



2009 年 2 月 18 日

家电

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

(8621) 5879 6226

需求仍处下降通道, 股价上涨缺乏动力

白色家电 08 年业绩预览和短期投资策略

投资要点:

✚ **短期投资策略:** 建议投资者在前期涨幅明显、需求拐点尚未真正出现、部分公司盈利仍有下调空间的情况下, 借轻工业振兴规划和“家电下乡”消息面利好的有利时机适度减持。大盘反弹以来白电龙头公司股价累计上涨幅度超过 30%, 09 年市盈率从 11x 提升至 15x 水平, 与大盘估值相比处于合理水平, 短期估值提升的空间已不大(如果大盘继续上冲, 白电估值还可能随大市提升)。目前情况下, 白电需求仍处于下降通道; 毛利率的提升尚无定论, 我们仍然认为在需求偏弱和消费降级的情况下, 毛利率提升的可能性较小, 出口仍然艰难, 因此股价缺乏进一步上涨的动力。

✚ **08 年全年, 除洗衣机外, 冰箱、空调销量增速低于预期。**同比 07 年, 冰箱内销量增长仅 1.3%, 出口量增长仅 0.9%, 空调内外销量下滑 6%, 低于此前预期; 洗衣机内销量增长 11%, 出口量增长 10%, 小幅高于预期。从单月增速趋势来看, 12 月除冰箱内销下滑幅度有所减缓外, 其他销量下滑幅度持续加大, 需求仍处于下降通道。

✚ **对于上市公司 08 年业绩, 由于 08 年 4Q 销量增速低于预期, 海尔和美的 08 年业绩可能小幅低于此前预测, 我们下调美的 08-10 年盈利预测 4%, 08-10 年每股收益分别为 0.71 元、0.78 元和 0.90 元; 分别下调海尔 08-10 年盈利预测 6%, 12% 和 17%, 08-10 年每股收益分别为 0.62 元、0.67 元和 0.74 元。**格力电器已发布业绩预增公告, 08 年业绩略高于我们的预测 5%, 维持 09 年盈利预测(详见 2009-1-12《08 年业绩预增 50%, 09 年收入增长压力仍较大》)。调整后, 格力、美的和海尔 2008 全年的业绩增速分别是 53%、12%(不考虑 07 年并表追溯调整)和 29%, 2008 年第四季度的净利润增速分别为 1%、-48%(不考虑 07 年并表追溯调整)和 -32%。

✚ **近期市场对白电需求和白电企业 09 年利润增长有三种较为乐观的看法, 我们认为反转趋势的确立尚待观察:**

- 1) 1 月份家电零售和家电下乡情况良好, 白电消费可能好于预期。今年 1 月份有春节因素, 而且白电产品在元旦、春节第一次出现较大幅度的打折促销, 对销量有拉动作用, 真实消费增速还需进一步观察 2 月份情况。
- 2) 由于“家电下乡”集中提货, 冰洗产品 1-2 月份的内销出货量有望“环比回暖”。我们专题研究指出, 白电具有较强的季节波动, 判断“环比回暖”要剔除季节因素, 与“平均环比”比较; 其次, 淡季的环比增速信息含量偏小, “家电下乡”的实际销售情况还需观察 3-5 月的提货。我们维持前期报告对“家电下乡”拉动作用的分析。
- 3) 格力 1 月份空调出厂价和终端零售价格仍然维稳, 公司毛利率将有所提升。首先, 淡季空调价格不起决定性作用; 其次, 格力 09 年的价格策略是“不主动降价”, 3-5 月提货旺季到来后, 如果需求低迷, 公司降价促销的可能性仍然存在, 届时才能对其全年的价格策略和利润率水平有明确判断。

✚ **《轻工业振兴规划》如能符合市场预期, 白电企业 09 年盈利将不会出现同比下滑, 但消息面利好已在股价中有所体现, 而具体细则和受益幅度可能难以超出我们的预期。**

✚ **白电行业的反转和经济走势密切相关、目前尚未出现, 建议投资者关注:** 1) 房地产销售和消费者信心指数; 2) 3-5 月白电出货量的环比和同比数据(原因)和各厂家的价格走势, 以上指标的反转才是白色家电行业真正拐点出现的时候。我们建议关注 3-5 月白电出货环比和同比数据的原因请参见本报告的专题研究。

专题研究: 白电内销出货的量环比增速(本报告第 5 页)

