

低估值蓝筹，最后的价值洼地

格力电器 (000651.SZ)

推荐 维持评级

● A股整体估值中枢提升，公司估值徘徊底部，价值洼地

1. 无风险收益率下行，资产价格上涨；格力理应受益估值提升。

利率下行，推动资产价格上涨。A股整体估值中枢上移。格力股价一年未涨，目前相对估值已到历史低点。在市场整体估值提升背景下，格力作为稳健增长的蓝筹龙头，估值理应所有提升。

2. 改革预期强烈，提升资本市场的风险偏好；低估值蓝筹股受益。

改革方向明晰，市场风险补偿降低，风险偏好提升。低估值、高股息类股票吸引力加大。格力14年PE6.5倍，15年PE5.5倍，估值水平远低于汽车、建筑以及房地产龙头。

3. 增量资金入市；地产预期修正，格力超低估值亟待提升。

地产周期向下被市场充分反映。随着地产预期的修正，地产股已有大幅上涨，格力估值仍徘徊底部，超低估值已过度反映了市场悲观情绪。

4. 沪港通推动低估值蓝筹大幅上涨；格力符合价值选股标准。

本轮反弹，市场情绪亢奋，正向蓝筹切换。包括汽车、铁路、地产、钢铁等低估值、蓝筹股都已经有了较大涨幅，唯有白电龙表现平平。

5. 大宗商品价格暴跌，降低全社会生产成本，也利好格力盈利水平提升。

6. “走出去”战略引导主题投资；格力也直接和间接受益。

7. 国企改革方向基本确定，格力同样分享改革红利

8. 军工大发展，格力也受益。

● 行业绝对龙头：竞争力无可争议

公司未来业绩仍有稳健的增长，现金充沛，分红比例高，较低估值下，赚每年业绩增长和分红的钱，依然很可观。

1. 行业寡头，强者恒强，格力份额还有提升空间。
2. 寡头垄断，理应享有寡头利润，高盈利水平可以维持。
3. 空调有消费品属性，基本需求始终存在。
4. 增长未到天花板，新业务提供增长新动力。
5. 手握现金充足，分红比例高，高股息、低估值。

● 估值压制的因素已经淡化，行情一触即发

格力估值已处在A股市场最低水平，也处在公司历史最低点。过去估值压制因素已有改变，A股估值中枢上移后，格力估值亟待提升。

1. 对未来房地产悲观预期已有修正，格力估值上已过度反应。
2. 格力董明珠团队没有股价诉求，正说明股价没有泡沫。
3. 过分夸大互联网对产业的冲击，格力有足够资本适应新时代。

● 盈利预测及估值

预计公司2014/2015年EPS分别为4.65元/5.70元。目前股价对应2014年业绩PE估值不足6倍，对应15年估值5倍，分红比例40%以上，股息率已近8%。大盘估值中枢上移，估值比格力低、分红比例高的蓝筹股已所剩无几。格力有业绩、低估值、高股息，也分享“国企改革”、“军工”以及“走出去”的改革红利，维持“推荐”评级。

分析师

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

林寰宇

☎: 0755 82837313

✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

袁浩然

☎: 0755-82830346

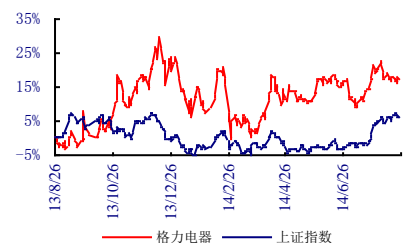
✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

市场数据 时间 2014.11.30

A股收盘价(元)	30.29
A股一年内最高价(元)	32.68
A股一年内最低价(元)	26.41
上证指数	2680.16
市净率	2.40
总股本(万股)	300786.54
实际流通A股(万股)	298621.16
限售的流通A股(万股)	2165.39
流通A股市值(亿元)	875.86

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

一、蛰伏一年，蓄势待涨

年初以来沪深 300 上涨 20.55%，上证综指上涨 26.79%。11 月，沪深 300 上涨 11.98%，上证综指上涨 10.85%。11 月以来，低估值蓝筹股，包括金融、地产、建筑等都有较大涨幅。

