

行业景气阶段性回升，龙头个股估值优势显著

——2009年中期家电行业投资策略

要点:

- **前期家电板块市场表现好于大盘。**家电行业近半年来表现好于大盘，其主要推动因素在于前期板块估值相对偏低，同时在流动性过剩背景下，家电行业持续出台的利好政策带动了行业主题性投资的活跃。我们并不认同家电行业领先大盘的市场表现是由行业基本面或是企业业绩推动的，其实无论是家电板块还是整个A股市场，此轮反弹更多的上涨推动力量还是来自流动性因素。
- **彩电及冰洗产品将明显收益家电以旧换新政策。**近期国务院常委会议审议通过了家电以旧换新政策，2009年将在北京、上海、山东等9省市开展家电以旧换新试点，对交售旧家电并购买新家电的消费者给予销售额10%的补贴，年内计划补贴总额达20亿元。我们测算显示未来2-3年上述9省市每年彩色电视的更新换代需求在1880万台左右，而冰箱、洗衣机的年更新需求在1200万台左右，空调产品大致在800万台水平，而家庭电脑则300-400万台之间。家电以旧换新政策将会对彩电、洗衣机和冰箱行业的内销产生积极拉动作用，而对空调、家用电脑行业的推动作用相对较低。
- **行业谷底已过，三季度业绩将继续回升。**家电上市公司08年报和09年1季报数据显示，08年4季度是行业销售低点，09年1季度则是本轮家电上市公司业绩的调整低点。预计09年3季度，家电下乡、以旧换新、出口退税、节能产品补贴等政策效果日益显现，年初房地产市场回暖对家电产品的销售拉动效果也将在3季度逐步体现出来。因此，3季度家电上市公司业绩环比继续回升值得期待。
- **维持谨慎推荐的投资评级。**我们维持对家电行业“谨慎推荐”的投资评级。主要理由有两点：1) 行业估值具备优势，龙头个股估值明显偏低；2) 下半年家电上市公司业绩阶段性回升是大概率事件。下半年家电行业投资布局沿三条主线：一是，低估值的行业龙头可能出现的补涨行情，如青岛海尔、格力电器；二是，公司基本面有重大改善的个股，如小天鹅A、合肥三洋；三是，外部政策刺激带来的主题投资机会。
- **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、以旧换新政策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。

分析师

何奇峰

☎ 010-88366060-8876

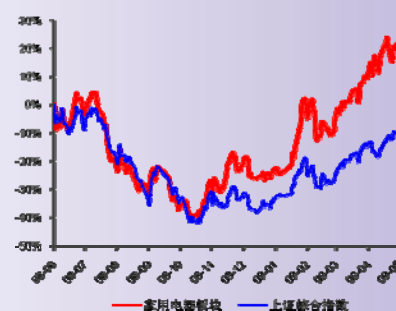
✉ heqf@cgws.com

投资评级：谨慎推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

股票名称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	投资评级
青岛海尔	0.68	0.82	20.06	16.63	推荐
格力电器	1.25	1.39	14.97	13.46	推荐
九阳股份	1.49	1.87	17.43	13.89	推荐
小天鹅A	0.32	0.42	28.47	21.69	谨慎推荐
合肥三洋	0.48	0.56	26.48	22.70	谨慎推荐

家电行业相对市场表现



相关报告

- 《09年1季度是家电行业此轮调整的业绩低点》家电行业动态点评，2009.05.07
- 《行业需求看淡，把握主题性投资机会》家电行业09年2季度投资策略 2009.03.27
- 《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



目录

一、板块表现好于大盘，政策刺激是关键.....	3
1.1 家电行业指数领先大盘逾半年.....	3
1.2 政策暖风频吹，家电从“下乡”到“进城”	4
1.3 刺激国内需求，应对行业产能过剩	5
二、以旧换新政策或将加速家电更新换代步伐.....	6
2.1 城镇家庭家电进入更新换代期.....	6
2.2 以旧换新或将加速家电消费升级.....	7
2.3 彩电、洗衣机、冰箱子行业将明显受益.....	8
2.4 期待以旧换新政策进一步加大实施力度.....	9
三、行业低点已过，景气有望阶段性回升.....	10
3.1 09年一季度是行业调整的低点	10
3.2 需求能见度低，复苏进程或有反复	12
3.3 通胀预期再起，新一轮库存化渐进	14
3.4 下半年上市公司业绩阶段性回升	15
四、投资策略	16
4.1 维持行业“谨慎推荐”评级	16
4.2 三条主线布局下半年家电板块.....	17
4.3 重点个股投资要点	17
4.4 跟踪个股投资评级一览.....	21
五、风险提示	21

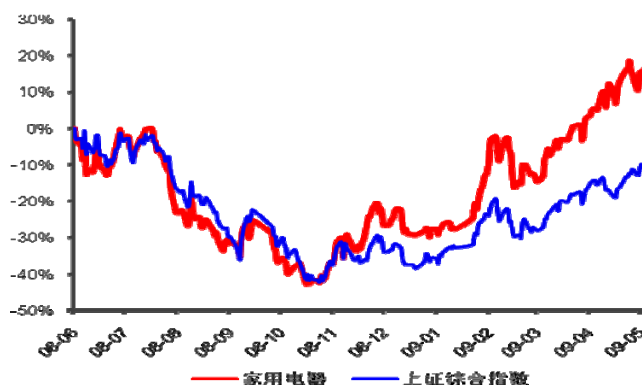


一、板块表现好于大盘，政策刺激是关键

1.1 家电行业指数领先大盘逾半年

回顾家电板块相对市场的表现，我们可以看到在 2008 年 10 月上证指数创下此轮下跌低点前，家电板块的市场表现相对落后或是同步大盘。2008 年 11 月初，国务院出台了 4 万亿经济刺激方案，紧接着又陆续公布了十大产业振兴规划，A 股市场在流动性回升预期推动下，走出了一轮持续 6 个多月的反弹行情。在本轮反弹行情中，家电板块受家电下乡推广、出口退税调整以及家电以旧换新政策等行业利好因素刺激，表现强于大盘。

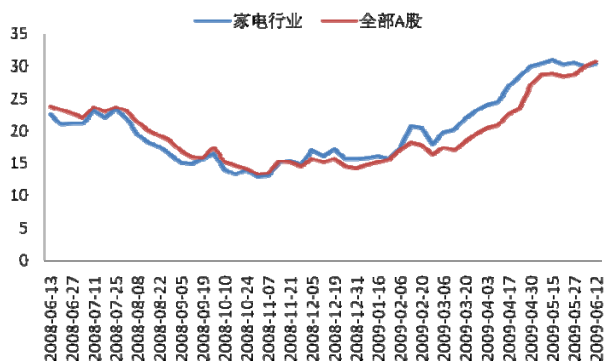
图 1 近半年家电板块市场表现领先大盘



数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所

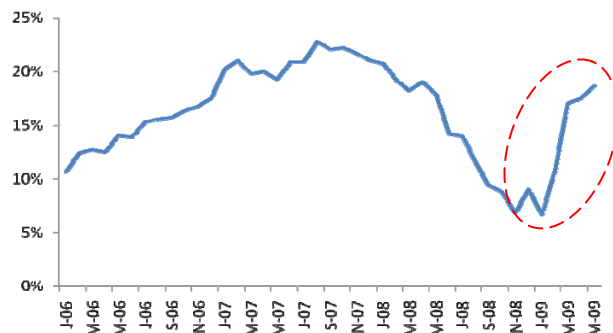
我们认为家电行业近半年来市场表现好于大盘，其主要推动因素在于前期板块估值相对偏低，同时在流动性过剩背景下，家电行业持续出台的利好政策带动了行业主题性投资的活跃。我们并不认同家电行业领先大盘的市场表现是由行业基本面或是企业业绩推动的，其实无论是家电板块还是整个 A 股市场，此轮反弹更多的上涨推动力量还是来自流动性因素。

图 2 家电板块相对 A 股市场 PE (TTM) 从折价到溢价



数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所

图 3 货币供应量 M1 指标 09 年同比大幅增长



数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所



1.2 政策暖风频吹，家电从“下乡”到“进城”

