

毕岩
0755-82943231
biyan@cmschina.com.cn

2009年12月6日

补贴、配套与信贷，持续促进行业成长

家电行业2010年度投资策略

可选消费

家电

推荐（维持）

上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数（只）	29	1.8
总市值（亿元）	2805	1.1
流通市值（亿元）	2126	1.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.6	69.3	154.9
相对表现	4.2	45.9	71.1



相关报告

- 1、《期待“中国制造”的华丽转身——家电行业 2008 年度策略报告》2008/1/11
- 2、《空调仍是首选——家电行业 2008 年 2 季度策略报告》2008/4/21
- 3、《各具特色，寻找家电业发展的新动力——家电行业 2008 年中期策略报告》2008/6/12
- 4、《产业链上优选企业与主题投资并重——家电行业 2009 年度策略报告》2008/12/03
- 5、《攀爬忧虑之墙——家电行业 2009 年度中期投资策略报告》2009/6/12

本篇报告旨在从较为宏观的层面着手，分析内需、出口、成本等多面因素对家电行业的影响。一些外生变量改变了行业的成长轨迹，未来基本面将继续向好，行业估值随市场而动，估值系数（行业估值/市场估值）将有所提高，维持推荐评级。

- **政策补贴、地产配套需求、消费信贷等因素未来仍将持续。**中央经济工作会议部署扩大内需特别是增加居民消费需求为明年工作的重点，我们预期财政政策短期内不会退出，另外消费信贷有望增加。我们预计 2010 年空调销量增长 13%，冰箱增长 9%，洗衣机增长 12%，平板彩电增长 18%；
- **这些外生影响将可能触发国内消费内生性的变革。**国内消费杠杆化率将因此而提升，而消费通常具有由奢入俭难的特点，总量必然跃升一个台阶。中央经济工作会议另一个重点是提升城镇化率，对家电的需求将加大。随着回收制度的健全和人们消费理念的变革，以及消费信贷的支持，城镇家电产品生命周期将缩短，而农村家电产品普及率将加快，市场将步入新的快速成长期；
- **出口增长将来自经销商补库存和目的国结构变化。**今年海外经销商库存消化较为彻底，我们认为无论明年海外整体需求水平如何，补库存是必然的行为，同时加大对新兴市场的出口可以平滑整体出口的压力；
- **通胀可能是温和的，毛利率水平有望保持稳定。**发达国家乘数效应并未显现，尽管利率处于低水平，但全球流动性仍不足。新兴市场可能会看到小幅通胀或在利差作用下的局部资产价格泡沫，但大宗商品暴涨的可能性偏小，因此以原材料为主要成本的家电产品毛利率应可维持相对稳定；
- **投资策略与公司选择：**紧抓四条线索 1、产品生命周期缩短趋势下，相对外资品牌具有更高性价比中高端产品的企业（青岛海尔、格力电器、美的电器、合肥三洋、小天鹅、九阳股份、苏泊尔）；2、需求复苏周期中，业绩弹性较大的二线知名品牌企业（美菱电器、科龙）；3、即将结束增量不增收的彩电行业（海信电器、深康佳、TCL、长虹）；4、有望成为低碳经济载体的企业（三花股份、海立股份、浙江阳光）。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
格力电器	27.0	1.35	1.50	1.80	18.0	15.0	6.4	强烈推荐-A
美的电器	22.0	0.90	1.20	1.40	18.3	15.7	8.6	强烈推荐-A
青岛海尔	24.3	0.95	1.22	1.45	19.9	16.8	4.7	强烈推荐-B
海信电器	22.7	0.80	1.05	1.30	21.6	17.4	3.7	强烈推荐-A
深康佳 A	8.1	0.15	0.30	0.37	26.8	21.8	2.5	审慎推荐-B
九阳股份	30.4	1.39	1.65	1.88	18.4	16.2	6.4	强烈推荐-A
苏泊尔	21.1	0.72	0.90	1.10	23.5	19.2	4.7	审慎推荐-A
美菱电器	11.5	0.60	0.50	0.60	22.9	19.1	6.4	审慎推荐-B
合肥三洋	24.0	0.65	0.90	1.30	26.6	18.4	12	审慎推荐-B
小天鹅 A	14.4	0.35	0.55	0.65	26.1	22.1	4.8	审慎推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、2010 年度投资策略.....	4
二、2009 年子行业运行解读.....	6
1、家电行业整体运营状况.....	6
2、家用冰箱：今年政策最受益产品.....	9
2、家用空调：大库存特点导致周期性更强，未来弹性更大.....	10
3、家用洗衣机：整合与升级是行业主线.....	11
4、平板彩电：更新换代的聚焦品种.....	12
三、促进家电内需增长的动力仍在.....	13
1、消费大环境向好.....	13
2、三大政策法宝提升普及率和加速产业升级.....	14
3、房地产销售火爆将促进明年家电市场消费.....	15
四、经销商补库存将保障明年出口的增长.....	15
五、利润率水平将可能从高点回落，但不会快速下降.....	16
1、企业利润率情况.....	16
2、原材料成本走势.....	17
六、盈利预测、估值与投资建议.....	18

图表目录

图 1：中国家电产业竞争环境分析.....	4
图 2：彩电月度产量及同比增速.....	6
图 3：家用空调月度产量及同比增速.....	6
图 4：家用电冰箱月度产量及增速.....	6
图 5：家用洗衣机月度产量及增速.....	6
图 6：家用电器具制造业收入及增速.....	7
图 7：家用电器具制造业利润及增速.....	7
图 8：家用厨房电器具制造子行业收入及增速.....	7
图 9：家用厨房电器具制造子行业利润及增速.....	7
图 10：家用清洁卫生电器具制造子行业收入及增速.....	7
图 11：家用清洁卫生电器具制造子行业利润及增速.....	7
图 12：家用空气调节器子行业收入及增速.....	8
图 13：家用空气调节器子行业利润及增速.....	8
图 14：家用制冷电器具制造子行业收入及增速.....	8
图 15：家用制冷电器具制造子行业利润及增速.....	8
图 16：家用美容、保健电器具制造子行业收入及增速.....	8
图 17：家用美容、保健电器具制造子行业利润及增速.....	8
图 18：家用通风电器具制造子行业收入及增速.....	9
图 19：家用通风电器具制造子行业利润及增速.....	9
图 20：家用电力器具专用配件制造子行业收入及增速.....	9
图 21：家用电力器具专用配件制造子行业利润及增速.....	9
图 22：家用冰箱月度生产增速.....	9

