

[2009.02.09]

你方唱罢我登场

——近期家电板块上涨的点评

王稔 **方馨**
 21-38676720 021-38676685
 wangzhen@gtjas.com fangxin@gtjas.com

- 本报告导读：**
- 白色家电和小家电企业更具长期投资价值，黑色家电企业存在的阶段性投资机会。
 - 二月份家电股票配置（09.01.16）：格力电器、九阳股份、美的电器、合肥三洋、海信电器。
 - 黑电板块，稳健选择是海信和深康佳；弹性选择是TCL和长虹；回避亏损股广电和ST股厦华、夏新。

事件：

- 2月9日家电板块大幅上涨，指数上涨5.33%，格力电器与海信电器一度冲击涨停。自春节以后，家电板块上涨幅度已经达到17.5%，优于A股指数的11.8%。如何看待近期家电板块的上涨呢？

投资要点：

- 你方唱罢我登场！当然，这不仅仅是板块轮动到家电板块这么简单，我们必须重视家电下乡政策与可能的振兴计划，并且，我们也不能忽视一些行业基本面的变化。比如，企业库存与渠道库存，内销市场销售与产品结构调整，上游面板供应与价格走势，国际市场销售与海外企业业绩，机构对家电市场的回顾与预测，奥巴马对家电节能的要求。限于篇幅，我们不再一一展开，详细可以参见《家电行业策略月报：洗衣机与彩电行业是避风港么？》（09.01.16）与2009年以来的每周周报（信息列表见附表2）。
- 我们坚持：家电板块的龙头企业被低估，继续维持对家电行业的“增持”评级。二月份家电股票配置是：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%）。
- **家电行业的销售**——耐用品销售受经济危机影响是显著的，这是历次经济危机的必然，前期各机构对家电市场的预测都在下调。附表1数据显示，家电产品的销售中，液晶的销售增长优于其它家电产品，这与我们的年度策略报告的预测是一致的。前期市场股价基本体现这一预期，如果数据不出现特别的超预期，并不能仅因此而进一步提升彩电行业的估值。
- **家电行业的库存**——我们认为家电行业拥有一定量库存是正常经营的必需，无须过于担忧。空调库存虽同比增长，但好于05年11月的水平，库存压力不会大于06年；冰箱趋于平稳；洗衣机和彩电库存增长较快，产品升级导致的平均价格上涨可能有较大影响。
- **国际市场的销售**——受经济危机的影响，国际市场销售低迷，海外家电企业焦头烂额，出口型企业受到的影响也比较大。短期来看，家电内销市场销售增速会优于国际市场，因此对于海外业务收入占比较大的企业需要略微谨慎。如TCL集团、厦华电子、夏新电子。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

白色大家电	增持
小家电	增持
黑色家电	中性

重点推荐公司

格力电器	增持
美的电器	增持
青岛海尔	增持
九阳股份	增持
海信电器	谨慎增持
深康佳	谨慎增持
合肥三洋	谨慎增持
小天鹅	谨慎增持
苏泊尔	谨慎增持

相关报告

- 洗衣机与彩电行业是避风港么？
（09.01.16）
- 扩大内需，家电下乡政策再次撬动农村市场
（08.12.02）
- 虽叹迷雾掩苍穹，但拨浓云探星光
（08.12.01）

- **细分行业的投资选择**——我们依然认为从长期投资价值来看，白色家电和小家电企业更具优势。但是，我们也认可黑色家电企业存在的阶段性投资机会，这是受液晶销量大增、国产品牌占有率增加、利润率的预期提升、海外企业的颓势等多种因素推动的。后面，我们简单阐述一下观点。
- **液晶市场的销售**——液晶电视对 CRT 的替代还处于初级阶段，从彩电寿命来看当前也处于更新期，中小尺寸液晶电视对 CRT 的替代性日益提升，家电下乡与终端产品降价加速液晶电视的渗透率提升，“消费降级”趋势使得国产品牌受到追捧。附表预测显示，中国液晶市场的销量增长在 30%，销售额增长可能在 0%-10%。这样，企业的业绩超预期，或者依靠利润率的提升，或者期望市场占有率的大幅增加。
- **三四级市场的利润率**——由于三四级市场家电连锁相对弱势，市场预期彩电企业的利润率会有所提高。以往的销售数据显示，运作良好的三四级市场的利润率确实高于一二级市场，但是如今家电下乡产品的利润率普遍很低，也就是说如今利润率可能要取决于下乡产品的销售占比。而且，各企业为巩固在三四级市场地位普遍会加大宣传力度，激烈的价格竞争一触即发。
- **液晶面板的供应与价格走势**——由于液晶面板产能过剩，使得上游受制于人的局面被打破，国产品在供货保障与议价能力上明显提高。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。当然这取决于区域市场竞争，据了解，三四级市场当前的价格竞争并不激烈，部分企业 2009 年以来的产品价格尚属稳定，这有利于企业的利润率。
- **中国市场的海外企业**——在中国市场中，历次的价格战外资品牌的降价总是赶不上国产品牌的。特别是液晶市场，在 2008 年的降价行为仅获得市场份额而为获取利润之后，我们不认为外资品牌 2009 年还会再度显现出明显的性价比优势，况且外资正在忙于应付更为头疼的国际市场与半导体业务。这有利于国产品牌继续扩大市场占有率，自 2008 年下半年以来，这一趋势已经愈发明显。
- **季度的销售数据**——2008 年雪灾、震灾的影响，2009 年家电下乡的推动，上半年的家电销售增长数据可能会相对较好，这可能会刺激相关企业二级市场股价的上扬。但是我们认为，全年的销售情况应该与各机构预测的情况大致相当。
- 这样看来，短期液晶电视市场是有一些利好的。但是，我们还需要强调的是，白色家电与黑色家电的市销率（PS）和市净率（PB）不能简单比较。行业技术属性、投资规模、净资产收益率、周转率等指标的明显差异决定了只能在细分行业内部相互比较。我们还是坚持，从目前的相对估值水平来看，白色家电的长期投资价值更显著，但是需要提醒的是，一季度数据定会不尽如人意，尽管这已经在市场预期之中。
- **如何具体选择彩电行业的个股呢？**从 2008 年以来的液晶市场销售表现来看，稳健选择是海信电器和深康佳，我们倾向于前者，我们刚刚将后者调出组合；弹性选择是 TCL 集团和四川长虹，业绩的恢复性增长更具想象空间，且二者都有一些事件性推动因素；回避亏损股广电信息和 ST 股厦华电子、夏新电子。

附 1：近期家电行业预测信息列表

对 2009 年家电市场的预测	
DisplaySearch	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%。
DisplaySearch	发展中国家 LCD 销量占有率上升至 30%-40%，液晶电视出货量增速可望达到 45%，低于 2008 年的 68%。
国务院发展研究中心	中国 PDP 电视萎缩较严重，而 LCD 电视的增速也将降到 30%以下。
奥维咨询 (AVC)	三四级市场的彩电零售量增长 6%，其中液晶电视的增幅将会达到 70%。
奥维咨询 (AVC)	三四级市场的冰箱零售量增长 8.4%；而一二级市场规模却将有一定程度的萎缩。
奥维咨询 (AVC)	三四级市场的洗衣机零售量增长将达到 5.9%。
奥维咨询 (AVC)	三四级市场的油烟机和燃气灶增长分别将达到 6.9%与 6.1%。

附 2：近期家电行业重点信息列表

标题	周报日期
行业数据	2009 年彩电市场预测：行业增速减缓
	2008.12.22
	三四级家电市场白皮书：2009 年整体规模持续增长
	2008.12.22
	中国三四级家电市场白皮书：2009 年规模 1200 亿元
政策相关	大陆九彩电厂采购 21.9 亿美元台湾面板
	2009.01.19
	2008 年中国彩电市场回顾与 2009 年预测
	2009.01.19
	2009.02.02
国际市场	家电下乡全国推广招标开始
	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
	2009.01.05
	家电下乡：销售增长良好，招标工作紧密进行
上游资讯	2009.02.02
	轻工业规划意在保就业，重点振兴家电等
	2009.02.09
	日本白电国内出货额 11 月份同比下降 6.2%
	2008.12.22
行业点评	松下购三洋 70%股权，中国工厂或重新整合
	2008.12.22
	国外数据：欧美继续下滑，日本收缩明显
	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
行业点评	2009.01.05
	百思买同店销售额下滑 6.5%，市场份额增加
	2009.01.12
	日本电器制造业全面亏损，纷纷裁员
	2009.02.02
行业点评	瑞典家电巨头伊莱克斯 08 年第四季度大亏
	2009.02.09
	奥巴马下令立即拟定《家电节能标准草案》
	2009.02.09
	电视面板：价格新低，跌势始收
行业点评	2009.01.12
	刘福中点评 2008 年度中国家电行业十大热门话题
	2009.01.05

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