

政策支持，行业复苏加快

—家用电器行业 2009 年下半年投资策略报告

投资评级 推荐

投资要点：

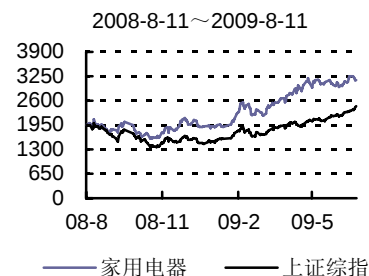
- ◆ **政策支持，行业复苏。**从去年 10 月份“家电下乡”政策推广到全国以来，其他的刺激家电消费的政策也陆续出台，轻工业产业振兴规划，将原有家电下乡购买家电数量从每户每类家电只能购买一台，放宽到购买两台；“以旧换新”主要针对“家电下乡”未覆盖到的消费群体；“节能惠民工程”加速空调产业更新换代。在诸多利好政策的推动下，行业复苏迹象已经显现。
- ◆ **主要家电产品产销量回升，出口依然不太乐观** 国家统计局数据显上，2009 年上半年 1—5 月份冰箱累计产量 2404 万台，同比增长 5.5%，洗衣机累计产量 1691 万台，同比增长 2%，空调器累计产量 3895 万台，同比下降 22.7%，冰洗平稳增长，冰箱产量同比依然大幅下降。家电下乡信息系统数据显示，“家电下乡”今年 1—6 月份冰箱、洗衣机销量月度环比大幅增长，上半年销量分别占 1—5 月份冰箱、洗衣机总销量的 25%、10%，政策支持对引导消费起到积极作用。出口方面，主要家电产品出口量同比仍保持负增长，情况依然不太乐观。
- ◆ **上市公司业绩逐步好转** 行业内主要上市公司上半年营业收入的情况，总体来说，同比呈下降趋势，上市公司今年一季营业收入同比增速处于历史最低点，营业收入环比增幅大幅增长，也就是说，整个家电行业的最低点是去年四季度，从环比数据来看，今年一季度开始，是家电行业止跌回升的一个起点。从总分已公布半年报公司业绩看，上半年，行业全面复苏的迹象超出我们预期。我们认为，上市公司下半年业绩回暖的趋势将会延续。
- ◆ **下半年投资策略** 国内的家电需求主要依靠城市化进程不断加快，房地产市场快速增长、城市更新换代需求的加速、以及农村消费市场的扩大，我们认为，下半年家电消费需求增大的几个因素都将集中体现，下半年行业继续回升的趋势将会延续，我们看好行业下半年的表现。在行业全面复苏的同时，重点关注三类公司：第一、稳定高增长的公司；第二、盈利能力稳步提升的公司；第三、受益于行业调整，给公司带来的业绩提升。
- ◆ **重点推荐公司** 合肥三洋：公司目前发展突破行业整体发展状况的束缚，处于稳步高增长的态势，给予公司谨慎推荐的投资评级；格力电器：作为行业内的龙头企业，公司的发展受行业发展状况制约较大，在主营业务收入同比下降的情况下，净利润依然保持高速增长，给予公司谨慎推荐的投资评级；海信电器：受益于 LCD 电视取代 CRT 电视为代表的家电产品更新需求，公司盈利能力将得到快速提升，给予公司谨慎推荐的投资评级。

2009 年 8 月 11 日

主要数据

行业指数	3595.15
上证指数/深圳成指	3264.73/13137.11
公司家数	35
总市值(百万元)	204364.30
流通市值(百万元)	139910.97

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 邹翠利 杨培龙
电 话： 021-51097188-1922
电 邮：
联系人： 朱厚中
电 话： (86-21) 51097188-1853
电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：

目 录

图表目录.....	3
第 1 部分 政策回顾及展望	4
第 1 部分 政策回顾及展望	4
1.1 “家电下乡”政策全面推广	4
1.2 “以旧换新”刺激更多消费群体	5
1.3“节能惠民工程”利大于弊	6
1.4 相关政策对行业下半年影响及展望	6
第 2 部分 行业回顾及下半年展望	8
2.1 主要家电产品的产量同比小幅增长	8
2.2 主要家电产品销量逐月向好	9
2.3 主要家电产品出口依然不太乐观	10
2.4 下半年行业展望.....	11
第 3 部分 下半年行业投资策略	12
3.1 上市业绩逐渐向好	12
3.2 下半年投资策略.....	13
3.3 重点推荐公司	14

图表目录

图 1 销售额与销售量同环比增长情况	5
图 2 主要家电产品的产量情况	8
图 3 主要家电产品同比增长情况	8
图 4 上半年主要家电产品的销量	9
图 5 2009 年 1—5 月份空调出口量情况	10
图 6 2009 年 1—5 月份冰箱出口量	11
图 7 2009 年 1—5 月份洗衣机出口量	11
图 8 上半年商品房销售面积（亿平方米）	12
图 9 主要上市公司上半年营业收入单季度同比增长情况	12
图 10 主要上市公司上半年营业收入单季度环比增长情况	13
图 11 行业相对指数表现	13
表 1 “家电下乡”政策一览表	4
表 2 2009 年 1 月-6 月份销售情况统计	5
表 3 与“家电下乡”政策比较	6
表 4 主要家电品牌主要试点地区市场占有率情况	7
表 5 补贴标准	6
表 6 2009 年 1 月-6 月份销售情况统计	9

第 1 部分 政策回顾及展望

从去年 10 月份“家电下乡”政策推广到全国以来，其他的刺激家电消费的政策也在之后陆续出台，刺激了出口受阻、内需疲软下家电行业的复苏。轻工业产业振兴规划，将原有家电下乡购买家电数量从每户每类家电只能购买一台，放宽到购买两台；“以旧换新”主要针对“家电下乡”未覆盖到的消费群体，以旧家电换新家电，享受原售价 10% 的补贴；“节能惠民工程”主要是针对高能效标准空调的销售实施补贴，加速空调产业更新换代。在诸多利好政策的推动下，行业复苏迹象已经非常明显。