1) 由于白电消费具有较强的季节波动, 单纯的出货量环比增速没有意义, 季节性回暖或低迷易被误读。为了判断当期环比增速的相对大小, 我们根据历史数据计算了“平均环比”(附图 1, 右侧), 通过与“平均环比”比较, 可以得到较为合理的环比趋势判断。我们会按照这样的方法持续跟踪 09 年行业数据的环比趋势。

2) 我们认为空调 4-5 月份出货的环比增速有决定性作用, 冰箱 4-5 月、洗衣机 9-10 月份的环比增速信息含量较大, 而出货淡季的环比增速信息含量偏小。结合出货旺季的环比增速和同比增速, 可以对全年的需求有大致的判断。

需求仍处下降通道：08年全年，除洗衣机外，冰箱、空调销量增速低于预期

同比07年，冰箱内销量增长仅1.3%，出口量增长仅0.9%，空调内销量和出口量下滑6%，低于此前预期；洗衣机内销量增长11%，出口量增长10%，小幅高于预期（表1）。

12月单月，白电产品内外销双双下滑，其中空调下滑幅度最大，冰箱其次；出口下滑幅度大于内销（表1）。

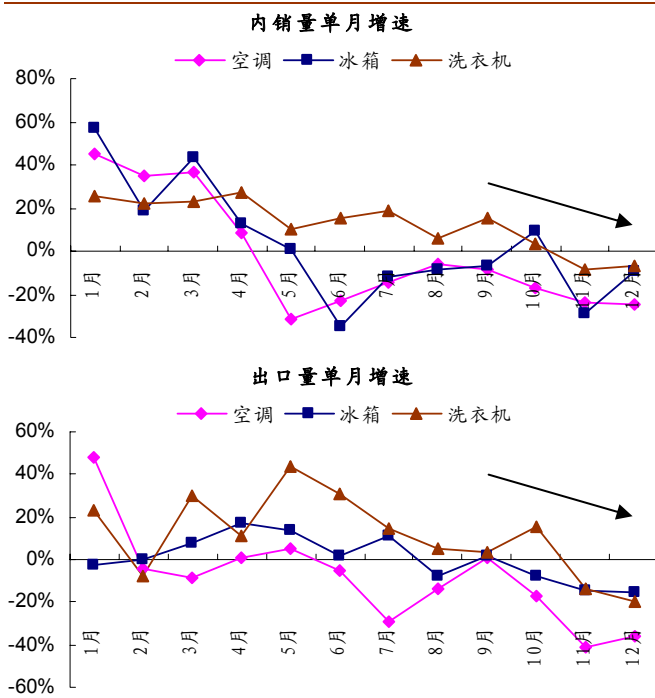
白电内需仍处于下降通道，尚未出现实质性拐点和反转趋势：1）从单月增速趋势，12月除冰箱内销下滑幅度有所减缓外，其他销量下滑幅度持续加大；2）从房地产销售和消费者信心指数来看，并为出现反转迹象（图1-3）。

表1：08年白电销量全年增速和中金预测比较

	空调	冰箱	洗衣机
12月单月同比	-31%	-12%	-11%
内销	-25%	-10%	-7%
出口	-36%	-15%	-20%
2008年全年销量增速			
总销量	-6.1%	1.1%	10.8%
内销	-6.1%	1.3%	11.3%
出口	-5.9%	0.9%	9.9%
中金预测			
总销量	-3.5%	5.7%	7.5%
内销	-5.2%	9.1%	9.0%
出口	-2.0%	0.0%	5.0%

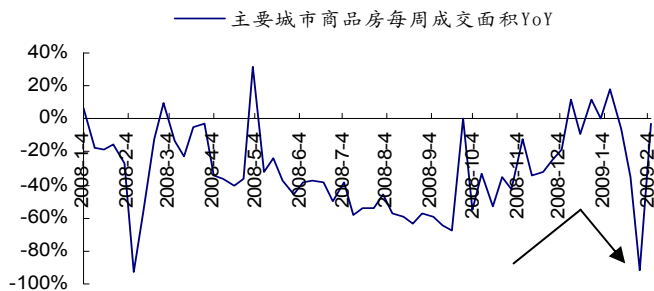
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图1：08年白电销量单月增速



