

家用电器

袁浩然 CPA

0755-82026810

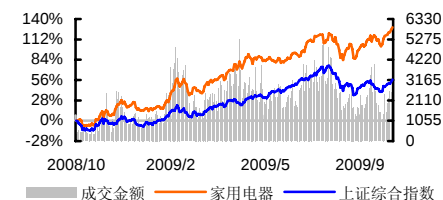
评级调整: 调高

行业基本资料

上市公司家数	32
总市值(亿元)	2380
占 A 股比例(%)	0.82%
平均市盈率(倍)	166.96

行业表现

(%)	1M	3M	6M
家用电器	9.06	5.50	28.70
上证综合指数			



相关报告

《照明行业-国家发改委招标结果点评:浙江阳光是最大赢家》2009-4-23

《行业研究-家电行业 2009 年中期投资策略-机会更在于自下而上-中性》20090626

家电行业 2009 年四季度投资策略

看好

兼顾估值和盈利确定性

投资要点:

- **大白电仍可超配。**基本逻辑在于: 大白电内销需求强劲(旺季销量同比增长 50% 以上), 外需在回暖; 而行业格局非常稳固, 格力、美的、海尔在各自优势领域份额持续增加, 龙头公司的销售收入具有一定保证; 在龙头企业市场份额持续增加, 品牌更加集中的背景下, 龙头公司对终端的掌控能力非常强, 原材料价格上升, 龙头公司可以将成本压力传导出去, 而在原材料价格大幅下降过程中, 龙头公司会控制终端产品价格下降幅度, 最终让终端产品价格下降的幅度远小于原材料价格下降的幅度, 从而使毛利率大幅提升, 而家电公司销售利润率比较低, 其净利润对毛利率变化非常敏感, 这是今年家电龙头公司销售收入下降但净利润大幅上升最重要的原因, 未来也能促进家电龙头公司的盈利能力稳步提升, 我们认为家电公司未来的盈利非常确定, 如果宏观经济逐步向好, 盈利还有较大的提升空间; 但是家电龙头公司的估值普遍不高, 09 年 PE 仅在 18 倍左右。考虑到盈利的确定性以及可能的成长性, 18 倍左右的估值水平下当然还可以超配。
- **两个洗衣机公司可积极参与, 投资逻辑各不同。**洗衣机行业需求较为平稳, 09 年以来洗衣机内销延续以前年度的较快增长, 1-7 月同比增长 10.7%, 外销略降, 整体形势较好。行业格局上, 海尔作为最具影响力的国产品牌, 占据市场头名, 二线品牌中, 美的系(含小天鹅、荣事达)、松下等格局基本清晰, 彼此竞争也很有序, 形成各公司的毛利率水平都比较高, 盈利能力强。重点投资标的合肥三洋, 企业基础条件好, 技术积累、品牌美誉度、生产工艺水平都较好, 08 年新的领导人上台后, 锐意进取, 研、产、销全面改革, 未来还将持续快速增长, 盈利连续三年会 50% 左右的复合增长; 小天鹅在美的扶持下, 逐步整合到位后, 将迎来内生性和外延性相结合的跨越式大增长, 未来增长空间较大, 市值至少能够翻倍。
- **黑电行业经营环境持续改善,**08 年四季度以来, 面板长期供不应求的局面发生逆转, 国产电视制造企业同面板厂商的话语权有所增加; 面板价格大幅跳水后, 引致 LCD 电视整机价格相应跳水, 从而大量激活需求; 平板电视一方面在城市加快普及, 同时迅速向三四级市场发展, 国产品牌电视厂商渠道优势开始显现, 大大弱化国美苏宁等家电连锁的地位, 加上国产品牌市场适应能力更强, 供应链水平更高, 甩开了家电连锁之后, 国产品牌在三四级市场的机会远多于外资品牌, 国产品牌市场份额有望逐步提升, 海信电视将成为最大的受益者。深康佳和 TCL 待 CRT 销售萎缩到位后也有投资机会。
- **家电相关政策频出, 总体上有利于家电制造企业, 但具体效果不一, 有待观察。**至少二级市场已经表现出一定的政策钝化。目前市场环境, 相关政策频出当然是利好, 但是更重要的还是整体宏观经济转暖, 企业本身的核心竞争力提升。

公司代码	重点公司	EPS08	EPS09	EPS10	EPS11	股价	PE08	PE09	PE10	投资评级
000651	格力电器	1.05	1.34	1.66	2.01	25.50	24.4	19.0	15.4	强烈推荐
000527	美的电器	0.55	0.95	1.21	1.48	17.35	31.5	18.3	14.3	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.57	0.84	1.01	1.19	18.32	32.1	21.8	18.1	推荐
600983	合肥三洋	0.35	0.72	0.98	1.26	17.15	49.0	23.8	17.5	推荐
600060	海信电器	0.46	0.75	0.90	1.08	15.96	34.7	21.3	17.7	推荐
000418	小天鹅	0.07	0.34	0.70	0.84	8.93	127.6	25.5	13.5	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.53	0.70	0.88	1.11	19.96	37.7	28.5	22.7	中性
002242	九阳股份	1.06	1.42	1.70	1.99	28.27	26.6	19.9	16.6	推荐

正文目录

1、大白电仍可超配	4
1.1 空调行业总体需求明显回暖	4
1.2 冰箱行业：远好于空调，内销增长惊人，对外销依赖下降	8
1.3 核心龙头品种市场份额维持较高水平，品牌比较集中	10
1.4 大宗商品价格虽然有所反弹，但整体维持低位	11
1.5 市场低迷而成本大幅波动下，毛利率变化是关键	12
2、两个洗衣机公司，投资逻辑各不同	15
2.1 洗衣机行业需求较为平稳	15
2.2 合肥三洋：从稳打稳扎到又好又快	16
2.3 小天鹅：美的扶持下长期发展值得期待	17
3、黑电：经营形势持续好转	18
4、家电相关政策效果不一，但总体上有利于家电业盈利水平提高	19
4.1 关于家电下乡：单一公司受益有限	19
4.2 以旧换新	21
4.3 对高效节能空调销售实现直补	22
4.4 提高出口退税率	22
5 四季度投资策略	22
5.1 整体投资策略	22
5.2 重点公司列表	23
6 重点公司介绍	23
6.1 格力电器：09 年利润仍有较大幅度增长，未来也有一定成长空间，目前估值水平不高	23
6.2 美的电器：增发股票完成，又将迎来新的发展机遇	24
6.3 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多	25
6.4 海信电器：黑电行业转好的最大受益者	25

图表目录

表 1: 总量 (累计数据) (单位: 万台)	4
表 2: 分月度数据列示 (出口) (单位: 万台)	5
表 3: 分月度数据列示 (内销) (单位: 万台)	6
表 4: 分月度数据列示 (合计) (单位: 万台)	7
表 5: 年度总量数据同比 (单位: 万台)	8
表 6: 分月度数据列示 (单位: 万台)	9
表 7: 分品牌同比数据和市场份额 (累积) (单位: 万台)	10
表 8: 空调主要原材料占比	11
表 9: 冰箱主要原材料占比	12
表 10: 空调分品牌份额变化	13
表 11: 冰箱分品牌份额变化 (单位: 万台)	14
表 12: 洗衣机年度销售量对比	15
表 13: 洗衣机销量分月度数据列示	16
表 14: 城乡居民人均总收入对比	20
表 15: 每百户家庭耐用消费品平均拥有量	21
表 16: 重点关注公司一览	23

1、大白电仍可超配

大白电仍可超配的基本逻辑在于：空调行业总体需求明显回暖，冰箱销售保持良好态势；而行业格局非常稳固，格力、美的、海尔在各自优势领域份额持续增加，龙头公司的销售收入具有一定保证；在龙头企业市场份额持续增加，品牌更加集中的背景下，龙头公司对终端的掌控能力非常强，如果原材料价格有所上升，龙头公司可以很好地将成本压力传导出去，而在原材料价格大幅下降过程中，龙头公司会控制终端产品价格下降幅度，最终让终端产品价格下降的幅度远小于原材料价格下降的幅度，从而使毛利率大幅提升，而家电公司销售利润率比较低，因此净利润对毛利率变化非常敏感，这是今年家电龙头公司销售收入下降但净利润大幅上升最重要的原因，未来也能促进家电龙头公司的盈利能力稳步提升，我们认为家电公司未来的盈利非常确定，如果宏观经济逐步向好，盈利还有较大的提升空间；但是我们注意到：家电龙头公司的估值普遍不高，09 年 PE 仅在 18 倍左右。考虑到盈利的确定性以及可能的成长性，18 倍左右的估值水平下当然还可以超配。

1.1 空调行业总体需求明显回暖，

表 1：总量（累计数据）（单位：万台）

1-8 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2009 年	4,660	2,150	2,511	46%	54%
同比增长	-12.4%	-29.1%	9.9%		
2008 年	5,321	3,033	2,285	57%	43%
全年数据					
2008 年	6,550	3,564	2,986	54%	46%
同比增长	-6.2%	-5.8%	-6.6%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.7%	30.3%	20.8%		
2006 年	5,552	2,905	2,647	52%	48%
同比增长	5.9%	11.4%	0.5%		
2005 年	5,243	2,609	2,634	50%	50%
同比增长	-2.8%	2.0%	-7.1%		
2004 年	5,392	2,558	2,834	47%	53%

资料来源：产业在线

09 年 1-8 月空调销量总体下降，累计同比下降 12.4%，由于国内独特的经济形势，特别是 7、8 月空调随天气而热销，截至到 8 月，本年累计销量已经是接近两位数的增长（9.9%）。而出口则同比下降 29%，相应地，出口占比也下降较大。总的来看，空调行业总需求明显回暖，具体还可参看下面的逐月

数据。

表 2: 分月度数据列示 (出口) (单位: 万台)

月份	2009 年	同比变化	2008 年	同比变化	2007 年	月度占比	2006 年
1 月	220	-42.0%	380	48.0%	257	6.1%	254
2 月	298	-12.8%	342	-4.1%	357	6.8%	335
3 月	386	-26.9%	529	-8.5%	578	12.6%	501
4 月	390	-32.6%	578	0.8%	574	13.8%	522
5 月	310	-36.1%	484	5.4%	460	13.3%	332
6 月	249	-28.1%	346	-5.5%	367	11.1%	232
7 月	176	-21.6%	224	-27.3%	308	8.7%	192
8 月	121	-19.3%	150	-13.3%	173	5.0%	116
9 月			157	0.5%	156	5.3%	96
10 月			122	-17.5%	148	5.1%	94
11 月			107	-40.9%	180	5.5%	107
12 月			145	-36.4%	228	6.6%	126
总计	2,150	-29.1%	3,564	-5.8%	3785	100.0%	2905

资料来源: 产业在线

分月来看, 外销同比数据 09 年 1-6 月各月的数据都比较糟糕, 但是 7 月份以来, 下降幅度有所收窄, 尽管淡季数据影响不大。应该指出的是: 在空调领域, 我们的国际市场份额并没有多少变化, 问题就出在国外的有效需求上, 百年一遇的金融危机其深度、广度的确超出想象, 特别是欧美国家, 需求出现了明显的萎缩, 伴随着外围经济缓慢复苏, 去年同期基数又比较低, 接下来的同比数据会逐步转为正增长。

另外, 出口行业的好消息还在于: 受北美 2010 年禁氟令影响, 北美空调出口市场旺季可能会提前启动。

从近两天广交会传来的消息也反映, 出口形势还不错, 以前两天统计的数据来看, 家电是前两天机电产品的成交主体 (32.4%), 其中空调器成交 4.3 亿美元, 比上届同期增长 23%; 电冰箱成交 3.4 亿美元, 比上届同期增长 354.4%; 电视机成交 1.58 亿美元, 比上届同期增长 178.2%。增长较为迅速。

表 3: 分月度数据列示 (内销) (单位: 万台)

月份	2009 年	同比变化	2008 年	同比变化	2007 年	月度占比	2006 年
1 月	155	-35.5%	239	42.6%	168	6.1%	141
2 月	197	21.4%	163	34.5%	121	6.8%	100
3 月	314	-23.6%	411	35.7%	303	12.6%	252
4 月	325	-22.2%	417	8.0%	387	13.8%	296
5 月	344	7.6%	320	-32.1%	470	13.3%	391
6 月	465	47.3%	316	-23.2%	412	11.1%	334
7 月	426	67.0%	255	-15.1%	301	8.7%	305
8 月	285	73.1%	164	-7.1%	177	5.0%	119
9 月			198	-8.3%	216	5.3%	179
10 月			171	-17.0%	206	5.1%	171
11 月			153	-24.0%	202	5.5%	174
12 月			176	-25.0%	235	6.6%	182
总计	2,511	9.9%	2,984	-6.6%	3197	100.0%	2647

资料来源: 产业在线

内销分月来看, 很明显地表现出逐月回暖态势, 这里面既有消费信心的恢复, 也有家电相关政策以及房地产回暖等因素的正面影响, 特别是 5 月份出现难得的高基数下的同比正增长, 而 6 月份更是爆发式的同比增长 47%, 在全国性气温偏高的背景下, 空调行业的销量达到 465 万台, 在历史上都是非常高的水平。而 7, 8 月全国范围内都天气偏热, 而前期商家库存很低, 形成 7, 8 月份厂商出货很猛, 销售都创纪录地出现了 70% 左右的正增长, 而且销售数据比 07 年同月都要高, 毫无疑问, 核心龙头公司也会向市场提交一份非常漂亮的三季报。

表 4: 分月度数据列示 (合计) (单位: 万台)

月份	2009 年	同比变化	2008 年	同比变化	2007 年	月度占比	2006 年
1 月	375	-39.5%	619	45.6%	425	6.1%	395
2 月	495	-1.7%	504	5.7%	477	6.8%	436
3 月	700	-25.5%	940	6.7%	881	12.6%	753
4 月	715	-28.2%	996	3.8%	960	13.8%	819
5 月	654	-18.7%	804	-13.5%	930	13.3%	723
6 月	715	7.9%	662	-14.9%	778	11.1%	566
7 月	602	25.6%	479	-21.3%	609	8.7%	497
8 月	406	28.0%	317	-9.4%	350	5.0%	236
9 月			355	-4.6%	372	5.3%	275
10 月			293	-17.2%	354	5.1%	265
11 月			260	-31.9%	382	5.5%	281
12 月			322	-30.6%	464	6.6%	308
总计	4,661	-12.4%	6,550	-6.2%	6,981	100.0%	5,552

从历史来看,3-7 月是空调销售的传统旺季,行业淡旺季的特征比较明显,但是从同比数据来看,我们还是很容易发现空调行业销售一方面与国内外宏观经济的大体同步共振,同时受天气因素等扰动因素较大影响。随着空调的日渐普及,空调的替代需求又没有大幅启动,现在的空调销售和整个宏观经济形势特别是房地产市场的紧密度大为增加。考虑到前期国内房地产市场比较活跃,加上 6 个月左右的销售滞后期,9 月份又南方持续高温,外销方面欧美主要经济体宏观经济触底,这些都为空调行业的发展提高了良好的外围环境。

1.2 冰箱行业：远好于空调，内销增长惊人，对外销依赖下降

表 5：年度总量数据同比（单位：万台）

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2009 年	3,286	906	2379	28%	72%
同比增长	17.0%	-12.4%	34.2%		
2008 年	2,807	1035	1772	37%	63%
全年数据					
2008 年	4,180	1,653	2,527	40%	60%
同比增长	1.7%	1.1%	2.1%		
2007 年	4,110	1,634	2,476	40%	60%
同比增长	28.5%	19.6%	35.2%		
2006 年	3,197	1,367	1,831	43%	57%
同比增长	20.0%	11.8%	26.9%		
2005 年	2,665	1,222	1,443	46%	54%

资料来源：产业在线

2009 年 1-7 月冰箱销售并没有太受全面性的金融危机的很大影响，合计实现销售 3286 万台，其中内销 2379 万台，出口 906 万台，尽管出口同样出现萎缩（同比下滑 12.4%），但是由于内销非常旺，同比增长 34.2%，所以合计实现两位数正增长（17%），这与空调出现负增长形成鲜明的反差，原因在于：1）冰箱的第一次消费高峰出现在 1996 年到 2003 年，现在城镇已经进入换代高峰，和城镇化建设以及房地产快速发展中催生的新增购买者叠加形成了强劲的需求，而空调和冰箱不一样，前一次消费高峰在 2001 年到 2006 年，空调的使用寿命在 8-10 年，换代的高峰还没有到来，所以目前空调的销售还是以首次购买为主，更新换代要等到 2009 年以后。2）空调无疑和房地产市场联系更为紧密，所以拖累较大。3）空调出口占比较高，受外围市场影响更深。4）对冰箱而言，农村三四市场的启动推动市场总需求的增加，而空调市场在农村的启动还需要假以时日。5）因为契合农村市场需求，家电下乡政策的最大受益品种就是冰箱。

表 6: 分月度数据列示 (单位: 万台)

月份	2009 年	同比变化	2008 年	同比变化	2007 年	月度占比
1 月	286	-14.5%	335	33.3%	251	6.1%
2 月	302	5.1%	288	11.5%	258	6.8%
3 月	503	15.8%	435	32.1%	329	12.6%
4 月	502	13.7%	442	15.0%	384	13.8%
5 月	533	16.5%	458	6.1%	432	13.3%
6 月	576	30.9%	440	-19.4%	446	11.1%
7 月	583	41.8%	411	-1.3%	416	8.7%
8 月			342	-8.1%	372	5.0%
9 月			332	-2.4%	340	5.3%
10 月			289	1.1%	286	5.1%
11 月			229	-23.8%	301	5.5%
12 月			261	-11.0%	293	6.6%
总计	3,286	17.0%	4,180	1.7%	4,110	100.0%

资料来源: 产业在线

从月度数据看, 冰箱 08 年 5 月份以后同比数据急剧下滑, 夹杂着去库存化的原因, 某些月份甚至出现了 20% 的负增长, 到 11 月, 12 月同比数据仍然是两位数的下滑, 反映出金融危机下, 绝大多数的消费行业都不可避免地呈现下滑趋势, 冰箱也不能幸免, 但是很明显冰箱行业与宏观经济的紧密度没那么高。尤其是家电下乡推动农村市场活跃极大地缓解了销售压力, 3, 4 月以后随着国内经济形势趋稳, 冰箱销售也逐步转暖。到 5, 6 月份天气的配合下, 冰箱内销形势非常好。7 月份单月就实现了 40% 以上的增长实属难得。

从过往历史看, 3-8 月是冰箱销售的传统旺季, 行业淡旺季的特征比较明显, 主要受天气和消费习惯的影响。

1.3 核心龙头品种市场份额维持较高水平，品牌比较集中

表 7: 分品牌同比数据和市场份额（累积）（单位：万台）

内销				
企业	2009 年 1—8 月	市场份额	同比增长	2008 年 1—8 月
格力	910	36%	25.3%	726
美的	684	27%	27.9%	535
海尔	228	9%	-9.9%	253
其他	689	27%	-10.8%	772
总计	2511	100%	9.8%	2287
出口				
企业	2009 年 1—8 月	市场份额	同比增长	2008 年 1—8 月
格力	289	13%	-44.4%	519
美的	547	25%	5.6%	518
海尔	114	5%	-35.7%	178
其他	1200	56%	-34.0%	1819
总计	2150	100%	-29.1%	3033
合计				
企业	2009 年 1—8 月	市场份额	同比增长	2008 年 1—8 月
格力	1198	26%	-3.8%	1245
美的	1231	26%	16.9%	1053
海尔	343	7%	-20.5%	431
其他	1889	41%	-27.1%	2591
总计	4661	100%	-12.4%	5320

资料来源：产业在线

1—8 月，空调销售从分品牌的数据看，龙头企业格力美的内销都保持了 25% 以上的正增长，而且是在很高的基数上增长，所以市场份额增加很快，分别达到 36%、27%，两家合计的市场份额达到 63%，完全是寡头垄断的态势。

出口领域，由于宏观经济不好，出口中低端盛行，价格成为最重要因素，格力在这方面并无优势，因而前期格力出口下降甚至低于行业，但美的表现很强的适应能力，由于出口策略对头，长期客户关系维护较好，市场应对恰当，最终出口表现远远好于行业，在全行业出口下滑 29% 的背景下还实现了 5.6% 的正增长。

毫无疑问，双寡头垄断形成之后，行业竞争更趋理性，重点企业的行业主导、规范作用进一步得到提高，行业内价格战会越来越减少，上下游的议价能力会更强，能够从容地面对上游原材料大幅波动。08 年 9 月份以来，大宗商品价格持续下降，尽管生产厂家通过各种方式进行调价让利，但是终端价格下降

的幅度远远小于原材料下降的幅度，因而 09 年以来各龙头企业的平均毛利率都有较大幅度提升，极大地弥补了销售下滑带来的利润下降。这也是白电龙头中报利润大幅增长的重要原因，未来公司的毛利率仍然会维持一个较高的水平。

1.4 大宗商品价格虽然有所反弹，但整体维持低位

由于世界金融危机的影响，08 年下半年大宗商品价格急剧下滑，到 08 年 11 月份铜、原油从高点下降 60% 多，钢板价格从高点下降近 40%，（铜、钢占空调材料成本的 30% 以上，原油直接联系着塑胶件的价格和运费），这大大降低了家电产品的制造成本，因为成本的下降，生产商、经销商、消费者都会在其中受益，由整个行业的竞争格局决定各自受益的程度。很显然白电行业的品牌集中较高，白电制造商特别是龙头制造商受益明显，形成 09 年一季度毛利率普遍上升。格力的毛利率甚至达到创纪录的 24%，极大的减轻了销售不旺带来的利润压力。

但是 09 年二季度以来国际大宗商品价格明显反弹，油价重上 70 美金每桶，反弹近 80%，铜价也上涨了 40%，只是钢板价还维持低位，大宗商品价格走高对家电制造业形成一定的负面影响。但是我们应该注意到相较 07，08 上半年，大宗商品价格仍处在相对较低水平，整个 09 年下半年毛利率还是会远高于 07 年，08 年。

很显然，上述大宗商品价格下降有利于家电制造成本降低，家电成本对材料上涨的敏感程度大抵参看下面的原材料成本占比。

以主要分体式空调为例，空调主要原材料占成本的比例大体为：

表 8：空调主要原材料占比

零部件名称	所占比例
压缩机	20 - 25%
铜、铝	18 - 25%
塑胶件（PS/ABS）	10 - 15%
电路板	10 - 15%
侧板钢材	17 - 20%
电机	10%

资料来源：家电网

以普通双门冰箱为例，冰箱主要原材料占成本的比例大体为：

表 9：冰箱主要原材料占比

零部件名称	所占比例
压缩机	25 - 30%
蒸发管、冷凝管	15 - 20%
塑胶件	10 - 15%
电路板	10 - 15%
侧板钢材	20 - 25%
异氰酸脂	7 - 10%

资料来源：家电网

1.5 市场低迷而成本大幅波动下，毛利率变化是关键

在市场低迷而成本大降背景下，我们特别关注公司产品毛利率的变化，而毛利率的变化主要要考虑三个方面：1. 公司产品本身的差异化 2. 产品的美誉度；3. 品牌集中度。

对家电产品而言，产品的差异化程度整体不大，这里不作为重点讨论。产品本身的美誉度联系长期的品牌建设，无疑对格力、海尔及外资品牌有利。

因此，业内彼此的价格策略非常关键，其核心就来自于品牌集中度的高低。因为品牌集中度决定行业竞争态势和上下游的话语权分配。

（1）空调：格局初定 强者恒强

经过多年的市场竞争，空调行业品牌之间分化严重，很多弱势品牌直接淘汰出局。排行前五位的占有比例越来越高。2008 年前十位的品牌占有率超过 80%，而格力、美的、海尔三大市场品牌的销售量占有率超过 60%，呈现明显的高位集中态势。

品牌集中度提高的原因是多方面的，一方面消费升级，消费者品牌认知感更强。消费更趋理性，优质产品的价值得以体现。更重要的是，前几年空调行业经营环境持续恶劣，上游原材料持续涨价，下游终端市场的苛刻要求，形成前几年空调行业的低迷，缺乏足够竞争能力的企业十分艰难，这为行业整合创造了契机，2005 年以来，行业深度整合的步伐明显加快。一线大品牌凭借其强大的品牌张力、渠道控制力、规模地位和迅捷的市场反应速度等多方面优势，不断巩固和强化其龙头地位，而中小品牌的市场份额锐减，一些竞争力较弱、规模偏小的弱势品牌直接退出市场；一线品牌与二、三线品牌之间两极分化明显。

品牌集中度提高的影响也是多方面的，最重要的结果是竞争方式发生转变，恶性价战减少。进入 2006 年以来，随着品牌集中度稳步提高，公司竞争转入良性，过去若干年竞争格局与竞争方式发生明显变化。特别是从 07 年开始，国内空调重点企业纷纷加大了产能品质、研发、渠道建设投入以及海外市场的开拓力度，确立了行业领先优势，并利用这种优势积极参与各种标准的制定，规范和标准使得空调市场竞争逐渐从以往的价值战转向技术、产品质量、销售服务比拼与三、四线渠道拓展的竞争。在新的竞争条件和竞争方式下，空调市场品牌集中度明显向重点企业倾斜，市场集中度的持续提升，推动了空调行业向规范竞争与良性发展的方向迈进。而品牌集中度提高，竞争转入良性的

另一个结果是平均价格水平明显上升。市场均价变动一方面源自于直接提价，另一方面市场均价变动是因为机型机构和产品种类的调整，其中直接提价对总体均价上涨有着决定性的影响。市场均价变动反映出空调厂商更加理性，有效地转嫁了上游涨价的压力，根本原因在于品牌集中度提高之后，主要大品牌不愿打价格战、小品牌打不起价格战，整个行业的竞争热点已不再是“价格”，而是技术、产业链、服务、渠道等全方位的比拼。而销量与价格的同步上涨也说明，消费者对高质量空调产品的价格承受能力有所加强。工厂能够主动提价成功也反映出工业资本在产业链中的地位提升了，而商业资本在产业链中的地位有所下降。

过往两年，空调龙头企业格力、美的在行业内的地位日益强化，加上内部挖潜，有效地防范化解了原材料价格波动风险，人民币汇率风险，在公司销售大幅增长的同时，主要产品毛利率保持较高水平，看远一点，不论上游如何变化，未来毛利率的上升这一情况仍将会持续，首先规模、品牌决定了行业变局的可能性很小；而且家电行业作为高度竞争的行业，销售利润率非常低，行业对参与者的管理水平，经济规模都提出了很高的要求，因此每一次上下游施加压力都成为行业洗牌的催化剂，加速弱势品牌的死亡，从而更有利行业龙头长期发展；另外，随着国家对环保要求的逐步提高，未来会更强调能效比，逐步从参考标准过渡到强制标准，这样直接会导致若干小品牌的死亡。可以肯定行业集中度的提高已经成为不可逆转的趋势，只要行业集中度的提高，龙头企业就能够控制竞争格局，保证毛利率不至于下降。

表 10: 空调分品牌份额变化

2008 年 1-12 月累计			2007 年 1-12 月累计			份额同比
企业	总销量	市场份额	企业	总销量	市场份额	增加
格力	1642	25.1%	格力	1576	22.6%	2.5%
美的	1330	20.3%	美的	1356	19.4%	0.9%
海尔	492	7.5%	海尔	531	7.6%	-0.1%
三星	392	6.0%	三星	437	6.3%	
LG	384	5.9%	LG	414	5.9%	
志高	351	5.4%	志高	329	4.7%	
松下	302	4.6%	松下	246	3.5%	
其他	1657	25.3%	其他	2092	30.0%	
总计	6550	100.0%	总计	6981	100.0%	

资料来源：产业在线

(2) 冰箱：品牌集中度较高，海尔一枝独秀，终端控制能力较强

自从科龙 2002 年倒下以来冰箱市场相对平静，前几名大品牌始终保持优势，大的格局没有改变，但市场位置悄然发展变化，各自的市场地位有着微妙的交错。海尔作为行业中最具影响力的国产品牌，一直占据着市场头名，08 以来在家电下乡和奥运推动下，加上公司推行的流程再造等刺激下大踏步前进，当年市场份额增加 3.7 个百分点。目前这种优势地位无可动摇。从前五名的集中度来讲，海尔、科龙、美的、美菱、新飞五强的市场份额已经超过 50%，已

经算比较集中，由于冰箱产品差异性比较大，产品价值量的区间更宽，冰箱制造的技术含量也更高，造成冰箱的综合毛利率还高于空调。只是因为规模的原因、周转的原因，空调企业的资本回报率更高。

表 11: 冰箱分品牌份额变化 (单位: 万台)

企业	2008 年	份额	2007 年	份额	份额变化	2006 年	份额
海尔	914	22.0%	834	20.3%	1.7%	665	20.8%
海信科龙	455	11.0%	506	12.3%	-1.4%	340	10.6%
美的系	386	9.3%	338	8.2%	1.1%	233	7.3%
美菱	284	6.8%	320	7.8%	-0.9%	231	7.2%
新飞	224	5.4%	207	5.0%	0.3%	254	7.9%
三星	189	4.5%	215	5.2%	-0.7%	162	5.1%
LG	179	4.3%	202	4.9%	-0.6%	179	5.6%
星星	178	4.3%	191	4.7%	-0.4%	162	5.1%
中山奥马	161	3.9%	135	3.3%	0.6%		0.0%
西门子	140	3.4%	148	3.6%	-0.3%	119	3.7%
其他合计	1046	25.2%	1013	24.7%	0.5%	853	26.7%
总计	4155	100%	4110	100%		3197	100%

资料来源: 产业在线

(3) 洗衣机: 品牌集中度不算太高, 但格局基本清晰

在洗衣机行业, 海尔作为行业中最具影响力的国产品牌, 一直占据着市场头名, 二线品牌中, 美的系 (含小天鹅、荣事达)、松下等市场地位突出, 格局基本清晰, 彼此竞争也很有序, 各公司的毛利率水平都比较高。

2、两个洗衣机公司，投资逻辑各不同

2.1 洗衣机行业需求较为平稳

2009 年以来洗衣机内销延续以前年度的较快增长,1-7 月销售 1468 万台,同比增长 10.7%。而外销也受金融危机影响出现较大幅度的下降,同比下降 16%,合计销售 2140 万台,基本同去年销售相当。内外销构成来讲内销占比达到 69%,远远高于出口,未来相当长的时间内销都会是洗衣机市场的主体,这和空调是不同的(更类似冰箱)。

表 12: 洗衣机年度销售量对比

1-7 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2009 年	2,140	672	1468	31%	69%
同比增长	0.7%	-16.0%	10.7%		
2008 年	2,126	801	1326	38%	62%
全年数据					
2008 年	3,746	1,366	2,380	36%	64%
同比增长	11.00%	9.90%	11.70%		
2007 年	3,373	1,243	2,130	37%	63%
同比增长	16.70%	3.60%	26.00%		
2006 年	2,892	1,200	1,692	42%	58%
同比增长	5.50%	32.60%	-7.90%		
2005 年	2,741	905	1,836	33%	67%

资料来源: 产业在线

从月度数据看,08 年 3 季度开始同比增长有所下滑,但下滑幅度不大,到 08 年 9 月份仍然保持了两位数的增长,反映出宏观经济转坏的大背景下,洗衣机行业影响较下,特别是内销影响很小,一方面是因为低端品的收入弹性较小,受宏观经济的影响较小,另一方面社会主义新农村建设,家电下乡催生了大量的农村洗衣机需求,弥补了城镇需求的减少。今年以来经过一二月份的短暂低迷,到三四月份又开始逐步转暖,整体变化幅度不大,处于一个均衡发展的态势。但是外销也无可避免的受到金融危机的负面影响,未来将会伴随外围经济转暖而逐渐走出低谷。

表 13: 洗衣机销量分月度数据列示

月份	2009 年	同比变化	2008 年	同比变化	2007 年	月度占比
1 月	319	-5.8%	339	24.8%	272	8.0%
2 月	269	-5.2%	284	10.7%	256	7.6%
3 月	326	3.5%	315	25.4%	251	7.4%
4 月	335	5.8%	316	20.9%	262	7.8%
5 月	304	6%	287	22.0%	235	7.0%
6 月	280	-1%	284	21.3%	234	6.9%
7 月	307	2%	301	16.9%	257	7.6%
8 月			329	5.6%	312	9.2%
9 月			360	11.1%	324	9.6%
10 月			337	7.5%	314	9.3%
11 月			287	-10.0%	319	9.5%
12 月			306	-9.2%	337	10.0%
总计	2,140	0.7%	3,746	11.0%	3,373	100.0%

资料来源：产业在线

从分品牌的数据看企业发展也很不均衡，在充分竞争的行业，企业的彼消此涨，甚至比行业本身更重要。合肥三洋以往过于平稳，这两年采用非常进取的态度，积极努力，取得了连续的高增长。荣事达在调整基本到位之后开始发力，已经占到前三的位置，而松下凭着多年的积累，加上近期非常畅销的几款机型一跃到第二名。而小天鹅经过一段时间的整合，销售止住下滑，这几个数据显示持续向上的态势。

2.2 合肥三洋：从稳打稳扎到又好又快

公司主营洗衣机和微波炉，早年因为体制原因，形象保守，某种程度上有些不思进取，产品固守高端，财务过于稳健（负债率仅 20%），”SANYO”品牌缺少维护，导致公司一直增长缓慢。

2008 年人事调整带来经营拐点，新的管理者积极进取，获得了两大核心股东合肥市政府和三洋公司的支持，公司面貌焕然一新，改善空间非常大。

销售增长首先是“稳定高端”，滚筒洗衣机爆发式增长；然后加大了三四级市场的销售，逐步全面承接三洋全球 OEM 定单。收入大幅增长的同时，产品保持高毛利率（40%以上），而毛利贡献大增；随着销售收入快速增长，规模效应显现，加上效率提升，费用率有所下降。

2008 年公司实现销售收入 10.8 亿元，同比增长 70.6%，实现净利润 1.15 亿元，比上年增长 71.5%，每股收益 0.35 元。发展势头非常好。而公司 08 年的高速增长，是在宏观经济急转直下，行业需求迅速下滑的背景下取得的，这是公司领导层调整战略，从稳打稳扎到积极进取，充分调动员工积极性的结果。08 年初公司一改以往的低调政策，提出了规模 3 年翻 3 番的经营目标，内部进行组织结构调整，强化流程建设，增强监察和管理力度，通过转变观念、引进优秀人才、变革激励机制和营销思路，经营效率明显改善。

具体来说,从区域上,公司深耕一二级市场,拓展三四级市场,尝试出口,取得了良好的效果,在一二级市场,增大了大卖场的进店率,国美苏宁的进店率从年初的 40% 提升到年末的 60%,这既是过去快速增长的原因,也形成未来持续发展的强大动力;在三四级市场,公司扩大了覆盖区域,分公司从 22 个增加到 37 个,销售网点从 2000 多个增加到 5000 多个,与之相适应搭建了新的销售团队,完善了以市场导向的供应链体系,为未来继续向三四级市场渗透奠定了基础;另外公司通过争取,开始承接三洋东南亚市场 OEM 定单,考虑到三洋日本,东南亚市场第一的市场份额,未来出口市场大有可为;从产品线上,公司除了传统的高端产品,也增加了中低端产品,产品线更加丰富,也适应了如火如荼的家电下乡活动(中标 15 款产品);从渠道上,公司一方面做好大卖场,同时也积极尝试百货,自营店等多种渠道。目前公司销售势头非常好,并没有太受行业不利形势的影响,靠抢占市场份额就足以消化行业的不利局面。

在公司产品结构调整的背景下,毛利率维持在 40% 以上,一方面得益于公司的高端定位,另一方面得益于滚筒洗衣机市场迅速扩大。随着公司销售收入快速增长,尽管加大了终端投入和广告推广,公司的销售费用率基本维持在 23.6% 左右,而管理费用率下降明显,充分体现了规模效益。

未来公司持续快速发展的趋势非常明确,09 年销售有望达到 18 亿以上,10 年销售收入可能达到 30 亿元。除了收入增长本身,公司收入结构也在优化,高毛利的滚筒洗衣机将在增量中体现更大的作用。预计 09,10 年 EPS 分别为 0.69 元,0.97 元。

2.3 小天鹅: 美的扶持下长期发展值得期待

小天鹅原本是洗衣机行业的龙头之一,在行业内有较强的积累,08 年初被美的收购之后业务整合并不算顺利,所以过往一年业务发展差强人意,但是有些根本点我们必须重视: 1. 小天鹅的品牌价值、技术优势毋庸置疑。2. 小天鹅的行业地位无可争议。3. 美的整合小天鹅的态度和决心不用怀疑。4. 美的电器的整合能力值得期待。

因此,我们一方面需要持续跟踪美的入主后小天鹅业务发展的情况,另一方面需要密切关注美的电器资本层面整合小天鹅的方式和进度。目前小天鹅公司已经将冰箱资产出售给美的电器,为了避免同业竞争,美的将合肥三洋部分洗衣机资产注入到小天鹅,未来很可能把美的电器现有的全部洗衣机资产继续注入到小天鹅,这样小天鹅就成为了美的旗下的唯一的洗衣机平台,整合完成会极大地提升小天鹅公司的竞争地位和盈利能力。

盈利预测和投资评级。不考虑进一步的洗衣机资产注入,按照小天鹅公司目前的经营态势预计公司 09,10 年 EPS 分别为 0.36 元,0.60 元,考虑到公司正处于经营低谷,公司未来会有比较确定的大增长,我们认为目前对公司使用 PB, PS 估值更具有参考意义。结和 PE, PB, PS 估值,公司的合理价值区间在 11 元以上。

3、黑电：经营形势持续好转

一直以来我们不太看好黑电行业，根本原因在于：1) 内销方面，国产彩电企业受到上下游挤压，盈利能力低下；2) 外销方面，人民币持续升值影响了国产电视的成本竞争力，更重要的是国产品牌 CRT 电视出口受到了专利费等非关税壁垒的负面影响，持续萎缩，而国产品牌 LCD 电视缺乏国际竞争力；3) 在消费升级过程中，外资品牌平板电视因为有上游资源，有品牌优势和技术优势，完全占据了市场主动地位。

但是 08 年 4 季度以来，由于上游平板供应供求关系发生逆转，黑电企业的经营环境持续好转。具体体现在：

1. 由于全球需求减缓，面板厂商出现阶段性产能过剩，面板长期供不应求的局面发生逆转，多年来一直受上下游挤压的电视制造企业多少有扬眉吐气的感觉，同上游企业的话语权有所增加，这显然有助于国产电视企业改善盈利能力和经营的主动权。
2. 去年四季度以来 LCD 价格大幅度跳水，引致成品价格相应跳水，从而大量激活需求。以 42 英寸 LCD 面板为例，价格从 08 年初的 540USD 左右下跌到 09 年初的 330USD 左右，下跌了近 36%，而大尺寸下降更为剧烈。面板价格的跳水，加上各品牌的市场份额都不高，直接导致成品价格战，引致成品价格相应跳水，还是以 42 英寸 LCD 整机为例，市场平均价格从 08 年初的 10000 元下降到 09 年初的 6300 元左右，同样下跌 36% 左右。终端价格的急剧下跌，加上液晶电视技术更趋成熟，形成今年一二月份销售井喷，销售量同比增长 150% 以上。
3. 随着平板电视绝对价格下降，平板电视一方面在城市加快普及，同时迅速向三四级市场发展，这大大弱化国美苏宁等家电连锁的垄断地位，有利于彩电制造企业提高盈利。
4. 随着平板电视不断向三四级市场发展，国产品牌渠道优势开始显现，加上国产品牌市场响应速度更快，供应链水平更高，甩开了家电连锁之后，国产品牌在三四级市场的机会远多于外资品牌，国产品牌市场份额有望逐步提升。

综合而言，黑电的经营环境正在持续好转，09 年黑电龙头企业盈利会有所增长，另外我们还应该看到：

1. 考虑到宏观经济逐步转暖，平板加速替代 CRT 的态势不会逆转，未来 LCD 的高增长会维持较长时间，我们估计 09，10 年全行业 LCD 销售量可能会连续增长 70% 以上。
2. 平板的快速增长是以 CRT 的急剧萎缩为代价的，前期 CRT 销售较好，销售比重较高的企业会出席此涨彼消的情况，如果没有经营上的主观能动，精心应对，盈利也很难大幅度的提高。

从 CRT 的替代这一块影响最小的是海信电器，而且海信电器在市场地位，模组建设，LED 相关新品等方面有较大的领先优势，未来一段时间这种优势仍然会强化。但是我们同时也应该留意到海信电器在三四级市场的网络建设与创维、TCL、康佳等传统的 CRT 强势企业比较是有一点差距的，如果 LCD 在三四级市场大幅放量，海信今天在城市市场的优势地位和市场份额会受到考验。

而康佳又是另一番情形，一方面前期康佳的 CRT 占比较高，可能会受到 CRT 萎缩较大的负面冲击，特别是前面卖得不错的大尺寸高毛利的 CRT 电视受影响较大，这一块不但 CRT 销售量，销售单价，销售收入会大幅降低，同时 CRT 的毛利率也会降低，但是另一方面，在原先以 CRT 为主的三四级市场迅速流行 LCD，康佳会充分发挥它的渠道优势，抢占先机。

综合而言，目前背景下黑电行业中最好的投资标的是海信电器，其次是康佳。但是从更长时间看，如果未来 LCD 走向寻常百姓家，三四级市场成为销售的主战场，渠道将成为企业竞争更重要的因素，外资品牌有可能出现市场份额下降。

4、家电相关政策效果不一，但总体上有利于家电业盈利水平提高

去年以来，为了刺激消费，促进节能减排，推动家电出口，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，但是政策效果需要观察，至少二级市场已经表现出一定的政策钝化。

毫无疑问，各种刺激政策或多或少对家电行业，特别是龙头企业存在利好，但是对于这样充分竞争的行业，与广大消费者息息相关的行业，在世界范围内配置资源争夺市场的行业，我们对政策的解读不能够简单化，犯刻舟求剑的错误，而需要深入分析各项政策的动态效果，持续跟踪其长期效果，充分考虑这个行业的特征。

我们一直认为：由家电这个行业的特征决定，不管何种政策都很难改变行业整体的运行规律和运行大方向，归根结底，都要看公司的核心竞争力，对各种政策的适应能力，竞争到今天这个份上，目前已经很少有长期的大范围的行业机会，企业的利润更多地来自于行业上下游，包括消费者在内的各方博弈，还有行业内的彼消此涨。积极进取，措施正确得力就能超越行业，否则就有如逆水行舟，不进则退。

4.1 关于家电下乡：单一公司受益有限

家电下乡推动的销售增长总量不宜过分乐观。目前家电行业的突出问题是需求不振，而需求不振的主要原因是居民可支配收入减少和收入预期下降，家电产品本身的价格不是影响需求的关键点。换句话说，现行环境下，家电需求的价格弹性要远远低于收入弹性，如果农民收入不能大幅提高的情况下，寄望农村需求来拉动家电销售是不现实的。国家为了鼓励农村消费出台家电下乡政

策，其本质是在农村打折（87折）促销，而政府补贴这部分折扣，打折固然有一定的促销效果，但效果有限，也容易透支未来，更关键的要看农民收入变化，而农民收入增长状况并不乐观。如果收入不能稳步提升，家电下乡刺激需求即使短期效果不错，也无法长期持续。（统计显示农村人均总收入落后于城镇整整8年，2007年农村收入水平仅仅相当于城镇1999年的水平，在可以预见的未来，农村居民收入不可能大幅提高，所以也没有理由相信未来农村家庭保有量达到城镇水平，而这恰恰是家电下乡促进6000亿销售，进而带动9200亿消费的立论基础。对9200亿的数据我们深表怀疑）

另外，随着下乡品种日渐增多，从电视、手机、冰箱，到洗衣机，热水器，再到空调，微波炉、电磁炉，然后从家电下乡还发展到电脑下乡，汽车下乡，政府补贴的钱也许是非常宽裕的，但是农民口袋里的钱是非常有限的，当更多的下乡产品来争食农村消费这块蛋糕的时候，单个企业的受益就非常有限了。而且下乡中标情况非常分散，几乎可以说是：各企业“利益均沾”，我们很难找到非常明确的大幅受益的品种。

更重要的是，农村家电消费增长不能弥补城镇需求的萎缩，农村家电市场在整体家电市场的比例本身偏低，农村家电交易成本明显偏高（导致部分家电下乡产品补贴后的价格比网上直接购买的同型号产品还贵），售后服务比较麻烦，农村家电使用的环境包括用电用水都需要逐步改善。也是基于这些方面的原因，我们不认为农村家电需求能够根本改变家电需求萎缩的大局。但是会改变家电销售的节奏，特别是对冰箱消费，是潜在的需求大大提前。

表 14：城乡居民人均总收入对比

时间	城镇居民人均总收入	农村居民人均总收入	城镇增速	农村增速
2007 年	14,908.61	5,791.12	17%	15%
2006 年	12,719.19	5,025.08	12%	9%
2005 年	11,320.77	4,631.21	12%	15%
2004 年	10,128.51	4,039.60	12%	13%
2003 年	9,061.22	3,582.42	11%	4%
2002 年	8,177.40	3,448.62	18%	4%
2001 年	6,907.08	3,306.92	10%	5%
2000 年	6,295.91	3,146.21	7%	5%
1999 年	5,888.77	2,987.44	8%	-1%
1998 年	5,458.34	3,018.48	5%	1%
1997 年	5,188.54	2,999.20	7%	7%
1996 年	4,844.78	2,806.70	13%	20%
1995 年	4,279.02	2,337.87	22%	31%
1994 年	3,502.31	1,789.40	36%	34%
1993 年	2,583.16	1,333.80	27%	15%
1992 年	2,031.53	1,155.40	19%	10%
1991 年	1,713.10	1,046.10	13%	6%

资料来源：国家统计局 单位：元

表 15: 每百户家庭耐用消费品平均拥有量

项 目	1995	2000	2005	2006
城镇居民				
彩色电视机 (台)	90	117	135	137
电冰箱 (台)	66	80	91	92
空调器 (台)	8	31	81	88
微波炉 (台)		18	48	51
洗衣机 (台)	89	91	96	97
农村居民				
彩色电视机 (台)	17	49	84	89
电冰箱 (台)	5	12	20	22
黑白电视机 (台)	64	53	22	17
空调机 (台)	0	1	6	7
洗衣机 (台)	17	29	40	43

资料来源: 国家统计局

4.2 以旧换新

2009 年 5 月 19 日国务院常务会议决定, 在北京等 7 省二市开展电视机、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。补贴总额度 20 亿元。

显然, 家电行业整体会正面受益。最主要是促进了更新需求, 而且激发出来的大多是高价值量, 高毛利的销售。但是, 以旧换新容易透支未来, 收入不增加, 销售很难长期持续增加。

从消费者层面去理解, 彩电, 冰箱正处于消费升级时代 (彩电升级为 LCD, 冰箱升级为三门, 多门), 新产品单位价值量比较高, 百姓以旧换新的内在需求比较高, 会下意识地产生参与的冲动, 所以彩电, 冰箱以旧换新会非常受欢迎, 受本次政策正面影响较大, 而洗衣机, 电脑受益次之, 而空调缺乏有吸引力的替代产品, 而且拆、装都有点麻烦, 相对受事件影响较小。

从厂家的角度去理解, 彩电生产厂家可能并不太领情, 目前 LCD 市场本身非常好, 各大公司正为材料供应不上为烦恼, 厂家由于生产供应不上, 很可能导致价格刚性, 毛利率提升。所以对彩电行业而言, 本次政策补贴更像是成本下降。另外, 彩电企业通过“以旧换新”活动得到的旧电视利用价值不高, 生产厂家没有理由在新品销售过程中太多让利给消费者; 而空调, 冰箱则是另外一番景象, 本身行业产能过剩, 原辅材料供应充足, 如果政策能够激发需求, 生产厂家会迅速上量, 另外通过“以旧换新”活动得到的旧品能够被很好的利用, 大量的材料会“变废为宝”。从这个意义上说, 厂家的意愿会更高。本次政策补贴, 对空调, 冰箱行业更像是打折促销。

此项政策固然可以刺激更新需求, 但是如果收入不能持续增长, 消费信心不能有效提振, 整个行业性的机会是有限的。再者, 家电行业的竞争特点决定, 一个事件对上市公司的短期盈利贡献是有限的, 最主要是还在于企业本身的长

期竞争能力。

从具体受益的品牌来讲，应该说在新产品上有竞争力的，渠道做得更好的彩电冰箱龙头会受益更多，我们认为海信电器、深康佳 A、青岛海尔受益会更大，但是受益都会非常有限。

4.3 对高效节能空调销售实现直补

为了进一步推进国家节能减排的政策，09 年 5 月中旬发改委、财政部发起了“节能惠民工程”，并率先发布了《“节能惠民工程”高效节能房间空调器推广实施细则》，决定对销售能效等级 2 级以上分体式空调企业进行财政补贴。

从空调推广目录中我们发现国产一线品牌在推广产品型号数量上优势明显，市场的覆盖面广，有望在销售量上有良好的表现，龙头企业如格力、美的在渠道、品牌及技术上的优势决定了其在国家政策中的受益程度，目前格力节能产品的销售已占一半以上，美的也达到了 20% 以上，此项政策出台会更加强化空调行业强者恒强的格局。当然，应该指出的是，补贴政策只是促进了高等级产品的市场竞争能力，并不能大幅改善该种产品的毛利率水平，厂商很自然会和消费者、经销商来分享这部分政府给予的补贴。

4.4 提高出口退税率

2009 年 6 月 8 日，财政部公告，经国务院批准，提高部分商品的出口退税率，其中与家电产品相关的主要涉及：窗式和壁挂空调出口退税率上调至 17%，电风扇上调至 15%。

我国空调的出口多为 OEM 加工出口，每一次的出口退税上调所产生的利益，必定是在产业链中来分享的，如果企业竞争力不足，国际经销商会迅速蚕食这部分利润。从这个意义讲，出口退税虽好，更关键还是外围需求转暖，本身核心竞争力增加。

5 四季度投资策略

5.1 整体投资策略

针对行业发展趋势和公司的实际经营情况，结合目前的估值水平，我们的投资策略是：继续超配大白电；积极参与洗衣机公司，持股待涨；平配黑电经营环境改善下的受益品种，关注后续业绩可能迎来拐点的黑电公司。

行业评级为“看好”。

具体关注以下公司：

1. 估值合理的空调龙头：格力电器、美的电器、青岛海尔
2. 本身规模不大，能够超越行业独自发展：合肥三洋
3. 经营可能出现拐点的潜力公司

深康佳、TCL

小天鹅 （整合会逐步到位，还存在进一步资产注入可能）

5.2 重点公司列表

表 16: 重点关注公司一览

公司代码	重点公司	EPS08	EPS09	EPS10	EPS11	股价 (10.20)	PE09	PE10	投资评级
000651	格力电器	1.05	1.34	1.66	2.01	25.50	19.0	15.4	强烈推荐
000527	美的电器	0.55	0.95	1.21	1.48	17.35	18.3	14.3	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.57	0.84	1.01	1.19	18.32	21.8	18.1	推荐
600983	合肥三洋	0.35	0.72	0.98	1.26	17.15	23.8	17.5	推荐
600060	海信电器	0.46	0.75	0.90	1.08	15.96	21.3	17.7	推荐
000418	小天鹅	0.07	0.34	0.70	0.84	8.93	25.5	13.5	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.53	0.70	0.88	1.11	19.96	28.5	22.7	中性
002242	九阳股份	1.06	1.42	1.70	1.99	28.27	19.9	16.6	推荐

6 重点公司介绍

6.1 格力电器：09 年利润仍有较大幅度增长，未来也有一定成长空间，目前估值水平不高

空调行业技术进步一直很少，目前也没有新的改良技术在研发。在这样的背景下，国产空调企业能够充分发挥本身的成本优势、营销优势，使得外资品牌空调企业缺乏全面竞争力，纷纷退出该领域或者仅仅固守在局部区域。

对于国产品牌而言，经过多年的血拼，相当部分企业因为缺乏足够的规模和一定的品牌影响力也逐步被市场淘汰，整个空调行业正在从充分竞争阶段走向以格力为首的寡头垄断阶段。目前的市场格局是格力一枝独秀，国内市场份额已达 35%，不停扩张的趋势十分明确，第二名美的电器紧随，第三名海尔已经开始掉队。从市场份额的角度，格力、美的发展趋势是十分确定的。

从空调需求来看，国内随着宏观经济逐步转暖，房地产市场的逐步活跃，空调内需正在逐步走出低谷，5 月份迎来了难得的同比正增长，6，7，8 月份销售都非常好，而且未来随着消费升级、城镇化建设以及 2 年后逐步到来的空调更新高峰将维持空调总需求稳中有增；另外，格力的良好品质、独特的渠道模式支撑格力市场份额不断增加，从目前的 35% 左右至少可以上升到 40-45%。

外需方面，阶段性受欧美主要发达国家的负面影响，整体需求下滑明显，但是对西方人而言，中国出口的空调产品更近似于一种低值易耗品，本身的收入弹性并不大，所以对欧美而言，空调的刚性需求是存在的。而全球产能 72

%多集中在中国，国际上并不存在太多的竞争对手，使得了中国厂商有可能获得更多机会。

另外从新型经济体而言，印度、巴西等国家需求快速增长、全球气候变暖催生大量新的需求。格力未来在出口方面有非常广阔的发展空间。

基于行业逐步走向寡头垄断的判断，（实际上是世界范围的寡头垄断），行业龙头公司的毛利率下降的可能性不大，格力电器在空调行业内的超强地位促成了在空调产业链子中强大的上下游掌控能力。公司有能力在成本成本上下波动中始终处于主动有利的地位。而公司独特的渠道模式也是对手很难复制的成功利器。通过股权与经销商绑在一块紧密合作有利于渠道畅通，避免过分依赖家电连锁企业，对新增三四级市场表现出更强的渗透力。

公司长期专注于空调制造，从一家珠海小厂成长为世界规模第一的空调企业，一路走来，非常坚实，企业质量控制、内部控制业内都是有口皆碑。过往十多年历经空调业的风雨企业经营从来没有出现过大起大落，从公司业务角度，我们是长期看好的。

2008年以来公司凭借长期积累，不断创新，积极面对行业不利局面，以产品创新、差异化竞争来应对不断变幻的市场，持续赢得市场。以公司的技术作支撑，公司近两年新品迭出，产品更加人性化，更加切合消费者的需求，表现出强大的市场竞争力。比如公司利用在风道技术上的突破较好地解决了噪声和出风量的矛盾，推出了睡梦宝系列，率先提出了卧室空调概念，市场效果非常好；针对新农村运动下蓬勃发展的农村需求，公司及时推出农村喜庆系列“吉祥如意”“一帆风顺”；针对办公室、客厅、餐厅等不同场所对空调性能的不同要求，公司又首创空调“舒适环境模式”，推出“办公、厅”系列。08年以来公司共投资3亿多元全面更新产品，先后推出11个系列上百种分体机，3大系列几十种柜机，产生了良好的市场效果，有效地应对了材料波动和总需求不够旺盛的问题。

6.2 美的电器：增发股票完成，又将迎来新的发展机遇

由空调行业的竞争特点，我们高度看好空调行业龙头的投资机会。除了格力电器，空调另一位龙头美的电器也会受益于行业良性发展，加上公司在冰洗上的逐步壮大，值得长期投资。

美的电器的竞争优势表现为

- (1) 超强的行业地位与无可比拟的规模优势
- (2) 高效灵活，治理较为完善的管理优势
- (3) 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度
- (4) 完整的白色家电产业链
- (5) 上佳的技术优势和品质保障
- (6) 多年的品牌积累

由于公司的激进特征，08 年世界金融危机以来，公司承受了巨大的压力，资金紧张，收入大幅萎缩，由于费用存在一定程度的刚性，公司费用率大幅攀升，形成过往 08 年下半年数据不是很好看，但是经过公司一段时间的调整，今年二季度以来的销售已经是可圈可点，特别是以变频为代表的产品销售表现出较强的市场影响力。经营活动净现金流也迅速改善，美的电器作为综合性白电巨头已现雏形，无论公司整体发展战略，具体的产业规划，产品市场竞争能力，都是高度让人认同的，这也是公司长期 QFII 扎堆的原因。随着公司 8 月份增发股票完成，又将迎来新的发展机遇。

6.3 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多

青岛海尔作为最大的综合性白电制造商，冰箱优势十分明显，从规模、成本控制、渠道建设等方面具备较大的市场竞争力。今年以来，抓住冰箱发展的大好形势，销售全面开花，从高端的对开门、多门冰箱，到家电下乡的普通品种都取得了良好的销售业绩。

近期，公司公告了股权激励草案，将成为上市公司发展的重要转折点。

从短期看，公司会逐步释放业绩，不再有动力压股价，从中长期看，公司无疑会更加重视投资者关系，原来市场特别担心的关联交易过多过往是硬伤，未来市场也许会换个角度解读。更重要的是，公司的动力机制得到了解决，通过对管理层和核心骨干的激励，管理者本身和公司股东都能获益。

按照行权条件，各分年度加权平均净资产收益率不低于 10%；2009 年度经审计净利润较 2008 年度增长率不低 18%。以后年度的经审计净利润较 2008 年度复合平均增长率不低 18%。应该说该条件在现时背景下是有一定难度的。但是恰好反映出公司管理层的信心和本次激励的必要性，对海尔的业务发展市场充满期待。另外从二级市场看，公司大股东提出了增持计划，实际上是封杀了股价的下跌空间。

6.4 海信电器：黑电行业转好的最大受益者

08 年四季度以来，面板长期供不应求的局面发生逆转，国产电视制造企业同面板厂商的话语权有所增加；面板价格大幅跳水后，引致 LCD 电视整机价格相应跳水，从而大量激活需求；平板电视一方面在城市加快普及，同时迅速向三四级市场发展，国产品牌电视厂商渠道优势开始显现，大大弱化国美苏宁等家电连锁的地位，加上国产品牌市场响应速度更快，供应链水平更高，甩开了家电连锁之后，国产品牌在三四级市场的机会远多于外资品牌，国产品牌市场份额有望逐步提升，海信电视将成为最大的受益者。

目前公司在产品规划，LCD 技术积累，模组配套，LED 相关电视研发等方面都有较大优势，和家电连锁的关系也非常密切，持续领先的形势比较明朗，未来一段时间会持续领跑 LCD 行业。

另外，公司相应的股权激励和融资增发在积极推动中，这些都对公司发展形成长远利好。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434