



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 10 月 14 日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

板块性行情再启, 白电持续超预期 三季报业绩预览

投资提示:

9 月路演行业策略看好家电板块表现, 尤其是低估值的空调股美的和格力, 经过昨日暴涨后 2011 年估值仍低于历史平均水平, 仍具投资价值。

A 股: 1) 首选低估值和 3Q 业绩超预期的格力、美的和青岛海尔, 2) 持续看好的增长确定性强的的小家电 (苏泊尔、九阳) 和洗衣机行业 (小天鹅等), 3) 彩电行业业绩低于预期, 但 9 月底至国庆销售回暖和毛利率回升趋势值得关注, 海信电器定向增发 12 月解禁。

H 股: 除持续看好的海尔电器、志高控股外, 适当关注估值较低的彩电股创维数码和 TCL 多媒体。

主要依据:

1、三季度业绩预览显示, 3Q 单季度白电持续超预期, 小家电维持良好增长态势, 彩电低于预期, 但 9 月下旬需求增速和毛利率均有所回升:

1) 3Q 白电公司营业收入增长 57%, 净利润增长 57%, 持续超预期。主要原因在于, 一方面空调受益于气温偏高, 另一方面家电下乡、以旧换新等政策拉动效果明显。1-3Q 美的和小天鹅预增 50%-100%, 青岛海尔预增超过 60%, 格力空调部分地区仍缺货。

2) 3Q 小家电公司营业收入增长 30%, 净利润增长 25%, 维持良好增长趋势;

3) 3Q 彩电公司营业收入增长 4%, 较 2Q 放缓, 且由于消化库存和 LED 大幅降价, 行业仍然处于微利边缘; 9 月下旬 (中秋、国庆) 节庆行业增速回暖至 30% 左右, 去库存结束使得整体毛利率有所回升。

2、格力、美的的增发有望平滑 4Q-明年 1Q 的行业业绩周期, 降低市场对周期性和明年增长的担忧, 从而实现年底估值向明年的平移。

3、目前白电板块市盈率为 2011 年 15.2 倍, 其中格力、美的和海尔仅为 12.0、16.7 和 14.1 倍。小家电市盈率为 2011 年 21.8 倍, 彩电板块分化较大, A 股海信电器和港股创维、TCL 多媒体估值仍有吸引力。

风险:

房地产销售预期再次恶化; 消费者信心大幅回落造成家电消费放缓。

图表 1: 3Q 业绩预览：净利润

股票代码	公司名称	净利润						1-3Q EPS		是否超预期	
		1Q09	2Q09	3Q09	1Q10	2Q10	3Q10	1-3Q10	未摊薄		摊薄
白色家电											
600690.CH	青岛海尔	104	562	301	358	722	466	1,546	1.16		是
	YoY	-40%	49%	49%	245%	29%	55%	60%			
000527.CH	美的电器	187	959	405	632	1,157	801	2,590	0.83	0.76	是
	YoY	-32%	34%	66%	237%	21%	98%	67%			
000651.CH	格力电器	554	677	760	639	934	1,038	2,611	0.93	0.87	是
	YoY	27%	19%	71%	15%	38%	37%	31%			
小家电											
002032.CH	苏泊尔	66	58	80	106	73	107	286	0.49		符合
	YoY	23%	18%	55%	61%	27%	33%	40%			
002242.CH	九阳股份	128	189	155	83	190	186	459	0.60		符合
	YoY	26%	46%	-8%	-35%	1%	20%	-3%			
002403.CH	爱仕达	19	19	n.a.	21	13	19	53	0.22		低于
	YoY	n.a.	n.a.	n.a.	11%	-32%	n.a.	n.a.			
002035.CH	华帝股份	-22	9	16	12	22	20	54	0.24		符合
	YoY	-1524%	113%	247%	-156%	132%	25%	1295%			
彩电											
600060.CH	海信电器	86	81	142	137	110	147	394	0.45		低于
	YoY	56%	140%	180%	59%	36%	4%	27%			
000100.CH	TCL 集团	15	84	54	65	93	69	227	0.05		低于
	YoY	-97%	-390%	8%	332%	11%	27%	48%			
1070.HK	TCL多媒体	26	118	87	44	-378	-157	-491	-0.45		低于
	YoY	-85%	-132%	-252%	70%	-421%	-281%	-313%			
000016.CH	深康佳A	40	40	26	36	15	23	74	0.06		低于
	YoY	-15%	20%	-75%	-11%	-62%	-13%	-31%			
600839.CH	四川长虹	3	27	53	6	35	69	110	0.04		低于
	YoY	-97%	-138%	-29%	108%	28%	30%	32%			
未覆盖的已预增公司											
000418.CH	小天鹅	44	24	68	78	90	102	270	0.49	0.43	符合
	YoY	32%	-29%	46%	79%	279%	49%	99%			
000521.CH	美菱电器	7	23	153	111	108	59	277	0.67	0.61	低于
	YoY	6%	207%	2992%	1492%	361%	-62%	51%			

