

[2009.01.19]

洗衣机与彩电行业是避风港么？

——家用电器行业策略月报（2009 年 1 月）

王稹

方馨

021-38676720

021-38676685

wangzhen@gtjas.com

fangxin@gtjas.com

- 本报告导读：
- 渠道库存、彩电、汇率与出口退税率研究。
 - 2月激进组合：九阳股份、格力电器、美的电器、合肥三洋、海信电器。

投资要点：

- 2009 年我们推出行业策略月报，主要目的是捕捉行业基本面的变化，并结合市场，及时调整盈利预测和激进推荐组合。我们的激进组合的目标是战胜我们长期推荐的稳健组合，风险收益特征都相对更大。
- 本次我们关注渠道库存、彩电、汇率与出口退税率三个问题。
 - 渠道库存：渠道保持 1-2 个月的库存是比较正常的。目前空调库存虽同比增长，但压力不会大于 06 年初；洗衣机和彩电库存增长较快。
 - 彩电降价：虽然全球市场比较萎靡，但中国液晶电视市场仍将保持较高的增速。2009 年国产品牌占有率可能进一步提高。
 - 汇率与出口退税率：消费低迷对出口需求的影响更为根本，而汇率对出口毛利率的压制难以弥补；出口退税率可与汇兑损失相当。
- 本次激进组合：九阳股份、格力电器、美的电器、合肥三洋、海信电器。总体调整思路是：
 - 目前洗衣机行业库存存在一定压力，且前期洗衣机行业涨幅相对较高，从风险收益的角度，我们降低洗衣机行业的配置。
 - 空调行业利空基本在预期之中，目前从相对估值来看明显低估，因而我们调入空调行业的公司。

2009-1-1 ~ 2009-1-16 A 股指数涨幅：7.34% 家电板块涨幅：4.03%

涨幅前五名	
浙江阳光	27%
盾安环境	25%
雪莱特	22%
小天鹅 A	17%
澳柯玛	15%

跌幅前五名	
九阳股份	-5%
格力电器	-4%
青岛海尔	2%
苏泊尔	3%
美的电器	3%

2009-1-1 ~ 2009-1-16 激进组合涨幅：6.59%

上期组合	
九阳股份	30%
小天鹅	25%
合肥三洋	20%
海信电器	15%
深康佳	10%



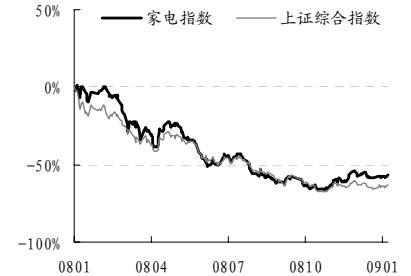
本期组合	
九阳股份	30%
格力电器	30%
美的电器	20%
合肥三洋	10%
海信电器	10%

细分行业评级

白色大家电	增持
小家电	增持
黑色家电	中性
手机	中性

家电板块走势图

52周内股价走势图



相关报告

家电下乡政策再次撬动农村市场

(08.12.01)

虽叹迷雾掩苍穹，但拨浓云探星光

(08.12.01)

家电企业盈利预测

	GTJA		WIND	
	08E	09E	08E	09E
格力电器	1.55	1.74	1.49	1.77
美的电器	0.77	0.91	0.79	0.96
青岛海尔	0.62	0.70	0.68	0.82
九阳股份	2.35	2.90	2.11	2.78
TCL 集团	0.21	0.18	0.19	0.16
四川长虹	0.09	0.14	0.24	0.35
苏泊尔	0.58	0.77	0.54	0.74
佛山照明	-	-	0.40	0.34
深康佳 A	0.25	0.27	0.23	0.27
三花股份	-	-	2.37	1.21
海信电器	0.47	0.53	0.49	0.63
合肥三洋	0.36	0.51	0.33	0.47
盾安环境	-	-	0.65	0.74
小天鹅 A	0.14	0.30	0.29	0.46
浙江阳光	-	-	0.49	0.59
美菱电器	-	-	0.08	0.12
澳柯玛	-	-	-	-
雪莱特	-	-	0.20	0.27
德豪润达	-	-	0.19	0.30
华帝股份	-	-	0.10	0.14
伊立浦	-	-	0.37	0.52

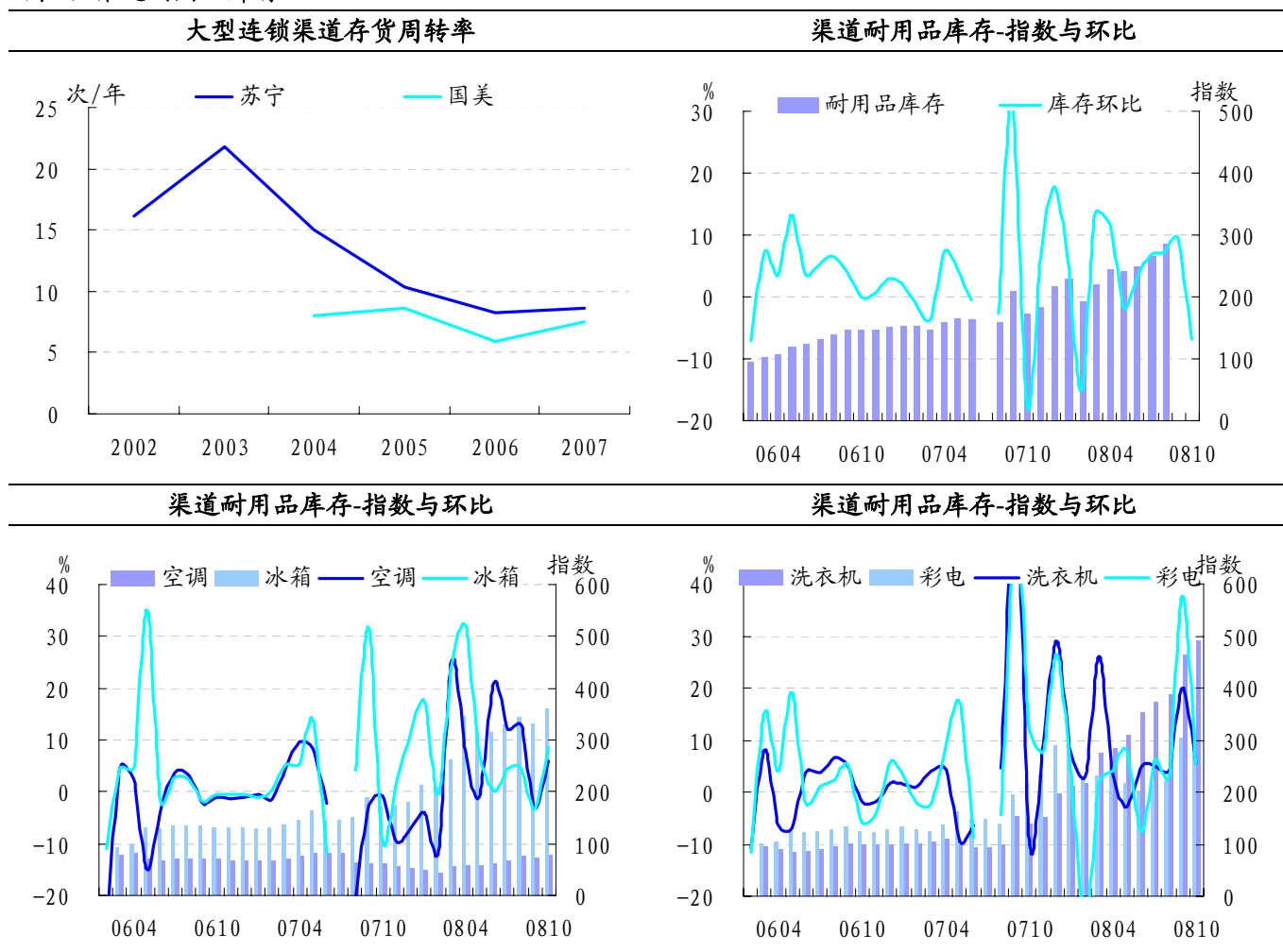
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 渠道库存：关注异常值

2008 年大家一直担心渠道库存问题。我们认为家电行业拥有一定量库存是正常经营的必需。只要存货跌价不快，就无须过于担忧。

- ✓ 从渠道商的存货周转率来看，渠道保持 1-2 个月的库存是比较正常的。
- ✓ 耐用品的渠道库存总体呈现稳中有增的趋势。2008 年 10 月开始掉头向下，或显示渠道消化库存的努力。
- ✓ 分类别看，空调库存虽同比增长，但好于 05 年 11 月（基期）的水平，库存压力不会大于 06 年；冰箱下半年趋于平稳；洗衣机和彩电库存增长较快，产品升级导致的涨价可能有较大影响。
 - 空调：历年 8 月开始渠道库存开始减少，但在 08 年 10 月反而逆势增长，或反映销售的不畅。随着近来厂商的减产和渠道大力促销，压力或有所减轻。
 - 洗衣机：库存自 07 下半年开始有提升趋势，其中 08 下半年攀升较快，可能与滚筒的占比提升有关。旺季备货因素也有影响，需要关注其消化速度。
 - 彩电：库存下半年上升较快，在 10 月已经处于较高水平，同样与液晶的占比提升有关，库存量的提升到目前应已部分消化。由于平板电视上游跌价较快，尤其 12 月跌幅较大，将使得渠道和厂商的库存产生跌价损失。

图 1：渠道耐用品库存



数据来源：商务部，Bloomberg，Wind，国泰君安证券研究所

2. 彩电降价：渗透率提升，国产品牌翻身

2.1. 最新预测：全球萎靡，中国尚好

2009 年，全球液晶电视市场增速将显著下降。DisplaySearch 上月下调了 2009 年平板电视的出货量预期，并认为：

- ✓ 发达国家如日本、北美与西欧等液晶电视出货量增长率将只有 2%。
- ✓ 由于液晶电视价格下跌，发展中国家 CRT 的销量占有率估计将下降到 60-70% 之间，2009 年液晶电视出货量年成长率可望达到 45%，低于 2008 年的 68%。

上月发布的《2009 年中国平板电视消费需求趋势预测报告》对中国彩电内销作出了预测。报告认为 PDP 电视萎缩较严重，而 LCD 电视的增速也将降到 30% 以下。

表 1: 对彩电市场的最新预测

类别	AVC(中国)				DisplaySearch(全球)			
	销量(万台)	同比	销售额(亿元)	同比	出货量(万台)	同比	出货额(亿美元)	同比
LCD 电视	1,462	24.20%			12,000	17.00%	640	-16.00%
CRT 电视	1,936	-12.90%						
PDP 电视	127	-21.00%			1,460	5.00%		
总计	3,525	-0.10%	1,285	-0.60%	20,530	3.00%	880	-18.00%

数据来源：AVC，DisplaySearch，国泰君安证券研究所

2.2. 中国市场：空间仍大，国产品牌翻身

我们认为，虽然全球市场比较萎靡，但中国液晶电视市场仍将保持较高的增速。液晶电视比重的提升将覆盖其价格的下跌，销售额有望保持平稳。

- ✓ 液晶电视对 CRT 的替代还处于初级阶段，液晶电视的保有量仅略超 5%。在保有量、渗透率和销量占有率上，与发达国家的差距还很大。
- ✓ 终端产品降价有助于加速液晶电视的渗透率提升，中小尺寸液晶电视对 CRT 的替代性日益提升。目前 32 寸液晶电视已跌破 3000 元，42 寸液晶电视已跌破 4000 元，26 寸仅 2000 出头，[居民收入/产品价格] 日益提升。小尺寸液晶电视与同尺寸 CRT 的价格差异下降到了 2 倍以内，替代性日益增强。
- ✓ 三四级市场对中小尺寸液晶电视的需求支撑行业增长。一二线城市彩电销售中液晶电视已占到 50% 以上，三四级市场还比较低。价格较低的中小尺寸液晶电视符合三四级市场的购买力，家电下乡也有促进作用。

2008 年国产品牌的地位显著提升，在 10 月开始的降价当中掌握主动权，市场份额大幅提升，首次超越了外资品牌。2009 年国产品牌占有率可能进一步提高。

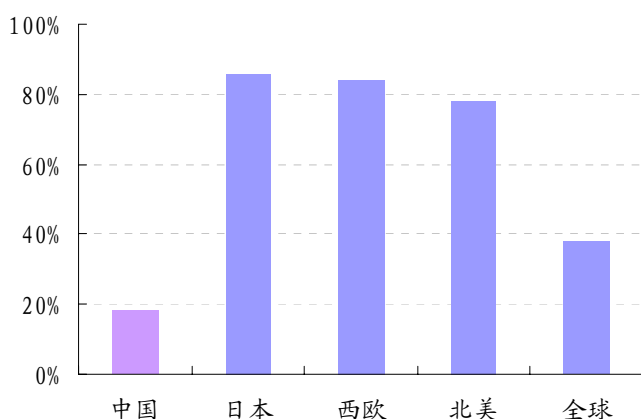
- ✓ “消费降级”趋势使得性价比高的国产品牌受到追捧。对经济的不确定预期首先将影响高端产品的需求，形成“消费降级”趋势，有利于国产品牌。
- ✓ 国产品牌有能力继续降价。由于上游液晶面板产能过剩，尤其是台湾面板厂商的扩产，使得国产品牌上游受制于人的局面被打破，在供货保障以及议价能力上都有了较大的提高。虽然面板价格已逼近现金成本，09 年面板价格可

能企稳，但由于存货消化时滞和液晶模组生产的内部化，国产品牌继续降价的空间仍然存在。

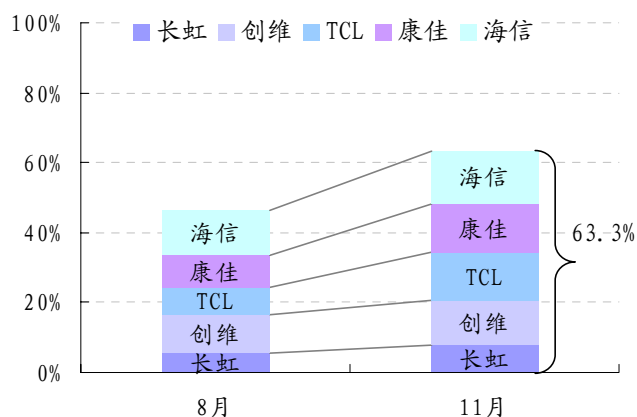
- ✓ 外资品牌是否能充分跟进？在历次的价格战中，外资品牌的降价总是赶不上国产品牌的。虽然在 09 年外资品牌必将有所行动，但我们不认为外资品牌会显著显现出性价比优势。

图 2：国内市场空间，国产品牌份额提升；液晶、等离子面板与整机价格走势

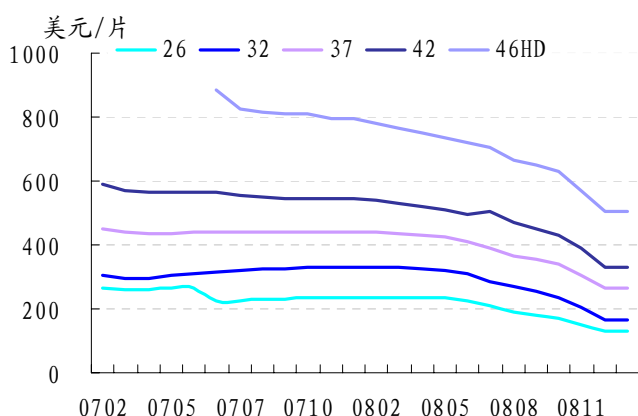
液晶电视销量占有率比较 2007



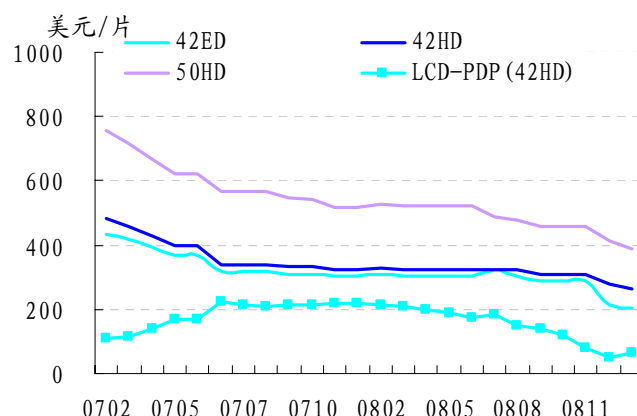
国产品牌液晶电视零售量份额提升



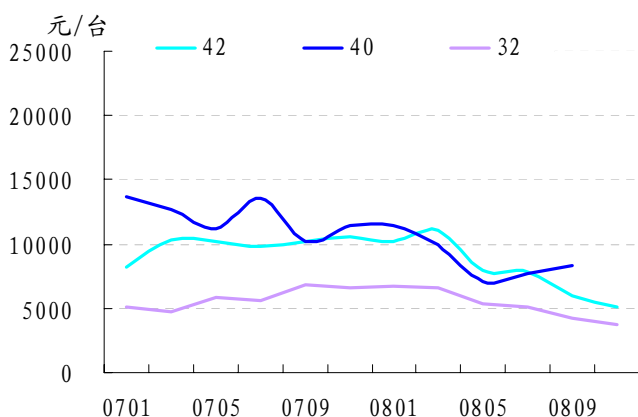
液晶面板价格走势



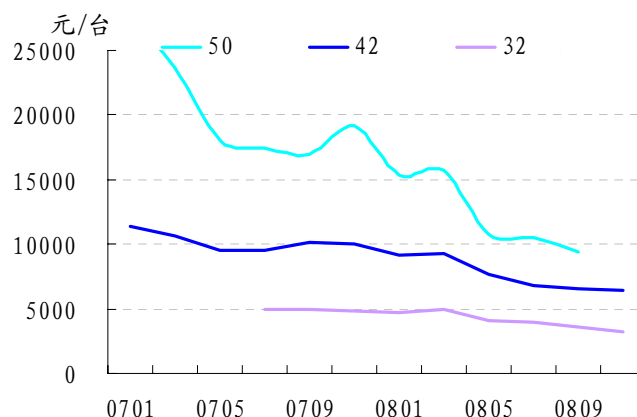
等离子面板价格走势



液晶电视价格走势



等离子电视价格走势



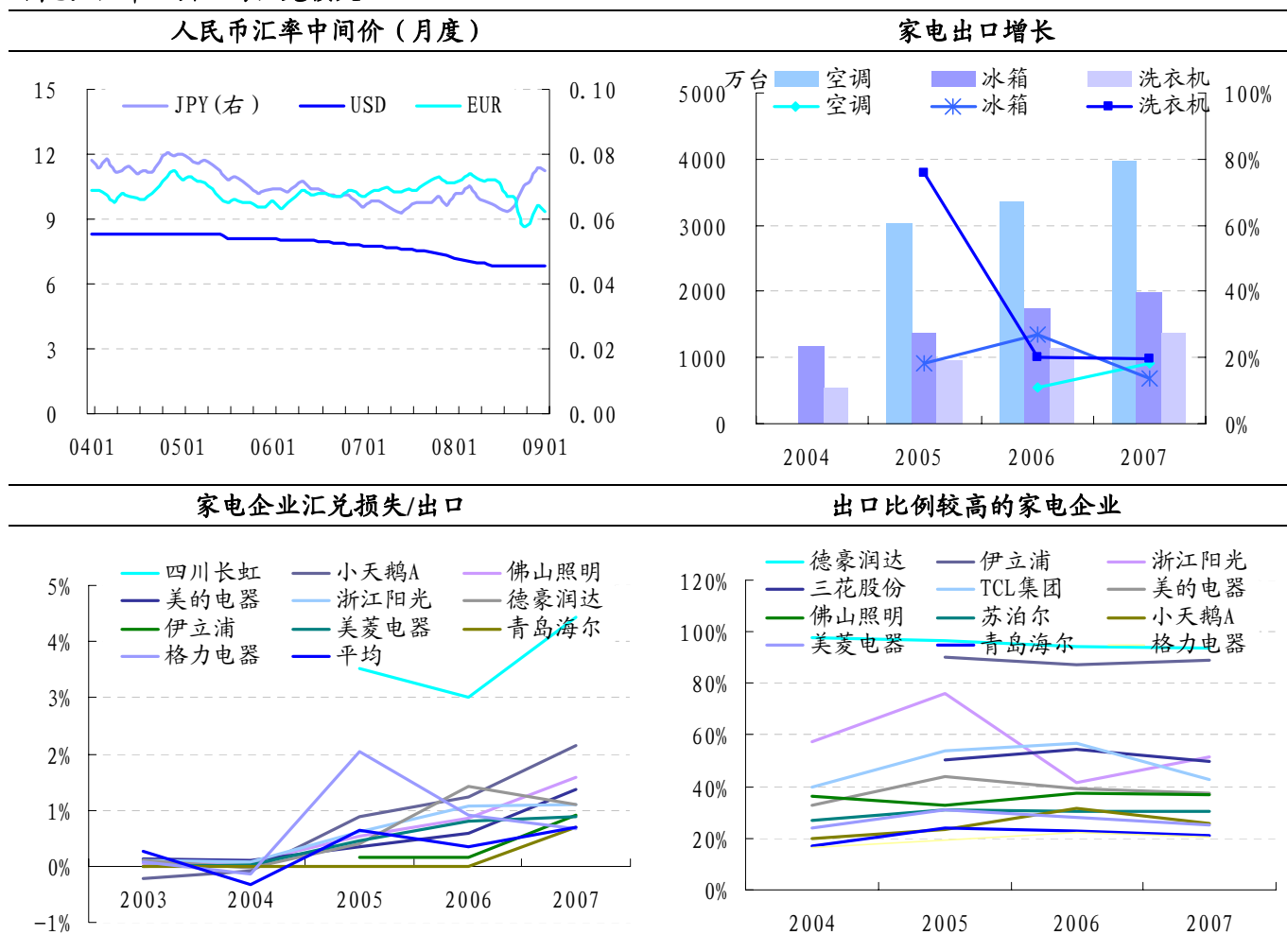
数据来源: Displaysearch, 《电器》, 中经网, 中怡康, 国泰君安证券研究所

3. 汇率与出口退税率：究竟对出口有多大影响？

年初的反弹显示 2009 年美元汇率走势将不再重复 2008 年的单边下跌。同时，09 年起大部分家电的出口退税率上调。这将对 2009 年的出口产生多大的影响？

- ✓ **汇率将影响出口的需求，但对国外需求的总量影响有限。**更多地是影响到国外需求在其本国、中国和其他国家之间的分配。历年汇率变动与出口增长并没有显著的相关性，显示出口还受到其他重要因素的影响。目前欧美、日本等国家家电销售低迷，需求并不旺盛，将对出口产生更为根本性的影响。
- ✓ **汇率影响以人民币计算的收入，进而影响毛利率，还带来汇兑损益。**由于大部分订单以美元结算，在人民币升值过程中，交货期差异、议价能力下降等因素会影响毛利率，而账期会带来汇兑损失。以上市公司数据看，出口毛利率普遍较低，汇兑损失有提升趋势。
- ✓ **出口退税率上调相对升值幅度而言影响不大，仅短期内有利于毛利率；数值上基本与汇兑损失相当。**07、08 年美元贬值幅度均超过 6%，1% 的出口退税率上调并不能对冲太多毛利率上的损失；如果出口合同相应降价，会使这一点利益化为乌有。

图 3：汇率、出口与汇兑损失



数据来源：Wind，中华商务网，国泰君安证券研究所

4. 投资组合与盈利预测调整

定义:

什么是稳健组合?
目标战胜家电板块指数!

而我们的激进组合呢?
目标战胜稳健组合!!!

我们对稳健组合和激进组合的定义显示，激进组合是风险收益相对更大的。在 2008 年 12 月份末，我们设定的初始组合是小天鹅（25%）、合肥三洋（20%）、九阳股份（30%）、海信电器（15%）、深康佳（10%），主要是考虑到，

- 可以预见的是，2009 年 1 月份彩电、小家电、洗衣机行业的负面消息较少，而空调、冰箱行业数据可能较差，市场预期较差。
- 同时，在与投资者的交流中，感受到对洗衣机和彩电行业的关注程度较高。国内彩电品牌在液晶电视市场的占有率持续提升，地位向好。
- 小天鹅、合肥三洋的成长性相对较好，特别是小天鹅存在业绩反转的可能，而相对估值和总市值处在可以接受的范围内。

（考虑春节因素，我们略微提前发布行业月报）

本期组合调整的总体思路:

- 目前洗衣机行业库存存在一定压力，且前期洗衣机行业涨幅相对较高，从风险收益的角度，我们降低洗衣机行业的配置。
- 空调行业利空基本在预期之中，目前从相对估值来看明显低估，因而我们调入空调行业的公司。
- 彩电行业 11 月起销售额增长比较低迷，液晶电视存货跌价风险较大，且前期行业已有一定涨幅，我们降低彩电配置。调出四季度业绩可能下滑的深康佳，降低海信电器配置。

表 2: 上期组合的总结

公司	权重	涨跌幅	对近期走势的简单总结
小天鹅	25%	16.52%	洗衣机板块的两个公司市场认可度较高，洗衣机行业负面消息较少。
合肥三洋	20%	10.01%	
九阳股份	30%	-5.17%	考虑到小家电行业的相对稳定性，但是未能充分考虑到九阳股份在 12 月份创新高之后，上涨动力不足。不过我们认为有望在 2 月份披露的业绩快报应是一份满意的答卷。
海信电器	15%	8.28%	彩电板块的两个公司相对平稳。
深康佳	10%	7.62%	

数据来源：国泰君安证券研究所

表 3: 本期组合的介绍

公司	权重	简述
九阳股份	30%	有望在 2 月份披露的业绩快报应该令人满意，维持配置不变。
格力电器	30%	空调行业利空基本在预期之中，渠道库存压力好于 06 年，估值较低。
美的电器	20%	
合肥三洋	10%	降低洗衣机行业配置。剔除小天鹅的原因是担心二月份最后一周业绩预告对股价的影响。
海信电器	10%	降低彩电行业配置。调出四季度业绩可能下滑的深康佳，保留液晶电视市场的优势显著的海信。

数据来源：国泰君安证券研究所

表 4: 本期组合盈利预测一览

EPS 预测	GTJA		Wind		Wind Max		Wind Max/Wind-1	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
格力电器	1.55	1.74	1.49	1.77	2.01*	2.58*	35%	46%
美的电器	0.77	0.91	0.79	0.96	0.89	1.17	12%	22%
海信电器	0.47	0.53	0.49	0.63	0.65	0.94	33%	49%
合肥三洋	0.36	0.51	0.33	0.47	0.37	0.54	9%	13%
九阳股份	2.35	2.90	2.11	2.78	2.41	3.54	14%	27%

数据来源: 国泰君安证券研究所

表 5: 家电行业盈利预测调整

公司	原预测		现预测		原因简述
	2008	2009	2008	2009	
格力电器	1.45	1.74	<u>1.55</u>	1.74	四季度盈利超预期, 已出预增公告
美的电器	0.81	0.97	<u>0.77</u>	<u>0.91</u>	四季度业绩低于预期
青岛海尔	0.70	0.85	<u>0.62</u>	<u>0.70</u>	四季度业绩低于预期
深康佳 A	0.27	0.29	<u>0.25</u>	<u>0.27</u>	四季度业绩可能下降

数据来源: 国泰君安证券研究所

附表 1: 一个月内的周报目录

类别	标题	点评	日期
行业要闻点评	数据信息		
	2009 年彩电市场预测: 行业增速减缓	点评	2008.12.22
	三四级家电市场白皮书: 2009 年整体规模持续增长	点评	2008.12.22
	家电下乡		
	家电下乡全国推广招标开始	点评	2008.12.22
	家电下乡: 空调摩托车热水器纳入, 国家拟补贴每年 150 亿元	点评	2009.01.05
	国外数据: 欧美继续下滑, 日本收缩明显	点评	2009.01.05
	贸易保护可能重新抬头: 乌克兰对冰箱热水器等加征 13% 临时关税	点评	2009.01.05
	国外市场		
	日本白电国内出货额 11 月份同比下降 6.2%	点评	2008.12.22
上市公司要闻回顾与点评	松下购三洋 70% 股权, 中国工厂或重新整合	点评	2008.12.22
	百思买同店销售额下滑 6.5%, 市场份额增加	点评	2009.01.12
	上游资讯		
	电视面板: 价格新低, 跌势始收	点评	2009.01.12
	行业点评		
	刘福中点评 2008 年度中国家电行业十大热门话题	点评	2009.01.05
	白色家电		
	格力电器: 公告澄清库存问题	点评	2008.12.22
	格力电器: 08 年度业绩预增 50%	点评	2009.01.12
	小天鹅 A: 转让三江电器股权与双缸洗衣机资产	点评	2008.12.22
图	合肥三洋: 2008 全年业绩预增 70%	点评	2008.12.22
	盾安环境: 中标核电项目		2009.01.05
	四川长虹: “家电下乡” 产品销量大增	点评	2008.12.22
	四川长虹: 再获受偿资产一千万元, 为虹欧公司抵押担保		2009.01.05
	黑色家电		
	四川长虹: 等离子屏进入小批量试产		2009.01.12
	TCL 集团: 整合土地厂房资产, 拟发行短期融资券		2009.01.05
	TCL 集团: 非公开增发获得证监会核准	点评	2009.01.12
	佛山照明: 高层人员变动		2009.01.05
	照明		
表	雪莱特: 高层人员变动		2009.01.05
	雪莱特: 2008 年度业绩同比下降 60-80%		2009.01.12
	小家电		
	伊立浦: 公司高管辞职		2009.01.12
	零部件		
	三花股份: 资产重组完成		2009.01.05
	三花股份: 定向增发完成, 中大股份或继续减持		2009.01.12
	图		
	欧美日本家电消费、订单与库存数据		2009.01.05
	LCD 与 PDP 电视面板价格走势		2009.01.12
表	表		
	AVC 与 DisplaySearch 对 2009 年彩电市场的预测		2008.12.22
	家电上市公司被认定为高新技术企业统计 (来自上市公司公告)		2009.01.12

数据来源: Wind, 国家电网, 国泰君安证券研究所

作者简介:

王稹: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券研究所, 从事电力设备、家用电器行业的研究。

方馨: 女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券研究所, 从事计算机软件、家电行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com