图 23: 家用冰箱月度销售增速.....	9
图 24: 家用冰箱月度出口增速.....	10
图 25: 家用冰箱月度内销增速.....	10
图 26: 家用冰箱月度库存增速.....	10
图 27: 家用冰箱月度库存销售比.....	10
图 28: 家用空调月度生产增速.....	10
图 29: 家用空调月度销售增速.....	10
图 30: 家用空调月度出口增速.....	11
图 31: 家用空调月度内销增速.....	11
图 32: 家用空调月度库存增速.....	11
图 33: 家用空调月度库存销售比.....	11
图 34: 家用洗衣机月度生产增速.....	11
图 35: 家用洗衣机月度销售增速.....	11
图 36: 家用洗衣机月度出口增速.....	12
图 37: 家用洗衣机月度内销增速.....	12
图 38: 家用洗衣机月度库存增速.....	12
图 39: 家用洗衣机月度库存销售比.....	12
图 40: LCD 电视月度生产增速.....	12
图 41: LCD 电视月度销售增速.....	12
图 42: LCD 电视月度出口增速.....	13
图 43: LCD 电视月度内销增速.....	13
图 44: 1998-2008 年彩电产量地区结构变化 (单位: 万台).....	13
图 45: 2008-2009 年国民经济景气指数.....	14
图 46: 2008-2009 年全国消费者景气指数情况.....	14
图 47: 2008-2009 年全国房地产土地开发和房屋建筑及销售情况.....	15
图 48: 2009 年格力空调出口.....	16
图 49: 2009 年美的空调出口.....	16
图 50: 2009 年美的冰箱冰柜出口.....	16
图 51: 2009 年美的洗衣机出口.....	16
图 52: 2008-2009 年各子行业季度报表销售毛利率.....	17
图 53: 2008-2009 年各子行业季度报表销售净利率.....	17
图 54: 电解铜价格走势.....	17
图 55: 国内八大主导品种钢材价格指数走势图.....	17
图 56: 2007-2009 液晶电视面板价格走势.....	18
图 57: 2007-2009 等离子面板价格走势.....	18
图 58: 家电行业历史 PEBand.....	19
图 59: 家电行业历史 PBBband.....	19
图 60: 2009 年 6 月各个板块预测市盈率情况.....	19
图 61: 2009 年 12 月各个板块预测市盈率情况.....	19
表 1: 家电行业补贴政策一览.....	14
表 2: 2010 年家电行业重点配置上市公司一览表.....	18

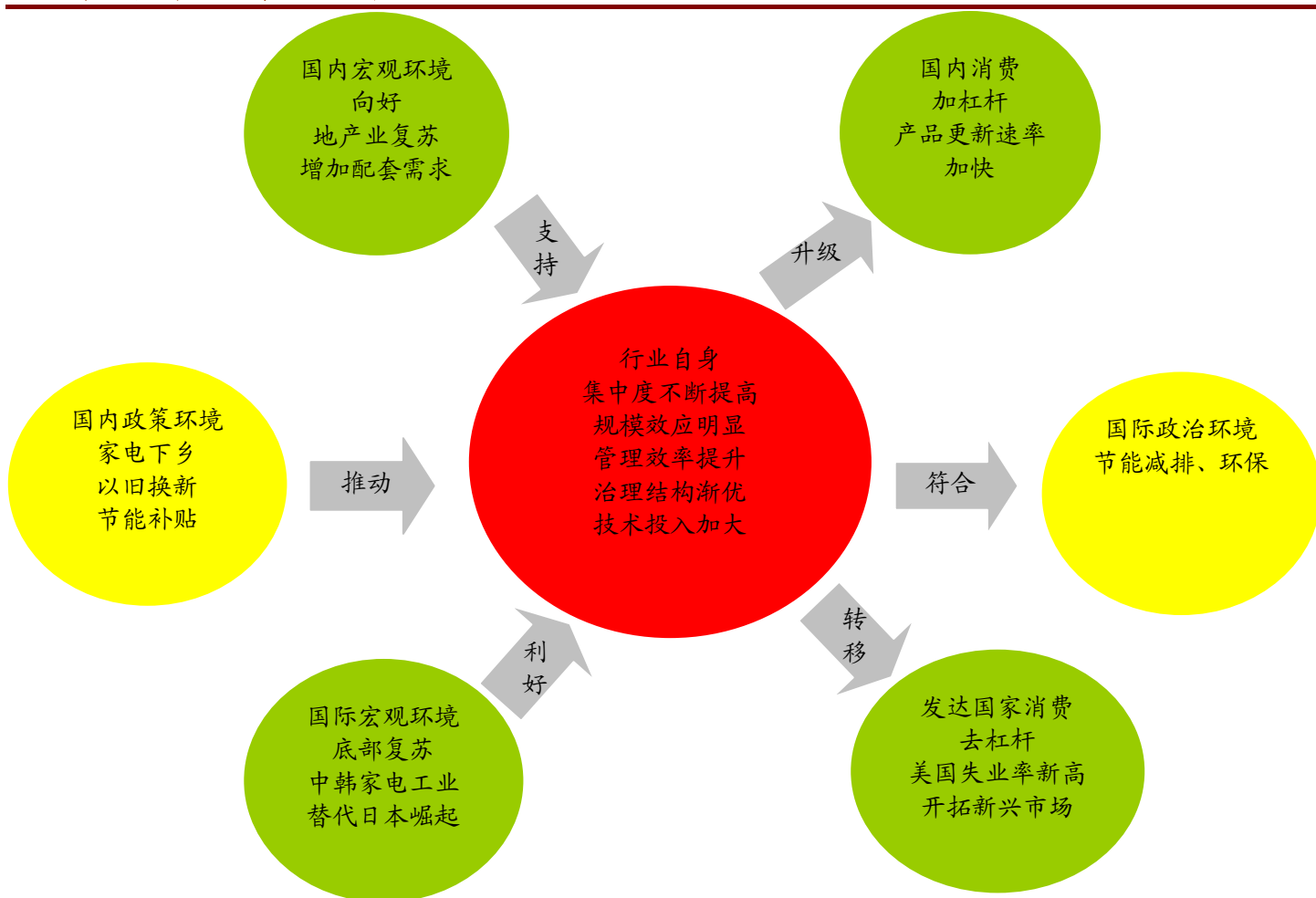
一、2010 年度投资策略

回顾 2009 年的年度策略报告，我们重点谈了较为微观的产品生命周期和产业链，按照不同的子行业拆分产业链，并进行了企业竞争力分析。同时，通过简要的宏观要素分析和产业发展设想，我们领先市场调高了行业评级，帮助投资人实现了较好的投资收益。

展望 2010 年，影响中国家电产业发展的要素陡然增多，这些外生的变量或许在一段时间内将替代内生变量成为中国家电行业发展的重要影响力。

我们绘制了如下一张图，大略展示了目前产业所处的竞争环境，包括国际国内的宏观环境、产业环境、需求方与供给方的变化。按照这样的几条线索，我们思考了一些投资的逻辑与策略。在求证方面，我们还需进行很多工作，接下来的一系列报告中，我们将深化这套逻辑体系，力求清晰的聚焦给投资人合适的投资标的。

图1：中国家电产业竞争环境分析



资料来源：招商证券研发中心

- 从宏观环境看，国内经济向好，地产、汽车、家电等耐用消费品销售均爆发式增长，显示了新一轮经济周期启动的特点，发达国家正在经历底部复苏，利率普遍维持在较低水平，尽管以色列、澳大利亚开始领先进入加息周期，但根据我们宏观研究的观点认为，美国等国家的乘数效应并未显现，全球流动性仍然不足，改观的速度也比较慢，因此可能在较长时期内都会维持较低的利率水平。在这种情况下，我们认为美元利差交易有可能会制造新兴市场的资产价格泡沫，而同时对于全球定价的大宗

商品而言，暴涨的可能性相对稍小。根据这样的逻辑，由于人民币升值的预期和与发达国家脱钩的经济增长，国内的地产和证券价格可能会再次产生泡沫，同时对于家电行业而言成本面的压力又相对较小，形成了双向利好。