与之对应，家电龙头格力电器，年初以来，下跌 2.56%，11 月，仅上涨 6.65%。

预计格力 2014 年 EPS 4.65 元，2015 年预计利润增长 20%以上是大概率事件，EPS 5.60 元以上。目前格力股价 30 元，对应 14 年 PE 估值 6.5 倍，保守估计 15 年估值也在 5.5 倍左右。9 月末，格力在手现金 580 亿元，目前市值 911 亿元，每年稳定分红 40%以上。

格力是典型的价值蓝筹股。目前 A 股市场除金融地产外，估值低于格力、分红高于格力的龙头股已寥寥无几。分析此轮大盘上涨的主要逻辑线，我们认为格力是目前市场上为数不多的价值洼地，已完全具备上涨的各项逻辑。

概括此轮大盘蓝筹上涨的因素主要有：

1. 货币政策宽松，无风险收益率下行，资产价格上行；格力理应受益估值提升。

央行连续推出了一系列的宽松政策，包括多次下调正回购利率，推出各种形式的定向宽松政策措施，以防止经济增长滑出可容忍的区间以下。11 月 21 日，央行宣布降息，无风险收益率下行趋势基本确认。

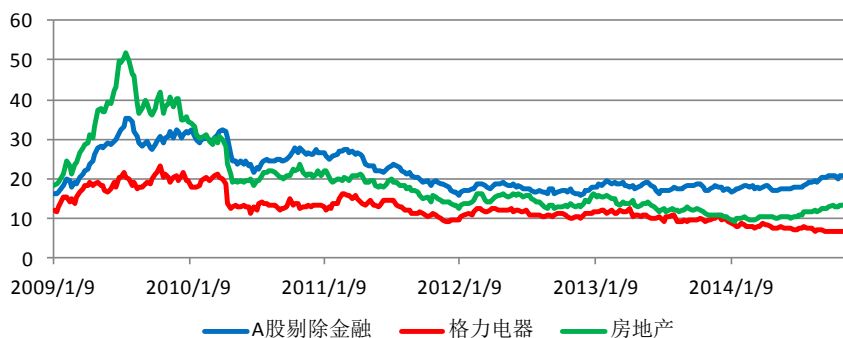
无风险收益率下行，低风险低收益资金，（诸如储蓄、银行理财产品、固定收益以余额宝等宝宝类货币型理财产品），开始寻求更高收益的资产，股票市场吸引力加大。

利率下行，推动资产价格上涨。反应在 EPS 上升（高负债企业）和估值上升。格力有息负债较低，利率下行对公司业绩影响不大。在市场整体估值提升背景下，格力作为低估值蓝筹，估值理应所有提升。

11 月，非银行金融板块上涨 31.44%，房地产板块上涨 14.3%。即便银行板块受利率下行盈利影响负面，整体也上涨 15.19%。而对应家电板块，11 月仅上涨 4.71%。其中，格力 11 月涨幅仅为 6.65%。

A 股剔除金融总体估值（TTM）年初 17 倍左右，到 11 月末提升到 22 倍。A 股整体估值中枢上移。唯有白电龙头估值始终向下，格力等龙头目前相对估值已到历史低点，是市场中为数不多的价值洼地。

图 1：A 股剔除金融、房地产板块以及格力估值比较（TTM 整体法）



数据来源：Wind，中国银河证券研究部

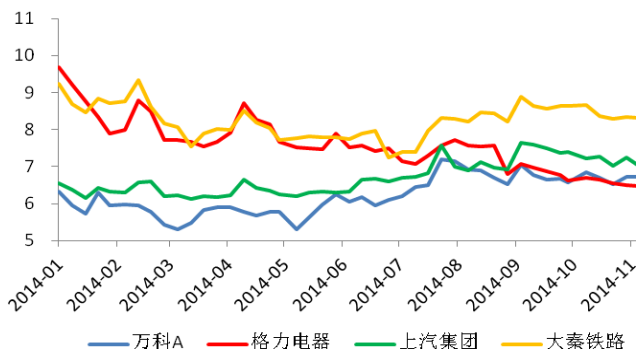
2. 反腐深化，改革预期强烈，提升资本市场的风险偏好；低估值蓝筹股受益。

十八大以来的反腐力度持续的有增无减，极大凸显了本届政府的改革决心。一方面，反腐堵住了经济中的很大一部分的“失灵”环节，让政策传导更为通畅有效；另一方面，反腐也增强了市场对改革后经济发展的信心。

