

毕岩
 0755-82943231
 biyan@cmschina.com.cn

2009年5月20日

平板电视和高端品牌将最为受益

“以旧换新”——继“家电下乡”后补贴新政点评

可选消费

家电

推荐（维持）

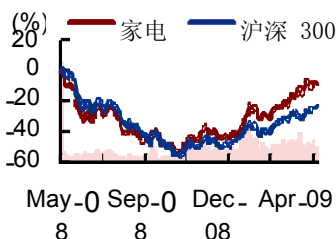
上证指数 2677

行业规模

		占比%
股票家数（只）	29	1.8
总市值（亿元）	1920	1.0
流通市值（亿元）	1360	1.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.4	69.1	-10.9
相对表现	4.3	23.7	16.5



相关报告

19日国务院会议通过在京沪津等九省市开展五类家电“以旧换新”补贴试点，原则上按售价10%向消费者补贴，09年总补贴为20亿。该政策对“家电下乡”形成有效补充，将有效刺激城镇家电的更新。内销比例增大将提升行业的估值水平。

- **“以旧换新”一举多得，衍生效果有可能超过“家电下乡”：**该政策可刺激主流家电消费市场——城镇市场的更新需求，缩短家电产品生命周期，有利于消费升级，提高企业利润水平，加快完成国家节能减排任务；也可防止废旧家电回收不当，翻新产品对农村市场形成冲击等，有助提升品牌企业份额；
- **预计两政策合计带动内销增长10%：**按主流品牌销售均价10%测算，预计单台平均补贴在240-300元左右，若20亿补贴全部落实，可增加销量700-800万台，拉动内销总量增长4%-5%（若考虑刚性的更新需求占用额度，则直接拉动增长幅度将变小），加上家电下乡预期带动内销5%-6%的增长，2009年家电产品内销总量乐观预计实现10%的增长；
- **平板电视和高端品牌将更为受益：**据腾讯网民意调查显示超过64%的人选择马上购买以旧换新产品；产品方面，超过38%的人选择更换电视，位列第一，符合平板电视对CRT电视加速替代的逻辑；另外，本次试点区域经济较为发达，外资品牌或许受益程度更大，国产品牌中定位高端的也将受益；
- **内销比例增大使行业同国内经济周期相关性上升，估值水平有望提升：**该政策将有效改善内销状况，提升内销占比，使行业与国内经济周期相关性提高，未来销售的直接改善将利于估值水平提升。维持对家电行业“推荐”的评级；
- **重点关注公司：**最受益的子产品应为城市更换需求较为迫切的平板彩电，利好的重点上市公司包括海信电器、深康佳、四川长虹、TCL；此外高端品牌较低端品牌受益程度更大，关注青岛海尔、格力电器、合肥三洋等品牌形象较好的企业；从试点区域看，美菱（冰箱）、小天鹅（洗衣机）、康佳（彩电）、科龙（空调）相对自身的受益幅度更大。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
格力电器	30.9	1.54	1.90	2.10	16.2	14.7	4.9	强烈推荐 A
美的电器	13.6	0.55	0.73	0.84	18.7	16.2	5.3	审慎推荐 A
海信电器	12.5	0.46	0.65	0.80	19.2	15.6	2.0	强烈推荐 A
青岛海尔	11.5	0.57	0.70	0.81	16.4	14.2	2.2	强烈推荐 B
深康佳 A	5.2	0.21	0.26	0.30	20.0	17.3	1.6	审慎推荐 B
小天鹅 A	8.6	0.07	0.31	0.40	27.7	21.5	2.8	审慎推荐 A
合肥三洋	13.5	0.35	0.60	0.72	22.6	18.8	7.0	审慎推荐 A
美菱电器	5.6	0.06	0.13	0.16	43.3	35.2	2.1	中性 B
四川长虹	4.8	0.02	0.11	0.19	43.7	25.3	1.0	中性 B
TCL 集团	3.9	0.19	0.15	0.18	25.8	21.5	2.9	审慎推荐 B
ST 科龙	4.5	-0.23	0.24	0.32	18.6	14.0	-	审慎推荐 B

资料来源：招商证券；注：股价为5月20日收盘价，ST科龙业绩预测采用朝阳永续一致预期

【事件】国务院总理温家宝 19 日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。其中涉及家电行业的政策要点包括：