- 从政策层面看，家电下乡政策 09 年的效果比较显著，未来还将持续 4 年，以旧换新刚刚开始，目前拉动销售突破 100 亿，节能补贴政策何时退出，目前未有定论。
- 从行业自身看，很多企业规模效应已经比较显著，对成本的控制力很强，上市公司治理结构，管理效率也都在不断的改善和提升。
- 从终端消费看，发达国家消费正在去杠杆，但国内的消费正在形成加杠杆的趋势，房贷、车贷、信用卡贷款，以及今年以来开始较为多见的家电消费分期付款等形式已经开始，这种加杠杆消费的长期化趋势为内需的超预期增长提供了保障。国人的消费理念也在发生一些转变，加上以旧换新等政策推动，我们认为对比国外大家电 3-5 年的生命周期，国内大家电产品的更新周期（目前 8-10 年）将逐渐缩短。而出口方面，目的国正在多样化，随着“中国制造”形象的提升（中国开始历史性的在 CNN 等频道宣传“中国制造”），溢价能力也在提升。

结论：在这样的背景下（宏观、政策、行业共同作用），家电行业终端需求的 Delta（增长速度）将反常态的快过或至少等于成本的涨价速度，这将有利于在需求恢复下的毛利率的稳定，也将不断带来增长的惊喜。我们对行业整体的基本面持比较乐观的态度。由于行业有政策支持和加杠杆效应，可以给一定的估值溢价，预期行业估值将随市场而动，估值系数（行业估值水平与市场整体估值水平的比）将有所提高。

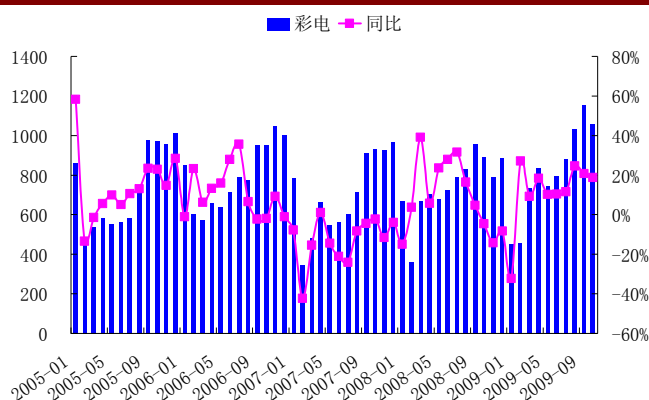
- 我们认为各个子行业都会有比较好的基本面表现，龙头企业主要看高端品类生产线相对外资产品的高性价比能力，在中国消费者家电产品更新周期缩短的变化中享受最大利益，此外我们也看好二线的知名家电品牌，因为在需求恢复的过程，二线品种的“弹性”更大（家电属于弱周期性行业，我们借用弹性这个词——想到曾经亦有投资者认为过家电是强周期行业）；
- 彩电行业将可能在未来表现出超越投资人预期的成长，理由是这个子行业的国内品牌符合我们从宏观到微观的逻辑聚焦，即加杠杆消费与更新周期缩短的消费者行为变化将和行业自然变化聚焦——平板电视产业加速成长，同时国内市场将在更新周期缩短的情况下更为追求高性价比的产品，以提前步入“高端”产品（例如较低价格的大尺寸电视），国内的屏量化生产趋势无论对屏企业是好事是坏，对消费者及整机企业都是件好事，普及率将加速上升。龙头企业——海信电器、TCL、康佳、创维、长虹将集体受益。
- 另外一块，我们认为长期需关注低碳经济下家电行业如何受影响，必须聚焦到与全球范围内节能环保减排主题相联系的主体，这是未来人类社会发展的一个线索。我们认为家电包括照明都是实现低碳经济的载体之一，长期可以关注类似海立、三花等环境友好型企业或是生产为减排任务做贡献的产品的企业，将来是否能获得一定程度的经济利益。

二、2009 年子行业运行解读

1、家电行业整体运营状况

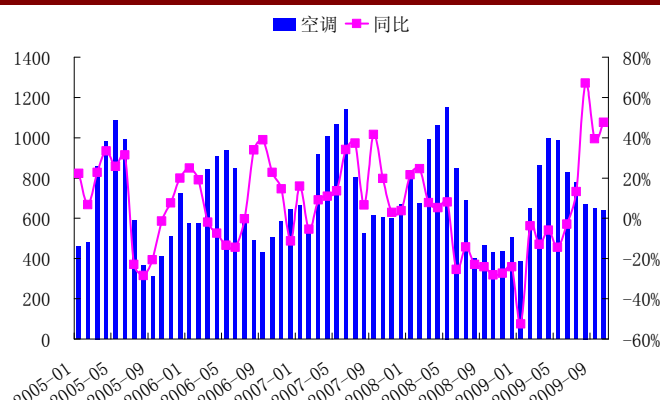
在需求恢复的 2009 年，家电行业整体运营表现超过市场平均预期，从如下几张图中可以看出：1、冰箱行业的产量在若干个月都处在很高的水平；2、彩电和洗衣机在年末产量也创出新高；3、空调年初较弱，下半年强劲反弹。