与此同时，依法治国、京津冀、自贸区、国企改革、“一路一带”等一系列的国家战略举措，让市场对中国未来经济的走向更加明晰，消除了一部分的不确定性。

这些举措都会降低市场要求的风险补偿，提升投资者的风险偏好。过去追求稳定低收益资金，部分开始转向风险较高的股票资产，特别是低估值、高股息类股票吸引力加大。资本市场整体的估值水平提升。格力 14 年 PE6.5 倍，15 年 PE5.5 倍，股息率 7% 以上，作为低估值蓝筹，目前估值水平远低于汽车、建筑以及房地产龙头。

图 2: 主要低估值、蓝筹龙头估值比较 (TTM 整体法)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

3. 大类资产配置，地产资金入市；地产预期修正，格力超低估值亟待提升。

今年以来，房地产投资增速逐季降低，房价涨幅趋于放缓，而库存水平攀升，地产大周期拐点向下，资本在不动产上的投资热情逐步降温。

从大类资产配置角度看，相当多的资金开始撤出传统的高回报的房地产行业，转而投向股权市场。这一轮大类资产的转移，直接提升整个股权市场的估值水平。

股票投资并非实业投资，房地产大周期想想，但地产股以及相关产业链仍可以配置。以空调为主的家电产品，有一定消费品属性，基本的需求始终存在。地产放松释放出的刚性需求，更能够拉动中高端空调品牌需求。从这个角度看，前期地产及格力的估值已过度反应悲观预期。

从 2014 年 7 月后，地产估值开始逐步修正，11 月末从 10 倍修复到 15 倍左右。而格力估值在 2014 年始终向下。格力目前超低估值，在 A 股市场已为数不多；其中能够超越格力业绩增长的，更是少之又少。

地产周期向下早已被市场确认，随着对地产预期的修正，地产龙头股都有大幅上涨，而格力估值仍徘徊在历史底部。目前格力估值预期已过度反应了市场悲观情绪。

4. 沪港通推动低估值蓝筹大幅上涨；格力低估值、高股息，符合价值选股标准。

此轮上涨，市场情绪亢奋，正向蓝筹切换。包括汽车、铁路、地产、钢铁等低估值、蓝筹股都已经有了较大涨幅。唯有家电龙头表现平平。11 月，大秦铁路涨幅 20.05%，万科 A

涨幅 15.96%，宝钢股份涨幅 13.26%，上汽集团涨幅 10.75%；对应格力仅上涨 6.65%。

年初以来，低估值蓝筹龙头股都有较大上涨，而格力电器年初以来还下跌 2.56%。

表格 1：低估值、蓝筹股比较（单位：亿元）

	上汽集团	万科 A	大秦铁路	华电国际	宝钢股份	格力电器
市值	2181	1201	1424	415	830	911
分红率（2013 年）	53.3%	29.9%	50.4%	40.1%	28.3%	41.5%
PE 估值(2015 年)	6.83	5.52	8.53	7.19	10.65	5.30
股息率	7.81%	5.41%	5.90%	5.58%	2.66%	7.83%
11 月涨幅	10.75%	15.96%	20.05%	9.28%	13.26%	6.65%
年初以来	50.10%	43.20%	38.30%	67.14%	26.25%	-2.56%

数据来源：Wind，中国银河证券研究部

11 月 17 日沪港通业务开通，带来市场对价值股的认同、对蓝筹的关注、对分红率的高度重视。沪港通之后还会有深港通，代表着理性投资文化对 A 股市场的灌输。预计 2014 年格力业绩增长 28%以上，2015 年还有 20%以上增长。格力稳健增长，不仅在加大板块，即便在 A 股市场上排序也居前。过去两年，格力高分红比例均在 40%以上公司承诺未来分红不低于 30%，实际上都会超过 40%。稳定增长、超低估值、高分红比例，格力各项指标均符合价值股标准。