1.1 “家电下乡”政策全面推广

“家电下乡”政策最初是 2007 年 12 月 25 日商务部、财政部在山东、河南、四川三省的一项试点政策。由于补贴手续麻烦等原因，最初试点的效果并不理想。

表 1 “家电下乡”政策一览表

时间	政策
2007 年 12 月 25 日	商务部财政部印发《家电下乡试点工作实施方案》通知（主要内容是：国家决定在山东，河南以及四川实施家电下乡政策
2007 年 12 月 26 日	财政部关于开展家电下乡试点工作通知：财政部、商务部决定自 2007 年 12 月 1 日至 2008 年 5 月 31 日，在山东，河南、四川三省实施家电下乡试点工作，国家对农民补贴类家电产品给予补贴，补贴资金由中央财政负担 80%，地方财政负担 20%
2008 年 6 月 4 日	山东省财政厅和财经委发布了《山东省关于继续实施家电下乡试点政策的通知》，将原有的期限延长至 2008 年 12 月 31 日
2008 年 5 月 26 日	财政部与商务部下发了关于继续实施家电下乡政策的通知，将原来的实施截止日 2008 年 5 月 31 日，延长至 2008 年 12 月 31 日
2008 年 10 月 13 日	财政部、商务部、工业和信息化部联合宣布。从 2008 年 12 月 1 起将“家电下乡”的将内蒙古、辽宁（含大连）、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西纳入推广地区范围，并将手机也纳入了补贴范围。这些产品按销售价格的 13% 给予补贴。
2008 年 11 月 28 日	财政部、商务部、工业和信息化部联合宣布，将家电下乡的范围由已经批准的 14 个省、市、自治区扩大到全国，并从 2009 年 2 月 1 日开始实施，

资料来源：家电下乡系统 国元证券研究中心

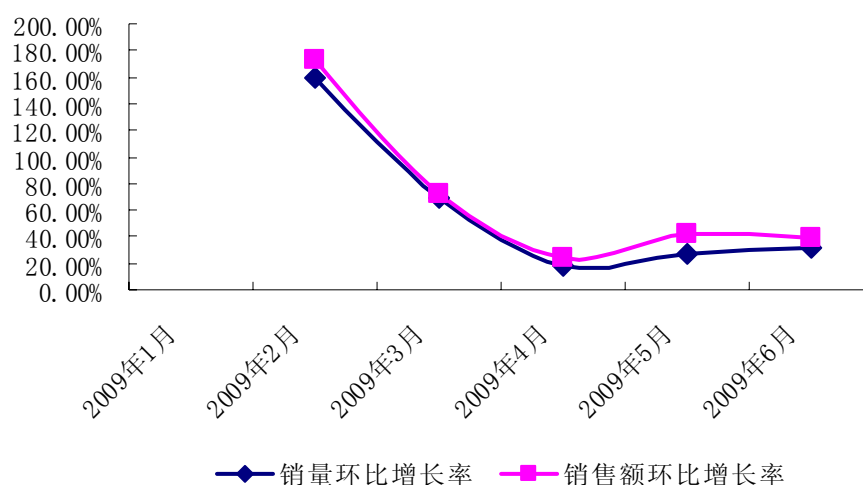
2008 年下半年全球金融危机爆发以后，国内经济受到了较大影响，房地产市场一度低迷，出口受阻，给家电行业带来了重创，于是在去年 10 月份，财政部、商务部联合工业和信息化部联合宣布将家电下乡的范围扩大到 13 个省，并将手机也列入下乡范围。11 月又将覆盖范围进一步扩大到全国。

表 2 2009 年 1 月-6 月份家电下乡产品销售情况统计

月份	销售数量（台）	销售金额（元）	销售额比重
2009 年 1 月	338,135	479,418,972.40	2.95%
2009 年 2 月	875,390	1,305,471,067.66	8.04%
2009 年 3 月	1,484,517	2,238,428,402.10	13.79%
2009 年 4 月	1,763,304	2,778,494,194.41	17.12%
2009 年 5 月	2,227,725	3,946,132,921.07	24.32%
2009 年 6 月	2,921,096	5,481,072,926.46	33.77%
合计	9,610,167	16,229,018,484.10	100.00%

资料来源：家电下乡信息系统 国元证券研究中心

图 1 销售额与销售量同环比增长情况



资料来源：家电下乡系统 国元证券研究中心

从上表看出，上半年家电下乡的销售情况逐月向好，月度环比数据增长率都 25%以上，上半年月度销售量销售额增长形式大好，随着家电下乡产品的不断增多，家电下乡政策的不断推进，我们认为，下半年月度销售额依然可以保持月度环比 15%—20%的增长势头。以这种增速计算，2009 年全年家电下乡销售额将达到 800 亿左右。

1.2 “以旧换新” 刺激更多消费群体

国务院总理温家宝今年 5 月 19 日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。会议决定，采用财政补贴方式，鼓励汽车、家电“以旧换新”。

（一）在现有老旧汽车报废更新补贴政策基础上，扩大补贴范围，加大补贴力度。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车，适度提前报废并换购新车的，或者对提前报废污染物排放达不到国 I 标准的汽油车和达不到国 III 标准的柴油车，并换购新车的，按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。

（二）在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙，开展电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类家电产品“以旧换新”试点。对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的 10% 给予补贴，分品种确定最高补贴额度；对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴。

（三）今年中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元，同时安排 20 亿元资金用于家电“以旧换新”补贴。会议要求各有关省市和部门加强领导，制定明确的实施细则，认真做好组织实施工作。要加强监督管理，提高回收处理能力。

表 3 与“家电下乡”政策比较

- ※ **对“家电下乡”覆盖面积部分补充** “以旧换新”政策主要面对之前“家电下乡”没有覆盖到的消费群体，使家电消费的补贴政策惠及到更大的消费者范围。该政策是对“家电下乡”政策的补充和完善。
- ※ **加快产业结构的升级** 与“家电下乡”政策相比，此次补贴的产品将不再仅局限于限价的低端产品。目前对于城市来说，家电普及率虽然已经非常高了，但依然存在很多高能耗、安全隐患问题。“以旧换新”政策刺激了这部分消费人群更新换代的需求愿望。加速了这部分消费群体更新换代的需求，对带动家电产业结构的升级起到一定的助推作用。
- ※ **补贴力度及资金来源** 与“家电下乡”的补贴力度相比，虽然补贴只有 10%，要低于“家电下乡”13%的补贴比例，但补贴金额的绝对值未必会低。此次补贴产品价格将不再受到限制，只在补贴的上限额度上适当限制限制。同时，补贴资金目前暂没有提到地方政府的补贴力度，20 亿来自于中央财政。
- ※ **补贴措施更完善** 此次补贴不仅对购买家电的消费者给予补贴，同时也对回收补贴范围内的旧家电并送到拆解处理企业的运输费给予定额补贴，在刺激家电消费的同时，也对企业的额外的运输成本实施补贴。补贴措施更加完善，补贴范围更加广阔。
- ※ **拉动的消费将更大** 该政策试点的地区主要为北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广州和福州这些大城市，经济发达、消费能力较强。我们认为，该政策或将拉动试点区域内更大的消费。

资料来源：国元证券研究中心

1.3 “节能惠民工程”利大于弊

6 月 1 日出台的“节能惠民工程”主要内容是对一、二级高效节能的空调产品直接将补贴申请推广产品的生产企业，企业在销售环节，按原售价减去补贴款的价格销售给消费者；对补贴金额实施最高最低限价，补贴方式以国家财政部销售前预拨补助款，及销售后通过各级财政政策逐级上报的程序来完成补贴款项落实；对于参与生产企业也有严格的限制，企业年推广高效节能空调的台数不少于 10 万台/年；除参与“家电下乡”享受补贴后的产品不能享受此次补贴的产品外，其他优惠政策均可同时享受；该政策从宣布当天开始实施。

表 5 补贴标准

额定制冷量（W）	财政补助标准（元/台（套））	
	能效等级1级	能效等级2级
额定制冷量 ≤ 2800	500	300
2800 < 额定制冷量 ≤ 4500	550	350
4500 < 额定制冷量 ≤ 7100	650	450
7100 < 额定制冷量 ≤ 14000	850	650

1.4 相关政策对行业下半年影响及展望

此前，我们对“家电下乡”政策对企业的影响持谨慎乐观。一方面，是政策的具体实施细节并未有详细的公布。另一方面，下乡的产品多为低端产品，并且对产品的最高价格实施限制，对企业的利润贡献有限。后续的一些政策是家电下乡真正发挥刺激内需作用的主要因素：第一、家电下乡的力度在不断加大，下乡产品从最初的彩电、洗衣机、冰箱、手机，扩大到电脑、热水器、空调、微波炉，电磁灶等产品，同时也将一部分高端产品，如液晶电视列入下乡范围，满足了农村不同消费阶层的需求。第二、补贴手续大大简化，真正体现了农民作为消费者的地位。第三、对下乡的家电产品实施招标，对符合条件的企业和产品才可以作为下乡产品，享受补贴。第四、对下乡产品质量进行严格检验，防止企业将不符合质量标准的产品倾销到农村去。第五、轻工业产业振兴规划将

原先每户每台家电只能购买一台，放宽到可以购买两台。我们认为，后续不断出台的这些补贴政策在下半年来刺激家电消费将起到重要的作用，下半年“家电下乡”所带动的家电消费将大于上半年。

“以旧换新”政策主要针对的是“家电下乡”政策未覆盖到的经济发达地区的三、四级市场，这部分市场需求有望超出我们的预期。也将会是下半年拉动家电内需消费的又一重要因素。

表 4 主要家电品牌主要试点地区市场占有率情况

电视机	第一	第二	第三
北京	康佳 11.23%	海信 11.18%	长虹 9.97%
上海	夏普 14.74%	创维 9.62%	康佳 8.86%
天津	康佳 13.36%	海信 10.79%	王牌 10.06%
洗衣机	第一	第二	第三
北京	海尔 29.03%	荣事达 13.57%	小天鹅 14.76%
上海	海尔 21.53%	松下 10.18%	西门子 9.41%
天津	海尔 35.80%	小天鹅 19.18%	荣事达 10.67%
冰箱	第一	第二	第三
北京	海尔 33.72%	西门子 20.65%	松下 11.43%
上海	西门子 28.66%	海尔 17.54%	美的 14.92%
天津	海尔 23.14%	西门子 22.38%	松下 13.93%
空调	第一	第二	第三
北京	海尔 23.15%	美的 17.65%	格力 16.5%
上海	美的 11.06%	海尔 10.62%	格力 9.1%
天津	格力 27.4%	美的 16%	海尔 14.45%

资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

从上表看，此次“以旧换新”试点城市，主要试点产品的品牌集中度也比较高，电视基本上以海信、康佳为主，洗衣机以海尔、小天鹅为主，冰箱以海尔、西门子、松下为主，空调以三大龙头企业、美的、格力、海尔为主。此次以旧换新将利好试点区域内市场占有率较高的上市公司。

“节能惠民工程”细则的出台，对从去年以来一直低迷的空调行业来说，是利大于弊。一方面，“节能惠民工程”实际上是对去年一直预期的空调能效标准提高政策的变相出台，该政策与预期的相比，要好于直接将空调能效标准直接提高二级。另一方面，“节能惠民工程”只补贴一二级能效标准的定频空调，对于上半年去库存化仍未结束的空调企业，以及变频空调市场都将会有不小的冲击。目前出台的三项大的政策，对提振空调行业下半年的表现起到积极的作用。经历完上半年去库存化过程后，下半年，空调行业将在“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民工程”等政策的刺激下，将会有超预期的表现。

上半年对于家电行业的刺激消费政策已经起到了非常明显的作用，且从行业目前的情况来看，基本上外因的作用已经显现出来了，预计下半年将不会再有较大的刺激政策出现。由于“以旧换新”和“节能惠民工程”未对家电产品实施最高限价，商家很有可能会对产品提价后，再给予补贴，如果后续没有更重要的保障措施，那么，这些政策将会成为一纸空文。我们认为，目前这些政策基本上都是在不断变化和修正的，预计下半年的政策将主要以对前期政策的补充和完善为主，例如，“以旧换新”政策目前还处于试点阶段，只有少数试点城市才有，如果试点效果比较好，将该政策推广到全国的可能性，也将会对家电消费形成较大利好。

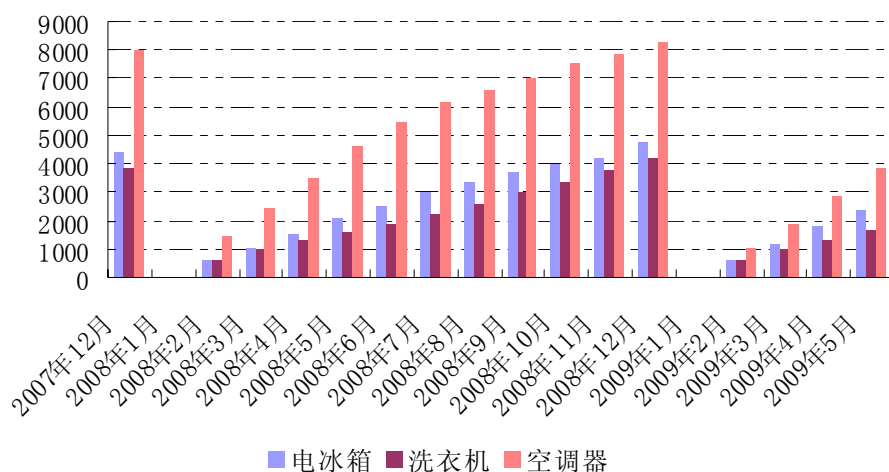
第 2 部分 行业回顾及下半年展望

2009 年 1—5 月份，主要家电产品的产量仍保持小幅增长，除空调负增长外，冰箱和洗衣机仍然保持小幅增长，其中，冰箱的增幅最大，洗衣机上半年的表现略低于去年。内销方面，主要家电产品销量也在逐渐放大。家电下乡信息系统数据显示，家电下乡今年 1—6 冰箱、洗衣机销量，占上半年 1—5 月份冰箱、洗衣机总销量的 25%、10%。出口方面，主要家电产品出口量同比保持大幅下降。总的来说，上半年冰洗产量平稳增长，受家电下乡等政策刺激，销量逐月向好。空调由于受上半年去库存化影响，产量同比大幅下降，销量情况较好。出口依然等待回暖。

2.1 主要家电产品的产量同比小幅增长

国家统计局数据显上，2009 年上半年 1—5 月份冰箱累计产量 2404 万台，同比增长 5.5%，洗衣机累计产量 1691 万台，同比增长 2%，空调器累计产量 3895 万台，同比下降 22.7%。

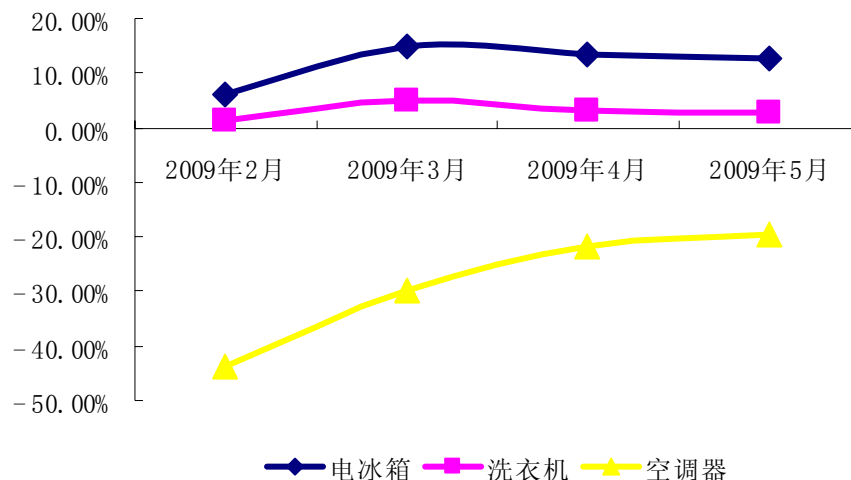
图 2 主要家电产品的产量情况



资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

数据显示，上半年主要家电产品中，冰箱产量同比增速最大，洗衣机产量增幅略低于去年同期增幅，空调产量受上半年去库存化影响，依然保持负增长，而环比已出现较大幅度的增长，回暖迹象明显。

图 3 主要家电产品同比增长情况



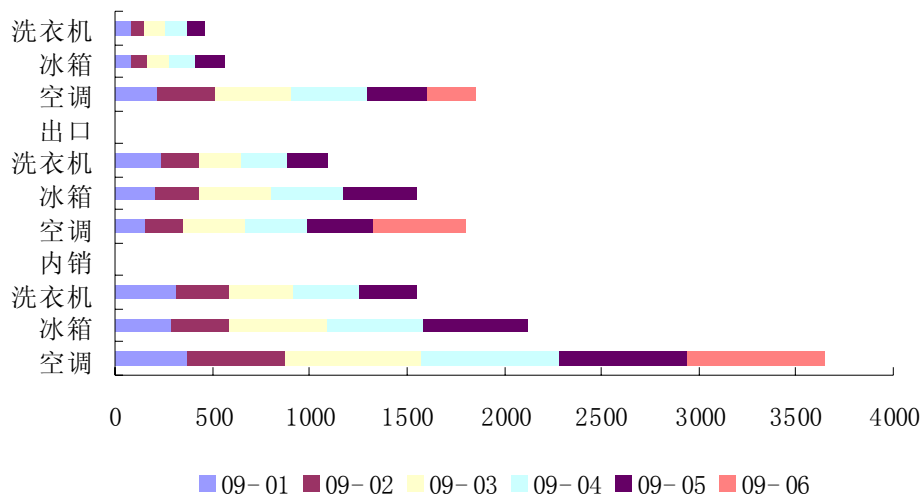
资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

冰箱上半年快速增长，空调降幅快速收窄，快速回暖，洗衣机保持着小幅增长的态势，总体来说，行业的整体情况要好于我们此前的预期。

2.2 主要家电产品销量逐月向好

上半年，1—5 月份冰箱销售量 2121.79 万台，洗衣机销售量 1555.54 万台，空调 1—6 月份销售量 3653.37 万台。总体来说，主要家电产品销售情况逐月向好，其中，空调出口有进出口萎缩的迹象，而内销呈逐月快速上升趋势。

图 4 上半年主要家电产品的销量



资料来源：产业在线 国元证券研究中心

家电下乡信息系统数据显示，家电下乡今年 1—6 月份冰箱、洗衣机销量，占上半年 1—5 月份冰箱、洗衣机总销量的 25%、10%。从数据来看，上半年冰箱产量同比高增长的主要原因是家电下乡销量对上半年冰箱总销量的贡献较大。我们认为，空调和洗衣机家电下乡销量较少的主要原因可能是，第一、洗衣机在农村的普及率要高于冰箱，而冰箱的普及率较低；第二、空调下乡时间比冰箱和洗衣机时间短，且由于南北方地区差异的原因，空调的市场需求较小。

表 6 家电下乡 2009 年 1 月-6 月份销售情况统计

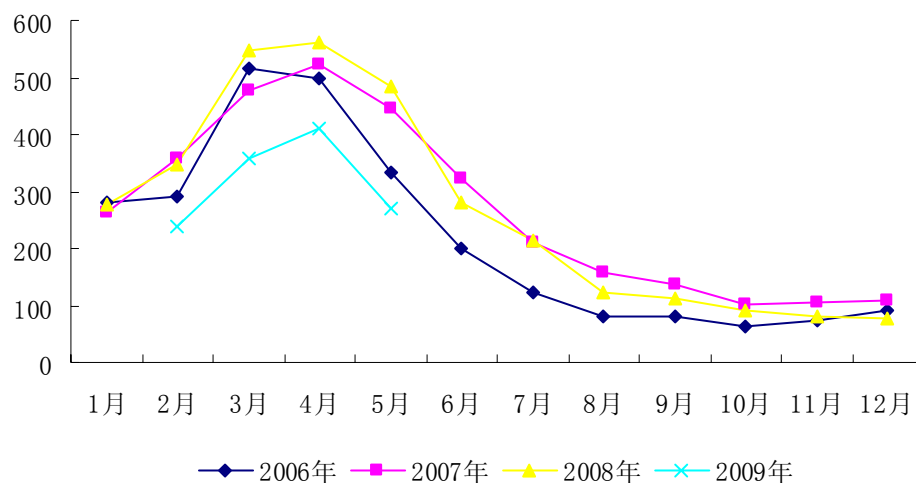
类别	企业名称	销售量	销售金额	销售金额比重
1 冰箱	青岛海尔股份有限公司	1,935,281	4,118,203,517.10	37.04%
2 冰箱	合肥美菱股份有限公司	525,337	1,135,569,397.01	10.21%
3 冰箱	河南新飞电器有限公司	481,083	1,001,692,793.02	9.01%
4 冰箱	海信科龙电器股份有限公司	355,550	741,594,181.55	6.67%
5 冰箱	美的集团有限公司	312,698	706,821,738.90	6.36%
冰箱合计		5,420,203	11,114,325,338.77	99.98%
1 洗衣机	青岛海尔洗衣机有限公司	701,842	797,410,116.70	48.53%
2 洗衣机	杭州松下家用电器有限公司	99,825	156,014,364.00	9.49%
3 洗衣机	无锡小天鹅股份有限公司	84,431	97,700,048.10	5.95%
4 洗衣机	合肥荣事达三洋电器股份有限公司	60,637	85,794,856.00	5.22%
5 洗衣机	美的集团有限公司	74,766	65,364,821.00	3.98%
洗衣机分项合计		1,528,432	1,643,055,615.92	99.99%
1 空调	广东美的制冷设备有限公司	78,239	207,090,939.00	33.53%
2 空调	珠海格力电器股份有限公司	81,163	204,439,054.00	33.10%
3 空调	青岛海尔空调器有限总公司	48,272	123,083,089.00	19.93%
4 空调	宁波奥克斯空调有限公司	15,259	35,189,048.00	5.70%
5 空调	广州松下空调器有限公司	4,617	11,226,955.00	1.82%
空调分项合计		243,064	617,570,480.46	99.99%

资料来源：家电下乡信息系统 国元证券研究中心

2.3 主要家电产品出口依然不太乐观

出口方面，主要家电产品出口量同比仍保持负增长，空调和冰箱出口量 1—5 月份一直徘徊在比 2006 年还要低的水平，洗衣机相对较好，但同比依然保持负增长，总的来说，上半年出口情况很不乐观。

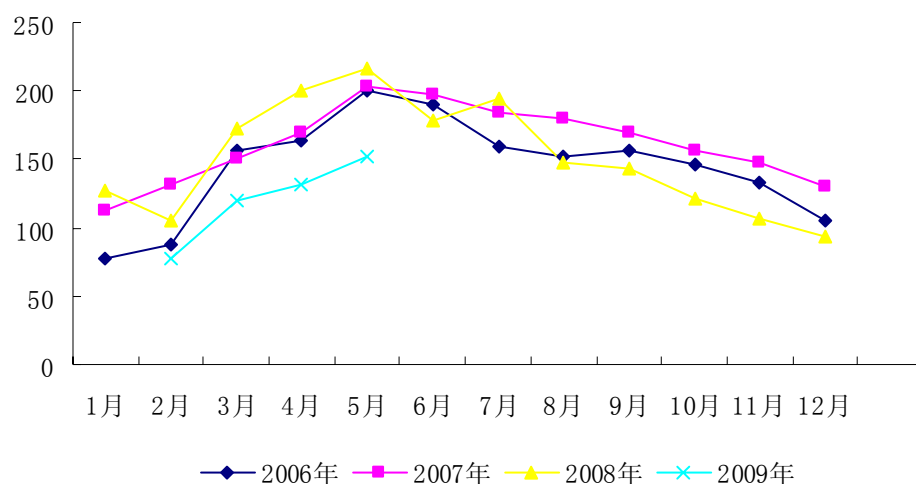
图 5 2009 年 1—5 月份空调出口量情况



资料来源：国家统计局 国元证券研究中心

空调出口自去年七月份以来，出口量同比小幅下降，今年上半年出口量同比下降幅度进一步放大，同比降幅有收窄的趋势。

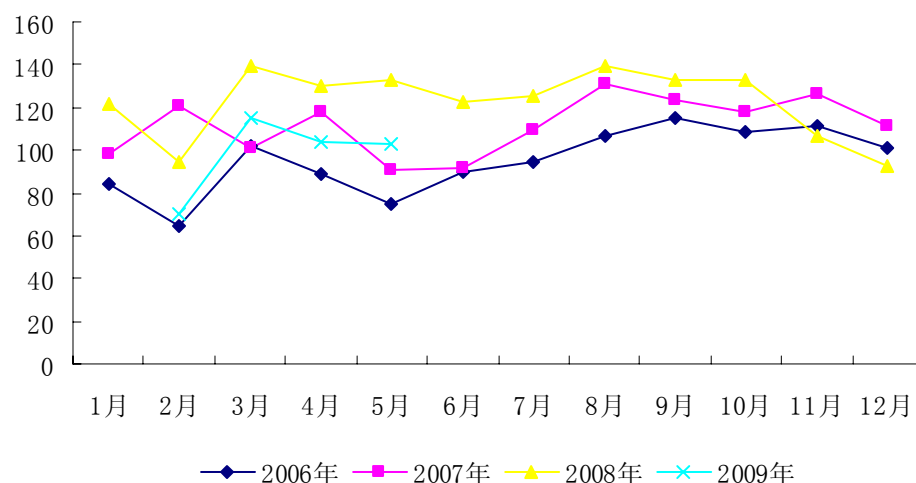
图 6 2009 年 1-5 月份冰箱出口量



资料来源：国家统计局 国元证券研究中心

冰箱 1-5 月份出口数据显示，冰箱出口量同比大幅下降，环比数据相对较好，出口情况较去年同期非常不乐观。

图 7 2009 年 1-5 月份洗衣机出口量



资料来源：国家统计局 国元证券研究中心

洗衣机出口量同比下降的幅度较冰箱和空调要小，且出口量基本上保持在 2007 年出口量水平之上。

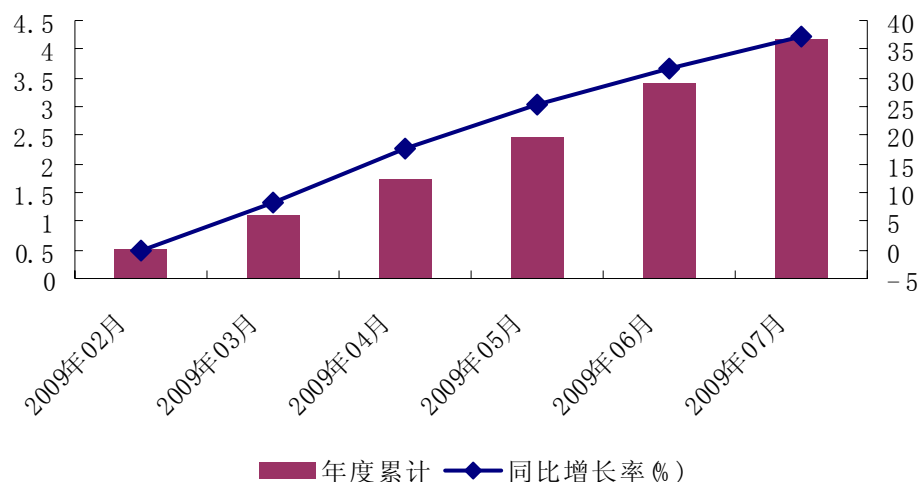
2.4 下半年行业展望

我们认为，上半年，行业最艰难的时间已经过去。上半年拉动内需，刺激消费的政策在上半年对行业的贡献已经初步显现。后续的政策对刺激家电消费将在下半年集中体现。下半年行业整体将是继续回暖的过程。

内销方面，我们认为，下半年主要家电产品受“家电下乡”政策的刺激销售额同比大幅增长的态势将延续。同时，“以旧换新”、“节能惠民工程”政策对下半年家电销量的刺激将集中体现。

同时，上半年房地产市场销售行情向好，上半年商品累积销售面积逐月同比大幅增加，我们认为，上半年房地产市场的向好，将在下半年拉动家电消费刚性需求上升。按平均一套房子 90 平米计算，上半年平均销售 464 万套房屋，按一套新房一台冰箱、一台洗衣机、三台空调计算，这部分需求对家电消费拉动不容小觑。

图8 上半年商品房销售面积（亿平方米）



资料来源: WIND 国元证券研究中心

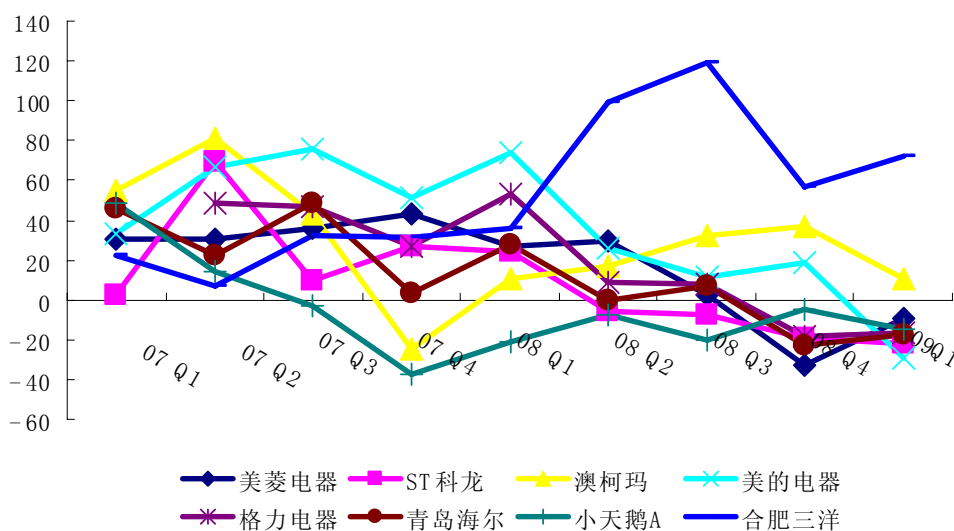
出口方面，上半年全球经济恶化的趋势已经开始放缓，全球经济已经触底，下半年全球经济回暖的可能性较大，出口受全球经济的回暖情况好转的可能性较大。我们认为，下半年出口回暖也将会成为加快行业复苏的又一重要因素。

第3部分 下半年行业投资策略

3.1 上市业绩逐渐向好

行业内主要上市上半年营业收入的情况，总体来说，呈同比下降趋势，上市公司今年一季营业收入同比增速处于历史最低点，营业收入环比增幅大幅增长，也就是说，整个家电行业的最低点是去年四季度，从环比数据来看，我们认为，今年一季度开始，是家电行业止跌回升的一个起点。我们预计，下半年，行业的回暖趋势将会延续。

图9 主要上市公司上半年营业收入单季度同比增长情况

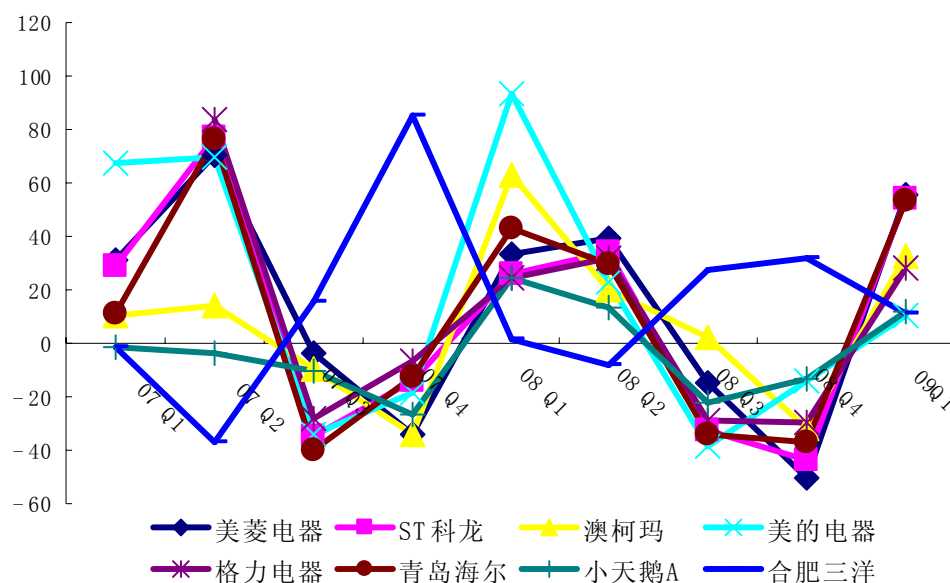


资料来源: WIND 国元证券研究中心

在上图的主要上市公司里，一季度营业收入同比保持正增长的只有澳柯玛与合肥三洋。行业三大行业龙头企业也都同比负增长，营业收入负增长的主要原因，占主营业务收入较大比重的空调行业不景气。上半年，在“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”工程，三项政府补贴政策中，空调是这三项中全部都覆盖到的家电产品。但这些政策给空调行业带来的不仅是利好，也不利的一面。如“家电下乡”产品中，空调是较晚被列入下乡

范围的产品，并且相对于其他家电产品而言，空调在农村的需求要相对弱一些；“节能惠民”工程加速了空调产业结构快速升级，但同时，低能效标准空调的库存问题，也制约了空调企业上半年的发展。经历了上半年去库存化历程、上半年房地产市场回暖、以及“节能惠民工程”的政策刺激，下半年空调需求将加大，空调行业将回暖势头将依然延续。

图 10 主要上市公司上半年营业收入单季度环比增长情况

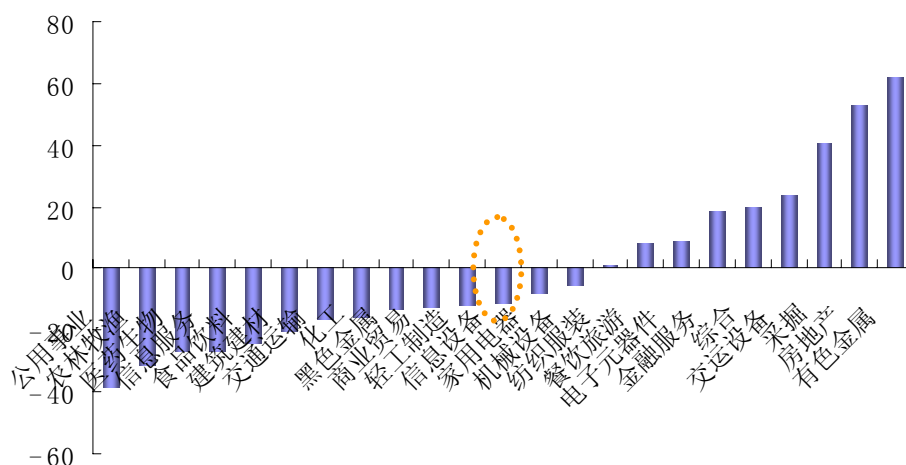


资料来源: WIND 国元证券研究中心

3.2 下半年投资策略

上半年申万 23 个行业中，仅有 8 个行业跑赢上证指数，14 个行业跑输上证指数，家用电器是 14 家之一，从图 10 来看，上半年涨幅较大的主要是一些复苏较快、周期性较强的行业，跑输大盘的主要是一些防御性、弱周期性行业。在宏观经济逐步向好的情况下，周期性行业将会有较好的表现。

图 11 行业相对指数表现



资料来源: WIND 国元证券研究中心

目前，国内的家电需求主要依靠城市化进程不断加快，房地产市场快速增长、城市更新换代需求的加速、以及农村消费市场的扩大，我们认为，下半年家电消费需求增大的几个因素都将集中体现，下半年行业继续回升的趋势将会延续，我们看好行业下半年的表

现。在行业全面复苏的同时，重点关注三类公司：第一、稳定高增长的公司；第二、盈利能力稳步提升的公司；第三、受益于行业调整，给公司带来的业绩提升。

3.3 重点推荐公司

合肥三洋：公司目前发展突破行业整体发展状况的束缚，处于稳步高增长的态势，我们依然看好公司下半年的发展情况。

- ◆ **产能大幅释放、中长期布局已经开始** 公司从 2008 年中报开始，营业收入一直处于同比 50%以上的高速增长态势，净利润自 2008 年一季度以来，同比一直保持 50%以上的增长。公司 2008 年业绩创历史新高，进入 2009 年，公司在 2008 年高速增长的基础上，依然延续强劲的增长势头。产能的快速扩张、销售渠道的不断扩大，使公司快速增长有保障。公司 2009 年二期工业园达产后，公司产能将达到 300 万左右。与 2007 年的 60 万台相比，将近扩大了 4 倍。同时，公司于 2009 年 4 月 29 号发布公告，将在合肥国家高新区规划建设三洋电机产业园项目，主要为洗衣机扩产和新建变频电机及控制器项目。该规划使公司近期与远期产能布局很好衔接。我们认为，未来三年产能将不会成为制约公司外延式扩张的因素。
- ◆ **转变营销思路、拓展营销渠道** 公司从 2008 年开始，放弃之前固守高端的路线，将部分产品低端化，深耕一、二级市场加强与大连锁的联合，大力拓展三、四级市场；同时，借助于“家电下乡”的全中标契机拓宽了公司在三、四级市场的占有率。使公司在零售市场的占有率稳步攀升。国家信息中心统计的数据显示，公司的零售市场份额自 2008 年以来稳步增长。与 2007 年相比，公司目前零售市场占有率扩大到原有的三倍左右。
- ◆ **上半年在高基数上强劲增长** 上半年在诸多利好政策的刺激下，整个家电行业回暖的迹象都非常明显，行业的快速回暖是公司得以快速增长的前提，公司从 2008 年上半年出口开始启动，到目前为止都是以订单的形式，受外需疲软影响较小，今年上半年出口也开始放量增长，上半年实现营业收入 7.72 亿，其中国内销售 7.45 亿元，同比增长 69%，实现出口 1462 万元，同比增长 150.2%。上半年，总体营业收入在 2008 年中期同比增长 60%的高基数上，依然保持同比 72.12%的高增长。下半年，出口日本项目启动以后，公司全年出口将会有较大的放量，下半年受上半年房地产市场复苏的滞后影响，家电行业下半年的增长情况也比较乐观。因此，我们认为，公司下半年营业收入的增长，超预期的可能性非常大。
- ◆ **盈利能力依然维持较高水平** 受原材料采购成本下降等因素的影响，公司报告期内毛利率同比环比都有提升，我们此前一直担心，公司在走高端产品低端化，产能快速扩张路线的同时，公司高毛利率的水平将难以维继，但公司毛利率从去年扩张以来依然维持在 40%左右高位。同时，公司三项费用率目前也在可控范围之内，净利润率也在稳步中报也有 2 个百分点上升。我们认为，在快速扩张的同时，盈利能力水平依然保持在较高水平，实属不易，公司全年业绩超预期的可能性较大。
- ◆ **估值与投资建议** 我们对公司未来的发展谨慎看好，维持对公司之前的盈利预测 09、10、11 年每股收益 0.55、0.72、1.00 元的预测，对应 09、10、11 年动态 PE 分别为 26/20/14 倍，给予公司谨慎推荐的投资评级。

格力电器：降收不降利，内涵式增长能力超乎想象

- ◆ **业绩依然正增长** 2008 年公司实现营业收入 420.32 亿元，同比增长 10.58%，归属上市公司股东的净利润 21.02 亿元，同比增长 67.8%；今年一季度报，公司实现营业收入 90.69 亿元，同比下降 15.97%，归属上市公司股东的净利润 5.54 亿元，同比增长 25.07%，公司一季度在负增长的情况下，净利润依然保持 25%以上的高增长，公司内涵式增长能力超乎想象。
- ◆ **行业依然不景气** 从一季度情况来看，出口方面，出口量依然同比负增长，出口额小幅增长，出口价格稳步提升；内销方面，08 年楼市的低迷会在 09 年对空调行业有

半年左右的滞后影响，我们认为，这一因素将成为影响 09 年营业收入的重要因素之一。同时，能效标准的提高及低端产品的库存仍然会对行业产生较多不利的影响。

- ◆ **一季度营业收入负增长** 公司一季度营业收入实现负增长，创公司自 2006 年最低水平，一季度负增长在我们的预料之中。一季度是空调的淡季，同时 08 年楼市的萧条，对于家电行业的影响存在一定的滞后性。二、三季度，随着空调销售旺季的到来，“家电下乡”等利好因素的刺激、以及行业逐步走出低谷期的影响，我们预计公司全年营业收入有望走出负增长的处境。
- ◆ **净利润同比依然较大幅度增长** 一季度公司在营业收入同比下滑 15.8% 的情况下，依然保持了净利润同比增长 25% 的水平，09 年公司依然坚持走内生式增长的路线，合理控制成本，实现了毛利率同比提升 5.87 个百分点，由于销售费用率同比提升了 2.37 个百分点，管理费用率提升 0.12 个百分点，财务费用提升 0.11 个百分点，一季度公司净利率的同比提升只有勇无 2 个百分点。总的来说，一季度经营相对平稳。
- ◆ **盈利预测及估值建议** 我们预计公司 09/10/11 年的每股收益将达到 1.81/2.00/2.21 元，估值相对合理，鉴于公司在行业内的龙头地位，维持公司谨慎推荐评级。

海信电器：受益 LCD 电视快速增长，中报业绩超预期

- ◆ **逐步摆脱负增长的局面** 从去年三季度以来，受全球经济危机的影响，公司主营业务收入一直处于负增长，今年中报不但摆脱了负增长的局面，且净利润出现了超预期的增长。主要原因是，公司 LCD 电视出现在翻倍式增长，平板电视同比增长高达 141%，其中内销更是接近 200%，外销负增长依然延续。上半年 CRT 电视销量大幅下挫，LCD 电视销量大幅增加，从整个行业的情况来看，CRT 的下降幅度要大于 LCD 的增长速度，受下半年 LCD 取代 CRT 电视的趋势加快，公司全年表现有望超预期。
- ◆ **净利润同比大幅增长得益于盈利能力的提高** 公司上半年净利润大幅增长的主要原因是毛利率同比提升 3 个百分点左右，上半年毛利率的大幅提升得益于两方面的因素，一方面，LCD 电视的占比增加，高毛利产品的比重加大；另一方面，2008 年下半年，受全球经济危机影响，上游面板厂商急于出货，导致价格大幅下降，成本下降，使毛利率上升。受去年下半年面板厂商出货的因素，今年上半年面板缺货使得很多企业 LCD 电视卖断货，而公司在去年下半年面板的存货较大，我们认为，这是导致公司上半年业绩超预期的主要因素。同时，由于公司 LCD 电视的快速增加，虽然报告期内销售费用率也小幅增长，但销售费用率的上升要小于毛利率的上升，公司的盈利能力同比依然出现了小幅提升。
- ◆ **盈利能力提升空间较大** 公司目前销售费用率居历史高位，销售费用率较高的主要原因是公司加大 LCD 电视的营销力度，导致销售费用上升，未来随着 LCD 电视销量的不断扩大，销售费用率下降将成为趋势，管理费用和财务费用一直保持在相对平稳的水平，未来公司的净利润率水平提升的空间依然较大。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预计公司 09/10/11 年每股收益将分别达到 0.69/0.79/0.95 元，估值与行业平均水平相当，给予公司谨慎推荐的投资评级。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn