



2015.09.29

消费品:高估值中寻求局部性价比

行业估值体系国际比较之四

	王德伦 (分析师)	张晓宇 (研究助理)	乔永远 (分析师)
	021-38674752	021-38676911	021-38675862
	wangdelun@gtjas.com	zhangxiaoyu@gtjas.com	qiaoyongyuan@gtjas.com
证书编号	S0880514050002	S0880115030047	S0880513120001

本报告导读:

A股消费品行业估值溢价于欧、美、日市场,市场情绪的影响已较小,部分行业回归相对理性估值,关注业绩与估值具有一定性价比的食品饮料行业。

摘要:

- A股消费品行业估值溢价于欧、美、日市场。当前时点,A股消费品PE中值为46.3倍,而欧、美、日市场分别为22.6、19.4、19.2倍;PS中值为3.6倍,而欧、美、日市场分别为1.5、1.1、0.5倍。A股消费品的历史估值长期溢价于欧、美、日市场,且波动更大。从行业细分来看,除纺织服装和家用电器,各行业PE中值均在40倍以上,PS基本高于2倍。其中零售行业溢价程度最低,PE中值为42倍,欧、美、日分别是18、19、19倍,PS为1.3倍,欧、美、日分别为0.7、0.8、0.4倍;而休闲服务、农林牧渔和医药生物的溢价程度较高,行业PE中值分别为61、49、52倍,PS中值分别为5.7、3.4、5.8倍,均为欧美日市场的2倍以上。
- A股消费品估值受行业成长性和市场情绪影响,当前市场情绪的影响已较小,部分行业回归相对理性估值。A股消费品行业的高估值部分体现了成长性。从行业市值与收入规模来看,纺织服装、零售、休闲服务、食品饮料和医药生物相对欧美日市场均具有较大的提升空间,而农林牧渔行业总市值具有较大优势,但收入规模却大幅低于欧、美市场,家用电器行业由于欧美日一些传统的家电龙头(如Sony、松下电器)转型信息和消费电子领域,不再划分在家电行业中,形成中国在市值和收入规模的领先地位。从行业2011-2014年收入和业绩复合增速来看,A股消费品七大行业收入增速相对欧美日市场均具有较大优势,纺织服装、农林牧渔、休闲服务的业绩增速低于欧美日市场,零售、家用电器的业绩增速略高于欧、美市场,但低于日股,而食品饮料、医药生物行业业绩增速具有较大优势。从行业发展现状来比较,纺织服装、零售、休闲服务和食品饮料行业的品牌和渠道能力与欧美日市场相比差距较大,农林牧渔行业集约化程度较低,而医药生物和家用电器行业的研发创新驱动动力有待提高。
- 关注高股息率、业绩与估值具有一定性价比的行业。我们认为目前食品饮料行业业绩与估值匹配合理、具备一定的性价比,有望在市场中获得相对收益。

策略团队:

乔永远: (分析师)

电话: 021-38675862

邮箱: qiaoyongyuan@gtjas.com

证书编号: S0880513120001

戴康: (分析师)

电话: 021-38674637

邮箱: daikang@gtjas.com

证书编号: S0880514030010

王德伦: (分析师)

电话: 021-38674752

邮箱: wangdelun@gtjas.com

证书编号: S0880514050002

罗雨: (研究助理)

电话: 021-38674602

邮箱: luoyu013673@gtjas.com

证书编号: S0880114010007

张晓宇: (研究助理)

电话: 0755-23976911

邮箱: zhangxiaoyu@gtjas.com

证书编号: S0880115030047

诸利达: (分析师)

电话: 021-38674813

邮箱: zhulida009160@gtjas.com

证书编号: S0880514060002

皮家银: (分析师)

电话: 021-38674695

邮箱: pijiainyin009998@gtjas.com

证书编号: S0880514060005

相关报告

《顶层设计终落地 国企改革风再起》

2015.09.13

《主板: 寻求相对收益价值》

2015.09.13

《流动性之迷(中): 识别市场预期分歧》

2015.09.08

《周期品: 等待“价”、“量”、“质”的改善》

2015.09.06

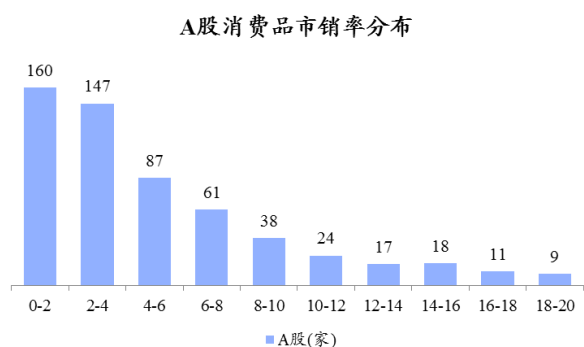
《寻求局部绝对收益》

2015.09.06

1. A 股消费品行业估值溢价于欧、美、日市场

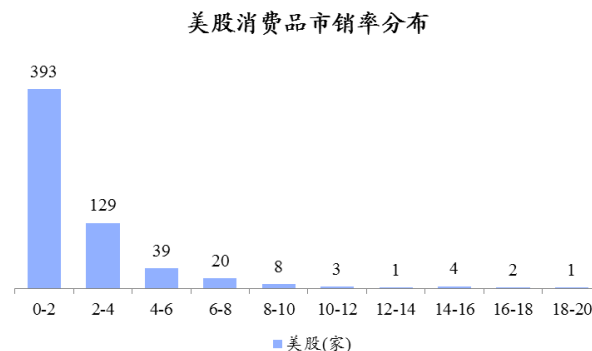
由于 A 股没有小于 1 亿市值的股票，同时为了剔除极端值对统计结果的影响，我们只选取市盈率在[0, 500]、市销率在[0, 20]区间，以及市值大于 1 亿人民币的公司进行统计和比较。我们的估值统计方式包括两种，包括中间值（主要）和市值加权，而市值、收入的统计均是使用合并报表，单位统一使用人民币。根据我们的统计结果，A 股消费品行业经剔除后共 572 家上市公司，市销率分布集中在[0, 4]的区间，共 307 家，[0, 2]和[2, 4]区间内的上市公司数量非常接近，分别为 160 家和 147 家；而美股消费品行业经剔除后共 671 家上市公司，市销率分布集中在[0, 2]的区间，共 393 家（如图 2）。

图 1: A 股消费品市销率分布集中在[0, 4]的区间



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价，单位：家）

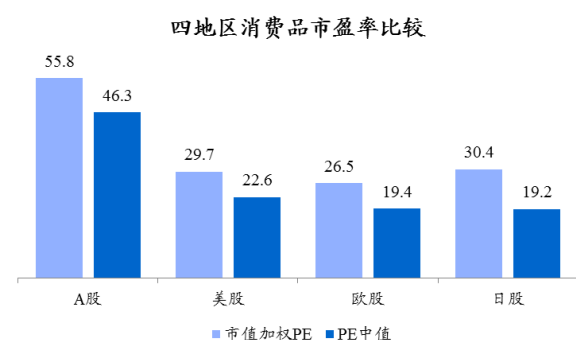
图 2: 美股消费品市销率分布集中于[0, 2]的区间



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价，单位：家）

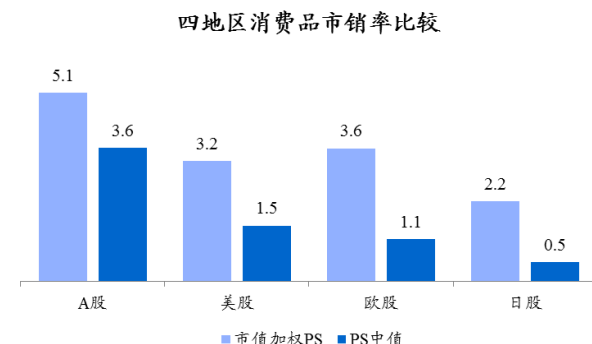
当前时点，经历过前期“股灾”的大幅下调，A 股消费品行业的估值略高于欧、美、日市场。市盈率中值来看，A 股消费品估值约为欧美日市场的 2 倍；从市销率中值来看，A 股消费品行业估值均为欧美日市场的 2-3 倍。

图 3: A 股消费品整体市盈率约为欧美日市场 2 倍



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价，单位：家）

图 4: A 股消费品市销率显著高于欧美日市场

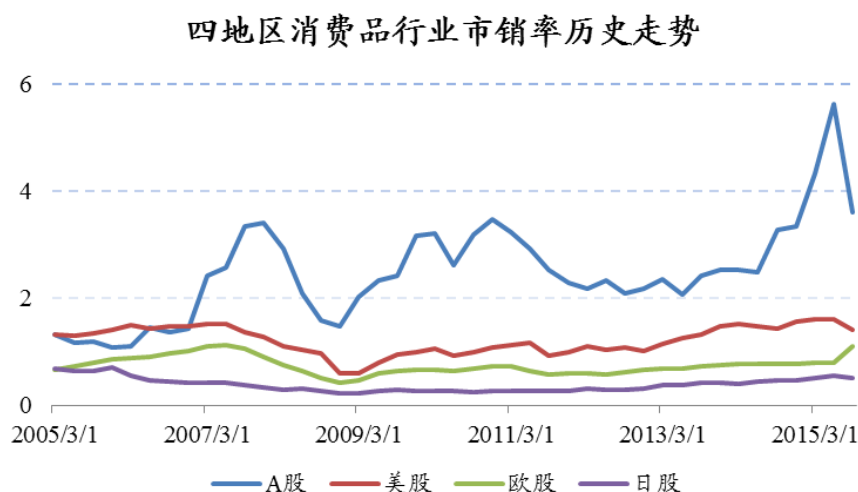


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价，单位：家）

A 股消费品行业的估值长期溢价于欧、美、日市场，且波动更大。考察 2005 年 1 月 1 日至 2015 年 9 月 2 日的历史市盈率走势，可以看到 A 股

消费品行业的估值长期溢价于欧、美、日市场，且受市场情绪影响，波动程度更大。

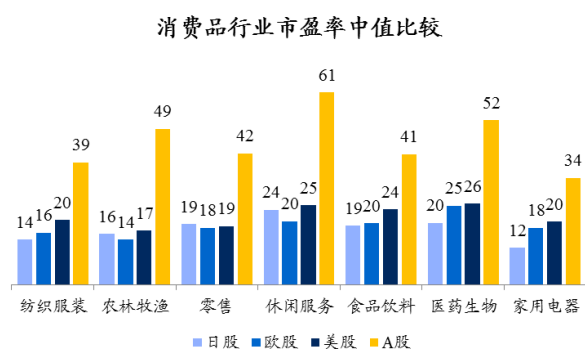
图 5: A 股消费品行业市销率长期溢价于欧美日市场，且波动较大



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

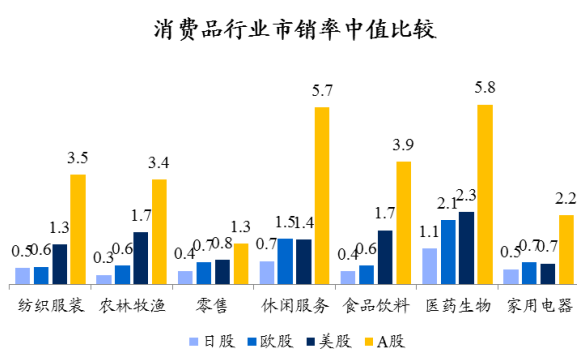
相对于欧、美、日市场，A 股消费品行业系统性溢价，但各个板块的溢价程度不同。我们把消费品行业划分为七大细分行业，包括纺织服装、农林牧渔、零售、休闲服务、食品饮料、医药生物和家用电器。经统计，消费品七大行业的估值都溢价于欧、美、日市场。其中零售行业、食品饮料行业相对于欧、美、日市场溢价程度较低，零售行业市盈率中值约为欧美日市场的 2 倍，市销率中值 (1.3 倍) 略高于欧 (0.7 倍)、美 (0.8 倍)、日 (0.4 倍) 市场，A 股食品饮料行业市盈率中值 (41 倍) 约为欧美日市场 2 倍，市销率中值 (3.9 倍) 为欧美日市场 2 倍以上；而休闲服务、农林牧渔和医药生物在七大行业中的溢价程度较高，A 股休闲服务行业市盈率中值 (61 倍) 是欧美日的 2-3 倍，市销率中值 (5.7 倍) 为欧美日市场的 4 倍以上；A 股农林牧渔行业的市盈率中值 (49 倍) 是欧美日市场的 3 倍，市销率中值 (3.4 倍) 为欧美日市场的 2 倍以上；A 股医药生物行业的市盈率中值 (52 倍) 是欧美日市场的 2 倍以上，市销率中值 (5.8 倍) 为欧美日市场的 2 倍以上。

图 6: A 股消费品行业整体大幅溢价于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

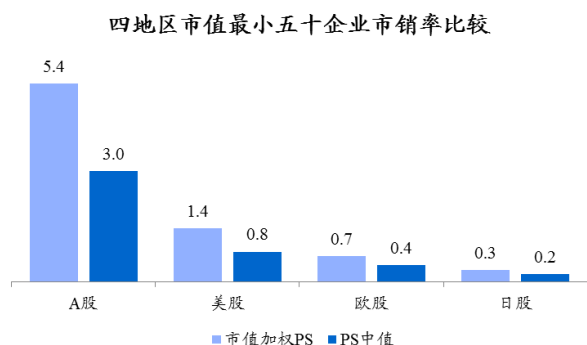
图 7: A 股消费品行业整体溢价下各板块有所差异



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

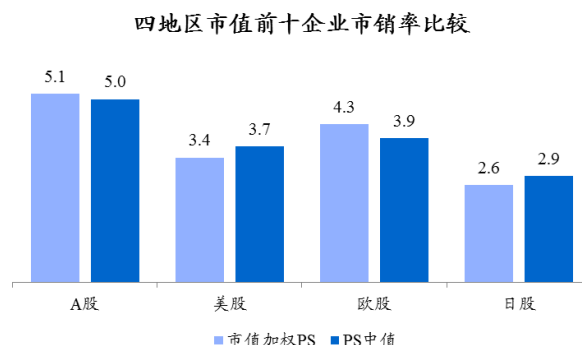
A 股消费品行业小市值股相对于欧、美、日市场溢价程度较高，而大市值股估值与欧、日市场较为接近。以消费品行业市值最小的 50 家企业的估值来作比较，A 股加权市销率为 5.4 倍，而欧、美、日分别为 1.4、0.7、0.3 倍，市销率中值为 3.0 倍，而欧、美、日市场分别为 0.8、0.4、0.2 倍，A 股小市值消费股溢价明显。而以市值前十企业的估值进行比较，我们发现 A 股市值前十的消费品的整体估值与欧股已较为接近。