5. 大宗商品价格下跌，特别是油价的暴跌，降低全社会生产成本，也利好格力盈利水平提升。

此轮 A 股上涨与油价大幅下跌密切相连。中国作为石油进口和消费大国，2014 年中期后，油价大幅下跌，全中国能源成本下降，利好整体盈利提升，是中华民族的幸福。

油价下跌，也降低输入型通胀压力，提供了宽松的货币政策空间，市场流动性充裕，利好股票市场。

原油、铜铝以及铁矿石等上游大宗原材料价格的下跌，也直接利好家电企业盈利。空调原材料成本占总成本平均在 80%左右，大宗商品价格的暴跌，直接带来格力制造成本下降。同时，油价暴跌，还降低物流运费成本，直接带来格力制造成本的下降。

格力空调国内市场份额 40%，拥有绝对行业话语权，拥有终端定价权。原材料价格下跌带来的成本下降，但格力空调终端价格仍能维持稳中有升，直接拉动格力盈利水平的大幅提升。

此轮油价暴跌，推动航空股大幅上涨。格力等家电龙头也同样受益，但股价还未有反映，从大宗原材料价格下跌角度看，格力业绩和估值都有可提升的空间。

6. 本轮上涨另外一条主线，“走出去”战略；利好格力出口。

新一任领导人上任以来，“走出去”已上升为国家战略。在“一路一带”战略思路下，鼓励和支持高铁、核电等行业走出国门，这是推动本轮上涨的另一条主线。

高铁、核电领域，中国都是具有世界竞争力的。中国空调制造全球第一。“一路一带”思想下，基础设施输出先行，为国内产品打开出口新市场。格力是全球第一大家用空调品牌，大力发展国际化战略发展，将直接受益“走出去”战略。目前格力出口占比不足 20%，未来还

有很大提升空间。

大力发展和壮大，高铁、核电等“走出去”行业，家电也有受益。目前格力已向高铁、核电等项目供应中央空调、特种空调。高铁、核电的发展，家电也能够间接受益。

8. 国企改革方向基本确定，格力同样分享改革红利。

新一任政府改革决心坚定，开启新一轮国企改革大幕。国企改革带来制度红利，直接利好行业龙头。格力做为家电行业龙头，也直接受益“国企改革”。

珠海国资委主导的国企改革下，格力大股东格力集团计划引入战略投资者。集团引入战略投资者项目还在推进中，年末有望战投引入工作有望落地。集团引入战投后，公网未来在分红比例还有提升预期。

7. 军工大发展，格力也受益。

大力发展军工也是本届领导人最为重视的工作之一。军队大发展，对空调为代表的家电产品提供新需求。防空洞、坦克等都需要安装国有品牌的特种空调。目前格力也都有参与军供。

二、行业绝对龙头：竞争力无可争议

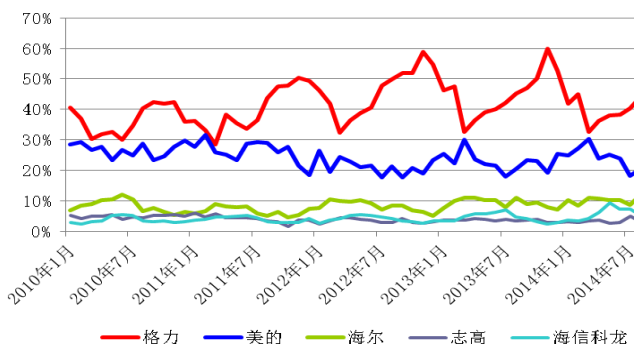
市场过去对格力增长天花板的担心从未停止。但我们看到，格力过去几年不断超越预期，收入规模稳定增长，市场份额还在提升中，2012年后盈利水平提升到历史新高。新任领导人董明珠上台后，市场对格力的讨论更加分歧。我们认为，格力在收入、盈利上升新台阶后，再有大幅增长也很难，但公司未来业绩仍有稳健的增长，现金充沛，分红比例高，较低估值下，赚每年业绩增长和分红的钱，依然很可观。目前格力估值已过度反应了市场的悲观预期，业绩增长和估值均有超预期空间。

1. 行业寡头，强者恒强，格力份额还有提升空间。

空调行业寡头格局基本形成，三大龙头市场份额70%左右，格力内销份额已达40%，且份额还在不断提升。“产品不断高端化”，“行业平均单价稳步提升”，既是居民消费升级的反映，也是行业集中后的必然结果。特别是空调替换需求占比提升后，格力拥有良好市场口碑，还会获得更多的市场份额。

