



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010 年 1 月 19 日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

12 月环比增长，全年效果显著

2009 年家电下乡数据点评

数据点评：

- 1、根据家电下乡信息系统发布的最新数据，12 月家电下乡各类产品销量和销售额环比增长，可能与年底集中录入信息有关，但我们认为还是能够反映农村消费增长的可持续性；
- 2、彩电消费出现井喷。下半年是彩电的销售旺季，12 月环比 11 月销量增长 81%，销售金额增长 90%。分季度看，4Q 环比 3Q 销量增长 121%，销售金额增长 181%。销售均价持续提高，主要由 CRT 向 LCD 产品结构升级拉动。
- 3、2009 年全年家电下乡效果显著，共销售产品 3768 万台，实现销售金额 693 亿元。冰箱最受益，其次是彩电，对洗衣机和空调的拉动有限。

投资建议：

家电下乡补贴政策对家电消费的拉动是循序渐进、可持续的。2010 年冰箱农村市场仍能持续较好增长；LCD 彩电最受益于限价提高，产品结构持续提升；洗衣机增长仍有一定支持；空调拉动相对较小，气温因素影响较大，但节能空调销售占比将继续增大。股票选择维持前期观点：

- 1) 彩电板块，面板价格上涨是介入的良好机会，待市场消化负面消息后股价有望再次启动，维持对 A 股海信电器 (600060.CH)、港股 TCL 多媒体 (1070.HK) 和创维数码 (751.HK) “推荐”评级；
- 2) 冰箱为主的企业中，青岛海尔仍有中长期增长空间；
- 3) 空调受益虽小，但短期看好格力电器 (000651.CH)，估值最低 (2010 年市盈率 16x)、年报业绩有望超预期。

风险：

住宅商品房销量回落。

LCD 面板价格大幅上涨。

近期主要研究报告

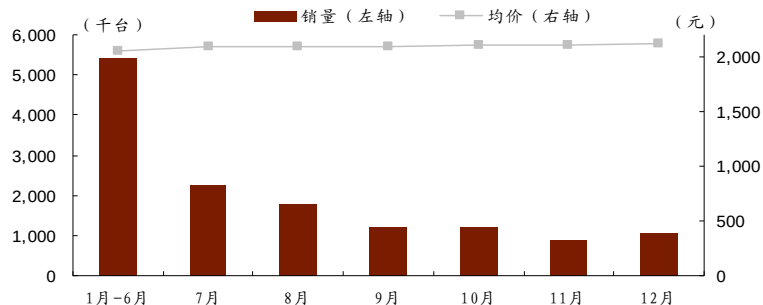
- 01/11/2010 2009 年 11 月家电数据点评：营业收入加速增长，利润率维持高位
30/12/2009 青岛海尔(600690.CH)：进一步明确资产整合方向，利润增长仍有空间
17/12/2009 2010 年彩电行业投资策略：长期趋势向上，还有超群表现
17/12/2009 海信电器(600060.CH)：技术先发，领军平板
17/12/2009 创维数码(751.HK)：中国液晶电视市场中的领跑者
17/12/2009 TCL 多媒体(1070.HK)：低谷崛起

12 月各类产品环比增长，彩电出现井喷

冰箱作为最受益于家电下乡拉动的家电品类，8 月之后进入淡季。

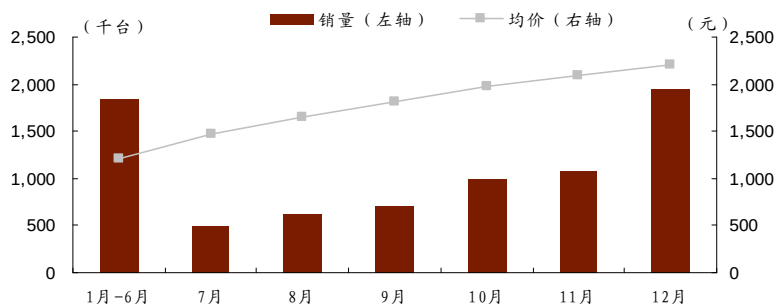
冰箱销售均价 2051 元，价格稳定。

图表 1：冰箱月度销量和均价变化



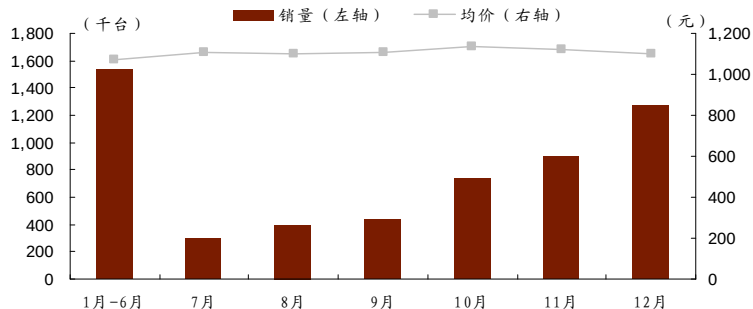
资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