图2：彩电月度产量及同比增速



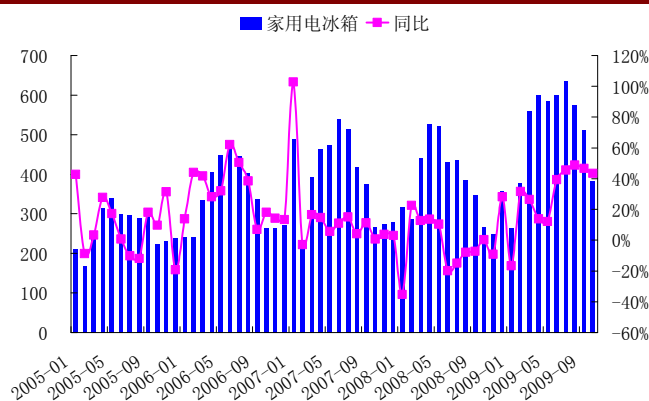
资料来源：产业在线，招商证券研发中心

图3：家用空调月度产量及同比增速



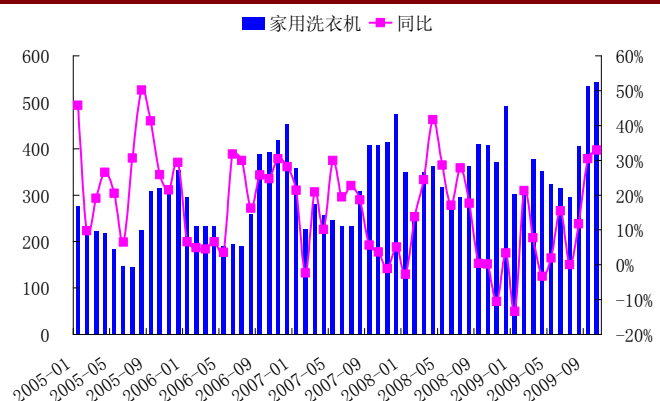
资料来源：产业在线，招商证券研发中心

图4：家用电冰箱月度产量及增速



资料来源：产业在线，招商证券研发中心

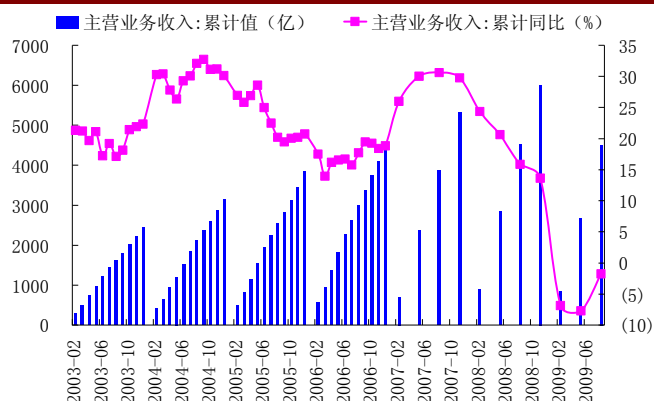
图5：家用洗衣机月度产量及增速



资料来源：产业在线，招商证券研发中心

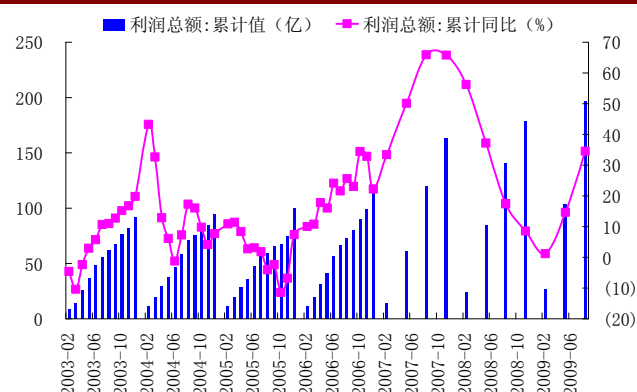
从以下一系列图表中可以看到无论全行业还是各个子行业，利润的增速普遍大过收入增速，多数行业回升趋势明显，尤其是利润，不乏全年实现较大幅度增长的子行业。

图6: 家用电器具制造业收入及增速



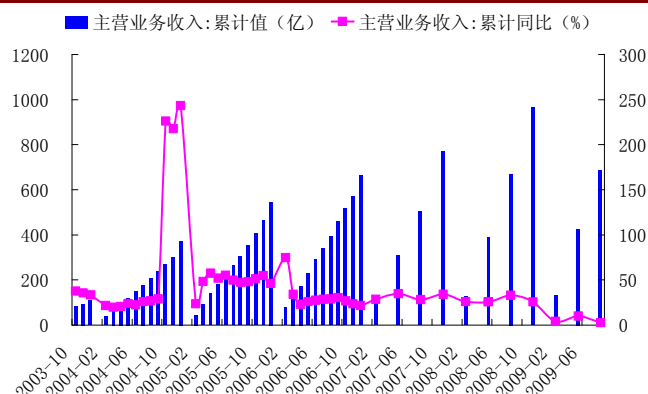
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图7: 家用电器具制造业利润及增速



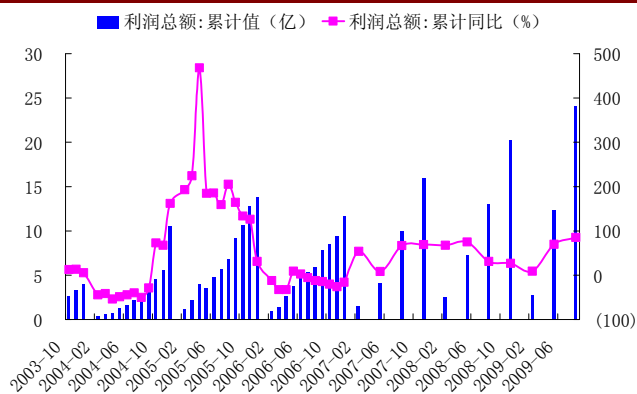
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图8: 家用厨房电器具制造子行业收入及增速



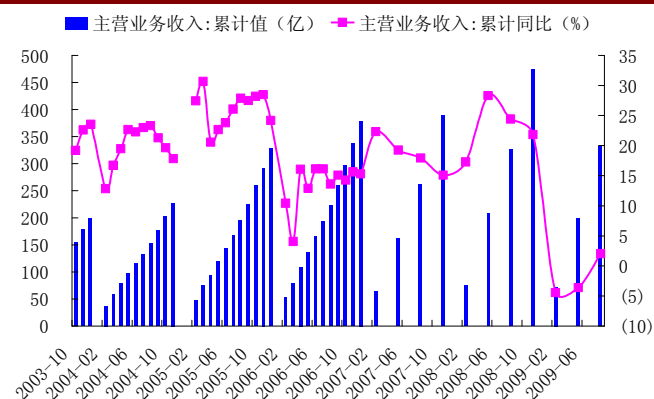
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图9: 家用厨房电器具制造子行业利润及增速



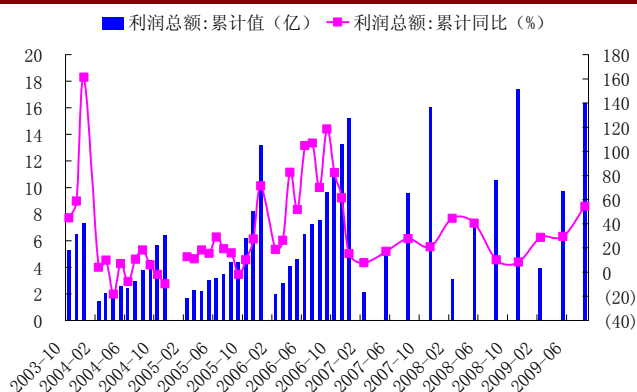
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图10: 家用清洁卫生电器具制造子行业收入及增速



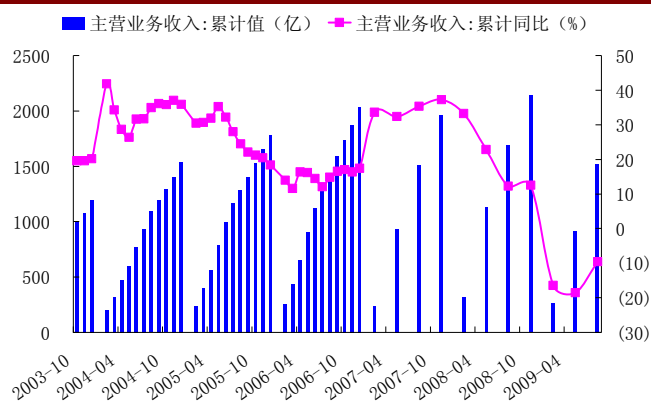
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图11: 家用清洁卫生电器具制造子行业利润及增速



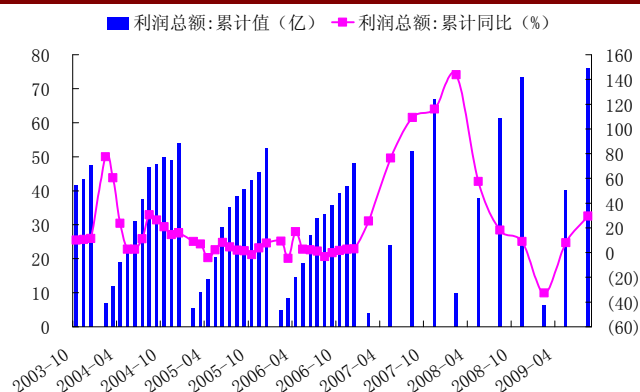
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图12: 家用空气调节器子行业收入及增速



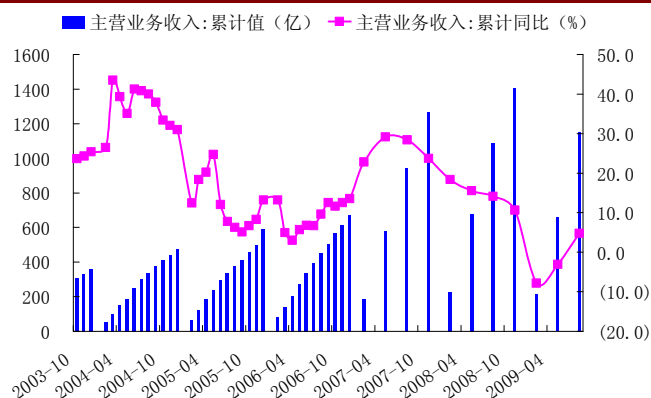
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图13: 家用空气调节器子行业利润及增速



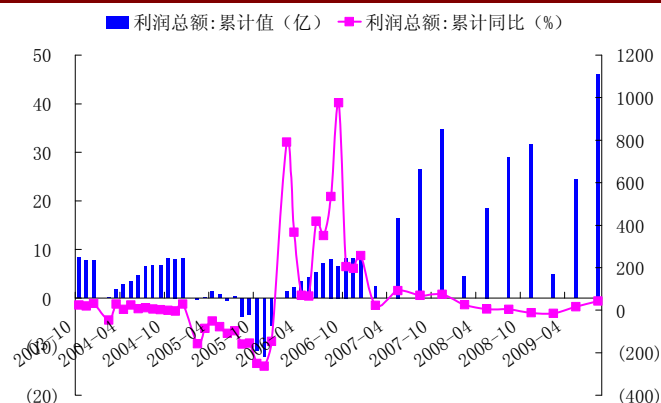
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图14: 家用制冷电器具制造子行业收入及增速



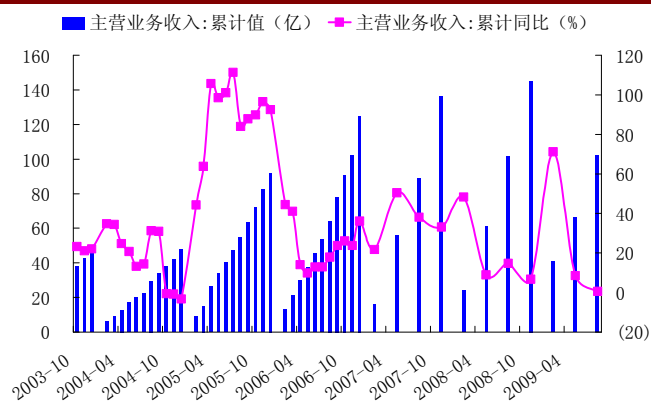
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图15: 家用制冷电器具制造子行业利润及增速



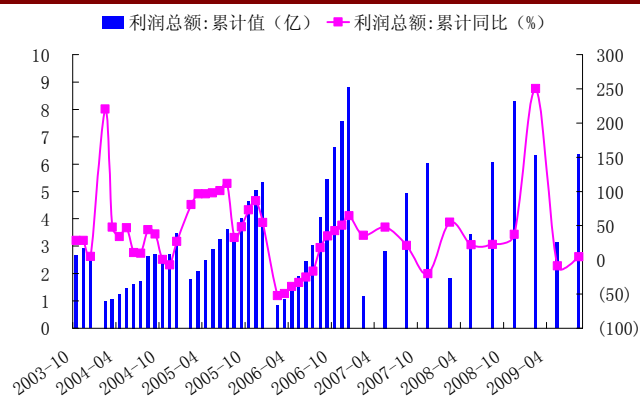
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图16: 家用美容、保健电器具制造子行业收入及增速



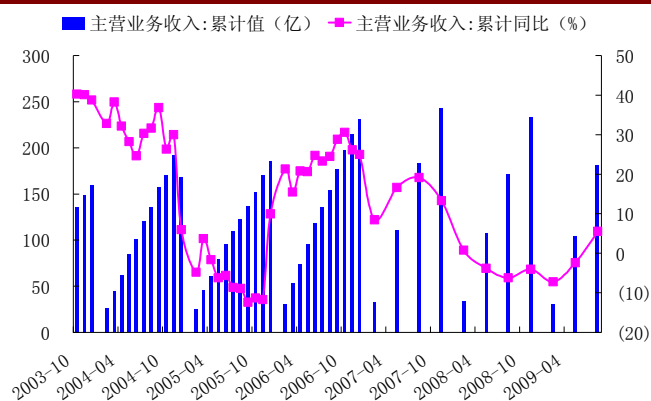
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图17: 家用美容、保健电器具制造子行业利润及增速



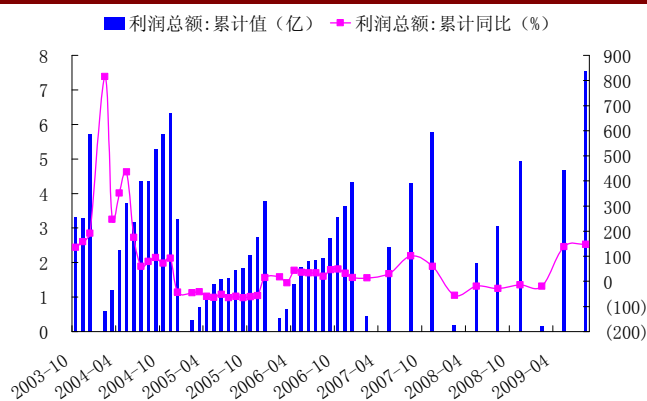
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图18: 家用通风电器具制造子行业收入及增速



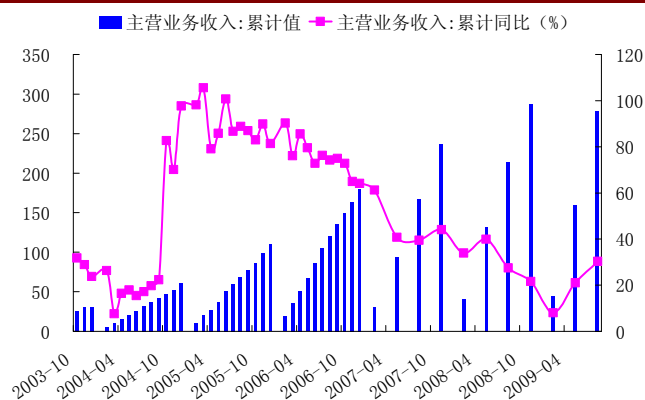
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图19: 家用通风电器具制造子行业利润及增速



