



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

业绩预览

证券研究报告

2011年7月19日

家电及相关

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

2011 年半年报预览

龙头公司强者愈强, 布局利润率回升品种

投资要点:

家电公司半年报业绩, 与全年盈利预测相比、以及与前期市场预测相比, 大多符合预期。二季度在行业需求增长放缓、各项补贴政策退出或效果减弱的情况下, 龙头公司强者愈强, 无论在收入增长还是盈利能力方面呈现出超越行业平均增长的趋势。建议配置利润率持续回升、估值仍低的龙头公司。

半年报业绩预览:

- 1、从个股增速来看, 各子行业龙头公司强者愈强, A 股上半年业绩增长最高的是海信 (70%)、华帝 (65%)、海尔 (40%)、格力 (38%); 港股海尔电器半年报有望增长 70%。TCL 集团和四川长虹在去年低基数上也保持了高速增长, 港股 TCL 多媒体扭亏。
- 2、从子行业来看, 1) 二季度白电和小家电/厨电需求增长放缓在预期中, 毛利率稳中有升。空调仍然增长最快, 存在全年超预期可能性, 格力和美的上半年收入增长仍然在 50% 以上; 洗衣机略低于预期, 但海尔、小天鹅保持 20% 增长, 好于行业平均水平。
2) 二季度彩电在去年去库存造成的出货低基数基础上收入增长反弹, 毛利率基本维持一季度水平, 得益于 LED 销售占比和 3D 销售占比持续提升。1-5 月内销 LED 占比超过 55% (中怡康), 3D 占比接近 10%。

趋势展望:

下半年行业需求增长放缓在预期内, 明年和后年冀望保障性住房拉动家电行业重回高增长通道。房地产限购和销售负增长滞后影响下半年一二级市场家电消费, 家电下乡等政策拉动效果减弱, 出口增长也可能随海外经济波折而放缓。从子行业看, 空调是我们下半年及未来两年持续看好的子行业, 彩电需求取决于新技术带动更换需求、有向上弹性, 冰箱和洗衣机在家电下乡政策效果减弱或退出的背景下增长持续承压。

下半年利润率持续回升可待, 利润增速逐步赶上收入增长, 并有希望于明年上半年大幅超越。尤其竞争格局良好的白色家电行业, 一方面原材料成本二季度见顶回落, 另一方面随着新冷年新品上市, 成本压力进一步转嫁。

估值和投资建议:

半年报符合预期的公司目前盈利预测已充分考虑行业放缓, 全年达标确定性大, 空调还存在超预期空间。

A 股: 持续看好高增长低估值龙头公司的海尔 (2011 年 13x)、格力 (13x, 已考虑增发摊薄) 和海信 (12x)。美的 (15x)、小天鹅 (16x) 可作为布局下半年和明年利润率回升的中长线品种。华帝 (19x) 可关注年底至明年战略投资者引入助力中长期发展。四川长虹 (34x) 提示组织架构改革、盈利能力好转带来的交易性机会。

港股: 持续看好海尔电器 (12x), 渠道业务的快速放量有望抵消洗衣机行业增长放缓影响, 维持目标价 HK\$12.6 (对应 2011 年市盈率 17x); 维持对创维和志高的审慎推荐评级, 目标价分别为 HK\$5.2 和 HK\$0.64 (对应 2011 年市盈率均为 10x)。