图 8: A 股小市值消费股 PS 为欧美日市场 4 倍以上



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 9: A 股大市值消费股 PS 与欧美日市场较为接近

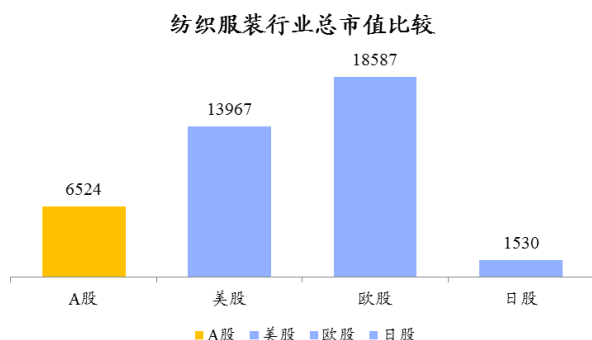


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

2. 纺织服装：估值溢价，整体竞争力有待提高

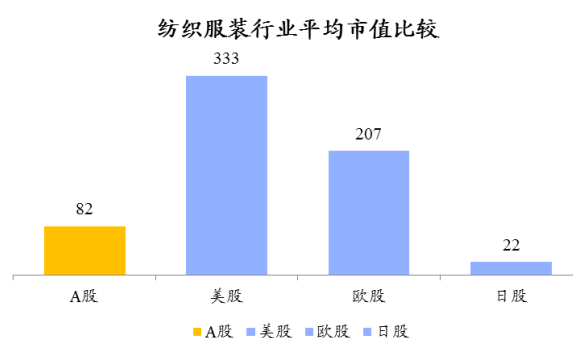
A 股纺织服装行业市值和收入规模与欧、美市场相比差距较大。A 股纺织服装行业总市值 6524 亿人民币，而美股约为 1.4 万亿，欧股约为 1.8 万亿；总收入为 2001 亿，分别约为美股（6028 亿）和欧股（10859 亿）的 1/3 和 1/5。A 股纺织服装行业企业平均市值为 82 亿，而美股约为 333 亿，欧股约为 207 亿；企业平均收入为 25 亿，分别约为美股（147 亿）和欧股（132 亿）的 1/6 和 1/5。而从龙头企业来对比，国际品牌中 Nike、LVMH 市值最高，均超过 5000 亿，而 Richemont、Hermes、Dior 等市值达到千亿级别，而 A 股纺织服装行业没有达到千亿级别市值的上市公司，海澜之家、际华集团市值最高，分别为 625 亿、467 亿，男装龙头七匹狼为 70 亿，女装龙头朗姿为 56 亿，港股中的安踏为 409 亿，李宁为 51 亿；从收入来比较，Nike、LVMH、Richemont 在 2014 年的总收入均达到千亿级别，Hermes、Dior、VF 等以及港股中的安踏、李宁均达到百亿级别，而 A 股纺织服装行业中 2014 年收入最高的上市公司为海澜之家，仅 89 亿。

图 10: A 股纺织服装行业总市值与欧、美市场差距较大



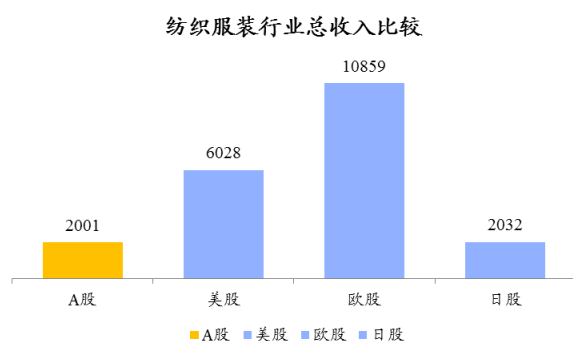
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 11: A 股纺织服装行业企业平均市值与欧、美市场差距较大



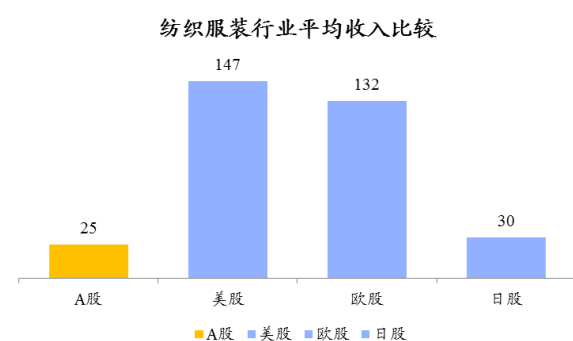
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 12: A 股纺织服装行业总收入与日股相近, 与欧、美市场差距较大



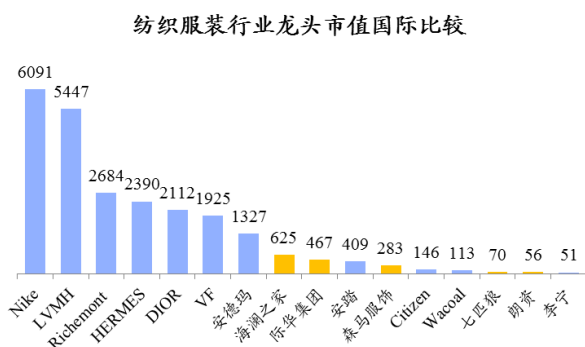
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 13: A 股纺织服装行业企业平均收入与日股接近, 与欧、美市场差距较大



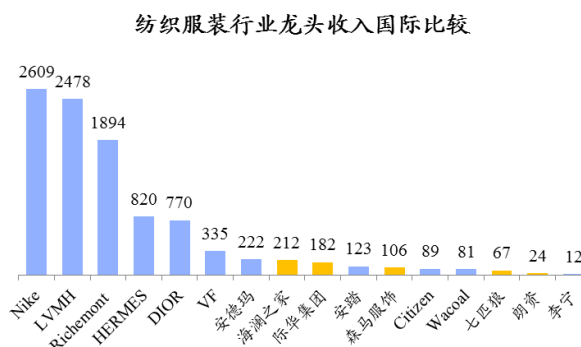
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 14 A 股纺织服装行业龙头市值规模与欧美日龙头仍有较大差距 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 15: A 股纺织服装行业龙头收入规模与欧美龙头相比仍有较大差距 (单位: 亿元人民币)

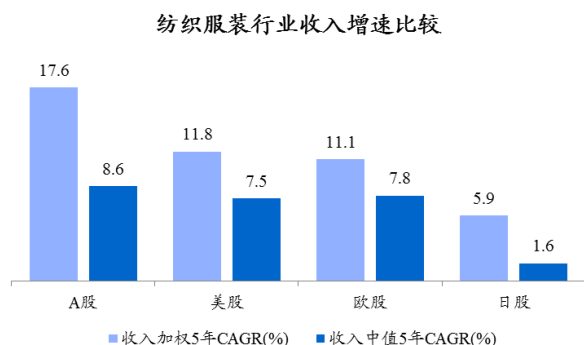


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

A 股纺织服装行业国际竞争力弱于欧、美市场, 且业绩增速不存在相对优势。从纺织服装行业两大核心资源品牌和渠道来看, 中国的纺织服装行业与欧美日相比都相差较大, 议价能力弱于国际龙头如 Nike、LVMH 等; 而在国内市场来看, 国内纺织服装行业同样面临国外龙头的激烈竞

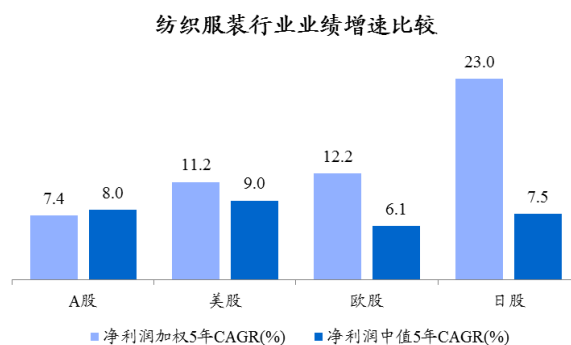
争，国外市场占领高端市场，而 A 股上市公司主要占领中低端领域。而从近五年（2011 年至 2014 年）的收入和净利润的复合增长率来看，A 股纺织服装行业五年收入复合增长率（市值加权为 17.6%，中值为 8.6%）比欧美日市场要高，但业绩增长率（市值加权为 7.4%，中值为 8.0%）与欧、美、日市场相比并没有相对优势。

图 16: A 股纺织服装行业五年来收入增长速度略高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

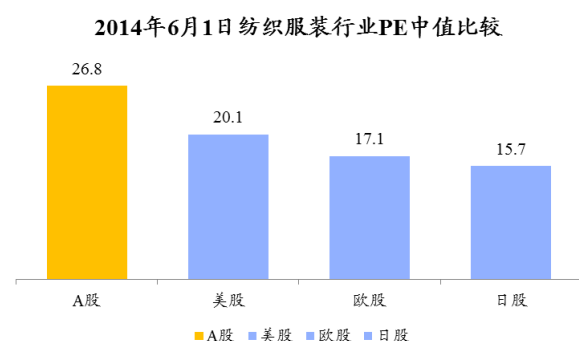
图 17: A 股纺织服装行业净利润五年复合增速略小于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

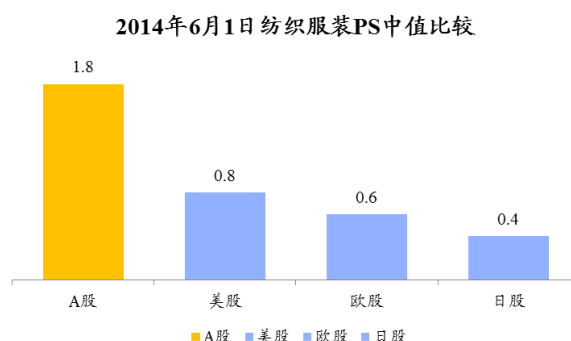
当前 A 股纺织服装行业整体估值显著高于欧、美、日市场，去除市场情绪的影响，估值仍略高于欧美日市场。A 股系统上涨过程中市场情绪对行业估值影响较大，而在 A 股系统上涨前，A 股市盈率中值为 26.8 倍，市销率中值为 1.8 倍，仍小幅高于欧（PE 为 17.1 倍，PS 为 0.6 倍）、美（PE 为 20.1 倍，PS 为 0.8 倍）、日（PE 为 15.7 倍，PS 为 0.4 倍）市场。而从行业龙头公司来看，A 股纺织服装行业龙头中海澜之家 PE 为 22.2 倍、PS 为 4.3 倍，际华集团 PE 为 30.4 倍、PS 为 2.3 倍，与国际龙头估值较接近；剔除极端情况，国外龙头 Nike 历史 PE 极值为 44 倍、PS 极值为 2.5 倍，港股中安踏历史 PE 极值为 40 倍、PS 极值为 6.8 倍，李宁历史 PE 极值为 74 倍、PS 极值为 7.2 倍。从 Nike 和安踏的历史行情来看，估值主要受业绩的成长性预期驱动。

图 18: A 股系统性上涨前，纺织服装行业 PE 中值略高于欧美日市场



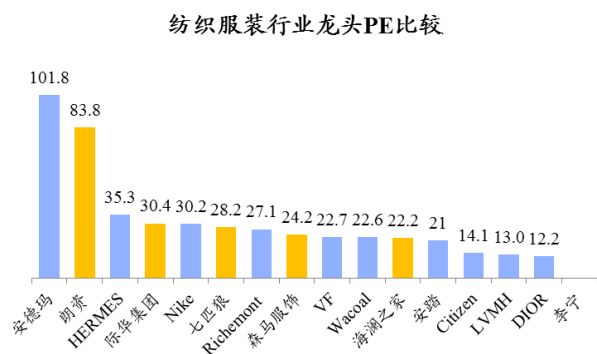
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 19: A 股系统性上涨前，纺织服装行业 PS 中值仍为欧美日市场 2 倍以上



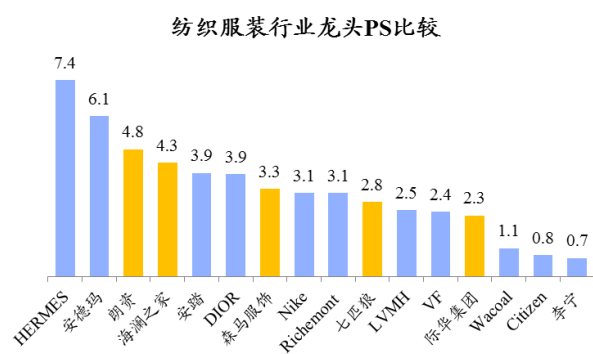
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 20: A 股纺织服装行业龙头市盈率与国际龙头接近



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价, 李宁 PE 为负值)

图 21: A 股纺织服装行业龙头市销率与国际龙头接近



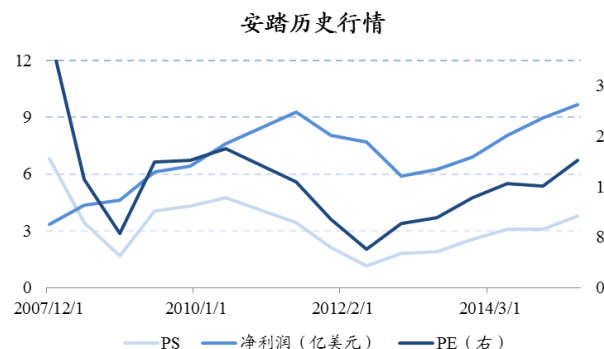
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 22: Nike 长期来看估值受业绩成长性预期驱动



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 23: 安踏 2012 年以来估值受业绩成长性预期驱动明显