图表 2：彩电月度销量和均价变化



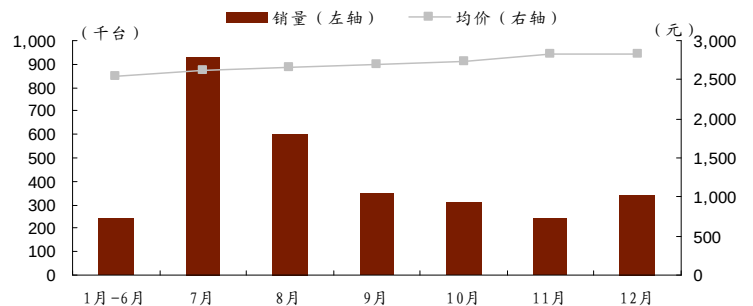
资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

图表 3：洗衣机月度销量和均价变化



资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

图表 4：空调月度销量和均价变化



资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

彩电下半年进入销售旺季，12 月消费突增，环比 11 月销量增长 81%，销售金额增长 90%。分季度看，4Q 环比 3Q 销量增长 121%，销售金额增长 181%。

彩电销售均价 1685 元，每月增幅显著，主要由 CRT 向 LCD 产品结构升级拉动。

洗衣机下半年进入销售旺季，12 月销售增幅显著。

洗衣机销售均价 1102 元，价格平稳。

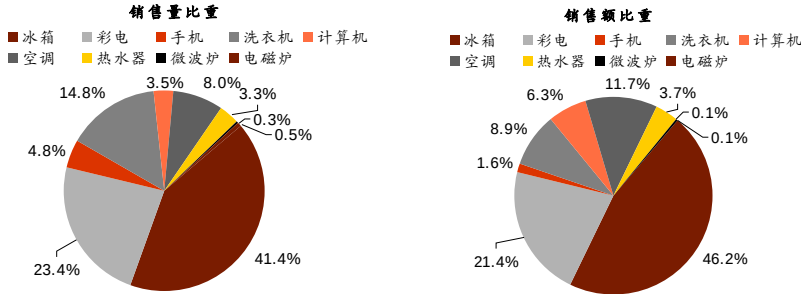
空调内销季节性最为明显，气温偏高拉动明显，8 月后进入淡季，农村消费受房地产正面拉动较小，因此淡季仍然明显。

空调销售均价 2685 元，均价逐月小幅增加，体现了产品结构的变化、节能产品销售比例的增加。

2009 年全年家电下乡效果显著

2009 年全年，家电下乡共销售产品 3768 万台，实现销售金额 693 亿元。家电下乡对冰箱的拉动最大，其次是彩电，对洗衣机和空调的拉动有限。

图表 5：家电下乡销量和销售金额结构



资料来源：家电下乡信息系统，产业在线，中金公司研究部

冰箱家电下乡的量占全年内销量的 46%，与 2007-2008 我们测算的比例 25%相比，农村增量十分显著。

图表 6：各产品销量占内销总量比例

总计金额（亿元）	2009年	
	分类销量（万台）	占内销量比例
冰箱	1560.8	46%
洗衣机	558.5	16%
空调	301.2	11%
彩电	880.4	23%

资料来源：家电下乡信息系统，产业在线，中金公司研究部

内销比例较高、三四级市场渠道深入的公司受益于家电下乡的拉动较大：

- 1) 冰箱行业：企业受益较大，其中美菱接近 70%的销售来自于家电下乡。
- 2) 彩电行业：随着限价提高，2010 年受益幅度有望增大。
- 3) 洗衣机行业：家电下乡销售占比在 15%左右。
- 4) 空调行业：对营业收入拉动较小。

