

家电行业

最坏的时刻已成过去

- ❖ 2009 年 2 月，空调销量同比下滑幅度大幅收窄至 1.79%，产量降幅也下降到 10.48%。单月出口 298 万台，同比下滑 12.83%，和之前几个月接近 40% 的降幅相比，有较明显的好转。内销是行业增长的主要动力，2 月份实现销量 197 万台，同比增长 21.41%。
- ❖ 在形势和情况发生变化后，我们对 2009 年空调行业的预测转为乐观，主要理由有以下几点：1、2009 年一季度是行业较差基数较高的时候，接下来三个季度的同比增速只会更好；2、房地产市场回暖明显，珠三角房价见底后成交放大，有望带动全国房地产的成交；3、出现连续两年凉夏的概率偏小，今年气温正常或偏热的概率较大。
- ❖ 在“去库存化”的努力下，家用库存水平逐步降低，7 月份库存水平告别 1000 万台，10 月份开始低于 07 年同期水平。到 2009 年 2 月，空调库存下降到 841 万台，是自 2005 年来同期最低。
- ❖ 最近空调的价格调整不是全国统一行为，从各地的促销情况来看，实际的价格调整幅度应该在 20% 左右。此次空调价格调整，有助于释放之前被压抑的需求。而调整幅度基本到位，很大程度消除了价格继续向下的预期，可望直接转换成现实需求。对龙头企业来说，调整价格也有助于维持和提高市场占有率。
- ❖ 整体来看，各种原材料中，钢材占成本最大，达到 40%，其次是铜，大约 20%，铝和 ABS 也是主要原材料之一（分别占比 4% 和 5%）。根据各项原材料价格的下跌幅度，算出由原材料带来的成本下降幅度约为 25.35%。如果不考虑其他成本的下跌，再乘以销售成本率（格力毛利率 18.5%，美的 19.3%），得到两者的价格下降空间约为 20.5%，基本符合现在的空调价格下降幅度。
- ❖ 房地产成交量直接影响家电需求，在房价逐步走低的背景下，成交量开始逐步放大。3 月份上海、北京和深圳等一线城市和成都、武汉、厦门和南京等二线城市的房地产成交套数均有明显回暖，接近甚至超过 2007 年同期的水平。同时现房销售占比也在提高，有助于降低家电对房地产成交的滞后时间。
- ❖ 从全国各区域主要城市历年平均气温来看，50 多年来，平均温度整体呈逐步上升的趋势，反映出气候变暖对环境的影响。每年的温度分布则表现出一年高一年低的态势，去年平均气温较低，今年温度偏高的概率较大。
- ❖ 相对 09 年和 10 年 EPS，格力电器的估值水平分别为 14.86 和 11.16 倍，美的电器相对 09 年和 10 年的估值水平为 13.24 和 10.76 倍，均处于历史低点。我们认为给予格力电器 09 年 EPS 和美的电器 EPs 的估值水平分别为 20 倍和 18 倍是合理的，对应目标价分别是 35 元和 14.04 元，提高格力电器和美的电器投资评级为“买入”

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

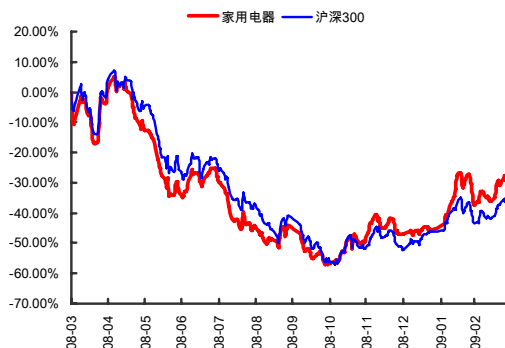
家电行业分析师
8621-63325888-6090
liaoxy@orientsec.com.cn

张小嘎

家电行业资深分析师
8621-63325888-6091
zhangxg@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡（上调）
国家/地区 中国/A 股
行业 家电/空调
报告日期 2009-3-30

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(10.30)	(30.98)	(55.17)
相对表现 (%)	4.32	(0.45)	3.46

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2008	2009(E)	2010(E)	股价	评级
格力电器	1.54	1.75	2.33	26.00	买入
美的电器	0.55	0.78	0.96	10.33	买入
青岛海尔	0.48	0.68	0.84	9.83	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

寒冬来临各不同	2009 年 2 月 20 日
到农村去！	2009 年 1 月 1 日
在需求和成本压力下前行	2008 年 9 月 15 日
内忧外患，两头挤压	2008 年 7 月 11 日
预期中的增长	2008 年 4 月 30 日

目 录

家用空调销量回暖	3
库存水平创近年新低	4
价格调整刺激需求提高占有率	5
成本降低支撑价格调整	7
房地产成交量开始回暖	8
今年气温偏高概率较大	11
估值水平处于相对低位	12

图表目录

家用空调产销量同时回暖	3
内销是增长的主要动力	3
家用空调历年库存水平	4
家用空调行业历年产销量	5
消费者信心指数大幅下挫	6
家用空调原材料成本占比	7
主要原材料价格迅速下跌	7
主要原材料价格迅速下跌。。	8
原材料价格下跌带来价格下降空间	8
一线城市房地产日均成交套数	9
二线城市房地产日均成交套数	9
北京现房销售占期房比重	10
国内主要城市年平均气温	11
主要城市最高气温超过 30 度的天数	12
格力电器估值水平	13
美的电器估值水平	13

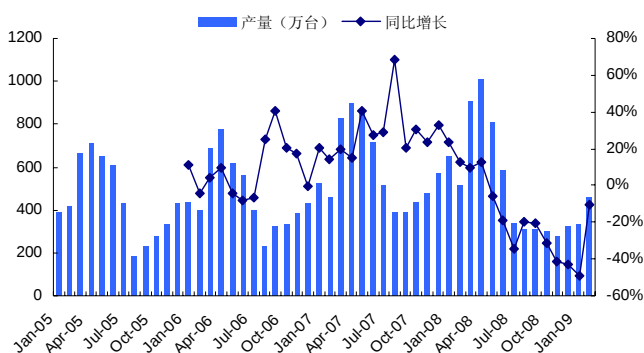
家用空调销量回暖

在全球经济危机、国内房地产市场低迷和雪灾、地震及凉夏等自然因素的不利影响下，国内家用空调行业销量从去年 5 月开始陷入同比负增长（-13.28%，产业在线），并持续至今。特别是 2008 年 11 月至 2009 年 1 月，销量同比下滑幅度超过 30%，产量同比下滑幅度更是超过 40%，家用空调行业陷入寒冬。

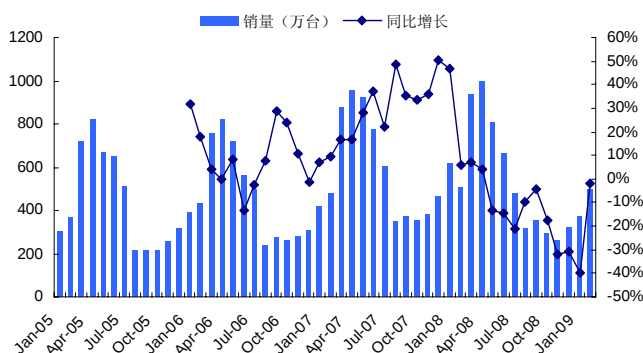
这种情况在 2 月份发生了改变，销量开始明显回暖。2009 年 2 月，空调销量同比下滑幅度大幅收窄至 1.79%，产量降幅也下跌到 10.48%。由于 2008 年春节在 2 月份，而 2009 年在 1 月份，2 月份的数据里包含一定的春节因素。家用空调 2009 年 1 月和 2 月合计销售 870 万台，同比下滑 22.57%，合计生产 792 万台，同比下滑 32%，和 08 年 11 月及 12 月比，仍然有明显回暖。