- 首批试点范围：北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙；
- 纳入补贴的品类：电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑；
- 补贴方式及额度：1、对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价的 10% 补贴；2、分品种确定最高补贴额度；3、对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴；4、09 年中央财政拨款 20 亿元用于家电“以旧换新”补贴；

具体的补贴方式、补贴产品目录以及最高补贴额度等细节将于近期公布。据媒体报道，财政部官员介绍补贴的操作方式为居民通过电话和网络通知回收公司上门回收旧家电，回收公司出具凭证，居民购买新家电时以回收凭证获得补贴。

“以旧换新”一举多得，衍生效果有可能超过“家电下乡”

我们认为“以旧换新”政策好处很多，对原有的“家电下乡”政策将形成有益补充：

- 刺激家电主流消费市场——城镇市场的家电消费意愿。城镇市场与农村市场消费比例大致为 8: 2，消费能力远高于农村市场，消费升级的意愿也更强；
- 新政将有效缩短耐用家电产品的生命周期，对比欧美 3-5 年左右的家电使用时间，我国居民使用家电 8-10 年的时间明显偏长，不利于拉动产业增长；
- “以旧换新”可以引导市场消费更节能的家电产品，利于国家完成节能减排计划也利于企业实现更大利润；
- 规范的“以旧换新”操作可以防止废旧家电回收不当，不法商贩翻新家电出售等情况，有利整个家电消费市场的规范性及品牌家电市场份额的提升；

如果厂家、商家能借此契机开展类似的促销活动，相信总体效果会超过补贴额度的限制。苏宁公开表示预计 20 亿补贴额度可拉动相关消费 500 亿。

预计“家电下乡”+“以旧换新”可带动内销增长 10%

我们直接按 10% 的售价补贴比例测算，根据主流品牌家电终端均价情况，预计单台平均补贴在 240-300 元左右，按照财政拨款 20 亿全部落实来测算，可增加大家电类产品销量 700-800 万台，即拉动内销总量增长 4%-5%（若考虑刚性的更新需求占用额度，则直接拉动的增长幅度将变小），加上家电下乡预期带动内销量 5%-6% 左右的增长，2009 年家电产品内销总量乐观预计可实现 10% 的增长。

表 1：按各品类前十品牌销售均价预计单台补贴额（元）

品类	单台补贴额度
彩电	270-350
冰箱	220-280
洗衣机	160-230
空调	280-310

资料来源：招商证券；注：本预测未考虑分品类的补贴限额，以国家最终公布数据为准

平板电视和高端品牌将更为受益

根据腾讯网“9省市家电以旧换新可获10%补贴调查”数据显示(http://vote.qq.com/survey_project_stat/24295_true.shtml),有超过64%的网民选择愿意马上更换新家电,其中电视产品的更换动力最强,这也符合平板电视对CRT电视有较强替代关系的逻辑,因此电视类上市公司**海信电器**、**深康佳**、**四川长虹**、**TCL**可能最为受益。

图1: 腾讯网调查: 如果您所在的城市家电以旧换新可获10%补贴, 您是否会以旧换新?

选项名称	投票数	百分比	趋势
马上去	68966	64.32%	↑
不好说	19220	17.92%	↑
暂时不会	19042	17.76%	↑

备注: 调查问题为投票总数 107228, 采集时间: 5月20日 12:30

图2: 腾讯网调查: 如果您去以旧换新, 您最想换的家电产品是?

选项名称	投票数	百分比	趋势
电视机	41115	38.34%	↑
电脑	30419	28.37%	↑
电冰箱	15343	14.31%	↑
洗衣机	12746	11.89%	↑
空调	7605	7.09%	↑

备注: 投票总数 107228, 采集时间: 5月20日 12:30

从补贴区域看,涉及的9省市均为经济最发达地区,消费者购买力强,消费升级的可能性更大,因此与“家电下乡”惠泽绝大部分品牌企业不同,我们认为“以旧换新”将对定位在中高端的品牌利好更大,对生产平板电视、多/对开门冰箱、滚筒洗衣机和变频空调的企业利好更大。上市公司中**青岛海尔**、**格力电器**、**合肥三洋**等品牌形象较好的企业受益更大;

另外我们分产品考察了各个品牌在以上9省市的市场份额情况,与各品牌自身相比,表现好于全国平均较多的上市公司包括**美菱电器**(冰箱)、**小天鹅**(洗衣机)、**康佳**(彩电)、**科龙**(空调),因此我们认为本次试点中,这些公司相对自身的受益幅度可能更大。

