



2009 年 4 月 20 日

家电行业

业绩预览

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

中性

业绩分化明显，关注高弹性的企业 ——白电行业 1 季度盈利预览

第 1 季度业绩预测：

白电公司 1 季度业绩可能出现较大分化：

- 1、格力电器有望实现净利润 5 亿（YoY15%），对应每股收益 1.4 元，占我们对其全年预测的 24%；
- 2、美的电器原有业务有望实现净利润近 2 亿，加上今年 1 季度并表小天鹅（去年小天鹅从 2 季度开始并表），有望实现净利润 2 亿（YoY-26%），对应每股收益 0.11 元，占我们对其全年预测的 16%；
- 3、青岛海尔有望实现净利润 1.2 亿（YoY-30%），对应每股收益 0.9 元，占我们对其全年预测的 14%。

要点关注：

1 季度，空调行业内外销量均出现 10%以上的同比下滑，冰箱、洗衣机内销受益于家电下乡有望持平或略有增长，但出口下滑幅度仍然较大。在这一行业背景下，**造成上述企业业绩分化的原因很多**，部分是产品结构和营销策略造成的、2Q-3Q 有望缩小，部分是产品开发和竞争力以及渠道差异造成的、这些在此后季度中继续扩大，此外各公司费用计提还取决于其对未来需求的信心和对资本市场的述求：

- 1、产品结构差异造成的营业收入增长差异有望在未来几个季度有所缩小，关注高弹性的空调企业和受益于出口美国回暖的企业。（1）产品种类：1 季度，空调内外销量同比下滑幅度较大，冰洗内销稍有支撑，因此格力、美的即使获得内销市场份额的提升，营业收入表现仍然较弱，我们前期报告已经指出，空调是对房地产和宏观经济弹性最大的白电产品，如果房地产销售持续回暖、09 年不出现凉夏天气，空调需求可能超预期，格力、美的的表现将大幅好于 1 季度。（2）出口比例：美的出口比例最大，且出口美国比例较小（出口美国有所反弹），营业收入表现弱于内销占比较大的企业；格力出口美国比例较大，如果持续回暖，有望受益。
- 2、降价促销，力推变频，美的凭借先发优势，市场份额提升明显；这一趋势有望持续，但将有所放缓。美的降价促销带来的零售市场份额提升明显，当降价促销成为行业普遍现象后，市场份额的提升可能放缓；美的在变频市场的表现可圈可点，这一优势有望在 2Q-3Q 得以持续。
- 3、借新品开发和渠道优势，格力毛利率和市场份额齐升，但未来几个季度毛利率难以持续大幅提升。格力电器自 09 冷年开盘以来，新品开发和推出居行业之首，此外其渠道优势得以继续发挥市场整合作用，1-2 月维持价格稳健消化库存，毛利率提升明显，2 月底开始降价促销，效果明显，零售市场份额也得以提升；但我们认为，未来几个季度大宗商品价格有所回升、降价促销持续的情况下，毛利率的提升幅度将逐步回落。
- 4、美的和海尔费用计提大于格力，体现了企业为 09 年行业需求较为谨慎。此外，美的电器短期内缺乏业绩释放动力，但如果公开增发得以顺利进行，下半年业绩同比表现有望回弹。

基于上述原因，如果 1 季报符合预期，我们将维持或小幅上调格力电器全年盈利预测，维持对美的电器的全年预测不变，下调青岛海尔全年盈利预测 15%以上。

估值与建议：

维持前期观点，建议投资者关注对房地产销售和宏观经济回暖弹性较高的子行业和企业，此外出口美国的反弹也值得关注，我们首选格力电器，其次提醒投资者关注美的电器。目前格力、美的 09 年市盈率分别为 17x 和 16x，处于其历史合理估值的高端，但与同业可比公司相比尚有一定折价，在大盘估值支撑下可继续持有；但需要提示的是，格力和美的 β 较高，若大盘回调则会对股价形成一定压力。

图表 1: 格力、美的和海尔 09 年 1 季度盈利预测

公司	代码	09一季报发 布日	销售收入(百万元)							净利润(百万元)							
			1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E	1Q09	全年占比	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008E	1Q09	EPS	全年占比
格力电器	000651	2009-4-30	10,792	14,226	10,094	8,386	43,498	9,480	22%	436	568	444	496	1,944	501	0.40	24%
	YoY		53%	9%	8%	-3%	14%	-12%		160%	76%	55%	1%	53%	15%		
美的电器	000527	2009-4-30	12,334	15,146	9,862	7,972	45,313	10,252	23%	277	714	245	-202	1,033	205	0.11	16%
	YoY		74%	26%	6%	19%	26%	-17%		44%	38%	-26%	-219%	-15%	-26%		
青岛海尔	600690	2009-4-29	8,236	10,666	7,062	4,596	30,560	6,589	22%	173	376	202	82	833	121	0.09	14%
	YoY		28%	0%	7%	-20%	4%	-20%		32%	54%	38%	-32%	29%	-30%		

