



中国：家电行业

空调“下乡”影响有限，“以旧换新”鼓励政策尚待细则出台

中金公司研究部

联系人：黄文倩 huangwq@cicc.com.cn

分析员：郭海燕 guohy@cicc.com.cn

电话：(8621) 5879 6226

2009 年 1 月 5 日

### 事件：

- 12 月 31 日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》：
  - 1、把空调、热水器（含太阳能、燃气、电力类）、摩托车和电脑等产品列入全国推广家电下乡政策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。
  - 2、促进城市耐用品消费升级换代。鼓励生产和零售企业开展“收旧售新”、“以旧换新”业务，带动新产品销售和资源节约。

### 评论：

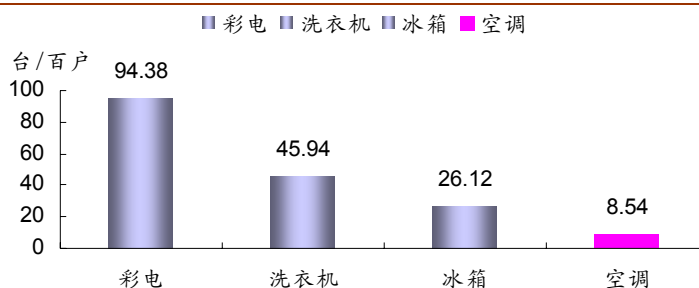
延续我们在 2008 年 11 月 21 日《“家电下乡”向全国推广的影响分析》中的分析思路，我们解读上述政策如下：

- 空调“下乡”对内销量的总体拉动不大。**
  - 2007 年底农村空调保有量仅为 8.54 台/百户，保有量水平处于主要家电产品的最底端（图 1）。空调在农村家电消费中可选性最大，主要受到几方面约束：1）住房和生活习惯；2）收入水平；3）空调单品价值较高，使用成本也偏高（表 1）；4）电网负载功率不高，等等。
  - 2007 年，农村新购置空调约 220 万台，仅占全国内销量 7%（由于空调 90 年代中期才进入农村家庭，目前更新换代很少，可忽略不计）。
  - 不同于冰洗产品，空调与农村人均纯收入的相关性较小（图 2），受天气等客观条件影响很大，难以具体测算 09 年单年“家电下乡”对空调消费的影响。但由于空调消费的可选性最大，如果不考虑天气的影响，在收入预期下降、消费者信心低迷的情况下，09 年“家电下乡”补贴政策对农村空调销量的拉动作用小于对冰洗销量的拉动，即低于 25%（最乐观的情况，假设 4 年需求集中在 09 年爆发）。按农村空调销售占全国比例 7% 计算，09 年“家电下乡”补贴政策对全国空调销量的拉动作用不高于 1.8%（最乐观的情况，假设 4 年需求集中在 09 年爆发）。
  - 此外，由于本次补贴产品范围的扩大“由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种”，拉动作用还可能进一步缩小。
- 空调“下乡”对相关上市公司盈利的拉动有限。**
  - 对白电上市公司营业收入和盈利的拉动有限，因为：1）“家电下乡”补贴政策对全国空调销量的拉动作用不大；2）相对于冰洗产品内销比例（60%），空调内销比例（45%）偏小；3）单品利润空间不大。虽然招标文件和空调产品限价尚未出台，但根据冰洗产品的限价来看，空调“家电下乡”的利润空间也不会太大，企业的收益更多体现在消化过剩产能、摊销折旧和成本，从而保证营业利润率不下滑。
  - 各上市公司收益程度会有一定差异，三、四级渠道较为深入的企业受益较大，此外空调产品和内销收入占比较大的企业受益较大。主要的空调上市公司中，排序为格力电器>美的电器>青岛海尔>ST 科龙（表 2）。