资料来源：公司资料，中金公司研究部 注 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: 3Q 业绩预览: 营业收入

股票代码	公司名称	营业收入							
		1Q09	2Q09	3Q09	1-3Q09	1Q10	2Q10	3Q10	1-3Q10
白色家电									
600690.CH	青岛海尔	6,801	9,805	9,972	26,577	13,313	16,370	15,968	45,652
	YoY	-17%	-8%	41%	2%	96%	67%	60%	72%
000527.CH	美的电器	8,824	16,077	10,756	35,657	15,541	23,484	18,026	57,051
	YoY	-28%	6%	9%	-5%	76%	46%	68%	60%
000651.CH	格力电器	9,069	10,988	10,619	30,676	10,227	14,919	15,360	40,505
	YoY	-16%	-23%	5%	-13%	13%	36%	45%	32%
小家电									
002032.CH	苏泊尔	975	815	1,080	2,870	1,410	1,228	1,459	4,096
	YoY	3%	-1%	12%	5%	45%	51%	35%	43%
002242.CH	九阳股份	963	1,218	1,183	3,364	846	1,561	1,538	3,946
	YoY	37%	33%	6%	23%	-12%	28%	30%	17%
002403.CH	爱仕达	315	347	n.a.	n.a.	489	496	n.a.	n.a.
	YoY	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55%	43%	n.a.	n.a.
002035.CH	华帝股份	195	365	393	952	344	423	443	1,210
	YoY	-32%	-7%	10%	-8%	76%	16%	13%	27%
彩电									
600060.CH	海信电器	3,462	3,954	5,633	13,049	5,230	4,259	6,432	15,921
	YoY	-6%	59%	47%	30%	51%	8%	14%	22%
000100.CH	TCL 集团	7,724	9,803	13,153	30,679	11,916	11,250	13,746	36,912
	YoY	-13%	2%	26%	6%	54%	15%	5%	20%
1070.HK	TCL多媒体	5,014	6,377	9,706	21,098	6,761	5,480	7,474	19,715
	YoY	-9%	3%	31%	10%	35%	-14%	-23%	-7%
000016.CH	深康佳 A	2,611	2,561	3,854	9,026	4,267	3,673	4,625	12,565
	YoY	-15%	1%	13%	0%	63%	43%	20%	39%
600839.CH	四川长虹	6,056	7,221	8,458	21,735	8,821	9,791	10,149	28,761
		-15%	1%	17%	1%	46%	36%	20%	32%
未覆盖的已预增公司									
000418.CH	小天鹅	974	928	1,015	2,918	1,662	1,972	2,319	5,953
	YoY	-14%	-28%	2%	-15%	71%	112%	128%	104%
000521.CH	美菱电器	949	1,613	1,537	4,099	1,953	2,623	1,778	6,353
	YoY	-9%	11%	25%	10%	106%	63%	16%	55%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部 注 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 3：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			10年底-12年底	PEG			
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		2012E	净利润CAGR	
家电																			
A股	白电	000527.CH	美的电器	17.36	8,125	2,801	48%	3,545	27%	4,180	18%	0.82	1.04	1.23	21.1	16.7	14.2	22.2%	0.95
		000651.CH	格力电器	16.50	6,974	3,603	24%	4,114	14%	4,607	12%	1.21	1.38	1.54	13.7	12.0	10.7	13.1%	1.05
		600690.CH	青岛海尔	24.76	4,971	1,783	55%	2,354	32%	2,862	22%	1.33	1.76	2.14	18.6	14.1	11.6	26.7%	0.70
		600983.CH	合肥三洋	21.43	1,070	314	52%	432	37%	517	20%	0.94	1.30	1.55	22.7	16.5	13.8	28.2%	0.81
		000418.CH	小天鹅A	19.59	1,375	476	114%	660	38%	862	31%	0.75	1.04	1.36	26.0	18.8	14.4	34.5%	0.75
		000521.CH	美菱电器	11.62	628	382	27%	420	10%	491	17%	0.84	0.93	1.08	13.8	12.6	10.7	13.3%	1.03
		600336.CH	澳柯玛	8.25	422	108	108%	148	38%	127	-14%	0.32	0.43	0.37	26.1	19.0	22.2	8.6%	3.05
		000921.CH	ST科龙	7.27	1,212	647	330%	815	26%	874	7%	0.48	0.60	0.65	15.2	12.1	11.3	16.3%	0.94
		A股平均													19.7	15.2	13.6		
		黑电	000100.CH	TCL集团	3.98	2,530	784	67%	839	7%	854	2%	0.19	0.20	0.20	21.5	20.1	19.7	4.4%
600839.CH	四川长虹		4.17	1,781	198	71%	285	44%	391	37%	0.07	0.10	0.14	60.1	41.7	30.4	40.7%	1.48	
000016.CH	深康佳		6.04	901	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	67.5	44.7	27.7	56.1%	1.20	