图表 7：重点企业销售金额和占全年营业收入比例

		2009年	
		家电下乡销售金额 (百万元)	占营业收入比例
冰箱为主	海尔	11,483	35%
	美菱	3,246	66%
彩电为主	海信	3,798	20%
	长虹	3,783	13%
	创维	2,932	16%
	TCL多媒体	2,036	7%
	康佳	1,981	15%
空调为主	格力	3,593	9%
	美的	2,603	5%
	志高	17	0%
洗衣机为主	合肥三洋	359	18%
	小天鹅	812	13%

资料来源：家电下乡信息系统，万德，中金公司研究部测算

2010年农村家电消费持续增长

图表 8：家电下乡提高价格上限和最高补贴金额

家电下乡价格上限大幅提高，虽然补贴上限没有改变，但能够增加农民购买家电的可选种类，对产品结构的提升有一定帮助。

家电下乡产品	调整前			调整后		
	最高限价	补贴幅度	最高补贴	最高限价	补贴幅度	最高补贴
彩电	3,500	13%	455	7,000	13%	455
冰箱	2,500	13%	325	4,000	13%	325
手机	1,000	13%	130	2,000	13%	130
洗衣机	2,000	13%	260	3,500	13%	260
壁挂式空调	2,500	13%	325	3,500	13%	325
落地式空调	4,000	13%	520	6,000	13%	520
电脑	3,500	13%	455	5,000	13%	455
电磁炉	600	13%	78	1,000	13%	78
微波炉	1,000	13%	130	1,500	13%	130
太阳能热水器	4,000	13%	520	5,000	13%	520
储水式电热水器	1,500	13%	195	2,500	13%	195
燃气热水器	2,500	13%	325	3,500	13%	325

资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

第二年家电下乡的省市四川和山东仍有较大幅度增长，我们考察的三四级经销商 2009 年同店增长仍在 50%以上。我们认为主要原因在于：

1) 家电下乡补贴流程简化、补贴宣传到位、产品种类丰富和消费者接受是一个逐步的过程，不是单次爆发。

2) 白电农村保有量提升仍有较大空间，而彩电处于更新换代高峰。

图表 9：第二年家电下乡仍有显著增长

		家电下乡销量（万台）		
		2008试点 2007年12月-2008年9月	2009 2009年2-8月	YoY
四川省	冰箱	50	111	124%
	彩电	29	50	71%
		2007年12月-2008年8月	2009年2-8月	YoY
山东省	冰箱	44	101	129%
	彩电	22	43	95%

资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

图表 10：家电销售政策一览表

家电下乡		以旧换新补贴	空调节能补贴
试点范围	全国	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙9省市	全国
补贴产品	各类家电；主要为中低端产品	电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑5类家电	一、二级定速空调，属于中高端产品
补贴幅度	售价的13%	不超过售价10%，分品种确定补贴最高上限；回收运输实行定额补贴	定额补贴，相当于终端售价10%-15%
补贴方式	补贴消费者	补贴消费者	补贴生产企业，生产企业按补贴降价销售
实施时间	2009.2-2013.2，提高价格上限	2009.6-2010.5，此后扩大试点范围	2009.6-节能产品销售达到一定比例