- “收旧售新”、“以旧换新”可能拉动家电更新换代需求，值得期待，但具体影响的测算还有待鼓励政策细则的出台。
  - “收旧售新”、“以旧换新”可能拉动家电更新换代需求，值得期待，但企业的积极性还取决于国家鼓励政策细则的出台，目前难以测算。
  - 2007年，各家电产品的更新换代需求及占总销量比例见表3。如果“收旧售新”、“以旧换新”的鼓励政策见效，彩电受益最大，洗衣机其次，空调和冰箱受益程度相对较小。由于更新换代需求更多来自城镇消费，城镇销售占比较大的品牌（海尔等）受益较大。
  - 更新换代需求对企业的盈利拉动作用大于“家电下乡”，因为1）除冰箱外，其它产品更新换代需求占比较农村需求占比更大（表3），对内销量的拉动效果相对较大；2）更新换代需求对应的产品偏中高端，毛利率高于“家电下乡”产品，因此相同销量对企业利润的贡献较大。但拉动作用仍然取决于国家鼓励政策的力度。
- 投资建议：**空调“下乡”影响有限，三、四级渠道较为深入的空调企业（格力、美的）受益较大；“收旧售新”或“以旧换新”是行业性利好，但具体影响取决于企业的积极性，待鼓励政策细则的出台后才能明确，我们对此持审慎乐观态度，城镇销售占比较大的品牌（海尔等）受益较大。目前我们覆盖的三家白电公司（格力电器、美的电器和青岛海尔）的估值水平处于合理区间，基于上述政策的刺激，短期内可能出现交易性投资机会，但我们仍然提示行业需求（尤其是出口）持续下滑的风险，以及“收旧售新”或“以旧换新”鼓励政策低于预期的风险。

图 1：农村家电保有量比较



资料来源：CEIC，中经网，中金公司研究部

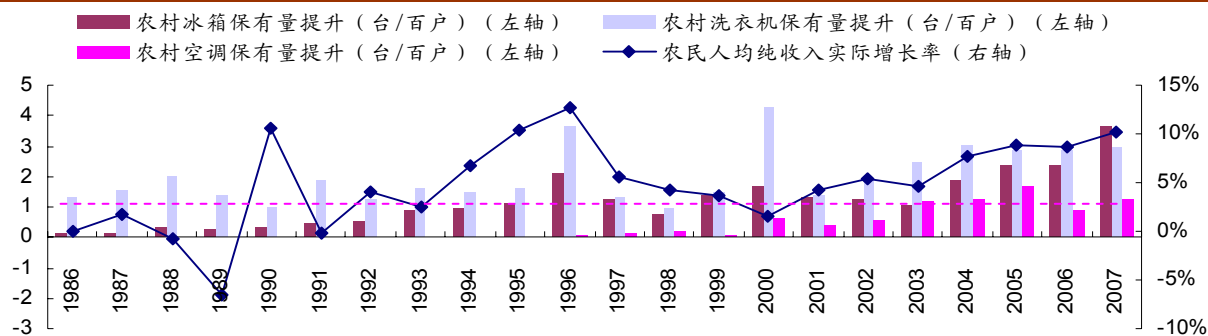
表 1：农村家电使用成本和购置成本比较

|              | CRT彩电    | 洗衣机    | 冰箱     | 空调        |
|--------------|----------|--------|--------|-----------|
| 平均功率         | 100W     | 300W   |        | 1P 五级能效   |
| 耗电量          | 0.3度/3小时 | 0.3度/次 | 1度/天   | 3度/3小时    |
| 单位电费         | 0.7元/度   | 0.7元/度 | 0.7元/度 | 0.7元/度    |
| 每日电费         | 0.21元    | 0.21元  | 0.7元   | 2.1元      |
| 耗水量          |          | 100升/次 |        |           |
| 单位水费（含排水费）   |          | 2元/吨   |        |           |
| 每日水费         |          | 0.2元   |        |           |
| 每月使用天数       | 30天      | 10天    | 30天    | 30天       |
| 月使用成本        | 6.3元     | 4.1元   | 21元    | 63元       |
| 年使用成本        | 76元      | 50元    | 252元   | 126元（2个月） |
| 平均购置成本（低端机型） | 800元     | 800元   | 1600元  | 2000元     |

资料来源：CEIC，中经网，中金公司研究部 （注：彩电、洗衣机和冰箱的平均购置成本参考“家电下乡”招标的低端机型）



图 2: 农村人均纯收入增速和白电保有量增长的相关性



资料来源: CEIC, 中经网, 中金公司研究部

表 2: 白电上市公司空调产品收入和内销收入比例比较

| 2008 H   | 格力电器 | 美的电器 | 青岛海尔 | ST 科龙 |
|----------|------|------|------|-------|
| 空调品牌影响力  | 1    | 1    | 1    | 2     |
| 空调产品收入比例 | 94%  | 72%  | 39%  | 41%   |
| 内销收入比例   | 77%  | 65%  | 82%  | 56%   |

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

表 3: 家电更新换代需求和农村需求占比比较

| 2007        | 彩电   | 洗衣机 | 空调  | 冰箱  |
|-------------|------|-----|-----|-----|
| 更新换代需求 (万台) | 1800 | 850 | 720 | 480 |
| 占内销量比例      | 47%  | 40% | 23% | 19% |
| 农村需求 (万台)   | 1600 | 550 | 220 | 650 |
| 占内销量比例      | 42%  | 26% | 7%  | 25% |

