

白电企业有能力走出危机

——09 年 2 季度白色家电行业投资策略报告

行业评级 **增持**

其中

空调子行业	增持
冰箱子行业	增持
洗衣机子行业	增持
其它子行业	增持

重点公司

格力电器	21.84 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	1.50	1.80	2.16
P/E	14.56	12.13	10.11
P/B	2.65	2.18	1.79
美的电器	9.60 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.55	0.80	0.96
P/E	17.45	12.00	10.00
P/B	2.34	1.96	1.64
青岛海尔	9.19 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.68	0.82	0.9792
P/E	13.51	11.26	9.39
P/B	1.71	1.48	1.28
佛山照明	8.29 元	观望	
	08E	09E	10E
EPS	0.35	0.42	0.504
P/E	23.69	19.74	16.45
P/B	1.78	1.63	1.48

相关研究

每个月行业月评 1-12 月

每季度行业报告 06 年-09 年

重点公司的年报、半年报点评

关于本行业的各类点评报告

格力、海尔、佛照跟踪调研报告、

美的电器的跟踪调研报告等

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：白色家电行业

研究员：张洪道

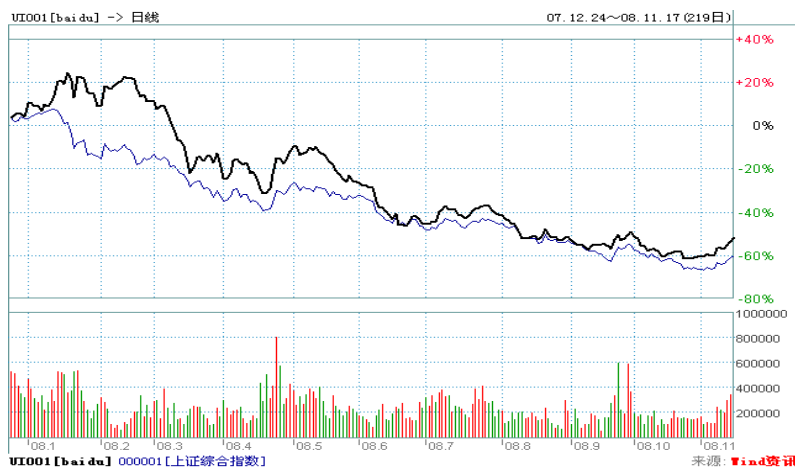
电 话：025-84457777-782

E-mail: zhanghongdao@htsc.com.cn

2008 年 3 月 18 日

投资要点：

- 我们跟踪白电行业以下热点事件，评析事件背后的逻辑，以期能把握行业发展的趋势：废旧电子电器产品回收新规今年有望出台、10 项家用电器使用年限国标今年完成、家电抗菌国标开始实施、扩大“家电下乡”补贴品种并提高出口退税率、空调行业三件事和新版“洗衣机国标”有望年底前实施。
- 对于二季度白色家电行业的投资，我们维持对该行业的“增持”评级，也维持对主要上市公司的“推荐”评级。就现有的主要白电类上市公司来看，它们是经过市场残酷竞争而生存下来的企业，它们有能力战胜目前的这场金融危机。而政府给以的各类支持已经大大缓解了它们的压力，根据我们在市场前沿的观察，国内外白电市场皆出现企稳的迹象。
- 我们认为，由于我国的家电行业是个最先走向产业成熟、最先定型的行业，比起那些还在摸索、争吵中的行业，该行业目前格局的稳定性、可靠性更强，从而使得此类公司的商业模式、盈利水平更让人放心。至于当前的这场金融危机给本行业造成的影响，虽然不小，但不足忧虑！一个成熟的行业，一种成熟的商业模式是建基在周期轮回的基础之上的！



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正确性和完整性不作保证。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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

一、白色家电行业的数据回顾

一季度白电行业的数据尚未公布，但下滑已成定局，这一点一如市场之预期，产业在线网曾公布一月份家用空调出口数据，我们可从该数据窥白电出口情况之大概。

2009年1月家用空调出口情况非常糟糕，出口量190.5万台，同比下滑43.5%，下滑率为冷年年度新高（8-1月的出口量同比下滑率分别为17%、11%、5%、24%、29%、43%）。出口额为3.6亿美元，同比减少了35.3%。尽管出口量和出口额的环比增长率分别为74.6%和55.9%。但总体表现为旺季不旺。

