



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

行业动态
研究报告

2010 年 5 月 6 日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

靴子落地, 方案略好于悲观预期 空调节能补贴下调简评

政策调整:

财政部和发改委正式发出通知:

- 1、空调节能补贴从 2010 年 6 月 1 日起延长一年, 至 2011 年 5 月 31 日;
- 2、补贴金额下降 60%。2P 以下空调一级能效补贴 200 元 (原方案 550 元), 二级能效补贴 150 元 (原方案 350 元);
- 3、变频空调后续可能也纳入补贴范围。

评论:

- 1、补贴金额下调和前期传言一致, 但时间延长一年, 好于市场预期。补贴过度期较长的情况下, 空调产品价格的上调对需求的负面冲击趋缓。
- 2、2Q 空调行业净利润率持续偏低, 但由于补贴入账, 净利润率将持续高位。各公司季度表现不同:
 - 1) 格力和海尔采取收付实现制, 下半年虽然补贴幅度下降, 但 2Q 补贴的滞后入账保障企业利润增长。
 - 2) 美的和志高由于采取权责发生制, 2Q 盈利绝对值和同比增长均有望持续上升趋势, 但下半年趋势可能逆转。预计美的和志高半年报将有较好表现。
- 3、长期稳定毛利率和净利润率水平取决于竞争格局, 我们认为空调行业的双寡头格局使得行业利润率有望保持合理利润率。
- 4、变频空调若能纳入补贴范围, 美的受益最大, 格力其次, 海尔无氟变频也有望受益, 志高目前不生产变频空调。此外, 变频空调需用电子膨胀阀, 上游三花股份有望同时受益。

投资建议:

这一传言是美的、格力、H 股志高前期大幅下调的原因之一。空调节能补贴调整靴子落地, 短期对空调股价反弹有一定支撑。

我们对全年空调需求增速前高后低的判断不变, 主要基于对房地产销售的担忧, 但公司全年盈利在补贴的支撑下仍有望达预期。目前 A 股空调股的估值为动态市盈率格力 12x、美的 16x、海尔 15x 的, H 股志高空调 7x。上游三花股份动态市盈率为 23x (市场一致预测)。

风险:

房地产销售持续低迷, 影响下半年空调销售和投资情绪。

图表 1：空调节能补贴调整

新方案（2010年6月-2011年5月）			原方案（2009年6月-2010年5月）		
额定制冷量（W）	财政补贴标准（元/台（套））		额定制冷量（W）	财政补贴标准（元/台（套））	
	能效等级1级	能效等级2级		能效等级1级	能效等级2级
			额定制冷量≤2800	500	300
额定制冷量≤4500	200	150	2800<额定制冷量≤4500	550	350
4500<额定制冷量≤7500	250	200	4500<额定制冷量≤7100	650	450
			7100<额定制冷量≤14000	850	650

资料来源：财政部，国家发展改革委，中金公司研究部

附录：

财政部 国家发展改革委关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知

财建[2010]119 号

自 2009 年 6 月 1 日采取财政补贴方式推广高效节能空调以来，高效节能空调市场份额快速提高，产品整体能效水平显著上升，对促进节能减排、拉动国内消费、推动产业升级起到了重要作用。为进一步推广使用高效节能空调，扩大节能产品惠民工程成效，与新修订的《房间空气调节器能效限定值及能源效率等级》国家标准（以下简称“新能效标准”）相衔接，财政部、国家发展改革委决定对《关于印发〈“节能产品惠民工程”高效节能房间空调器推广实施细则〉的通知》（财建[2009]214 号）中有关政策内容进行相应调整。现将有关事项通知如下：

一、政策实施期限。现行财政补贴政策实施到 2010 年 5 月 31 日后，按新能效标准继续对能效等级 2 级及以上的推广产品给予补贴，实施期限为 2010 年 6 月 1 日到 2011 年 5 月 31 日。

二、推广产品范围。2010 年 6 月 1 日后，推广产品调整为额定制冷量 7500W（含）以下的分体式房间空调，并研究适时推广变频空调。

三、补贴标准。2010 年 6 月 1 日后，高效节能空调推广财政补贴标准调整为：

额定制冷量（W）	财政补贴标准（元/台（套））	
	能效等级1级	能效等级2级
额定制冷量≤4500	200	150
4500<额定制冷量≤7500	250	200

请各地财政部门、节能主管部门督促相关企业采取有效措施，按照上述内容尽快调整，继续做好高效节能空调推广工作。

中华人民共和国财政部 中华人民共和国国家发展和改革委员会

二〇一〇年四月三十日

图表 2: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG	
			本地货币	百万美元	2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	净利润CAGR		
家电																			
A股	白电	000527.CH	美的电器	19.17	5,841	1,892	84.5%	2,466	30.3%	2,724	10.5%	0.91	1.19	1.31	21.1	16.2	14.6	20.0%	0.81
		000651.CH	格力电器	22.22	6,115	2,913	48.2%	3,386	16.2%	3,463	2.3%	1.55	1.80	1.84	14.3	12.3	12.1	9.0%	1.37
		600690.CH	青岛海尔	18.08	3,545	1,149	49.6%	1,607	39.8%	1,924	19.7%	0.86	1.20	1.44	21.1	15.1	12.6	29.4%	0.51
		600983.CH	合肥三洋	22.1	1,078	207	79.8%	307	48.7%	411	33.8%	0.62	0.92	1.23	35.6	23.9	17.9	41.1%	0.58
		000418.CH	小天鹅A	14.5	974	222	454.9%	339	52.5%	434	28.1%	0.62	0.95	1.22	23.3	15.3	11.9	39.7%	0.38
		000521.CH	美菱电器	12.79	658	301	1000.1%	249	-17.5%	322	29.5%	1.00	0.83	1.07	12.8	15.5	11.9	3.4%	4.55
		600336.CH	澳柯玛	8.66	433	52	297.9%	90	73.5%	118	31.1%	0.15	0.26	0.35	56.9	32.8	25.0	50.8%	0.65
		000921.CH	ST科龙	7.88	845	136	158.8%	149	9.3%	442	196.5%	0.26	0.28	0.83	30.8	28.1	9.5	80.0%	0.35
		A股平均													27.0	19.9	14.4		
	黑电	000100.CH	TCL集团	4.55	1,957	470	-6.1%	562	19.4%	621	10.6%	0.11	0.13	0.14	41.9	35.0	31.7	14.9%	2.35
		600839.CH	四川长虹	6.33	1,760	116	272.2%	198	70.7%	285	44.1%	0.06	0.10	0.15	103.8	60.8	42.2	56.8%	1.07
		000016.CH	深康佳	5.86	857	151	-43.6%	209	38.2%	377	80.6%	0.13	0.17	0.31	46.7	33.8	18.7	58.0%	0.58
		600060.CH	海信电器	19.98	1,691	498	121.4%	620	24.4%	758	22.3%	0.86	1.07	1.31	23.2	18.6	15.2	23.4%	0.80
		A股平均													53.9	37.1	26.9		
	小家电	002242.CH	九阳股份	15.4	1,717	610	13.3%	723	18.6%	862	19.2%	0.80	0.95	1.13	19.2	16.2	13.6	18.9%	0.86
		002032.CH	苏泊尔	24.9	1,620	310	31.0%	400	29.0%	496	23.9%	0.70	0.90	1.12	35.6	27.6	22.3	26.4%	1.05
		002035.CH	华帝股份	10.95	276	54	579.5%	69	28.6%	93	34.9%	0.31	0.40	0.54	35.0	27.2	20.2	31.7%	0.86
		000533.CH	万家乐	12.25	1,240	193	194.4%	228	17.9%	319	39.9%	0.28	0.33	0.46	43.8	37.1	26.5	28.5%	1.30
		002005.CH	德豪润达	21.31	1,009	49	178.5%	203	313.3%	570	181.5%	0.15	0.63	1.76	140.6	34.0	12.1	241.1%	0.14
		002260.CH	伊立浦	11.66	266	-38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		A股平均													33.4	27.0	20.6		
H股	白电	1169.HK	海尔电器	4.94	1,289	420	176.1%	673	60.3%	1,015	50.8%	0.21	0.33	0.51	23.6	14.7	9.8	55.4%	0.27
		0921.HK	海信科龙	3.9	845	136	158.8%	127	-7.3%	n.a.	n.a.	0.34	0.31	n.a.	11.6	12.5	n.a.	n.a.	n.a.
		0449.HK	志高控股	5.46	359	315	231.3%	366	16.3%	393	7.4%	0.71	0.83	0.89	7.6	6.6	6.1	11.7%	0.56
			H股平均													14.3	11.3	8.0	
	黑电	0751.HK	创维	7.27	2,367	1,119	143.3%	1,460	30.5%	1,769	21.2%	0.47	0.61	0.74	15.5	11.9	9.8	25.7%	0.46
		1070.HK	TCL多媒体	6.29	879	397	248.0%	637	60.8%	925	45.1%	0.39	0.59	0.85	16.1	10.7	7.4	52.7%	0.20
		2618.HK	TCL通讯	4.31	602	62	116.1%	193	213.5%	258	33.6%	0.01	0.03	0.04	464.8	148.3	111.0	104.7%	1.42
美国																			
		WHR US	Whirlpool	109.14	8,198	328	-21.5%	661	101.6%	719	8.7%	4.37	8.80	9.57	25.0	12.4	11.4	48.0%	0.26
		UTX US	United Technology	74.16	69,197	3,829	-18.3%	4,321	12.8%	4,921	13.9%	4.10	4.63	5.27	18.1	16.0	14.1	13.4%	1.20
		GE.US	GE	18.58	198,302	11,025	-36.7%	11,690	6.0%	13,928	19.2%	1.03	1.10	1.31	18.0	17.0	14.2	12.4%	1.37
欧洲																			
		ELUXB.SS	Electrolux	182.3	7,545	2,607	612.3%	4,465	71.3%	4,888	9.5%	8.71	14.91	16.33	20.9	12.2	11.2	36.9%	0.33
		ARCLK.TI	Arcelik	6.4	2,846	485	1119.9%	424	-12.7%	463	9.1%	0.72	0.63	0.68	8.9	10.2	9.3	-2.4%	-4.28
		DLG.IM	De'Longhi	3.3525	647	32	5.9%	47	46.1%	57	20.7%	0.22	0.32	0.38	15.5	10.6	8.8	32.8%	0.32
		SK.FP	SEB	55.01	3,552	146	-3.7%	206	41.2%	228	10.6%	2.92	4.13	4.57	18.8	13.3	12.0	25.0%	0.53
		PHIA.NA	Philips	24.46	31,104	410	550.5%	1,374	235.2%	1,691	23.1%	0.42	1.39	1.72	58.8	17.6	14.3	103.1%	0.17
日本																			
		6502.JP	Toshiba	548	24,484	-25,202	92.7%	95,120	477.4%	145,763	53.2%	-5.95	22.45	34.40	-92.1	24.4	15.9	n.a.	n.a.
		6367.JP	Daikin Industries	3580	11,064	18,790	-13.6%	42,366	125.5%	59,500	40.4%	64.10	144.54	202.99	55.8	24.8	17.6	77.9%	6.69
		6752.JP	Panasonic	1382	35,744	-119,994	68.3%	109,711	191.4%	153,600	40.0%	-48.92	44.72	62.62	-28.3	30.9	22.1	n.a.	n.a.
		6758.JP	Sony	3270	34,629	-37,733	61.9%	109,641	390.6%	178,350	62.7%	-37.56	109.14	177.54	-87.1	30.0	18.4	n.a.	n.a.
		6753.JP	Sharp	1226	14,355	55,985	1173.2%	73,633	31.5%	81,627	10.9%	50.40	66.29	73.49	24.3	18.5	16.7	20.7%	0.89
韩国																			
		066570.KS	LG Electronics	115500	14,733	2,052,835	376.8%	2,129,697	3.7%	2,651,376	24.5%	14,192	14,723	18,330	8.1	7.8	6.3	13.6%	0.57
		005930.KS	Samsung Electronics	834000	108,336	9,649,487	74.6%	14,601,540	51.3%	14,548,132	-0.4%	65,509	99,128	98,766	12.7	8.4	8.4	22.8%	0.37
		国际平均													10.4	8.1	7.4		

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

国贸写字楼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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。