

行业需求看淡，把握主题性交易机会

——2009年2季度家电行业投资策略

分析师

何奇峰

☎ 010-88366060-8876

✉ heqf@cgws.com

要点:

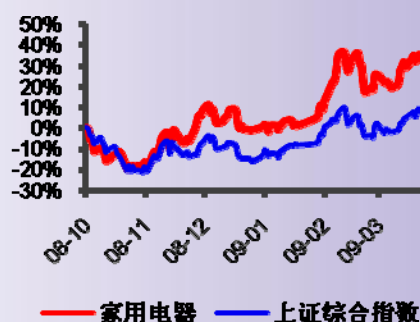
- **09年1-2月份家电行业销量环比有阶段性回升。**产销情况回暖有三个因素：一是，厂商加大了去库存的力度；二是，08年1-2月份南方广大地区遭遇了冰灾危害，空调、冰箱等产品的产销基数比较低；三是，家电下乡自09年2月份后开始推向全国，销售环比回升有很大部分是三四级市场销售增长拉动所致。
- **断言内销市场回暖为时尚早。**我们认为中短期看国内市场需求因素仍是决定家电行业能否复苏的关键。从决定内需市场需求的因素来看，一二线城市市场需求能否持续回升，仍有待房地产市场销售情况的进一步明朗，三四级城镇市场则主要看二季度后家电下乡向全国推广后的实施效果。
- **二季度出口同比大幅下滑的可能性不大。**我国是全球家电制造第一大国，空调、冰箱、彩电等产品产能占全球60%-80%的份额。1月份以来家电产品出口数据反弹，也正是海外市场真实需求的回升。考虑到我国家电产品在全球制造中的绝对主导地位，以及家电产品自身需求的刚性特点，我们认为2009年二季度及之后的时间内，出口数据出现08年年底这样大幅回落的可能性不大。
- **企业盈利回升有待终端需求的真正复苏。**如果二季度家电企业毛利保持稳定，那销售收入同比能否回升将是决定企业业绩能否好转的关键因素。我们相信中国可能是全球最先复苏的经济体，乐观预计家电行业在国内投资刺激、家电下乡以及房地产市场局部回暖的共同作用下，将在09年4季度逐步复苏。出口市场回暖则至少要等到2010年后。
- **维持行业中性投资评级。**二季度家电行业基本面难有大的改观，唯一不确定的因素可能只有天气，如果二季度国内天气较往年偏热，可能会带动空调、冰箱冰柜等制冷行业产销的回升。估值方面，当前A股市场家电板块估值处于市场各板块中值附近，与历史平均估值水平接近。鉴于行业基本面难有明显改善，而当前板块估值并不具备优势，我们维持对家电行业“中性”的投资评级。
- **延续主题投资策略。**我们依然延续09年年度策略报告中的投资思路，在行业基本面难有明显改观的前提下，家电个股的投资仍是以主题性、交易性机会为主。具体的投资思路有三个方面：一是，产业振兴规划和出口退税调整带来的阶段性机会。二是，家电下乡政策的深化与完善。三是，在出口形势日益严峻的背景下，不排除人民币阶段性贬值的可能，对出口占比较高的家电个股构成正面刺激。
- **风险提示。**行业面临的风险因素包括：美元指数大幅波动，导致大宗商品价格出现大幅震荡，将会对家电企业的正常生产经营造成较大冲击；08年四季度以来出口部门的下滑对国内其他行业和地区的冲击开始显现，家电下乡实施效果可能不如预期。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：中性（维持）

家电行业相对市场表现



相关报告

《产销暂时回稳，行业回暖需时日》 家电行业
2009年1月月报

《家电下乡带来主题投资机会》 2009年行业投
资策略报告 2008.12.09

《入围企业大增，行业龙头受益》 行业动态点
评 2008.11.21

《增值税转型对家电企业助益有限》 行业动态点
评 2008.11.12

《行业仍处下降通道》 家电行业 2008年11月月
报 2008.11.07

《需求放缓，防御过冬》 家电行业 08年4季度
投资策略报告 2008.09.23

《业绩分化，强者恒强》 家电行业 08年中报业绩
综述报告 2008.09.08



报告目录

一、销量环比有所回升，能否持续回暖待观察	3
1.1 前2月家电产销环比回升	3
1.2 厂商去库存化取得一定成效	4
1.3 家电下乡对提升开工率有积极作用	5
1.4 一二线市场需求能否回升尚待观察	6
1.5 断言内销市场回暖为时尚早	6
二、出口市场二季度延续调整	7
2.1 单月出口环比反弹，同比仍有所下滑	7
2.2 不必过分悲观，但亦无乐观理由	8
2.3 出口市场复苏将是相对漫长的过程	9
三、毛利有望保持稳定，但盈利增长不容乐观	10
3.1 空调、冰箱企业一季度盈利将同比下滑	10
3.2 从财务数据变动预判企业未来盈利变化	10
3.3 原材料价格反弹空间有限，企业毛利有望维持稳定	12
3.4 企业盈利回升有待需求的真正复苏	14
四、投资策略	15
4.1 维持中性评级	15
4.2 延续主题投资策略	15
4.3 重点上市公司投资评级	16
五、风险提示	16

一、销量环比有所回升，能否持续回暖待观察

1.1 前2月家电产销环比回升

09年1-2月份家电行业销量环比有阶段性回升。根据产业在线的统计数据，09年2月份空调行业销量495.38万台，同比仅下滑1.6%，环比上升32.2%；内销量达197.4万台，同比增长了22.17%，环比增长27.75%。冰箱行业1月份销量为285.6万台，同比仍下滑14.5%，但环比来看较08年12月增长10.4%。洗衣机行业方面，09年1月份销量319.2万台，同比下滑5.8%，但环比仍增长4.3%。液晶电视行业09年1月份销量410.9万台，环比上升了26.8%，内销232.06万台，环比上升了63.4%。