2007 年底以来，家电行业可谓政策暖风频吹，成为国家政策扶持用以刺激消费的重点行业之一。2007 年 12 月，家电下乡政策首次在四川、河南、山东三省开展试点，上述三省农民采购家电产品政府财政给予 13% 的销售补贴，这在家电行业还是第一次。三省一年的家电下乡试点取得了较为明显的成效。其中，四川省共销售家电下乡产品 112.7 万台，销售金额 16.01 亿元，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 5 月底，财政部、商务部发布《继续实施家电下乡政策的通知》，川、鲁、豫三省家电下乡试点延长一年至 2009 年底。10 月中旬，两部委根据国内经济形势变化，决定家电下乡政策由原来的三省试点推向全国 12 省、市、自治区，新增洗衣机作为下乡家电，以期进一步拉动农村地区家电消费、刺激内需。2009 年 2 月，财政部、商务部发布《关于加大家电下乡力度的通知》，家电下乡政策正式向全国推开，下乡产品也进一步扩大到空调、热水器、电脑、电磁炉、微波炉等品种。09 年 4 月，财政部、商务部联合其他 9 部委（局）出台了《家电下乡实施细则》，该《细则》明确了下乡家电产品补贴兑付标准和程序，大幅提高了彩电、冰箱、空调等产品最高限价，农民购买单一品种家电数量也由 1 台提高到 2 台，至此家电下乡的政策力度达到高点。

从三省试点到全国推广，家电下乡虽然起到了推动农村家电消费、刺激国内市场需求、提高家电企业生产开工率的作用，但考虑到下乡产品单价受限、毛利不高，再加上运输推广等成本，实际的政策效果与制定者设想之初的目标有不小差距。为此，2009 年 5 月 19 日，国务院常务会议审议并原则通过家电产品以旧换新政策，在北京、天津、上海、江苏、广东、山东、浙江、福州、长沙等 9 省市开展家电产品以旧换新政策，对居民交售补贴范围内冰箱、空调、彩电、洗衣机、电脑等 5 类旧家电，原则上按照新产品的 10% 销售价格进行补贴。

家电产品“以旧换新”政策首次将城镇居民家电更新换代消费纳入财政补贴范围，对家电行业而言意义重大。从试点的区域选择来看，均是经济相对发达、城市化水平高，居民家电产品普及率高的地区，因而上述地区居民家电更新换代的需求也相应较强。从政策的出发点来看，“以旧换新”补贴政策的出发点在于鼓励居民加快家电产品更新换代和消费升级，居民更换的将是节能、环保、节约资源的中高端家电产品，如平板电视、变频空调、滚筒洗衣机等。因此，中高端家电产品销售的增加，将改变厂商在家电下乡过程中“增收不增利”的尴尬局面，有效带动家电企业盈利的增长。虽然家电“以旧换新”政策的实施细节尚未出台，但可以预期的是，把城镇居民家电消费纳入财政补贴范围，将有效带动家电产品的更新换代，提高家电厂商中高端产品的销售比重，拉动家电产品内需市场的发展。

表 1 家电下乡、以旧换新、出口退税等相关政策一览

序号	政策	主要内容	部委	时间
1	《家电下乡试点实施方案》	在川、鲁、豫三省开展家电下乡试点，下乡家电产品包括彩电、冰箱、手机，产品限价分别为 1500 元，2000 元和 1000 元以下。	财政部、商务部	2007.11



2	《继续实施家电下乡政策的通知》	在川、鲁、豫三省的家电下乡试点延续至 2009 年 12 月 31 日	财政部、商务部	2008. 05. 26
3	《家电下乡推广实施方案》	三省试点推广至 12 省市（自治区），新增洗衣机产品。	财政部、商务部	2008. 10. 16
4	提高部分家电产品出口退税率	涉及独立窗式或壁式空调、CRT 电视、等离子电视及配件、DVD 播放器等，12 月 1 日起，退税率从 13%提高到 14%。	国务院常务会议	2008. 11. 12
5	《关于加大家电下乡力度的通知》	家电下乡推广至全国，新增空调、热水器、电脑、电磁炉、微波炉等产品，农户每台产品购买数量提高到 2 台。	财政部、商务部、工业与信息化部	2008. 11. 28
6	提高部分石化、纺织、钢铁、有色金属、电子信息产品出口退税率	CRT 彩管退税率提高到 17%	国务院常务会议	2009. 03. 25
7	《家电下乡实施细则》	公布了入围家电产品的最高限价；家电产品的生产与销售；补贴资金审核与兑付等实施细节。	财政部、商务部等中央 11 部委局	2009. 04. 16
8	国务院研究部署家电以旧换新政策	在京、津、沪等 9 省市实施家电以旧换新补贴政策，年内拟补贴 20 亿元。	国务院常务会议	2009. 5. 19
9	提高部分家电产品出口退税率	涉及少数型号冰箱、冰柜、独立壁式空调及部分零配件、洗衣机等产品，出口退税率由 14%提高到 15%或 17%不等。	国务院常务会议	2009. 06. 08

数据来源：家电下乡网 长城证券研究所

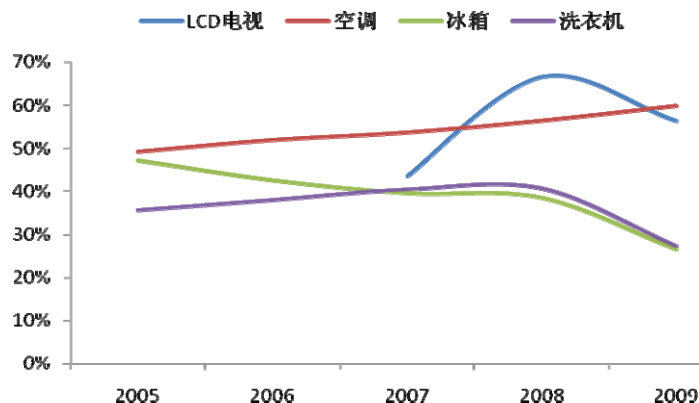
1.3 刺激国内需求，应对行业产能过剩

家电行业利好政策的密集出台，源于 2008 年下半年以来急转直下的国内外经济形势。欧美经济在 08 年三、四季度急剧下滑，贝尔斯登、雷曼兄弟等部分金融机构的破产导致金融市场大幅动荡，失业率骤升，欧美市场对新兴经济体特别是对中国产品的进口需求明显下降。中国作为全球家电生产大国，产品的对外出口依存度较高。以 2008 年为例，空调行业出口量占总产量的 56.4%，冰箱的出口占产量的 38.55%，洗衣机出口占总产量的 40.6%。

一方面，过高的对外出口依存度使得家电企业对出口市场的变化相对敏感，一旦海外需求放缓，企业的开工率就会下滑，进而影响就业市场和家电企业的经营效益。另一方面，在上一轮经济景气上行周期中家电企业扩张带来的产能过剩问题日益严重，由于行业之间的需求乘数效应，家电行业的景气下滑会对钢铁、石化、有色、机电、零配件等行业造成负面冲击。因此，2008 年下半年以来政府相关部门出台的家电下乡、出口退税和以旧换新政策，无不是为了刺激家电产品的内外销售，帮助家电企业维持开工率，从而实现稳定就业、拉动家电消费的目的。从目前情况来看，家电下乡、出口退税等政策对维持家电企业的日常生产经营起到了积极作用，但是真正要帮助企业走出金融危机的影响，还需真正激活内外销市场需求，提高企业盈利能力来实现。



图4 近5年主要家电产品出口比例在40%-60%之间



数据来源：长城证券研究所（注：2009年取1-4月份数据）

二、以旧换新政策或将加速家电更新换代步伐

2.1 城镇家庭家电进入更新换代期

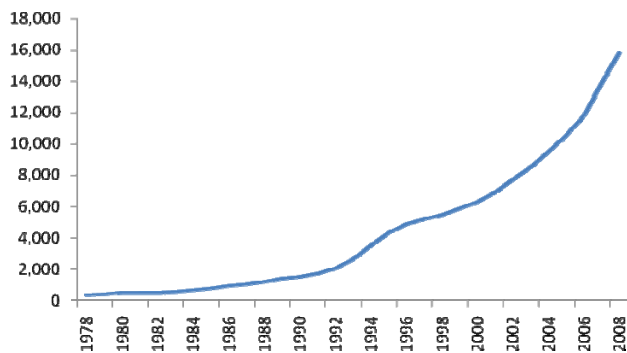
家电产品消费与城镇居民收入变化有着较为紧密的正相关性。统计数据显示，上个世纪90年代中后期，中国城镇居民人均可支配收入突破1000美金，与此相对应的是，城镇居民家庭的彩电、洗衣机、冰箱等大宗家电普及率相继超过了90%。而随着居民收入水平的进一步提升，特别是人均可支配收入突破3000美元后，空调、厨房小家电等产品保有量和普及率达到冰箱、洗衣机、彩电等三大件产品。

国家统计局的数据显示，1999年城镇百户家庭洗衣机普及率高达91.44%，电视机普及率为111.6%，冰箱普及率为77.7%，空调器为24.8%，家庭电脑为5.9%。从家电产品普及率增速来看，洗衣机产品普及率在1998年达到90%后，近10年仅提高了4.7个百分点；冰箱产品百户城镇家庭普及率在2004年首次突破90%，近5年普及率仅提高3.6个百分点；彩电产品百户城镇家庭普及率在2003年超过130%，此后普及率增速明显放缓，2008年为132.9%，5年间仅提高2.9个百分点。此外，空调、电脑在城镇家庭仍处于普及率快速提升的阶段。总体而言，冰箱、洗衣机、彩电等大家电目前已经进入更新换代的阶段，未来每年存量更新换代需求将大大超过新增的购买需求。

