



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 3 月 4 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

行业向好趋势不变, 产品增速分化勿忧

白电行业 1 月数据点评

行业近况:

2011 年 1 月, 空调总销量达 948 万台 (YoY61%), 其中内销 411 万台 (YoY43%), 出口 537 万台 (YoY78%)。洗衣机总销量 536 万台 (YoY30%), 其中内销 377 万台 (YoY34%), 出口 158 万台 (YoY23%)。

冰箱总销量 599 万台 (YoY9%), 其中内销 468 万台 (YoY9%), 出口 129 万台 (YoY7%)。

点评:

1、空调、洗衣机数据超预期; 冰箱符合预期, 跨过 1 月高基数后有望回复至 15%以上的增速。

1) 我们对 2011 年基础预测是: 2011 年空调内销增长 16%, 出口 15%, 洗衣机内销出口均增长 15%, 冰箱内销增长 8%, 出口增长 5%。

2) 1 月份空调、洗衣机数据大幅超预期, 内销增长超预期主要来自于三四级市场, 此外城镇消费受房地产调控影响不大, 反映了交易量并未下降。出口方面拉美和亚洲等新兴市场需求增长迅速, 产能转移趋势继续。

3) 冰箱增长符合预期, 增速回落一方面由于过去几年农村冰箱保有率由 2005 年的 20%迅速提升至 2010 年的 50%, 普及需求增长自然放缓, 另一方面是去年 1 月高基数影响, 我们预计跨过 1 月高基数后有望回复至 15%以上的增速, 仍有超出我们预测的可能性。

2、分品牌看, 美的、小天鹅、志高、美菱市场份额提升, 增长好于行业平均; 格力和海尔保持龙头优势地位。

1) 空调: 格力、美的保持双寡头地位稳固, 合计内销市场份额达 65%, 同比维持高速增长 (格力 28%, 美的 40%), 出口表现更为优异 (格力 145%, 美的 116%); 志高和科龙增速表现突出, 大幅超出行业平均。

2) 冰箱: 海尔、美的内销基本与保持行业增速持平, 市场份额稳定; 科龙销量和市场份额均有明显下滑; 美菱销量表现较好, 市场份额略有提升。

3) 洗衣机: 海尔仍保持行业龙头地位; 美的系 (小天鹅+荣事达) 内销表现抢眼 (YoY47%), 渠道整合效应持续, 市场份额继续提升; 合肥三洋市场份额略有下降。

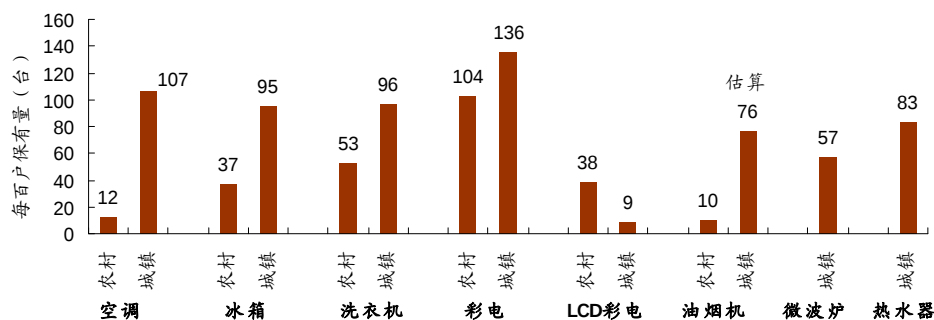
估值与投资建议:

1 月份行业数据显示白电行业整体向好趋势不变, 我们维持中长期观点: A 股持续看好 3+2 组合 (海尔、美的、格力+华帝、苏泊尔), 首推低估值白电龙头公司, 全年推荐顺序依次为**青岛海尔** (2011 年 P/E 16x, 考虑上游资产注入为 14x)、美的 (14x)、格力 (12x), 基于空调行业大幅超预期, **短期可重点关注格力、美的**。此外, **小天鹅 (17x) 和美菱 (14x)** 也值得关注, 小天鹅持续受益于美的系渠道整合, 美菱电器渠道区域销售公司化改革初见成效。