600060.CH	海信电器		13.72	1,784	620	24%	758	22%	900	19%	0.72	0.87	1.04	19.2	15.7	13.2	20.5%	0.94	
A股平均													42.1	30.6	22.7				
小家电	002242.CH	九阳股份	17.80	2,032	633	4%	759	20%	895	18%	0.83	1.00	1.18	21.4	17.9	15.1	18.9%	1.13	
	002403.CH	爱仕达	16.37	589	105	25%	164	56%	236	44%	0.44	0.68	0.98	37.4	23.9	16.6	49.9%	0.75	
	002032.CH	苏泊尔	21.82	1,889	402	30%	517	29%	651	26%	0.70	0.90	1.13	31.3	24.4	19.4	27.2%	1.15	
	002035.CH	华帝股份	10.23	343	78	45%	112	44%	152	36%	0.35	0.50	0.68	29.3	20.3	15.0	39.9%	0.74	
	000533.CH	万家乐	11.25	1,166	284	47%	343	21%	425	24%	0.41	0.50	0.61	27.3	22.7	18.3	22.2%	1.23	
	A股平均													29.4	21.8	16.9			
H股	白电	1169.HK	海尔电器	6.57	1,739	849	102%	1,214	43%	1,584	31%	0.40	0.56	0.74	16.6	11.6	8.9	36.6%	0.45
		0921.HK	海信科龙	4.00	1,212	752	340%	994	32%	1,136	14%	0.56	0.73	0.84	7.2	5.4	4.8	22.9%	0.31
		0449.HK	志高控股	4.33	428	421	34%	492	17%	528	7%	0.61	0.72	0.77	7.0	6.0	5.6	12.0%	0.59
	H股平均													10.3	7.7	6.4			
黑电	0751.HK	创维	5.28	1,748	1,405	12%	1,715	22%	1,897	11%	0.59	0.72	0.79	9.0	7.4	6.7	16.2%	0.55	
	1070.HK	TCL多媒体	3.43	480	175	-56%	423	142%	582	38%	0.16	0.39	0.54	21.3	8.8	6.4	82.7%	0.26	
	2618.HK	TCL通讯	5.37	753	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	48.3	28.1	16.7	70.3%	0.69	
	H股平均													26.2	14.7	9.9			
美国	WHR.US	Whirlpool	87.09	6,627	729	122%	722	-1%	926	28%	9.60	9.49	12.18	9.1	9.2	7.1	12.7%	0.72	
	UTX.US	United Technology	74.39	69,123	4,360	14%	4,867	12%	5,356	10%	4.69	5.24	5.76	15.9	14.2	12.9	10.8%	1.46	
	GE.US	GE	17.40	185,920	11,850	7%	13,818	17%	16,453	19%	1.11	1.29	1.54	15.7	13.5	11.3	17.8%	0.88	
													13.5	12.3	10.5				
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	177.30	8,292	4,487	72%	4,880	9%	5,322	9%	14.96	16.28	17.75	11.8	10.9	10.0	8.9%	1.33	
	ARCLK.TI	Arcelik	8.30	3,984	506	4%	509	1%	556	9%	0.75	0.75	0.82	11.1	11.0	10.1	4.8%	2.32	
	DLG.IM	DeLonghi	3.98	830	57	76%	61	8%	61	-1%	0.38	0.41	0.41	10.4	9.7	9.8	3.2%	3.24	
	SK.FP	SEB	65.32	4,558	228	56%	246	8%	273	11%	4.56	4.92	5.47	14.3	13.3	12.0	9.5%	1.51	
	PHIA.NA	Philips	24.22	33,355	1,614	294%	1,922	19%	2,130	11%	1.64	1.95	2.16	14.8	12.4	11.2	14.9%	0.99	
														12.5	11.5	10.6			
日本	6502.JP	Toshiba	403	20,869	79,185	501%	133,885	69%	157,100	17%	18.69	31.59	37.07	21.6	12.8	10.9	40.9%	0.53	
	6367.JP	Daikin Industries	2940	10,531	34,802	79%	54,750	57%	68,100	24%	118.73	186.79	232.33	24.8	15.7	12.7	39.9%	0.62	
	6752.JP	Panasonic	1178	35,312	102,471	199%	158,333	55%	210,000	33%	41.77	64.55	85.61	28.2	18.3	13.8	43.2%	0.65	
	6758.JP	Sony	2589	31,783	75,129	284%	147,525	96%	178,500	21%	74.79	146.85	177.69	34.6	17.6	14.6	54.1%	0.64	
	6753.JP	Sharp	811	11,008	43,627	892%	56,380	29%	62,000	10%	39.28	50.76	55.82	20.6	16.0	14.5	19.2%	1.07	
													26.0	16.1	13.3				
韩国	066570.KS	LG Electronics	97000	12,550	1,215,009	-41%	1,642,101	35%	2,111,330	29%	8,400	11,352	14,596	11.5	8.5	6.6	31.8%	0.36	
	005930.KS	Samsung Electronics	744000	98,024	15,621,347	62%	15,825,725	1%	17,219,403	9%	106,052	107,439	116,901	7.0	6.9	6.4	5.0%	1.41	
国际平均													9.3	7.7	6.5				

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。