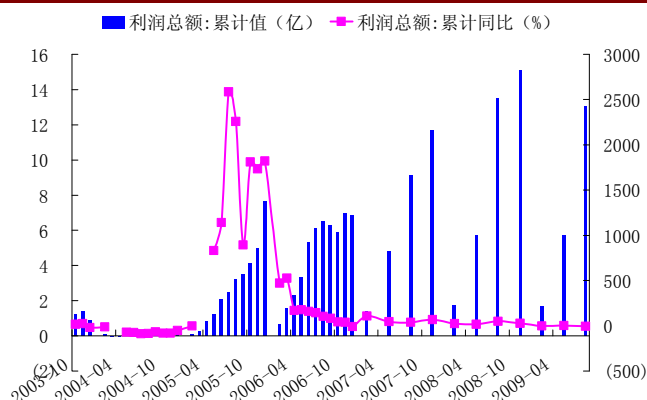
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图20: 家用电力器具专用配件制造子行业收入及增速



资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图21: 家用电力器具专用配件制造子行业利润及增速

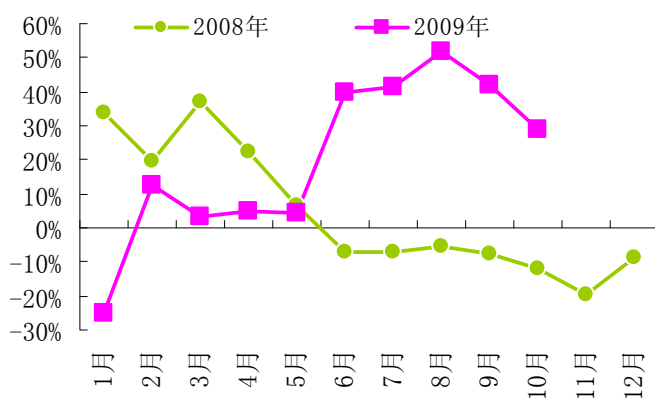


资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

2、家用冰箱：今年政策最受益产品

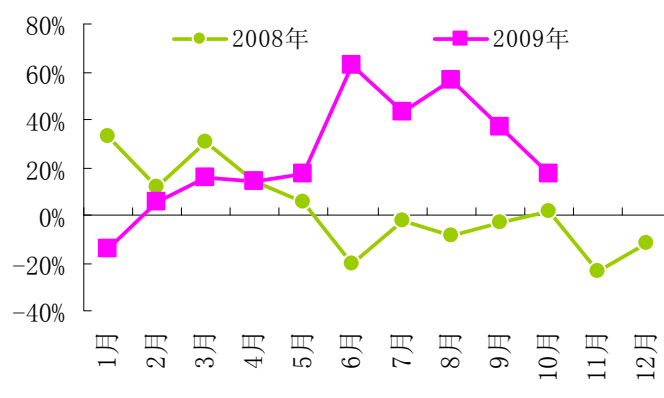
冰箱是“家电下乡”政策最受益产品，年初开始便实现了正增长，未来在政策持续下应该仍然会有比较好的表现，但是幅度会有放缓。我们预计今年内销达到 3650 万台，出口 1540 万台，明年内销 3950 万台，出口 1700 万台，累计同比增长 9%。

图22: 家用冰箱月度生产增速



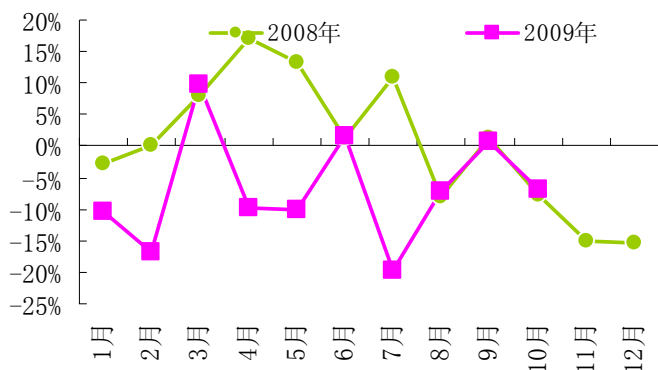
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图23: 家用冰箱月度销售增速



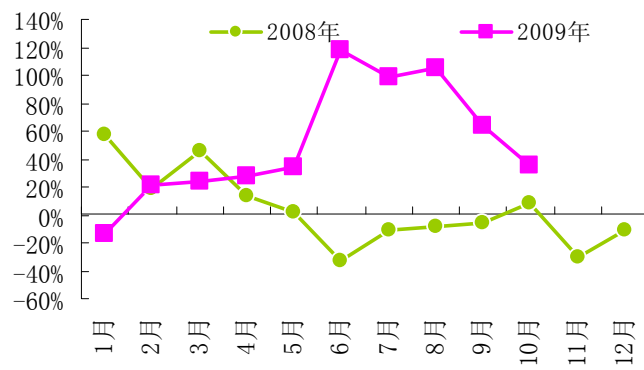
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图24: 家用冰箱月度出口增速



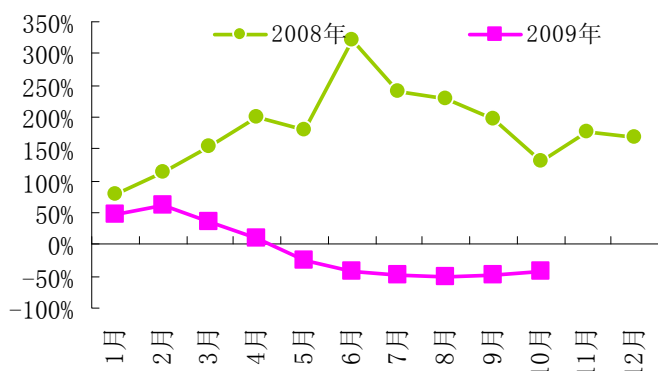
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图25: 家用冰箱月度内销增速



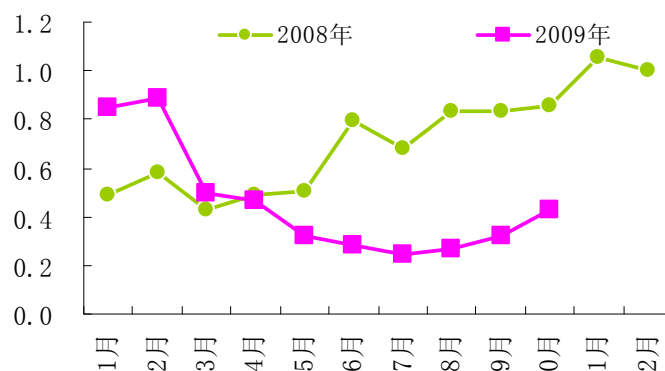
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图26: 家用冰箱月度库存增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图27: 家用冰箱月度库存销售比