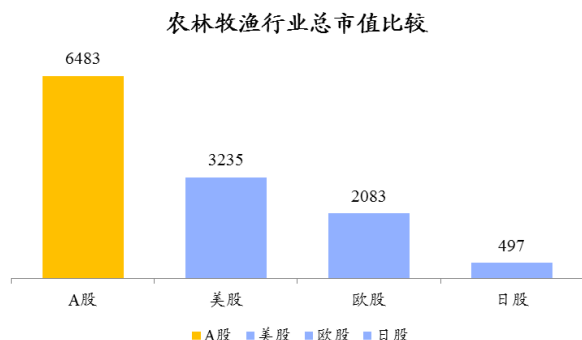


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

3. 农林牧渔: 大幅溢价, 集约化程度有待提高

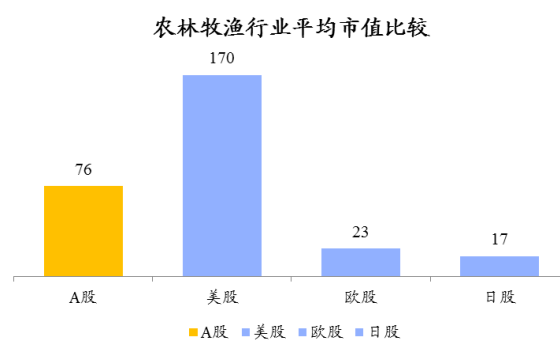
A 股农林牧渔行业市值规模是欧美日市场 2 倍以上, 而收入规模与欧、美市场相比差距较大。A 股农林牧渔行业总市值 6483 亿人民币, 远超美股 (3235 亿)、欧股 (2083 亿) 和日股 (497 亿); 但企业平均市值为 76 亿, 与美股 (170 亿) 差距较大; 行业总收入为 2980 亿, 低于美股 (8895 亿) 和欧股 (3925 亿); 企业平均收入为 35 亿, 低于美股 (494 亿)、欧股 (47 亿) 和日股 (56 亿)。从龙头企业来比较, 国内行业龙头新希望、中粮屯河、海南橡胶和大北农市值在[200, 400]亿的区间, 2014 年收入在[200, 600]的区间, 与欧美日龙头接近。欧美日龙头中农业龙头 Archer 市值为 1649 亿、收入为 4559 亿, Bunge 市值为 652 亿、收入为 2999 亿。

图 24: A 股农林牧渔行业总市值远超欧美日市场



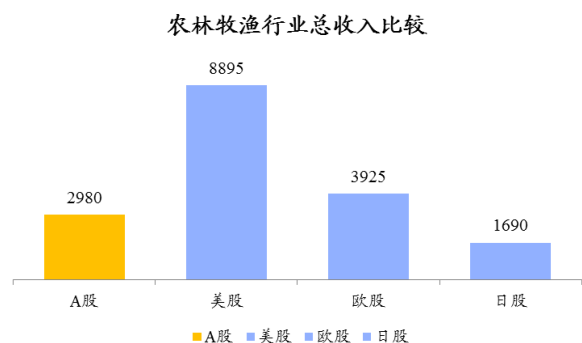
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 25: A 股农林牧渔行业企业平均市值与美股差距较大



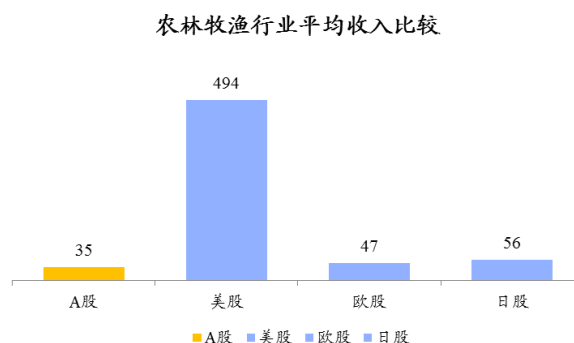
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 26: A 股农林牧渔行业总收入与欧、美市场差距较大



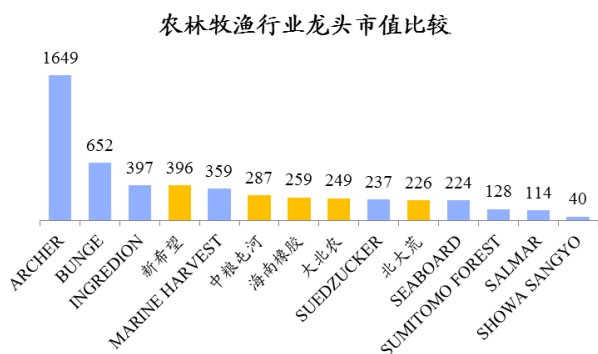
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 27: A 股农林牧渔行业企业平均收入与美股差距较大



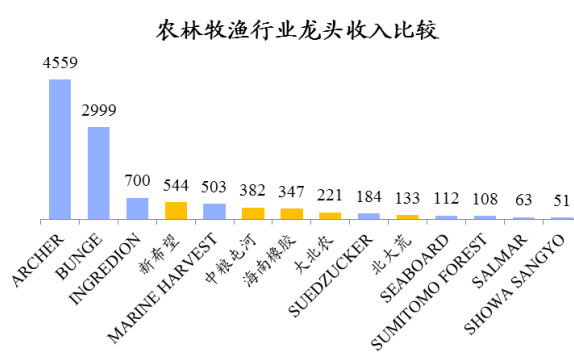
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 28: A 股农林牧渔行业龙头市值规模与欧美日龙头接近 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 29: A 股农林牧渔行业龙头收入规模低于欧美日龙头 (单位: 亿元人民币)

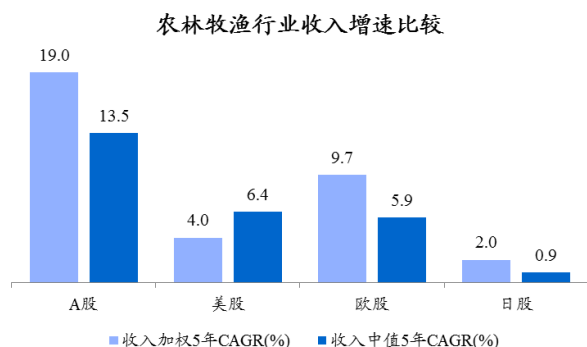


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

A 股农林牧渔行业相比美股市场集约化程度、市场集中度均有待提高, 近五年业绩增长速度为负值。农林牧渔行业除了技术上的创新驱动, 集约化经营是实现规模经济的关键, 而相比美股市场, 中国农林牧渔除了在技术水平落后于国外龙头, 经营集约化程度和市场集中度都有待提高

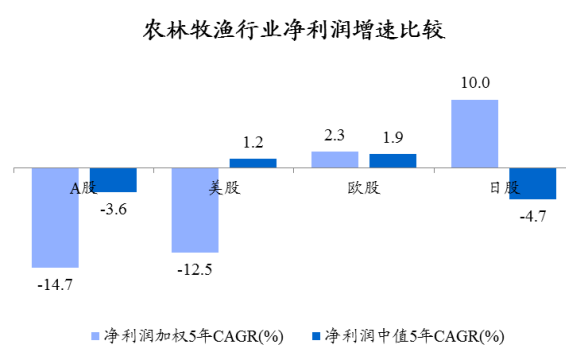
(从企业平均市值和收入的规模可以看出)。而从近五年(2011 年至 2014 年)收入和净利润的复合增长率来看, A 股农林牧渔行业近五年收入增长大幅高于欧美日市场, 但复合业绩增速却为负值, 低于欧美日市场。

图 30: A 股农林牧渔行业五年来收入增长速度显著高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

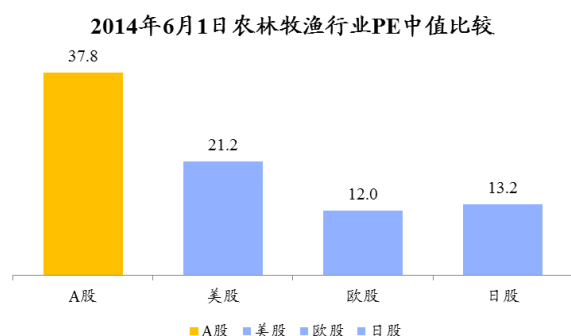
图 31:A 股农林牧渔行业净利润五年复合增速为负值, 低于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

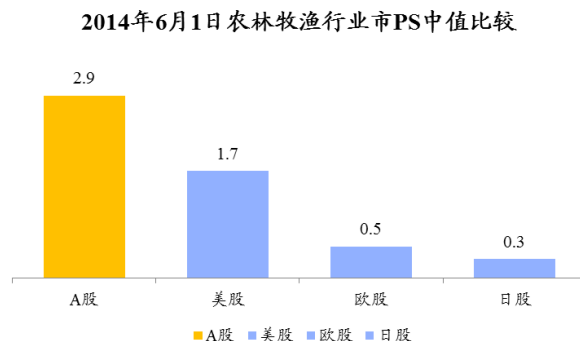
当前 A 股农林牧渔行业整体估值显著高于欧、美、日市场, 去除市场情绪的影响, 市盈率仍大幅溢价。考察 2014 年 6 月 1 日的农林牧渔行业估值, 我们发现 A 股系统上涨前 A 股农林牧渔行业市盈率中值仍然大幅溢价(为欧美日市场 2 倍以上), 而市销率中值与美股接近。而从行业龙头企业来看, 大北农 PE 为 34.8 倍, PS 为 1.4 倍, 新希望 PE 为 17.8 倍, PS 为 0.6 倍, 与国际龙头较接近, 而北大荒 PE 达到 54.4 倍, PS 达到 5.9 倍, 溢价程度较高。而剔除极端情况, 欧美日市场农林牧渔龙头 Archer 的历史 PE 极值为 50 倍、PS 极值为 1.2 倍, Bunge 的历史 PE 极值为 18 倍, PS 极值为 0.4 倍。从 Archer 和新希望的历史行情来看, 估值较好地反映业绩成长性。

图 32: A 股系统性上涨前, 农林牧渔行业 PE 中值仍显著高于欧美日市场



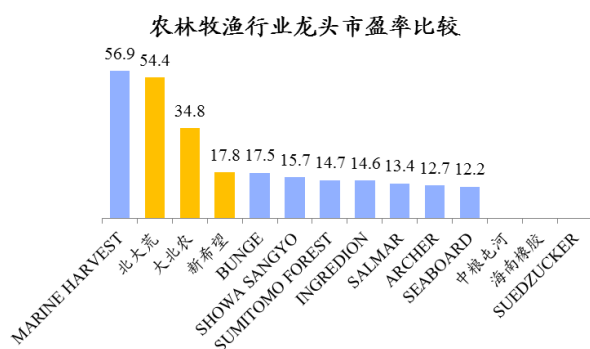
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 33:A 股系统性上涨前, 农林牧渔行业 PS 中值仍显著高于欧美日市场



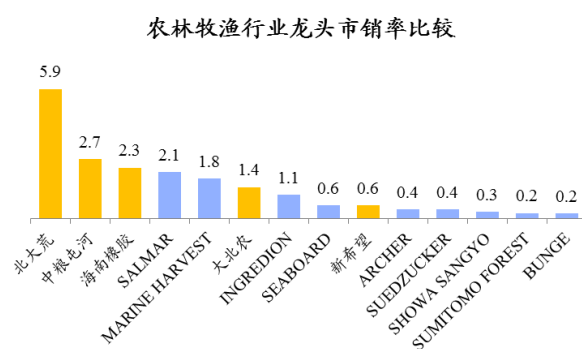
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 34: A 股农林牧渔行业龙头 PE 高于欧美日龙头



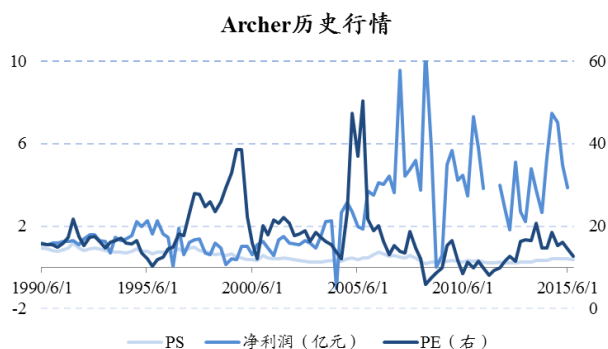
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价, 中粮屯河、海南香蕉和 Suedzucker 的 PE 均为负值)

图 35: A 股农林牧渔行业龙头 PS 高于欧美日龙头



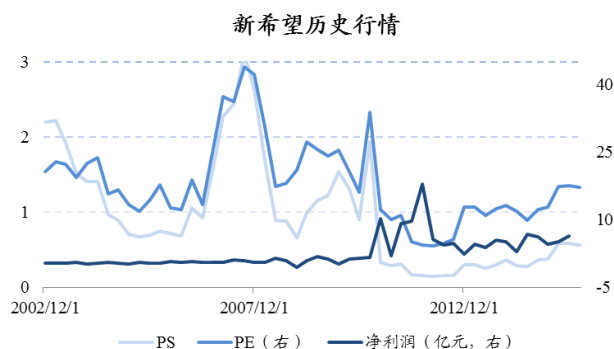
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 36: Archer 估值较好地反映业绩增长的变化



