

# 家电行业

## 寒冬来临各不同

——家电行业 2008 年年报前瞻

### 研究结论：

家电行业整体销售收入从 2007 年的高位回落，但在 2008 年三季度之前仍然保持在较高的水平，5 月、8 月累计销售收入同比分别增长 17.24% 和 15.95%。08 年四季度是一个明显的转折点，截至 2008 年 11 月，累计销售收入同比增速大幅下滑至 11.03%，也即意味着 9~11 月销售收入同比出现负增长（-0.25%）。

从家电行业上市企业集中的几个重要子行业来看，2008 年前 11 月份累计销售收入同比增速从高到低依次是：电光源（21.56%）、家用厨房电器具（21.45%）、家用清洁卫生电器具（17.75%）、家用空气调节器（12.52%）、家用制冷电器具（10.60%）和家用影视设备（3.45%）。

相对于销售收入增速同比放缓，利润总额增速降低的速度更快。家电行业整体利润总额增速自 2007 年下半年以来逐年下滑，每个季度下滑幅度近 10 个百分点。2008 年前 11 个月，利润总额累计同比增长 6.54%，9~11 月同比下滑 6.17%。

在家电行业上市企业集中的重点子行业中，除电光源行业在前 8 个月有所回升外，2008 年利润总额累计同比增速走势均呈现逐步下滑的趋势。前 11 个月利润总额累计同比增速排序依次为：家用厨房电器具（26.83%）、家用空气调节器（9.58%）、家用清洁卫生电器具（8.31%）、电光源（1.38%）、家用影视设备（-6.79%）和家用制冷电器具（-9.17%）。

企业的产成品是行业库存的一个重要方面，由于行业库存数据没有权威的统计，我们可以通过产成品状况来一窥行业库存。2007 年，伴随着行业销售收入的快速增长，行业库存增长也较快，这种持续到 2008 年 8 月份，产成品同比增长 16.38%。但到了 11 月份，产成品同比增速大幅下滑至 6.73%，下滑的主要动力来源于家用视听设备产成品的同比下滑。

在家电行业重点上市公司中，已经率先公布全年业绩预告的不是增长较好的就是增长较差的公司。前者包括格力电器（预增 50%）和九阳股份（预增 70%~110%），两者皆为行业龙头，全年业绩也超出市场预期。后者则包括伊立浦（下滑 40%~60%）和雪莱特（下滑 60%~80%），原因包括金融海啸引发全球经济危机降低出口、市场竞争激烈导致价格降低毛利下滑等。

我们维持年度策略报告里谨慎看白电、相对看好黑电、分开看小家电、用政策的眼光看照明的观点，同时密切关注房地产、天气等可能对白电行业引发的变化。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

廖欣宇

家电行业分析师

8621-63325888-6090

liaoxy@orientsec.com.cn

张小嘎

家电、传媒行业资深分析师

8621-63325888-6091

zhangxg@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

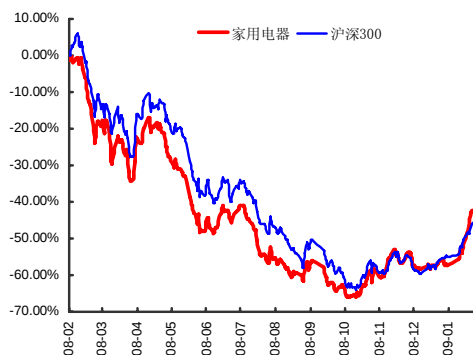
行业

家电

报告日期

2009 年 2 月 20 日

### 行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%) 28.60 34.02 -45.87

相对表现 (%) 12.85 12.51 4.23

资料来源：WIND

### 重点公司盈利预测及投资评级

|      | 08EPS | 09EPS | 08PE   | 09PE  | 评级 |
|------|-------|-------|--------|-------|----|
| 格力电器 | 1.55  | 1.75  | 15.28  | 13.54 | 增持 |
| 美的电器 | 0.71  | 0.80  | 16.54  | 14.68 | 增持 |
| 青岛海尔 | 0.64  | 0.75  | 16.55  | 14.12 | 增持 |
| 海信电器 | 0.48  | 0.56  | 20.13  | 17.25 | 增持 |
| 九阳股份 | 2.25  | 3.04  | 20.53  | 15.21 | 增持 |
| 伊立浦  | 0.15  | 0.34  | 56.13  | 24.76 | 中性 |
| 浙江阳光 | 0.48  | 0.56  | 26.88  | 23.04 | 增持 |
| 佛山照明 | 0.32  | 0.25  | 26.41  | 33.80 | 中性 |
| 雪莱特  | 0.06  | 0.20  | 123.17 | 36.95 | 中性 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目 录

|                   |   |
|-------------------|---|
| 销售收入增长显著放缓 .....  | 3 |
| 利润总额大幅下滑 .....    | 5 |
| 产成品高位回落 .....     | 6 |
| 重点公司年报预测及评级 ..... | 7 |

