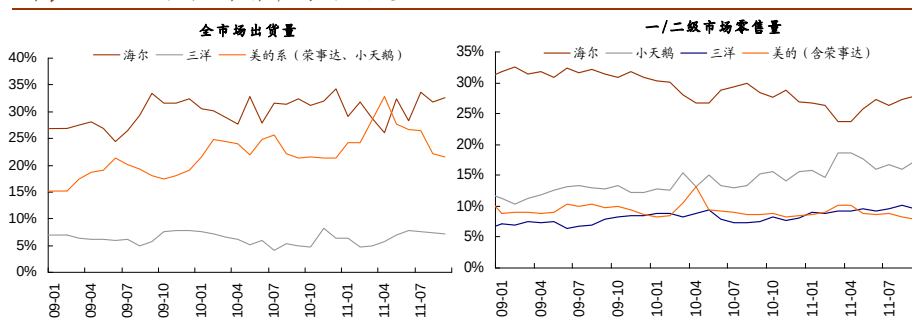
图表 13：冰箱内销市场份额变化



资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

海尔洗衣机出货份额基本保持稳定，一/二级市场零售份额略有提高，美的系有所下滑。三洋洗衣机整体出货份额也开始出现小幅下降，但一二级市场零售市场份额小幅增长。

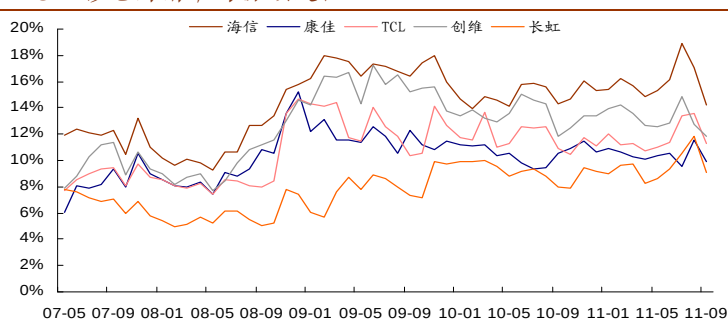
图表 14：洗衣机内销市场份额变化



资料来源：产业在线，中怡康，中金公司研究部

国内品牌 3 季度内销市场份额冲高回落，整体维持稳定。

图表 15：LCD 彩电内销市场份额变化

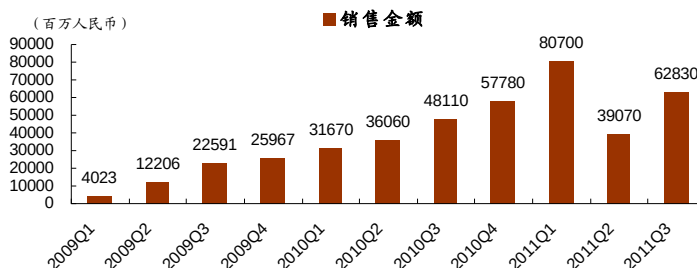


资料来源：中怡康，中金公司研究部

家电下乡和以旧换新热情不减

前 3 季度全国累计销售家电下乡产品 7240.1 万台，实现销售额 1826 亿元，同比分别增长 0.3 倍和 1 倍。

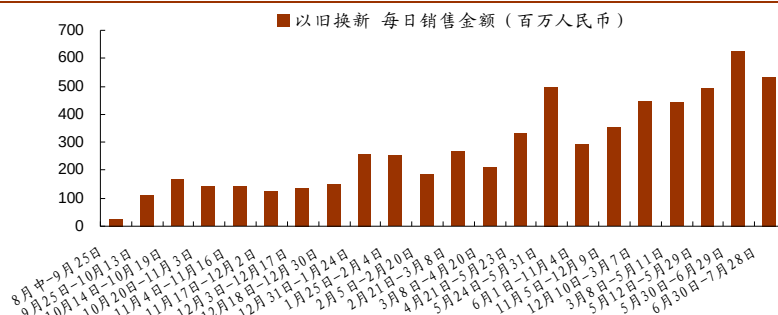
图表 16: 家电下乡单季度销售金额



资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 17: 以旧换新每日销售金额

截至2011年7月28日,家电以旧换新销售量突破6000万台,达6011.6万台。直接拉动家电消费2229.6亿元。



资料来源：以旧换新信息系统，中金公司研究部

上游压缩机预示 4 季度行业出货不乐观

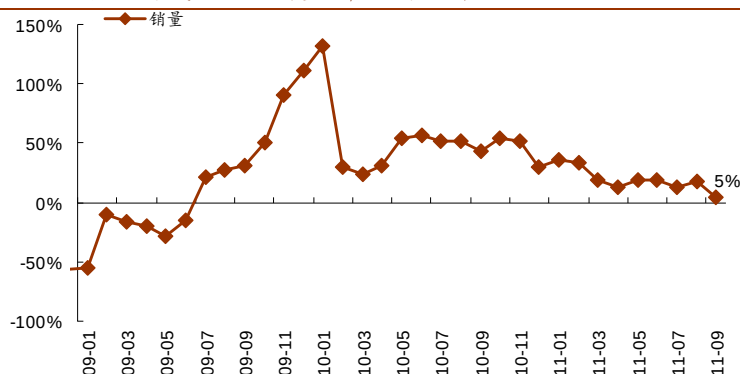
三季度上游压缩机同比增长继续下降,意味着 4 季度下游冰箱和空调出货不乐观。