家用空调产销量同时回暖

家用空调产量及同比增长



家用空调销量及同比增长

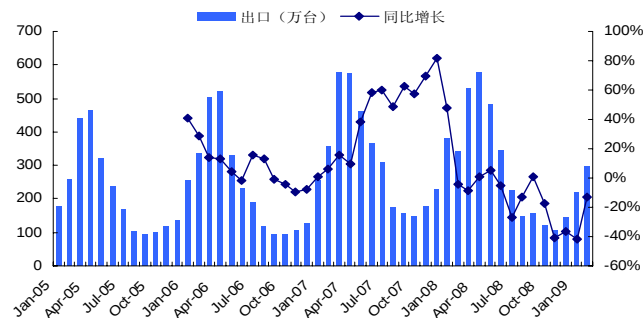


资料来源：产业在线，东方证券研究所

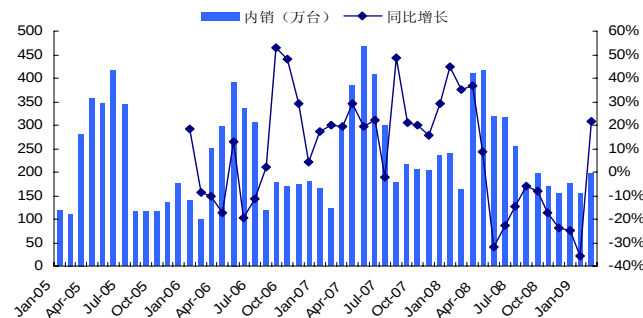
2 月份家用空调累计出口 518 万台，同比下滑 28%，单月出口 298 万台，同比下滑 12.83%，和之前几个月接近 40% 的降幅相比，有较明显的好转。内销是行业增长的主要动力，2 月份实现销量 197 万台，同比增长 21.41%，一举扭转连续 9 个月的下跌颓势。即使按照 1 月和 2 月的累计情况来看，内销同比也仅下降 12.5%，转暖迹象明显。

内销是增长的主要动力

家用空调出口及同比增长



家用空调内销及同比增长



资料来源：产业在线，东方证券研究所

2 月份家用空调内销情况较好，主要有以下几个原因：1、抑制需求在价格调整的配合下得以释放；2、去库存化后存在补充库存需求；3、房地产成交量逐步放大。我们后面将对这几点分别进行分析。

在形势和情况发生变化后，我们对 2009 年空调行业的预测转为乐观，主要理由有以下几点：1、2009 年一季度是行业较差的时候，经济危机的影响还在持续，去年同期的增长又较快，在宏观经济向好，基数又较低的情况下，剩下三个季度的同比增速只会更好；2、房地产市场回暖明显，珠三角房价见底后成交放大，有望带动全国房地产的成交；3、出现连续两年凉夏的概率偏小，今年气温正常或偏热的概率较大。

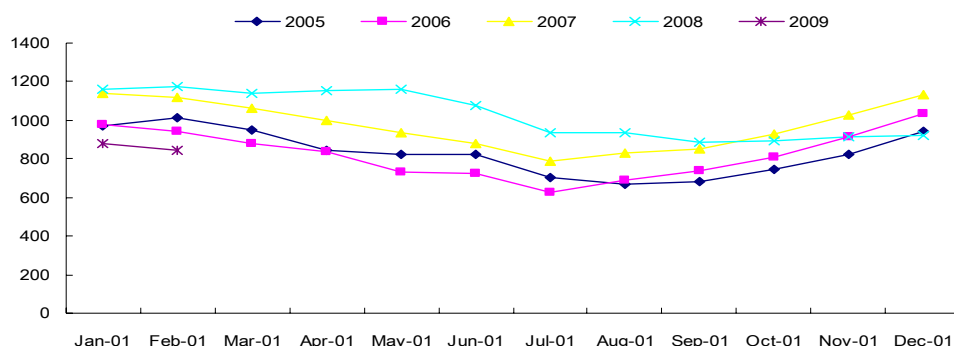
库存水平创近年新低

家用空调行业（特别是格力和美的）独特的经销商淡季打款压货、年终返利的渠道模式决定了较高的库存水平，目前家用空调内销量约 3000 万台（2008，产业在线），正常库存水平接近 1000 万台，与之对比的是，洗衣机和冰箱 2008 年国内销量分别为 2300 万台和 2500 万台，库存水平分别只有 150 万台和 250 万台左右。

这种销售模式配合近几年空调价格的持续上涨，是龙头企业抢占市场的利器。但如果空调价格下跌，则将面临一定挑战。2008 年，原材料价格下降很快，钢材价格下跌 25% 左右，铜价则下跌超过一半，所以 08 年下半年空调销售不畅，库存高企引发各界担忧。

所幸的是，在“去库存化”的努力下，家用库存水平逐步降低，7 月份库存水平告别 1000 万台，10 月份开始低于 07 年同期水平。到 2009 年 2 月，空调库存下降到 841 万台，是自 2005 年来同期最低。

家用空调历年库存水平

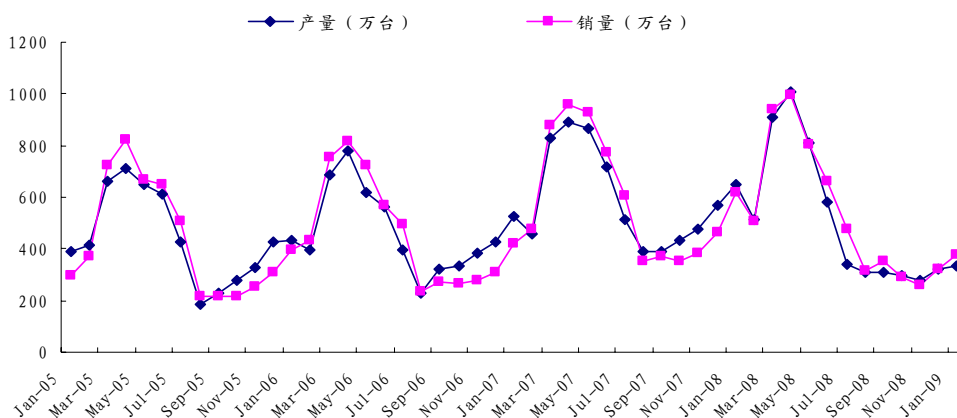


资料来源：产业在线，东方证券研究所

空调库存的下降，主要来自于空调企业淡季产量没有像以前那样开始逐步回升。按照历年的经验，9 月份是空调行业的产量的最低点。9 月份之后，步入空调淡季，但空调企业通过经销商的淡季打款压货，逐步增加生产，为下一个旺季做准备。

2008 年 9 月有所不同，在宏观经济和需求不振的压力下，产量并没有如期反弹，而是继续走低。反映在数据上，就是产量同比下滑 40% 左右。之前几年淡季产量持续高于销量，主要是为旺季备货。最近几个月销量则和产量基本持平，甚至高于产量。

家用空调行业历年产销量



资料来源：产业在线，东方证券研究所

一般来说，家用空调工厂库存约为公司一个月至一个半月的销量，11 月至 1 月三个月的销量虽然同比下滑较大，但仍然能够消化大部分的高成本库存。所以在 2 月底，美的率先在各地下调空调价格，格力随后跟进，也都是在库存水平较低背景下做出的。

价格调整刺激需求提高占有率

从 2009 年 2 月底开始，格力和美的在各地进行了较大规模的价格调整，海尔、志高、格兰仕等企业则和苏宁联手促销。由于各地情况不同，促销活动和价格调整幅度不一，没有全国统一的标准。比如美的在河北和重庆的七折方案，被指有虚增价格再往下调之嫌，但也是商业行为的一种正常手段。

我们认为，空调企业的目的在于维持稳定的毛利率水平（2006 年之后，季度毛利率基本维持在 18.5% 左右）。从后面对成本的分析来看，如果新售产品都采用下跌后的原材料生产，大约可以支撑 25% 左右的价格下调。

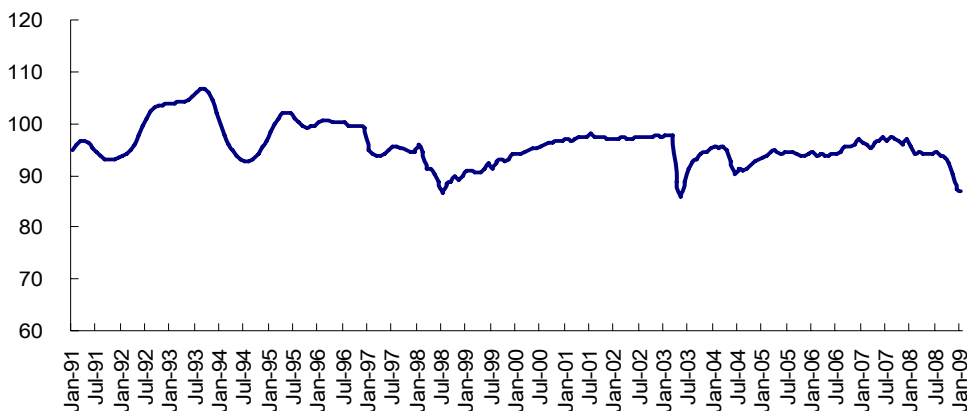
从各地的促销情况来看，实际的价格调整幅度应该在 20% 左右。我们对京东商城里格力、美的和海尔的价格情况进行了统计，基本符合这个判断（附录 1）。其中需求量较大的 1P 和 1.5P 挂机价格下降大多在这个区间，柜机和大功率的挂机调整幅度相对较小。

虽然调低价格看起来不是非常好，但在各类商品价格都往下跌的情况下，空调也很难例外。通过我们之前对空调库存的分析和后面对空调成本的分拆，空调企业有能力也有必要对价格进行一定的调整。必要性体现在两点：1、价格下调有助于刺激去年下半年以来被压抑的需求；2、对龙头企业

来说，调整价格有助于维持和提高市场占有率。

价格调整对压抑需求的释放主要针对空调价格敏感的消费者,也就是被消费者信心指数较大幅度能反映的那一部分居民。从去年下半年开始,消费者信心指数逐月下滑,到 2009 年 1 月,已经下跌到 86.80 点,仅比亚洲金融危机时的最低点(1998 年 7 月, 86.60 点)稍高,逼近非经济因素 SARS 造成非正常低点(2003 年 5 月, 85.70 点)。

消费者信心指数大幅下挫



资料来源：公司资料，东方证券研究所

2008 年 11 月底，各类商品价格进行了一次较大规模的价格下调，其中包括家电行业里的冰箱、洗衣机、彩电等，幅度在 15~20%左右。空调行业受制于较高的库存水平，受益于较好的行业竞争结构，价格基本没有松动。虽然格兰仕等部分企业进行了较大规模的促销，但影响力有限，并没有变成行业现象。

价格维持不变能稳定毛利率水平，解决存货减值问题，但也对需求产生一定的负面作用，2008 年 11 月至 2009 年 1 月间销量较差部分和此相关。此次空调价格调整，有助于释放之前被压抑的需求。而调整幅度基本到位，很大程度消除了价格继续向下的预期，可望直接转换成现实需求，各地促销情况较好是一个证明。

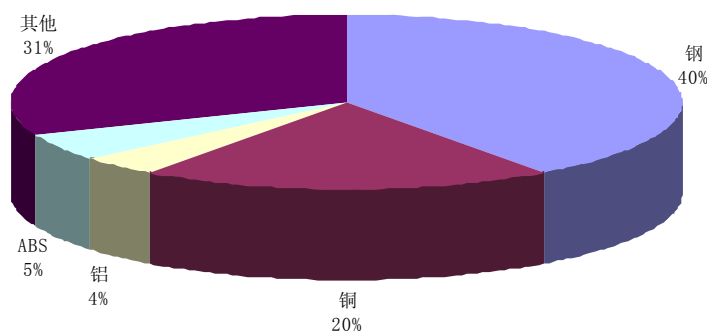
对龙头企业来说,价格调整更重要的作用是维持甚至提高市场占有率。由于龙头企业库存水平较高,在高成本库存消耗完之前调整价格有损盈利能力。但如果价格持续维持在较高水平,更低的成本进入市场,导致毛利率提高,利润空间增大,原来被迫减少生产规模逐步退出市场的小厂商又会活了过来,通过价格优势抢回失去的市场份额。

在合适的时间调整空调价格，就成了龙头企业必然的选择，我们认为 2 月底的时机选择是合适的，主要来自于对库存水平的判断。在格力和美的等龙头企业空调价格调整后，完全扮演了空调市场的主角，其余品牌基本成为看客。在此背后是龙头企业占有率的持续上升和市场集中度的继续提高，也是我们今年看好格力和美的及现在提高公司评级的重要理由。

成本降低支撑价格调整

空调价格的变动和成本直接相关，最近一年原材料价格下降很快，是影响空调成本的最重要因素。我们对家用空调的成本做了拆分，整体来看（包括压缩机、电机和阀等零部件），各种原材料中，钢材占成本最大，达到 40%，其次是铜，大约 20%，铝和 ABS 也是主要原材料之一（分别占比 4%和 5%）。

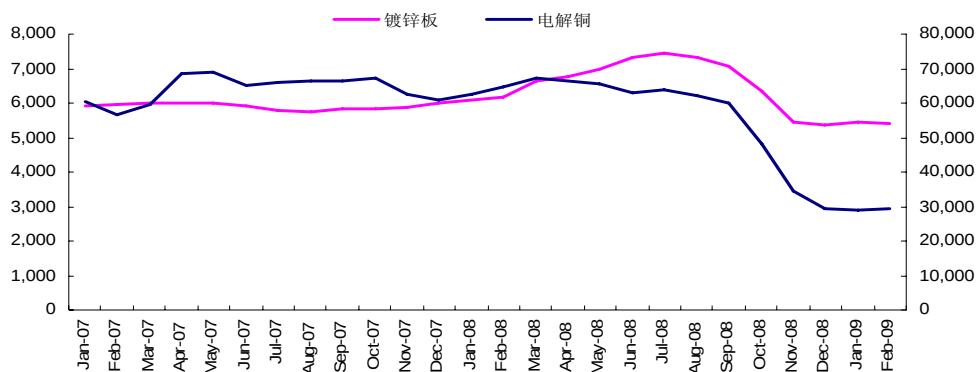
家用空调原材料成本占比



资料来源：公司资料，东方证券研究所

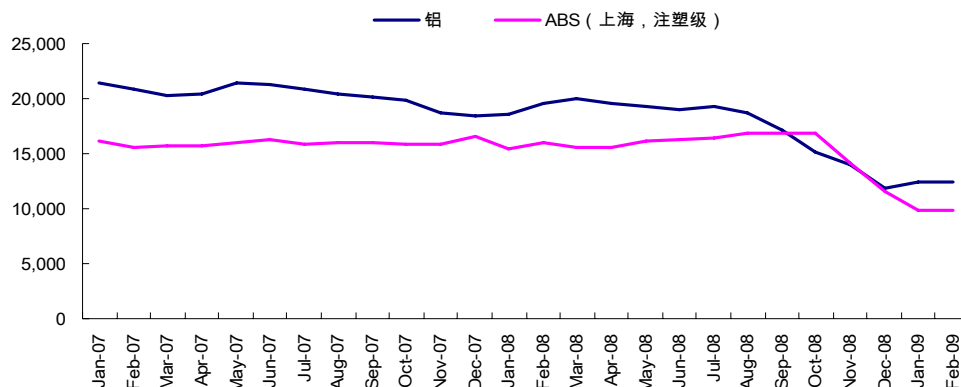
在全球经济危机的影响下，2008 年下半年以来，家用空调各项原材料成本大幅下跌。2009 年 2 月和 2008 年 7 月相比，镀锌板价格下跌了 28%，电解铜下跌 54%，铝下跌 36%，ABS 下跌了 41%。从时间点上来看，到 2008 年 11 月和 12 月之间，四种原材料价格基本下跌到目前的水平，给目前销售的空调留出一定的生产时间。

主要原材料价格迅速下跌



资料来源：CEIC，东方证券研究所

主要原材料价格迅速下跌。



资料来源：CEIC，Wind，东方证券研究所

根据我们前面对空调成本的拆分和各项原材料价格的下跌幅度，算出由原材料带来的成本下降幅度约为 25.35%。如果不考虑其他成本的下跌，再乘以销售成本率（格力毛利率 18.5%，美的 19.3%），得到格力美的的价格下降空间约为 20.5%，基本符合现在的空调价格下降幅度。