## 图表目录

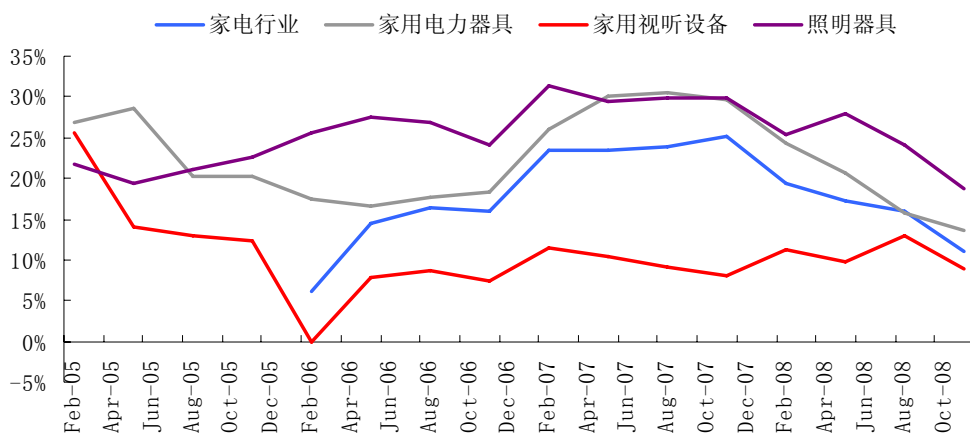
|                              |   |
|------------------------------|---|
| 图 1 家电各大类子行业累计销售收入同比增长 ..... | 3 |
| 图 2 重点子行业销售收入增长 .....        | 4 |
| 图 3 家电行业各大类子行业利润总额增长 .....   | 5 |
| 图 4 重点子行业利润总额增长 .....        | 5 |
| 图 5 家电行业各大类子行业产成品增长 .....    | 6 |
| 图 6 家电重点子行业产成品增长 .....       | 6 |
| 表 1 家电行业重点公司年报预测及评级 .....    | 7 |

## 销售收入增长显著放缓

家电行业整体销售收入从 2007 年的高位回落，但在 2008 年三季度之前仍然保持在较高的水平，5 月、8 月累计销售收入同比分别增长 17.24%和 15.95%。08 年四季度是一个明显的转折点，截至 2008 年 11 月，累计销售收入同比增速大幅下滑至 11.03%，也即意味着 9~11 月销售收入同比出现负增长（-0.25%）。

从各个子行业来看，家用电力器具走势和家电行业整体类似（因为子行业众多，占比最大），前 11 个月销售收入累计同比增长 13.61%，9~11 月同比增长 4.15%。家用视听设备行业走势相对 2007 年平稳，但增长水平在三个子行业中最低，维持在 10%左右，由于 5~8 月增长回暖，9~11 月环比下滑严重，同比增长-8.75%。照明器具行业的整体销售收入增长水平持续高于其他子行业，但自 2008 年 5 月以来下滑速度也更快，2008 年前 11 个月累计增长 18.84%，9~11 月同比增长 7.90%。

图 1 家电各大类子行业累计销售收入同比增长



资料来源：Wind，东方证券研究所

注：家电行业包括家用电力器具、家用视听设备、照明器具等三个子行业

家用电力器具包括家用制冷电器具、家用空气调节器、家用清洁卫生电器具、家用厨房电器具、家用通风电器具、家用美容保健电器具、家用电力器具专用配件、其他家用电力器具等八个子行业，大致相当于白电和小家电行业