资料来源: CEIC, 中经网, 中金公司研究部



附表 1、行业可比公司估值表

| 代码        | 公司                  | 总市值<br>(百万美元) | 货币单位 | 股价<br>(本国货币) | 每股收益   |        |        |        | 市盈率   |       |       |       | 07年底-10年底<br>净利润CAGR | PEG   |  |
|-----------|---------------------|---------------|------|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------------|-------|--|
|           |                     |               |      |              | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |                      |       |  |
| A股        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| 000527.CH | 美的电器                | 2,291         | CNY  | 8.28         | 0.63   | 0.74   | 0.82   | 0.94   | 13.1  | 11.2  | 10.1  | 8.8   | 14.2%                | 0.79  |  |
| 000651.CH | 格力电器                | 3,562         | CNY  | 19.44        | 1.01   | 1.49   | 1.68   | 1.93   | 19.2  | 13.1  | 11.6  | 10.1  | 23.8%                | 0.55  |  |
| 600690.CH | 青岛海尔                | 1,761         | CNY  | 8.99         | 0.48   | 0.66   | 0.76   | 0.90   | 18.7  | 13.6  | 11.9  | 10.0  | 23.1%                | 0.59  |  |
|           | A股平均                |               |      |              |        |        |        |        | 17.0  | 12.6  | 11.2  | 9.6   |                      |       |  |
| H股        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| 1169.HK   | 海尔电器                | 242           | HKD  | 0.96         | 0.09   | 0.10   | 0.13   | 0.13   | 10.3  | 9.6   | 7.4   | 7.4   | 11.8%                | 0.81  |  |
|           | H股平均                |               |      |              |        |        |        |        | 10.3  | 9.6   | 7.4   | 7.4   |                      |       |  |
| 美国        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| WHR US    | Whirlpool           | 3,206         | USD  | 43.62        | 8.15   | 5.64   | 4.24   | 6.42   | 5.4   | 7.7   | 10.3  | 6.8   | -7.6%                | -1.01 |  |
| UTX US    | United Technology   | 52,236        | USD  | 54.95        | 4.38   | 4.91   | 4.83   | 5.05   | 12.5  | 11.2  | 11.4  | 10.9  | 4.9%                 | 2.29  |  |
| GE.US     | GE                  | 179,164       | USD  | 17.07        | 2.18   | 1.86   | 1.38   | 1.42   | 7.8   | 9.2   | 12.4  | 12.0  | -13.4%               | -0.69 |  |
| 欧洲        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| ELUXB.SS  | Electrolux          | 2,906         | SEK  | 72.25        | 10.41  | 4.12   | 5.02   | 7.52   | 6.9   | 17.5  | 14.4  | 9.6   | -10.3%               | -1.71 |  |
| ARCLK.TI  | Arcelik             | 513           | TRY  | 1.97         | 0.39   | 0.42   | 0.40   | 0.55   | 5.0   | 4.7   | 4.9   | 3.6   | 11.7%                | 0.40  |  |
| DLG.IM    | De'Longhi           | 299           | EUR  | 1.44         | 0.20   | 0.29   | 0.21   | 0.26   | 7.2   | 5.0   | 6.8   | 5.6   | 8.4%                 | 0.59  |  |
| 日本        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| 6502.JP   | Toshiba             | 12,905        | JPY  | 366          | 39.46  | 9.34   | 18.00  | 31.95  | 9.3   | 39.2  | 20.3  | 11.5  | -6.8%                | -5.76 |  |
| 6367.JP   | Daikin Industries   | 7,390         | JPY  | 2315         | 263.65 | 199.88 | 189.67 | 221.45 | 8.8   | 11.6  | 12.2  | 10.5  | -5.6%                | -2.05 |  |
| 韩国        |                     |               |      |              |        |        |        |        |       |       |       |       |                      |       |  |
| 066570.KS | LG Electronics      | 8,487         | KRW  | 77500        | 7584   | 9792   | 8977   | 13383  | 10.2  | 7.9   | 8.6   | 5.8   | 20.8%                | 0.38  |  |
| 005930.KS | Samsung Electronics | 52,416        | KRW  | 470000       | 49532  | 38557  | 39529  | 44588  | 9.5   | n.a   | n.a   | n.a   | -3.4%                | n.a   |  |
|           | 国际平均                |               |      |              |        |        |        |        | 8.3   | 12.7  | 11.3  | 8.5   |                      |       |  |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 北京

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

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

## 上海

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

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

## 香港

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

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

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

## 深圳

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



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。