原材料价格下跌带来价格下降空间

	镀锌板	电解铜	铝 (A00)	ABS	合计
Jul-08	7454	63773	19292	16500	
Feb-09	5385	29386	12378	9800	
价格下跌	27.76%	53.92%	35.84%	40.61%	
带来成本下降	11.10%	10.78%	1.43%	2.03%	25.35%

资料来源：东方证券研究所

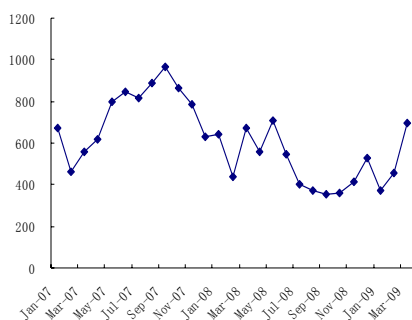
房地产成交量开始回暖

房地产成交量和气温是影响今年家用空调行业的两个最重要因素，也是我们判断行业全年走势的关键。房地产成交量对空调需求的拉动一般提前半年左右，影响因素约占 30%。气温则直接影响行业需求，特别是连续出现 30 摄氏度以上的高温天气，将直接拉动空调销售。

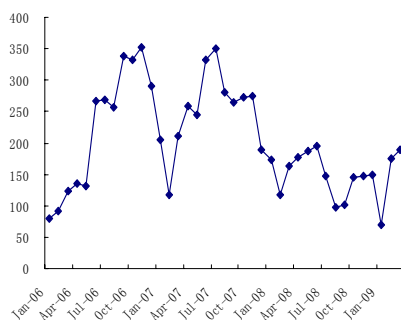
在房价逐步走低的背景下，房地产成交量开始放大。3 月份上海、北京和深圳等一线城市的成交套数均有明显回暖。三月上旬日均成交套数达到 700，超过 07 年和 08 年同期水平，近几日日均成交套数更是接连超过 1000。在价格调整较为充分的深圳，回升趋势更为明显，3 月一手房日均成交套数 278 套，是自 2007 年 1 月以来的最高水平。

一线城市房地产日均成交套数

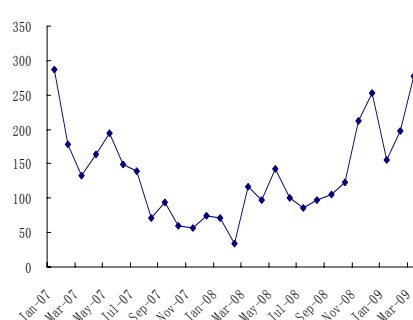
上海日均成交套数



北京日均成交套数



深圳日均成交套数

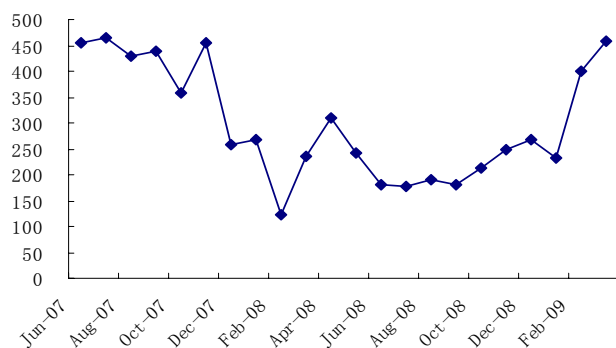


资料来源: Wind, 东方证券研究所

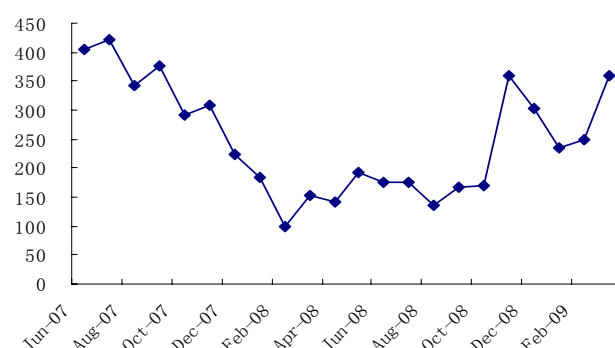
二线城市方面, 最近几个月, 成都、武汉、厦门和南京等地的房地产日均成交套数也有明显回暖, 3月日均成交套数均处于最近两年来较高的水平。

二线城市房地产日均成交套数

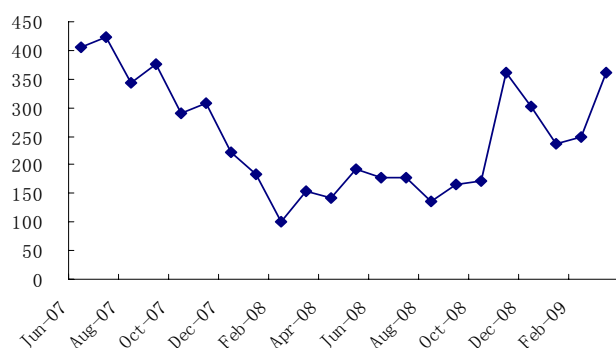
成都房地产日均成交套数



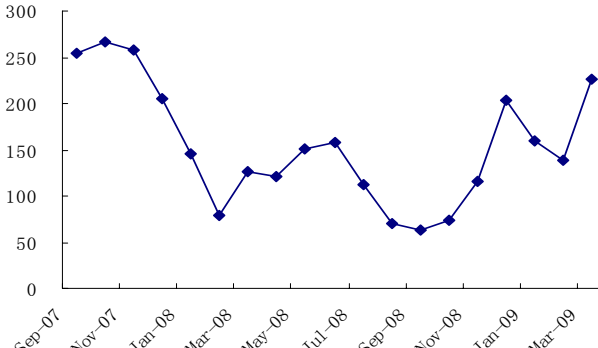
武汉房地产日均成交套数



厦门房地产日均成交套数



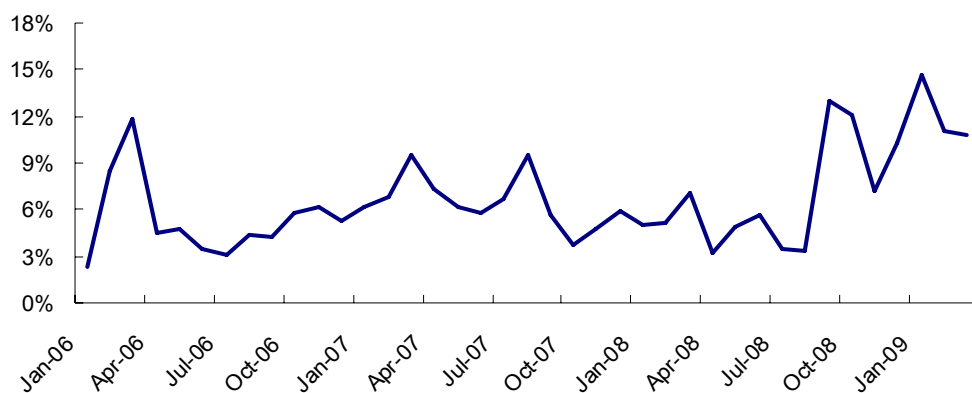
南京房地产日均成交套数



资料来源: Wind, 东方证券研究所

房地产成交量对空调销售的提前指示作用一般在半年左右，但现房销售占比的增加将缩短这一时间。从可获得的北京现房销售占期房比重来看，已经从 2008 年底之前的 5% 左右上升至 10%，占比明显提高。同时新房销售中，装修房的比重在上升，特别是在成交量低迷而价格调整不够的背景下，送装修往往作为隐形降价的手段被房地产开发商广泛采用。这两点都将使空调需求大大提前，甚至可能提前到房地产成交量之前。

北京现房销售占期房比重



资料来源：wind，东方证券研究所

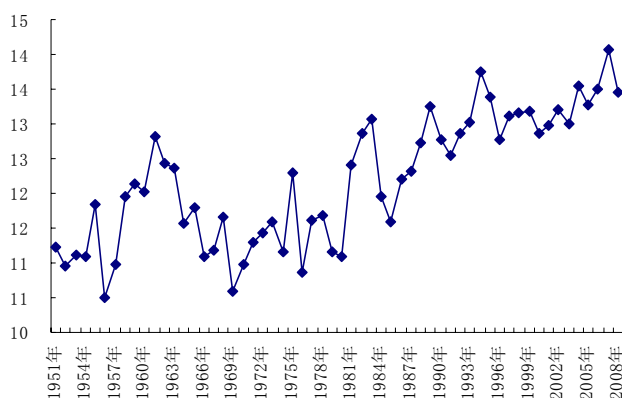
今年气温偏高概率较大

温度是影响空调销售的另一个重要因素，连续多日出现 30 摄氏度以上的高温对空调销售有直接的拉动作用。2008 年夏天南方连续大雨气温偏低，是空调需求惨淡的一个主要原因。

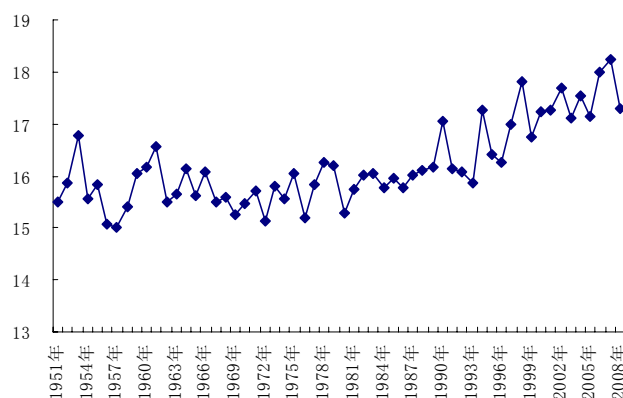
从全国各区域主要城市历年平均气温来看，50 多年来，平均温度整体呈逐步上升的趋势，反映出气候变暖对环境的影响。每年的温度分布则表现出一年高一年低的态势，去年平均气温较低，今年温度偏高的概率较大。

国内主要城市年平均气温

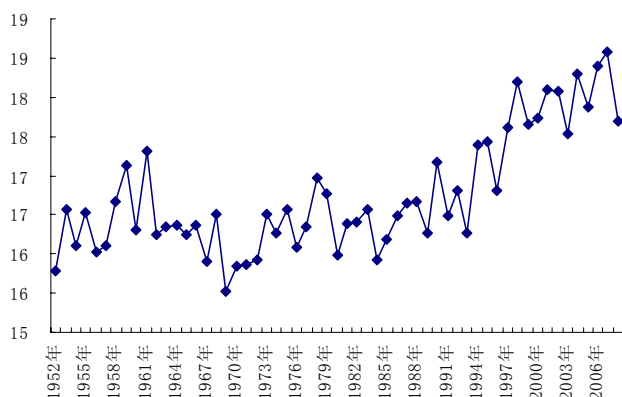
北京年平均气温



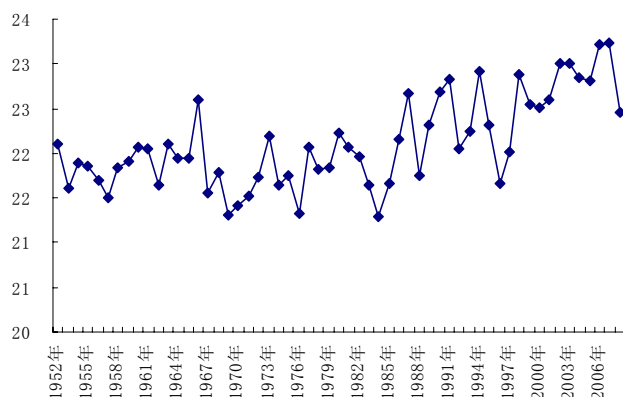
上海年平均气温



武汉年平均气温



广州年平均气温

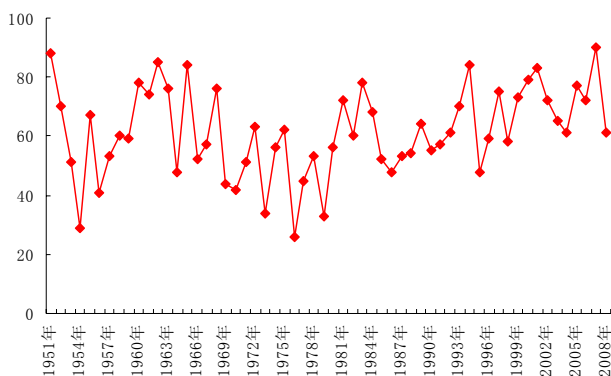


资料来源：国家气象信息中心，东方证券研究所

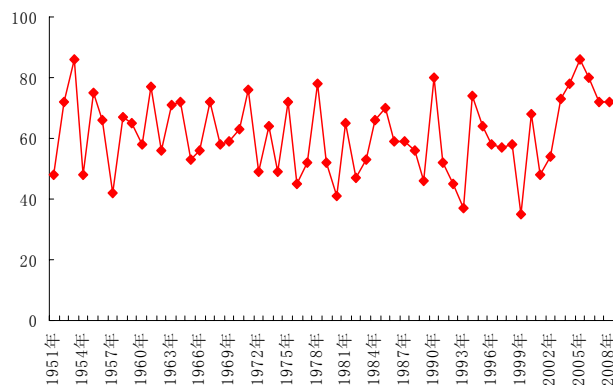
从全年最高气温超过 30 摄氏度的天数来看，也表现出类似的规律。北京、上海、武汉和广州去年的总天数均是近几年较低的，2009 年有望有所上升。

主要城市最高气温超过 30 度的天数

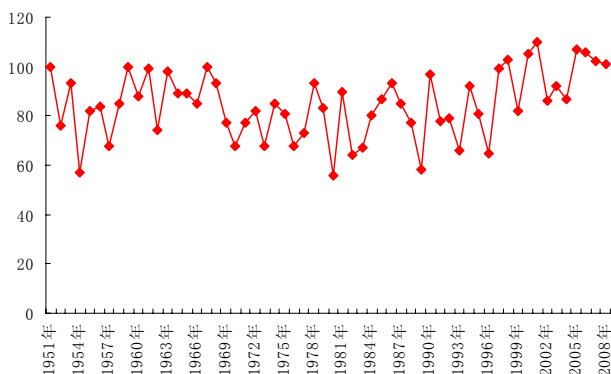
北京日最高温度超过 30 度的天数



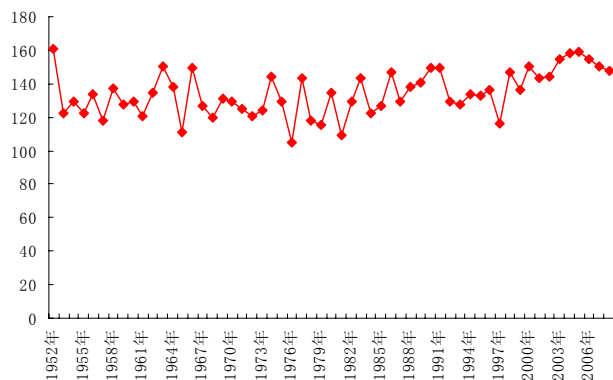
上海日最高温度超过 30 度的天数



武汉日最高温度超过 30 度的天数



广州日最高温度超过 30 度的天数



资料来源：国家气象信息中心，东方证券研究所

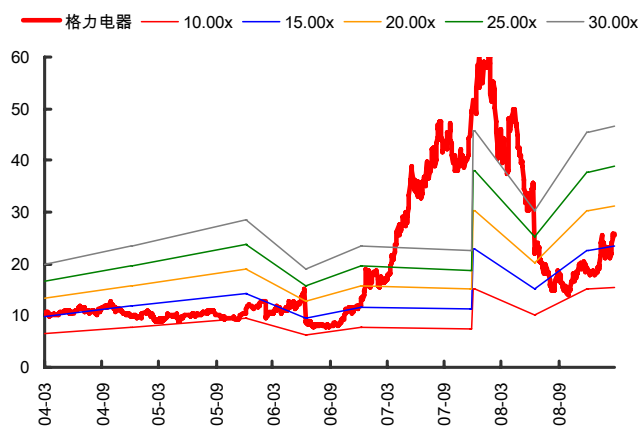
估值水平处于相对低位

从格力电器和美的电器的历史估值水平来看，均处于较低的位置。格力电器目前相对 2008 年的估值水平为 16.88 倍，相对 09 年和 10 年 EPS 的估值水平分别为 14.86 和 11.16 倍，美的电器相对 09 年和 10 年的估值水平为 13.24 和 10.76 倍，均处于历史低点。

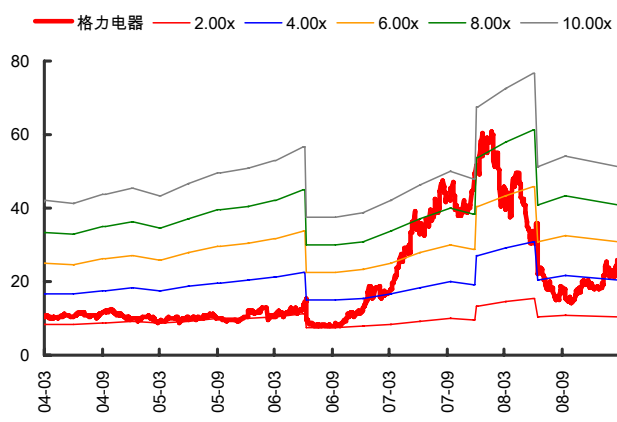
相对 2009 年每股盈利，我们认为分别给予格力电器和美的电器 20 倍和 18 倍的估值水平是合理的，6 个月目标价分别为 35 元和 14.04 元，相对目前的股价水平有较大的上升幅度，提高格力电器和美的电器投资评级为“买入”。

格力电器估值水平

格力电器历史 PE 估值水平



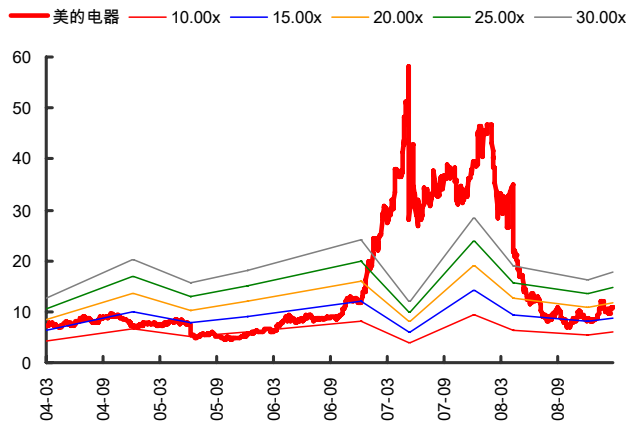
格力电器历史 PB 估值水平



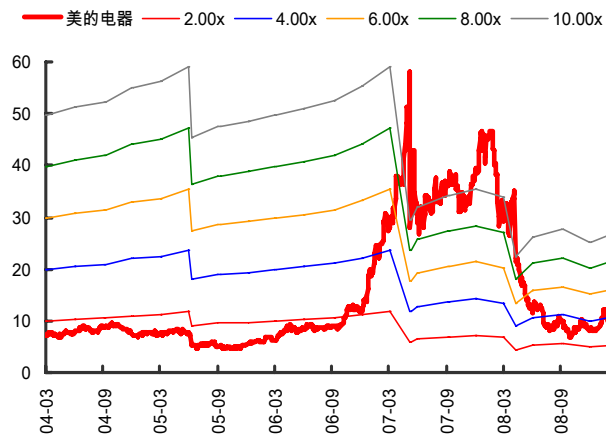
资料来源: Wind, 东方证券研究所

美的电器估值水平

美的电器历史 PE 估值水平



美的电器历史 PB 估值水平



资料来源: Wind, 东方证券研究所

附录 1：主要家用空调品牌价格调整情况

	产品型号	原价	现价	价格降幅
格力				
格力 (GREE) 凉之源系列 1P 挂式空调	KFR-23GW/K (23556) D2-N5	2199	1649	25.01%
格力 (GREE) 兰之韵系列 1P 挂式空调	KFR-23GW/K (23556) C1-N5	2455	1849	24.68%
格力 (GREE) 凉之源系列 1.5P 挂式空调	KFR-32GW/K (32556) D2-N5	2599	1999	23.09%
格力 (GREE) 兰之韵系列 大 1P 挂式空调	KFR-26GW/K (26556) C1-N5	2560	2049	19.96%
格力 (GREE) 玉堂春系列 1P 挂式空调	KFR-23GW/K (23556) A1-N4	2715	2129	21.58%
格力 (GREE) 绿嘉园系列 1.5P 挂式空调	KFR-32GW/K (32556) B3-N5	2659	2309	13.16%
格力 (GREE) 玉堂春系列 1.5P 挂式空调	KFR-32GW/K (32556) A1-N4x	3135	2499	20.29%
格力 (GREE) 绿满园系列 1.5P 挂式空调	KFR-35GW/K (35556) B1-N5	3115	2539	18.49%
格力 (GREE) 玉堂春系列 1.5P 挂式空调	KFR-35GW/K (35556) A1-N4x	3330	2759	17.15%
格力 (GREE) 天巧系列 1P 挂式空调	KFR-23GW/K (23513) C-N2	3888	3129	19.52%
格力 (GREE) 1P 空调新节能王子系列	KFR--24GW/E (2451) ZE1-N1	3918	3329	15.03%
格力 (GREE) 天巧系列 1.5P 挂式空调	KFR-35GW/K (35513) C-N2	4688	3569	23.87%
格力 (GREE) 睡梦宝系列 1.5P 挂式空调	KFR-32GW/K (32538) -N2	4288	3659	14.67%
格力 (GREE) 新节能王子系列 1.5P 挂式空调	KFR--35GW/E (3551) ZE1-N1	4418	3839	13.11%
格力 (GREE) 新风韵系列 2P 立式冷暖空调	KFR-50LW/K (50520L) A-N5	5425	4509	16.88%
格力 (GREE) 睡梦宝系列 大 1P 挂式空调变频	KFR-26GW/K (26538) Fd	5625	4729	15.93%
格力 (GREE) 新风韵系列 3P 立式冷暖空调	KFR--72LW/E1 (72520L1) A-N5	6799	5759	15.30%
格力 (GREE) 王者风范系列 2P 立柜式空调	KFR - 50LW/K (50532L) -JN3	7188	6299	12.37%
格力 (GREE) 风姿系列 3 匹立式空调	KFR-72LW/K (72539L1) -N4	8558	7299	14.71%
格力 (GREE) 王者之尊系列 2P 立式空调	KFR-50LW/K1 JN2	8899	8279	6.97%
格力 (GREE) 王者之尊系列 3P 立柜式空调	KFR-72LW/R1 (72533L1) JN2	11300	9699	14.17%
美的				
美的 (Midea) 超劲星 1 匹挂式冷暖空调	KFR-23GW/DY-GA(E5)	1998	1559	21.97%
美的 (Midea) 超劲星 1.5 匹壁挂式冷暖空调	KFR-32GW/DY-GA(E5)	2500	1979	20.84%
美的 (Midea) 1 匹家用壁挂式冷暖空调	KFR-26GW/DY-F(E4)	2758	2189	20.63%
美的 (Midea) 清静星 1 匹挂式冷暖空调	KFR-23GW/DY-N(E5)	2498	2359	5.56%
美的 (Midea) 1 匹家用柜式冷暖空调	KFR-23GW/DY-N(E5)	3258	2539	22.07%
美的 (Midea) 超静星 1.5 匹挂式冷暖空调	KFR-32GW/DY-K(E4)	2899	2699	6.90%
美的 (Midea) 超静星 1.5 匹挂式冷暖空调	KFR-35GW/DY-K(E4)	3199	2889	9.69%
美的 (Midea) 1 匹家用柜式冷暖空调	KFR-26GW/DY-N(E4)	3458	2719	21.37%
美的 (Midea) 1.5 匹家用壁挂式冷暖空调	KFR-32GW/DY-N(E4)	3398	2899	14.69%
美的 (Midea) 1.5 匹家用壁挂式冷暖空调	KFR-35GW/DY-N(E4)	3858	3259	15.53%
美的 (Midea) 超劲星 2 匹立式冷暖空调	KFR-51LW/DY-GA(E5)	4788	3699	22.74%
美的 (Midea) 大 1 匹家用壁挂式直流变频冷暖空调	KFR-26GW/BP2DY-N	4759	4139	13.03%
美的 (Midea) 天净星 1.5 匹挂式冷暖空调	KFR-35GW/DY-P(E3)	5000	4399	12.02%
美的 (Midea) 超劲星 3 匹立式冷暖空调	KFR-72LW/DY-GA(E5)	5998	4699	21.66%
美的 (Midea) 超静星 2 匹立式冷暖空调	KFR-51LW/DY-K(E4)	5299	4939	6.79%
美的 (Midea) 清静星 2 匹立式冷暖空调	KFR-51LW/DY-N(E4)	5988	5259	12.17%

美的 (Midea) 3 匹家用柜式冷暖空调	KFR-72LW/DY-F(E4)	7288	5729	21.39%
美的(Midea) 清静星 3 匹家用立式冷暖空调	KFR-72LW/DY-N(E4)	7588	6679	11.98%
美的(Midea)大 2 匹家用柜式直流变频冷暖空调	KFR-51LW/BP2DY-E	8789	7669	12.74%
海尔				
海尔 (Haier) 1p 壁挂式家用单冷空调	KF-23GW/Z8 (ZMD)	1899	1579	16.85%
海尔 (Haier) 1 匹家用冷暖空调	KFRd-23GW/E2-S5	2239	1799	19.65%
海尔 (Haier) 1p 壁挂式家用冷暖空调	KFRD-26GW/03CE-S5	2399	1939	19.17%
海尔 (Haier) 1.5p 壁挂式家用冷暖空调	KFRd-33GW/03CE-S5	2699	2119	21.49%
海尔 (Haier) 1.5p 壁挂式家用冷暖空调	KFRD-35GW/03CE-S5	2899	2209	23.80%
海尔 (Haier) 1 匹家用挂式冷暖空调	KFRd-23GW/A(QXF)	4180	3589	14.14%
海尔 (Haier) 2 匹家用立式冷暖空调	KFRD-50LW/E1-S5	4599	3899	15.22%
海尔 (Haier) 1.5 匹家用挂式冷暖空调	KFRd-35GW/R (XF)	4429	4099	7.45%
海尔 (Haier) 2.5 匹家用立式冷暖空调	KFRD-60LW/E1-S4	4999	4519	9.60%
海尔 (Haier) 3 匹家用立式冷暖空调	KFRD-72LW/E1-S5	5680	5259	7.41%
海尔 (Haier) 2 匹家用立式冷暖空调	KFRd-50LW/R(XF)	6899	6399	7.25%

资料来源：京东商城，东方证券研究所

沧海横流方显英雄本色

预增公告：

- ❖ 2009 年 1 月 10 日，格力电器发布 2008 年全年业绩预增公告，称 2008 年全年将实现净利润约 19.50 亿元，合每股收益 1.55 元左右，同比增长 50%。业绩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。

研究结论：

- ❖ 2008 年以来，我国家用空调行业受房地产成交量大幅下滑、海外需求不振及凉夏等诸多负面因素的影响，销量增速出现下滑，从 5 月开始甚至陷入连续 7 个月的同比负增长。公司作为行业龙头，逆势而上，在三季度销售收入同比增长 8.7% 的基础上，四季度净利润水平基本没有下降，显示了强大的竞争力。预计 2009 年空调行业很难有很明显的好转，但格力电器表现仍将大大好于行业。
- ❖ 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，行业集中度逐步提高。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。
- ❖ 公司的三季度报显示，毛利率显著提升，同时销售费用率在明显下降。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，但净利润基本维持不变，主要也是来自于净利润率水平的提升。
- ❖ 毛利率提升的一个重要原因是新产品的推出。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。销售费用率下降主要来自对返利的会计处理，从原来的“计入销售费用”改为“直接冲减销售收入”，是一次性的改变。
- ❖ 我们维持格力电器未来两年每股收益 1.75 元和 2.32 元的盈利预测，目前股价相对 08、09 和 10 年 EPS 的估值水平分别为 16.88、14.86 和 11.16 倍，处于相对较低的位置。我们认为相对于 2009 年 EPS 20x PE 的估值水平较为合理，6 个月目标价为 35.00 元，调高格力电器的投资评级为“买入”。



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

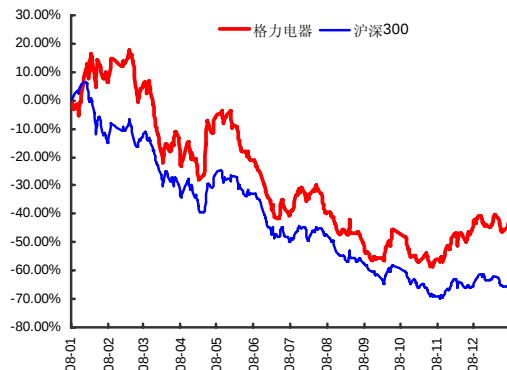
8621-63325888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (09 年 3 月 30 日)	26.00 元
目标价格 (6 个月)	35.00 元
总股本/A 股 (万股)	125240/125240
A 股市值 (百万元)	22806
国家/地区	中国
行业	家电
报告日期	2009 年 3 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(6.62)	11.86	(46.51)
相对表现 (%)	(0.88)	15.33	17.56

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万)	38009	45012	49535	59443
同比 (%)	44.3%	18.4%	10.0%	20.0%
归属母公司净利润	1270	1925	2193	2919
同比 (%)	84%	52%	14%	33%
毛利率 (%)	18.1%	19.0%	19.3%	19.7%
ROE (%)	22.6%	26.5%	24.2%	25.1%
每股收益 (元)	1.52	1.54	1.75	2.33

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

附：格力电器三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	21010	25705	28256	33736	营业收入	38009	45035	49535	59443
现金	4131	4895	5384	6460	营业成本	31117	36465	39975	47752
应收账款	895	1551	1334	1597	营业税金及附加	317	383	421	505
其它应收款	160	152	165	185	营业费用	4349	4796	5251	6242
预付账款	1188	1094	1399	1671	管理费用	869	1030	1133	1359
存货	7226	8331	9324	11042	财务费用	-10	-55	-22	-113
其他	7410	9683	10650	12780	资产减值损失	15	12	11	12
非流动资产	4538	4076	4550	4885	营业利润	1375	2403	2765	3684
固定资产	2706	3004	3354	3651	营业外收入	64	75	83	100
无形资产	438	438	438	438	营业外支出	12	58	63	76
其他	1395	634	758	797	利润总额	1426	2421	2785	3708
资产总计	25548	29780	32806	38621	所得税	139	448	557	742
流动负债	19685	22268	23451	26659	净利润	1287	1973	2228	2966
应付账款	8901	10210	11193	13371	少数股东损益	17	32	34	46
其他	10784	12057	12258	13288	归属母公司净利	1270	1941	2194	2920
非流动负债	3	-27	-36	-19	EBITDA	1648	2587	3029	3908
负债合计	19688	22241	23415	26639	EPS (元)	1.52	1.55	1.75	2.33
少数股东权益	233	264	298	345	主要财务比率				
股本	835	1252	1252	1252	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	1189	772	772	772	营业收入	44.3%	18.5%	10.0%	20.0%
留存收益	3558	5251	7069	9613	营业利润	66.2%	74.8%	15.1%	33.3%
归属母公司股东					归属于母公司净				
权益	5628	7275	9093	11637	利润	83.6%	52.9%	13.0%	33.1%
负债和股东权益	25548	29780	32806	38621	毛利率	18.1%	19.0%	19.3%	19.7%
现金流量表	单位: 百万元				净利率	3.3%	4.3%	4.4%	4.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	22.6%	26.7%	24.1%	25.1%
经营活动现金流	2793	-650	2213	3170	资产负债率	77.1%	74.7%	71.4%	69.0%
净利润	1287	1973	2228	2966	净负债比率	0.00%	9.59%	6.41%	1.14%
折旧摊销	282	239	286	337	流动比率	1.07	1.15	1.20	1.27
财务费用	-10	-55	-22	-113	速动比率	0.70	0.77	0.80	0.84
营运资金变动	1559	-3601	-269	-72	总资产周转率	1.83	1.63	1.58	1.66
其它	-326	794	-9	51	应收账款周转率	39	34	31	36
投资活动现金流	-1136	-526	-739	-636	应付账款周转率	3.98	3.82	3.74	3.89
资本支出	964	530	738	635	每股经营现金流	2.23	-0.52	1.77	2.53
筹资活动现金流	1070	1939	-985	-1456	每股净资产	4.49	5.81	7.26	9.29
短期借款	-51	2132	-632	-1196	P/E	11.97	11.75	10.40	7.81
其他	1121	-194	-353	-261	P/B	2.70	3.13	2.51	1.96
现金净增加额	2726	764	489	1077	EV/EBITDA	11	7	6	5

