

[2009.04.01]

寻找超预期的可能性

——家用电器行业策略月报（2009年3月）

王臻

021-38676720

wangzhen@gtjas.com

方馨

021-38676685

fangxin@gtjas.com

本报告导读：

- 寻找超预期的可能性！2009年3月份，即便连锁渠道的空调销量一般，制造企业的空调销量也可能实现不错的增长。

投资要点：

- 本次月报我们的主题是“寻找超预期的可能性”。
- 回顾一季度的市场表现，我们发现，在市场反弹，投资者乐观情绪下，家电销售月度数据的变化能够带来交易性的投资机会，这在黑电行业得到验证，也在白电行业的近期表现中得到验证。
- 3月份什么数据具有超预期的可能性呢？通过分析历来的家电月度销售数据、工业库存与流通企业库存状况，我们认为，**2009年3月份，即便连锁渠道的空调销量一般，制造企业的空调销量也可能实现不错的增长。**即便是小幅的负增长，也已经远远好于之前的市场预期。
- 无论如何，我们还是坚持之前的判断：2009年一季度一定是空调行业内销的底部，中长期投资价值是存在的。如果再考虑一旦3月份销售数据超预期可能带来的交易性机会，我们还是建议超配空调行业。
- 考虑到替代能源与节能减排概念的热点持续，家电板块中的美菱电器、万家乐、盾安环境、国祥股份、合肥三洋、澳柯玛、TCL集团，四川长虹、深康佳、浙江阳光、佛山照明、德豪润达具有相关概念。
- 我们继续看好空调行业，我们的组合调入盾安环境，调出海信电器。

2009-3-1 ~ 2009-3-31 A股指数涨幅：13.21% 家电板块涨幅：13.93%

涨幅前五名	
德豪润达	53%
ST科龙	31%
国祥股份	28%
佛山照明	25%
澳柯玛	25%

跌幅前五名	
*ST夏新	4%
青岛海尔	5%
美的电器	5%
苏泊尔	6%
美菱电器	7%

2009-3-1 ~ 2009-3-31 激进组合涨幅：15.51%

上期组合	
格力电器	30%
九阳股份	25%
美的电器	15%
合肥三洋	15%
海信电器	15%



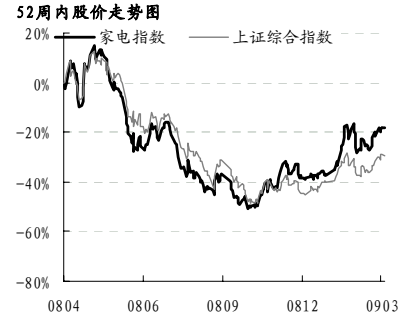
本期组合	
格力电器	30%
九阳股份	25%
美的电器	15%
合肥三洋	15%
盾安环境	15%

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
手机	中性

家电板块走势图



相关报告

- 家电消费在降级？ (09.02.26)
- 洗衣机与彩电行业是避风港么？ (09.01.16)
- 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	1.85	1.51	1.71
美的电器	0.55	0.71	0.77	0.77
青岛海尔	0.62	0.70	0.69	0.81
九阳股份	2.01	2.68	2.17	2.70
TCL集团	0.19	0.19	0.19	0.16
四川长虹	0.09	0.16	0.11	0.19
苏泊尔	0.53	0.64	0.53	0.64
佛山照明			0.34	0.26
深康佳A	0.25	0.28	0.22	0.26
海信电器	0.47	0.54	0.45	0.55
三花股份	0.95	0.85	1.01	1.14
合肥三洋	0.34	0.52	0.36	0.51
盾安环境	0.46	0.48	0.45	0.45
小天鹅A	0.07	0.26	0.14	0.32
海立股份			0.24	
浙江阳光	0.41	0.44	0.46	0.57
广电信息				
美菱电器	0.06	0.09	0.08	0.13
德豪润达	-0.18	0.03		
伊立浦	-0.18	0.03	-0.18	0.02

1. 交易性机会的启示

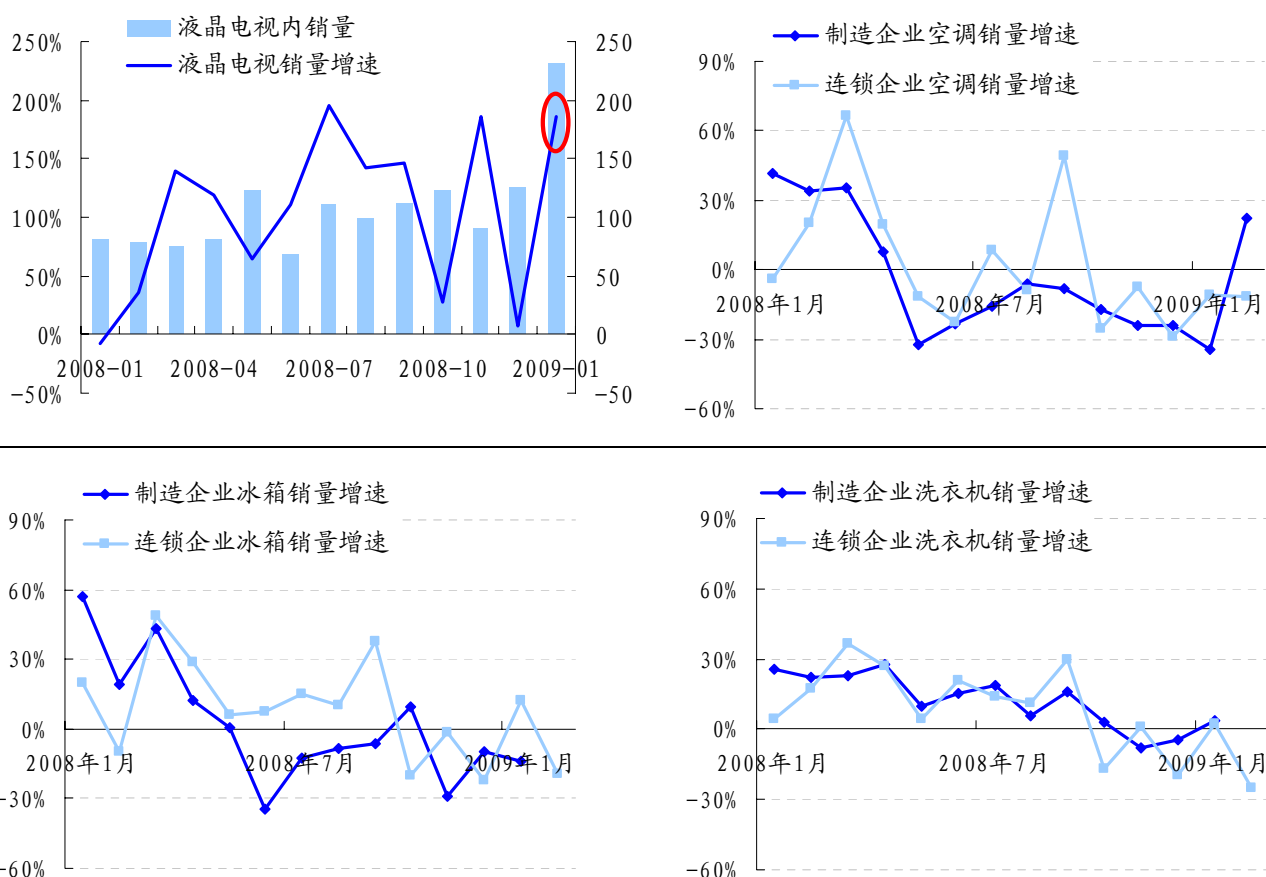
回顾一季度的市场表现，黑电行业的表现可圈可点。如果说，一月份液晶电视内销量大幅增长是主要触发因素，那么，看看 2008 年以来月度数据：月份销量同比增长 100% 以上的月份有 7 个，但是，二级市场股价随之上涨的月份有几个呢？因而，我们认为，液晶 1 月份销量大涨导致了一个结果，那就是，在整个 A 股市场反弹的时期，市场普遍乐观预期黑电行业同样也可能会出现反转：国内制造企业的市场占有率提升，盈利能力进一步提高；模组价格大跌，产能利用率低，供应瓶颈消除；家电下乡加速液晶电视的普及。由于我们一直预期 2009 年 30% 左右的液晶内销增长，近期的月份数据并没有改变我们的预期，因而，在数据上，我们一直定义这是一个交易性的投资机会。（见《你方唱罢我登场》）

下面，我们来看看白电行业。

- 2 月份制造企业的空调内销量也实现了近一年以来的首次正增长，尽管我们在年度策略报告和 1 月份月报明确指出 2009 年一季度是行业底部，但是我们并没有想到 2 月份就能够实现正增长。那么，3 月份呢？
- 冰箱与洗衣机内销在一月份似乎要出现反弹，但是 2 月份连锁企业的销量又是那么的不乐观。这说明，春节假期对终端销售的影响还是显著的。

如果 3 月份再次出现超预期增长，趋势是否确立，投资机会是否来临？

图 1：家电月度数据的销量同比增速波动明显，恰恰是这种波动可以带来交易性的投资机会。



数据来源：产业在线，中怡康，国泰君安证券研究所

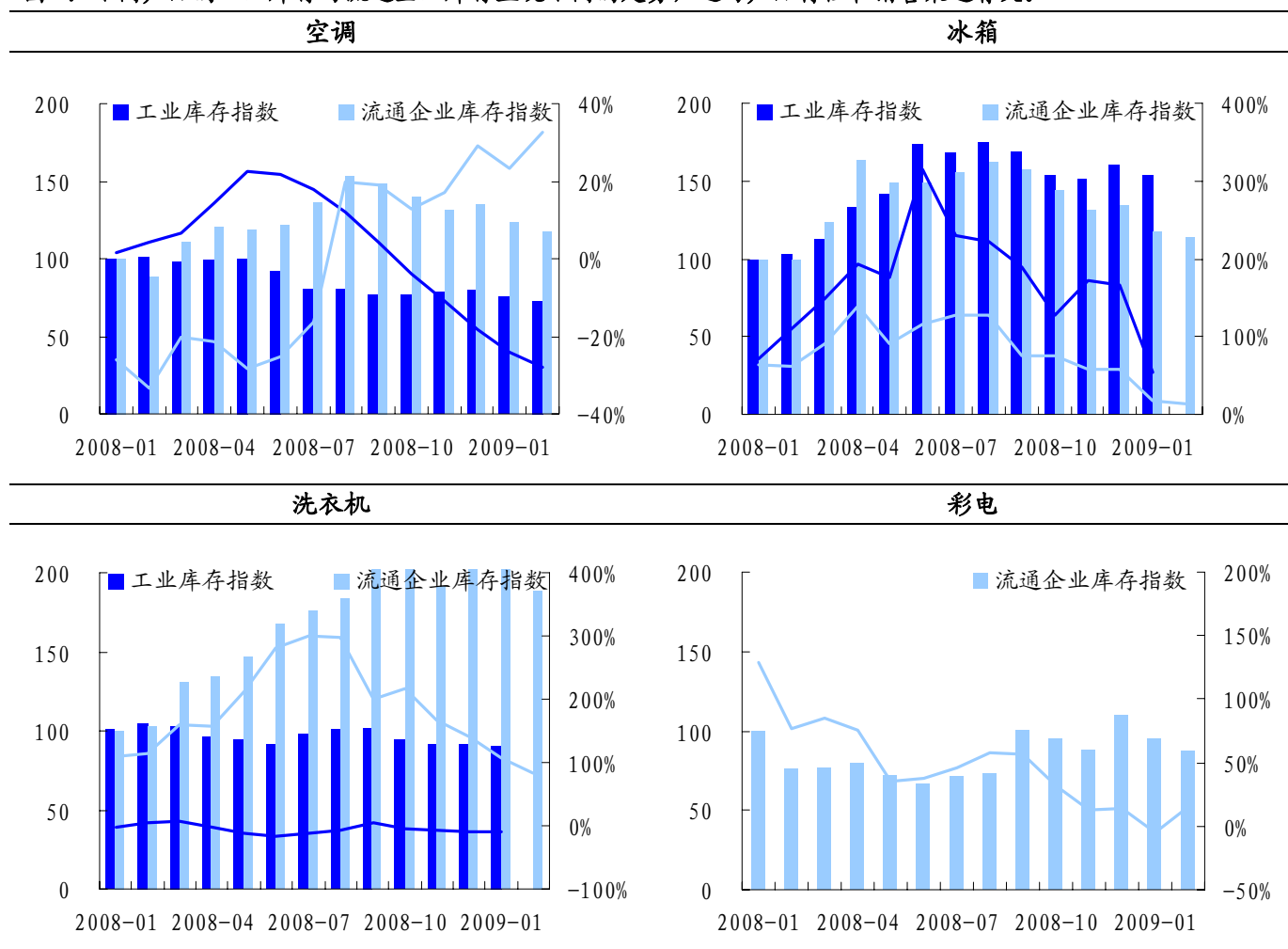
2. 库存数据显示空调行业最具超预期的可能性

连锁渠道销量基本可以反映城市家电消费的情况，从图 1 数据来看，销售增速还处于底部波动状态，这说明家电消费还没有出现大幅反弹；而制造企业销量似乎出现反弹，这或许更多的与渠道库存的变化有关。

2008 年以来工业库存指数与流通企业库存指数中，空调行业的背离是最严重的。那么，是不是这也可能意味着，2009 年 3 月份，即便连锁渠道的空调销量一般，制造企业的空调销量也可能实现不错的增长呢？

2 月份空调内销实现同比正增长在一定程度上与上年同期基数较低有关，而 3 月份的销量往往是 2 月份的两倍，若想实现正增长难度是不小的。但是，**即便是小幅的负增长，也已经远远好于之前的市场预期，这就足够了！**

图 2：不同产品的工业库存与流通企业库存呈现不同的走势，这与产品特性和销售渠道有关。



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究所

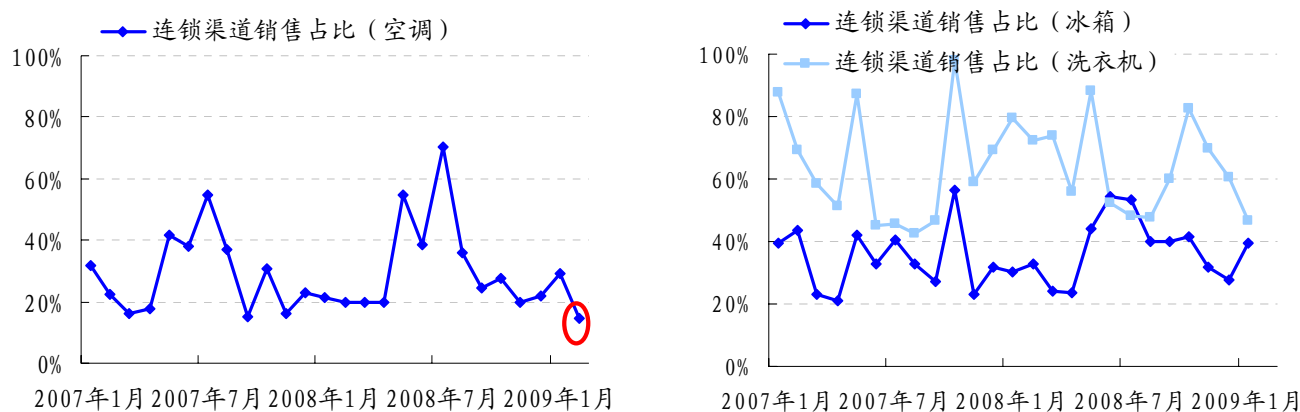
对比产业在线与中怡康的统计数据（归为连锁渠道与制造企业数据），可以说明，**3 月份空调制造企业的销售增速很可能与连锁渠道的销售增速存在较大偏差。**尽管我们零售研究员对 2009 年的家电连锁行业较为谨慎，但是，就月度数据而言，

乐观一点儿的话，制造企业的3月份的空调数据和最终加总的一季度空调数据应该是会超出预期的，这至少会带来交易性的投资机会。

- 连锁渠道的销售占比较高的两种情况：销售旺季、长假期间。这与连锁渠道的促销活动与客户群体有关。
- 与冰箱和洗衣机相比，空调数据显示，连锁渠道的销售占比在淡季与旺季差异巨大。这样，反映在连锁渠道与制造企业数据销量增速上，旺季应该具有一致性，而淡季的差异可能会比较大。

无论如何，我们还是坚持之前的判断：2009年一季度一定是空调行业内销的底部，当前的中长期投资价值是存在的。如果再考虑一旦3月份销售数据超预期可能带来的交易性机会，我们还是建议超配空调行业。

图 3：白色家电的连锁渠道与制造企业销售数据之比



数据来源：产业在线，中怡康，国泰君安证券研究所

3. 本月投资组合

本期大盘一反历年两会后下跌的趋势，新能源等板块持续上涨，3月1日-30日上证指数上涨13.21%。家电板块受到彩电、空调和洗衣机行业销量数据回暖以及房地产成交量回暖等因素影响，上涨幅度13.93%，超过大盘0.71个百分点。其中，照明与白电表现较好，黑电由于前期涨幅较高，本期未显著跑赢行业。我们的激进组合涨幅15.51%，跑赢行业1.58个百分点，跑赢大盘2.30个百分点。

表 1：上期组合的总结

公司	权重	涨跌幅	简述
格力电器	30%	19.38%	房地产销售回暖、空调内销增长等因素带来空调行业回暖预期，一季度业绩或超预期。估值较低
九阳股份	25%	14.41%	年报业绩符合预期，送配方案优，09年行业预计仍有较高增长。市净率相对较高
美的电器	15%	5.41%	年报业绩低于预期
合肥三洋	15%	20.94%	洗衣机行业预计仍能稳定增长，1月内销增长。
海信电器	15%	14.29%	液晶电视销售持续较高增长，符合预期。但前期黑电涨幅较高，已是本期涨幅最高的黑电公司

数据来源：国泰君安证券研究所

本期组合调整的总体思路：

- 考虑到近期替代能源板块的持续上涨，我们试图来挖掘一下家电板块中的相

关概念公司，如美菱电器、万家乐、盾安环境、国祥股份、合肥三洋、TCL集团、四川长虹、澳柯玛等。

- 如果考虑在几十个大城市大规模推广半导体照明灯具，相关概念公司有浙江阳光、佛山照明、德豪润达、深康佳、澳柯玛等。
- 我们继续看好空调行业，因而我们选择调出海信电器，调入盾安环境(15%)，一方面其空调零部件业务与空调行业相关，一方面其工业空调在 3G 基站机房、核电领域应用，一方面公司融资、后期具有资本运作的想法。

4. 业绩预测的对比与调整

表 2: 上市公司盈利预测一览——WIND 一致盈利预测普遍下调

证券代码	证券简称	GTJA			GTJA 上次		Wind			Wind 上次		Wind Max		
		2008	2009	2010	2008	2009	2008	2009	2010	2008	2009	2008	2009	2010
000651.SZ	格力电器	1.55	1.85	2.10	1.55	1.78	1.51	1.71	2.09	1.55	1.74	1.58	1.93	2.50
000527.SZ	美的电器	0.55	0.71	0.86	0.77	0.85	0.55	0.77	0.92	0.78	0.95	0.89	1.06	1.32
600690.SH	青岛海尔	0.62	0.70	0.78	0.62	0.7	0.69	0.81	1.01	0.69	0.84	0.74	0.87	1.13
002242.SZ	九阳股份	2.01	2.68	3.32	2.02	2.68	2.17	2.70	3.33	2.17	2.87	2.41	3.08	4.08
000100.SZ	TCL 集团	0.19	0.19	0.24	0.21	0.18	0.19	0.16	0.19	0.2		0.30	0.19	0.24
600839.SH	四川长虹	0.09	0.16	0.23	0.09	0.16	0.11	0.19	0.27	0.09	0.14	0.15	0.30	0.39
002032.SZ	苏泊尔	0.53	0.64	0.73	0.52	0.63	0.53	0.64	0.80	0.53	0.71	0.58	0.69	0.91
000541.SZ	佛山照明						0.34	0.26	0.30	0.34	0.22	0.34	0.36	0.39
000016.SZ	深康佳 A	0.25	0.28	0.31	0.25	0.28	0.22	0.26	0.32	0.23	0.27	0.24	0.29	0.33
600060.SH	海信电器	0.47	0.54	0.65	0.47	0.54	0.45	0.55	0.69	0.47	0.56	0.49	0.61	0.81
002050.SZ	三花股份	0.95	0.85		0.95	0.85	1.01	1.14	1.38	0.97	1.15	1.14	1.32	1.54
600983.SH	合肥三洋	0.34	0.52	0.65	0.35	0.52	0.36	0.51	0.65	0.36	0.52	0.37	0.56	0.78
002011.SZ	盾安环境	0.46	0.48	0.65	0.46	0.48	0.45	0.45	0.50	0.45	0.49	0.45	0.47	0.51
000418.SZ	小天鹅 A	0.07	0.26	0.35	0.14	0.3	0.14	0.32	0.43	0.11	0.39	0.29	0.39	0.58
600619.SH	海立股份						0.24		0.36	0.24		0.25		0.36
000921.SZ	ST 科龙						0.10		0.47	0.1		0.10		0.47
600261.SH	浙江阳光	0.41	0.44	0.51	0.45	0.54	0.46	0.57	0.64	0.48	0.56	0.53	0.66	0.70
600637.SH	广电信息													
600130.SH	波导股份						-0.13	0.00	0.02	-0.13	0	-0.13	0.00	0.02
000521.SZ	美菱电器	0.06	0.09	0.12	0.06	0.09	0.08	0.13	0.15	0.06	0.08	0.12	0.20	0.26
600336.SH	澳柯玛													
002005.SZ	德豪润达	-0.18	0.03	0.05			-0.18	0.02	0.05	0.19	0.3	-0.18	0.02	0.05
000404.SZ	华意压缩						0.12	0.02	0.03	0.12	0.07	0.12	0.02	0.03
002076.SZ	雪莱特	0.07	0.11	0.15			0.20	0.12	0.17	0.2	0.27	0.21	0.15	0.24
600057.SH	*ST 夏新						-0.20		0.22	-0.2		-0.20		0.22
002260.SZ	伊立浦						0.37	0.52	0.69	0.37	0.54	0.43	0.61	0.92
200512.SZ	闽灿坤 B													
002035.SZ	华帝股份	-0.06	0.02	0.08	-0.06		0.10	0.14	0.21	0.1	0.14	0.10	0.14	0.21
600870.SH	*ST 厦华												0.91	
600340.SH	国祥股份													
600854.SH	*ST 春兰													

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

注: 盈利预测调整(红色: 升; 绿色: 降)

附 1：上月回顾——每月固定的更新项目

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	商务部酝酿刺激出口新方案，退税率或上提	点评	2009.03.02
	聚焦两会：节能与家电下乡成为焦点	点评	2009.03.09
	空调、热水器下乡中标结果	点评	2009.03.09
	空调新能效标准和补贴方案尚无时间表	点评	2009.03.16
	平板电视能效标准方案年中出台，将年底前生效	点评	2009.03.02
	商务部郑书伟：32 寸液晶下半年“下乡”	点评	2009.03.23
	空调 2 月数据：内销增长 22%，超过预期	点评	2009.03.23
	冰洗 1 月数据：整体收缩，洗衣机内销增长	点评	2009.03.23
	国外家电数据：新订单降幅收窄	点评	2009.03.23
	苏宁电器《2009 中国空调行业白皮书》	点评	2009.03.02
	苏宁电器《2009 中国农村家电消费调查报告》	点评	2009.03.31
	空调：旺季将至硝烟弥漫	点评	2009.03.31
	面板：价格企稳，产能利用率回升	点评	2009.03.02
	格力电器：获批组建国家节能环保制冷设备工程技术研究中心		2009.03.31
	美的电器：美的集团质押股权		2009.03.02
上市公司要闻回顾与点评	美的电器：公布 2008 年报，每股收益 0.55 元	点评	2009.03.16
	美的电器：拟扩展章程中的经营范围		2009.03.23
	青岛海尔：被认定为高新技术企业		2009.03.09
	合肥三洋：公布 2008 年报，每股收益 0.345 元	点评	2009.03.02
	合肥三洋：日方董事更换		2009.03.23
	小天鹅：公布 2008 年报，每股收益 0.07 元		2009.03.09
	小天鹅：进入高新技术企业公示		2009.03.16
	小天鹅：转让荆州电器予美的电器		2009.03.31
	美菱电器：公布 2008 年报，每股收益 0.0621 元	点评	2009.03.02
	盾安环境：公布 2008 年业绩快报，每股收益 0.46 元		2009.03.02
	盾安环境：公布 2008 年报，每股收益 0.465 元	点评	2009.03.23
	澳柯玛：被认定为高新技术企业		2009.03.02
	澳柯玛：控股子公司被认定为高新技术企业		2009.03.23
	海信电器：被认定为高新技术企业		2009.03.31
	TCL 集团：液晶模组项目进展顺利		2009.03.09
黑色家电	TCL 集团：公告 2 月销量数据		2009.03.16
	TCL 集团：9 家子公司获高新企业认证		2009.03.23
	TCL 集团：公布 2008 年报，每股收益 0.194 元	点评	2009.03.31
	四川长虹：增资子公司，为子公司提供担保		2009.03.09
	浙江阳光：公布业绩快报，每股收益 0.41 元	点评	2009.03.23
	佛山照明：被认定为高新技术企业，获得国家专项拨款		2009.03.02
	雪莱特：公布 2008 年报，每股收益 0.074 元	点评	2009.03.23
	苏泊尔：公布 2008 年业绩快报，每股收益 0.52 元		2009.03.02

图 表	图 表	九阳股份：公布 2008 年业绩快报，每股收益 2.02 元	点评	2009.03.02
		九阳股份：公布 2008 年报，每股收益 2.01 元	点评	2009.03.31
		华帝股份：公布 2008 年业绩快报，每股收益-0.06 元		2009.03.02
		华帝股份：公布 2008 年报，每股收益-0.065 元	点评	2009.03.23
		德豪润达：转让股权予广东健隆达光电科技		2009.03.16
		德豪润达：广东健隆达光电科技持股达 5%，小非减持		2009.03.23
		德豪润达：股权转让步伐加快		2009.03.31
		伊立浦：被认定为高新技术企业		2009.03.16
		三花股份：公布 2008 年业绩快报，每股收益 0.95 元		2009.03.02
		三花股份：输美空调用截止阀反倾销案肯定性终裁裁定		2009.03.16
图 表	图 表	图 1：欧美日本家电消费、订单与库存数据		2009.03.23
		表 1：TCL 集团获得高新企业认证子公司情况		2009.03.23
		附表 1：家电行业上市公司年报业绩与预计披露日期		每期

数据来源：Wind，国家电网，国泰君安证券研究所

附表 2：一个月内的重点报告

报告类型	标题	主要观点	日期
行业研究	金融危机下的品类战略	比较里斯《品类战略》07 版与 09 版， 探寻中国企业转型方向	2009.03.13
年报点评	合肥三洋：五箭齐发初中靶	谨慎增持	2009.03.02
年报点评	美菱电器：业绩弹性较大	减持	2009.03.03
年报点评	小天鹅：等待涅槃	中性	2009.03.09
年报点评	美的电器：谨慎处理后，轻装上阵	增持	2009.03.12
年报点评	苏泊尔：收入增速放缓	谨慎增持	2009.03.19
年报点评	华帝股份：2009 年有望实现盈利	无评级	2009.03.24
年报点评	雪莱特：未来业绩缓慢增长	无评级	2009.03.24
年报点评	九阳股份：分类产品增长良好，综合毛利率略有上升	增持	2009.03.25
调研简报	九阳股份：2008 业绩说明会纪要	增持	2009.03.30
年报点评	浙江阳光：政府推广有望推动未来业绩	中性	2009.03.31

数据来源：国泰君安证券研究所

附 2：组合历史——每月固定的更新项目

附表 3：组合及其收益率

品种一	品种二	品种三	品种四	品种五		
初始组合						2009.01.01
九阳股份	小天鹅	合肥三洋	海信电器	深康佳	组合涨幅	6.59%
30%	25%	20%	10%	10%	相对板块	2.56%
2009 年一月份月报：洗衣机与彩电行业是避风港么？						2009.01.16
九阳股份	格力电器	美的电器	合肥三洋	海信电器	组合涨幅	16.64%
30%	30%	20%	10%	10%	相对板块	-1.25%
2009 年二月份月报：家电消费在降级？						2009.02.26
格力电器	九阳股份	美的电器	合肥三洋	海信电器	组合涨幅	15.51%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

7 of 10

30%	25%	15%	15%	15%	相对板块	1.58%
2009 年三月份月报:					2009. 03. 31	
					组合涨幅	? ? ?
					相对板块	? ? ?

数据来源：国泰君安证券研究所

我们对稳健组合和激进组合的定义，

- 稳健组合目标战胜家电板块指数，我们选取的文件组合是我们长期推荐的品种。
- 激进组合目标战胜稳健组合，追求短期（不超过一个月）的超额收益，风险收益相对更大。

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、替代能源策略的研究。

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

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