冷年累积量同比下滑超过20%的重灾区分别为欧洲、北美洲和亚洲。同比下滑率分别为62%、24%和20%（见表1）。

欧洲大区下滑尤为明显，欧洲主要几大经济体目前已经全面衰退。东欧1.7万亿债务有1.5亿是西欧的资源，东西欧的经济相互影响，恶性循环。不少客户（指空调厂家）反应还存有大量库存，现在已经是3月，但是欧洲客户的下单情况仍然很不乐观。以往被看好的俄罗斯和乌克兰市场，也萎缩严重。据市场人员预测，未来几个月出口欧洲的空调均价可能会下滑十个百分点。

美国的经济下滑程度要比欧洲好一点，美国的中央财政出台了一系列的经济刺激计划，一定程度上提振了国民的信心，促进消费，因此下滑要比欧洲好得多。

亚洲同样四面楚歌，在多重利空因素下下滑惨重：1. 东南亚国家库存较大；2. 平均气温低于往年，3. 自身的空调产业进一步发育，自产比例增加。4. 东南亚第一空调生产大国——泰国的泰铢兑美元大幅贬值促进了泰国对东盟的辐射，加上东盟国家贸易的合作加深，比如印度和泰国空调的双边贸易关税为零，进一步打压中国的出口。而马来西亚等国的汇率剧烈波动，客户每次下单几乎都要提及汇率问题，很是令人头疼，尽管双方都共同承担一些困难，但这也很大程度上影响了他们的进口。

原本表现还不错的中东区域，出口量在1月突然同比下滑了52%，使得亚洲区域的出口更是雪上加霜，单月数量同比减少了47.85%。据操作中东市场的人员反应，前景堪忧。预计出口单价下滑5%左右。拉丁美洲虽然冷年下滑率仅为12.2%，但是1月单月的同比下滑率高达44%，拉美的市场需求萎缩，当地外汇剧烈贬值大大影响进口。预计这种形势还将维持几个月。操作拉美的相关人员乐观地称“等汇率稳定了，预计形势会好转。”大洋洲已经是出口的淡季，因此预计全年下滑将不会大，非洲表现较为坚挺。

当然，这种下滑的势头在08年的数据中已露出来苗头（见表2、表3和表4），只不过现在被验证了吧。

表 1: 09 年 1 月家用空调出口数据

单位: 台

区域	2009 年 1 月		2009 冷年 8-1 月	
	出口量	同比增长	出口量	同比增长
北美洲	624091	-10.82%	973075	-23.89%
大洋洲	19281	-11.59%	375324	-3.61%
非洲	137819	-1.80%	672012	-6.55%
拉丁美洲	293655	-43.74%	2951083	-12.22%
欧洲	262946	-70.71%	833893	-62.10%
亚洲	567096	-47.85%	2908657	-20.15%
总计	1904888	-43.46%	8714044	-24.83%

资料来源: 产业在线网

表 2: 2008 年全年空调行业数据

(单位: 万台)

项目/年度	2008 年	2007 年	同比增长
生产	6333.68	7077.23	-10.51%
销售	6550.27	6981.14	-6.17%
出口	3563.8	3784.62	-5.83%
内销	2986.47	3196.52	-6.57%
在庫	919.89	1132.48	-18.77%

资料来源: 产业在线网 华泰证券研究所

表 2: 08 年 1-12 月冰箱行业产销存数据

(单位: 万台)

项目/年度	2008 年	2007 年	同比增长
生产	4276.33	4125.45	3.66%
销售	4155.48	4109.58	1.12%
出口	1648.71	1633.92	0.90%
内销	2506.77	2475.65	1.26%
在庫	255.24	92.55	175.77%

资料来源: 产业在线网 华泰证券研究所

表 3: 08 年 1-12 月洗衣机行业数据

(单位: 万台)

类别	2008 年	2007 年	同比增长
----	--------	--------	------

产量（万台）		3731.3	3388.8	10.11%
销量（万台）	销量合计	3746.1	3373.5	11.05%
	其中内销	2379.5	2130.5	11.69%
	其中出口	1366.1	1243.0	9.91%

资料来源：产业在线网 华泰证券研究所

二、白色家电行业的最新特征及趋势之跟踪分析

在 09 年的一季度，白电行业确实不平静，我们将重要事件归纳如下。我们希望通过跟踪行业热点，评析事件背后的逻辑，以能把握行业发展的趋势。

1、废旧电器电子产品回收新规今年有望出台

工信部财务司副司长王秉科透露,《废弃电器电子产品回收处理管理条例(草案)》的修改工作已经完成,即将提交国务院审议,通过后将正式公布施行。

我国正处于家电更新换代的高峰,平均每年报废的电视机在 500 万台以上,洗衣机约 500 万台,电冰箱约 400 万台,仅废旧家电每年就需淘汰 1500 多万台。但我国一直没有形成一套完善的废旧电器电子产品回收和处理体系。目前,国内正规的回收处理厂数量有限,且没有法律法规和回收体系相配合;而非正规的回收和处理点由于缺乏完善的管理体系,技术和设备不到位,不仅造成资源浪费,还会因处理不当引发环境污染、人体损害。

《废弃电器电子产品回收处理管理条例(草案)》规定,对废弃电器电子产品处理实行目录管理、多渠道回收和集中处理制度,国家建立废弃电器电子产品处理专项基金。该草案还规定了电器电子产品生产者、销售者、维修机构、售后服务机构、回收经营者和处理企业的责任及政府监督管理职责。

我们认为建立我国废弃电器电子产品回收处理管理体系,是对现有产业链的延伸,凸显了白电制造商在产业链上的地位,也给白电制造商提供了更广阔的市场空间。

2、10 项家用电器使用年限国家标准今年完成

10 种家用电器安全使用年限的国家标准目前正在业内征求意见,预计将于今年上半年完成。10 种家电分别是冰箱、空调、洗衣机、微波炉、室内加热器(即电暖气)、吸尘器、储水式热水器、快热式热水器、电热毯、电饭锅。10 项标准的草案已完成并开始在内征求意见,由于试验验证工作没有最终完成,每一项家电的安全使用年限目前还没有最后确定。

家电“超期服役”带来的问题主要是漏电致人伤亡、引发火灾，同时影响产品功能的实现，还包括没有引起重视的加大电能消耗的问题。我国家电“超期服役”问题比较突出，尤其在广大的城镇和农村。

2007年，我国发布了《家用和类似用途电器的安全使用年限和再生利用通则》国家标准，并于2008年5月起实施。这项标准对家电安全使用年限只给出了原则性的要求，没有具体的安全使用年限的规定。不仅我国没有家电安全使用年限的国家标准，国际电工委员会(IEC)也没有制定过家电安全使用年限的国际标准，发达国家中，只有日本发布过家电安全使用年限的标准。

我们认为此举是政府介入产业模糊区域的做法，这些模糊区域曾为一些小企业、不够诚信的企业提供方便，如今，由政府统一规定，使得所有企业站在同一起跑线上，属于行业经营环境的净化行为，有利于引导企业理性经营。

3、家电抗菌国标开始实施

“家电抗菌国标”指的就是《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能》国家标准(以下简称家电抗菌国标)，它包括一系列的标准，其中，《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能通则》GB21551.1-2008(以下简称《家电抗菌功能通则》)已于2009年3月1日开始实施，其他的产品特殊要求——《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能空调器的特殊要求》、《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能电冰箱的特殊要求》和《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能空气净化器的特殊要求》等已经报批，有望在年底实施。

目前，我国大多数企业已经符合这一标准的技术要求，企业执行标准没有多大困难(目前电冰箱抗菌技术主要有在内胆、果菜盒、门把手上添加抗菌母粒，以及设置紫外线纳米光催化装置来杀灭冰箱内空气中的细菌等；而空调抗菌技术目前主要分几类：一类是安装高压放电装置，比如静电除尘器，离子发生器等；第二类是安装过滤网，比如离子过滤网；第三类是采用一些抗菌材料，比如在面板上添加抗菌剂)，所以，此举虽属净化行业经营环境的举措，但对行业的格局估计影响不会很大。比如，在家用空调行业，根据《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能空调器的特殊要求》，空调的抗菌率是指对空气中细菌的杀灭结果，由于家电抗菌国标中抗菌率规定并不算高，一般企业达到这一抗菌率的问题不大。产品达不到标准抗菌率要求的企业还可以有两种选择，一种是更换抗菌装置和抗菌材料；另一种就是不再生产这种抗菌空调，只生产普通空调产品。

国家抗菌标准实施以后，要想符合标准要求，产品成本会有所上升，但上升幅度不大。要使家电零部件具有抗菌功能，要么使用有杀菌能力的材料(如铜)，要么在零部件材料中添加抗菌材料，所以增加一定成本是肯定的；另外，设置杀菌装置，对处理对象(如电冰箱中的食品，房间里的空气)进行微生物处理，这样增加一定成本是必然的。但国家

抗菌标准不会对产品成本造成太大的影响，主要是由于抗菌技术目前并没有太高的技术门槛；再者说，抗菌、除菌只是产品的附加功能，大部分企业的抗菌元器件(如具有抗菌、灭菌功能的过滤网、抗菌添加剂等)都是配套企业提供的，每个企业只需要根据自己产品定位来做选择就可以了。

我们认为，尽管家电抗菌国标并不是一个高门槛的技术标准，但它还是能对行业和市场起到规范的作用。早在非典时期，许多家电企业便打出了健康家电的宣传旗帜，一时间，有关抗菌、除菌的各种概念名词铺天盖地，消费者更是不知所云。而此次抗菌国标的出台应能对市场起到规范作用。

4、进一步扩大“家电下乡”补贴品种，并提高家电产品出口退税率

政府将“家电下乡”补贴品种一再增加，先是将空调、热水器纳入补贴范围，然后是在轻工业振兴规划中将微波炉、电磁炉两类产品纳入补贴范围，并将每类产品每户只能购买一台的限制放宽到两台，中央财政加大对民族地区和地震重灾区的支持力度；第二，还提高家电产品的出口退税率，可能是将现在14%的出口退税率提高到17%。

政府的这些举措，短期看，它有助于家电制造企业业绩的稳定，使其近期的业绩受金融危机影响而下滑的幅度减轻了。长期看，它帮助家电企业拓展农村市场和新产品市场，降低其市场开拓成本，还帮龙头企业提高了竞争门槛，有利于龙头公司在激烈的竞争中胜出。

5、空调行业三件事

(1) 家电下乡空调产品招标结果公布

本月，中国电子进出口总公司发布了《全国推广家电下乡产品(空调)项目招标结果公示》，首批8个省市的空调下乡招标，共有20家企业的22个品牌256款产品中标。

从中标企业的数量上来看，20家企业中只出现松下、三洋、LG3家外企身影，其中前两家中标产品数量均为14款，LG空调中标2款产品，是所有中标企业中数量最少的。剩余的17家企业中，美的、格力、海尔、志高、奥克斯、海信、长虹、科龙、格兰仕、新科、华凌、春兰、TCL、扬子共13家企业入围。

此次招标还出现了新飞、惠康、月兔3家区域性企业的身影，分别有9款、6款和3款产品中标。其中惠康、月兔是浙江的企业，此前的空调业务只做海外市场 and 中央空调产品。

虽然，此次只有8个省选择空调产品下乡，但此举有助于空调企业熟悉、理解农村市场，有助于它们尽早摸索出适合农村市场的经营模式，仍应属于利好。

(2) 空调降价声再起

目前市场热议今年的空调价格会跳水，理由主要有空调成本全面下降

和消化库存。

空调的原材料成本中，铜占到两成，主要用于连接管、外机的蒸发器和散热片、内机的蒸发器等重要部件。去年四季度以来，国际市场上铜的价格遭遇连续大幅跳水，从高点的近 7 万元/吨急剧跌至近期的 2.8 万元/吨。铜价的下降导致空调的成本直接降低，所以，空调应该降价。其次，2008 年空调业库存总量高达 1500 万台，多为上半年原材料成本生产的高价位库存，并且 80%以上库存为 4—5 级能效的低端产品，所以，为消化库存，不得不降价。

而根据苏宁电器的空调采购指导价意见书，1 匹挂机价格将跌破 1100 元，比 2008 年均价 1600 元下降 31%；1.5 匹挂机将降到 1700 元，比 2008 年均价 2400 元下降 29%；2 匹柜机将跌破 3000 元，比 2008 年均价 4500 元下降 33%。作为市场的主流机型，以上尺寸的下降幅度均在 30%左右。

空调降价已经成为一个话题，但我们认为这不会影响现有空调上市企业的利润率，以它们在行业、产业链上的地位，是有能力将现有的盈利能力保持的。

（3）空调技术迎来“中国时代”

今年，格力和大金强强联手，发力变频技术，使国人看到空调技术迎来“中国时代”的可能。

变频空调按运行范围可以分为 4 档。第一种就是所谓的假变频，它的低频只到 50 赫兹，其开停次数跟一般的定频空调基本一样；第二种基本上是国外企业卖给中国过时的变频技术，一般是将控制芯片随压缩机一起卖给中国企业，这种空调低于 30 赫兹运转就会停机。30 赫兹—80 赫兹就成了当下中国空调企业引进国外技术的主流产品；第三种，大部分日本企业在本国本土使用该技术，能够保证 15 赫兹左右稳定运行，在正常的使用环境下一般很少出现压缩机停机现象。这种技术变频空调在欧美市场普及率达到 50%，在日本超过 90%。格力已经自主掌握这一核心技术；第四种，可以达到 10 赫兹甚至更低的转速，目前大金和格力都在致力研究这种技术，应用该技术的空调基本可以实现压缩机不停机高效运行。

国内空调企业也希望自主研发，但中国企业完全靠自主研发来掌握变频空调的核心技术，可能要十年。而格力通过十年的积累，把变频压缩机的运行范围做到了 15 赫兹—120 赫兹，达到日本主流企业同等技术水平。这种压缩机宽范围平稳运转的控制技术和与之带来的舒适感受，就是格力变频空调的“舒适恒温芯”技术。

格力认为我们看到了国内空调企业走向世界的希望，我们会密切关注它们合作的情况。

6、新版“洗衣机国家性能标准”有望年底前开始实施

上一版“洗衣机国家性能标准”是 2003 年发布，2004 年实施，随着洗

涤技术的发展、消费者需求的提高，新产品不断的面市，为了进一步规范洗衣机市场，保护消费者利益，促进洗衣机行业的健康发展，国家家用电器标准化技术委员会于 2007 年开始对洗衣机国家标准的修订工作，经过起草工作组一年多的努力，标准于 2008 年 11 月通过了国家家用电器标准化技术委员会组织的技术审查，于年底上报国家标准化管理委员会。

新版标准主要增加了羊毛洗涤性能的要求和实验方法，增加了洗涤均匀度的要求核试验方法，增加了脱水机转速要求。新版标准对洗净比、洗净均匀度、用水量、噪声、含水率、无故障运行等 6 项主要性能指标进行了分等分级，A 级表示国际先进水平，B 级代表国内先进水平，C 级代表国内中等水平，D 级代表国内一般水平。

我们认为通过对洗衣机产品主要指标的分等分级，可以引导消费者理性消费，根据消费者自身对产品性能的要求进行选购，从而能够引导行业、引导洗衣机生产企业根据不同消费群体的需求开发适合不同群体需求的产品，产品有等级高低，价格上也有差别，避免了价格的恶性竞争。

三、09 年 2 季度白色家电行业投资策略

对于二季度白色家电行业的投资，我们维持对该行业的“增持”评级，也维持对主要上市公司的“推荐”评级。

就现有的主要白电类上市公司来看，它们是经过市场残酷竞争而生存下来的企业，它们有能力战胜目前的这场金融危机。

而政府给以的各类支持已经大大缓解了它们的压力，家电下乡、提高出口退税率、产业振兴、鼓励产品升级、提高产业门槛等等，都使得企业的经营竞争环境好过以往，而原材料价格的走低和高端产品的走俏、产业链的延伸都给予这些企业更多的经营空间。

另外，根据我们在市场前沿的观察，国内市场已经稳定下来。2 月 25 日，在广东省工商业联合会、广东省总商会主办的 2009 广东民营经济发展形势分析会上，广东省家电商会秘书长谢德盛表示，随着家电下乡财政补贴产品的不断增加，预计广东家电今年国内销售总额可望比去年增长 15% 以上。

而在国外，家用电器制造商惠而浦公司 (WHR) 重申了好于市场预期的 2009 财年盈利预期。在向美国证监会提交的一份报告中，惠而浦表示，仍然预计 2009 财年持续运营业务每股盈利 3-4 美元。

总之，我们认为，由于我国的家电行业是个最先走向产业成熟、最先定型的行业，比起那些还在摸索、争吵中的行业，该行业目前格局的稳定性、可靠性更强，从而使得此类公司的商业模式、盈利水平更让人放心。至于当前的这场金融危机给本行业造成的影响，虽然不小，但不足忧虑！一个成熟的行业，一种成熟的商业模式是建基在周期轮回的基础之上的，换句话说，这种经济衰退是这个行业早已经历过的、是它们（白电企业）早已考虑到、并纳入其战略体系构架之中的，因此，是不足忧的！

表 6：白电行业部分上市公司的估值简表

公司	3/16 收盘价	EPS (元)			P/E			投资评级
		08Y	09Y	10Y	08Y	09Y	10Y	
格力电器	21.84	1.48	1.78	2.13	14.76	12.30	10.25	推荐
佛山照明	8.29	0.35	0.42	0.50	23.69	19.74	16.45	观望
青岛海尔	9.19	0.68	0.82	0.98	13.51	11.26	9.39	推荐
美的电器	9.6	0.55	0.80	0.96	17.45	12.00	10.00	推荐
合肥三洋	10.73	0.35	0.42	0.50	30.66	25.55	21.29	推荐
海立股份	5.23	0.24	0.29	0.35	21.79	18.16	15.13	推荐
华意压缩	4.29	0.08	0.10	0.12	53.63	44.69	37.24	推荐

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 增持：超越大盘;
- 中性：基本与大盘持平;
- 减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 买入：相对强于市场表现15%以上;
- 推荐：相对强于市场表现5%~15%;
- 观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;
- 卖出：相对弱于市场表现5%以下。