图1 空调2月份销售环比回升32.2%

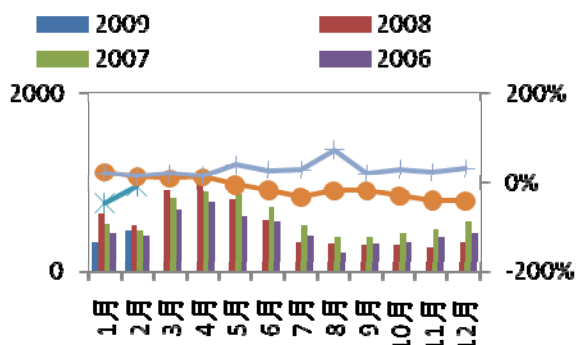


图2 冰箱1月份销售环比回升10.4%

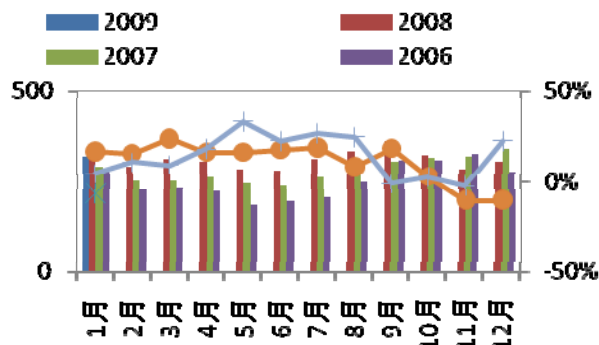


图3 洗衣机1月份销量环比回升4.3%

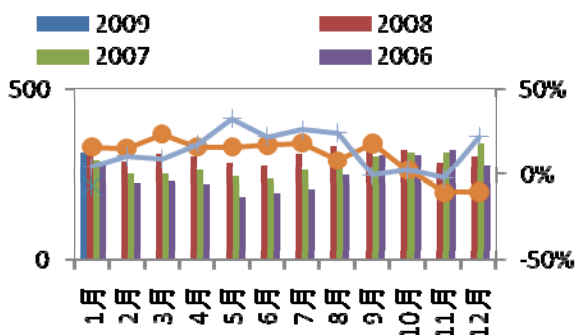
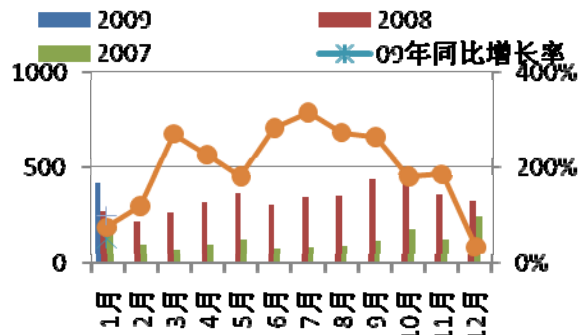


图4 液晶电视1月份销量环比回升26.8%



数据来源：产业在线 长城证券研究所

家电产品销售回升是多重因素作用的结果。首先，厂商针对08年四季度需求急剧下滑的情况，一方面开始减产、限产，防止库存继续增长，另一方面加大了渠道和终端的促销力度，从行业数据来看表现为产量同比继续下滑，而销量特别是内销逐月环比回升。其次，08年1-2月份南方广大地区遭遇了冰灾危害，空调、冰箱等产品的产销基数比较低，因而09年2月份的空调内销增长22.17%就不足为奇了。再次，



08年12月家电下乡从3省试点向全国12个省区推广，09年2月份后开始推向全国，加上1月份的春节期间是城乡居民传统的家电采购旺季，家电产品销售数据环比回升有很大部分是三四级市场销售增长拉动所致。

1.2 厂商去库存化取得一定成效

厂商减产和春节促销，使得家电行业去库存化取得一定成效。2月份空调行业的库存仅为841.5万台，是2007年9月份以来的单月最低值；冰箱行业1月份库存244.25万台，也是08年6月份以来的单月库存低点。实际上，2008年家电行业经历了两次大的产品库存调整。空调行业08冷年伊始销售火爆，07年底和08年初厂商和渠道开始积聚存货，准备在4月份以后的旺季销售，当时厂商和渠道共累积了1100多万台的库存。不过4月份预期中的销售旺季表现不尽理想，同时南方地区暴雨和凉夏因素导致渠道库存压力大增，到了08年三季度美国次贷危机愈演愈烈，出口和内销开始全面下滑，空调行业开始去库存化行动，10月份不少厂商已经减产限产，直到09年1月份库存基本恢复正常水平。冰箱行业的存货变化也大致经历了从积聚到消化的两个调整过程，只是从时间上来看与空调行业的变化周期有些许差异。（库存高点在6月份，而之后的调整低点在09年1月份）

图5 空调单月库存降至两年半来新低

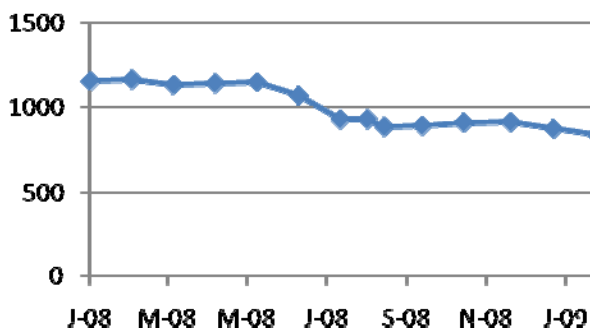
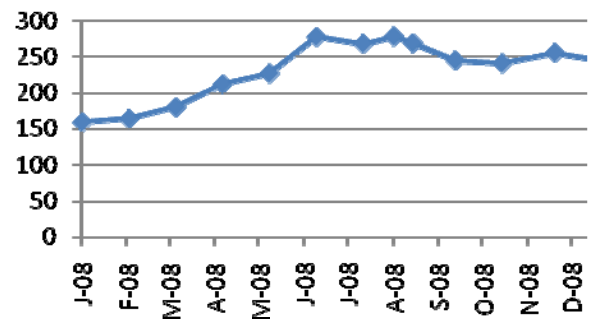


图6 冰箱库存逐月回落



数据来源：产业在线 长城证券研究所

上市公司存货季度变化情况也印证了08年四季度以来的行业存货调整。我们分析了已公布2008年年报的家电类上市公司08年各季度存货变动情况，除合肥三洋、九阳股份逆势提升存货水平外，其他厂商无一例外均大幅降低存货规模。而上市公司08年4季度大幅压缩存货水平，并非行业季节性行为，因为07年4季度大部分厂商是在调升存货水平。我们认为企业存货变动趋势反映了企业对未来市场前景和经营形势的综合判断，实际上对企业各季度存货变动，能够大致判断未来一个季度企业的销售变动的状况。

表1 08年4季度部分上市公司经历存货调整

股票代码	公司名称	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
000527	美的电器	35,889	-171,314	83,971	297,971	-88,190	22,324	12,114	-113,509
000418	小天鹅A	2,898	1,270	-4,125	-16,289	9,629	2,064	7,969	-15,204
002032	苏泊尔	-941	801	1,502	3,697	-1,336	3,736	417	-5,055
000521	美菱电器	7,098	22,813	-2,797	4,267	9,575	23,230	-17,562	-26,520
000100	TCL 集团	-126,940	-14,146	66,625	56,659	-5,855	90	-1,828	-35,380

002035	华帝股份	-687	-333	424	2,205	-646	3,676	1,472	-3,487
600983	合肥三洋	1,232	937	1,535	-1,040	-584	3,420	6,368	8,805
002242	九阳股份	-20,045	0	0	15,357	-2,922	3,010	3,130	12,099