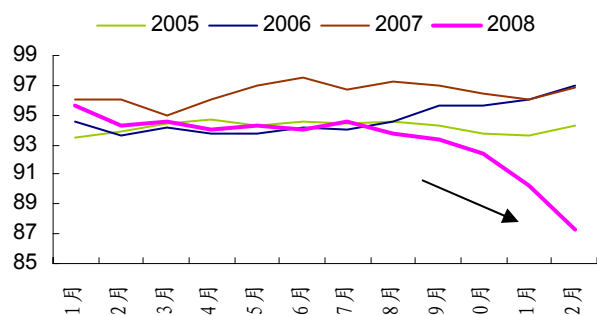
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图2：主要城市商品房每周成交面积 YoY



资料来源：中金公司研究部

图3：消费者信心指数



资料来源：CEIC，中金公司研究部

下调美的 08-10 年盈利预测 4%，分别下调海尔 08-10 年盈利预测 6%，12%和 17%

由于08年4Q销量增速低于预期，海尔和美的08年业绩可能小幅低于此前预测，我们下调美的08-10年盈利预测4%，08-10年每股收益分别为0.71元、0.78元和0.90元；分别下调海尔08-10年盈利预测6%，12%和17%，08-10年每股收益分别为0.62元、0.67元和0.74元（表3）。海尔09、10年盈利预测下调幅度较大，主要考虑到公司在最近股市高点仍然没有整合的动向，本年度进一步收购H股、增厚和释放业绩的意愿有所下降。

格力电器已发布业绩预增公告，08年业绩略高于我们的预测5%，维持09年盈利预测（详见2009-1-12《08年业绩预增50%，09年收入增长压力仍较大》）。

调整后，格力、美的和海尔2008全年的业绩增速分别是53%、12%（不考虑07年并表追溯调整）和29%，2008年第四季度的净利润增速分别为1%、-48%（不考虑07年并表追溯调整）和-32%。（表3）

短期乐观的判断尚待观察，反转趋势尚未确立

近期市场对白电需求和白电企业09年利润增长有三种较为乐观的看法，我们认为反转趋势的确立尚待观察：

1）1月份家电零售和家电下乡情况良好，白电消费可能

好于预期。今年 1 月份有春节因素，而且白电产品在元旦、春节第一次出现较大幅度的打折促销，对销量有拉动作用，真实消费增速还需进一步观察 2 月份情况。

2) 由于“家电下乡”集中提货，冰洗产品 1-2 月份的内销出货量有望“环比回暖”。我们专题研究指出，白电具有较强的季节波动，判断“环比回暖”要剔除季节因素，与“平均环比”比较；其次，淡季的环比增速信息含量偏小，“家电下乡”的实际销售情况还需观察 3-5 月的提货。我们维持前期报告对“家电下乡”拉动作用的分析。

3) 格力 1 月份空调出厂价和终端零售价格仍然维稳，公司毛利率将大幅提升。首先，淡季空调价格不起决定性作用；其次，格力 09 年的价格策略是“不主动降价”，3-5 月提货旺季到来后，如果需求低迷，公司降价促销的可能性仍然较大，届时才能对其全年的价格策略和利润率水平有明确判断。

《轻工业振兴规划》难超预期

《轻工业振兴规划》如能符合市场预期，白电企业 09 年盈利将不会出现同比下滑，但消息面利好已在股价中体现，而具体细则和受益幅度可能难以超出我们的预期。

规划可能涉及的家电行业振兴措施及影响详见 2 月 12 日报告《轻工业振兴规划有望近期出台，提示白电龙头公司短期交易性机会》。

投资建议：

1) 短期投资策略：建议投资者在前期涨幅明显、需求拐点尚未真正出现、部分公司盈利仍有下调空间的情况下，借轻工业振兴规划和“家电下乡”消息面利好的有利时机适度减持。大盘反弹以来白电龙头公司股价累计上涨幅度超过 30%，09 年市盈率从 11x 提升至 15x 水平，与大盘估值（09 年市盈率 18x）相比处于合理水平（相对于大盘估值有 10%左右的折价），短期估值提升的空间已不大；但如果大盘继续上冲，白电估值还可能随大市提升。

我们认为目前家电股估值应相对大盘估值有 10%的折价，主要基于我们对历史市盈率的研究。我们考察了 2002

经济低迷时期的家电股相对于中金 A 股指数的估值水平，家电股市盈率相对大盘有 10%的折价（图 4），这实际上反映了家电需求和经济走势密切相关，对经济下滑比较敏感，而市场针对这种相关性和敏感性给予了家电股相应的估值折价，这一估值折价一直到 2002 年 4Q 才有所减小，2003 年初逐步消失，进而转化为 10%左右的估值溢价。

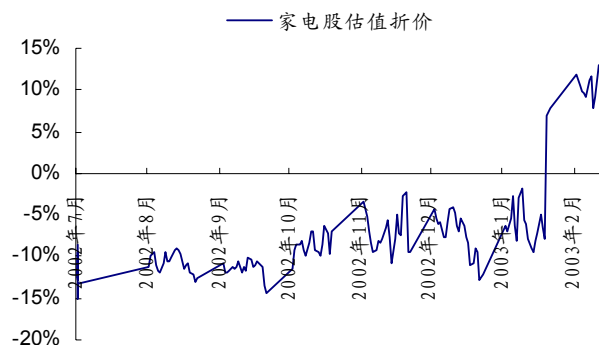
2) 白电行业的反转和经济走势密切相关、目前尚未出现。

白电需求仍处于下降通道；毛利率的提升尚无定论，我们仍然认为在需求偏弱和消费降级的情况下，毛利率提升的可能性较小，出口仍然艰难，因此从基本面来看股价缺乏进一步上涨的动力。

此外，我们还参考了中金公司消费组问卷调查的统计结果（表 2），结果显示 09 年消费者最希望购买的大家电类别是：数码产品、手机和电视。白色家电作为非时尚性的耐用消费品，在经济低迷时期难以成为消费者首选的家电产品。

建议投资者关注我们建立的一套较为科学的对行业反转的评估体系，等待更具安全边际投资机会。我们建议关注几个指标包括：1) 房地产销售和消费者信心指数；2) 3-5 月白电出货量的环比和同比数据和各厂家的价格走势（建议关注 3-5 月白电出货环比和同比数据的原因请参见本报告的专题研究）。以上指标的反转才是白色家电行业真正拐点出现的时候。

图 4：经济低迷时期家电股相对于大盘的估值折价



资料来源：CEIC，中金公司研究部

表 2、家电零售——消费倾向

家庭年收入	10万以下	%	10万~20万	%	20万~40万	%	40万~60万	%	60万以上	%
您是否打算在2009年考虑更新家电										
		61.5%		64.3%		52.9%		44.1%		37.1%
您最希望购买的家电类别(前3名)										
	数码	34.2%	数码	36.3%	手机	32.7%	数码	35.3%	数码	31.4%
	手机	22.5%	电视	21.0%	数码	26.9%	手机	23.5%	手机	28.6%
	电视	12.9%	手机	19.1%	电视	17.3%	电视	14.7%	小家电	17.1%
请列举您最希望购买的小家电类别(前3名)										
	生活小家电	52.4%	生活小家电	46.7%	生活小家电	45.8%	生活小家电	45.9%	厨卫小家电	48.6%
	厨卫小家电	23.9%	厨卫小家电	36.9%	厨卫小家电	29.8%	厨卫小家电	29.4%	生活小家电	30.0%
	其它小家电	13.6%	其它小家电	6.4%	其它小家电	14.4%	其它小家电	14.7%	其它小家电	11.4%

资料来源：中金公司研究部调研统计

表 3、白电龙头公司 08 年业绩预览和盈利预测调整

公司	代码	业绩发布日	销售收入(百万元)					净利润(百万元)				
			1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E
格力电器	000651	2009-4-30	10,792	14,226	10,094	8,386	43,498	436	568	444	496	1,944
YoY			53%	9%	8%	-3%	14%	160%	76%	55%	1%	53%
美的电器	000527	2009-3-10	12,334	15,146	9,862	4,527	41,869	277	714	245	102	1,337
YoY			74%	26%	6%	-29%	26%	44%	38%	-26%	-48%	12%
青岛海尔	600690	2009-4-29	8,236	10,666	7,062	4,596	30,560	173	376	202	82	833
YoY			28%	0%	7%	-20%	4%	32%	54%	38%	-32%	29%
公司			每股收益(元)									
			1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E	调整幅度	2009E	调整幅度	2010E	调整幅度
格力电器			0.35	0.45	0.35	0.40	1.55	5%	1.68	0%	1.93	0%
YoY							53%		8%		15%	
美的电器			0.15	0.38	0.13	0.05	0.71	-4%	0.78	-4%	0.90	-4%
YoY							12%		10%		15%	
青岛海尔			0.13	0.28	0.15	0.06	0.62	-6%	0.67	-12%	0.74	-17%
YoY							29%		7%		11%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