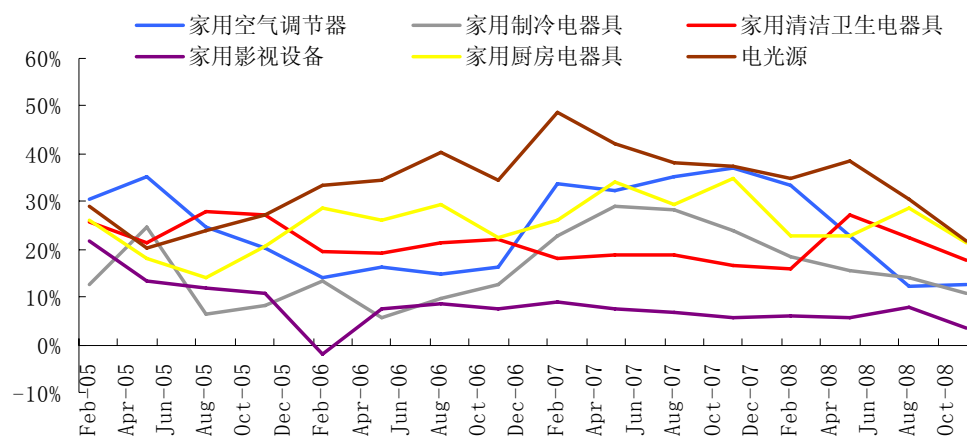
家用视听设备包括家用影视设备、家用音响设备等两个子行业，也就是常说的黑电行业

照明器具包括照明灯具、电光源、灯用电器附件及其他照明器具等三个子行业，包括大的照明行业

从家电行业上市企业集中的几个重要子行业来看，2008 年前 11 月份累计销售收入同比增速从高到低依次是：电光源（21.56%）、家用厨房电器具（21.45%）、家用清洁卫生电器具（17.75%）、家用空气调节器（12.52%）、家用制冷电器具（10.60%）和家用影视设备（3.45%）。

除家用空气调节器因 8 月份累计同比增速就已经大幅放缓，到 11 月有小幅回升外，其余子行业在 9~11 月份之间销售收入同比增速均出现大幅下滑。按 9~11 月各行业销售收入同比增速从高到低依次为：家用清洁卫生电器具（16.46%）、家用厨房电器具（11.79%）、电光源（0.24%）、家用制冷电器具（-0.35%）、家用空气调节器（-1.02%）和家用影视设备（-9.64%）。

**图 2 重点子行业销售收入增长**



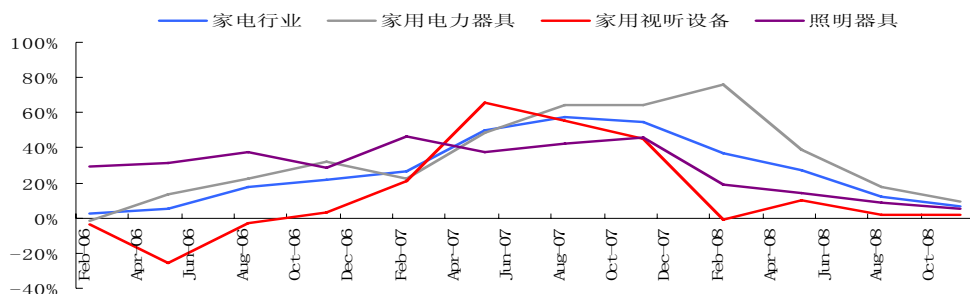
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 利润总额大幅下滑

相对于销售收入增速同比放缓,利润总额增速降低的速度更快。家电行业整体利润总额增速自 2007 年下半年以来逐年下滑,每个季度下滑幅度近 10 个百分点。2008 年前 11 个月,利润总额累计同比增长 6.54%, 9~11 月同比下滑 6.17%。

从三大子行业来看,家用电力器具 2007 年表现最好,下滑速度也最快,虽然前 11 个月的累计利润总额增长仍居第一,达到 9.42%,但 9~11 月份利润总额同比下滑 13.21%,敬陪末座。家用视听设备增速近年来持续低于其他行业,08 年前 11 个月利润总额累计增速也排最后,仅 1.75%,但 9~11 月表现最好,同比反而增长 1.24%,主要得益于平板电视销售的快速增加。照明器具行业表现居中,前 11 个月利润总额累计同比增长 5.10%, 9~11 月同比下滑 2.74%。