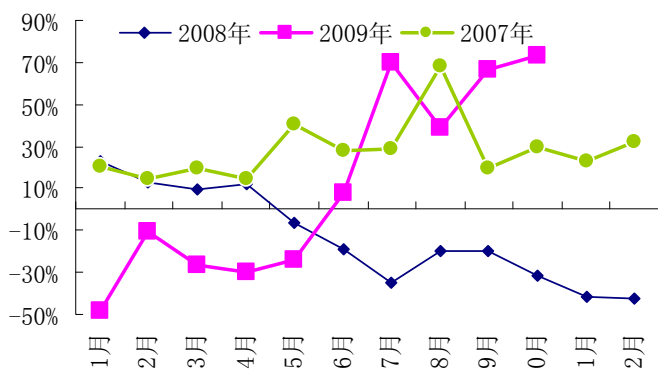


资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

2、家用空调: 大库存特点导致周期性更强, 未来弹性更大

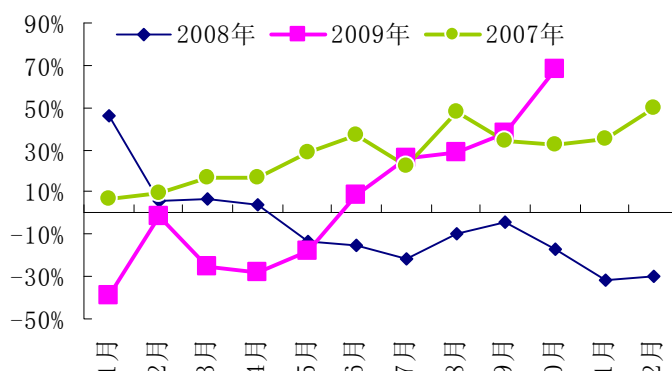
空调行业上半年表现很差, 但是到了下半年增速陡然提升, 主要是由于行业大库存的特点, 使得周期的波动性变强, 因此未来可以做一个更好的预期。我们预计今年内销达到 3600 万台, 出口 2720 万台, 明年内销 3800 万台, 出口 3300 万台, 累计同比增长 13%。

图28: 家用空调月度生产增速



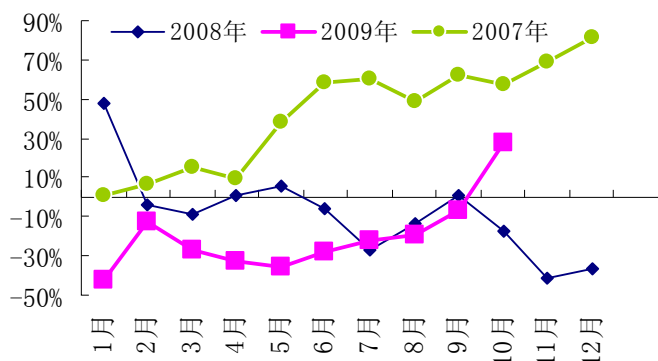
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图29: 家用空调月度销售增速



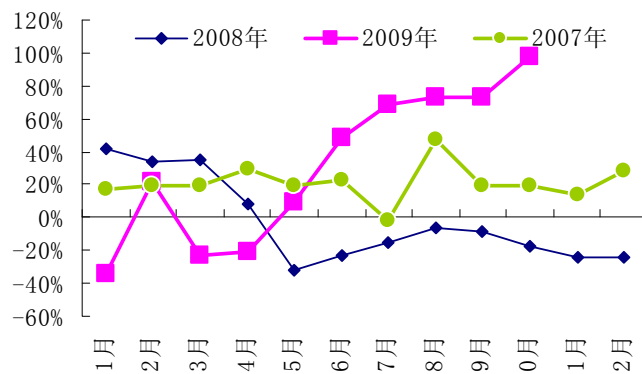
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图30: 家用空调月度出口增速



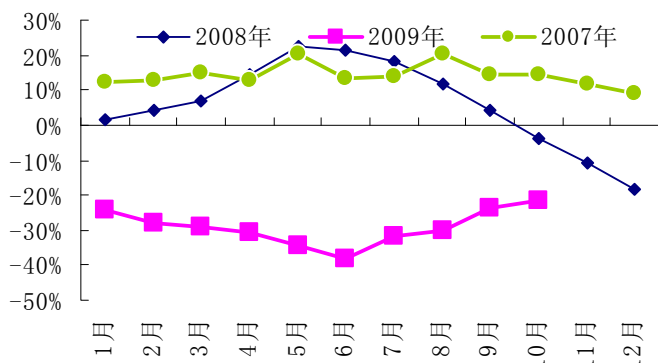
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图31: 家用空调月度内销增速



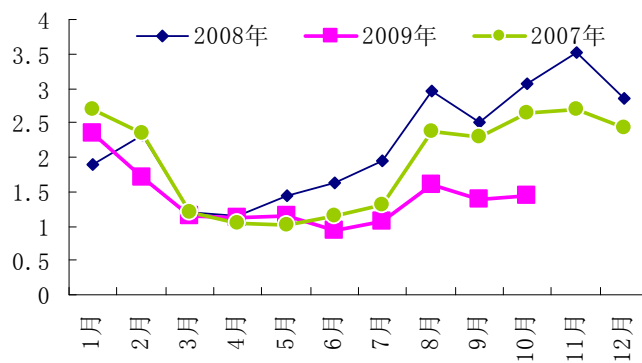
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图32: 家用空调月度库存增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图33: 家用空调月度库存销售比

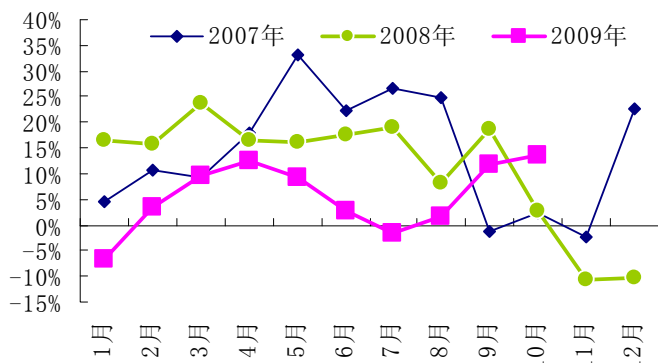


资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

3、家用洗衣机：整合与升级是行业主线

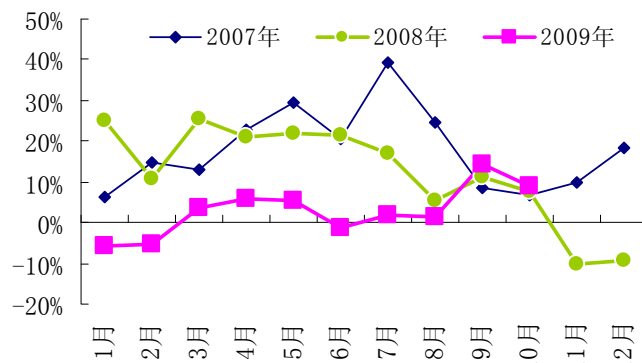
洗衣机生产销售回升都比较温和，微观层面的整合，例如美的并购小天鹅，三洋的扩张等等成为行业的主旋律，以及滚筒替代波轮的趋势，我们中期已经做过详细分析。我们预计今年内销达到 2617 万台，出口 1248 万台，明年内销 2915 万台，出口 1423 万台，累计同比增长 12%。

图34: 家用洗衣机月度生产增速



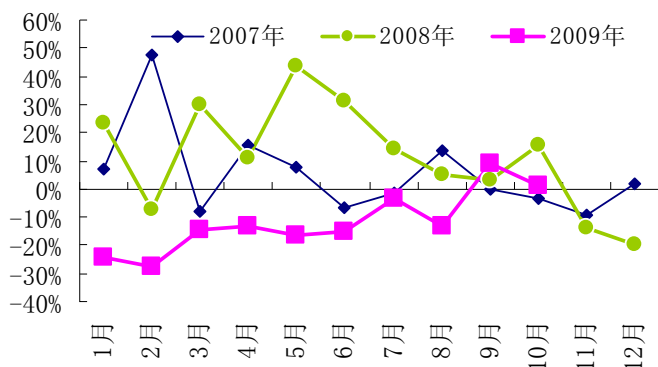
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图35: 家用洗衣机月度销售增速