港股首推**海尔电器**, 公司基本面稳健, 近期股价调整带来介入机会, 维持目标价 10 港币不变。**志高**股价近期持续调整, 受益于空调行业良好趋势, 目前对应 2011 年市盈率 8.5x。

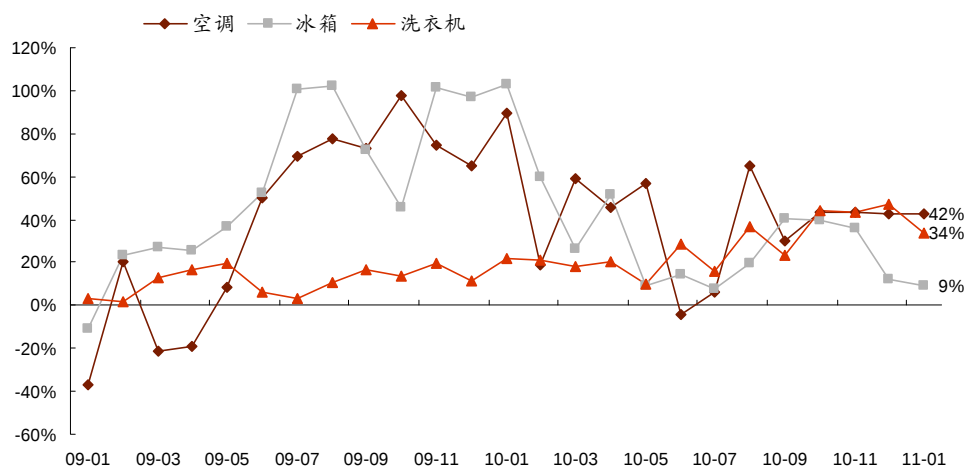
风险: 保障性住房建设进度低于预期, 房地产销售大幅下降。

图表1: 家电百户保有量 (2009 年底)



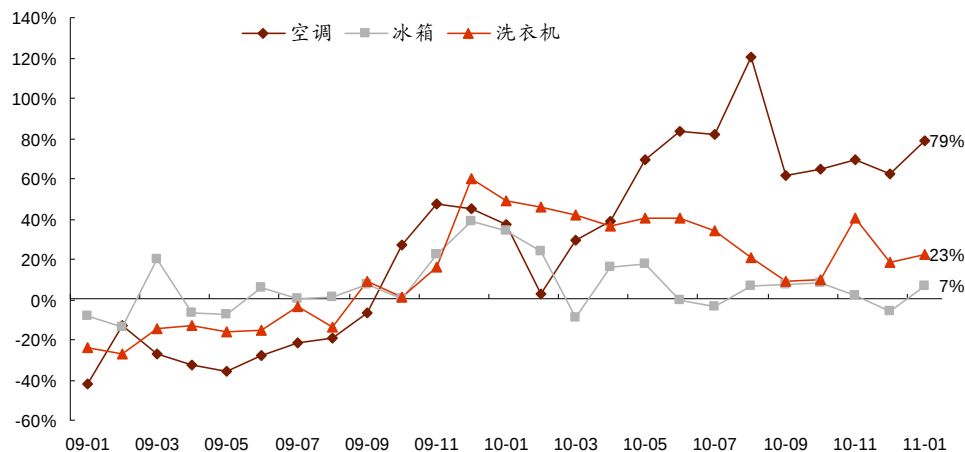
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表2: 白色家电内销增速



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表3: 白色家电出口增速



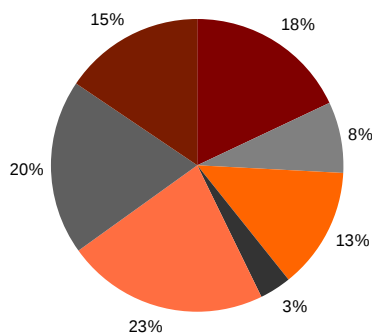
资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表4: 出口分地区