**图 3 家电行业各大类子行业利润总额增长**

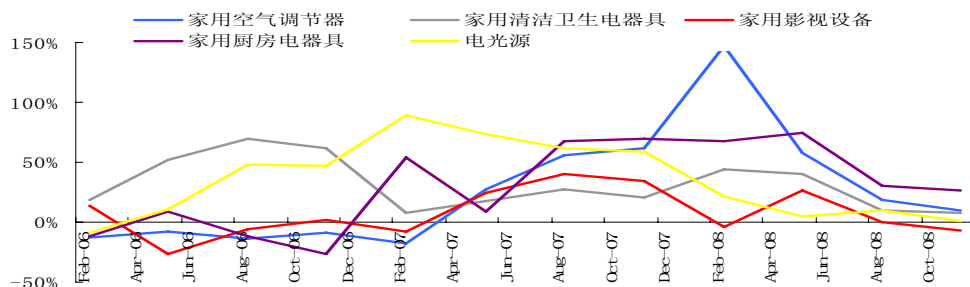


资料来源: Wind, 东方证券研究所

在家电行业上市企业集中的重点子行业中,除电光源行业在前 8 个月有所回升外,2008 年利润总额累计同比增速走势均呈现逐步下滑的趋势。前 11 个月利润总额累计同比增速排序依次为:家用厨房电器具 (26.83%)、家用空气调节器 (9.58%)、家用清洁卫生电器具 (8.31%)、电光源 (1.38%)、家用影视设备 (-6.79%) 和家用制冷电器具 (-9.17%)。

9~11 月利润总额同比增速除家用厨房电器具外,大多出现较大幅度下滑,从高到低排序依次为:家用厨房电器具 (20.19%)、家用清洁卫生电器具 (5.71%)、电光源 (-14.73%)、家用影视设备 (-16.15%)、家用空气调节器 (-20.45%)、家用制冷电器具 (-66.73%)。

**图 4 重点子行业利润总额增长**



资料来源: Wind, 东方证券研究所

注: 用制冷电器具利润总额表现起伏较大,最高增长 (2007 前 11 个月) 326%,最低又下滑 515% (2006 年前 2 个月),故没有放入图中一起比较,但趋势和其他子行业一致

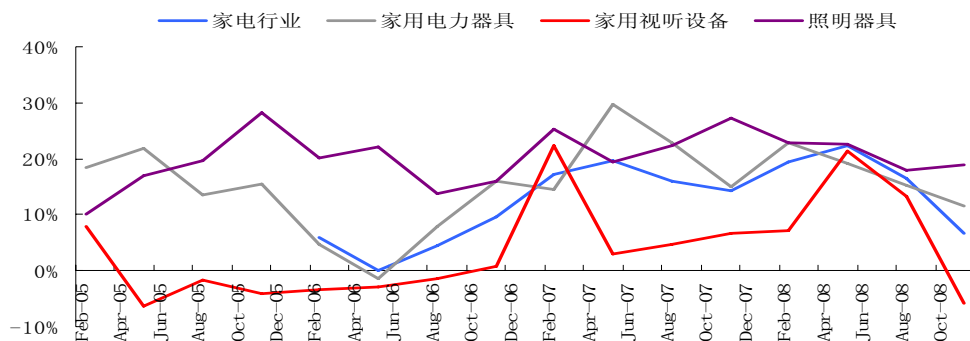
## 产成品高位回落

企业的产成品是行业库存的一个重要方面，由于行业库存数据没有权威的统计，我们可以通过产成品状况来一窥行业库存。2007年，伴随着行业销售收入的快速增长，行业库存增长也较快，这种持续到2008年8月份，产成品同比增长16.38%。但到了11月份，产成品同比增速大幅下降至6.73%，下滑的主要动力来源于家用视听设备产成品的同比下滑。

在三大子行业中，家用视听设备库存水平最近几年一般较另外两个行业低，原因在于家用视听设备主要是彩电的技术出现了革命性的进步。从2005年开始，平板电视快速替代CRT彩电。由于平板电视价格调整和技术进步快，要求企业有更好的库存管理能力，同时苏宁国美等家电专业连锁企业的不断壮大也提供了这样的背景。2008年上半年库存的快速增加反映出对电视市场的看好，9~11月产成品的下滑反映出行业良好的销售情况。

家用电力器具产成品也在下滑，但不如视听设备明显，2008年11月，产成品仍然同比增加6.73%，也反映出终端市场的销售情况。照明电器产成品仍然保持接近20%左右的增长，和行业消费品属性不够强有关。