图表 1: 家电公司半年度业绩预览

股票代码	公司 名称	中报 公布日	营业收入					净利润					1H2011 EPS		中报 占比	1H是否超 市场预期	备注		
			1Q10	2Q10	1H10	1Q11	2Q11E	1H11E	1Q10	2Q10	1H10	1Q11	2Q11E	1H11E	未摊薄	摊薄			
白色家电																			
600690.CH	青岛海尔	2011-08-31	13,387	16,296	29,684	16,478	19,587	36,066	361	720	1,080	531	982	1,513	1.13		52%	符合	包含收购上游资产并表业绩
	YoY		46%	35%	39%	23%	20%	22%	161%	26%	52%	47%	36%	40%				符合	
000527.CH	美的电器	2011-08-31	15,541	23,484	39,025	30,481	30,789	61,270	605	1,183	1,789	711	1,471	2,182	0.64		53%	符合	
	YoY		76%	46%	57%	96%	31%	57%	235%	23%	56%	18%	24%	22%				略低于	公开增发延至半年报后
000651.CH	格力电器	2011-08-23	10,227	14,919	25,145	17,274	22,455	39,729	639	934	1,573	935	1,235	2,170	0.77	0.73	40%		
	YoY		13%	36%	25%	69%	51%	58%	15%	38%	28%	46%	32%	38%			33%	符合	不包含收购售后和网络销售并表业绩
1169.HK	海尔电器	2011-08-31			12,694		20,565				276			470	0.20			符合	内销毛利率低于预期
					172%		62%				92%			70%					
0449.HK	志高控股	2011-8-22			4,664		6,063				278			211	0.27		44%	低于	
					55%		30%				105%			-24%					
小家电																			
002032.CH	苏泊尔	2011-08-31	1,410	1,228	2,637	1,917	1,459	3,376	106	73	179	142	87	229	0.40		44%	符合	
	YoY		45%	51%	47%	36%	19%	28%	61%	27%	45%	34%	19%	28%				低于	2Q豆浆机行业负增长所致
002242.CH	九阳股份	2011-8-27	846	1,561	2,408	1,225	1,795	3,020	83	190	273	122	184	306	0.40		44%	低于	
	YoY		-12%	28%	10%	45%	15%	25%	-35%	1%	-14%	47%	-3%	12%				低于	炊具行业出口持续低迷
002403.CH	爱仕达	2011-8-26	489	496	985	519	544	1,063	21	13	34	25	9	33	0.14		39%		
	YoY		55%	43%	49%	6%	10%	8%	11%	-32%	-11%	17%	-32%	-2%				略高于	管理改善，市场份额回升，销售费用率下降所致
002035.CH	华帝股份	2011-8-9	344	423	766	409	687	1,096	12	22	34	17	39	56	0.25		35%		
	YoY		76%	16%	37%	19%	62%	43%	-156%	132%	-375%	42%	78%	65%					
彩电																			
600060.CH	海信电器	2011-8-24	5,230	4,259	9,489	4,994	4,874	9,868	137	110	247	264	157	420	0.48		42%	符合	
	YoY		51%	8%	28%	-5%	14%	4%	59%	36%	48%	92%	42%	70%				高于	
000100.CH	TCL 集团	2011-8-26	11,916	11,250	23,166	13,374	12,366	25,740	65	93	158	223	266	489	0.06		62%		
	YoY		54%	15%	32%	12%	10%	11%	332%	11%	59%	245%	185%	210%				36%	经营性符合 2Q含小部分土地出让收入
1070.HK	TCL多媒体	2011-8-26	6,761	5,480	12,241	6,581	11,780	18,361	44	-378	-334	34	85	119	0.11				
	YoY		35%	-14%	7%	-3%	115%	50%	70%	-421%	n.a	n.a	123%	136%				低于	彩电业务尚在调整期；手机业务向智能转型，微亏。
000016.CH	深康佳 A	2011-8-24	4,267	3,673	7,940	3,340	3,820	7,160	36	15	51	-77	-103	-180	-0.15			62%	经营性符合 经营性利润超过1.5亿
	YoY		63%	43%	54%	-22%	4%	-10%	-11%	-62%	-37%	-316%	-776%	-454%					
600839.CH	四川长虹	2011-8-24	8,821	9,791	18,612	10,538	12,169	22,707	6	35	41	103	127	230	0.06				
			46%	36%	40%	19%	24%	22%	108%	28%	35%	1734%	262%	466%					
未覆盖的已预增公司																			
000418.CH	小天鹅	2011-8-25	2,571	1,972	3,634	3,831	3,641	7,472	114	90	168	135	139	274	0.43		43%	低于	备考增长7-15%。洗衣机行业低于预期，加上前期渠道库存偏高
	YoY		164%	112%	91%	49%	85%	106%	162%	279%	150%	19%	54%	63%					