表 2: 各产品前十名品牌试点省份市场份额好于全国平均的数量 (单位: 个)

空调	省份数	洗衣机	省份数	冰箱	省份数	彩电
惠而浦	7	西门子	5	西门子	7	夏普
科龙	4	三星	5	松下	7	索尼
TCL	4	博世	5	三星	5	三星
海尔	3	松下	4	美菱	4	康佳
长虹	3	小天鹅	4	LG	4	海信
春兰	3	三洋	4	海信	3	海尔
格力	2	惠而浦	3	海尔	2	LG
美的	2	海尔	2	新飞	2	创维
海信	2	荣事达	2	容声	2	TCL
华凌	1	LG	1	美的	2	长虹

资料来源: 招商证券; 注: 福州、长沙按照福建和湖南省份数据计算

投资建议: 内销份额提升将有利于行业估值水平的提升

作为先导性消费品, 地产、汽车的数据先行回暖, 而家电行业因出口占比过大及内销结构中城市更新需求较多且释放缓慢, 导致数据回暖力度弱于地产、汽车。我们认为此次针对更新需求的补贴政策, 将会较为有效的改善内销的情况, 提升内销比例, 使家电行业与国内经济周期的相关性提高, 未来销售数据的直接改善将有利于估值水平的提高。维持对家电行业“推荐”的评级。

表 3: 估值对比表

公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
格力电器	1.54	1.90	2.10	55%	23%	11%	20	16	15	4.9	30	386
美的电器	0.55	0.73	0.84	-15%	33%	15%	25	19	16	5.3	21	258
海信电器	0.46	0.65	0.80	11%	41%	23%	27	19	16	2.0	8	62
青岛海尔	0.57	0.70	0.81	19%	23%	16%	20	16	14	2.2	12	154
深康佳 A	0.21	0.26	0.30	21%	24%	15%	25	20	17	1.6	7	62
小天鹅 A	0.07	0.31	0.40	-88%	343%	29%	123	28	21	2.8	3	47
合肥三洋	0.35	0.60	0.72	69%	71%	20%	39	23	19	7.0	19	45
美菱电器	0.06	0.13	0.16	45%	117%	23%	94	43	35	2.1	3	23
四川长虹	0.02	0.11	0.19	-92%	450%	73%	241	44	25	1.0	0	91
TCL 集团	0.19	0.15	0.18	27%	-21%	20%	20	26	22	2.9	13	96
ST 科龙	-0.23	0.24	0.32	-191%	-	33%	-19	19	14	-4.5	-191	44
平均	0.36	0.51	0.60		40.4%	17.3%	56	25	19	2.5	12	115

资料来源: 招商证券; 注: ST 科龙业绩采用朝阳永续一致预期

附：国务院办公厅新闻稿件

国务院总理温家宝 19 日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。

会议指出，今年以来，国家结合重点产业调整和振兴规划实施，加大老旧汽车报废更新力度，出台鼓励“汽车摩托车下乡”、“家电下乡”等政策，有力地促进了农村消费，对拉动内需，稳定和扩大就业，保持经济平稳较快发展发挥了重要作用。为进一步促进扩大内需，根据我国家电、汽车产业发展和消费市场实际，有必要实施鼓励汽车、家电“以旧换新”的政策措施。这不仅有利于扩大消费需求，也有利于提高能源资源利用效率，减少环境污染，促进节能减排和循环经济发展。

会议决定，采用财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”。（一）在现有老旧汽车报废更新补贴政策基础上，扩大补贴范围，加大补贴力度。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车，适度提前报废并换购新车的，或者对提前报废污染物排放达不到国Ⅰ标准的汽油车和达不到国Ⅲ标准的柴油车，并换购新车的，按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。（二）在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙，开展电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类家电产品“以旧换新”试点。对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的 10% 给予补贴，分品种确定最高补贴额度；对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴。（三）今年中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元，同时安排 20 亿元资金用于家电“以旧换新”补贴。会议要求各有关省市和部门加强领导，制定明确的实施细则，认真做好组织实施工作。要加强监督管理，提高回收处理能力。要确保财政资金使用安全有效，方便广大消费者，同时充分发挥群众和新闻媒体的监督作用。

分析师简介

毕岩：清华大学经济学学士（金融专业），香港中文大学 MBA 在读。具有证券投资咨询执业资格，五年证券从业经验，两年家电行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。