较高集中度下，格力等龙头企业占有较高的市场份额，市场价格话语权较强，成本转嫁能力较高，形成了较高的行业进入壁垒，较少有新资本进入行业，行业竞争格局相对稳定。

图 3: 主要空调品牌内销份额变化



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

过去两年格力充分享受行业高盈利，在高毛利的高端市场倾注更多精力，放弃了部分低毛利的市场。2014年公司通过节日促销、以旧换新等营销方式，加大渠道库存清理，11月后市场份额提升明显。未来看，格力等空调龙头加大对中低端市场份额的抢夺，未来龙头份额还将更加集中。

2. 寡头垄断，理应享有寡头利润，高盈利水平可以维持。

行业生态决定盈利水平。空调行业寡头格局基本形成，格局稳定，龙头市场份额还在稳中有升。行业集中必然会表现出利润稳定趋升。

市场关心价格战对行业盈利水平影响。从目前看，格力发起的促销仍在可控范围之内。在销量预期没有大幅增长背景下，龙头不会贸然进行价格战。良好的行业格局，保证了全行业的竞争状态不至于恶化，在大宗商品价格持续走低的背景下，公司高盈利水平能够保持。

3. 空调有消费品属性，基本需求始终存在。

居民收入的增加和消费水平提升，空调产品已经属于必需消费品的范畴，基本的需求始终存在。地产政策放松有利于释放首套及改善性的刚性需求，对空调销售形成利好。

考虑到十年前开始的空调普及，未来空调将进入更新周期，行业销量不会大幅下滑。**家电需求不必过分悲观，中国广阔的地域和 13 亿多人口所蕴含的市场，需要更大的想象力。**

4. 增长未到天花板，新业务提供增长新动力。

公司积极孕育新增长点，中央空调、小家电等产品保持较高增长，提供增长新动力。

公司凭借在空调领域强大的规模优势，持续坚持研发投入，在多联机、水机等高端中央空调领域拥有较强技术积累。目前中央空调已进入部分专卖店，未来三年复合增速 30%。

小家电方面，公司目前已推出空气净化器、净水器等产品，在产品性能、外观等方面取得行业领先。其中，公司空气净化器为大金代工，技术能力强，随着市场对空气、水质量的关注，公司在家电领域还大有作为。

公司管理层曾公开表示，计划未来五年公司规划实现 2000 亿规模。我们历来认为公司远未到增长天花板。目前我国空调保有量还很低，总需求空间还很大，公司规模增长还有较大上升空间。

5. 手握现金充足，分红比例高，高股息、低估值。

格力股价对应 15 年业绩 5 倍多，目前较低估值未来预期不高。格力手握现金近 600 亿，过往几年分红比例都超过 40%，未来引入战投后分红比例还有望进一步提升。业绩稳健增长、低估值、高股息，是价值投资的最好标的。

表格 2: 白电三大龙头比较 (单位: 亿元)

	格力电器	美的集团	青岛海尔
市值(2014/11/28)	911	932	518
货币资产	584	313	290
分红率(2014 年假设)	45%	45%	30%
PE 估值(2015 年)	5.3	7.1	8.3
股息率	8%	6%	4%

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

三、估值压制的因素已经淡化，行情一触即发

目前，格力股价对应 2014 年业绩估值为 6.5 倍；对应 2015 年业绩估值分别为 5.3 倍。格力电器估值，基本处在 A 股市场最低水平，也处在公司历史最低点。

我们分析过去压制格力估值的主要因素，认为估值压制因素已有改变，A 股估值中枢上移，格力目前估值已过度反应未来的悲观预期，估值亟待提升。

1. 对未来房地产悲观预期已有修正，格力估值上已过度反应。

11 月降息，贷款基准利率下降至 6.6% 左右。尽管难改房地产大周期向下，但短期有利于房地产销售。未来房地产需求更多来自刚性需求，而刚性需求对家电产品，特别是有品牌的家电产品的需求更大。

市场前期对地产预期已较为充分，格力超低估值已过分反应了市场的悲观预期。降息周期开启后，市场对地产预期有所修正。房地产板块估值有所恢复，只有家电板块估值一直徘徊在历史低位。2014 年以来房地产板块上涨 42.97%，格力年初以来下地 2.56%。11 月房地产板块上涨 14.30%，格力仅上涨 6.65%。从图 1、图 2 中，我们也看到，白电龙头相对 A 股大盘以及房地产板块的估值，都是不断下行。