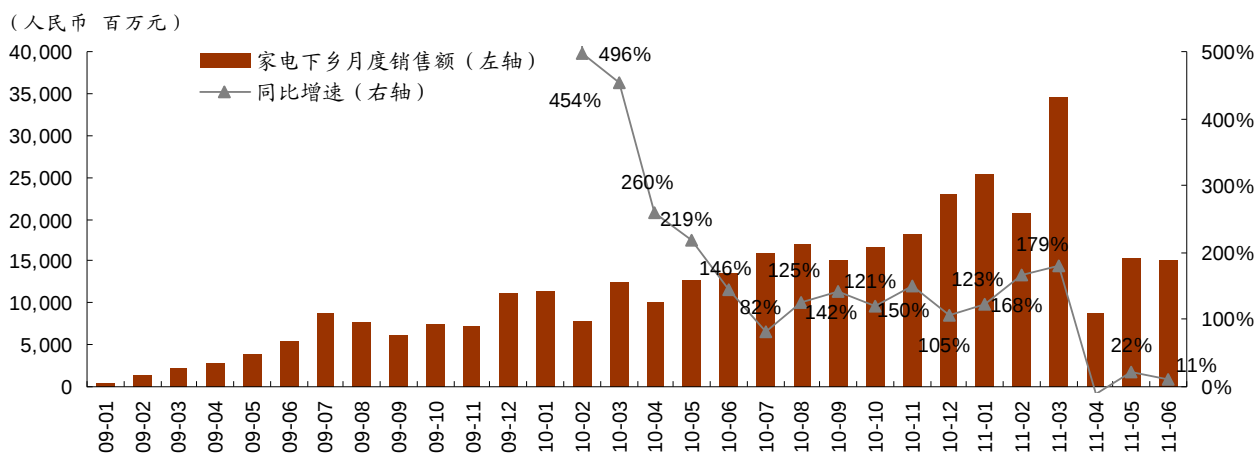
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 大家电销售预测比较

	空调		冰箱		洗衣机		LCD彩电	
	内销	出口	内销	出口	内销	出口	内销	出口
1-5月累计增速	31%	33%	27%	6%	27%	23%	13%	10%
5月单月增速	31%	8%	46%	4%	5%	10%	11%	-6%
按1-5月季季节性推测全年增速	21%	16%	20%	8%	18%	9%	15%	8%
按5月单月季季节性推测全年增速	21%	7%	20%	6%	-3%	16%	16%	6%
中金年初预测	16%	15%	8%	10%	15%	15%	17%	10%

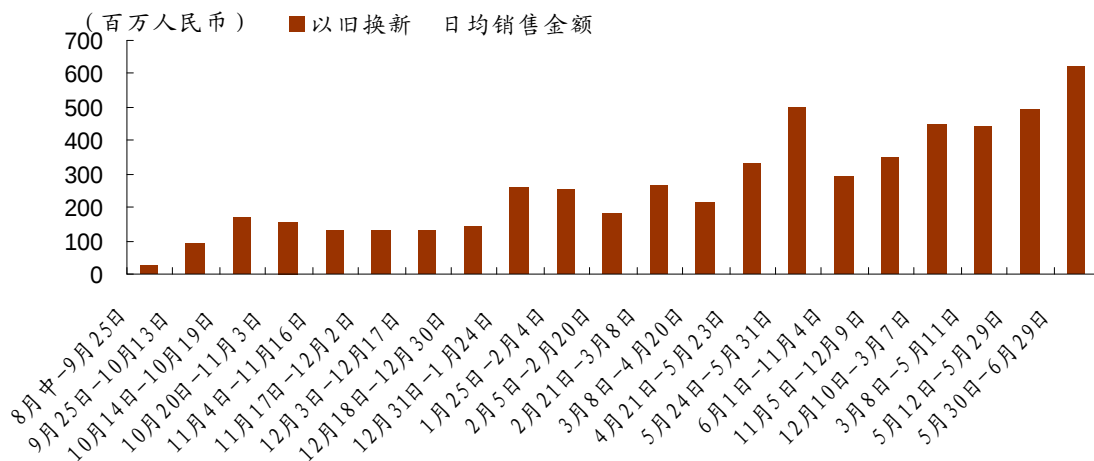
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 3: 家电下乡月度销售



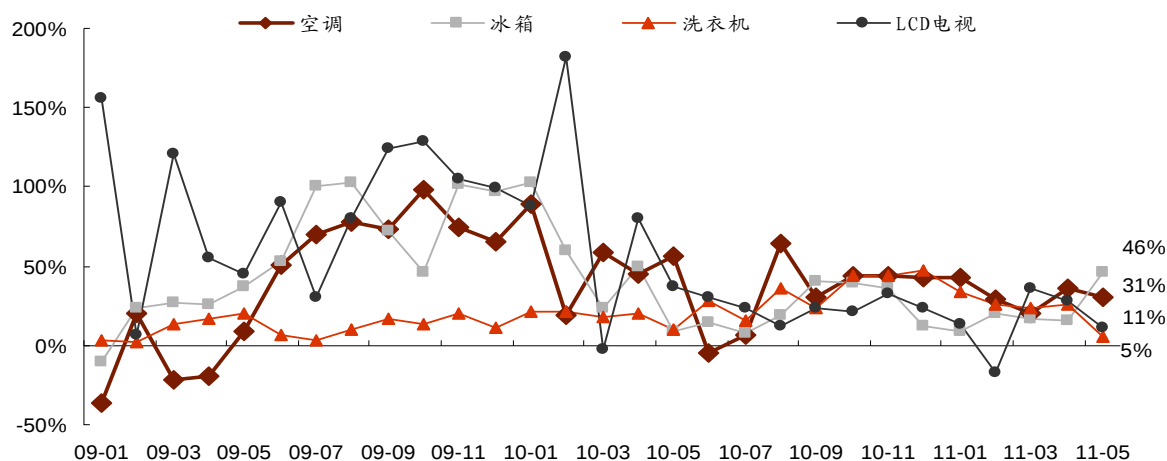
资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 4: 家电以旧换新日均销售额



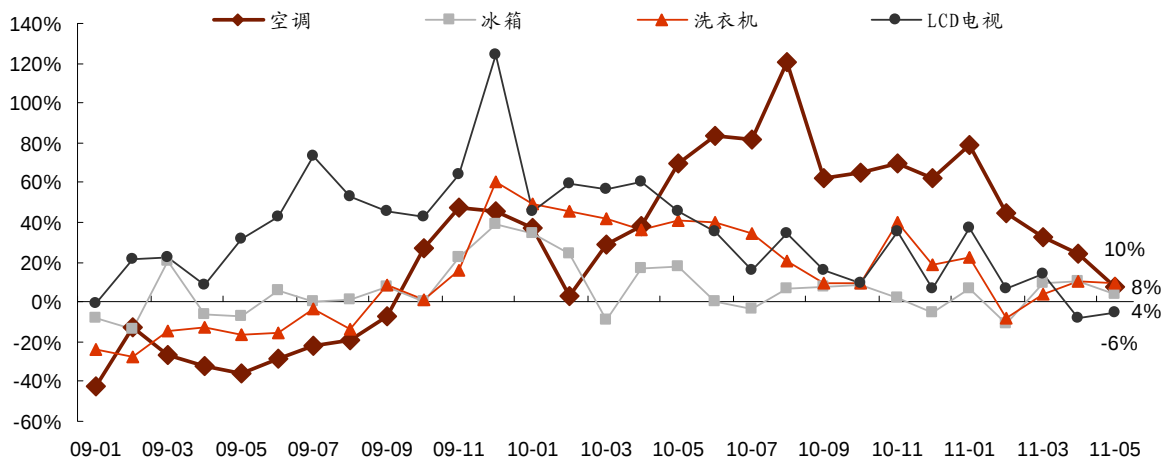
资料来源：商务部，中金公司研究部

图表5: 大家电内销增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表6: 大家电出口增速



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 7：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
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	18.43	9,643	3,127	69%	4,125	32%	5,355	30%	0.92	1.22	1.58	19.9	15.1	11.6	30.9%	0.65
	000651.CH	格力电器	23.86	10,395	4,276	47%	5,376	26%	6,497	21%	1.43	1.80	2.18	16.6	13.2	10.9	23.3%	0.71
	600690.CH	青岛海尔	14.05	5,821	2,035	47%	2,888	42%	3,692	28%	0.76	1.08	1.38	18.5	13.0	10.2	34.7%	0.53
	600983.CH	合肥三洋	12.99	1,070	302	46%	387	28%	524	36%	0.57	0.73	0.98	22.9	17.9	13.2	31.7%	0.72
	000418.CH	小天鹅A	16.83	1,499	507	79%	679	34%	922	36%	0.80	1.07	1.46	21.0	15.7	11.5	34.9%	0.60
	000521.CH	美菱电器	9.57	706	326	8%	342	5%	378	10%	0.61	0.65	0.71	15.6	14.8	13.4	7.7%	2.02
	000921.CH	ST科龙	6.59	1,082	585	274%	656	12%	735	12%	0.43	0.48	0.54	15.2	13.6	12.1	12.1%	1.26
A股平均													17.5	13.4	10.6			
黑电	000100.CH	TCL集团	2.91	3,813	433	-8%	787	82%	552	-30%	0.05	0.09	0.07	57.0	31.4	44.7	13.0%	4.39
	600839.CH	四川长虹	3.59	1,975	292	146%	371	27%	437	18%	0.08	0.10	0.12	43.7	34.5	29.2	22.3%	1.96
	000016.CH	深康佳	4.46	677	84	-45%	-38	-145%	65	-272%	0.07	-0.03	0.05	64.0	n.a.	82.5	-11.9%	-5.36
	600060.CH	海信电器	13.80	1,849	835	68%	1,010	21%	1,156	14%	0.96	1.17	1.33	14.3	11.8	10.3	17.7%	0.81
A股平均													32.7	25.3	24.3			
小家电	002242.CH	九阳股份	12.75	1,500	591	-3%	687	16%	822	20%	0.78	0.90	1.08	16.4	14.1	11.8	18.0%	0.91
	002403.CH	爱仕达	14.39	534	62	-26%	86	38%	123	44%	0.26	0.36	0.51	55.5	40.3	28.1	40.6%	1.37
	002032.CH	苏泊尔	24.25	2,164	404	30%	525	30%	688	31%	0.70	0.91	1.19	34.7	26.7	20.4	30.5%	1.14
	002035.CH	华帝股份	13.34	461	121	122%	160	32%	208	30%	0.54	0.72	0.93	24.5	18.6	14.3	30.8%	0.80
	002035.CH	华帝股份 (经常性)	13.34	461	98	97%	160	63%	208	30%	0.44	0.72	0.93	30.4	18.6	14.3	45.5%	0.67
	002508.CH	老板电器	18.54	734	134	64%	177	32%	223	26%	0.52	0.69	0.87	35.3	26.9	21.3	28.7%	1.23
	002543.CH	万和电气	25.61	792	186	48%	240	29%	312	30%	0.93	1.20	1.56	27.6	21.4	16.4	29.5%	0.93
A股平均													26.7	21.8	17.1			
H股 白电	1169.HK	海尔电器	9.20	2,758	964	115%	1,442	50%	1,824	27%	0.52	0.74	0.94	17.6	12.4	9.8	37.5%	0.47
	0921.HK	海信科龙	2.90	1,082	735	314%	679	-8%	665	-2%	0.54	0.50	0.49	5.3	5.8	5.9	-4.9%	-1.08
	0449.HK	志高控股	0.54	584	310	-2%	482	55%	624	30%	0.04	0.06	0.09	13.8	8.5	6.2	41.9%	0.33
H股平均													11.0	8.1	6.6			
黑电	0751.HK	创维	4.74	1,585	1,174	-6%	1,338	14%	1,490	11%	0.46	0.52	0.58	10.3	9.1	8.1	12.7%	0.82
	1070.HK	TCL多媒体	3.21	448	-983	-348%	331	134%	516	56%	-0.91	0.30	0.47	n.a.	10.5	6.8	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	6.74	959	702	2950%	788	12%	948	20%	0.63	0.71	0.85	10.7	9.5	7.9	16.2%	0.66
H股平均													10.5	9.7	7.6			
美国	WHR.US	Whirlpool	75.83	5,780	619	89%	807	30%	693	-14%	8.12	10.59	9.09	9.3	7.2	8.3	5.8%	1.61
	UTX.US	United Technology	88.32	80,836	4,373	14%	4,937	13%	5,573	13%	4.78	5.39	6.09	18.5	16.4	14.5	12.9%	1.43
	GE.US	GE	18.41	195,246	11,644	6%	14,613	25%	17,534	20%	1.10	1.38	1.65	16.8	13.4	11.1	22.7%	0.74
A股平均													14.9	12.3	11.3			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	144.30	6,812	3,997	53%	3,936	-2%	4,921	25%	13.31	13.10	16.38	10.8	11.0	8.8	11.0%	0.99
	ARCLK.TI	Arcelik	8.14	3,302	517	7%	558	8%	613	10%	0.77	0.83	0.91	10.6	9.9	9.0	8.8%	1.20
	DLG.IM	De'Longhi	8.52	1,787	75	132%	109	45%	126	16%	0.50	0.73	0.84	17.0	11.7	10.1	29.8%	0.57
	SK.FP	SEB	70.93	4,971	220	51%	269	22%	291	8%	4.41	5.38	5.83	16.1	13.2	12.2	15.0%	1.07
	PHIA.NA	Philips	17.22	24,369	1,446	253%	1,159	-20%	1,513	31%	1.43	1.15	1.50	12.0	15.0	11.5	2.3%	5.24
A股平均													13.3	12.2	10.3			
日本	6502.JP	Toshiba	410	21,971	142,106	3%	167,272	18%	194,541	16%	33.53	39.47	45.91	12.2	10.4	8.9	17.0%	0.72
	6367.JP	Daikin Industries	2789	10,338	45,365	128%	59,600	31%	69,900	17%	154.77	203.33	238.47	18.0	13.7	11.7	24.1%	0.75
	6752.JP	Panasonic	973	30,184	30,277	59%	153,226	406%	210,000	37%	12.34	62.46	85.61	78.8	15.6	11.4	163.4%	0.48
	6758.JP	Sony	2142	27,213	97,009	137%	164,695	70%	196,030	19%	96.56	163.94	195.13	22.2	13.1	11.0	42.2%	0.53
	6753.JP	Sharp	741	10,408	5,712	71%	36,107	532%	55,900	55%	5.14	32.51	50.33	144.1	22.8	14.7	212.8%	0.68
A股平均													55.1	15.1	11.5			
韩国	066570.KS	LG Electronics	81600	11,125	-635,874	-155%	1,072,508	-269%	1,662,094	55%	-4,396	7,415	11,491	-18.6	11.0	7.1	n.a.	n.a.
	005930.KS	Samsung Electronics	813000	112,869	13,236,460	37%	14,082,489	6%	16,795,575	19%	89,861	95,605	114,023	9.0	8.5	7.1	12.6%	0.72
国际平均													-4.8	9.8	7.1			

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。

截至报告发布日前十二个月之内，中金公司为中国建筑提供过投资银行服务。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