我们简单测算了一下：按照2000年城镇人口4.58亿、城镇户均人口数3.44人来测算，2000年城镇家庭总数在1.33亿户。与此对应的是当年城镇家庭洗衣机普及率91.44%，冰箱普及率为77.7%，电视机普及率为111.6%。按照家电产品8-10年的寿命计算，2010年国内城镇市场洗衣机、冰箱、电视的更新换代需求将分别达到1206万台、1067万台和1553万台，仅城镇市场的更新换代需求将占到上述家电产品内销数量的50%以上。

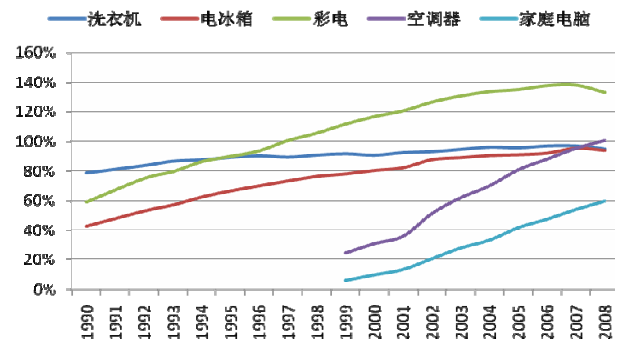


图 6 城镇居民 30 年来人均可支配收入变化单位：元



数据来源：国家统计局

图 7 城镇百户家庭家电产品普及率



数据来源：国家统计局

2.2 以旧换新或将加速家电消费升级

继家电下乡之后，近期国务院常委会议审议通过了家电以旧换新政策，2009 年将在北京、上海、山东等 9 省市开展家电以旧换新试点，对交售旧家电并购买新家电的消费者给予销售额 10% 的补贴，年内计划补贴总额达 20 亿元。6 月 3 日，国家发改委、财政部、商务部、工业和信息化部、环保部等五部委制定的家电以旧换新实施细则出台。根据实施细则，消费者通过网络或者电话联系家电回收企业，收取“家电以旧换新凭证”，之后凭借该凭证在中标的家电商场购买产品，商家将按原售价除去补贴金额作价卖给消费者。

与家电下乡相比，以旧换新政策省却了家电企业入围招标、家电产品限价、购买者补贴金申领等诸多环节，缩减了中间环节，方便了消费者置换和购买家电产品。家电以旧换新实施细则更加贴近百姓消费需求和城镇家电市场消费实际，具备较好的操作性。我们认为，家电以旧换新试点政策将会激发城镇家电市场更新换代和消费升级，将有效缓解家电行业产能过剩面临的问题。以旧换新政策具备诸多优点：

(1) 以旧换新手续简单方便。由专业家电回收公司上门收储和搬运废旧家电，省却了消费者自己处理旧家电的麻烦；同时消费者凭“以旧换新凭证”在指定家电商场就可购买新家电，补贴金额直接在购买新品的价格中予以扣除，较家电下乡中由农民向乡镇或县级财政部门凭购物发票申领，15 天后补贴才能发放到手相比，更加省时便捷。

(2) 不限新购家电的型号和价格。家电以旧换新实施细则并未对彩电、冰箱、洗衣机、空调和电脑等新品的型号及售价进行限定，给了消费者更多的选择空间。而家电下乡不仅规定了各类产品的型号、价格，不同地区入围的家电商和相应家电产品的型号也有所不同，从而限制了农村居民购买中高端节能环保家电产品的选择。

(3) 补贴力度适中。城镇居民的家电以旧换新补贴虽然仅为新品价格的 10%，但考虑到新品单价并未限制，因而实际单台产品的补贴金额很可能超过家电下乡 13% 的补贴力度。有投资者担心厂商会对以旧换新的家电提高售价，从而使政府对消费者的补贴变相转移给了家电企业。我们认为这种可能性不大，原因在于家电是一个充分竞争的行业，家电产品的定价不仅是厂商和消费者的博弈，更是厂商之间的博



弃。目前消费者对家电产品的价格敏感性还是比较高的，家电厂商决不会冒着丢失市场份额的风险，擅自提高产品销售价格。实际上，家电以旧换新政策的出台，很可能会促使厂商提高中高端家电产品的市场投放比重，而产品供给和竞争的增加反而有可能拉低类似变频空调、滚筒洗衣机等中高端家电产品的售价，消费者得到实惠的可能性更大。

(4) 家电厂商对以旧换新更有积极性。由于家电产品的存量集中在城镇市场，因而未来以旧换新的目标客户集中在城镇消费者。家电厂商在城镇市场的销售网络、物流系统、服务体系均要大大好于农村市场，因而家电以旧换新的市场，并不需要厂商在营销、物流和售后服务方面进行过多的增量投入，对厂商而言其投入将会小于家电下乡。另一方面，由于以旧换新产品无价格限制，产品毛利更高，因而新品销售对家电企业的盈利提升效应会明显高于家电下乡。综合分析，我们认为相对家电下乡，厂商对即将推行的家电以旧换新政策的积极性会更高。

表 2 家电下乡与家电以旧换新政策对比

	家电下乡	家电以旧换新
实施范围	全国	京、津、沪、鲁、苏、浙、粤，以及福州、长沙
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、手机、空调、热水器、电磁炉、微波炉、电脑	彩电、冰箱、洗衣机、空调、家用电脑
补贴比例	13%	10%
补贴方式	凭购买发票向当地财政部门申领	从产品销售价格中扣除
限购数量	2 台	一对一更换
实施周期	4 年	暂定 2009 年
厂商选择	对家电厂商、流通企业进行招标	仅对销售企业进行招标
产品限价	彩电 3500 元，冰箱（含冰柜）2500 元，手机 1000 元，洗衣机 2000 元，壁挂式空调 2500 元，落地式空调 4000 元，储水式电热水器 1500 元，燃气热水器 2500 元，太阳能热水器 4000 元，电脑 3500 元，微波炉 1000 元，电磁炉 600 元。	—

数据来源：长城证券研究所整理

2.3 彩电、洗衣机、冰箱子行业将明显受益

家电以旧换新政策试点的 9 省市，经济相对发达、城市化水平高、家电产品的保有量较大，因而家电的更新换代需求较高。我们根据国家统计局公布的各省市 2007 或 2008 年统计公报，按照各地区居民家庭数量，乘以各省市五类家电产品的百户家庭普及率，得出了上述 9 省市五大类家电产品的保有量。从测算的结果可以发现，9 省市彩电和空调产品的保有量分别在 1.88 亿台、1.73 亿台以上，冰箱、洗衣机的保



有量均突破 1.2 亿台，家庭电脑的保有量约 8500 万台。

从五类家电产品的百户家庭普及率的变化来看，上述 9 省市的彩电百户家庭普及率在 2000 年左右已经达到 120%以上；而洗衣机、冰箱的百户家庭普及率 2000 年左右也已接近或超过 90%的水平。空调产品的普及率近年来上升很快，广东、上海两地 2000 年前后百户家庭空调普及率超过了 100%，而北京、浙江、江苏、福州等地在 2002-2003 年前后百户家庭空调普及率达到 100%，山东、长沙两地 2008 年空调百户家庭普及率才接近 100%。从保有量数据和普及率提升的过程来看，目前彩电、冰箱、洗衣机等家电产品已经进入大规模的更新换代阶段，潜在的以旧换新需求较大；而空调产品拆装工序相对复杂，且大部分存量空调仍处于使用寿命期，其更新换代需求相对较低。此外，9 省市家庭家用电脑普及率仍在不断提升过程当中，北京、上海两地家用电脑百户家庭保有量突破了 100%，其他省市保有量大致在 40%-60%之间，总体而言家用电脑的整体保有量和更新需求相对其他家电产品处于较低水平。

以家电产品平均 10 年的使用寿命计算，根据我们的上述分析大致可以判断未来 2-3 年上述 9 省市每年彩色电视的更新换代需求在 1880 万台左右，而冰箱、洗衣机的年更新需求在 1200 万台左右，空调产品大致在 800 万台水平，而家庭电脑则在 300-400 万台之间。这与我们前面的分析判断基本一致，即家电以旧换新政策将会对彩电、洗衣机和冰箱行业的内销产生积极作用，而对空调、家用电脑行业的推动作用相对较低。

表 3 家电以旧换新 9 省市五类家电产品保有量

单位：万台

	冰箱	洗衣机	空调	电视	电脑
北京	598.69	605.72	641.54	850.06	379.30
天津	394.00	363.49	457.15	500.82	247.53
上海	725.74	686.06	1,338.67	1,285.95	728.48
广东	2,629.27	2,756.10	5,128.66	4,298.04	2,196.13
山东	3,148.46	3,026.75	2,729.81	3,893.36	1,874.99
江苏	2,463.97	2,581.53	3,595.99	4,109.08	1,504.09
浙江	1,782.40	1,655.37	2,868.88	3,258.53	1,314.17
福州	204.49	205.10	307.45	342.41	140.69
长沙	193.23	192.89	209.56	261.01	91.82
合计	12,140.26	12,073.02	17,277.71	18,799.27	8,477.20

数据来源：国家统计局 长城证券研究所

2.4 期待以旧换新政策进一步加大实施力度

与家电下乡政策类似，我们认为家电以旧换新政策对厂商来说仍是一项普惠政策，细分行业龙头有望凭借已有的技术、渠道、品牌等优势，在以旧换新带动的家电消费升级中受益。由于 2009 年家电以旧换新政策仅投入 20 亿元，按照 10% 的补贴比例计算能够拉动的家电消费仅 200 亿元。如果这一目标实现，以旧换新政策带来的家电消费规模并不亚于 2009 年全国家电下乡可能实现的销售规模。实际上，商务部数据披露的数据显示，2009 年 1-4 月份全国家电下乡销售规模仅为 68 亿元，全年预计下乡家电销售总额为 210 亿元左右。考虑到以旧换新带动的是中高端毛利较高的家电产品，而家电下乡由于受到价格限制，且运输和服务成本较高，在销售规



模接近的情况下，家电以旧换新政策对厂商的盈利贡献将显著高于家电下乡。

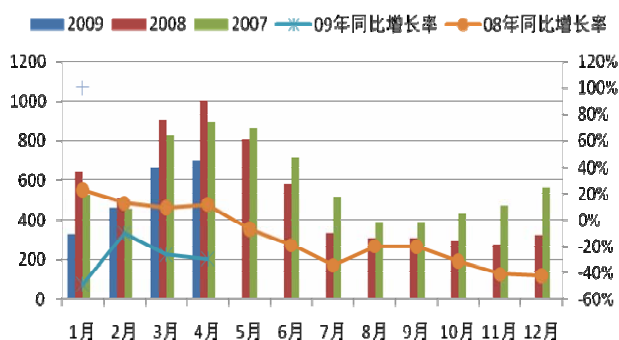
经过 2008 年金融危机的冲击，欧美发达经济体失业率高企，消费信贷市场将持续低迷，中国家电出口市场难以在短期内复苏。因此，以刺激内需、消化行业库存、维持厂商开工率为目的家电下乡和以旧换新政策，应根据行业实际情况变化，适当进行调整。我们预计家电以旧换新政策在补贴产品种类、补贴金额、试点范围等方面仍有拓展空间，该政策对家电行业的内需拉动作用将会持续深化。

三、行业低点已过，景气有望阶段性回升

3.1 09 年一季度是行业调整的低点

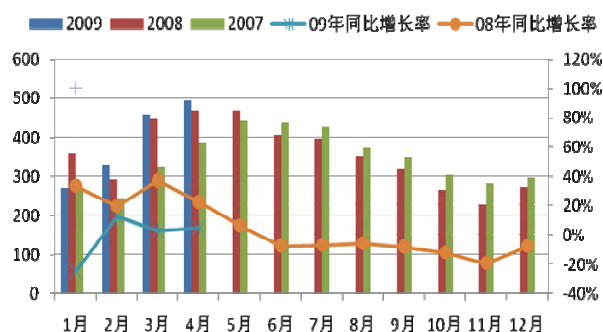
家电产销数据逐月回升。从行业的产销情况分析，受国际金融危机的冲击，08 年 9 月份以来家电厂商普遍降低生产开工率，反映在产品的产销数据上，08 年 4 季度是家电行业产销数据回落的低点。进入 2009 年以后，随着家电下乡等一系列刺激内需政策的推开，行业产销数据明显呈现逐月回升态势。产业在线的数据显示，4 月份空调、冰箱、洗衣机以及液晶电视等家电产品产销延续了年初以来的逐月环比回升态势。其中，冰箱、洗衣机行业 2 月份以来受内销市场回升拉动，连续三个月单月销售量出现同比正增长；空调行业产销虽同比仍有近 30% 的下滑，但环比来看 1-4 月份产销均呈现明显的回升态势。液晶电视行业表现相对较好，1-4 月份各月的产销数据同比及环比均是正增长。

图 8 空调行业 4 月份产量环比回升 6.2%



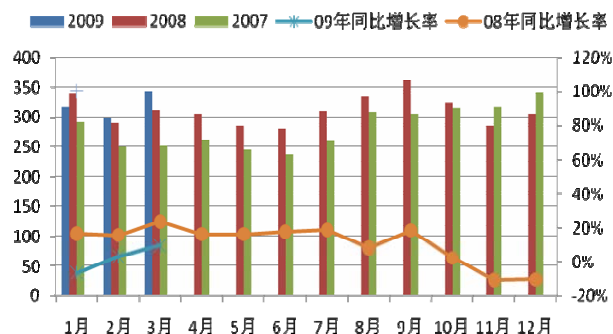
数据来源：产业在线

图 9 冰箱行业 4 月份产量环比回升 7.7%



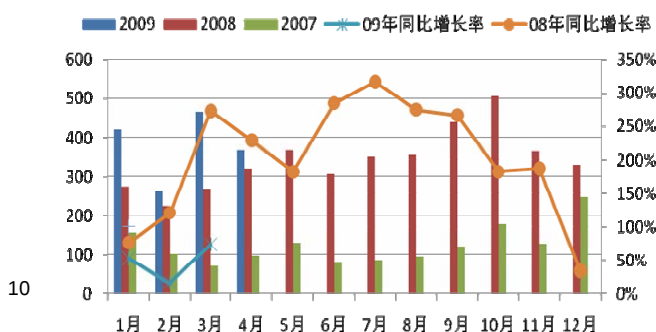
数据来源：产业在线

图 10 洗衣机行业 3 月份产量环比回升 14.5%



数据来源：产业在线

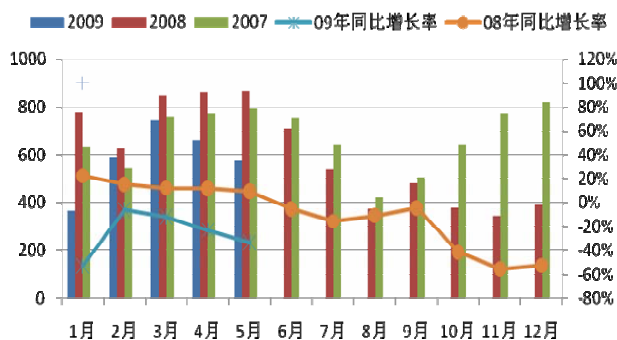
图 11 液晶电视行业 4 月份产量同比增长 14.8%



数据来源：产业在线

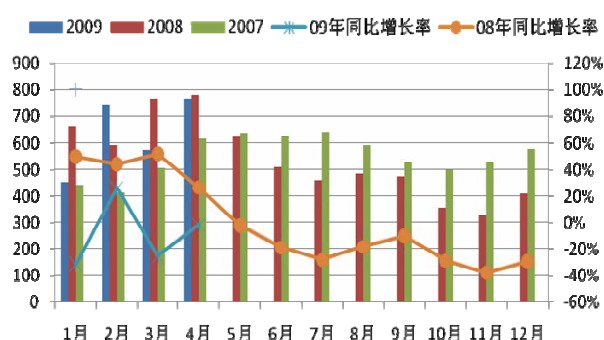
各子行业产销景气度有所差异。从上游压缩机行业的产销数据来看，4-5月份空调旋转压缩机产销较3月份出现不同程度环比回落，预计二季度空调行业较往年可能有所偏淡；而冰箱压缩机4月份的产销数据基本与08年同期持平，其中4月份出口同比增长了81.6%，冰箱行业有望延续产销环比回升的态势。

图12 空调旋转压缩机4-5月份产浪环比回落



数据来源：产业在线

图13 冰箱压缩机4月份产量与08年基本持平



数据来源：产业在线

家电上市公司业绩低点在09年一季度。从上市公司的08年年报和09年1季报数据分析，绝大部分家电上市公司净利润在09年1季度毫无悬念的出现了同比下降，而环比数据观察来看，除青岛海尔、格力电器、海信电器、合肥三洋等少数企业外，其它家电上市公司均有明显的环比下滑。家电行业1季度收入环比上涨，但净利润却出现环比下降，最主要的原因在于三项费用率的环比上升。通常而言，一季度家电企业开始实施全年的渠道和营销计划，销售费用支出相对较高，而09年面临国内外市场需求下滑的风险，企业纷纷加大了营销力度和对经销商渠道的促销支持力度，以期尽快启动市场实现收入增长。管理费用中的工资、福利、办公、差旅等各项支出通常具备较大的刚性，缩减难度较大。

前述的行业产销数据分析可以推断，家电行业二季度营业收入有望继续维持环比回升的态势。由于各厂商纷纷加大了市场促销力度，在原材料价格维持稳步回升的态势下，终端市场可能升级的价格战将会降低企业产品毛利，我们预计二季度大部分家电企业的毛利将较一季度有所回落。因此，判断二季度家电上市公司将呈现营业收入环比回升，费用率环比持平，净利润走出低谷并步入稳定回升的轨道之中，09年1季度或将是家电板块上市公司此轮周期调整的业绩低点。

表4 09年1季度家电上市公司净利润同比和环比变动情况

单位：

证券代码	证券简称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q1/08Q1	QoQ
000651.SZ	格力电器	440	576	452	525	552	25.45%	5.12%
000527.SZ	美的电器	411	972	375	-207	280	-31.81%	-235.57%
600690.SH	青岛海尔	199	513	246	21	137	-31.09%	556.79%
600060.SH	海信电器	59	32	52	69	86	47.39%	25.76%
000418.SZ	小天鹅A	36	35	46	-92	36	0.47%	-139.00%
000100.SZ	TCL集团	558	-162	26	19	6	-98.99%	-70.02%
600839.SH	四川长虹	179	-14	100	-2	35	-80.29%	-1597.98%
000016.SZ	深康佳A	48	37	111	61	37	-24.19%	-40.28%



002005.SZ	德豪润达	-19	-7	33	-79	-9	-50.18%	-88.27%
002032.SZ	苏泊尔	68	65	63	103	78	14.96%	-24.07%
600983.SH	合肥三洋	35	26	20	34	54	53.91%	57.52%
000521.SZ	美菱电器	6	8	4	7	6	0.33%	-10.13%
002035.SZ	华帝股份	1	5	5	-21	-22	-1884.41%	2.60%
000921.SZ	ST科龙	10	60	-22	-280	6	-37.67%	-102.26%
600336.SH	澳柯玛	-20	24	-1	8	6	-132.15%	-23.45%
002242.SZ	九阳股份	113	159	194	174	146	29.44%	-16.38%
002260.SZ	伊立浦	-2	10	4	9	1	-149.48%	-89.45%

数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所

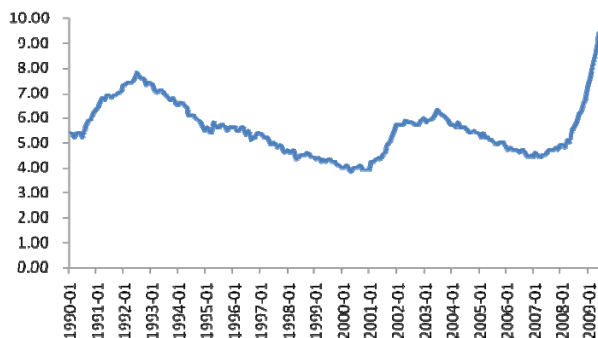
3.2 需求能见度低, 复苏进程或有反复

出口市场年内仍将持续低迷。产业在线的数据显示, 4 月份空调出口依旧疲软, 同比下滑 32.56%, 冰箱、洗衣机出口也同比下滑 13%和 24%。4 月份主要家电产品的出口数量虽然较 09 年初环比有所回升, 但根据行业季节性特点, 二季度出口将明显回暖, 但 4 月份的出口绝对额环比 3 月份并未出现显著回升, 表明海外市场需求依然较为低迷。

欧美发达国家经济体依然没有摆脱国际金融危机的影响, 失业率继续攀升, 消费者信心指数低位徘徊, 从而影响了包括家电产品在内的中国商品在欧美地区的销售。美国 5 月份失业率继续攀升至 9.4%, 创下 1983 年以来单月新高, 欧元区 4 月份失业率 9.16%, 处于 2000 年以来的单月高点。与此相对应的是, 美国、欧元区消费者信心指数仍在低位徘徊, 消费者对未来收入预期悲观, 加上金融体系收缩消费信贷, 使得欧美消费者明显降低了消费支出。除了失业率和收入预期因素影响外, 海外市场家电产品需求跟当地房地产复苏程度也有着紧密的联系。从美国的数据来看, 4 月份美国新屋开工数量为 45.8 万栋, 较 3 月份环比下降了 12.8%, 创下该数据 1959 年开始统计以来的最低值。新屋开工数量创出新低, 表明美国房地产市场复苏前景不容乐观, 因此海外市场房地产市场对家电产品的出口需求依然难有大的改观。

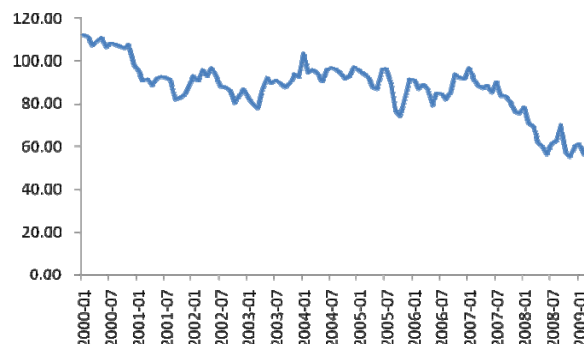
近期, 国家调整了部分商品出口退税率, 其中空调壁挂机、大容量冰箱冰柜和部分洗衣机型号产品退税率从 14%提升至 17%。我们认为出口退税率的调整虽然短期能提升出口产品竞争力, 但无法解决海外需求萎缩的根本问题, 在欧美国家失业率难以有效降低、消费者信心有效恢复之前, 预计今年家电产品出口仍将持续低迷。

图 14 美国 5 月份失业率高达 9.4%



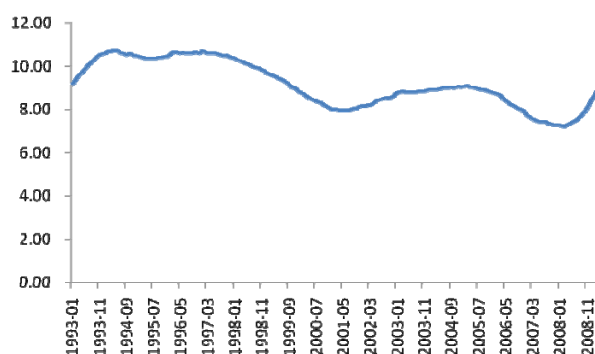
数据来源: Wind 资讯

图 15 美国 6 月份消费者信心指数小幅回升



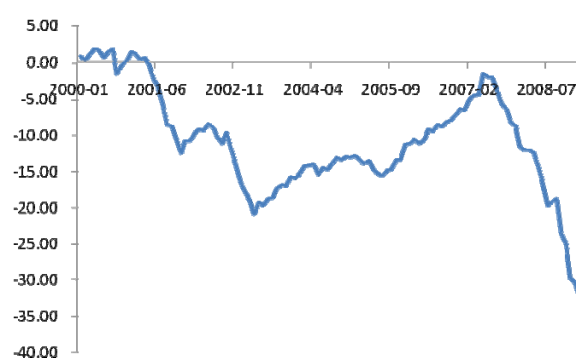
数据来源: Wind 资讯

图 16 欧盟区 4 月份失业率高达 9.16%



数据来源: Wind 资讯

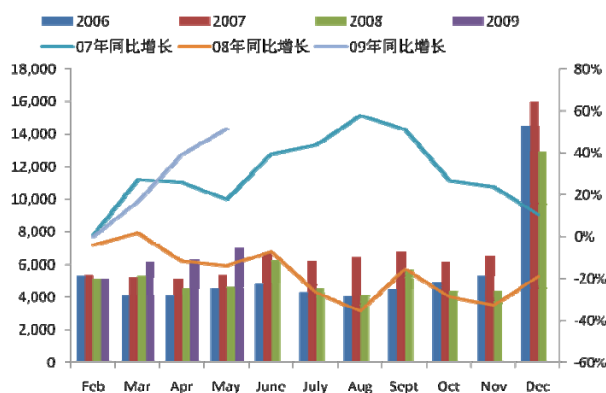
图 17 欧元区 16 国消费者信心指数仍在回落



数据来源: Wind 资讯

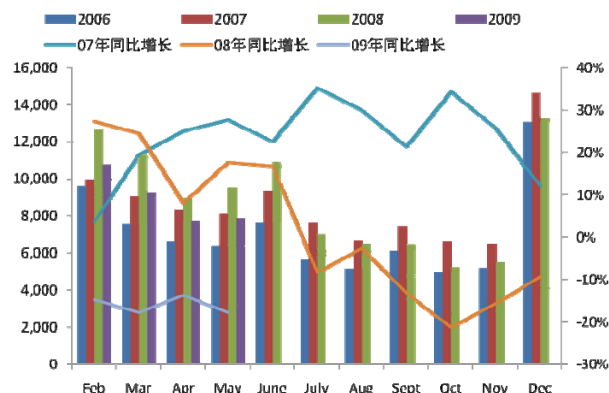
地产销售反弹将带动家电消费，但地产开发投资滞后影响家电需求回升的持续性。在 2008 年以来，在多次降息、房贷利率优惠以及年底国务院出台的《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》明确放宽二套房贷政策刺激下，一年多来累积的购房需求在 09 年初集中释放。根据中指研究院的数据，09 年 1-5 月份全国商品房销售面积逐月回升，5 月份商品房销售面积 701.9 万平方米，同比增长了 51.3%，房地产销售回升态势已经确立。与销售大幅回升相比，地产投资 09 年来却出现放缓迹象，5 月份全国商品房新开工面积 786.3 万平米，同比下降 17.7%。家电产品的需求主要由更新换代及房地产新增需求两大部分构成。我们在前面的分析中已经指出，彩电、冰箱、洗衣机产品的更新换代需求占年销量的 40%-50%，而空调行业更新换代需求不到全年销量的 30%。因此，房地产市场的销售冷暖对上述产品的全年内销表现关系紧密。由于购房与家电消费之间大致有 3-6 个月的时间差，因此预计下半年国内大家电的内销将会有明显的回升。不过，房地产新开工面积的持续低迷，将会对 2010 年的房地产供给造成负面冲击，进而影响商品房成交量的持续回升，更进一步来说，家电内销市场需求很可能只能持续一到两个季度，2010 年上半年国内市场销售将面临不确定性。

图 18 商品房销售 09 年开始逐月回升



数据来源: 中指研究院

图 19 商品新开工面积 09 年出现下滑



数据来源: 中指研究院



3.3 通胀预期再起，新一轮库存化渐进

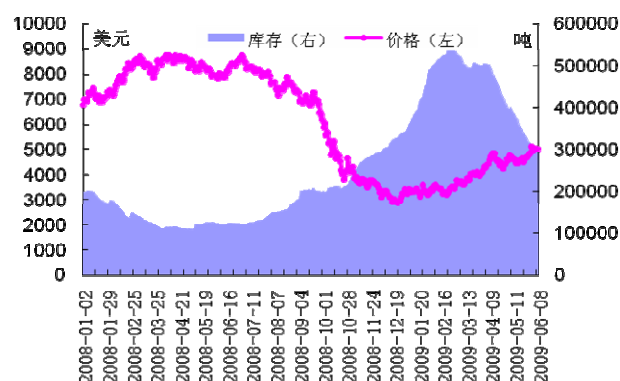
市场信心逐渐恢复，流动性推高商品价格。为应对国际金融危机，美联储在 08 年 3 季度以来采取了数量化货币宽松政策。世界其他国家也纷纷放松信贷，向市场释放流动性。随着时间的推移，全球金融市场机构间信贷活动渐渐恢复，前期出于避险考虑的“热钱”和市场风险偏好的资金开始进入大宗商品市场和美国国债市场，因而近期国际原油、金属铜等大宗商品价格出现大幅反弹。根据我们石化、有色研究员的判断，世界经济年内难以复苏，因而无论是原油还是金属铜等有色金属的真实的需求还难以有效回升。因此，近期的大宗商品价格未必能够持续大幅反弹。不过，全球金融市场与商品市场的互动日益紧密，在各国为救市而释放的流动性得到控制之前，以原油为代表的大宗商品价格仍有可能在年内稳步攀升，这将会家电生产企业带来新一轮的成本上升压力。

图 20 原油价格反弹至 70 美元关口



数据来源：wind 资讯 长城证券研究所

图 21 LME 金属铜价格回升至 5000 美元/吨



数据来源：长城证券研究所

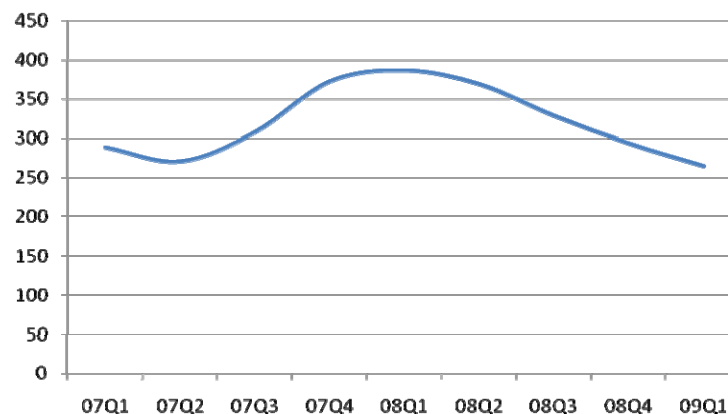
存货规模变化反映了原材料价格变动对企业的影响。2007-2008 年国际大宗商品价格的经历了大幅上涨到快速下跌的一个轮回。国际原油价格 2007 年 8 月从 80 美元左右启动，08 年 7 月涨到了 147 美元高点，之后随着全球金融危机的爆发，一路快速下跌，至 08 年 12 月跌至 30 美元/桶附近，短短四个月跌幅接近 80%。与原油价格变化相类似的是，伦敦金属交易所金属铜期货价格也从 07 年初 5200 美元/吨涨至 08 年初 8900 美元/吨高点，涨幅高达 71%。07-08 年国际大宗商品价格的一轮上涨给家电企业带来了不小的成本压力。从我们重点关注的 17 家家电上市公司存货变化来看，随着 07 年 3 季度开始的大宗商品价格攀升，上市公司存货（其中重要一部分是原材料）规模也随之上升，07 年 4 季度至 08 年 2 季度原材料价格处于高位，上市公司的存货规模也一直居高不下，而随着 08 年 3 季度国际大宗商品价格的回落，家电上市公司的存货规模也开始逐步回落。09 年 1 季度的数据显示，随着国际原油、金属铜等价格的回调，上市公司存货规模也出现了大幅下降，表明去家电行业去库存化接近尾声。

家电企业新一轮库存化或将开始。09 年 3 月份以来，国际金融市场逐步从前期的恐慌性下跌中走出来，市场融资信贷活动有所恢复，前期回流美国市场的国际游资开始进入新兴市场和国际大宗商品市场，导致了近期原油、黄金、金属铜价格的



回升。从商品市场基本面来看，全球实体经济复苏的基础十分脆弱，推动价格上涨的真实需求因素难以主导价格变化。因此，近期大宗商品价格的上涨更多来自于流动性推升的影响，考虑到美元长期贬值趋势不改，09年内国际商品市场价格仍有可能延续稳步攀升的走势，目前的原油、铜、铝等价格已经接近或达到07年那一轮商品牛市启动时水平，如果原油价格未来1-2个季度继续攀升，我们认为家电企业将再次面临新一轮的原材料库存化过程。原材料价格的上升不仅会带来成本上涨压力，同时也会占用家电企业更多的营运资金，从而降低企业盈利水平。

图 22 家电上市公司存货规模与大宗商品价格变动走势一致



数据来源：长城证券研究所

3.4 下半年上市公司业绩阶段性回升

根据前述对行业需求和成本两方面的分析，我们认为下半年家电行业上市公司业绩有望阶段性回升。由于仍面临成本和需求方面的做多不确定性因素，家电行业的能否在2010年持续回暖还难以判定。

三季度上市公司业绩有望继续环比回升。我们在前面的内容中已经分析了过去5个季度家电销售以及原材料成本变化情况，简单来说，08年4季度是行业销售的谷底，09年1季度是上市公司的业绩谷底。从4-5月份的行业销售数据和大宗商品价格走势判断，我们认为家电上市公司09年2季度业绩环比回升态势已经确立。我们预计09年3季度，家电下乡、以旧换新、出口退税、节能产品补贴等政策效果日益显现，年初房地产市场回暖对家电产品的销售拉动效果也将在3季度逐步体现出来。因此，3季度家电上市公司业绩环比继续回升值得期待。

四季度上市公司业绩或将出现同比正增长。基于对行业政策刺激和房地产回暖的双重拉动效应的乐观预期，假设原油、铜等大宗商品价格维持在当前10%上下波动的水平，我们预计09年4季度家电行业销售将有10%左右的同比正增长，整个家电板块上市公司业绩也有可能出现年内的首次单季正增长。不过，环比三季度来看，考虑到空调、冰箱等产品的季节性销售回落因素，加上年底上市公司费用调整等因素，09年四季度业绩环比三季度可能有所下滑。

家电行业2010年景气趋势还有待观察。目前时点来看，国内外宏观经济虽然出现了一些积极变化，但“欧美消费——亚洲制造”的全球产业分工模式面临变革，



国际社会对美元主导的国际货币和贸易结算体系要求变革的呼声日益高涨，因此，经历 2008 年金融危机冲击后的全球经济，其复苏之路可能较为漫长。对于家电行业而言，观察和判断中长期行业景气变化趋势，还有赖于对海外出口市场、国内房地产市场以及国际大宗商品价格变化等因素综合分析后判断。总体而言，我们对家电行业 2010 年能否复苏仍持相对谨慎的态度，行业恢复到 2007 年底 2008 年初景气高点，可能还需更长的时间。

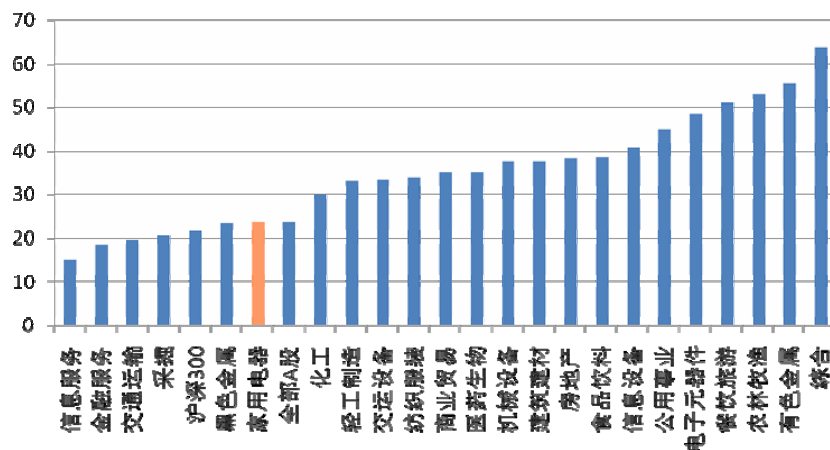
四、投资策略

4.1 维持行业“谨慎推荐”评级

我们维持对家电行业“谨慎推荐”的投资评级。主要理由有两点：1) 行业估值具备优势，龙头个股估值明显偏低；2) 下半年家电上市公司业绩阶段性回升是大概率事件。

行业估值具备优势，龙头个股估值偏低。截至 6 月 15 日，2009 年以来家电行业整体涨幅 53.1%，整体涨幅高于上证指数 2 个百分点，涨幅领先并不明显。从估值来看，家电板块静态 PE 为 23.7 倍，与 A 股市场当前 23.9 倍的 PE 水平接近，在目前 A 股市场中仅次于金融、交通运输、有色等少数几个行业，家电板块估值具备相对吸引力。从个股估值来看，家电行业龙头个股，如格力电器、青岛海尔、美的电器等 2009 年动态 PE 均在 20 倍上下，与 09 年以来市场表现较好的房地产、机械等行业的龙头个股相比有明显的估值优势。

图 23 家电板块估值具备相对优势



数据来源：Wind 资讯

三、四季度上市公司业绩向好将是大概率事件。2009 年 1-3 季度，家电行业上市公司业绩将呈现逐季回升的态势，09 年 4 季度因季节性因素影响可能出现环比业绩下滑，但是同比仍可能出现正增长。基于业绩回升、估值具备相对优势两点因素，我们判断家电板块仍有可能延续上半年以来领先大盘的市场表现。



4.2 三条主线布局下半年家电板块

我们预计下半年家电行业可能的投资机会来自于三个方面：一是，低估值的行业龙头可能出现的补涨行情。在通胀预期和流动性过剩的推动下，近期有色金属、房地产等资源品板块表现较好，如果下半年宏观经济继续回暖，市场做多信心将会进一步增强，而家电板块特别是龙头个股凭借估值优势，很有可能出现一轮补涨行情。二是，公司基本面有重大改善的个股。2008年下半年以来我们一直关注的小天鹅A、合肥三洋等个股，由于股权结构变更或是管理层的更替，公司经营基本面有着明显改善，两家公司2009年的业绩成长性比较明确，可能会是下半年市场关注的重点。三是，外部政策刺激带来的主题投资机会。后续可能陆续出台的政策包括各地公布的家电以旧换新细则，部分家电产品出口退税上调，以及节能减排家电补贴范围扩大等，历史经验表明行业性政策的出台或多或少会给相关个股带来的阶段性投资机会。

4.3 重点个股投资要点

青岛海尔：内外兼修，蓄势待发

- 坚持“冰、洗、空”业务定位，变频空调销售规模将提升。公司坚定“冰、洗、空”的业务定位，不会因为08年空调业务的下滑而有所削弱，目前无论是公司内部还是渠道的定频空调库存基本消化完毕，下半年将加大变频空调业务的市场推广力度，空调业务盈利有望改善。冰箱是支持公司盈利的重心，市场表现一致较为稳定。4月份中怡康零售监测数据显示，海尔冰箱一二级零售市场占有率26.7%，市场份额稳中有升。

- 推行内部生产运营模式变革。2009年以来，青岛海尔开始在内部推行两方面的生产运营改革：一是，实行零库存下的即需即供模式，根据一线销售人员的市场需求反馈，按照订单制定生产计划，将原材料和零配件采购周期由一个月缩短至一周，有效提升了生产运营效率。二是，在公司生产经营一线设立众多的经营考核实体，充分激发一线设计、生产、销售人员的经营积极性，使公司基层员工利益与公司股东利益更趋一致。

- 年内白电整合有望进一步推进。2008年青岛海尔（600690.SH）受让了海尔电器（1169.HK）20%的股权，2009年海尔集团将继续推进海尔电器与青岛海尔的整合，可能的步骤是先股权转让，后资产及业务的整合。除海尔电器的洗衣机、热水器业务外，未来集团对A股青岛海尔可能的资产注入包括白电上游配套零配件（电机、压缩机等），不过目前暂无时间表。

- 股权激励使得管理层与股东利益更趋一致，09年有望达到行权目标。2008年以来公司对部分高管进行了调整，经营层人员配备更加强干和专业。公司对高管进行股权激励，设定了未来三年年均净资产收益率10%，净利润复合增长率18%的严苛行权条件。股权激励的出台，将会使得公司管理层与股东利益更加一致，有助于公司业绩长期稳定增长。



- 家电行业扶持政策将使公司明显受益。国家出台的家电下乡全国推广、节能空调生产补贴、家电以旧换新等政策，公司作为冰洗行业龙头将受益明显。从各季度业绩展望来看，2-3季度是冰箱、空调需求旺季，销售季节性回升值得期待。另一方面，公司在08年4季度、09年1季度大幅计提销售和管理费用，预计2-3季度费用率将有所下降，我们预计青岛海尔2-3季度业绩将环比明显回升。

- 预计青岛海尔2009-2010年EPS分别为0.68、0.82元，对应当前20倍动态PE，维持推荐的投资评级。

格力电器：爆发增长期已过，期待变频空调发力

- 业绩爆发增长的阶段已过。2006-2008年格力电器净利润在三年内实现了净利润翻两番，复合增长率高达57%！格力电器的过去三年的高速增长一方面得益于自身积累了20多年的技术、管理和渠道优势，在2006-2008年宏观经济景气高企、房地产行业炙热的时期，竞争优势得以转化为市场份额优势，公司规模和经营业绩得到了超常发展。另一方面，股改实施（包括股权激励）和大股东领导的更替，使得羁绊格力电器发展的体制因素得以消除，管理层经营动力充分释放。而从目前的时点来看，良好的外部宏观环境已不存在，管理层三期股权激励业已兑现，内销市场50%的份额继续提升的难度日益增大，格力电器2009年后将步入每年20%-30%业绩稳定增长的阶段。

- 公司专注制冷行业的战略不会改变。目前格力电器在家用空调市场产销规模全球第一，内销市场份额遥遥领先。公司在家用空调市场存在一定的成长瓶颈，但并不意味着格力电器未来业务走向多元化。公司仍将延续制冷领域专业化发展的战略，未来业务定位将集中三方面：1) 家用空调市场将随着新技术发展，在更新换代需求、城市化进程提升、居民收入水平提高等因素推动下，仍有广阔发展空间。2) 国内商用空调刚刚起步，随着商业地产行业的发展以及各级政府对国产商用空调采购的支持力度加大，格力电器在商用空调领域还有广阔发展空间。3) 制冷设备市场空间大，如列车空调、冷库、冷藏柜、冷藏车市场将为公司提供足够的业务发展空间。

- 变频空调09年开始逐步上量。格力电器已经具备了低频15HZ的变频空调技术，这一技术水平与日本大金不相上下，这也是格力与大金合作的基础。格力目前的国内空调企业中唯一掌握该项技术的企业，随着国家节能减排和可能出台的变频空调生产补贴措施，格力的变频空调业务将逐步上量，未来格力变频产品可能占公司业务收入的比例提升到90%以上。

- 2-3季度公司毛利仍可能高于正常水平。09年1季度，格力电器在营业收入下滑15.97%，公司净利润却同比逆势增长25%。原材料价格回落使得格力电器的一季度毛利高达24.11%，大大高于以往正常18%的毛利水平。二、三季度随着大宗商品价格的回升，公司毛利将有所回落，由于2009年终端市场需求相对低迷，公司加大了变频空调以及其他新品的销售比重，预计毛利仍将维持在20%-22%水平。虽然09年空调行业同比08年将出现15%-20%的下滑，但公司毛利的提升将有效对冲销售下滑对业绩的不利影响。

- 我们预测格力电器2009-2010年EPS分别为1.25、1.39元，对应当前动态PE为15倍，估值优势十分明显，维持对格力电器推荐的投资评级。



九阳股份：豆浆机龙头，估值具备优势

● 09 年营业收入增速将放缓。2008 年 5 月公司上市，知名度大幅上升，加上三季度三聚氰胺事件等因素刺激，公司营业收入增长超过 120%。2009 年，公司预计小家电行业增速将放缓到 10%-20%，管理层预计公司营业收入增速将高于行业平均水平，但重现 08 年翻番增长的可能性不大了。

● 豆浆机的市场空间仍十分广阔。根据相关数据测算，目前豆浆机普及率仅为百户 6 台，大大低于家庭主流小家电——电饭煲、微波炉等产品的普及率。公司通过加强对消费者的品牌宣传和养生文化的传播引导，致力于将豆浆机发展成为家庭主流小家电产品。九阳作为豆浆机领域第一品牌，08 年底市场占有率高达 86%，公司将会继续充分受益行业的增长。此外，随着豆浆机保有量的提升和 3-5 年寿命期的结束，豆浆机更新换代需求将逐步释放。总体来看，公司未来 2-3 年的成长空间仍十分广阔。

● 09 年将致力于三四级市场网络的拓展。公司目前共有 2000 个销售终端，1000 家豆浆生活体验馆，2000 多家服务网点。这些销售网点主要集中在一二级市场以及华东等部分经济发达地区，在中西部地区的经销商和销售网点数量还比较少。三四级城镇市场空间广阔，08 年在河南省试点销售渠道下沉，取得较好的效果，09 年将全面向中西部地区推广河南的经验，具体新拓展网点数量还有待各地市场情况再决定。

● 营销费用将重点投放到品牌宣传和终端网络建设。08 年开始公司开始在电视台等媒体加强品牌宣传，09 年将继续加大在央视、湖南卫视、上海东方卫视等有影响力的媒体平台加强九阳品牌健康和养生豆浆文化的宣传。同时，随着公司在三四级市场拓展力度的加强，公司将会继续增加在终端销售网点的覆盖销售支持力度，营销费用增长将会与收入增速保持一致。

● 其他小家电产品的开发和支持力度逐步加强。随着豆浆机市场的壮大和发展，未来豆浆机销售增速将逐步放缓，公司将会加大电磁炉、料理机、榨汁机等其他小家电产品的研发和市场推广力度。九阳品牌作为豆浆机产品的代名词，并不会对其他小家电产品的销售产生不利影响，反而会起到促进销售的作用。

● 通过推新品保持毛利的稳定。08 年由于原有豆浆机产品线销售火爆，公司并没有大力推广新品，而 09 年随着宏观经济环境恶化，公司将加大新品推出力度，把以往积累的研发新品不断推向市场，从而保持公司整体较高的毛利。

● 维持对九阳股份 2009-2010 年 1.49、1.87 元的 EPS 预测，维持推荐的投资评级。

小天鹅：整合接近尾声，业绩回升预期明确

● 美的电器 2008 年入主小天鹅，公司基本面有了的重大改善。主要体现在：1) 业务定位为美的系洗衣机业务核心平台，专注中高端波轮和滚筒产品。美的电器入主后，公司陆续剥离了冰箱业务和其他部分零配件合资公司股权，业务架构更加明晰。2) 与美的电器之间的协同效应开始显现。小天鹅已经纳入美的冰洗业务的原材料和销售渠道体系，采购成本节约与渠道经营效率提升的效果，开始在公司业绩中有所体现。3) 管理体制和整体运营效率明显提升。美的电器成为小天鹅第一大股东后，公司部分核心经营管理层进行了更替，同时引入美的的经营考核体系，公司生产运营效率有了明显提升，表现为费用率稳步下降等方面。



- 根据我们的跟踪了解，小天鹅作为美的系洗衣机业务核心平台，公司与荣事达洗衣机等美的系其它洗衣机业务的经营层面整合已接近尾声，原材料采购、渠道销售、生产管理都已纳入洗衣机事业部的整体运营架构中。下一步将要进行的将是小天鹅与荣事达洗衣机股权和资产层面的整合。

- 09年1季度，公司收入下滑14.4%，毛利率为19.06%，同比下降了3个百分点，当季营业利润下降了36.2%。一季度主营业务盈利下滑缘于产品结构偏低、市场销售下滑等因素。由于08年同期基数较高，二季度小天鹅营业收入仍有可能出现同比10%左右下滑，此外生产线搬迁也会影响产量，毛利预计维持在19%以上，因此上半年小天鹅盈利出现同比下滑的可能性较大。三季度后，随着生产线搬迁的结束，以及50万台滚筒生产线建成投产，公司销售和毛利将有显著回升，下半年小天鹅经营业绩持续回暖的概率较大。

- 我们维持对小天鹅2009-2010年EPS预测为0.32、0.42元，继续维持谨慎推荐的投资评级。

合肥三洋：09年仍将延续高增长

- 合肥三洋08年销售的爆发增长源于销售体制改革与销售网点的大规模扩张，我们认为销售效率提升以及渠道网点扩张带来的收入快速增长势头在09年仍可延续。分业务来看：洗衣机业务09年的增长将由单（店）点销售增长与销售网点覆盖率提升来实现；微波炉业务由于销售体制改革，09年的表现很有可能复制洗衣机08年的爆发增长态势；变频电机、水处理设备等新业务有望在09年启动，将成为2010年公司增长的重要来源。

- 竞争优势明显，高成长基础扎实。公司的竞争优势主要包括：稳定专业的经营团队，为业绩增长提供了重要保障；领先的研发优势和良好的产品品质，在市场竞争中体现较高的产品性价比；营销体制与渠道变革推动了公司销售的快速增长；高毛利、高ROE的财务特点，为公司向渠道提供服务支持和销售返利、推动销售增长提供了财务支持。

- 下半年将发力滚筒市场。公司针对洗衣机更新换代加快的市场特点，开发出了针对城镇普通居民的3000元左右，容量为5KG的滚筒洗衣机，预计该产品在6月底7月初将全面推向一二级市场。此外，公司前几年研发累积的多项新技术将逐步应用于09年推出的新品之中，从而希望将公司业务毛利维持在40%的较高水平。

- 一季度合肥三洋营业收入增长72.1%，净利润同比增长53.9%，毛利率继续维持在40%的较高水平。根据我们动态跟踪了解，二季度公司继续加大对终端渠道的营销支持力度，营业收入仍将保持高速增长，预计增幅在80%以上，同时净利润增速将超过100%，上半年公司净利润有望达到1.1亿元以上，每股收益0.33元左右。

- 全年业绩有望超出我们预期。上半年合肥三洋业绩的高速增长主要还是销售渠道扩张以及终端销售推广拉动。下半年，随着高性价比滚筒产品推向市场，变频电机业务的开工建设，公司的盈利增长点进一步扩大。合肥三洋全年业绩超预期可能性较大。我们暂维持公司2009-2010年0.48、0.56元的EPS预测，维持对合肥三洋谨慎推荐的投资评级。



4.4 跟踪个股投资评级一览

表 5 重点跟踪上市公司投资评级情况

证券代码	股票名称	最新收盘价	EPS		PE		PB	投资评级
			2009	2010	2009	2010		
000651	格力电器	18.71	1.25	1.39	14.97	13.46	4.79	推荐
600690	青岛海尔	13.64	0.68	0.82	20.06	16.63	2.70	推荐
002242	九阳股份	25.97	1.49	1.87	17.43	13.89	5.78	推荐
000527	美的电器	13.02	0.65	0.78	20.03	16.69	5.18	谨慎推荐
000418	小天鹅 A	9.11	0.32	0.42	28.47	21.69	3.11	谨慎推荐
600983	合肥三洋	12.71	0.48	0.56	26.48	22.70	6.52	谨慎推荐
600060	海信电器	11.54	0.59	0.67	19.73	17.22	1.93	谨慎推荐
002050	三花股份	14.72	0.81	0.90	18.17	16.36	3.32	谨慎推荐
002032	苏泊尔	14.57	0.63	0.71	23.13	20.52	3.35	谨慎推荐
000521	美菱电器	6.27	0.15	0.26	41.80	24.12	2.45	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、以旧换新政策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	
行业评级	推荐	说明
	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联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。