数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所

1.3 家电下乡对提升开工率有积极作用

2007年12月,商务部、财政部公布《家电下乡试点工作实施方案》,决定在四川、河南、山东三省开展家电下乡试点,购买彩电、冰箱、手机的农民可以从政府获得购买金额13%的政府补贴。家电下乡三省试点一年,成效较为明显。截至2008年底,四川省共销售家电下乡产品112.7万台,销售金额16.01亿元,其中冰箱、彩电的每百户家庭普及率提高了3.01和2.11个百分点。山东省家电下乡试点一年,共销售下乡产品115.9万台,销售金额16.98亿元;河南省共销售下乡家电产品160万台,销售金额约20亿元。2008年10月16日,商务部、财政部、工业和信息化部等决定家电下乡由从2008年12月起,从三省试点向全国12省市推广,新增洗衣机作为下乡产品。2008年11月底,三部委决定家电下乡从2009年2月份起向全国推广,新增空调、计算机、热水器等产品纳入家电下乡补贴产品范围。

从四川、山东、河南三省试点的情况来看,我们仍维持2009年策略报告中的观点,即家电下乡对拉动农村消费,维持家电厂商的开工率有积极作用,但从盈利贡献角度而言,对相关家电企业以及上市公司的业绩贡献有限。从我们与相关上市公司的交流情况来看,一线品牌企业普遍对家电下乡的效果持相对谨慎的态度,而二三线品牌由于规模小,销售又相对集中在区域市场,对家电下乡反而持有更多的乐观销售预期。这与市场普遍认为的大厂商积极性更高、受益可能更大的预期是有些出入的。

近期空调、冰箱等上游压缩机行业数据的变化印证了上述判断。2月份空调旋转压缩机、冰箱压缩机的产销数据环比大幅上升,其中空调旋转压缩机产量环比上升61%,冰箱压缩机环比上涨26.5%。产销增长最快的是进入家电下乡目录的中低端产品,比如空调压缩机中1P旋压机需求增长比较明显。另外,从压缩机的订单采购情况来看,二三线品牌成为了需求的主力。根据产业在线对冰箱压缩机厂商的调查,09年以来新增的压缩机订单中二三线品牌占比较大,这一方面与这些二三线厂商经过前期消化回补库存有关,另一方面也反映中小厂商为家电下乡市场的开拓积极组织备货生产。

图7 空调旋转压缩机2月份销量环比大增55%

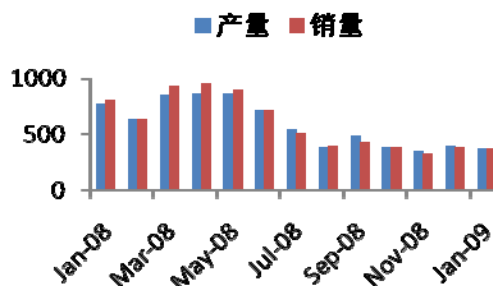
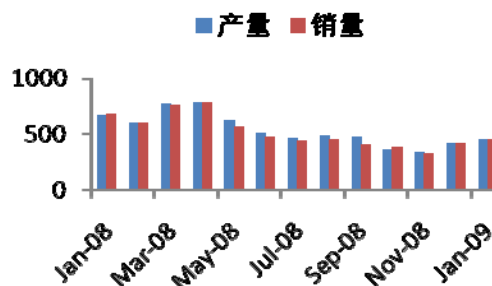


图8 冰箱压缩机2月份销量环比增长36%



数据来源: 产业在线 长城证券研究所

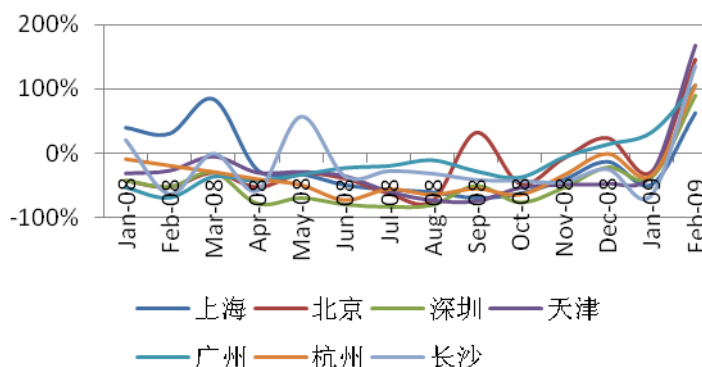


1.4 一二线市场需求能否回升尚待观察

二月份以来，国内一二线城市房地产销售面积同比大幅回升，其中我们地产研究小组重点跟踪关注的 10 个一二线城市中，七个城市 2 月份房地产销量环比增长 100%以上。一季度以来，国内房地产市场销售的回暖是多重因素作用的结果：一是，08 年 9 月份以来央行多次降息，使得购房人房贷利息支出压力有所降低；二是，各地政府陆续出台购房入户、放宽二套房贷等支持房地产的相关政策，刺激消费者购房需求；三是，国家 4 万亿投资和地方政府的配套投资在未来可能产生通胀压力，08 年以来持币观望的消费者在多重利好刺激和通胀预期下，刚性需求逐步释放。

从以往的经验来看，一二线城市的家电消费特别是高端产品的消费多由一手房市场需求拉动。因此，房地产销售的回暖将会带动未来家电消费需求的复苏。不过，我们相对房地产市场回暖前景相对比较谨慎。近期的全国一二线城市的房地产销售回暖，是政策刺激效应下以往累积的刚性消费需求集中释放所致，在宏观经济走势仍不明朗，消费者收入预期看淡的背景下，我们对房地产二、三季度能否保持目前这种销售回升的趋势，仍持有谨慎预期。此外，一手房销售中 70%-80%是以期房形式售出，其对家电产品的需求将会有时滞作用，并不能在短期内起到拉动家电需求的效果。综合来看，房地产的短期回暖不会对家电消费产生明显的刺激和拉动作用，家电行业一二线城市市场能否回暖尚待观察。

图 9 部分一二线城市 2 月份房地产销量快速回升



数据来源：搜房网 长城证券研究所

1.5 断言内销市场回暖为时尚早

综合 1-2 月份家电行业产销数据、房地产市场销售预期、家电下乡政策实施以及出口市场下滑预期等因素，我们认为中短期看国内市场需求因素仍是决定家电行业能否复苏的关键。从决定内需市场需求的因素来看，一二线城市市场需求能否持续回升，仍有待房地产市场销售情况的进一步明朗，三四级城镇市场则主要看二季度后家电下乡向全国推广后的实施效果。乐观情况下，如果房地产销售在 09 年持续回暖，成交量回到 2007 年水平，家电下乡全年能够使得农村冰箱、洗衣机等主要产品百户家庭保有量提升 3 个百分点的理想目标，我们判断行业的相对低点可能就在 2008 年四季度。一般情况下，房地产市场一季度销售阶段性回升之后保持相对稳定，而家电下乡对农村百户家庭的冰箱、洗衣机普及率提升在 1.5 个百分点左右，我们认为行业仍有可能在低点徘徊至两到三个季度。悲观情况下，房地产销售量二季度后重新回落，而出口领域的萎缩对农民工工资性收入产生负面效应开始显现，家电下乡实施效果低于市场普遍预期，则家电行业的复苏时点将继续延后。



二、出口市场二季度延续调整

2.1 单月出口环比反弹，同比仍有所下滑

与内销市场相似，09年1-2月份空调、冰箱、洗衣机、液晶电视等主要家电产品出口环比明显回升。但从同比数据来看，各产品均表现不同程度的销售下滑。空调2月份出口同比下滑了12.8%，冰箱、洗衣机1月份的出口分别同比下滑15%和25.5%。一向成长情况较好的液晶电视1月份出口也出现同比0.82%的下降。美国次贷危机演变成全球经济危机，其对我国宏观经济的影响率先从出口部门开始。实际上，空调、冰箱、洗衣机三个产品出口分别从08年的6月、8月、11月开始出现了同比下滑。从绝对数据来看，空调、洗衣机行业的出口最低值在11月，而冰箱行业出现在09年1月。

从最近的美国经济数据来看，2月新房销售环比上升4.7%，而耐用品订单环比上升3.4%，均好于市场预期。美国经济结束了自由落体式的下滑，进入了探底的过程。与美国经济走势相似，我们预计家电产品的出口快速下落的过程已经在08年11-12月份结束，近期的出口数据的环比回升表明了出口市场正逐步企稳。实际上，前期出口数据的急速下滑，更多是因为海外经销商难以判断次贷危机可能对欧美实体经济以及消费市场的冲击程度，因而采取了停止订单采购消化库存的策略。一旦欧美等区域经济形势有所明朗，相应的订单需求自然会有所回升。不过，考虑到欧美经济还难以在短期内有效复苏，我们对家电行业2009年的整体出口形式持较为悲观的预期，出口市场需求的恢复将是一个相对较长的过程。

图 10 空调 2 月份出口同比下滑

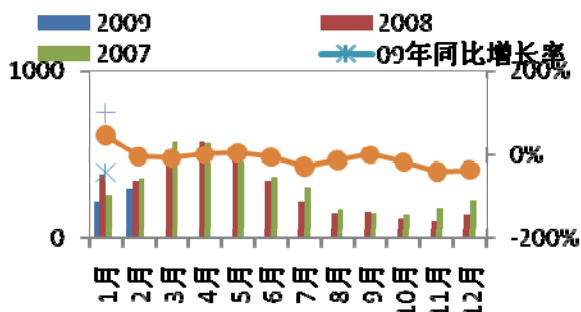


图 11 冰箱 1 月份出口同比下滑 15%

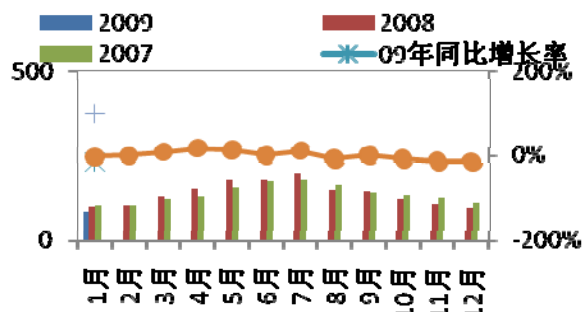


图 12 洗衣机 1 月份出口同比下滑 25.5%

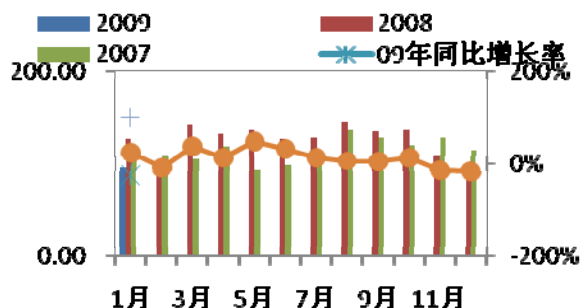
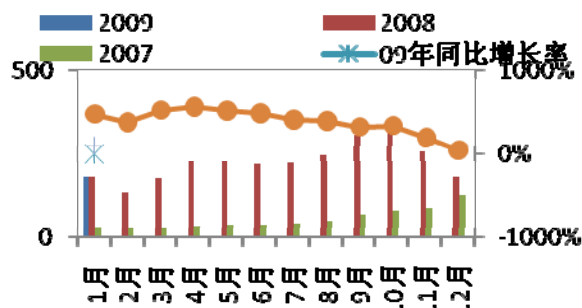


图 13 液晶电视 1 月份出口同比下滑 0.82%



数据来源：产业在线 长城证券研究所



2.2 不必过分悲观，但亦无乐观理由

二季度出口继续同比大幅下滑的可能性不大。我国是全球家电制造第一大国，空调、冰箱、彩电等产品产能占全球 60%-80% 的份额。08 年四季度出口大幅下滑缘于国外经销商对经济前景趋势不明朗的直接反映，并不代表海外市场真实需求的大幅下滑。而近期家电产品出口数据的反弹，也正是海外市场真实需求的回升。考虑到我国家电产品在全球制造中的绝对主导地位，以及家电产品自身需求的刚性特点，我们认为 2009 年二季度及之后的时间内，出口数据出现 08 年年底这样大幅回落的可能性不大。

表 2 中国主要家电产品占全球的比重

	空调	洗衣机	冰箱	CRT 彩电	平板电视	微波炉	电饭煲
中国	7,043	3,396	4,320	4,326	4,000	12,486	8,300
全球	8,977	9,228	6,800	6,200	11,200	15,358	10,200
占有率	78.46%	36.80%	63.53%	69.77%	35.71%	81.30%	81.37%

数据来源：长城证券研究所

从全球家电业的分工格局来看，中国制造 + 欧美消费的特征十分明显。空调、冰箱、洗衣机等产品的主要出口区域均集中在美国、欧元区和日本等少数发达国家和地区。2007 年以来的美国次贷危机导致了全球经济的衰退，原油、金属等大宗商品市场和欧美房地产等资产价格的崩溃，使得欧美国家消费能力受到极大的打击。从近期欧美等国的经济数据来看，前期急速恶化的经济形势略有改观，但是上述地区 2009 年 GDP 负增长的概率较大，加上美国、欧元区以及日本的失业率持续高企，其消费能力进一步受到了抑制，因此欧美等国走出次贷危机引发的经济衰退泥沼，其过程将是相对漫长的。我们判断出口市场在未来两到三个季度显著回暖的可能性不大，2009 年家电行业出口下滑已基本成为定局，只是下滑的幅度和持续的时间周期，目前还很难确定。

表 3 2008 年家电产品出口地区结构

	空调	冰箱	洗衣机	液晶电视	小家电
大洋洲	0.89%	2.89%	1.80%	2.28%	2.38%
美洲	37.37%	28.55%	17.35%	54.73%	37.08%
欧洲	26.56%	38.16%	23.72%	24.78%	32.90%
亚洲	30.74%	23.97%	49.98%	17.64%	25.07%
非洲	4.43%	6.44%	7.14%	0.56%	2.58%

数据来源：产业在线 长城证券研究所

表 4 美、欧、日 2009 年主要经济指标变化预测

	GDP	CPI	失业率	经常账户/GDP	利率水平
美国	-2.10%	-0.60%	8.80%	-3.30%	0.25%
欧元区	-3.80%	0%	10%	-0.90%	1%
日本	-5.90%	N.A.	N.A.	1.80%	0.50%

数据来源：Bloomberg 长城证券研究所

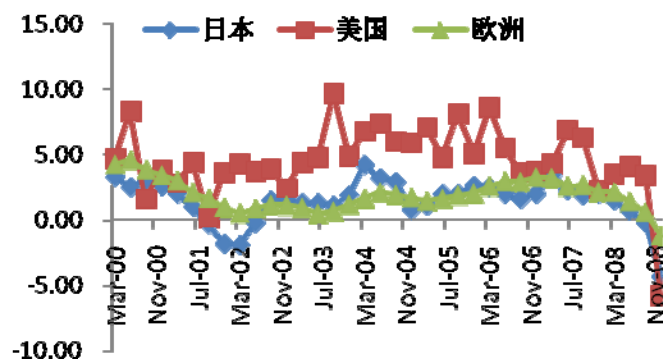


2.3 出口市场复苏将是相对漫长的过程

08年4季度以来美、日、欧等经济体GDP出现大幅下滑，绝非简单意义上的宏观经济周期性因素造成的。实际上，次贷危机引发的欧美金融海啸将会是对美元主导的国际金融贸易体系的一次全面修正，发达国家金融机构的资产负债表的修复和去杠杆化过程将会延续一段时期。虽然近期美国二手房销售、耐用品订单等数据好于市场预期，但美国就业市场依旧疲软，失业率高企使得消费者信心难以恢复，1月份美国进口贸易额再创新低，我们认为二季度欧美经济不存在复苏的可能，我国家电出口难以在短期内重现07年时盛景。

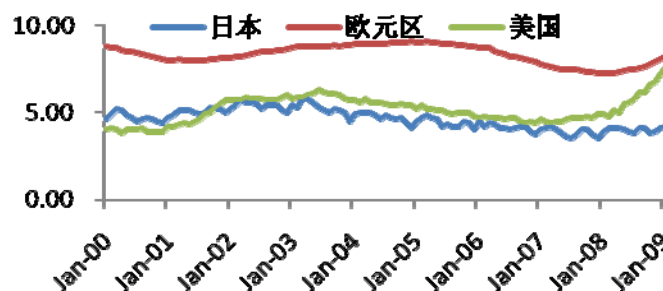
出口市场的真正回暖，或许要等到欧美房地产市场全面回暖，金融机构完成资产负债表的修复，恢复消费信贷和贸易融资等功能之时。经历了这次美国次贷危机，各国对改变美元主导的全球金融货币体系的呼声日涨，而将于英国伦敦召开的20国领导人金融峰会，或许将是美元主导的全球货币及贸易体系修正的开始，在新的国际贸易结算货币（机制）形成之前，经济全球化和国际贸易的发展都将会受到抑制，因而家电行业出口的复苏进程仍将是相对漫长的。

图 14 美日欧 08 年 4 季度 GDP 大幅下滑



数据来源：Wind 资讯

图 15 美日及欧元区失业率大幅攀升



数据来源：Wind 资讯

三、毛利有望保持稳定，但盈利增长不容乐观

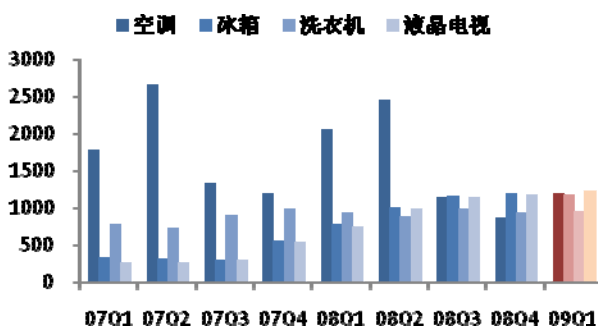
家电上市公司一季度业绩将较 08 年四季度环比有所回升。我们分析的视角有两个：一是，各子行业一季度的产销情况相对 08 年四季度环比有显著回升，各子行业收入环比增长比较明确；二是，从已公布年报的相关公司财务数据来看，08 年四季度毛利基本维持稳定，同时部分公司的单季度“预收账款/营业收入”，以及“存货/营业成本”等指标也可以观察到各个公司对 09 年一季度市场形势的判断，从而可以大致判断各上市公司的一季度业绩增长情况。

3.1 空调、冰箱企业一季度盈利将同比下滑

从一季度产销环比增速情况分析，空调行业预计产销环比回升幅度在 30%左右（根据 1-2 月份的空调产销数据判断），相对其他子行业而言反弹幅度最大。液晶电视受春节销售旺季刺激，预计一季度产销环比增长 20%左右，而冰箱、洗衣机等子行业回升幅度略低，我们预计环比增长在 10%以内。因此，仅从行业产销环比数据而言，一季度预计空调企业的盈利回升相对比较明显。考虑到家电产品销售有明显的季节性特点，09 年一季度销售环比回升与经销商年初采购和回补库存等情况有关，单季销售环比回暖并不能说明整个行业经营逐步恢复正常。因此，我们还需从同比的角度去分析各个子行业一季度的经营状况。根据已有的各个子行业 1-2 月份的产销数据，我们预计能够保持同比正增长的只有液晶电视、小家电等子行业，冰箱行业产销同比下滑 10%-15%，洗衣机下滑 10%左右，而空调行业一季度产销可能同比下滑 30%-40%。

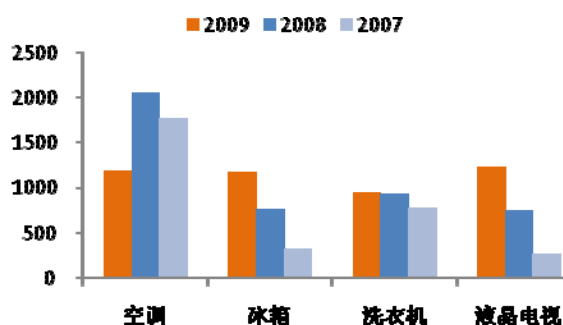
综合来看，一季度小家电、洗衣机等行业上市公司业绩波动不会很大，盈利稳定性相对看好；而空调、冰箱类上市公司的业绩环比增长的同时，同比仍将可能有较大程度下滑。

图 16 一季度家电产品产量环比回升



数据来源：产业在线 长城证券研究所

图 17 家电产品 09 年 1 季度销量同比变化



3.2 从财务数据变动预判企业未来盈利变化

除了从行业产销数据变化判断未来企业盈利变动趋势外，我们还可以从企业的财务数据变动来预测未来盈利的变化。

首先，我们分析一下毛利提升是否一定能够带来企业盈利的增长。2008 年三季度以来宏观经济增速骤然放缓，家电上市公司的营业收入增速也快速下滑。从我们选取研究的 8 家已披露年报的家电上市公司数据来看，08 年四季度除了合肥三洋、



九阳股份和美的电器外，其他 5 家公司单季营业收入均为负增长，而美的电器同比增长则是因为 08 年 2 季度并表小天鹅所致，如果以 07 年四季度合并范围数据同比来看也是负增长。换个角度来看，08 年四季度这 8 家上市公司毛利与 3 季度相比均略有增长，表明家电上市企业短期受益于原材料价格回落带来的毛利提升。但是，如果上市公司毛利短期提升，而营业收入却在下降，那么最终企业的盈利往往还是负增长，这种情况下的毛利回升并不能带来企业盈利的提升。因此，只有企业的收入保持正增长，毛利维持稳定或略有提升，这样的企业盈利才能继续保持正增长。我们从各家上市公司的年报也可以看出，这 8 家已披露年报的家电上市公司中，业绩表现相对较好的确实只有收入、毛利同时保持正增长的九阳股份和合肥三洋。

图 18 部分上市公司 08 年 4 季度收入下滑明显

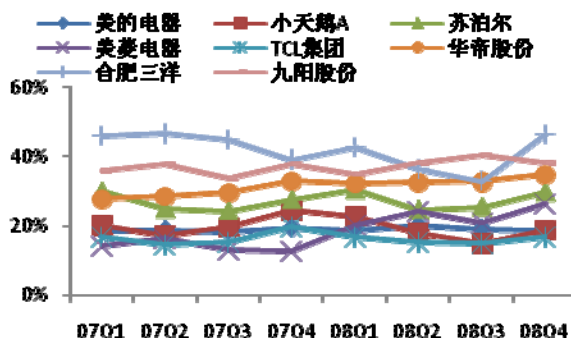
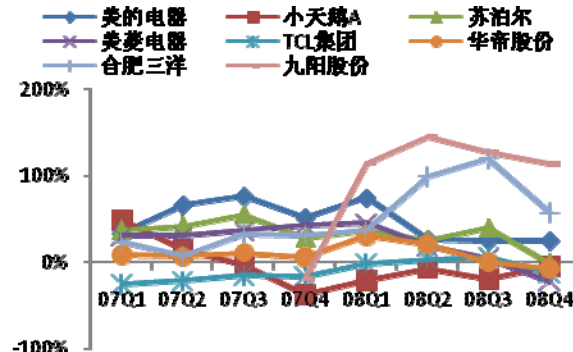


图 19 08 年 4 季度毛利稳中有升



数据来源：长城证券研究所

其次，我们可以从企业各个季度“预收账款/营业收入”、“存货/营业成本”等指标变化趋势，来判断未来一个季度甚至半年该企业的营业收入可能的变化趋势。如果企业的营业收入在保持增长，同时“预收账款/营业收入”的比值保持稳定，那么我们可以判断该企业下一季度收入仍有可能保持与上一季度相近增长速度；如果企业营业收入是负增长，而“预收账款/营业收入”这一比值保持稳定，则该企业下一季度营业收入增速放缓甚至负增长的可能性较大。换一个指标来分析，在 08 年 3 季度以来的经济下行周期，如果一个企业的“存货/营业成本”逆势上升，表明企业可能判断未来销售形式相对乐观，企业仍在增加原材料用于生产，或者增加产成品库存以备市场不时之需。反之，在经济下行周期，如果企业“存货/营业成本”比值逐季下降则表明企业对于未来的产销形势判断谨慎，因而减少生产和产成品库存，以应对可能出现的需求下滑。

图 20 部分上市公司“预收账款/营业收入”变动情况

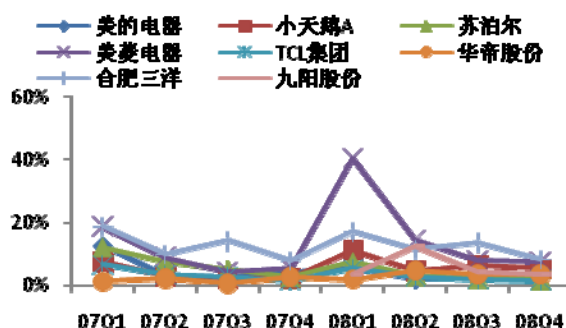
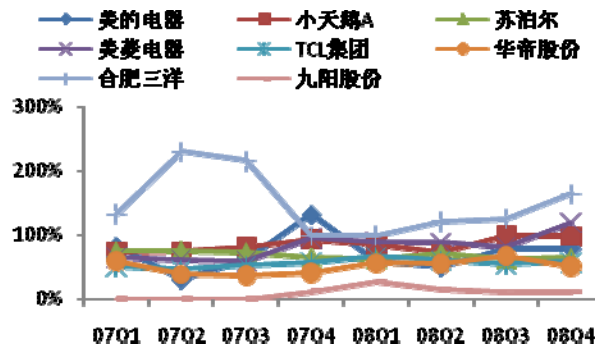


图 21 部分上市公司 08 年“存货/营业成本”变动情况



数据来源：长城证券研究所

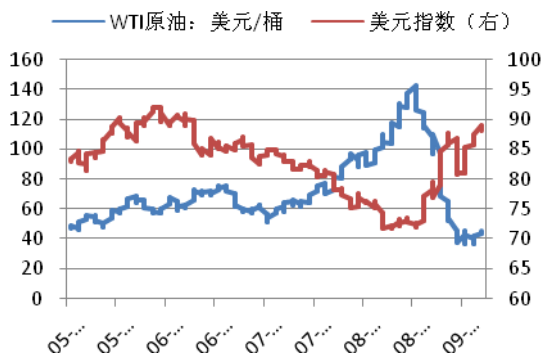


综合上述分析，我们可以通过对 08 年年报的分析，判断那些 08 年 4 季度营业收入仍能保持正增长，同时“预收账款/营业收入”、“存货/营业成本”等指标在当前经济下行周期仍能保持稳中有升的企业，在未来的一到两个季度仍能够保持较好的盈利增长。在我们选取的 8 家公布年报的家电上市公司中，仅有合肥三洋、九阳股份 08 年 4 季度营业收入同比正增长（我们剔除因并表因素影响而实现正增长的美的电器），而从“预收账款/营业收入”、“存货/营业成本”两大指标来看，合肥三洋在 08 年四季度保持 56% 收入增长的同时，“预收账款/营业收入”指标仍能与 3 季度持平，同时“存货/营业成本”较 3 季度还有提升，表明该公司对 09 年一季度销售订单比较良好，企业对未来销售形势相对乐观，因而增加了存货（原材料和产成品）以备生产和市场之需。而九阳股份方面，08 年 4 季度公司营业收入同比增长 113%，但“预收账款/营业收入”由 3 季度的 13.5% 降低到 7.9%，表明企业在收入快速增长的同时订单并不能保持同比增长，而“存货/营业成本”较 3 季度变化不大，表明 09 年 1 季度公司销售可能与 08 年 4 季度相差不大，未来收入增速可能放缓。实际上，从我们了解到的上述两家公司 09 年一季度的经营情况来看，合肥三洋确实可能实现收入同比增长 90%-100%，而九阳股份随着新增销售网点建设的放缓，09 年 1 季度公司销售增速可能只有 10%-20% 左右。

3.3 原材料价格反弹空间有限，企业毛利有望维持稳定

近期受美联储收购 3000 亿美国国债和 7500 亿抵押支持贷款计划的影响，美元指数大幅下跌使得美元计价的国际大宗商品价格出现了一轮反弹，布伦特原油价格反弹突破 53 美元，伦敦金属交易所 3 个月期铜价格突破 4000 美元/吨。

图 22 美元指数与原油价格



数据来源：Wind 资讯

图 23 LME 期铜价格走势变动



数据来源：LME 长城证券研究所

综合我们石化、有色和钢铁行业相关研究员的观点，我们判断二季度合成树脂、金属铜以及冷轧钢材等原材料价格将维持震荡盘整的格局，价格大幅上涨的风险不大。决定国际大宗商品价格以及其衍生工业原材料产品价格的主导因素仍是供求关系，而美元中长期贬值的预期将是推动相关原材料价格震荡上扬的重要影响因素。

二季度原油价格将围绕 50 美元附近震荡。国际原油价格或许已经走出底部区域，但有效需求未能有效恢复，石油库存仍处高位。需求方面，国际能源署估计 2008 年



全球石油日均需求 8570 万桶，比 07 年下降 40 万桶，预测 2009 年全球日均石油需求 8440 万桶，比 08 年下降 125 万桶。全球首次出现连续两年石油需求下降。由于世界经济仍处于滑坡之中，因此未来全球石油需求仍可能下降。库存方面，截至 3 月 12 日，美国的原油库存（战略储备除外）35330 万桶，比去年同期增加了 15.5%，总库存（战略储备除外）104230 万桶，同比增加了 8.7%，库存的高企，一方面说明下游需求并未有效恢复，另一方面则说明美国政府与企业等机构认可目前的油价，从而增加了收储。另外，未来一段时间美元可能会继续走弱，并进一步增强通胀的预期。但是一旦实体经济并不能有效受到提振，那么整个世界陷入滞胀的更危险的境地。我们认为国际原油价格阶段性底部已经形成，未来将以震荡走势为主，上涨的概率要高于下跌的概率，我们认为国际原油全年均价在 50 美元/桶。

铜价二季度可能震荡上扬。影响金属铜价格的主要因素包括供给、需求以及国储收购力度等因素。供给方面，1-2 月份中国精炼铜和铜材均出现同比上升的变化。1-2 月份精炼铜产量为 609880 吨，较去年同比增长 14.71%，铜材进口 928397 吨，较去年同期增长 6.79%。进口方面，2 月中国为锻造的铜同比增加 79%至 28.35 万吨，中国 2 月精炼铜进口较去年同期增加 99%至 27.1 万吨，远高于 1 月进口的 18 万吨。随着开工率的上升、企业不断复产，供给和进口的增加使得铜供应不断增加，二季度铜价的走势在很大程度上由需求面决定。而在需求方面，我们预计二季度家电行业产销仍将同比下滑，因此金属铜需求主要看电力设备行业的新增需求情况。从电力投资来看，两网合计投资额近年来一直在增加，并且全国电力设备的产量也同比出现较大幅度的增长，我们认为这将对铜需求有一定的拉动作用。麦格里银行预计，2009 年中国输电线路投资对于精铜需求量将增长 20%，并带动精铜需求量上升 4 到 5 个点。此外，国储局或已经在 2 月底开始在南美及欧洲收购精铜，交付期预计在 2009 年第二季度。市场预计总购买量在 20-40 万吨之间。我们认为未来若铜价持续低迷，国储仍有可能进行收储，收购海外精铜的原因我们推测主要是因为内盘铜价在新年以来一直高于外盘铜价。总体来看，我们认为铜价在二季度将存在一定向上的空间，整体走势或将呈现震荡上扬的格局。

图 24 中国金属铜需求结构

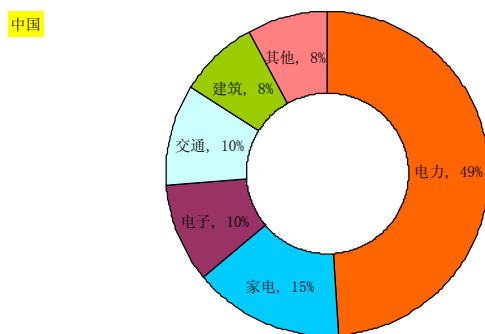
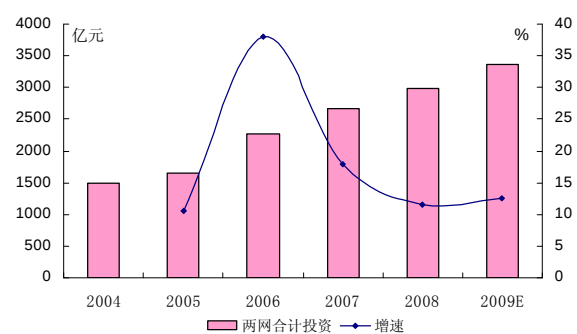


图 25 电力设备投资情况



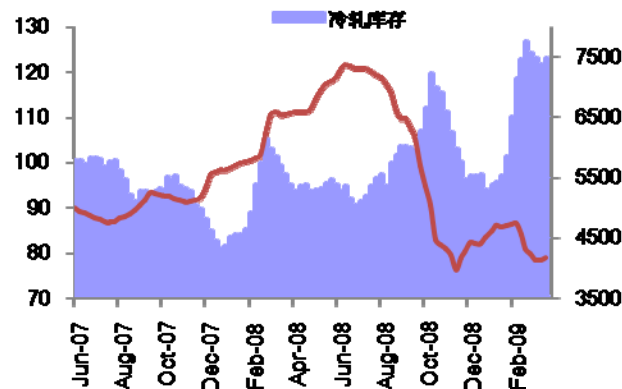
数据来源：长城证券研究所

产能过剩，需求不足，冷轧钢二季度价格难有起色。家电行业另一大主要原材料冷轧钢板的价格近期继续回落，3 月 26 日国内冷轧钢价格均价 4200 元/吨左右，较 2 月底 4800 元/吨有明显回落。决定冷轧钢价格的主要因素仍是市场供求关系。由于 09 年一季度汽车、家电等下游行业需求不旺，而 08 年以来新增的钢铁产能不断释放，冷轧钢整体库存在 08 年底回落后再次继续回升，导致了钢材价格进一步回



落。由于二季度需求端仍不明朗，冷轧钢价格将在 4000 元/吨上方震荡盘整。

图 26 冷轧钢材价格与库存走势



数据来源：我的钢铁网 长城证券研究所

结合对大宗原材料市场的价格走势分析，我们判断二季度家电行业原材料价格上涨的压力不大。但是，考虑宏观经济二季度还将在底部运行，家电产品终端需求难以有效回升，小家电、液晶电视等行业集中度不高、市场进入壁垒相对较小的细分市场将面临价格下行压力。此外，房地产市场近期虽有回暖，但形成对空调、冰箱和洗衣机等传统白电产品的需求仍有一定周期，二季度上述产品也面临需求不足而导致价格下滑的风险。实际上，08年4季度大部分家电企业毛利稳重有升，在目前相对较低的原材料价格水平，即使二季度家电产品终端销售价格面临下降风险，我们预计家电企业通过加快推出新品等方式，业务毛利仍能与一季度持平。

3.4 企业盈利回升有待需求的真正复苏

家电企业盈利回升有待终端需求的真正复苏。我们在对企业盈利趋势预测部分已经分析了毛利和营业收入变动对企业盈利的影响。如果二季度家电企业毛利保持稳定，那销售收入同比能否回升将是决定企业业绩能否好转的关键因素。我们相信中国可能是全球最先复苏的经济体，但考虑到次贷危机引发的金融海啸将深刻改变全球现有的产业分工格局与国际政治经济体制，发达国家金融机构的去杠杆化进程将深深抑制上述国家的消费支付能力，我们乐观预计家电行业在国内投资刺激、家电下乡以及房地产市场局部回暖的共同作用下，将在09年4季度逐步复苏。而海外市场需求的回暖至少要等到2010年以后。

四、投资策略

4.1 维持中性评级

根据前述我们对家电行业二季度产销情况的分析和企业盈利变化趋势的判断，二季度家电行业基本面难有大的改观，唯一不确定的因素可能只有天气，如果二季度国内天气较往年偏热，可能会带动空调、冰箱冰柜等制冷行业产销的回升。估值方面，当前 A 股市场家电板块 12 个月滚动 PE (TTM) 为 25.8 倍，PB 为 3.6 倍，处于市场各行业板块中值附近，与历史平均估值水平接近。鉴于二季度家电行业基本面特别是下游需求难有明显改善，而当前 A 股家电板块的整体估值并不具备估值优势，我们维持对家电行业“中性”的投资评级。

图 27 家电行业 12 个月滚动 PE 为 25.8 倍

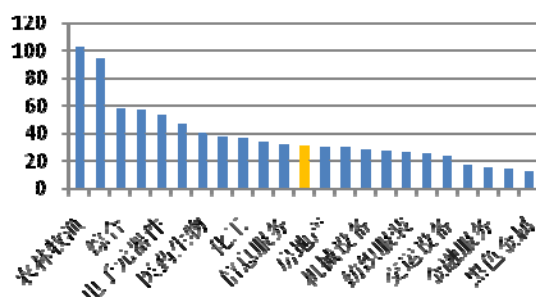
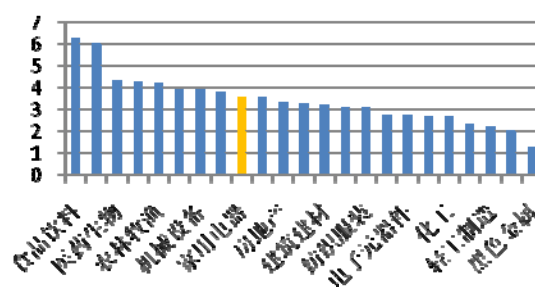


图 28 家电行业 PB 为 3.6 倍



数据来源：Wind 资讯 长城证券研究所

4.2 延续主题投资策略

一季度整个家电板块跑赢大盘，个股表现方面，小市值、低价位和题材类家电个股涨幅居前，而赢利能力较好、估值具备优势的部分大市值个股甚至跑输大盘。前期的家电板块走势与我们 2009 年行业投资策略的判断较为一致，即行业缺乏整体性投资机会，而个股的选择更多是流动性充裕背景下的主题性投资。

二季度我们依然延续 09 年年度策略报告中的投资思路，在行业基本面难有明显改观的前提下，家电个股的投资仍是以主题性、交易性机会为主。具体的投资思路有三个方面：一是，产业振兴规划和出口退税率调整带来的阶段性机会。我们认为无论是轻工业振兴规划还是家电产品出口退税率的提高，都是反周期的刺激性政策，难以改变行业需求疲软和企业盈利下滑的趋势，因而对个股的正面影响也仅仅是短暂；二是，家电下乡政策的深化与完善。从 09 年 2 月起，家电下乡从 12 省区向全国推开，下乡品种也从彩电、冰箱、洗衣机、手机扩展到空调、热水器、电磁炉等众多产品，下一步家电下乡政策可能深化的方向包括下乡品种的增加、财政补贴手续的简化等方面，这也将会对短期的行业构成正面的利好。三是，在出口形势日益严峻的背景下，不排除人民币阶段性贬值的可能，这将会对出口比重较高的家电个股股价构成正面刺激。

4.3 重点上市公司投资评级

个股方面，我们相对较为看好受宏观经济影响较小、内生性增长较好的个股，主要有合肥三洋和九阳股份。同时，我们还看好具有产能规模和产品技术优势，能够将领先的技术优势转化为产品结构提升，进而维持毛利和盈利增长的行业龙头，如格力电器和海信电器。此外，我们建议投资者积极关注基本面逐步改善，具备良好成长前景的个股，如小天鹅 A 等。

表 5 重点上市公司投资评级

证券代码	股票名称	最新收盘价	EPS		PE		PB	投资评级
			2008	2009	2008	2009		
000651	格力电器	25.98	1.55	1.85	16.76	14.04	5.78	推荐
002242	九阳股份	48.60	2.015	2.832	24.12	17.16	5.70	推荐
000527	美的电器	10.39	0.55	0.65	18.89	15.98	4.13	谨慎推荐
000418	小天鹅 A	6.70	0.07	0.26	95.71	25.77	2.28	谨慎推荐
600983	合肥三洋	12.08	0.345	0.483	35.01	25.01	6.20	谨慎推荐
600690	青岛海尔	9.80	0.74	0.83	13.24	11.81	2.08	谨慎推荐
600060	海信电器	10.75	0.43	0.49	25.00	21.94	1.89	谨慎推荐
002032	苏泊尔	13.94	0.53	0.63	26.30	22.13	7.28	谨慎推荐
000521	美菱电器	4.63	0.06	0.15	77.17	30.87	1.81	中性

数据来源：长城证券研究所

五、风险提示

行业面临的风险因素包括：

- 美元指数大幅波动，导致大宗商品价格出现大幅震荡，将会对家电企业的正常生产经营造成较大冲击；
- 08 年四季度以来出口部门的下滑对国内其他行业和地区的冲击开始显现，家电下乡实施效果可能不如预期；

研究员介绍及承诺

何奇峰：中国人民大学金融学硕士，电子/家电行业分析师，二年证券从业经验。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。