资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 11: 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				09年底-11年底 净利润CAGR	PEG
					2008A	2009E	2010E	2007A	2008A	2009E	2010E		
A股													
白电													
000527.CH	美的电器	6,374	CNY	20.93	0.50	0.86	1.00	35.9	42.1	24.3	21.0	16.4%	1.5
000651.CH	格力电器	7,120	CNY	25.89	1.05	1.40	1.68	38.3	24.7	18.5	15.4	14.7%	1.3
600690.CH	青岛海尔	4,329	CNY	22.09	0.57	0.84	1.12	45.9	38.5	26.3	19.7	27.2%	1.0
600983.CH	合肥三洋	1,233	CNY	25.30	0.35	0.64	0.85	126.5	72.3	39.8	29.9	33.9%	1.2
000418.CH	小天鹅A	970	CNY	14.86	0.07	0.33	0.51	24.4	212.3	45.2	29.1	35.2%	1.3
000521.CH	美菱电器	655	CNY	12.70	0.06	0.27	0.44	317.5	211.7	46.5	28.7	68.3%	0.7
600336.CH	澳柯玛	399	CNY	7.99	0.04	n.a.	n.a.	-4.9	199.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
000921.CH	ST科龙	870	CNY	8.50	-0.23	0.22	0.28	35.4	-37.0	38.6	30.9	0.17	2.3
A股平均													
黑电													
000100.CH	TCL集团	2,593	CNY	6.03	0.17	0.09	0.14	44.7	35.3	67.0	43.3	40.8%	1.6
600839.CH	四川长虹	2,031	CNY	7.31	0.02	0.07	0.11	37.5	445.9	107.5	67.5	46.7%	2.3
000016.CH	深康佳	1,122	CNY	7.87	0.21	0.15	0.26	45.8	37.8	50.9	30.1	42.0%	1.2
600060.CH	海信电器	2,274	CNY	26.89	0.39	0.80	1.05	76.4	69.0	33.4	25.7	26.5%	1.3
A股平均													
小家电													
002242.CH	九阳股份	2,187	CNY	29.45	1.18	1.35	1.64	41.5	25.0	21.8	18.0	18.0%	1.2
002032.CH	苏泊尔	1,385	CNY	21.30	0.53	0.70	0.89	53.5	40.0	30.6	23.9	25.2%	1.2
002035.CH	华帝股份	237	CNY	9.44	-0.06	0.18	0.43	104.9	-157.3	53.9	22.0	n.a.	n.a.
000533.CH	万家乐	981	CNY	11.64	0.11	0.19	0.27	52.9	105.8	61.3	43.1	35.7%	1.7
A股平均													
H股													
白电													
1169.HK	海尔电器	1,189	HKD	4.55	0.07	0.20	0.30	50.6	61.2	22.9	15.3	n.a.	n.a.
0921.HK	海信科龙	871	HKD	3.50	-0.23	0.22	0.28	14.6	-15.2	15.9	12.7	n.a.	n.a.
0449.HK	志高控股	348	HKD	5.28	0.22	0.52	0.59	6.2	24.4	10.1	9.0	0.11	0.9
H股平均													
黑电													
0751.HK	创维	2,462	HKD	7.65	0.19	0.47	0.61	39.9	39.7	16.3	12.5	25.7%	0.6
1070.HK	TCL多媒体	1,070	HKD	8.20	-0.36	0.36	0.62	-16.0	-22.7	23.0	13.3	58.0%	0.4
2618.HK	TCL通讯	339	HKD	2.45	0.04	n.a.	n.a.	49.0	61.25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
H股平均													
美国													
WHR.US	Whirlpool	6,113	USD	82.30	5.57	4.38	6.04	10.1	14.8	18.8	13.6	19.2%	1.0
UTX.US	United Technology	67,493	USD	71.99	5.00	4.14	4.62	16.4	14.4	17.4	15.6	9.3%	1.9
GE.US	GE	175,045	USD	16.44	1.72	1.00	0.96	7.5	9.6	16.4	17.2	11.1%	1.5
欧洲													
ELUXB.SS	Electrolux	7,860	SEK	182.20	1.29	11.46	13.67	17.5	141.2	15.9	13.3	36.7%	0.4
ARCLK.TI	Arcelik	2,711	TRY	6.05	0.07	0.71	0.52	20.9	86.4	8.6	11.7	8.0%	1.1
DLG.IM	De'Longhi	690	EUR	3.20	0.27	0.23	0.30	16.0	11.8	13.7	10.6	21.7%	0.6
SK.FP	SEB	3,180	EUR	44.13	3.20	2.90	3.34	44.6	13.8	15.2	13.2	12.4%	1.2
PHIA.NA	Philips	30,007	EUR	21.41	-0.09	0.65	1.08	4.8	-237.9	33.2	19.8	75.6%	0.4
日本													
6502.JP	Toshiba	24,758	JPY	536	39	-3	26	12.5	13.6	-153.5	21.0	n.a.	n.a.
6367.JP	Daikin Industries	11,246	JPY	3520	264	46	125	20.3	13.4	76.2	28.3	113.0%	0.7
6752.JP	Panasonic	41,017	JPY	1534	133	-53	55	15.4	11.5	-28.8	27.9	n.a.	n.a.
6758.JP	Sony	33,834	JPY	3090	368	-68	91	24.5	8.4	-45.6	33.9	n.a.	n.a.
6753.JP	Sharp	14,528	JPY	1200	93	8	49	12.9	12.9	158.6	24.6	n.a.	n.a.
韩国													
066570.KS	LG Electronics	13,947	KRW	112500	2992	13796	15907	14.8	37.6	8.2	7.1	0.2	0.5
国际平均													

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。