公司	代码	09一季报发布日	2009年1季度业绩评价	营业收入 2009E	净利润 2009E	EPS 2009E	预计1Q后调整
格力电器	000651	2009-4-30	内销市场份额持续提升; 成本下降的情况下, 1-2月价格坚挺导致毛利率大幅提升; 出口表现欠佳	43,196	2,109	1.68	不变或略有上调
YoY				-0.7%	8.5%		
美的电器	000527	2009-4-30	空调内销市场份额持续提升; 降价促销导致毛利率提升幅度有限; 出口表现优于行业平均水平; 冰箱销售良好, 但原有洗衣机业务有所下滑; 并表小天鹅	45,447	1,295	0.68	不变
YoY				0.3%	25.3%		
青岛海尔	600690	2009-4-29	空调降价促销滞后, 内销市场份额下滑较大; 毛利率有望提升, 降但固定成本和费用可能拉低净利率; 冰箱内销有益于家电下乡有望持平; 出口表现等于或略好于行业平均水平	29,348	891	0.67	下调15%以上
YoY				-4.0%	7.0%		

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部测算

注: 美的已公布年报; 格力、海尔 08 年全年业绩为预测数。

图表 2: 可比公司估值表 (加深部分为中金预测, 其余为市场平均预测)

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															
白电															
000527.CH	美的电器	3,109	CNY	11.23	0.63	0.55	0.68	0.80	17.8	20.6	16.4	14.1	20.7%	0.99	
000651.CH	格力电器	5,222	CNY	28.48	1.01	1.55	1.68	1.93	28.1	18.3	16.9	14.7	11.6%	1.59	
600690.CH	青岛海尔	1,987	CNY	10.14	0.48	0.62	0.67	0.74	21.1	16.3	15.2	13.7	9.1%	1.78	
600983.CH	合肥三洋	639	CNY	13.10	0.20	0.35	0.49	0.63	65.5	37.1	26.7	20.8	33.6%	1.10	
000418.CH	小天鹅A	491	CNY	7.86	0.51	n.a	0.32	0.43	15.4	n.a	25.0	18.1	n.a	n.a	
000921.CH	ST科龙	337	CNY	3.74	0.14	n.a	n.a	n.a	26.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
A股平均															
									29.1	23.1	20.0	16.3			
黑电															
000100.CH	TCL集团	1,454	CNY	3.84	0.10	0.21	0.19	0.23	38.4	18.7	20.6	16.6	6.4%	2.94	
600839.CH	四川长虹	1,270	CNY	4.57	0.23	0.13	0.15	0.20	19.6	36.6	29.9	23.1	25.9%	1.41	
000016.CH	深康佳	728	CNY	5.20	0.17	0.24	0.28	0.34	29.9	21.9	18.7	15.1	20.5%	1.07	
600060.CH	海信电器	816	CNY	11.29	0.37	0.46	0.56	0.67	30.3	24.3	20.2	16.8	20.5%	1.19	
A股平均															
									29.5	25.4	22.4	18.3			
H股															
白电															
1169.HK	海尔电器	248	HKD	0.95	0.09	0.13	0.17	0.17	10.4	7.3	5.8	5.6	14.4%	0.51	
0921.HK	海信科龙	337	HKD	0.77	0.24	n.a	n.a	n.a	3.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
H股平均															
									6.8	7.3	5.8	5.6			
黑电															
0751.HK	创维	239	HKD	0.81	0.08	0.14	0.24	0.19	10.1	5.8	3.4	4.3	16.5%	0.35	
1070.HK	TCL多媒体	200	HKD	1.52	-0.51	0.10	0.30	n.a	-3.0	15.2	5.1	n.a	n.a	n.a	
2618.HK	TCL通讯	60	HKD	0.65	0.05	n.a	n.a	n.a	12.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
H股平均															
									6.5	10.5	3.4	4.3			
美国															
WHR.US	Whirlpool	2,794	USD	37.99	8.02	5.66	3.09	4.38	4.7	6.7	12.3	8.7	-12.1%	-0.55	
UTX.US	United Technology	44,589	USD	47.32	4.26	4.89	4.16	4.44	11.1	9.7	11.4	10.7	-4.8%	-2.04	
GE.US	GE	130,950	USD	12.39	2.20	1.91	0.97	0.91	5.6	6.5	12.8	13.6	-31.0%	-0.21	
欧洲															
ELUXB.SS	Electrolux	2,974	SEK	81.25	10.04	3.90	2.98	6.07	8.1	20.8	27.2	13.4	24.8%	0.84	
ARCLK.TI	Arcelik	646	TRY	2.60	0.61	0.39	0.29	0.38	4.3	6.7	8.8	6.9	-1.8%	-3.68	
DLG.IM	De'Longhi	312	EUR	1.60	0.28	0.29	0.16	0.20	5.7	5.4	9.8	7.8	-16.7%	-0.33	
日本															
6502.JP	Toshiba	10,840	JPY	332	36	42	-85	-29	9.3	7.9	-3.9	-11.3	n.a	n.a	
6367.JP	Daikin Industries	7,952	JPY	2690	173	260	84	57	15.6	10.3	32.1	46.9	-53.1%	-0.19	
6752.JP	Panasonic	33,522	JPY	1355	100	123	-182	-64	13.6	11.0	-7.5	-21.2	n.a	n.a	
6758.JP	Sony	26,239	JPY	2590	113	326	-168	-130	22.9	7.9	-15.4	-19.9	n.a	n.a	
6753.JP	Sharp	10,989	JPY	981	94	94	-109	-49	10.5	10.4	-9.0	-19.9	n.a	n.a	
韩国															
066570.KS	LG Electronics	11,465	KRW	105500	5995	6689	3449	8564	17.6	15.8	30.6	12.3	0.1	1.20	
005930.KS	Samsung Electronics	66,068	KRW	597000	44049	35636	14094	36807	13.6	16.8	42.4	16.2	0.0	10.28	
国际平均															
									11.0	10.5	11.7	3.2			

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。