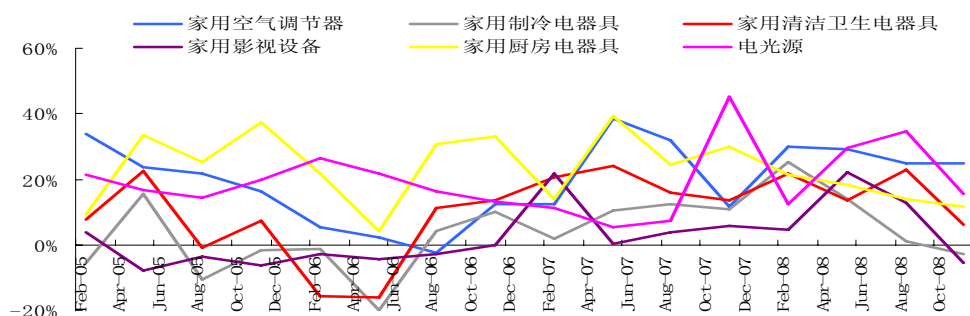
图5 家电行业各大类子行业产成品增长



资料来源：Wind，东方证券研究所

在重点子行业中，家用空气调节器行业产成品下半年仍然维持较高增长，到11月，同比增长仍然在24.96%。其他行业产成品增长均出现不同程度的下滑，家用影视设备和家用制冷电器行业甚至出现负增长。

图6 家电重点子行业产成品增长



资料来源：Wind，东方证券研究所

## 重点公司年报预测及评级

我们对家电行业重点覆盖公司的盈利情况和投资评级见下表,各公司的具体情况参见后面的分项预测。

表 1 家电行业重点公司年报预测及评级

|      | 销售收入  |         | 净利润  |         | EPS   |       | PE     |       | 投资评级 |
|------|-------|---------|------|---------|-------|-------|--------|-------|------|
|      | 金额    | 同比增长    | 金额   | 同比增长    | 2008E | 2009E | 2008   | 2009  |      |
| 格力电器 | 43800 | 15.15%  | 1950 | 50.00%  | 1.55  | 1.75  | 15.28  | 13.54 | 增持   |
| 美的电器 | 41621 | 23.53%  | 1343 | 12.45%  | 0.71  | 0.80  | 16.54  | 14.68 | 增持   |
| 青岛海尔 | 32013 | 8.64%   | 857  | 33.07%  | 0.64  | 0.75  | 16.55  | 14.12 | 增持   |
| 海信电器 | 15092 | 1.72%   | 237  | 16.23%  | 0.48  | 0.56  | 20.13  | 17.25 | 增持   |
| 九阳股份 | 4102  | 111.12% | 601  | 98.27%  | 2.25  | 3.04  | 20.53  | 15.21 | 增持   |
| 伊立浦  | 582   | -26.61% | 18   | -56.10% | 0.15  | 0.34  | 56.13  | 24.76 | 中性   |
| 浙江阳光 | 1954  | 11.98%  | 120  | 6.18%   | 0.48  | 0.56  | 26.88  | 23.04 | 增持   |
| 佛山照明 | 1722  | 15.08%  | 220  | -48.05% | 0.32  | 0.25  | 26.41  | 33.80 | 中性   |
| 雪莱特  | 372   | 11.04%  | 1106 | -78.11% | 0.06  | 0.20  | 123.17 | 36.95 | 中性   |

资料来源：东方证券研究所

## 格力电器

格力电器已经发布了 2008 年的年度业绩预告,08 年度每股收益约 1.55 元,净利润约 19.5 亿元(同比增长 50%)。根据公司已经公布的 2008 年三季报,前三季度净利润约 14.48 亿元,则四季度净利润约 5 亿元,和去年同期相比基本持平。全年业绩快速增长的原因主要是两点:1、成本下降;2、具有自主知识产权的高科技新产品销售大幅增长。

格力电器净利润保持快速增长的基础仍然是销售收入稳步增长。在行业面临困境时,众多中小品牌开始退出市场,行业集中度迅速提高。格力电器作为行业绝对龙头,凭借其技术实力、品牌优势和强大的销售网络,市场占有率不断提高,零售量占有率提高 3.46 个百分点至 22.08%,零售额占有率提升 3.86 个百分点至 22.36%,行业地位更加巩固。

根据公司的三季度,毛利率得到了显著提升,同时销售费用率也在明显下降。三季度毛利率为 20.5%,同比提高 1.3 个百分点,销售费用率为 11.85%,同比降低约 1.1 个百分点。在抵消管理费用率和财务费用率的小幅上升后,两者合计提升营业利润率近 2 个百分点。是公司净利润增速大大高于销售收入增速的最主要原因。根据全年业绩预告和行业增长情况,我们预测公司四季度销售收入同比将小幅下滑,但净利润率基本维持不变,主要也是来自于净利润率水平的提升。