资料来源: wind, 东方证券研究所预测

美的电器 000527.SZ

各项费用拖累业绩低于预期

年报业绩：

- ❖ 2008 年，公司实现营业收入 453 亿元，同比增长 28.77%；实现归属于母公司股东的净利润 10.33 亿元，同比下降 14.78%，相当于基本每股收益 0.55 元，大幅低于市场预期。

研究结论：

- ❖ 2008 年开始并表的冰箱和洗衣机业务销售收入同比增速分别达到 105% 和 137%，是公司收入增长的一大亮点，也符合美的电器通过收购和扩产做大做全白电的战略。但公司销售收入快速增长的主要动力仍然来自空调业务，全年空调占主营收入比重仍然高达 67%，空调业务在行业景气下滑的背景下，仍然保持 26% 的收入增速，充分体现了公司强大的市场控制力。
- ❖ 四季度毛利率为 18.6%，比 07 年同期下滑 0.6 个百分点，也比 08 年全年的 19.2% 低 0.6 个百分点。四季度毛利率下滑的原因可能是因为该季度冰箱和洗衣机价格下滑明显（15% 左右），空调价格较为坚挺，也有一定折扣，这部分产品的成本较高，所用的原材料在高位买入。
- ❖ 营业费用和管理费用四季度同比增长 44.28% 和 68.62%，致使全年营业费用率和管理费用率分别比上年提高 0.37 和 0.66 个百分点，合计影响净利润率约 1 个百分点。营业费用的提高可能和公司加大变频空调推广投入及推广美的品牌冰箱和洗衣机有关，管理费用率的提高则来自于公司持续进行并购活动，带来管理难度和管理成本的上升。
- ❖ 财务费用增加近一倍，主要来自于全年短期借款的大幅增加（从年初的 11.7 亿元增加一倍多到 23.6 亿元），利息支出从 1 亿元左右猛增到近 3 亿元，财务费用的增加大部分来源于此。公司短期借款的大幅增加，在一定程度上反映出公司在大规模投资时遭遇金融危机，财务上出现一定压力。
- ❖ 公允价值变动减少利润约 7000 万元，其中包括远期外汇市场和铜套保的亏损。2007 年三季度完成转让易方达基金股权，四季度投资收益很少（415 万元），不影响 2008 年投资收益的同比增速。但该事项使 07 年全年投资收益高达 1.8 亿元，到 08 年只有 0.39 亿元，影响利润达到 1.4 亿元（约相当于 07 年利润总额的 8%）。
- ❖ 影响 08 年业绩的非经常性因素充分暴露后，2009 年公司将轻装上阵，有望获得较快的增长。我们维持美的电器 09 和 10 年的每股收益分别为 0.78 和 0.96 元的盈利预测，对应目前股价的估值水平分别为 13.24 和 10.76 倍。调高公司投资评级为“买入”，6 个月目标价为 14.04 元，相当于 09 年每股收益 18 倍的估值水平。



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

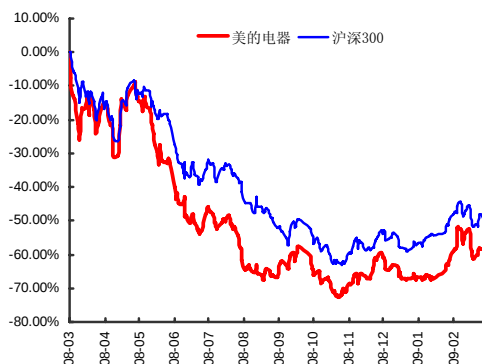
8621-63325888*6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（调高）

股价（2009 年 3 月 30 日）	10.33 元
6 个月目标价	14.04 元
总股本/A 股（万股）	189107/189107
A 股市值（百万元）	19818
国家/地区	中国
行业	家电
报告日期	2009 年 3 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.85	6.18	-58.49
相对表现 (%)	6.20	-2.05	-8.17

资料来源：WIND

财务预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	33297	45313	47539	58183
同比(%)	57%	36%	5%	22%
净利润	1193	1034	1479	1811
同比(%)	123%	-13%	43%	22%
毛利率(%)	18.6%	19.2%	19.3%	19.3%
ROE(%)	26.6%	20.7%	24.2%	24.6%
每股收益	0.95	0.55	0.78	0.96

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

美的电器三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	12465	13786	14312	15012	营业收入	33297	45313	47539	58183
现金	1845	2285	3235	3328	营业成本	27096	36632	38387	46983
应收账款	1486	2936	2090	2556	营业税金及附加	26	41	43	52
其它应收款	164	240	246	313	营业费用	3266	4613	4992	6109
预付账款	759	745	795	1832	管理费用	1049	1726	1664	2036
存货	6810	5138	6408	11320	财务费用	253	481	246	294
非流动资产	4861	9597	10856	11464	资产减值损失	24	109	32	39
长期投资	16	247	253	269	公允价值变动收	53	-22	26	43
固定资产	3226	5024	5313	5608	投资净收益	180	39	46	38
无形资产	673	1195	1199	1232	营业利润	1816	1728	2246	2750
其他	946	3131	4091	4355	营业外收入	104	120	126	154
资产总计	17326	23384	25168	26476	营业外支出	50	91	96	117
流动负债	11666	16015	17390	18837	利润总额	1870	1756	2275	2787
短期借款	802	2360	1835	1754	所得税	195	204	341	418
应付账款	5233	6068	8003	9456	净利润	1674	1552	1934	2369
其他	5631	7587	7552	7627	少数股东损益	481	518	455	557
负债合计	11669	16091	17590	18837	归属母公司净利	1193	1034	1479	1811
少数股东权益	1177	2526	2610	2708	EBITDA	2567	2700	3119	3844
股本	1261	1891	1891	1891	EPS (元)	0.95	0.55	0.78	0.96
资本公积	329	302	329	329	主要财务比率				
留存收益	2895	1959	3893	5107	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
归属母公司股东	4480	4911	6110	7366	营业收入	57.3%	36.1%	4.9%	22.4%
负债和股东权益	17326	23384	25168	26476	营业利润	115.4%	-4.8%	29.9%	22.5%
现金流量表	单位:百万元				归属于母公司净	122.6%	-13.4%	43.1%	22.5%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	毛利率	18.6%	19.2%	19.3%	19.3%
经营活动现金流	1634	3753	3948	3988	净利率	3.6%	2.3%	3.1%	3.1%
净利润	1674	1552	1934	2369	ROE	26.6%	20.7%	24.2%	24.6%
折旧摊销	499	490	627	800	资产负债率	67.3%	69.3%	65.0%	65.2%
财务费用	253	481	246	294	净负债比率	6.88%	6.85%	7.04%	7.03%
投资损失	-180	-39	-46	-38	流动比率	1.07	1.10	1.12	1.12
营运资金变动	-754	-113	153	-511	速动比率	0.48	0.53	0.54	0.52
其它	142	1382	1033	1075	总资产周转率	2.24	2.32	2.10	2.21
投资活动现金流	-1045	-3851	-1931	-2247	应收账款周转率	26	25	22	24
资本支出	1186	2027	1775	2065	应付账款周转率	5.62	5.56	4.81	5.38
长期投资	38	35	3	3	每股经营现金流	0.86	1.37	1.56	1.58
筹资活动现金流	-209	-264	-576	-648	每股净资产	2.37	2.64	3.23	3.90
短期借款	265	7162	51	242	P/E	11.07	19.17	13.40	10.94
普通股增加	630	0	0	0	P/B	2.29	3.09	2.52	2.09
现金净增加额	380	164	441	93	EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源：公司公告，东方证券研究所

分析师承诺

廖欣宇：家电行业分析师

张小嘎：家电、传媒行业资深分析师

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

Email：shoulan@orientsec.com.cn