注：美的电器 4Q08 和 2008E 增速未考虑 07 年追溯调整。

附表 1、行业可比公司估值表

代码	公司	总市值 (百万美元)	货币单位	股价 (本国货币)	每股收益				市盈率				08年底-10年底 净利润CAGR	PEG	
					2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E			
A股															
000527.CH	美的电器	3,192	CNY	11.55	0.63	0.71	0.78	0.90	18.3	16.3	14.8	12.9	12.6%	1.30	
000651.CH	格力电器	4,400	CNY	24.04	1.01	1.55	1.68	1.93	23.7	15.5	14.3	12.4	11.6%	1.33	
600690.CH	青岛海尔	2,087	CNY	10.67	0.48	0.62	0.67	0.74	22.2	17.1	16.0	14.4	9.1%	1.88	
	A股平均								21.4	16.3	15.0	13.2			
H股															
1169.HK	海尔电器	221	HKD	0.88	0.09	0.10	0.13	0.13	9.5	8.8	6.8	6.8	11.8%	0.75	
	H股平均								9.5	8.8	6.8	6.8			
美国															
WHR US	Whirlpool	2,339	USD	31.82	5.57	3.16	4.63	5.92	5.7	10.1	6.9	5.4	2.1%	4.90	
UTX US	United Technology	44,373	USD	47.09	5.00	4.64	4.77	5.33	9.4	10.2	9.9	8.8	2.1%	4.77	
GE.US	GE	120,374	USD	11.44	1.72	1.29	1.34	1.56	6.7	8.9	8.5	7.3	-3.2%	-2.73	
欧洲															
ELUXB.SS	Electrolux	2,426	SEK	68.75	1.29	4.36	7.34	8.40	53.3	15.8	9.4	8.2	86.7%	0.18	
ARCLK.TI	Arcelik	404	TRY	1.70	0.39	0.39	0.33	0.52	4.3	4.4	5.2	3.3	9.8%	0.45	
DLG.IM	De'Longhi	256	EUR	1.36	0.20	0.30	0.21	0.26	6.8	4.6	6.6	5.3	8.7%	0.53	
日本															
6502.JP	Toshiba	8,689	JPY	248	39.46	-71.63	-33.43	21.44	6.3	-3.5	-7.4	11.6	-18.4%	0.19	
6367.JP	Daikin Industries	6,566	JPY	2070	263.65	141.64	132.46	185.24	7.9	14.6	15.6	11.2	-11.1%	-1.32	
韩国															
066570.KS	LG Electronics	7,286	KRW	73600	7584	939	9147	n.a	9.7	78.4	8.0	n.a	n.a	n.a	
005930.KS	Samsung Electronics	49,444	KRW	490500	49532	25637	38844	n.a	9.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
	国际平均								12.0	15.9	7.0	7.6			

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

专题研究：白电内销出货量环比增速研究

由于白电消费具有较强的季节波动，单纯的出货量环比增速没有意义，季节性回暖或低迷易被误读（附图1，左侧）。可以看到空调环比高点为3月，主要是经销商和卖场集中提货，为4月启动的销售旺季作准备；冰箱季节性稍弱，环比高点也是3月；洗衣机的季节周期和空调、冰箱相反，销售旺季9月启动，因此8月是出货量的环比高点。

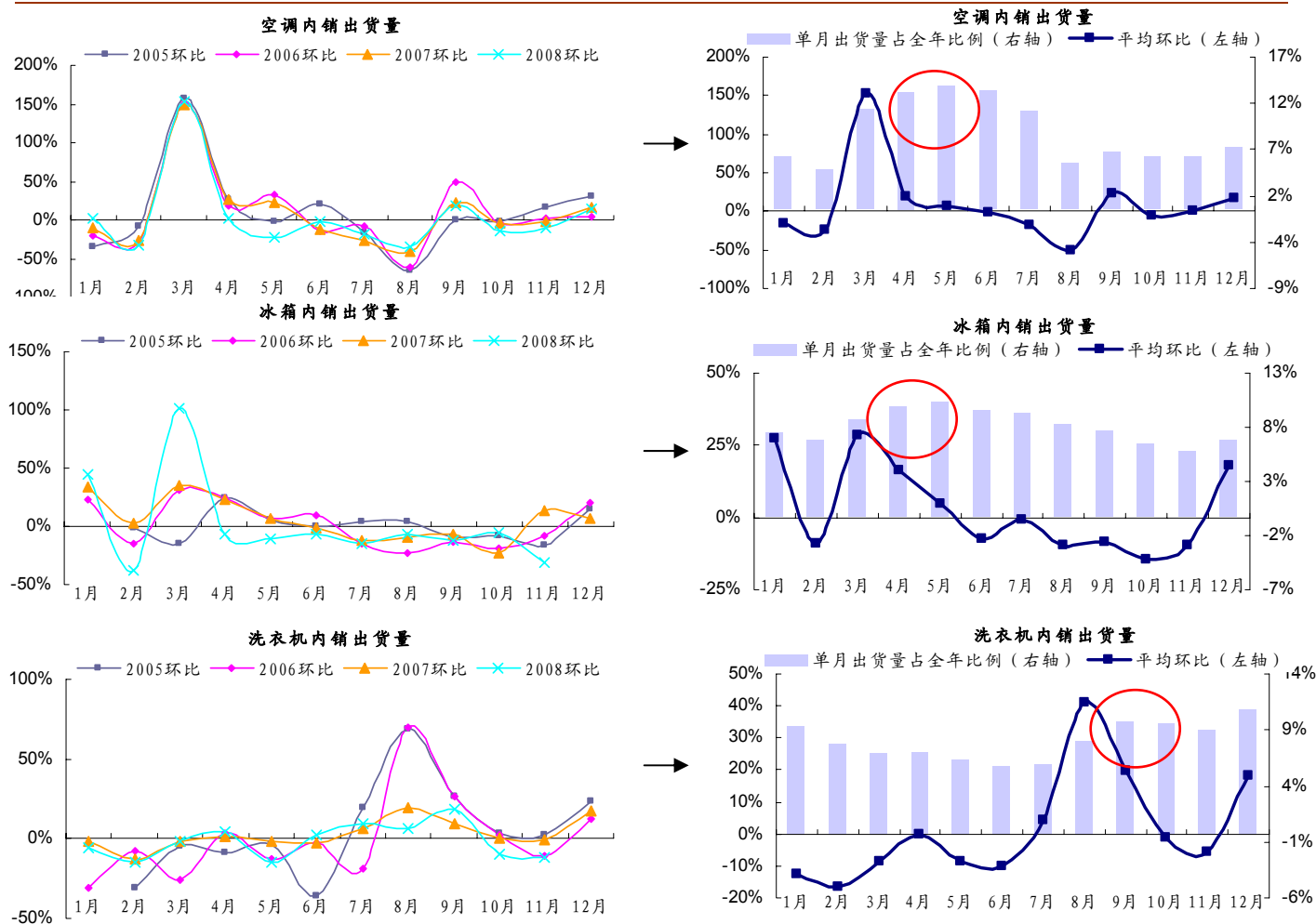
1、为了判断当期环比增速的相对大小，我们根据历史数据计算了“平均环比”（附图1，右侧），**通过与“平均环比”比较，可以得到较为合理的环比趋势判断。**如果当年环比增速高于“平均环比”，可以认为是环比回暖；如果当年环比增速低于“平均环比”，即便环比增速大于零，也意味着需求趋势是向下的。

2、此外，我们还可以看出，**旺季的环比增速信息含量较大。**以07、08年空调为例（附图2），可以认为4、5月环比增速相对于“平均环比”的高低是判断行业回暖或低迷的关键。主要原因在于：1）4-5月份是空调出货的旺季，占全年出货量25%以上；2）3月是提货的启动月份，而4月是终端销售旺季的启动月份，终端销售决定了经销商库存的消化和再提货，因此4-5月份的提货数据直接反映了终端销售的实际情况（例如08年受凉夏影响，4-5月份提货乏力，环比增速低于平均水平；而07年则反之）。同理，冰箱4-5月、洗衣机9-10月的出货数据也有较大的信息含量。

3、上述环比增速判断**结合同比增速，我们可以得到更准确的需求判断。**尤其是根据出货旺季的环比增速和同比增速，可以对全年的需求有大致的判断。以07、08年空调为例（附图2），07年单月同比增速为正的情况下，4-5月份出现环比回暖，全年销售趋势向好；08年4-5月份环比增速偏低，单月同比增速也在此出现正负交替，全年趋势掉头向下。

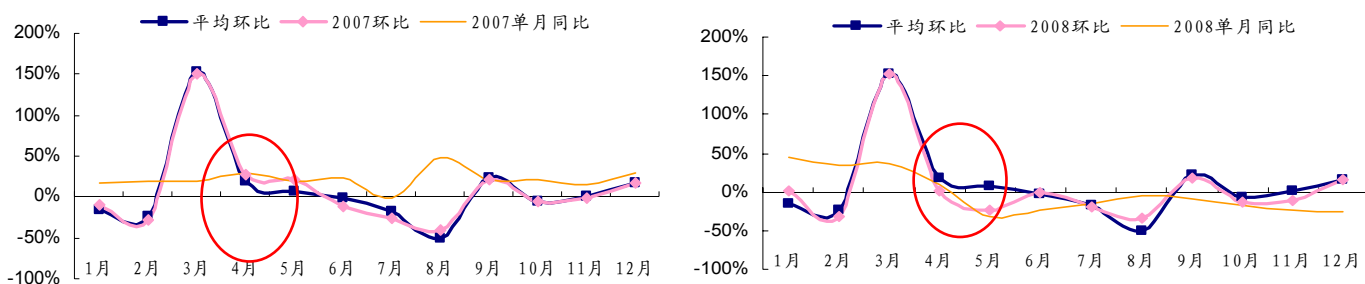
我们会按照这样的方法持续跟踪09年行业数据的环比和同比趋势，以便密切观察需求的变化趋势。

附图1、白色家电内销出货量环比增速的季节性波动



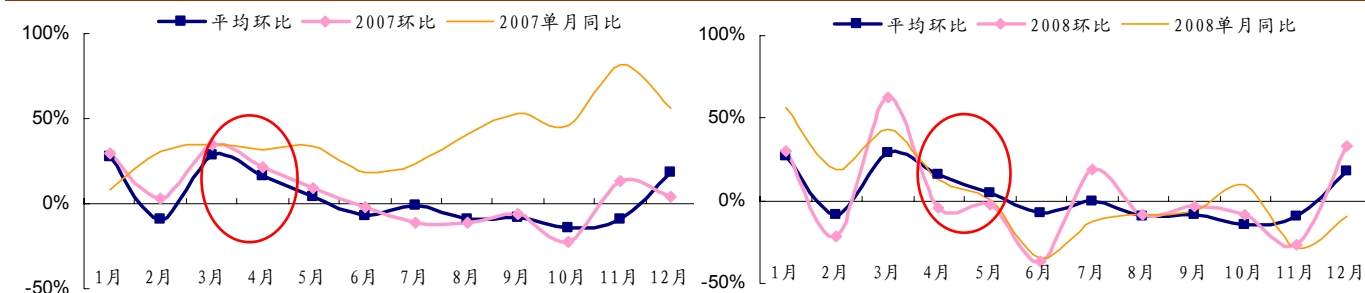
资料来源：产业在线，中金公司研究部

附图 2、2007、2008 年空调内销出货量环比增速与平均环比增速的比较



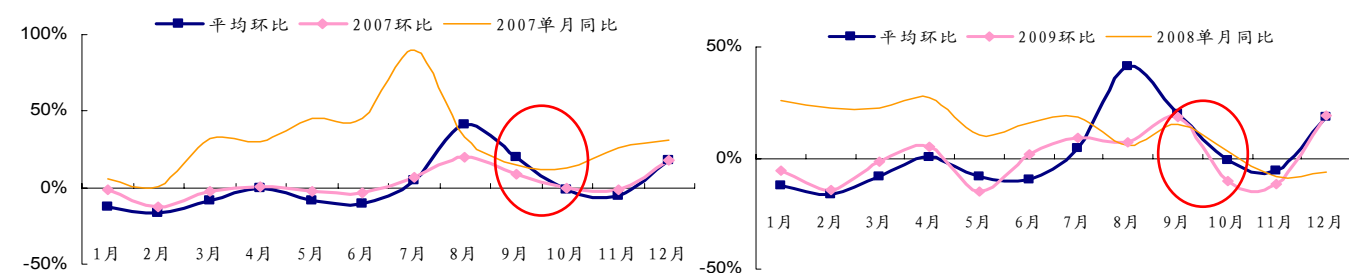
资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

附图 3、2007、2008 年冰箱内销出货量环比增速与平均环比增速的比较



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

附图 4、2007、2008 年洗衣机内销出货量环比增速与平均环比增速的比较



资料来源: 产业在线, 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。