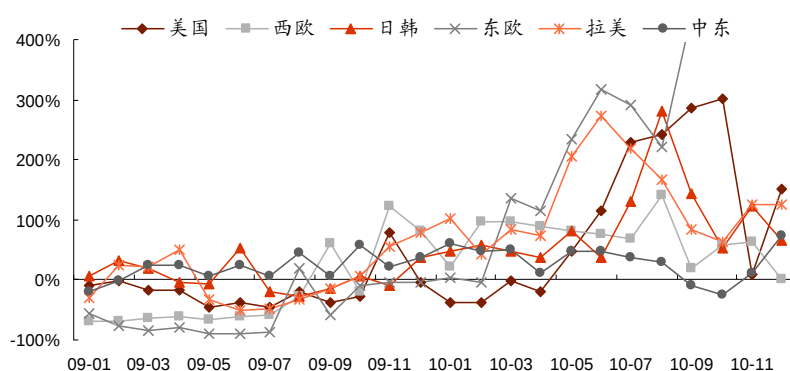
空调:

分地区占比

■ 美国 ■ 西欧 ■ 日韩 ■ 东欧 ■ 拉美 ■ 中东 ■ 其他



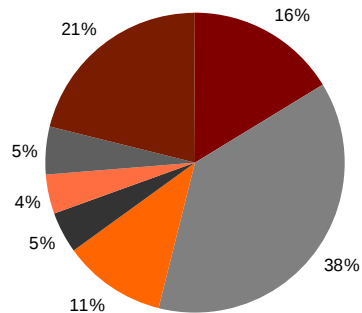
分地区增速



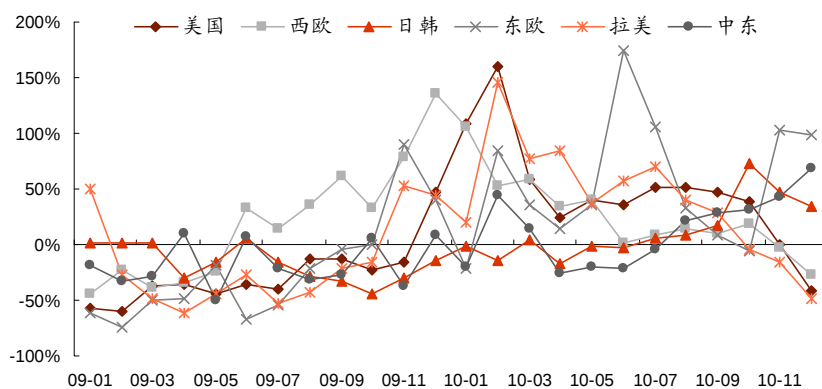
冰箱:

分地区占比

■ 美国 ■ 西欧 ■ 日韩 ■ 东欧 ■ 拉美 ■ 中东 ■ 其他



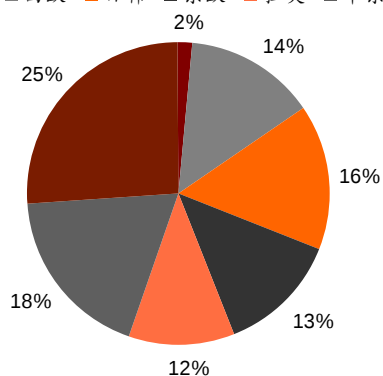
分地区增速



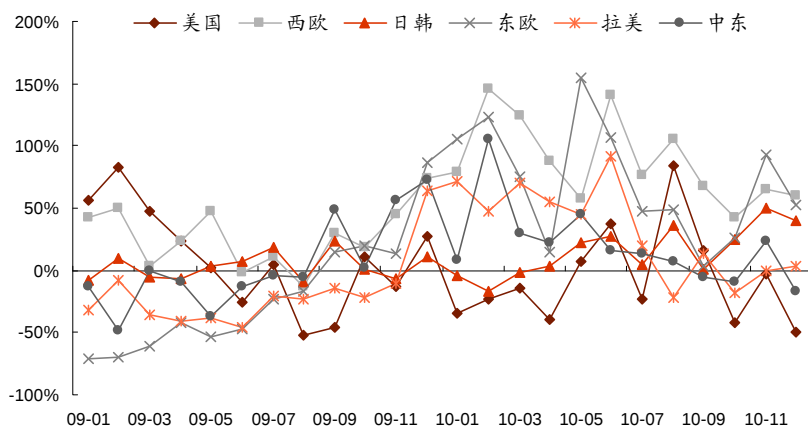
洗衣机:

