



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

观点聚焦

2010 年 1 月 20 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

强劲需求符合预期，厂商对面板担忧不大

彩电公司联合调研小结

投资提示：

上周我们成功组织了为期 4 天的彩电公司联合调研，拜访了四川长虹、TCL 和创维总部，并走访康佳和创维销售分公司和门店。4Q09 和年初至今的强劲需求符合我们的预期，彩电厂商对面板供应和价格的判断好于市场预期。通过这次调研，我们认为即便面板价格在春节前还可能小幅上升、房地产销售存在不确定性，但在确定性较强的替代需求拉动下，我们对各彩电公司的盈利预测是足够安全的。重申对 A 股海信电器、港股 TCL 多媒体和创维数码的推荐评级；深康佳营业收入增长健康，盈利恢复性增长和土地开发贡献利润可期，维持审慎推荐。

理由：

本次调研印证了我们前期对行业需求高速增长的预测：

- 1、各厂商 4Q09 和年初至今的彩电销售持续高速增长。其中长虹 4Q09 彩电收入同比增速高达 50%，高于 3Q09 同比增速约 30% 的水平；创维销售分公司管辖区域销售量增长 30-40%，销售额增长超过 100%；康佳销售分公司管辖区域 1 月前 10 日销售额相当于 09 年 1 月份总销售额。
- 2、对 2010 年的预测，厂商普遍观点为 LCD 销售总量 3500-4000 万台（即 YoY40-60%），悲观预测也有 30%。我们的基准预测是 3800 万台（YoY51%）。内在的驱动因素是 4 亿台的存量 CRT 替代，外部利好因素包括家电下乡限价提高、以旧换新补贴的拉动。
- 3、年初至今销售均价同比增速较高，一方面价格相对理性，同尺寸面板和 LCD 彩电单品的降价幅度有限，另一方面产品结构的提升拉动巨大（产品结构提升包括 CRT 升级到 LCD、小尺寸到大尺寸 LCD、以及从 CCFL 背光 LCD 到 LED 背光 LCD 的升级）。

彩电厂商对面板供应和价格的判断好于市场预期：

- 1、近期面板缺货现象不明显，远好于去年同期；
- 2、各彩电厂商均认为 2010 年全年电视面板供需较为均衡，判断面板价格波动幅度不会太大。
- 3、个别厂商认为春节旺季后，随着中国需求进入淡季，面板价格存在回调可能。

估值：

A 股首推海信电器 2010 年市盈率为 26x，H 股首推创维和 TCL 多媒体为 13x。深康佳 2010 年市盈率为 31x。

风险：

住宅商品房销量回落。
LCD 面板价格大幅上涨。

近来主要研究报告

- 01/19/2010 2009 年家电下乡数据点评：12 月环比增长，全年效果显著
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
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

目录

销售持续高速增长，印证行业向好趋势	3
近期销售持续高速增长.....	3
销售均价上涨超出预期，与产品结构提升有关	3
彩电厂商对面板供应和价格担忧不大.....	5
2010 年全球面板供需分析和价格判断	5
完善的供应链管理体系是竞争力的体现之一，创维仍有利润率提升空间	6
利润率的提升还看渠道和消费下沉	7
恶性价格战？行业的公敌，各企业认为可能性较小	7
渠道和消费下沉有望带来销售费用率下降和利润率的提升	7

图表目录

图表 1：家电下乡 12 月彩电销售井喷	3
图表 2：32 寸 LCD 彩电零售价格变化	4
图表 3：一二级市场彩电零售均价变化	4
图表 4：彩电内销产品结构变化	4
图表 5：LCD 面板价格变化	5
图表 6：创维供应链管理策略	6
图表 7：各彩电企业面板采购策略	6
图表 8：主要彩电品牌 32 寸彩电价格差异	7
图表 9：可比公司估值	8

销售持续高速增长，印证行业向好趋势

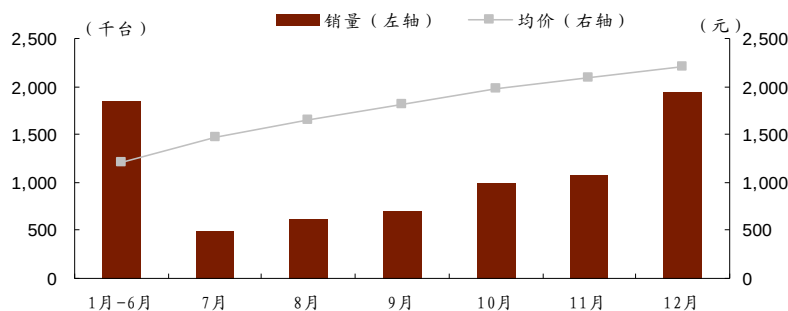
除了和公司总部沟通销售概况外，我们调研了创维和康佳的销售分公司，了解到一手销售增长、价格策略和竞争情况。调研所得印证了我们对彩电行业增长持续向好趋势的判断，我们维持对 2010 年全年 3800 万台 (YoY51%) 的基准预测，并存在超过基准预测的可能性。

近期销售持续高速增长

各企业 4Q09 和年初至今的彩电销售持续高速增长。其中长虹 4Q09 彩电收入同比增速高达 50%，高于 3Q0930%左右的水平；创维销售分公司管辖区域销售量增长 30-40%，销售额增长超过 100%；康佳销售分公司管辖区域 1 月前 10 日销售额相当于 09 年 1 月份总销售额。

2010 年 LCD 彩电销量仍能大幅增长，普遍观点为 LCD 销售总量 3500-4000 万台 (即 YoY40-60%)，悲观预测也有 30%。我们的基准预测是 3800 万台 (YoY51%)。内在的驱动因素是 4 亿台的存量 CRT 替代，外部利好因素包括家电下乡限价的提高、以旧换新补贴的拉动。长虹认为从 2009 年家电下乡和目前以旧换新的效果来看，不应低估 2010 年以旧换新的拉动作用。

图表 1: 家电下乡 12 月彩电销售井喷



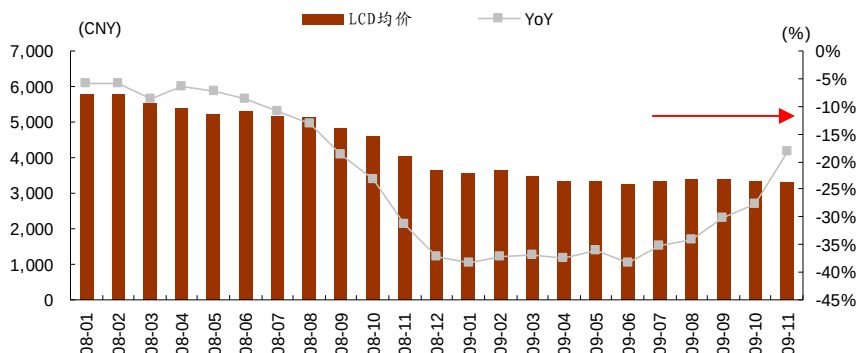
资料来源：家电下乡信息系统，中金公司研究部

销售均价上涨超出预期，与产品结构提升有关

创维销售分公司管辖区域年初至今彩电总销售量同比增长 30-40%的情况下，销售收入增长超过 100%，意味着销售均价上涨超过 60%。其他公司也有类似情况。

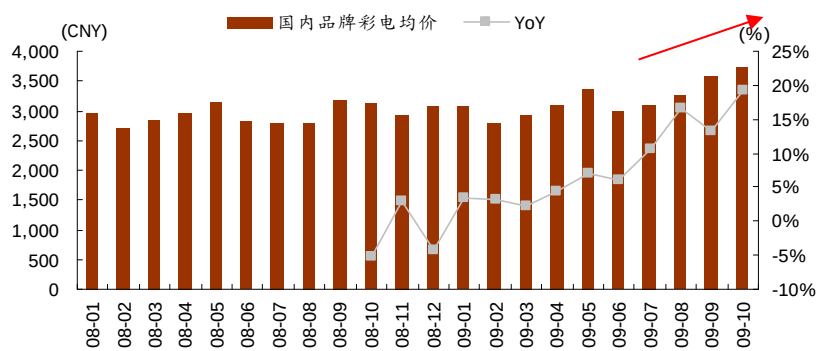
年初至今销售均价同比增速较高，一方面面板和 LCD 彩电单品的降价幅度有限，另一方面产品结构的提升拉动巨大 (产品结构提升包括 CRT 升级到 LCD、小尺寸到大尺寸 LCD、以及从 CCFL 背光 LCD 到 LED 背光 LCD 的升级)。我们观测到 2009 年 1 月至今 32 寸彩电的销售均价基本稳定，但随着彩电销售结构的变化，由于 LCD 的均价是 CRT 的 4 倍，而大屏 LCD 的价格高于小屏，LED 背光 LCD 价格比 CCFL 背光 LCD 售价高 40-60%，彩电销售均价大幅提升。

图表 2：32 寸 LCD 彩电零售价格变化



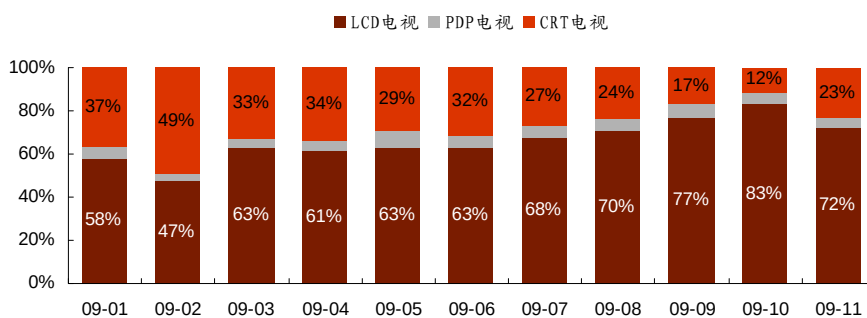
资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 3：一二级市场彩电零售均价变化



资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 4：彩电内销产品结构变化



资料来源：产业在线，中金公司研究部

彩电厂商对面板供应和价格担忧不大

本次调研邀请了各公司的供应链管理和面板采购负责人，了解到 LCD 面板采购现状、全年供应和价格判断、采购策略等。近期面板缺货现象不明显，远好于去年同期；各彩电企业判断 2010 年全年面板供需较为均衡，面板价格波动幅度不会太大，春节旺季后可能回调。

虽然行业变化迅速，不排除波动超出预测的可能性，但各公司负责人紧密的上游跟踪和完善的供应链管理体系减轻了投资者对 LCD 面板供应的担忧。

2010 年全球面板供需分析和价格判断

2010 年全球 LCD 电视面板需求约 1.7 亿片，供应超过 2 亿片。但由于 2 亿片是按年底产能计算，而产能是逐步释放的，因此全年有效供给 1.7-1.8 亿片，供应基本平稳。由于欧美市场已经成熟、而中国市场在 CRT 供应链不完整、家电下乡等政策刺激、CRT 存量 4 亿台的情况下是全球 LCD 彩电增长的亮点，因此各面板厂商重视对中国的供应，2010 年计划 20-25% 面板投放到中国，约 5000 万片。

企业判断上半年面板价格会有波动，但幅度不会太大；下半年随着 LG、奇美和 IPS-a 的产能逐步释放，LCD 面板供应会增加。1 月彩电用 LCD 面板涨价的原因包括：

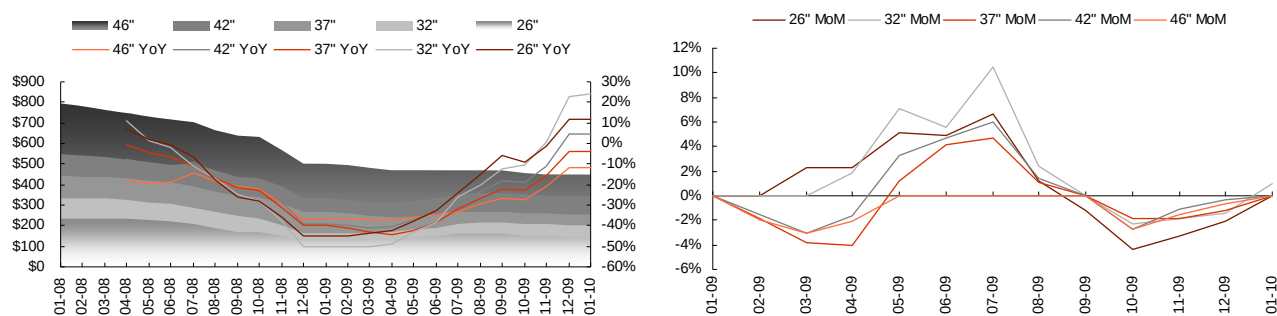
- 1) 2009 年 11 月显示器订单回升，显示器 LCD 面板的价格已经上涨。
- 2) Sharp 和三星专利案，三星败诉，使得三星 10 月份囤面板以供应北美需求，提前收购了很多友达、奇美的面板，导致面板供应紧张。
- 3) 奇美和群创的合并处于整合过程中，影响了生产和供货总量。

其中，32 寸面板的价格上涨主要受中国家电下乡和农村需求拉动，预计春节旺季后，随着中国的彩电需求进入淡季，面板价格可能回调。

此外，本次调研也谈及面板行业上游行业。面板前面供应商集中度更高，玻璃基板行业康宁占 50% 多市场份额，其他两家日本企业各占 20% 多的份额，彩虹投资的生产线还没量产；液晶材料日本、德国各一家，集中度也很高。面板的产能和价格取决于上游，无法转嫁成本到上游。因此，产业链问题突破点之一是玻璃基板的国产化，彩虹股份、成都和郑州等地企业打破玻璃基板的供应垄断。

创维认为奇美和群创的合并不影响面板行业的总供应量，从而对供求关系影响不大。新奇美提供面板给群创做代工，群创代工的外部采购面板量会减少，总体的面板供给不变。

图表 5: LCD 面板价格变化



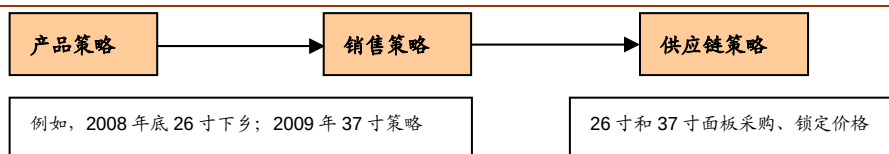
资料来源: DisplaySearch, 中金公司研究部

完善的供应链管理体系是竞争力的体现之一，创维仍有利润率提升空间

供应链管理是系统工作，涉及公司产品设计、销售策略、库存、结算和回款等各个环节。完善的供应链管理体系也是彩电行业在 LCD 时代的竞争力体现。例如，创维认为屏采购是关键资源，从产品策略到销售策略产生供应链策略。

对于市场诟病的创维由于 2009 年囤面板带来超额利润，公司指出 2009 年毛利率和净利率的大幅提升主要是销售策略和产品，不是靠炒面板来赚来的，采购面板对净利率的贡献小于 0.5%。例如，09 年上半年创维抓住 CRT 向 LCD 替代加速的行业机会，08 年 10 月开始搞液晶下乡计划，与上游合作策划，得到毛利率的提升；09 年春节后到国庆节，抓住 37 寸屏供应充足的机会，受 32 和 42 寸面板短缺影响较小，37 寸彩电毛利丰厚。展望未来，净利润提升的空间还有，但不会太大。产品营销策略、产品结构提升、内部管理是未来净利润上升的最主要推动力。

图表 6：创维供应链管理策略



资料来源：中金公司研究部

图表 7：各彩电企业面板采购策略

企业	采购策略	策略解释
创维	2+1	两家主要供应商（奇美、LG），一家小供应商
海信	1+多	主要供应商是奇美
TCL	1+多	主要供应商是三星
康佳、长虹和海尔	策略不明显	采购所有供应商

资料来源：中金公司研究部

利润率的提升还看渠道和消费下沉

本次调研中，各企业普遍认为彩电行业虽然价格竞争非常激烈，但国内品牌相对理性，外资品牌激进策略影响有限，恶性价格战的可能性较小。此外，随着 LCD 彩电销售渠道和消费的向下渗透，国内企业存在净利率提升的可能。

恶性价格战？行业的公敌，各企业认为可能性较小

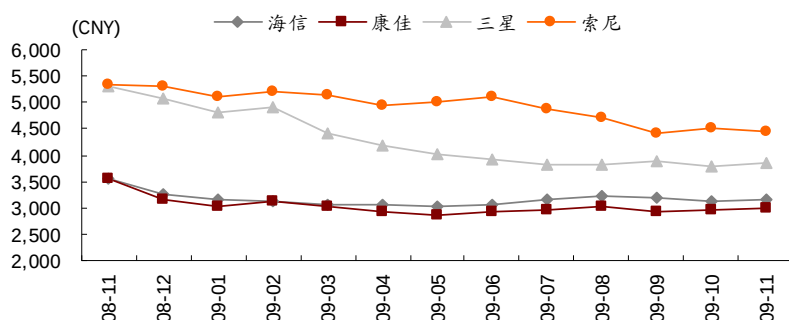
从元旦销售来看，国内品牌价格竞争比较理性，Sony 销售政策较为激进，32 寸电视降价至 2999 元。创维预计五一期间个别合资品牌可能有跟进 Sony 下调价格的策略。

但总的来说，各企业认为恶性价格战的可能性较小，原因在于：

- 1、外资品牌需要保证中国区盈利，因此价格策略不会过激；
- 2、对于品牌形象和产品溢价逐步提升的企业（例如三星）不会突然在中国大幅降价，损害品牌管理成效，且造成全球销售策略的不一致。
- 3、中长期来看随着渠道和消费向下渗透，外资品牌缺乏深入的渠道，会越做越艰难、成本费用越来越高，逐渐淡出，类似于 CRT 时代后期。外资品牌为什么不能发展经销商和深入的渠道？创维认为这与企业文化、长期合作有关，新进入者有较大难度。

此外，康佳还认为，外资品牌的降价从 09 年起一直持续，和国内品牌的价差也在缩小，但并未影响国内品牌的价格体系和市场份额，原因在于国内品牌通过有效的终端促销能够在相似的价格区间和外资品牌竞争。

图表 8：主要彩电品牌 32 寸彩电价格差异



资料来源：中怡康，中金公司研究部

渠道和消费下沉有望带来销售费用率下降和利润率的提升

各企业普遍反映，三四级市场的销售费用压力小于一二级市场家电连锁。由于家电连锁索要的返点较高，虽然供货价格较高，但扣除返点后利润偏低；三四级市场主要通过经销商销售，虽然供货价格较低，但销售费用很低，盈利状况更好。

基于上述信息，我们认为存在这样一个机会：随着 LCD 彩电消费向下渗透，三四级渠道建设良好的企业销售费用压力有望减轻，从而带来净利率的提升。

图表 9：可比公司估值

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	6,380	CNY	20.95	0.50	0.86	1.00	36.0	42.2	24.3	21.0	16.4%	1.5
000651.CH	格力电器	7,151	CNY	26.00	1.05	1.40	1.68	38.5	24.8	18.6	15.5	14.7%	1.3
600690.CH	青岛海尔	4,352	CNY	22.21	0.57	0.84	1.12	46.2	38.7	26.4	19.8	27.2%	1.0
600983.CH	合肥三洋	1,213	CNY	24.88	0.35	0.64	0.85	124.4	71.1	39.2	29.4	33.9%	1.2
000418.CH	小天鹅A	992	CNY	15.21	0.07	0.33	0.51	24.9	217.3	46.2	29.8	35.2%	1.3
000521.CH	美的电器	659	CNY	12.78	0.06	0.27	0.44	319.5	213.0	46.8	28.9	68.3%	0.7
600336.CH	澳柯玛	416	CNY	8.33	0.04	n.a.	n.a.	-5.1	208.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
000921.CH	ST科龙	853	CNY	8.36	-0.23	0.22	0.28	34.8	-36.3	38.0	30.4	0.17	2.2
A股平均													
黑电													
000100.CH	TCL集团	2,537	CNY	5.90	0.17	0.09	0.14	43.8	34.6	65.6	42.3	40.8%	1.6
600839.CH	四川长虹	2,004	CNY	7.21	0.02	0.07	0.11	37.0	439.8	106.1	66.6	46.7%	2.3
000016.CH	深康佳	1,144	CNY	8.05	0.21	0.15	0.26	46.8	38.6	52.1	30.8	42.0%	1.2
600060.CH	海信电器	2,317	CNY	27.39	0.39	0.80	1.05	77.8	70.3	34.0	26.2	26.5%	1.3
A股平均													
小家电													
002242.CH	九阳股份	2,158	CNY	29.05	1.18	1.35	1.64	40.9	24.6	21.5	17.7	18.0%	1.2
002032.CH	苏泊尔	1,348	CNY	20.74	0.53	0.70	0.89	52.1	38.9	29.8	23.3	25.2%	1.2
002035.CH	华帝股份	241	CNY	9.60	-0.06	0.18	0.43	106.7	-160.0	54.9	22.3	n.a.	n.a.
000533.CH	万家乐	997	CNY	11.83	0.11	0.19	0.27	53.8	107.5	62.3	43.8	35.7%	1.7
A股平均													
H股													
白电													
1169.HK	海尔电器	1,207	HKD	4.62	0.07	0.20	0.30	51.3	62.2	23.2	15.5	n.a.	n.a.
0921.HK	海信科龙	855	HKD	3.41	-0.23	0.22	0.28	14.2	-14.8	15.5	12.4	n.a.	n.a.
0449.HK	志高控股	368	HKD	5.58	0.22	0.52	0.59	6.6	25.8	10.7	9.5	0.11	0.9
H股平均													
黑电													
0751.HK	创维	2,558	HKD	7.95	0.19	0.47	0.61	41.5	41.2	16.9	13.0	25.7%	0.7
1070.HK	TCL多媒体	1,039	HKD	7.96	-0.36	0.36	0.62	-15.5	-22.0	22.3	12.9	58.0%	0.4
2618.HK	TCL通讯	323	HKD	2.33	0.04	n.a.	n.a.	46.6	58.25	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	7,879	SEK	182.30	1.29	11.46	13.67	17.5	141.3	15.9	13.3	36.7%	0.4
ARCLK.TI	Arcelik	2,734	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	11.9	13.7	10.6	21.7%	0.6
SK.FP	SEB	3,192	EUR	44.29	3.20	2.90	3.34	44.7	13.8	15.3	13.2	12.4%	1.2
PHIA.NA	Philips	29,523	EUR	21.05	-0.09	0.65	1.08	4.7	-233.8	32.6	19.5	75.6%	0.4
日本													
6502.JP	Toshiba	24,342	JPY	527	39	-3	26	12.3	13.4	-150.9	20.6	n.a.	n.a.
6367.JP	Daikin Industries	11,310	JPY	3540	264	46	125	20.4	13.4	76.6	28.4	113.0%	0.7
6752.JP	Panasonic	39,947	JPY	1494	133	-53	55	15.0	11.2	-28.0	27.1	n.a.	n.a.
6758.JP	Sony	33,560	JPY	3065	368	-68	91	24.3	8.3	-45.3	33.6	n.a.	n.a.
6753.JP	Sharp	14,141	JPY	1168	93	8	49	12.5	12.5	154.4	24.0	n.a.	n.a.
韩国													
066570.KS	LG Electronics	14,071	KRW	113500	2992	13796	15907	15.0	37.9	8.2	7.1	0.2	0.5
国际平均													

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

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。