凭借强大的研发能力,公司新产品占销售收入的比重上半年就突破了 20%。新产品的不断丰富和加入是公司毛利率提高的重要原因,也是公司市占率提高的利器。

我们预测格力电器 2009 年每股收益为 1.75 元,目前股价对应未来 08 和 09 年 EPS 的估值水平分别为 15.28 倍和 13.54 倍,相对市场和行业估值仍然较低,维持“增持”的投资评级。

## 美的电器

美的电器前三季度每股收益 0.65 元,营业收入 373.42 亿元,同比增长 31.27%,净利润 12.35 亿元,同比增长 18.48%,营业收入和净利润增长部分来自于小天鹅 A 的并表。2008 年四季度公司的主营收入来源空调业务和新并表的冰箱和空调业务均出现行业性的下滑,美的电器作为空调行业排名第二的企业,抗风险能力较强,通过实战率的提高部分抵消行业的负面影响。

公司在 2008 年 2 月 26 日公告以 16.8 亿元的价格受让国联集团持有的 8767 万小天鹅 A 股股票,占小天鹅总股本比例 24%。按当时的收购价格计算,合每股收购成本 19.16 元。小天鹅在 2008 年 5 月 22 日实施 07 年分配方案 10 转增 5,美的电器收购的股份数量变成 1.32 亿股。2008 年 12 月 31 日,小天鹅 A 股价为 4.48 元,美的电器持有的小天鹅 A 股权市值为 5.91 亿元,缩水 65%。在公司三季报里,小天鹅的股权放在长期股权投资项目里,市值增减不反映在利润表。同时 16.8 亿元的收购价格本身较小天鹅的净资产价值为高,高出的部分增加公司商誉,约 13.75 亿元,这部分是否做减值处理值得关注。

在不考虑非经常损益的基础上,我们调整美的电器 2008 年每股收益 0.71 元和 2009 年 0.80 元的预测,相对于目前股价(11.74 元)的估值水平分别是 16.54 倍和 14.68 倍,相对于格力电器估值稍高,但相对行业和市场估值仍然偏低,维持“增持”的投资评级。

## 青岛海尔

青岛海尔前三季度每股收益 0.56 元,营业总收入 259.65 亿元,同比增长 9.57%,实现净利润 7.51 亿元,同比增长 43.56%。2008 年四季度,在空调和冰箱行业先后滑入负增长的影响下,公司两大主营业务均面临较大压力。公司在空调行业的地位不如格力和美的,市场份额仅能维持,很难增加,难以抵消行业下滑的风险。冰箱行业处于遥遥领先地位,也没有看到明确的市场占有率提升信号,预计四季度公司业绩很难保持正增长。

公司是“家电下乡”三省试点的最大受益者,试点期间公司“家电下乡”冰箱销量占比高达 52%。推广到全国后,占比也超过 43%。这主要得益于海尔在我国农村强大的品牌影响力和广泛的销售渠道,09 年还将继续受益。

库存方面，和格力美的销售渠道不同，海尔对销售战略是往“零库存”的目标努力。主要措施是在全国建立庞大的销售公司，来实现对市场更为快速和有效的反应。目前公司空调库存水平正常，约相当于一个月的销量，库存压力不大。关联交易较多一直为市场诟病，但原材料通过集团统一采购，按需提取，也有助于降低原材料存货，减少原材料价格大起大落的风险，在公司产品和原材料价格之间建立起隔离墙。

明年城镇市场空调和冰箱的需求仍然存在较大不确定性，对农村市场则较为乐观，特别是在“家电下乡”政策的刺激下，预计仍将能保持两位数的增长，是公司明年保持稳定增长的最主要因素之一。农村家电普及率的提升是国内家电企业又一个重大的机遇，从城镇的经验来看，进入普通家庭的家用电器依次为彩电、洗衣机、冰箱和空调，其中洗衣机和冰箱正处于普及率快速提升的过程，受宏观经济的影响相对较小。

2007年四季度，公司EPS约为0.10元，根据行业2008年的发展情况和公司生产经营状况，我们认为08年四季度业绩将小幅下滑到0.08元。我们调整公司08年和09年EPS预测分别为0.64元和0.75元，维持“增持”的投资评级。

## 海信电器

2008年四季度，在家电行业其他子行业相继陷入困境时，平板电视销售情况良好，城镇地区特别是二三级市场替代CRT的速度加快。农村市场由于“家电下乡”的政策支持，价格低廉的CRT彩电有望延缓下滑趋势，为彩电企业布局平板争取宝贵时间。

由于上游液晶面板产能的大规模释放，同时全球液晶面板需求低于预期，液晶面板价格快速下滑，半年时间里下滑幅度超过50%。这一方面解除了国外家电企业靠面板施加给国内彩电企业的枷锁，另一方面给库存较低规模较小的国内平板电视企业以低成本平板电视进攻市场的能力，使国内企业平板电视占有率快速提升。

海信电器一直以技术领先著称，是国内平板电视的旗帜，市场占有率位居第一，是国产平板崛起的最大受益者之一。公司的三季报显示，公司前三季度实现每股收益0.28元，营业收入约100亿元，和上年同期基本持平，实现净利润1.40亿元，比上年同期增长17.51%。预计08年和09年全年EPS为0.48元和0.56元，相对目前股价（9.66元）的估值水平分别为20.13倍和17.25倍，维持“增持”的投资评级，但提请投资者注意估值稍稍过高的风险。

## 九阳股份

九阳股份已经发布了 2008 年全年业绩预告，归属于所有者的净利润同比增长 70%~110%。去年同期可比净利润水平 3.15 亿元，则全年净利润范围为 5.36~6.62 亿元。全年基本每股收益（按加权平均股本数 2.39 亿股）为 2.24~2.77 元，摊薄每股收益（按年末股本数 2.67 亿股）为 2.01~2.48 元。

和家电其他行业相比，家用厨房电力器具行业在 2008 年下半年仍然保持了较快增长，主要原因来自两个方面：1、和房地产成交量关联度较小；2、单价较低，市场细分，符合现代都市人越来越追求生活品质的趋势。

公司最重要的收入来源豆浆机行业更受益于“奶粉事件”对乳制品行业冲击，在 9 月份下半个月和 10 月份销售情况明显提升，并将在更长的时间里扩大豆浆机的需求基础和普及率空间。虽然九阳股份上市后，有众多企业如美的、东菱等也相继宣布大规模进入豆浆机行业，但产能易建，销售难行，短期内公司没有感受到压力，从家电市场上来看，目前也确实不能对九阳豆浆机构成威胁。

电磁炉业务是公司今年业绩的一大惊喜。原本市场预期电磁炉行业增长将趋缓，并且在激烈的市场竞争中难以获利。但 08 年以来电磁炉销售的火爆超出预期，行业增长 50%以上，公司增长更是接近 100%。部分原因来自电磁炉安全性和方便性的提高，同时燃气价格出现上涨，电磁炉相对使用成本更加低廉。

2008 年第四季度，公司连续发布公告，宣布新购置土地建设厂房，及购买员工宿舍，也充分说明了四季度良好的销售情况。济南豆料项目在前期因土地纠纷被耽搁之后，已经顺利启动。欧南多品牌豆浆机的推出瞄准都市现代年轻人的市场，同时双品牌战略有助于维持较高的市场占有率。

我们调整公司 2008 年和 2009 年的摊薄每股收益至 2.25 元和 3.04 元，对应目前股价（46.20 元）的估值水平分别为 20.53 倍和 15.21 倍，高于家电行业整体估值，和小家电行业整体估值水平相当，维持“增持”的投资评级。

## 伊立浦

公司已经发布全年业绩预告，预计净利润同比下滑 40%~60%。上年同期业绩为 4114 万元，则 2008 年全年净利润为 1646 万元至 2468 万元，对应摊薄后每股收益为 0.14 元至 0.21 元。净利润大幅下滑的主要原因是受金融危机影响，部分客户取消或推迟订单，销售收入下滑严重。

伊立浦主营电饭煲等厨卫电器，产品主要销往美国和日本，2008 年下半年金融危机再次恶化以来，我国各行业出口大幅下滑，主要就是受美欧大幅下滑的影响。上半年日本情况尚好，下半年经济危机传导到日本，出口也开始大幅下滑。虽然公司新开拓了印尼市场，但数量少，具体执行也大多在 09 年进行，08 年业绩提升有限。国内市场开拓目前进展不大，渠道和广告投入均较为有限，在家电专业卖场也较少看到公司产品。

我们预计公司 2008 年摊薄每股收益为 0.15 元，2009 年将承接 08 年底推迟的订单，每股收益或将回复到 0.34 元左右。对应目前股价（8.42 元）的估值水平分别为 56.13 倍和 24.76 倍，已经处于较高水平，维持“中性”的投资评级。

## 浙江阳光

浙江阳光是国内节能灯行业的龙头企业，主营产品紧凑型电子节能灯和荧光灯管 T5 均有良好的市场前景。在宏观经济环境和全球经济背景下，节能灯行业集中度逐步提高，浙江阳光作为行业龙头，占据了非常有利的地位。

产能方面，江西基地二期预计将在年底建成投产，到 2010 年产能达到 2 亿只，相当于 2007 年公司的全部销量。厦门基地建设的长远目标也是 2 亿只节能灯产能，预计将在 20 个月内建成，至少达到 1.4 亿只。

自 2007 年以来，公司开始实施三年转型计划，目标是摆脱给国外企业代工的地位，开拓国内市场，建立自主品牌。到 2009 年初，转型已经基本完成。公司管理层面上专设了负责销售的部门，充实了人力，并由三个副总同时负责。

公司对内销寄予厚望，目前国内产品销售占比低于 20%，目标是国内市场占比达到 60%。已经在国内建设了 3000 多个经销网点，做好在国内市场发力的准备。国际市场方面，阳光已经在越南推出自主品牌节能灯的基础上，未来还将进入更多市场。

去年公司中标高效照明产品 780 万只，实际完成量超过了这一数字。今年宏观经济环境已经不同，政府原计划“十一五”后三年（08、09、10 年）每年完成高效照明推广 5000 万只，到 09 年将政策力度将大幅提高。公司是去年完成量最多的企业，政策力度提高后，也将明显受益。

2008 年三季度公司营业收入和净利润仍然保持了 13% 以上的增长，四季度经济危机加深，各个行业均受到较大影响，公司也不例外。在三季度报点评里，我们认为公司四季度业绩和去年同期基本一致，现在仍然维持这一预测。维持公司 2008 年全年 EPS 0.48 元和 09 年 0.56 元的盈利预测，鉴于行业集中度开始提高，公司业绩在此过程中仍然能维持明显增长，同时国内外政策利好将不断出台，提高公司投资评级为“增持”。

## 佛山照明

2008 年前三季度，公司实现营业收入 12.51 亿元，同比增长 22.01%，净利润 1.98 亿元，同比下降 48.68%，合每股收益 0.28 元。净利润大幅度下滑的主要原因有三个，一是所得税率提高到 25%，二是投资收益从 2007 年同期的 2.64 亿元下降到 1.14 亿元，同时毛利率下滑约 1.53 个百分点。

公司三季度报显示，所有的证券投资均已出售，其中包括持有到解禁期的交通银行股权。2008 年四季度大盘较为稳定，我们预计单季度公司投资收益为 0。公司前三季度毛利率下滑主要来自于上半年原材料价格的上涨，由于四季度原材料价格又出现大跌，毛利率将有所回升。

所得税率方面，之前公司所得税率在 15% 左右。目前公司尚未获得高新技术企业认证，财务报表按照 25% 来执行，我们也沿用这一税率。如果获得认证，再进行调整。

我们调低公司 08 年 EPS 预测 2 分钱至 0.32 元，其中包含约 30% 的投资收益（包括二级市场和交通银行股权投资），预计公司 2009 年业绩为 0.25 元。由于公司白炽灯仍然占据较大比重，而推广节能照明主要就是替代白炽灯。维持公司“中性”的投资评级。

## 雪莱特

公司在修正后的三季度报里已经预告了全年业绩，全年净利润预计将比上年同期下滑 60%~80%。净利润下滑的原因因为金融危机影响出口订单，市场竞争激烈导致价格下降及前期高价原材料库存提高成本。雪莱特 2007 年全年净利润为 5052 万元，按照公司的预计，2008 年净利润水平为 1010 万元至 2021 万元，每股收益为 0.05 元至 0.11 元。

雪莱特节能灯销售收入增长较为平稳，毛利率也维持得较好，净利润大幅下滑的原因主要在 HID 等业务。由于汽配市场的无序竞争，公司 HID 灯毛利率水平从 2004 年上市之初的 58% 逐年降低

到 28%左右，影响了公司的盈利能力。紫外线灯是公司的一个新增长点，但现在规模相对较小，污水处理市场正在积极开拓中，开拓成果如何还要看政府对节能环保的重视程度。

高效照明推广政策 09 年将会加大实施力度，公司也对这块寄予厚望。在龙头企业销售产品补贴高达 50%的背景下，小企业承受较大压力，将被迫逐步退出市场，有助于提高行业的竞争结构和盈利能力。

我们预计公司 08 年和 09 年的 0.06 元和 0.20 元，对应目前股价（7.39 元）的估值水平分别高达 123 和 36.96 倍，维持“中性”的投资评级。

### 分析师承诺

**廖欣宇：家电行业分析师**

**张小嘎：传媒、家电行业资深分析师**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)