目前家电龙头，特别是格力估值已过度反应地产悲观预期，随着地产预期的修正，格力等龙头估值还有较大提升空间。

2. 格力董明珠团队没有股价诉求，股价没有泡沫。

相比美的、海尔，空调龙头格力缺乏市值管理，董明珠不在意股价，格力估值长期严重低估。一方面，随着集团国企改革，引入战略投资者，未来公司在市值管理以及高管激励上都会有所进展。另一方面，董明珠团队不在意股价，正表明格力股价没有太多泡沫。

A 股整体估值中枢上移，有“概念”、有“故事”的中小市值股票，无论涨幅还是估值，都已到达新的高度。格力这种，有业绩、低估值、无泡沫的蓝筹股，在这轮上涨中还没有大幅表现，市场风格切换到蓝筹后，必将会有较好表现。

3. 过分夸大互联网对产业的冲击。

互联网已经开始深度改变生活，包括传统制造业在内的行行业业，都开始向互联网转型或合作。董明珠在互联网合作方面表现保守，这也是市场低估格力的重要原因之一。

我们也应看到，互联网时代，传统制造也有一席之地。互联网世界里，仍离不开制造。互联网更多的是作为工具、载体和平台。

格力也在酝酿和筹划电子商务发展。双十一销售中，格力首次参加天猫，取得空调销量第一。市场也有传闻，格力与阿里谋划大家电 O2O。尽管事项尚未得到证实，格力手握 580 现金，在制造、渠道上拥有强大资源，有足够的资本和实力，也会积极适应新时代。

四、盈利预测及估值

预计公司 2014/2015 年 EPS 分别为 4.65 元/5.70 元。目前股价对应 2014 年业绩 PE 估值不足 6 倍，对应 15 年估值 5 倍，过往公司分红比例 40%以上，目前公司股息率已近 8%。风险收益率下行，大盘估值中枢上移，市场上比格力估值低、分红比例比格力高的蓝筹股已所剩无几。格力有业绩、低估值、高股息，也分享“国企改革”、“军工”以及“走出去”的改革红利，维持“推荐”评级。

表格 3:: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
一、营业总收入	83,517	100,110	120,043	140,909	163,441
其中: 营业收入	83,155	99,316	118,628	139,388	161,620
营业收入增长率	37.6%	19.4%	19.4%	17.5%	16.0%
利息收入及其它	362	794	1,415	1,521	1,821
二、营业总成本	79,008	92,310	109,488	124,537	143,968
其中: 营业成本	68132	73,203	80,386	89,359	103,308
毛利率(简单测算)	18.1%	26.3%	32.2%	35.9%	36.1%
利息支出、手续费、佣金	18.08	231	492	515	520
营业税金及附加	498	590	956	1122	1302
销售费用	8050	14,626	22,509	28395	32492
销售费用率	9.6%	14.6%	18.8%	20.2%	19.9%
管理费用	2783	4,056	5,090	5946	6766
管理费用率	3.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%
财务费用	-453	-461	-137	-950	-580
资产减值损失	-21	66	192	150	160
加: 公允价值变动收益	-58	247	991	-980	-50
投资收益及其它	91	-20	717	760	600
汇兑收益	0	0	-0	0	0
三、营业利润	4,542	8,026	12,263	16,152	20,023
加: 营业外收入	1846	760	684	490	400
减: 营业外支出	60	24	55	50	50
四、利润总额	6,329	8,763	12,892	16,592	20,373
减: 所得税费用	1031	1317	1,956	2522	3107
综合所得税率	16.9%	16.9%	15.2%	15.2%	15.3%
五、净利润	5,297	7,446	10,936	14,070	17,266
归属于母公司净利润	5,237	7,380	10,871	13,990	17,141
净利润率	6.3%	7.4%	9.1%	9.9%	10.5%
少数股东损益	60	66	65	80	125
少数股东损益占比	1.1%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	1.74	2.45	3.61	4.65	5.70
净利润增长率	22.5%	40.9%	47.3%	28.7%	22.5%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

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。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn