



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

业绩预览

研究报告

2010年7月15日

家电

研究部

半年报业绩预览

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

投资要点:

我们做出半年报预览, 重点提示: 苏泊尔增长超过 40%, 九阳半年有望好于悲观预期, 或有短期行情但中长期困扰仍存在; 美的、小天鹅和 H 股志高控股的同比增长超过 50%, 也是半年报行情可选品种; TCL 多媒体半年报预亏, 可能拖累整个彩电板块表现。

主要依据:

1、小家电: 苏泊尔保持较快增长, 九阳有望好于预期

苏泊尔半年报增长有望达 45%, 持续稳健增长势头, 且是我们小家电板块中长期投资首选。

九阳半年报有望持平或略有增长, 远好于市场和我们的悲观预期, 主要的原因在于 1Q 消化老品库存后, 2Q 新品 (营养王系列豆浆机) 销售较好。2Q 豆浆市场份额仍有小幅下滑, 中长期来困扰仍然存在。

2、彩电行业: 业绩增速大幅下降, 低于预期

TCL 多媒体半年报预亏, 即 2Q 亏损超过 4 千万。主要原因是(1)中国区彩电销售不达预期, (2)重组裁员导致员工无心业务, LED 新品推出远远落后于海信和创维, 因而销售和毛利率表现都低于竞争对手, (3)重组费用一次性入帐, (4)欧元贬值。我们下调了 TCL 多媒体盈利预测 38%, 新的目标价为 HK\$5.4, 对应 2010 年市盈率 15x。下调评级至审慎推荐。

TCL 的不佳数据可能会影响整个彩电板块的业绩表现, 包括 A 股海信电器、深康佳和长虹, H 股创维数码。

3、白电行业: 营业收入和利润的同比增长均低于 1Q, 符合预期。

其中美的、小天鹅和 H 股志高控股的业绩较为抢眼, 同比增长超过 50%, 是半年报行情可选品种。美的电器半年报业绩占我全年预测的 73%, 主要是由于空调补贴按权责发生制, 在上半年全部入帐。

青岛海尔、H 股海尔电器和格力电器表面看半年报只是符合预期, 但实际上海尔的费用下降、渠道业务利润, 格力的空调节能补贴大部分都在下半年才能体现, 所以我们认为待市场充分消化行业增速回落趋势, 8 月以旧换新正式拓展和半年报公布之后, 是介入时机。

估值与建议:

我们上周策略会上指出: 整个大家电板块, 除了自身变革和重组题材外, 板块性机会要等待半年报之后, 而小家电板块持续稳定增长, 是近期应关注的品种, 也是中长期可选品种。这次半年报预览的投资思路没有大的变化。

半年报行情投资组合: 苏泊尔, 九阳 (短期), 美的, 小天鹅, H 股志高控股。

青岛海尔、H 股海尔电器和格力电器也是很好的中长期配置品种。

图表 1: 1H 业绩预览

股票代码	公司名称	收入(百万元)		同比增长	净利润(百万元)		同比增长	净利润(百万元)		1H/全年	1H EPS	是否超全年预期 (低于/符合/超过)
		1H09A	1H10E	YoY, %	1H09A	1H10E	YoY, %	2010E	2011E			
白色家电												
600690.CH	青岛海尔	16,606	29,728	79	666	948	42	1,712	2,026	55%	0.71	符合
000527.CH	美的电器	24,901	36,426	46	1,146	1,790	56	2,466	2,722	73%	0.57	符合
000651.CH	格力电器	19,990	24,842	24	1,232	1,578	28	3,386	3,463	47%	0.56	符合
1169.HK	海尔电器	5,309	14,189	167	163	280	72	780	1,138	36%	0.14	符合
0449.HK	志高控股	3,013	4,462	48	136	224	65	366	393	61%	0.50	符合
小家电												
002032.CH	苏泊尔	1,790	2,595	45	124	179	45	400	496	45%	0.31	符合
002242.CH	九阳股份	2,181	2,290	5	317	320	1	447	510	72%	0.42	超过
002403.CH	爱仕达	662	1,010	53	38	46	21	117	168	39%	0.19	符合
002035.CH	华帝股份	560	752	34	-12	29	336	78	112	37%	0.13	低于
彩电												
600060.CH	海信电器	7,416	10,185	37	167	227	36	620	758	37%	0.26	低于
000100.CH	TCL 集团	17,523	20,708	18	99	160	62	562	621	29%	0.05	符合
1070.HK	TCL多媒体	11,391	12,713	12	143	-21	-115	393	571	-5%	-0.02	低于, 下调
000016.CH	深康佳 A	5,172	8,108	57	80	68	-16	209	377	32%	0.06	低于
600839.CH	四川长虹	13,277	19,291	45	30	48	58	198	285	24%	0.02	低于
未覆盖的已预增公司 (全年盈利预测为市场一致预期)												
000418.CH	小天鹅	1,902			67	147	118	326	403	45%	0.27	符合
000521.CH	美菱电器	2,562			30	210	591	187	236	112%	0.51	超过
000921.CH	ST科龙	4,765			156	330	112	576	653	57%	0.24	符合
000533.CH	万家乐	1,183			31	185	494	284	343	65%	0.27	符合

资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：海尔电器、TCL 多媒体财务数据单位为百万港币，所有港股 EPS 数据单位为港币。

图表 2：可比公司估值

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	2009A	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	净利润CAGR			
家电																				
A股	白电	000527.CH	美的电器	12.11	5,578	1,892	85%	2,466	30%	2,724	10%	0.61	0.79	0.87	20.0	15.3	13.9	20.0%	0.77	
		000651.CH	格力电器	13.21	5,495	2,913	48%	3,386	16%	3,463	2%	1.03	1.20	1.23	12.8	11.0	10.7	9.0%	1.22	
		600690.CH	青岛海尔	20.54	4,058	1,149	50%	1,773	54%	2,280	29%	0.86	1.32	1.70	23.9	15.5	12.1	40.9%	0.38	
		600983.CH	合肥三洋	16.60	816	207	80%	310	50%	414	34%	0.62	0.93	1.24	26.8	17.8	13.3	41.6%	0.43	
		000418.CH	小天鹅A	14.56	970	222	455%	415	87%	511	23%	0.35	0.66	0.81	41.4	22.2	18.0	51.7%	0.43	
		000521.CH	美的电器	9.58	509	301	1000%	274	-9%	322	18%	1.00	0.91	1.07	9.6	10.5	8.9	3.4%	3.10	
		600336.CH	澳柯玛	6.86	345	52	298%	153	195%	205	34%	0.15	0.45	0.60	45.1	15.3	11.4	98.8%	0.15	
		000921.CH	ST科龙	7.26	1,174	150	166%	647	330%	815	26%	0.11	0.48	0.60	65.4	15.2	12.1	132.9%	0.11	
		A股平均														30.6	15.4	12.6		
		A股	黑电	000100.CH	TCL集团	3.90	1,691	470	-6%	562	19%	621	11%	0.16	0.19	0.21	24.4	20.4	18.4	14.9%
600839.CH	四川长虹			3.94	1,656	116	272%	198	71%	285	44%	0.04	0.07	0.10	96.9	56.8	39.4	56.8%	1.00	
000016.CH	深康佳			5.03	746	151	-44%	209	38%	377	81%	0.13	0.17	0.31	40.1	29.0	16.1	58.0%	0.50	
600060.CH	海信电器			12.27	1,570	498	121%	620	24%	758	22%	0.57	0.72	0.87	21.3	17.2	14.0	23.4%	0.73	
A股平均															45.7	30.8	22.0			
A股	小家电	002242.CH	九阳股份	13.34	1,498	610	13%	447	-27%	510	14%	0.80	0.59	0.67	16.6	22.7	19.9	-8.6%	-2.65	
		002403.CH	爱仕达	16.06	569	84	11%	117	40%	168	43%	0.35	0.49	0.70	46.0	32.9	23.0	41.4%	0.79	
		002032.CH	苏泊尔	19.51	1,662	310	31%	400	29%	496	24%	0.54	0.69	0.86	36.3	28.1	22.7	26.4%	1.06	
		002035.CH	华帝股份	8.21	271	54	579%	78	45%	112	44%	0.24	0.35	0.50	34.1	23.5	16.3	44.6%	0.53	
		000533.CH	万家乐	10.80	1,101	193	194%	228	18%	319	40%	0.28	0.33	0.46	38.6	32.7	23.4	28.5%	1.15	
		002005.CH	德豪润达	17.18	820	49	179%	203	313%	570	181%	0.15	0.63	1.76	113.3	27.4	9.7	241.1%	0.11	
		002260.CH	伊立浦	9.91	228	-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														34.3	28.0	21.1		
H股	白电	1169.HK	海尔电器	5.24	1,373	420	176%	780	86%	1,138	46%	0.21	0.39	0.57	25.1	13.5	9.3	64.6%	0.21	
		0921.HK	海信科龙	3.64	1,174	171	166%	752	340%	994	32%	0.13	0.56	0.73	28.9	6.6	5.0	141.3%	0.05	
		0449.HK	志高控股	5.24	344	315	231%	366	16%	393	7%	0.71	0.83	0.89	7.3	6.3	5.9	11.7%	0.54	
		H股平均														20.4	8.8	6.7		
H股	黑电	0751.HK	创维	5.61	1,833	1,251	172%	1,405	12%	1,735	23%	0.52	0.59	0.73	10.7	9.5	7.7	17.8%	0.54	
		1070.HK	TCL多媒体	4.13	577	397	248%	393	-1%	571	45%	0.37	0.36	0.53	11.3	11.4	7.8	20.0%	0.57	
		2618.HK	TCL通讯	3.49	487	23	-19%	102	343%	175	72%	0.03	0.11	0.19	139.0	31.4	18.2	176.1%	0.18	
		H股平均														53.7	17.4	11.3		
美国	WHR US	Whirlpool	94.09	7,067	328	-22%	661	102%	719	9%	4.37	8.80	9.57	21.5	10.7	9.8	48.0%	0.22		
	UTX US	United Technology	67.67	63,142	3,829	-18%	4,318	13%	4,914	14%	4.10	4.63	5.27	16.5	14.6	12.9	13.3%	1.10		
	GE.US	GE	15.24	162,817	11,025	-37%	11,515	4%	13,896	21%	1.03	1.08	1.30	14.8	14.1	11.7	12.3%	1.15		
															17.6	13.1	11.5			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	176.60	7,378	2,607	612%	4,581	76%	4,919	7%	8.69	15.28	16.40	20.3	11.6	10.8	37.4%	0.31		
	ARCLK.TI	Arcelik	7.10	3,107	485	1120%	458	-6%	486	6%	0.72	0.68	0.72	9.9	10.5	9.9	0.0%	371.32		
	DLG.IM	De'Longhi	3.60	683	32	6%	48	49%	57	18%	0.22	0.32	0.38	16.6	11.2	9.5	32.6%	0.34		
	SK.FP	SEB	58.11	3,689	146	-4%	209	43%	232	11%	2.92	4.19	4.64	19.9	13.9	12.5	25.9%	0.54		
	PHIA.NA	Philips	26.10	32,720	410	551%	1,474	259%	1,801	22%	0.42	1.49	1.83	62.8	17.5	14.3	109.6%	0.16		
																25.9	12.9	11.4		
日本	6502.JP	Toshiba	468	22,424	81,902	515%	140,107	71%	170,737	22%	19.33	33.06	40.29	24.2	14.2	11.6	n.a.	n.a.		
	6367.JP	Daikin Industries	3110	10,307	38,897	101%	55,123	42%	65,000	18%	132.70	188.06	221.76	23.4	16.5	14.0	29.3%	11.59		
	6752.JP	Panasonic	1199	33,257	86,941	184%	152,542	75%	185,208	21%	35.44	62.18	75.50	33.8	19.3	15.9	n.a.	n.a.		
	6758.JP	Sony	2592	29,442	69,827	271%	146,102	109%	187,000	28%	69.51	145.44	186.15	37.3	17.8	13.9	n.a.	n.a.		
	6753.JP	Sharp	1007	12,647	56,238	1179%	72,635	29%	82,000	13%	50.63	65.40	73.83	19.9	15.4	13.6	20.8%	0.74		
															27.7	16.6	13.8			
韩国	066570.KS	LG Electronics	100000	12,017	2,052,835	377%	1,893,814	-8%	2,416,171	28%	14,192	13,093	16,704	7.0	7.6	6.0	8.5%	0.90		
	005930.KS	Samsung Electronics	824000	100,835	9,649,487	75%	15,268,510	58%	14,988,065	-2%	65,509	103,656	101,752	12.6	7.9	8.1	24.6%	0.32		
															9.8	7.8	7.0			

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。