分地区占比

■ 美国 ■ 西欧 ■ 日韩 ■ 东欧 ■ 拉美 ■ 中东 ■ 其他



分地区增速



资料来源: 海关总署, 中金公司研究部

图表5：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E			2011E	2012E
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	19.90	9,451	3,606	91%	4,690	30.1%	5,714	22%	1.06	1.37	1.68	18.8	14.5	11.9	25.9%	0.73
	000651.CH	格力电器	20.68	8,869	3,975	36%	5,040	26.8%	5,975	19%	1.33	1.69	2.00	15.6	12.3	10.3	22.6%	0.69
	600690.CH	青岛海尔	30.18	6,155	1,965	71%	2,563	30.4%	3,161	23%	1.47	1.91	2.36	20.6	15.8	12.8	26.8%	0.77
	600983.CH	合肥三洋	14.09	1,143	296	43%	388	31%	513	32%	0.55	0.73	0.96	25.4	19.4	14.6	31.7%	0.80
	000418.CH	小天鹅A	20.31	1,732	545	145%	749	37.5%	1,016	36%	0.86	1.18	1.61	23.6	17.1	12.6	36.5%	0.65
	000521.CH	美的电器	12.30	913	355	18%	467	31%	552	18%	0.67	0.88	1.04	18.4	14.0	11.8	24.6%	0.75
	000521.CH	美的电器 (经营性)	12.30	913	186	-36%	366	97%	499	36%	0.35	0.69	0.94	35.1	17.8	13.1	63.9%	0.55
	000921.CH	ST科龙 (经营性)	7.67	1,295	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	21.9	17.4	12.8	30.9%	0.71
	000921.CH	ST科龙	7.67	1,295	610	306%	680	11%	778	14%	0.45	0.50	0.57	17.0	15.3	13.3	12.9%	1.32
	A股平均													17.6	13.6	11.0		
黑电	000100.CH	TCL集团	4.55	2,935	435	-8%	787	81%	552	-30%	0.10	0.19	0.13	44.4	24.5	34.9	12.7%	3.49
	600839.CH	四川长虹	3.98	1,725	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	68.5	43.4	34.1	41.8%	1.64
	000016.CH	深康佳	4.93	760	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	55.1	36.5	22.6	56.1%	0.98
	600060.CH	海信电器	13.39	1,766	756	52%	945	25%	1,101	17%	0.87	1.09	1.27	15.3	12.3	10.5	20.7%	0.74
A股平均													32.3	21.9	21.0			
小家电	002242.CH	九阳股份	16.67	1,931	655	7%	821	25.3%	972	18%	0.86	1.08	1.28	19.4	15.5	13.1	21.8%	0.89
	002403.CH	爱仕达	16.28	595	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	48.2	32.1	21.9	48.4%	0.99
	002032.CH	苏泊尔	25.27	2,220	405	30%	517	27.7%	651	26%	0.70	0.90	1.13	36.0	28.2	22.4	26.8%	1.34
	002035.CH	华帝股份	14.50	493	121	126%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	26.7	20.3	15.6	30.8%	0.87
	002035.CH	华帝股份 (经营性)	14.50	493	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	33.0	20.3	15.6	45.5%	0.73
	002508.CH	老板电器	34.59	842	125	53%	152	21.8%	188	23%	0.78	0.95	1.17	44.2	36.3	29.4	22.6%	1.96
	A股平均													33.4	25.7	20.6		
H股 白电	1169.HK	海尔电器	7.81	2,229	850	102%	1,223	44%	1,598	31%	0.40	0.57	0.74	19.7	13.7	10.5	37.1%	0.53
	0921.HK	海信科龙	4.25	1,295	709	316%	829	17%	949	14%	0.52	0.61	0.70	8.1	6.9	6.1	15.7%	0.52
	0921.HK	海信科龙 (经营性)	4.25	1,295	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	10.6	8.5	6.3	30.4%	0.35
	0449.HK	志高控股	0.61	617	421	34%	492	17%	528	7%	0.06	0.07	0.08	9.9	8.5	7.9	12.0%	0.82
	H股平均													12.1	9.4	7.7		
黑电	0751.HK	创维	4.97	1,654	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	13.8	11.2	10.2	16.1%	0.86
	1070.HK	TCL多媒体	2.70	377	-983	-348%	371	138%	564	52%	-0.91	0.34	0.52	n.a.	7.9	5.2	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.85	1,107	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	70.6	41.0	24.4	70.3%	1.01
H股平均													42.2	20.1	13.3			
美国	WHR.US	Whirlpool	80.31	6,107	810	31%	727	-10%	868	19%	10.66	9.56	11.41	7.5	8.4	7.0	3.5%	2.16
	UTX.US	United Technology	82.05	75,523	4,845	11%	5,454	13%	5,985	10%	5.26	5.93	6.50	15.6	13.8	12.6	11.1%	1.40
	GE.US	GE	20.32	215,768	13,886	19%	16,694	20%	19,421	16%	1.31	1.57	1.83	15.5	12.9	11.1	18.3%	0.85
													12.9	11.7	10.3			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	158.40	7,827	4,462	12%	5,055	13%	5,596	11%	14.87	16.84	18.65	10.7	9.4	8.5	12.0%	0.89
	ARCLK.TI	Arcelik	7.00	2,944	530	2%	593	12%	672	13%	0.78	0.88	0.99	8.9	8.0	7.0	12.6%	0.71
	DLG.IM	De'Longhi	6.43	1,333	89	18%	101	14%	116	15%	0.59	0.68	0.78	10.9	9.5	8.3	14.5%	0.75
	SK.FP	SEB	69.45	4,810	264	20%	291	10%	332	14%	5.29	5.82	6.65	13.1	11.9	10.4	12.1%	1.08
	PHIA.NA	Philips	23.71	32,407	1,808	25%	2,008	11%	2,201	10%	1.83	2.04	2.23	12.9	11.6	10.6	10.3%	1.25
														11.3	10.1	9.0		
日本	6502.JP	Toshiba	521	26,975	92,809	570%	145,242	56%	170,881	18%	21.90	34.27	40.32	23.8	15.2	12.9	35.7%	0.67
	6367.JP	Daikin Industries	2744	9,827	27,969	44%	51,531	84%	65,900	28%	95.42	175.81	224.83	28.8	15.6	12.2	53.5%	0.54
	6752.JP	Panasonic	1090	32,669	103,061	200%	118,556	15%	181,950	53%	42.01	48.33	74.17	25.9	22.6	14.7	32.9%	0.79
	6758.JP	Sony	2944	36,136	87,587	315%	154,453	76%	195,949	27%	87.18	153.74	195.05	33.8	19.1	15.1	49.6%	0.68
	6753.JP	Sharp	842	11,426	29,301	566%	24,797	-15%	43,203	74%	26.38	22.33	38.90	31.9	37.7	21.6	21.4%	1.49
														28.8	22.0	15.3		
韩国	066570.KS	LG Electronics	113500	14,640	1,107,566	174%	2,326,128	110%	3,010,606	29%	7,657	16,081	20,813	14.8	7.1	5.5	64.9%	0.23
	005930.KS	Samsung Electronics	923000	121,233	14,784,355	12%	17,845,295	21%	16,897,884	-5%	100,369	121,150	114,718	9.2	7.6	8.0	6.9%	1.33
		国际平均												12.0	7.3	6.7		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

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: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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