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 37: 新希望估值长期来看反映业绩平稳增长

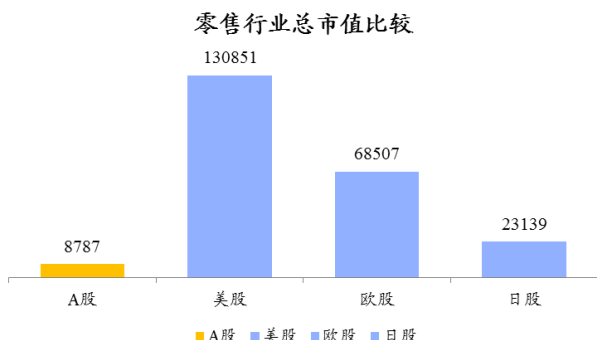


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

4. 零售: 小幅溢价, 渠道、品牌和信息化技术差距较大

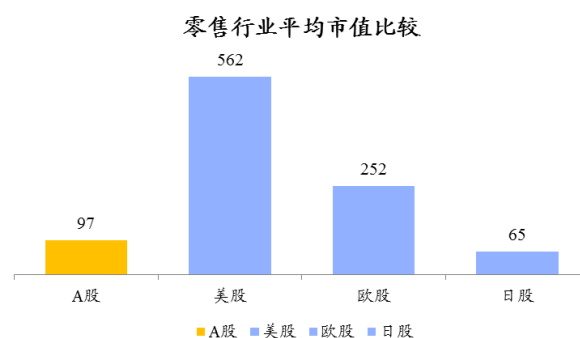
A 股零售行业市值和收入规模与欧、美、日市场相比差距较大。A 股零售行业总市值为 8787 亿人民币, 而美股约为 13 万亿, 欧股约为 6.8 万亿, 日股约为 2.3 万亿; 行业总收入约为 1.1 亿, 分别约为美股 (约 14 万亿)、欧股 (约 8 万亿) 和日股 (约 3.2 万亿) 的 1/10、1/8 和 1/3; 企业平均市值为 97 亿, 而美股约为 562 亿, 欧股约为 252 亿; 企业平均收入为 122 亿, 而美股和欧股分别为 647 亿和 315 亿。而从龙头企业来对比, Amazon、沃尔玛、宝洁等国际零售龙头市值均达到万亿级别, Unilever、欧莱雅、7-11 等市值达到千亿级别, 而 A 股零售行业目前已经没有市值在千亿级别的上市公司, 市值最大的苏宁云商为 897 亿; 从收入规模来看, 沃尔玛 2014 年收入超过 3 万亿人民币, 远超其它对手, 而 Amazon、Home Depot、宝洁、Unilever 的收入分别达到 5926 亿、5286 亿、4756 亿、3803 亿, 欧莱雅、Inditex 的收入也达到千亿级别, 国内零售行业上市公司仅苏宁云商一家收入达到 1089 亿。

图 38: A 股零售行业总市值与欧美日市场差距较大



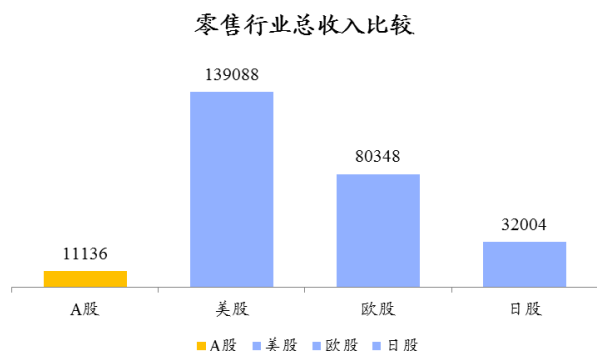
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 39: A 股零售行业企业平均市值与欧美市场差距较大



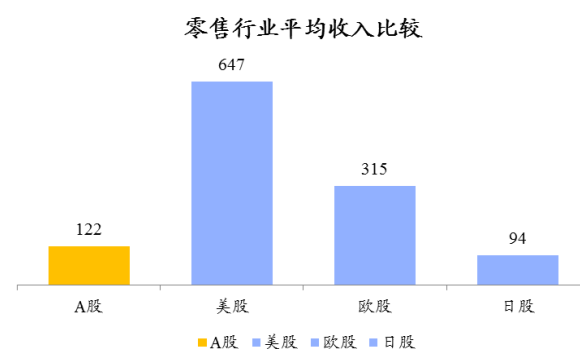
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 40: A 股零售行业总收入与欧美日市场差距较大



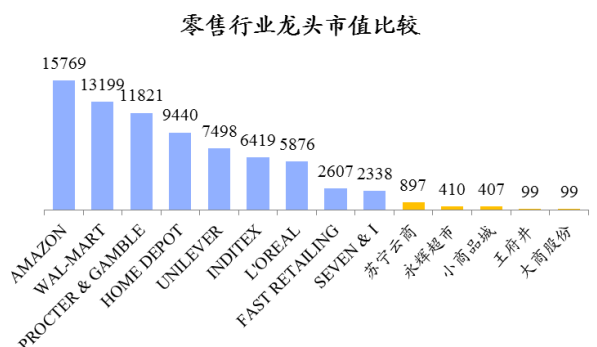
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 41: A 股零售行业企业平均收入与欧美市场差距较大



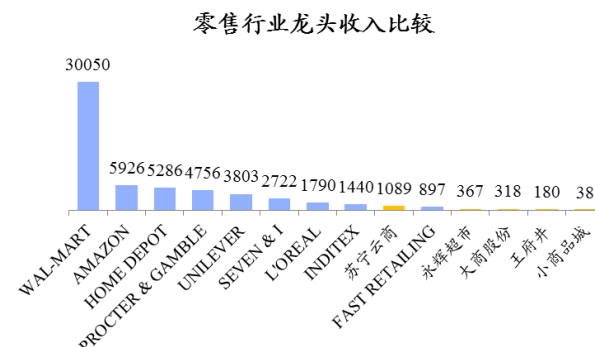
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 42: A 股零售行业龙头市值规模与欧美日龙头相比差距较大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 43: A 股零售行业龙头企收入规模与欧美日龙头相比 (单位: 亿元人民币)

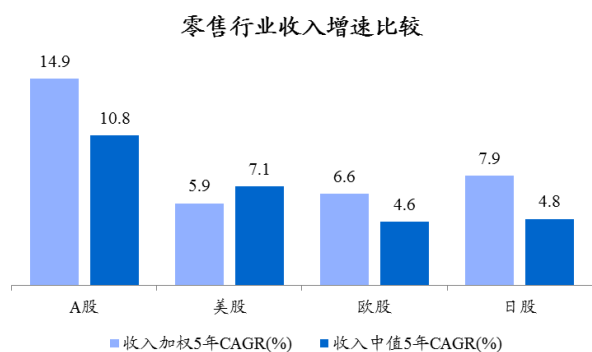


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

A 股零售行业发展阶段落后于欧美日市场, 但收入、业绩增速相比欧、美有微弱优势。对于零售行业来看, 渠道能力最重要, 其次是品牌, 三是信息化技术。而 A 股零售行业龙头 (如苏宁云商、永辉超市等) 从三方面来看与国际龙头 (如 Amazon、Walmart 等) 都有较大差距, 规模化

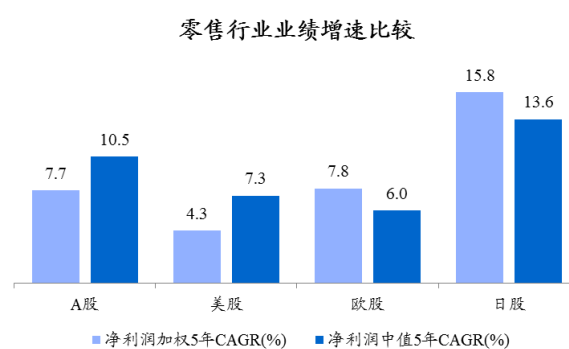
程度较弱（企业平均市值和收入均远小于欧、美市场），市场集中度仍较低，整体发展阶段落后于欧美日市场。但从近五年（2011 年至 2014 年）的收入和净利润复合增长率来看，A 股零售行业的近五年收入增长速度（市值加权为 14.9%，中值为 10.8%）显著高于欧美日市场，净利润增速（市值加权为 7.7%，中值为 10.5%）略高于欧、美市场、略低于日股市场（市值加权为 15.8%，中值为 13.6%）。

图 44: A 股零售行业五年来收入增长速度显著高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

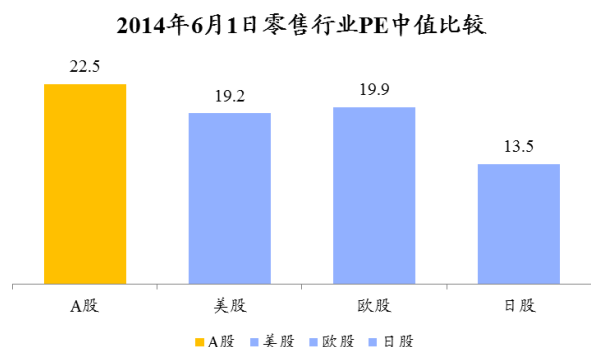
图 45: A 股零售行业净利润五年复合增速略低于日股市场，略高于欧、美市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

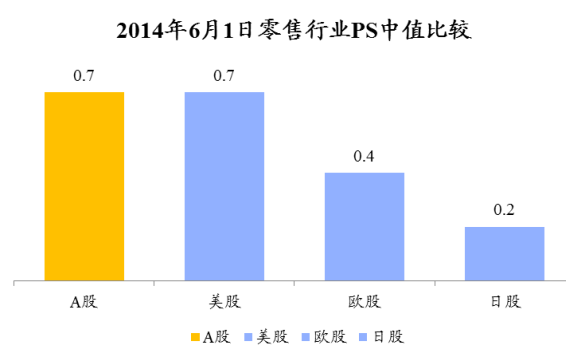
当前 A 股零售行业整体估值显著高于欧、美、日市场，去除市场情绪的影响，估值与欧美日市场已较为接近。考察零售行业 2014 年 6 月 1 日的估值，我们发现 A 股零售行业估值（PE 中值为 22.5 倍，PS 中值为 0.7 倍）在 A 股系统性上涨前与欧美日市场已接近。而从行业龙头企业来看，A 股零售行业龙头市盈率溢价明显，其中苏宁云商 PE 为 45.5 倍，永辉超市 PE 为 44.3 倍，小商品城 PE 为 95 倍，而国外龙头如 Amazon、Wal-mart、宝洁等 PE 均在 40 倍以下；而从 PS 来看，苏宁云商（0.7 倍）、永辉超市（1.0 倍）、王府井（0.6 倍）、大商股份（0.3 倍）均略低于欧美日龙头。剔除极端情况，历史上 Amazon 在 2013 年由于出现业绩下滑甚至亏损，而股价依然稳步提升，PE 一度上升到 2000 倍以上，历史市销率极值为 32 倍出现在 1999 年，同样是销售额的下滑和股价的稳步上涨造成。由此看出 Amazon 并非传统的零售企业，而是带有鲜明的互联网特征的公司，其估值体系与传统消费品行业以业绩成长驱动有所不同，往往在尚未兑现业绩的早期就出现估值、股价的提升（可以参考国泰君安策略组系列报告《互联网公司估值那些事儿——互联网公司估值体系专题研究》）；Wal-mart 市盈率极值为 58 倍、市销率极值为 2 倍，宝洁市盈率极值为 36 倍、市销率极值为 3.7 倍。

图 46: A 股系统性上涨前, 零售行业 PE 中值与欧美市场较为接近



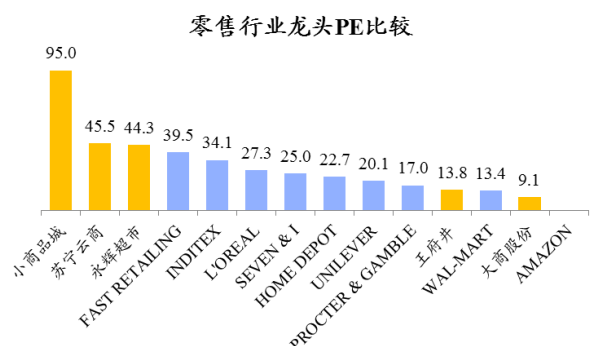
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 47: A 股系统性上涨前, 零售行业 PS 中值与美股较为接近



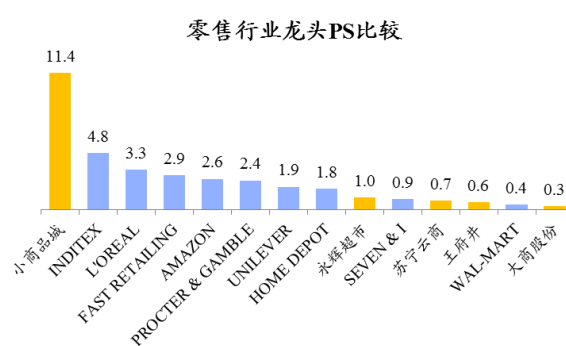
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 48: A 股零售行业龙头 PE 相对高于欧美日龙头



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价, Amazon 的 PE 为负值)

图 49: A 股零售行业龙头 PS 比国际龙头略低



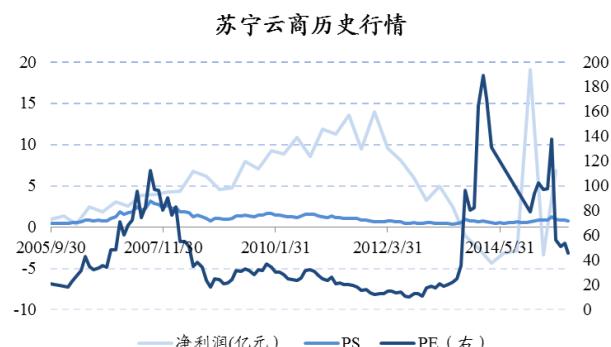
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 50: Amazon 历史估值受业绩成长性驱动并不明显



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 51: 苏宁云商历史估值受业绩成长性驱动较明显



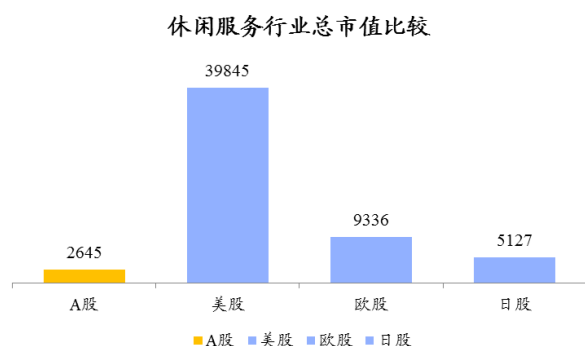
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

5. 休闲服务: 大幅溢价, 行业发展尚处早期

A 股休闲服务行业市值和收入规模与欧、美、日市场相比差距较大。A 股休闲服务行业总市值 2645 亿人民币, 而美股约为 4 万亿, 欧股约为 9336 亿, 日股约为 5127 亿; 行业总收入为 599 亿, 分别约为美股 (1.8 万亿)、欧股 (7689 亿) 和日股 (4796 亿) 的 1/30、1/13 和 1/8; 企业

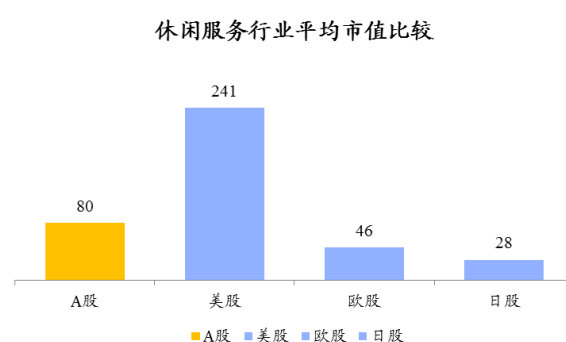
平均市值为 80 亿，低于美股（241 亿），高于欧（46 亿）、日（28 亿）股；企业平均收入为 18 亿，而美股、欧股和日股分别为 118 亿、40 亿和 28 亿。从龙头企业来对比，A 股休闲服务行业龙头与国外相比市值和收入规模差距较大，其中中国国旅市值 519 亿、2014 年收入 199 亿，宋城演艺市值 299 亿、2014 年收入 9 亿，中青旅市值 143 亿、2014 年收入 105 亿；而国外龙头中市值最大的两家企业属于餐饮业，麦当劳市值 5842 亿、收入 1609 亿，星巴克市值 5343 亿、收入 1140 亿，Carnival 市值 2555 亿、收入为 977 亿，而 A 股休闲服务龙头主要是旅游、酒店板块的企业，国外龙头中相对应的是 Carnival（酒店板块，市值为 2555 亿、收入为 977 亿）、Tu-Ag-Di（旅游服务板块，市值为 1225 亿、收入为 252 亿）等。

图 52: A 股休闲服务行业总市值与欧美日市场差距较大



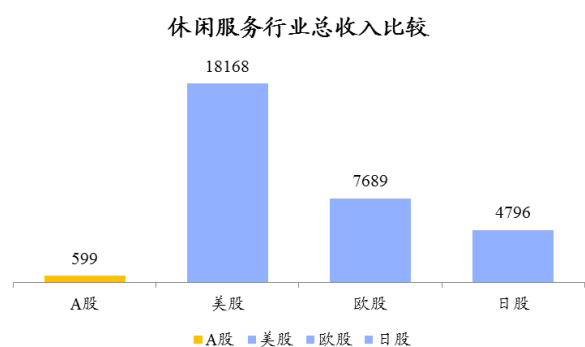
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 53: A 股休闲服务行业企业平均市值小于美股



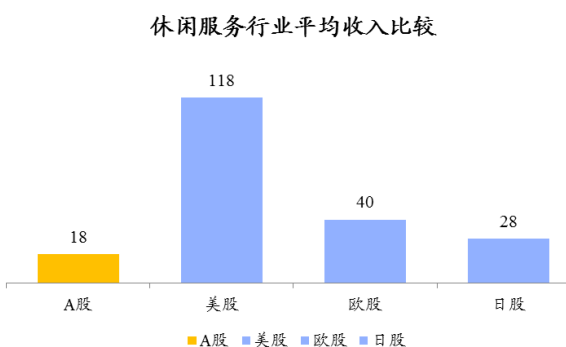
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 54: A 股休闲服务行业总收入与欧美日市场差距较大



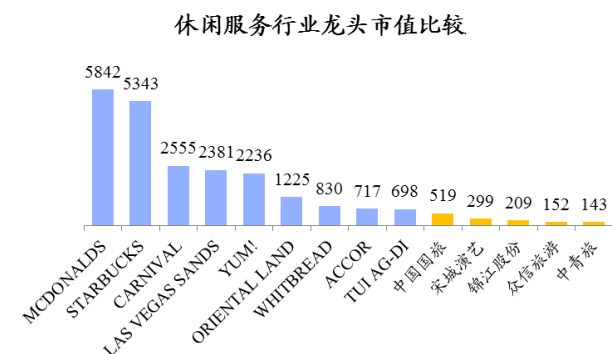
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 55: A 股休闲服务行业企业平均收入与欧美日市场差距较大



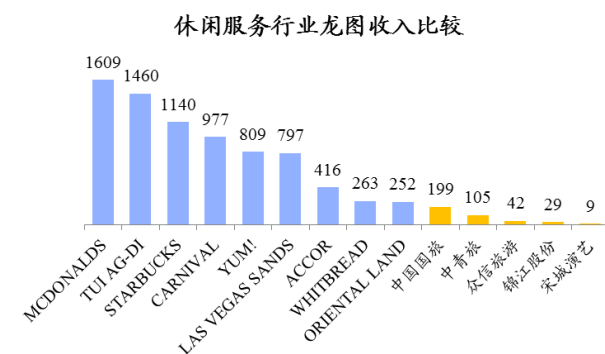
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 56: A 股休闲服务行业龙头总市值与欧美日龙头差距较大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

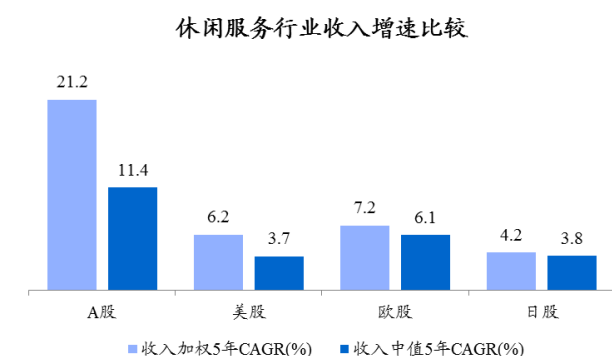
图 57: A 股休闲服务行业龙头收入与欧美日龙头差距较大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

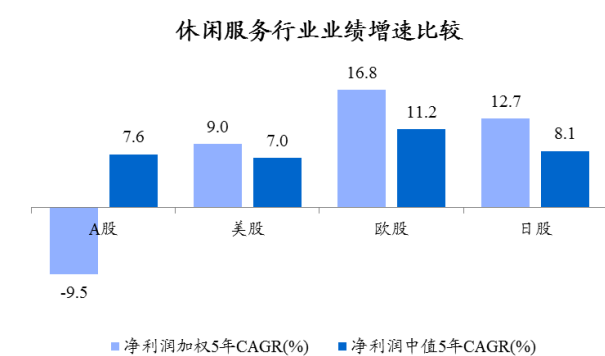
A 股休闲服务行业发展阶段相对欧美日市场尚处早期, 且近五年净利润增速低于欧美日市场。中国休闲服务行业起步较晚, 从总量和龙头对比可以看出发展阶段尚处于早期。A 股休闲服务行业主要包括景点、旅游综合、酒店和餐饮, 其中景点和旅游综合板块占比超过 3/4, 餐饮和酒店市值占比较低, 且龙头实力如全国最大酒店企业锦江股份与国际龙头麦当劳、星巴克等相比品牌和渠道覆盖面差距较大; 而美股中休闲服务行业具有更多的细分板块, 如邮轮公司、赌场和其它休闲设施, 其中酒店、餐饮占据总市值接近 70%, 市值龙头麦当劳、星巴克、Carnival、Las Vegas Sand 均是酒店、餐饮板块。从近五年的收入、净利润复合增长率来看, A 股休闲服务行业收入增速 (市值加权为 21.2%, 中值为 11.4%) 有较大优势, 但净利润的市值加权五年复合增速为负值, 中值与欧美日市场接近, 说明 A 股休闲服务行业的龙头企业近五年来业绩增长欠佳。

图 58: A 股休闲服务行业五年来收入增长速度显著高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 59: A 股休闲服务行业净利润市值加权五年复合增速为负值, 而中值与欧美日接近。

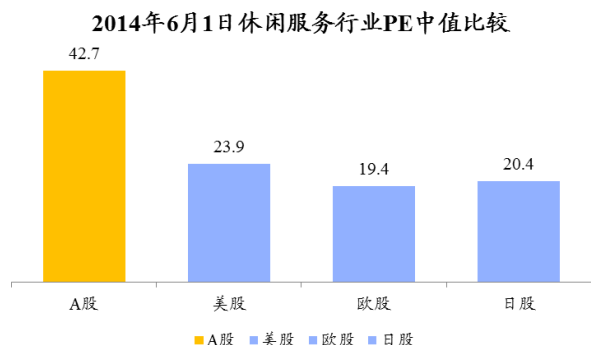


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

当前 A 股休闲服务行业整体估值显著高于欧、美、日市场, 去除市场情绪的影响, 估值仍显著溢价。A 股休闲服务行业在 2014 年 6 月 1 日 A 股系统性上涨前 PE 中值为 42.7 倍, PS 中值为 4.8 倍, 仍显著高于欧 (PE 为 19.4 倍, PS 为 1.4 倍)、美 (PE 为 23.9 倍, PS 为 1.1 倍)、日 (PE 为 20.4 倍, PS 为 0.6 倍) 市场。而从龙头企业来比较, 中国国旅、锦江

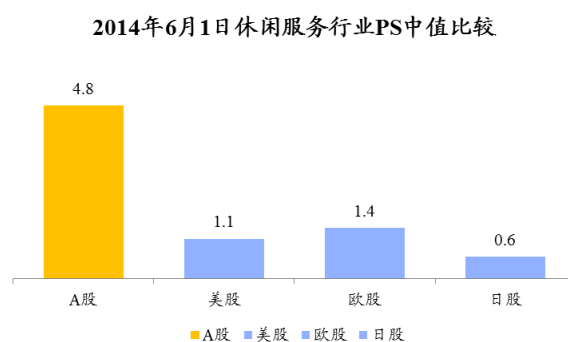
股份、宋城演艺、众信旅游、中青旅的 PE 分别为 31.7、38.6、64.3、115.9、42.2 倍，在国际龙头中较高，而市销率与国外龙头较接近。剔除极端情况，国外龙头麦当劳的历史 PE 极值为 32 倍、PS 极值为 4.4 倍，星巴克的 PE 极值为 74 倍、PS 极值为 4.7 倍；而 Carnival 历史 PE 极值为 34 倍、PS 极值为 9 倍，Oriental Land 历史 PE 极值为 46 倍、PS 极值为 6.5 倍。从 Carnival 和中国国旅的历史行情来看，估值较好地反映了业绩成长。

图 60: A 股系统性上涨前，休闲服务行业 PE 中值仍明显高于欧美日市场



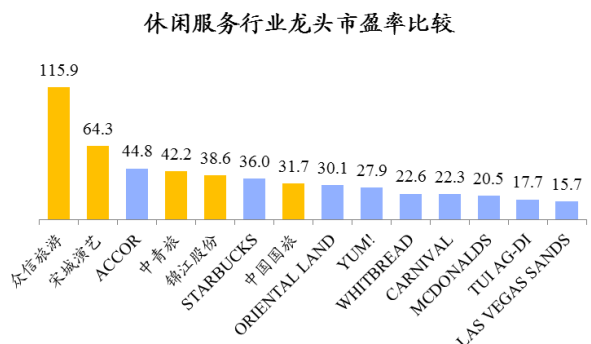
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 61: A 股系统性上涨前，休闲服务行业 PS 中值仍明显高于欧美日市场



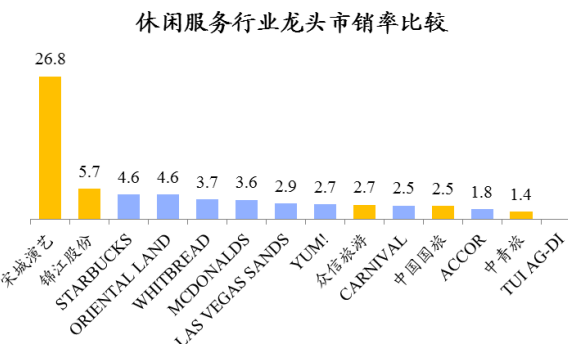
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 62: A 股休闲服务行业龙头 PE 高于欧美日龙头



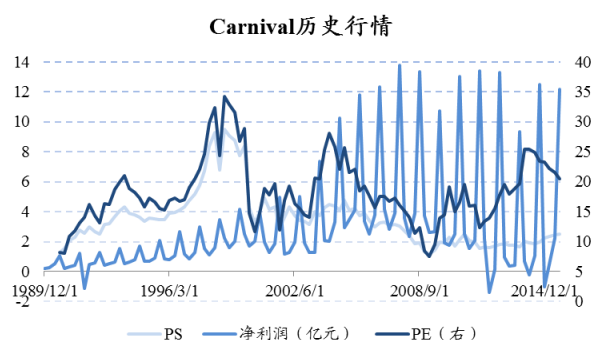
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 63: A 股休闲服务行业龙头 PS 与欧美日龙头接近



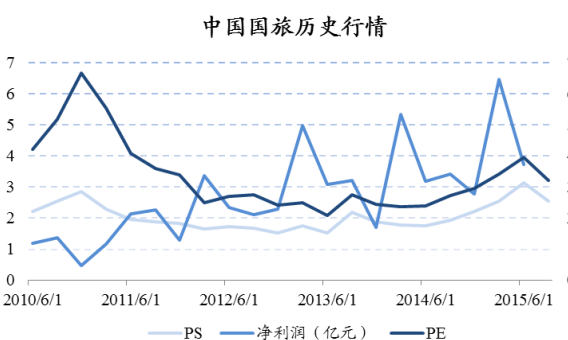
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 64: Carnival 随着业绩增长趋缓，估值缓慢下行



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 65: 中国国旅业绩稳定增长，估值也较稳定

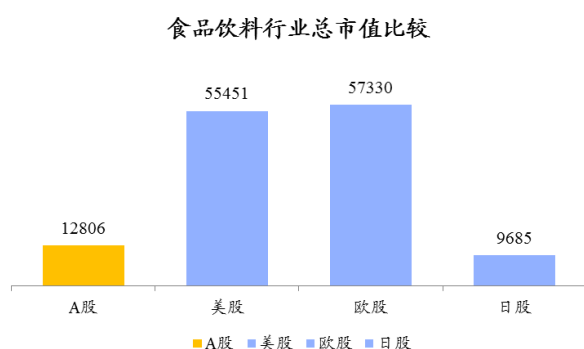


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

6. 食品饮料：小幅溢价，业绩增速有优势

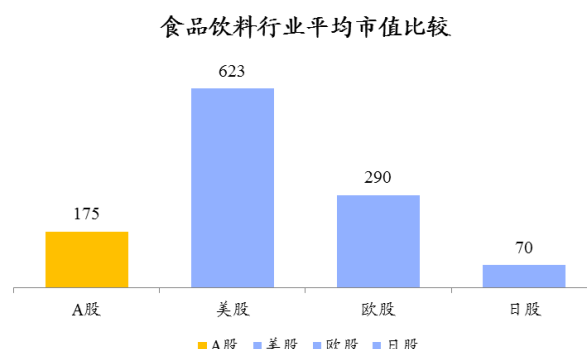
A 股食品饮料行业市值和收入规模与欧、美市场相比差距较大。A 股食品饮料行业总市值约 1.3 万亿，而美股约为 5.5 万亿，欧股约为 5.7 万亿；行业总收入为 3743 亿，约为美股（2.7 万亿）和欧股（2.8 万亿）的 1/7；企业平均市值为 175 亿，而美股约为 623 亿，欧股约为 290 亿；企业平均收入为 51 亿，而美股约为 337 亿，欧股约为 152 亿，日股约为 104 亿。从龙头企业来比较，国际食品饮料行业龙头中雀巢、百威英博、可口可乐市值均达到万亿级别，雀巢、百事、百威英博和可口可乐 2014 年收入分别达到 6013 亿、4040 亿、2831 亿和 2829 亿，其它龙头如 Heineken 和 Sabmiller 收入也在千亿级别，相比较而言 A 股酒类龙头贵州茅台市值为 2505 亿、收入为 322 亿，奶类龙头伊利股份市值为 965 亿、收入为 544 亿，肉制品龙头双汇发展市值为 594 亿、收入为 457 亿，调味品龙头海天味业市值为 846 亿、收入为 98 亿，A 股食品饮料龙头在市值和收入的规模上还有很大提升空间。

图 66: A 股食品饮料行业总市值与欧、美市场差距较大



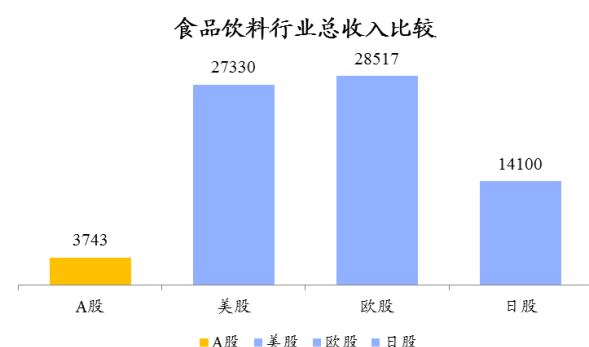
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 67: A 股食品饮料行业企业平均市值与欧、美市场差距较大



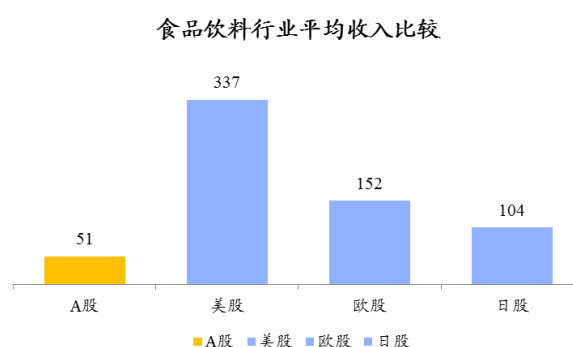
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 68: A 股食品饮料行业总收入与欧美日市场差距较大



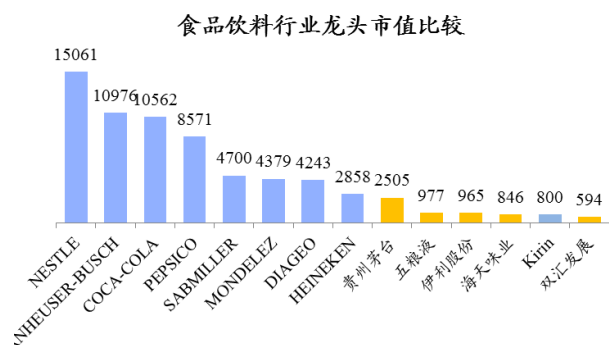
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 69: A 股食品饮料行业企业平均收入与欧美日市场差距较大



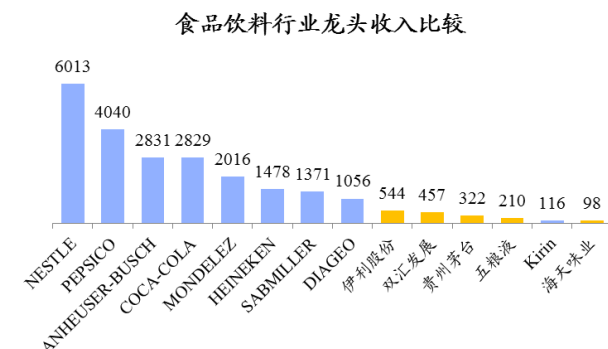
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 70: A 股食品饮料行业龙头总市值与欧美日龙头差距较大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

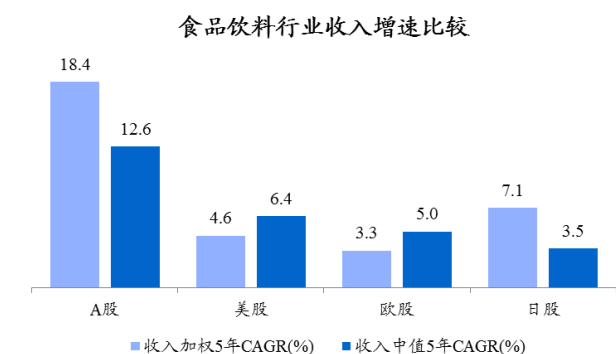
图 71: A 股食品饮料行业龙头收入规模与欧美日龙头差距较大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

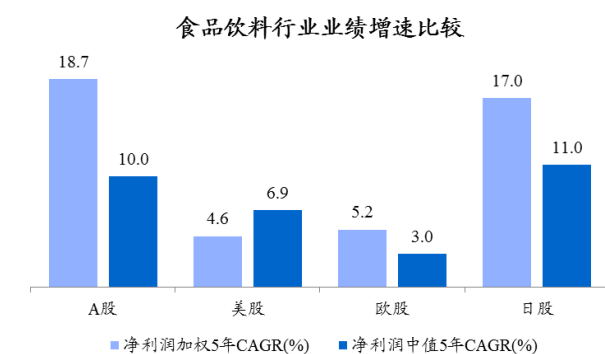
A 股食品饮料行业品牌力改善空间较大, 行业整体收入和业绩增速较有优势。由于提供的产品与服务的相近性, 食品饮料行业 and 大部分其它消费品板块一样, 品牌力是最重要的核心能力之一。而 A 股食品饮料行业龙头企业如贵州茅台、五粮液、伊利股份等, 品牌更受中国市场认可; 而国际龙头如可口可乐、雀巢、百事等具有国际性的品牌认可, 在各个地区和市场都能够获得一定的市场份额, 甚至是占据垄断地位。我们认为 A 股食品饮料行业相对国际龙头差距较为明显的是品牌力, 之后才是渠道、研发、资金等。而从近五年 (2011 年至 2014 年) 食品饮料行业收入、净利润的复合增长速度来看, A 股食品饮料行业整体的收入和业绩增长速度都较有优势。

图 72: A 股食品饮料行业五年来收入增长速度显著高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 73: A 股食品饮料行业净利润五年复合增速高于欧、美市场, 与日本接近

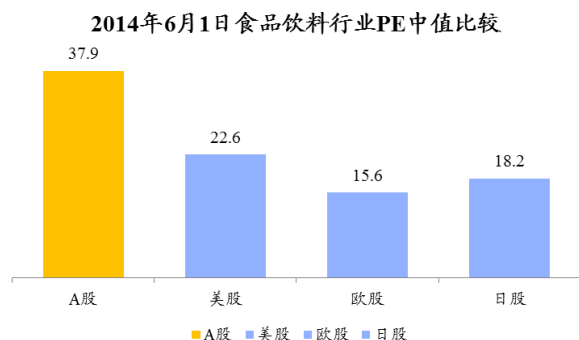


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

当前 A 股食品饮料行业整体估值显著高于欧、美、日市场, 去除市场情绪的影响, 估值仍明显溢价。从食品饮料行业 2014 年 6 月 1 日的估值来看, A 股食品饮料行业 PE 中值为 37.9 倍, PS 中值为 2.8 倍, 仍明显高于欧 (PE 为 15.6 倍, PS 为 0.5 倍)、美 (PE 为 22.6 倍, PS 为 1.5 倍)、日 (PE 为 18.2 倍, PS 为 0.3 倍) 市场。而从行业龙头公司来看, A 股食品饮料行业龙头如贵州茅台 PE 为 15.7 倍、PS 为 7.4 倍, 五粮液 PE 为 19.0 倍、PS 为 4.8 倍, 伊利股份 PE 为 21.4 倍、PS 为 1.7 倍, 双汇发展 PE 为 15.5 倍、PS 为 1.3 倍, 与国际龙头估值水平接近, 其中可口可

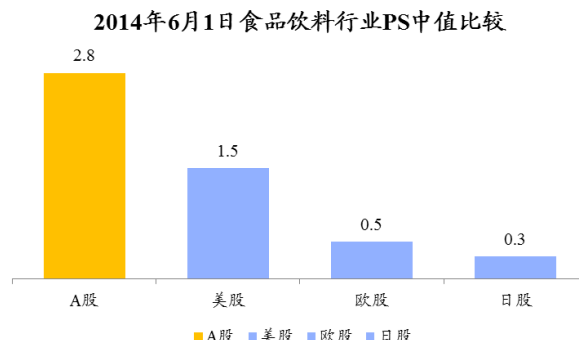
乐 PE 为 17.8 倍、PS 为 3.7 倍，百事 PE 为 19.7 倍、PS 为 2.1 倍。剔除极端情况，雀巢历史上 PE 极值为 25 倍、PS 极值为 2.6 倍，可口可乐历史上 PE 极值为 50 倍、PS 极值为 11 倍，百威英博历史上 PE 极值为 25 倍、PS 极值为 4.3 倍。从百威英博和贵州茅台的历史行情来看，估值较好地反映了业绩成长，近年国内酒类行业业绩趋缓下估值也随之下行。

图 74: A 股系统性上涨前，食品饮料行业 PE 中值仍显著溢价



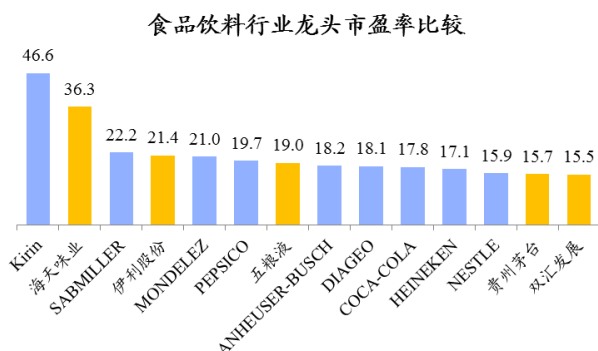
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 75: A 股系统性上涨前，食品饮料行业 PS 中值仍显著要于欧美日市场



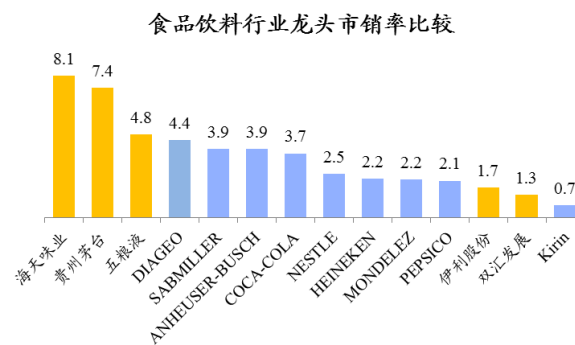
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 76: A 股食品饮料行业龙头 PE 与国际龙头接近



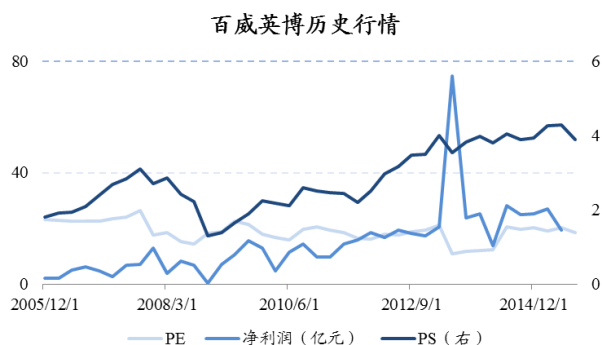
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 77: A 股食品饮料行业部分龙头 PS 略高于国际龙头



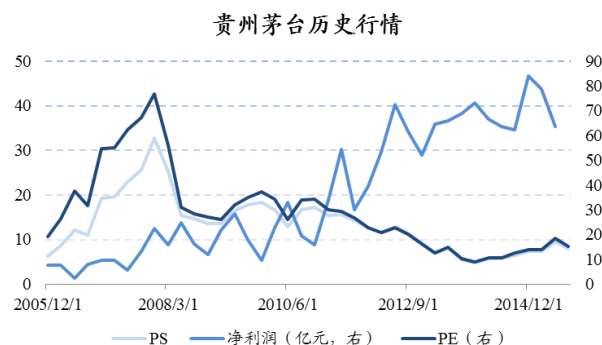
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 78: 百威英博 PE 伴随业绩增长趋缓而较稳定



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 79: 贵州茅台随着业绩增长趋缓估值缓慢下行

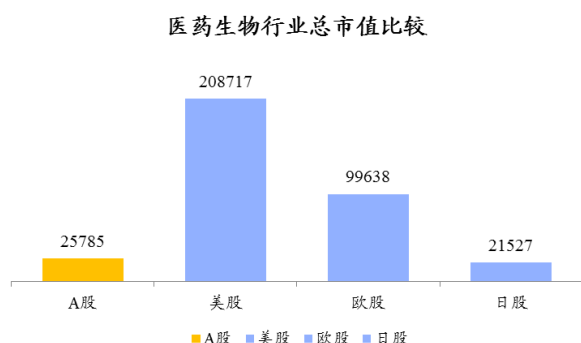


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

7. 医药生物：大幅溢价，研发驱动有待提高

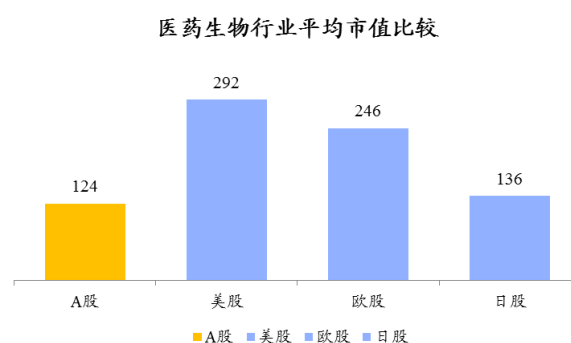
A 股医药生物行业市值规模和收入规模与欧美市场相比差距大，市值规模与日股接近。A 股医药生物行业总市值约 2.6 万亿人民币，分别为美股（约 21 万亿）和欧股（10 万亿）的 1/8 和 1/4，与日股（约 2.2 万亿）接近；行业总收入为 6947 亿，而美股约为 10 万亿，欧股约为 3.2 万亿，日股约为 1.3 万亿；企业平均市值为 124 亿，而美股、欧股和日股分别为 292 亿、246 亿和 136 亿；企业平均收入为 33 亿，而美股、欧股和日股分别为 168 亿、89 亿和 88 亿。从龙头企业来比较，A 股制药龙头恒瑞医药市值为 889 亿、2014 年收入为 75 亿，中药龙头云南白药市值 688 亿、2014 年收入 188 亿，医药商业龙头上海医药市值为 444 亿、收入为 924 亿，医药器械龙头乐普医疗市值为 239 亿、收入为 17 亿，医药服务龙头爱尔眼科市值为 272 亿、收入为 24 亿；而国外龙头 Novartis、强生、Roche 等市值超过万亿，Novo、Merck 市值也接近万亿；从收入来看，除了 Novo、Takeda 与上海医药接近，达到 900 亿，其它国际龙头收入规模均超过千亿。

图 80: A 股医药生物行业总市值与欧、美市场差距较大



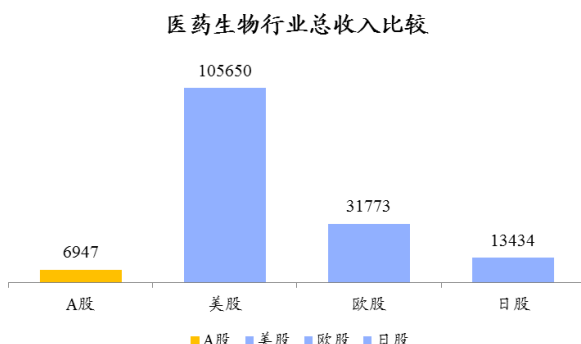
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 81: A 股医药生物行业企业平均市值与欧、美市场差距较大



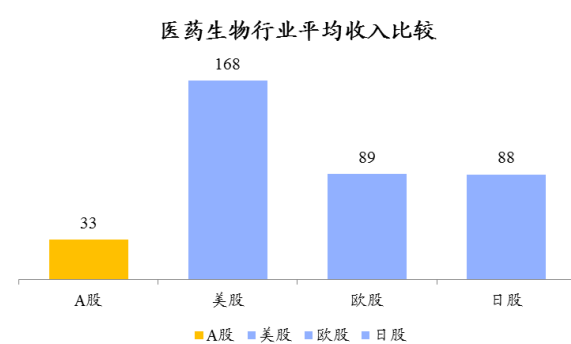
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 82: A 股医药生物行业总收入与欧美日市场差距较大



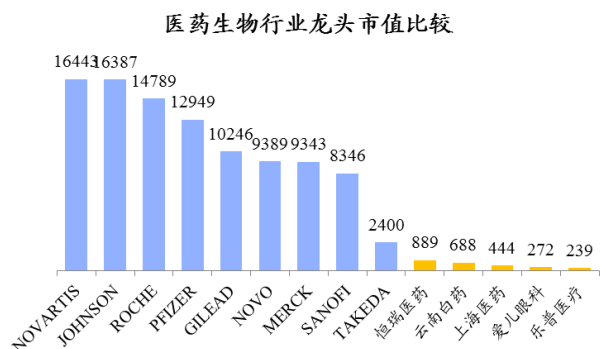
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 83: A 股医药生物行业企业平均收入与欧美日市场差距较大



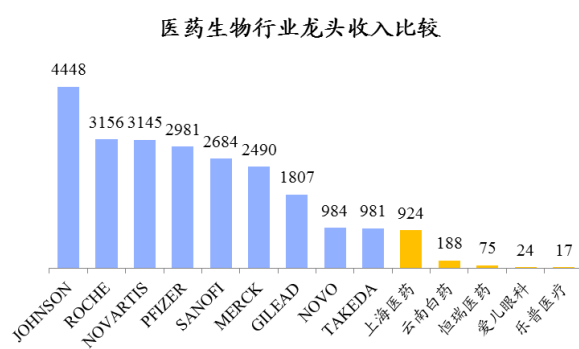
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 84: A 股医药生物行业龙头市值规模与欧美日市场差距大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

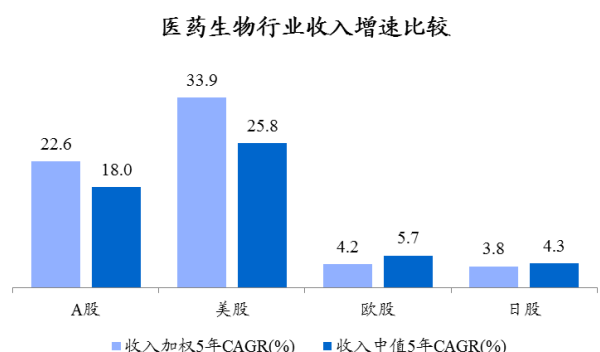
图 85: A 股医药生物行业龙头收入规模与欧美日市场差距大 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

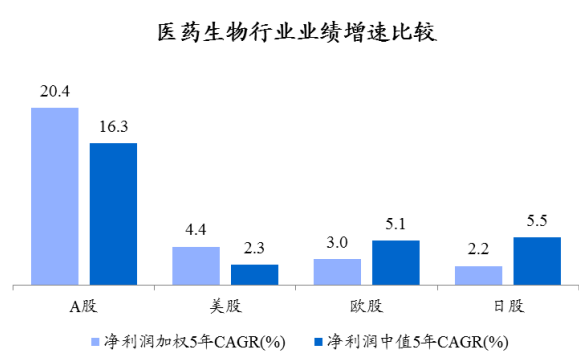
A 股医药生物行业研发水平有待提高, 但收入和业绩增长速度具有较大优势。医药生物行业是一个研发驱动的行业, 如 20 世纪 80 年代瑞典的阿斯特拉公司 (中型) 研发出治疗胃溃疡的新药奥美拉唑, 从而在 10 年内成为世界前十的制药公司。因此国际龙头企业在研发上都投入巨资 (如 Novartis2014 年研发费用接近 630 亿人民币), 而国内医药生物企业整体研发水平较低, 以 2014 年医药生物行业整体研发投入占总收入比中来看, 美股约为 4.8%。而 A 股约为 2.1%; 而以市值前十的医药生物企业的研发总投入占总收入比中来看, 美股约为 6.5%, 而 A 股仅约为 1.5%。国内仿制药盛行, 造成激烈的同质化竞争, 在行业集中度上也有待提高。而从近五年 (2011 年至 2014 年) 行业的收入、净利润复合增长速度来看, A 股医药生物行业的收入、净利润增速相对欧美日市场具有较大优势 (如图 87)。

图 86: A 股医药生物行业五年来收入增长速度高于欧、日市场, 但低于美股市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 87: A 股医药生物行业净利润五年复合增速大幅高于欧美日市场

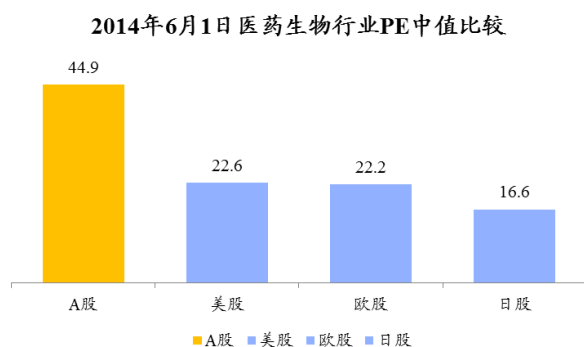


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

当前 A 股医药生物行业整体估值显著高于欧、美、日市场, 去除市场情绪的影响, 估值仍明显溢价。从医药生物行业 2014 年 6 月 1 日 A 股系统性上涨前的估值来看, A 股医药生物行业 PE 中值为 44.9 倍, PS 中值为 5.2 倍, 仍明显高于欧 (PE 为 22.2 倍, PS 为 2.3 倍)、美 (PE 为 22.6 倍, PS 为 4.4 倍)、日 (PE 为 16.6 倍, PS 为 1.4 倍) 市场。而从行业龙头企业来看, 恒瑞医药 (PE 为 26.2 倍, PS 为 3.5 倍)、云南白药 (PE

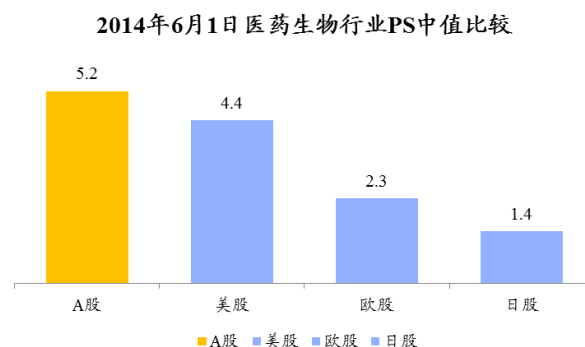
为 48.9 倍、PS 为 10.7 倍）、乐普医疗（PE 为 47.8 倍，PS 为 10.8 倍）和爱尔眼科（PE 为 74.1 倍，PS 为 9.9 倍）估值明显高于欧美日市场龙头。而剔除极端情况，强生历史 PE 极值为 37 倍、PS 极值为 4.7 倍，Roche 历史 PE 极值为 34 倍、PS 极值为 5.1 倍。从强生和恒瑞医药的历史行情来看，强生历史估值很好地反映了业绩的成长性预期，而恒瑞医药估值受到 A 股系统性上涨下跌过程中时常情绪的影响，但剔除市场情绪的影响（如 2014 年 6 月 1 日左右），恒瑞医药估值较平稳，反映了业绩的稳定增长。

图 88: A 股系统性上涨前，医药生物行业 PE 中值仍是欧美日市场 2 倍以上



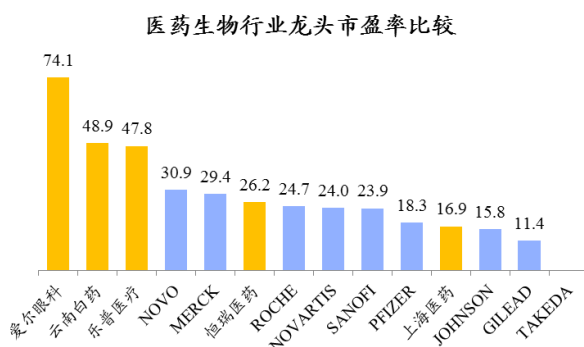
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 89: A 股系统性上涨前，医药生物行业 PS 中值仍高于欧美日市场



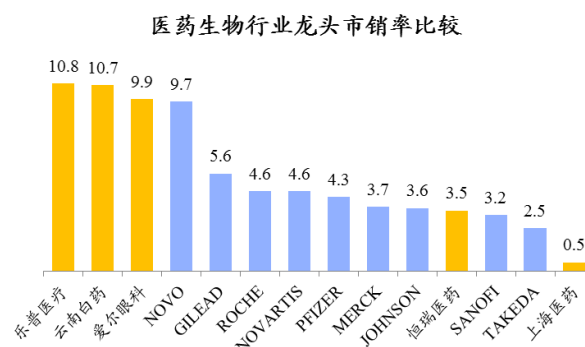
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 90: A 股医药生物行业龙头 PE 显著高于国外龙头



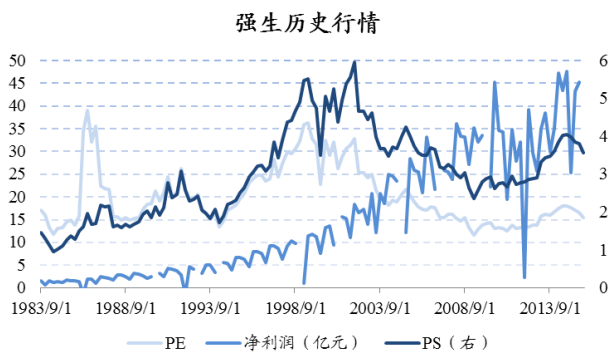
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价，Takeda 的 PE 为负值）

图 91: A 股医药生物行业龙头 PS 显著高于国外龙头



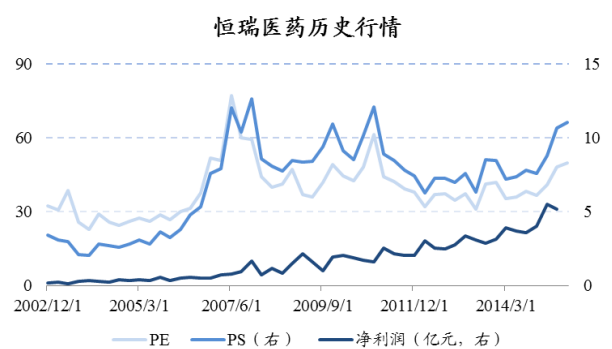
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究（注：基于 2015-09-18 收盘价）

图 92: 强生历史估值较好地反映了业绩的成长预期



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 93: 恒瑞医药历史估值波动较大, 存在对业绩成长性反映的偏离

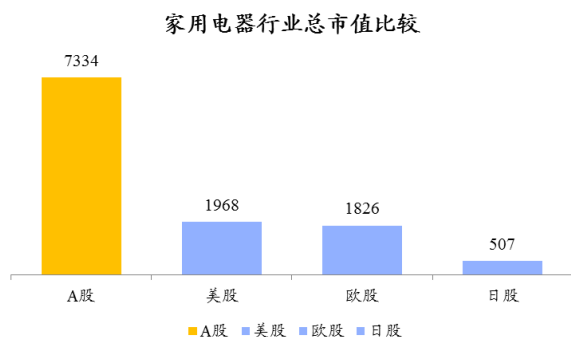


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

8. 家用电器: 估值溢价, 研发竞争力有待提高

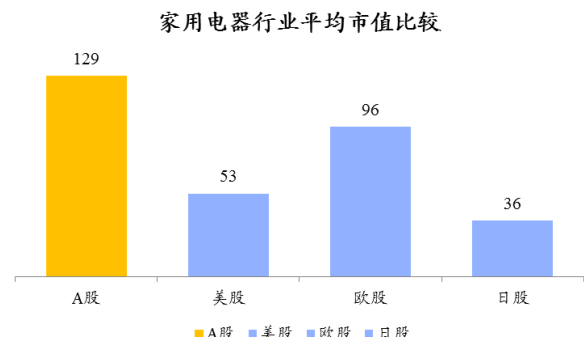
A股家用电器行业市值和收入规模与欧、美市场相比具有一定优势。由于从分类标准来看, 欧美日市场不少传统家电企业如 sony (市值超万亿)、松下电器 (市值超万亿) 等在转型之后分类上属于消费电子产品, 因此已不在家用电器的分类范畴内。如果算上这些国外转型的传统家电企业, 市值、收入比较将发生较大的变化。A股家用电器行业总市值 7334 亿人民币, 超过美股 (1968 亿)、欧股 (1826 亿) 和日股 (507 亿); 行业总收入为 7540 亿, 与美股 (6495 亿) 接近; 企业平均市值为 129 亿, 而美股、欧股和日股分别为 53 亿、96 亿和 36 亿; 企业平均收入为 132 亿, 低于美股 (210 亿), 与欧股 (130 亿) 接近。从龙头企业来看, A股家用电器龙头市值和收入规模都较有优势, 白电中美的集团、格力电器市值、收入均属于千亿级别, 黑电龙头 TCL 市值为 467 亿、收入为 1013 亿。而国外龙头中日股 Rinnai 市值为 4830 亿, 2014 年收入为 2993 亿, Fujitsu 市值为 1497 亿、2014 年收入为 2887 亿。

图 94: A 股家用电器行业总市值高于欧美日市场



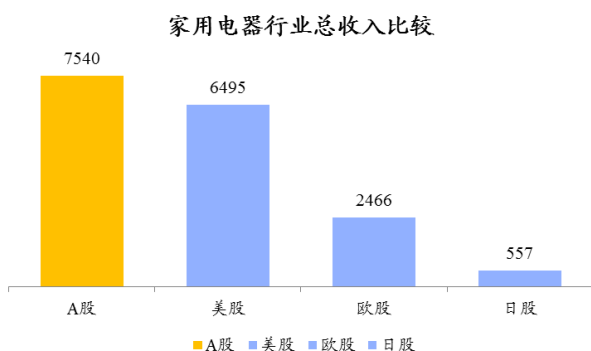
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 95: A 股家用电器行业企业平均市值高于欧美日市场



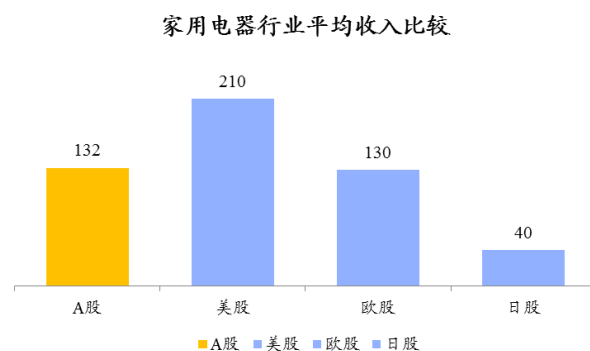
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 96: A 股家用电器行业总收入略高于美股



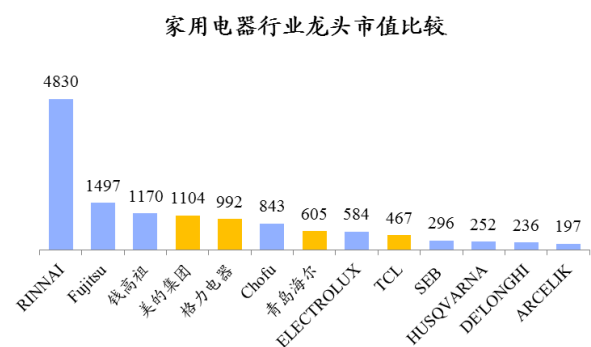
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 97: A 股家用电器行业企业平均收入规模低于美股



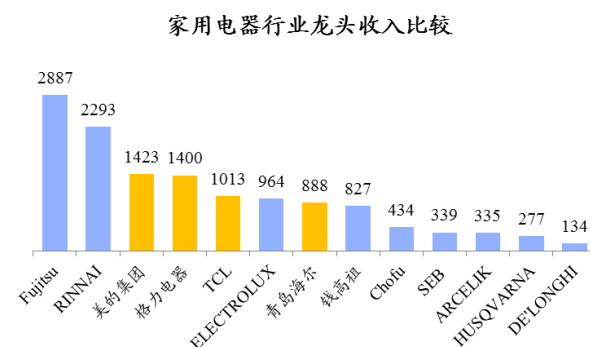
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 98: A 股家用电器行业龙头市值规模具有较大优势
(单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

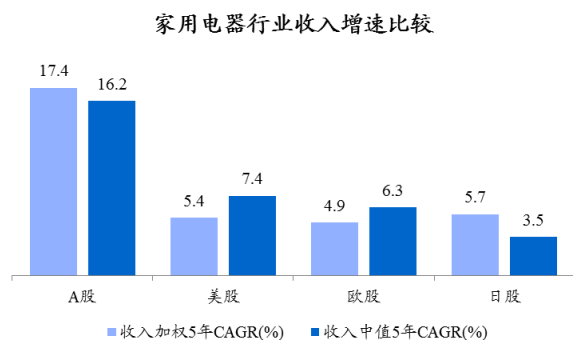
图 99: A 股家用电器行业龙头收入规模高于欧美日龙头 (单位: 亿元人民币)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

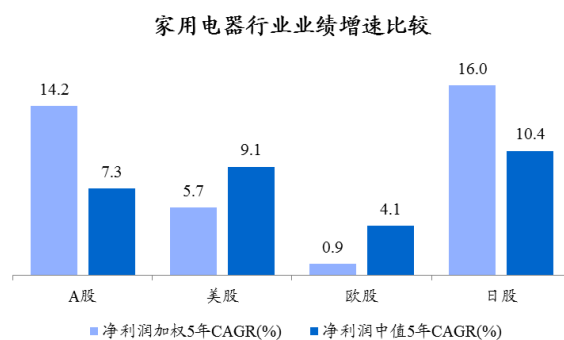
A 股家用电器行业研发实力有待提高, 行业整体收入和利润增长速度较有优势。从中国市场来看, A 股家电行业整体竞争力提升较快, 其中白电领先地位突出 (如空调市场美的、格力、海尔、海信合计占据中国市场 70%以上), 而彩电面临着激烈的国外龙头 (如索尼、松下电器) 竞争。由于研发整体水平落后于欧美日市场, A 股家用电器行业在市场上主要占据中低端市场; 以 2014 年家用电器行业整体研发投入占总收入比中来看, 美股约为 3.0%, 日股约为 2.7%, 而 A 股约为 2.2%。而从近五年 (2011 年至 2014 年) 行业整体收入、利润复合增速来看, A 股家电行业收入和业绩增长速度较有优势。

图 100: A 股家用电器行业五年来收入增长速度显著高于欧美日市场



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

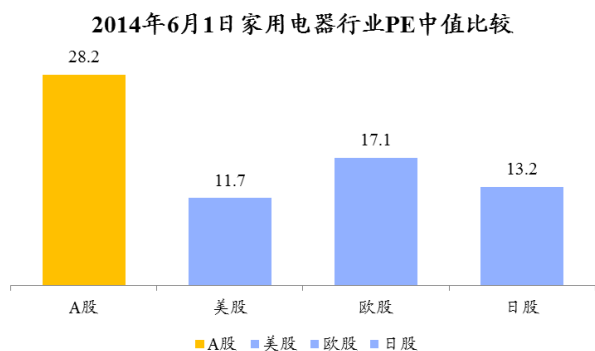
图 101: A 股家用电器行业净利润五年复合增速与日股接近



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

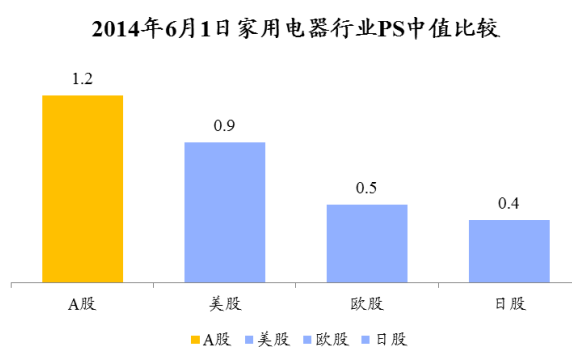
当前 A 股家用电器行业整体估值显著高于欧、美、日市场, 去除市场情绪的影响, 市盈率仍明显溢价。从 2014 年 6 月 1 日家电行业估值来看, A 股家电行业的市盈率为 28.2 倍, 高于欧 (17.1 倍)、美 (11.7 倍)、日 (13.2 倍) 市场。而从行业龙头公司来看, A 股家电龙头美的集团 (PE 为 9.0 倍, PS 为 0.8 倍)、格力电器 (PE 为 7.0 倍, PS 为 0.8 倍) 和 TCL (PE 为 14 倍, PS 为 0.4 倍) 与国际龙头相比, PE 较小, 而 PS 接近 (如 Electrolux 的 PE 为 24.5 倍, PS 为 0.7 倍)。剔除极端情况, Rinnai 历史 PE 极值为 53 倍、PS 极值为 1.7 倍, Fujitsu 历史 PE 极值为 56 倍、PS 极值为 0.4 倍。从 Rinnai 和格力电器历史行情来看, 估值长期较好地反映业绩成长性。

图 102: A 股系统性上涨前, 家用电器行业 PE 中值显著高于欧美日市场



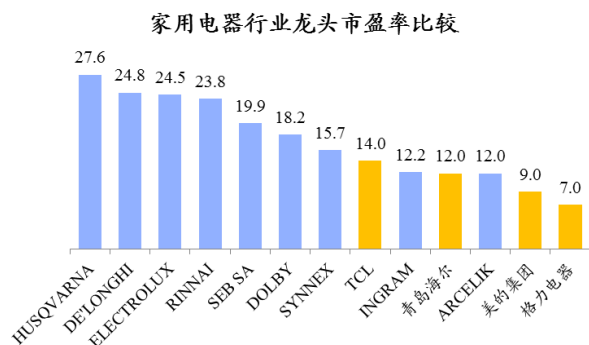
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 103: A 股系统性上涨前, 家用电器行业 PS 中值明显高于欧美日市场



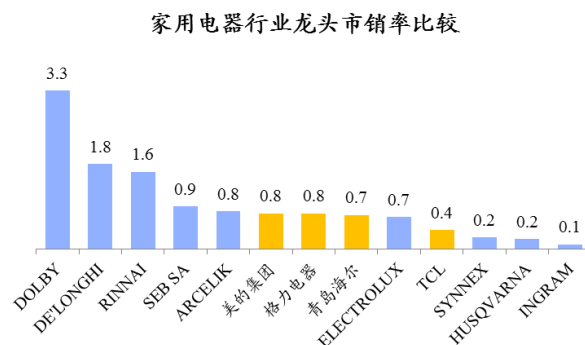
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 104: A 股家用电器行业龙头 PE 与国际龙头较接近



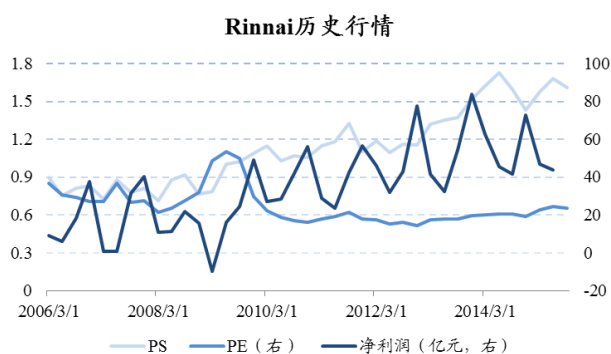
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 105: A 股家用电器行业 PS 与国际龙头接近



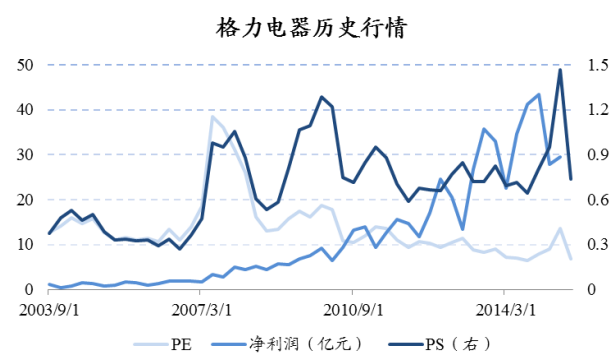
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究 (注: 基于 2015-09-18 收盘价)

图 106: Rinnai 业绩长期平稳增长, 估值也较平稳



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 107: 格力电器估值受市场情绪影响波动较大, 长期来看反映业绩成长性



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

9. 关注业绩与估值具有较高性价比的行业

正如在行业估值体系国际比较前面系列中所说, 估值受到行业整体成长性和市场情绪影响。而当前经历“股灾”后的震荡寻底, 市场情绪对估值的影响相对前期已较弱, 部分行业已回到估值相对合理的区间。我们认为食品饮料行业在业绩与估值上具有一定性价比, 有望在市场获得相对收益。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		