空调压缩机内销出货:

3 季度空调压缩机同比增速较 2 季度大幅放缓。3 季度空调旋转压缩机内销出货 2756 万台 (YoY12%)。

前 3 季度累计,空调压缩机出货 9441 万台 (YoY19%)。

图表 18: 空调旋转式压缩机销量 单月同比增速



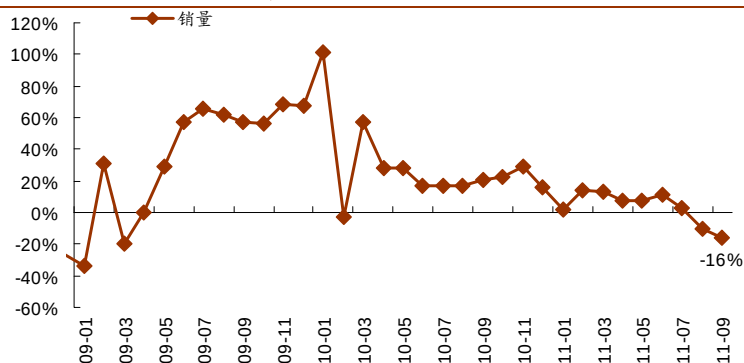
资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

冰箱压缩机内销出货:

3 季度冰箱压缩机同比增速较 2 季度进一步下降。3 季度冰箱压缩机内销出货 2288 万台 (YoY-7%)。

前 3 季度累计,冰箱压缩机出货 8175 万台 (YoY4%)。

图表 19: 冰箱压缩机销量 单月同比增速

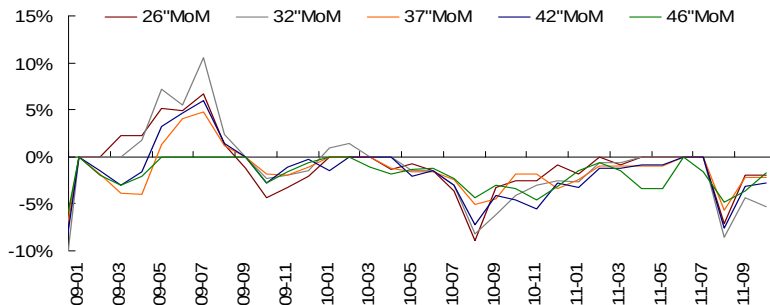


资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

LCD 面板价格和出货量

3 季度 LCD 面板价格继续大幅下跌，尤其是 8 月份，单月环比跌幅达到 5%-7%，这给彩电企业降价带来空间。此外，在存货可控的情况下，有利于旺季的利润率回升。10 月份面板价格仍旧出现了小幅的下跌，但是 11 月份已经企稳。

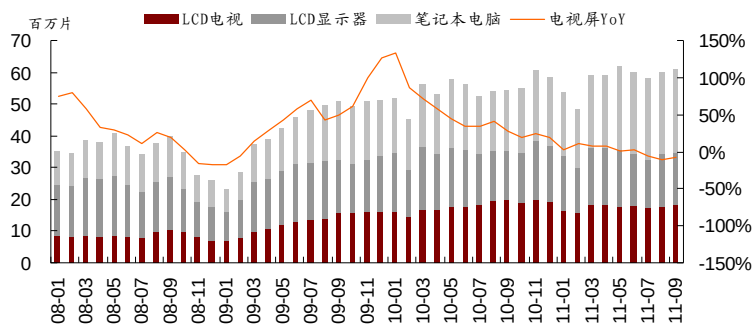
图表 20: LCD 电视面板价格



资料来源: DisplaySearch, 中金公司研究部

随着面板价格大幅下降，主要厂商均采取限产措施，3 季度大尺寸 LCD 面板全球出货量回落至 1.80 亿片，同比增长 12%，增速较 2 季度 7%明显提高。其中电视用屏出货量达 5330 万片，同比下降 8%，较 2 季度 3%回落。

图表 21: LCD 面板全球出货量

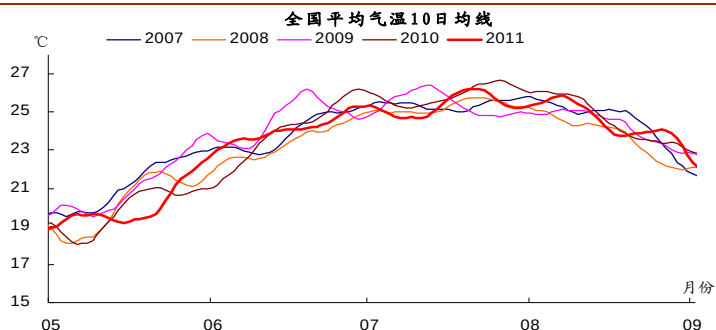


资料来源: DisplaySearch, 中金公司研究部

气温和房地产销售

图表 22：全国平均气温 10 日均线

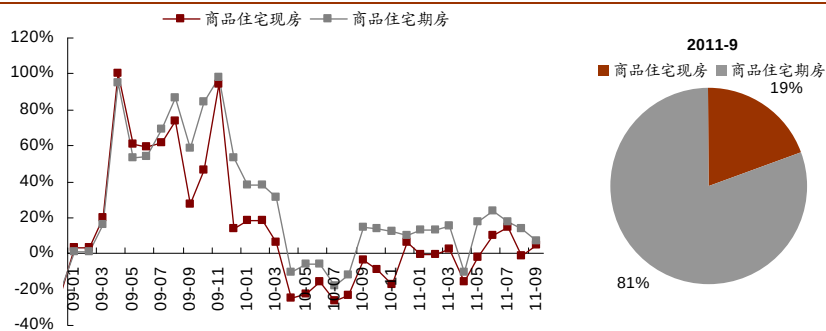
今天 5 月以来，全国平均气温较前两年，尤其是去年都有所降低，一定程度上制约了空调、冰箱等产品旺季销售。



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 23：全国商品房销售面积单月增速和结构

房地产政策未见松动，3 季度全国现房和期房的销售增速都大幅下滑，9-10 月的销售旺季也未见回暖。



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 24：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	13.72	7,333	3,127	69%	3,570	14%	4,769	34%	0.92	1.05	1.41	14.8	13.0	9.7	23.5%	0.55
	000651.CH	格力电器	20.05	8,923	4,276	47%	5,341	25%	6,513	22%	1.44	1.80	2.20	13.9	11.1	9.1	23.4%	0.48
	600690.CH	青岛海尔	10.25	4,338	2,035	47%	2,858	40%	3,564	25%	0.76	1.07	1.33	13.5	9.6	7.7	32.4%	0.30
	600983.CH	合肥三洋	10.96	922	302	46%	369	22%	477	29%	0.57	0.69	0.89	19.3	15.8	12.2	25.6%	0.62
	000418.CH	小天鹅A	11.50	1,046	507	79%	626	23%	764	22%	0.80	0.99	1.21	14.3	11.6	9.5	22.7%	0.51
	000521.CH	美菱电器	6.04	542	326	8%	342	5%	378	10%	0.51	0.54	0.59	11.8	11.2	10.2	7.7%	1.45
	000921.CH	ST科龙	4.92	800	585	274%	470	-20%	408	-13%	0.43	0.35	0.30	11.4	14.2	16.3	-16.5%	-0.86
A股平均														13.5	11.0	8.7		
黑电	000100.CH	TCL集团	2.17	2,905	433	-8%	924	114%	600	-35%	0.05	0.11	0.07	42.5	19.9	30.6	17.8%	1.12
	600839.CH	四川长虹	2.69	1,961	292	146%	412	41%	594	44%	0.06	0.09	0.13	42.5	30.2	20.9	42.6%	0.71
	000016.CH	深康佳	3.91	602	84	-45%	-52	-162%	54	203%	0.07	-0.04	0.04	56.1	n.a.	87.2	-19.8%	n.a.
	600060.CH	海信电器	13.24	1,817	835	68%	1,272	52%	1,371	8%	0.96	1.47	1.58	13.7	9.0	8.4	28.2%	0.32
A股平均														28.1	18.1	17.6		
小家电	002242.CH	九阳股份	9.04	1,086	591	-3%	609	3%	661	8%	0.78	0.80	0.87	11.6	11.3	10.4	5.7%	1.97
	002403.CH	爱仕达	11.95	453	62	-26%	57	-8%	61	7%	0.26	0.24	0.25	46.1	50.3	47.2	-1.2%	-43.38
	002032.CH	苏泊尔	18.41	1,678	404	30%	505	25%	639	26%	0.70	0.88	1.11	26.3	21.0	16.6	25.8%	0.82
	002035.CH	华帝股份	10.73	378	121	122%	141	16%	173	23%	0.54	0.63	0.77	19.7	17.0	13.9	19.2%	0.89
	002035.CH	华帝股份(经常性)	10.73	378	98	97%	141	43%	173	23%	0.44	0.63	0.77	24.4	17.0	13.9	32.7%	0.52
	002508.CH	老板电器	16.50	667	134	64%	175	30%	221	26%	0.52	0.68	0.86	31.4	24.2	19.1	28.3%	0.86
	002543.CH	万和电气	22.40	708	186	48%	236	27%	304	29%	0.93	1.18	1.52	24.1	19.0	14.7	27.9%	0.68
A股平均														23.7	20.3	16.9		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	7.68	2,311	964	115%	1,432	49%	1,816	27%	0.52	0.74	0.93	14.7	10.4	8.2	37.2%	0.28
	0921.HK	海信科龙	1.77	800	735	314%	516	-30%	513	0%	0.54	0.38	0.38	3.3	4.6	4.7	-16.4%	-0.28
	0449.HK	志高控股	0.36	391	455	45%	358	-21%	469	31%	0.06	0.05	0.07	6.3	7.6	5.5	1.6%	4.80
H股平均														7.2	6.6	5.3		
黑电	0751.HK	创维	4.39	1,497	1,174	-6%	1,338	14%	1,490	11%	0.46	0.52	0.58	9.6	8.4	7.5	12.7%	0.66
	1070.HK	TCL多媒体	2.45	338	-983	-348%	216	122%	327	52%	-0.91	0.20	0.30	n.a.	12.3	8.1	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	4.72	676	702	2950%	788	12%	948	20%	0.63	0.71	0.85	7.5	6.7	5.5	16.2%	0.41
H股平均														8.5	9.1	7.1		
美国	WHR.US	Whirlpool	53.30	4,074	619	89%	733	18%	496	-32%	8.10	9.59	6.49	6.6	5.6	8.2	-10.5%	-0.53
	UTX.US	United Technology	78.87	71,463	4,373	14%	4,945	13%	5,465	11%	4.83	5.46	6.03	16.3	14.5	13.1	11.8%	1.23
	GE.US	GE	16.48	173,985	11,644	6%	14,481	24%	16,291	12%	1.10	1.37	1.54	14.9	12.0	10.7	18.3%	0.66
美国平均														12.6	10.7	10.7		
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	117.40	5,527	3,997	53%	2,795	-30%	3,680	32%	13.30	9.30	12.24	8.8	12.6	9.6	-4.1%	-3.11
	ARCLK.TI	Arcelik	6.82	2,575	517	7%	552	7%	622	13%	0.77	0.82	0.92	8.9	8.3	7.4	9.7%	0.86
	DLG.IM	De'Longhi	7.89	1,615	75	132%	105	40%	121	16%	0.50	0.70	0.81	15.7	11.2	9.7	27.2%	0.41
	SK.FP	SEB	60.49	4,139	220	51%	263	20%	271	3%	4.41	5.27	5.43	13.7	11.5	11.1	11.0%	1.05
	PHIA.NA	Philips	14.70	20,311	1,446	253%	609	-58%	1,161	91%	1.43	0.60	1.15	10.3	24.3	12.8	-10.4%	-2.35
欧洲平均														11.5	13.6	10.1		
日本	6502.JP	Toshiba	346	18,879	126,864	8%	152,343	20%	171,120	12%	29.94	35.95	40.38	11.6	9.6	8.6	16.1%	0.60
	6367.JP	Daikin Industries	2269	8,564	44,338	123%	53,311	20%	62,000	16%	151.26	181.88	211.52	15.0	12.5	10.7	18.3%	0.68
	6752.JP	Panasonic	715	22,584	-266,174	460%	136,665	-151%	179,600	31%	-108.51	55.71	73.21	n.a.	12.8	9.8	n.a.	n.a.
	6758.JP	Sony	1387	17,942	-20,339	92%	92,788	-556%	139,445	50%	-20.25	92.36	138.80	-68.5	15.0	10.0	n.a.	n.a.
	6753.JP	Sharp	721	103	-5,256	127%	38,121	-825%	56,314	48%	-4.73	34.32	50.70	n.a.	21.0	14.2	n.a.	n.a.
日本平均														-14.0	14.2	10.7		
韩国	066570.KS	LG Electronics	63200	8,133	1,226,962	7%	-191,406	-116%	733,121	483%	8,482	n.a.	5,068	n.a.	n.a.	12.5	n.a.	n.a.
	005930.KS	Samsung Electronics	985000	129,086	15,799,040	64%	13,478,465	-15%	16,760,178	24%	107,258	91,504	113,783	9.2	10.8	8.7	3.0%	3.59
国际平均														9.2	10.8	10.6		

资料来源：Bloomberg，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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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