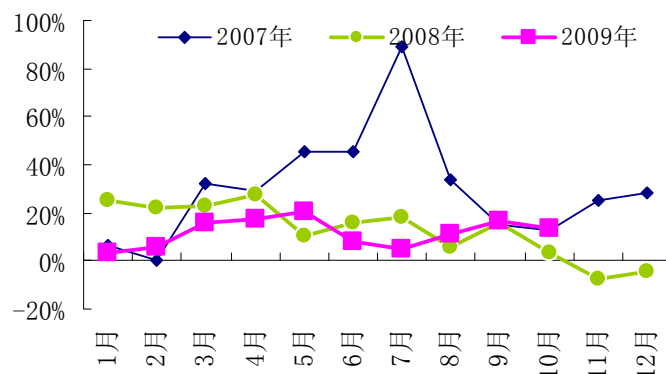
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图36: 家用洗衣机月度出口增速



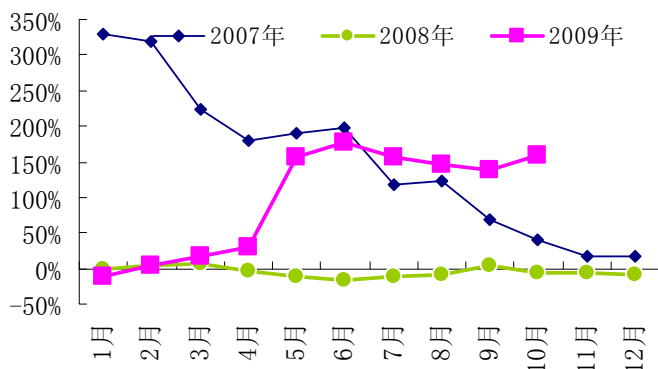
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图37: 家用洗衣机月度内销增速



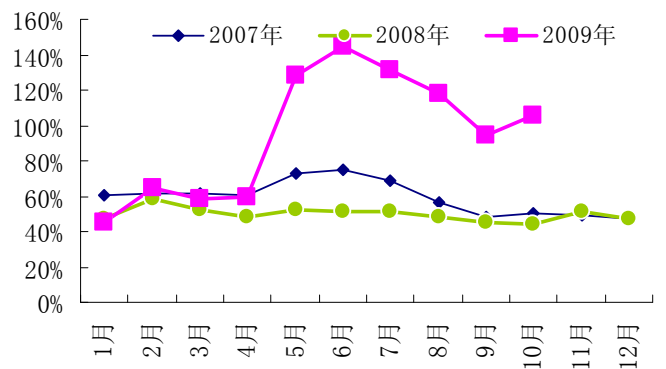
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图38: 家用洗衣机月度库存增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图39: 家用洗衣机月度库存销售比



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

4、平板彩电: 更新换代的聚焦品种

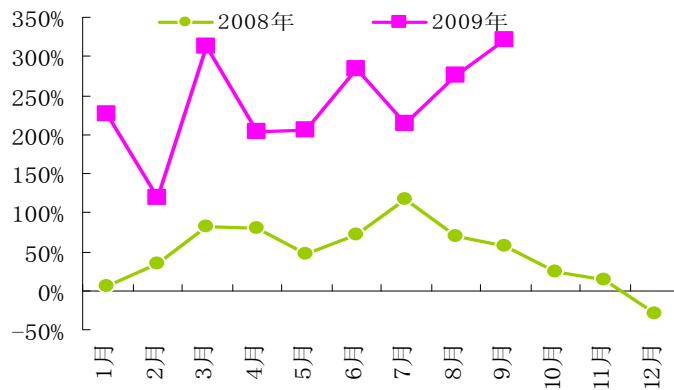
平板电视加速增长, 增速达到 200%以上。我们预计今年平板电视内销达到 2230 万台, 出口 3705 万台, 明年内销 2977 万台, 出口 4030 万台, 累计同比增长 18%。

图40: LCD电视月度生产增速



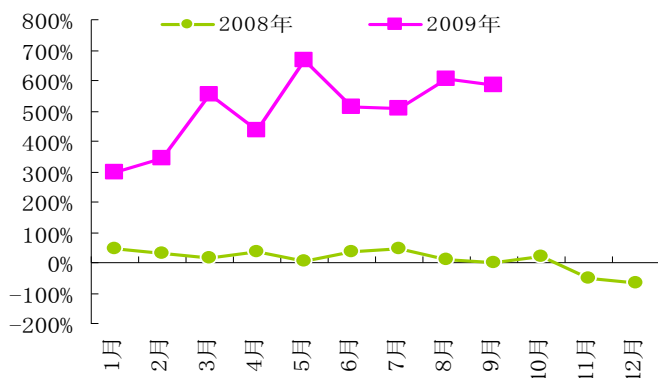
资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图41: LCD电视月度销售增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

图42: LCD电视月度出口增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

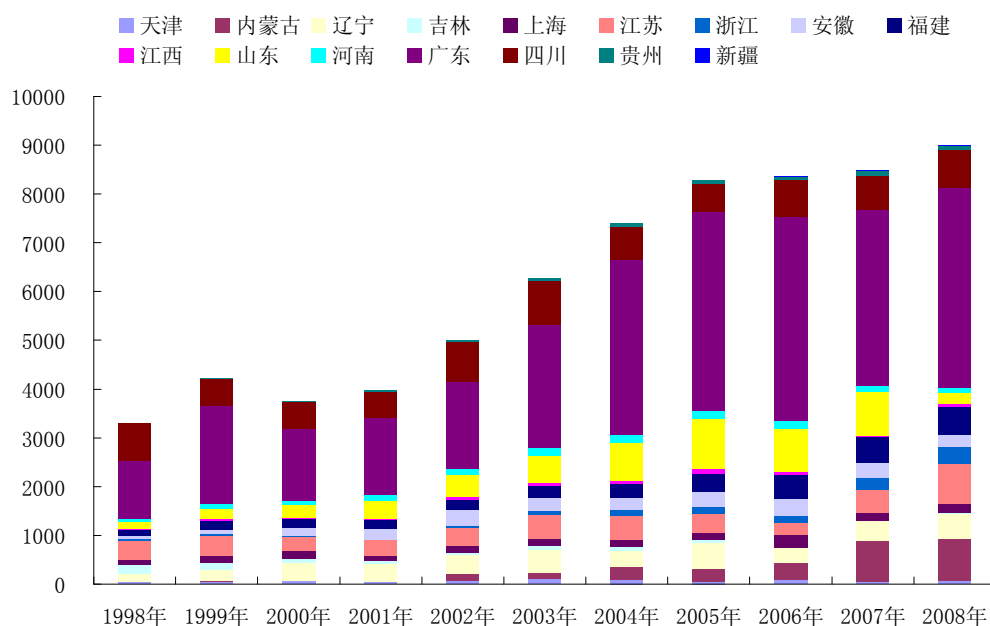
图43: LCD电视月度内销增速



资料来源: 产业在线, 招商证券研发中心

彩电生产地仍然以广东省为主, 另外山东、内蒙、江苏、四川等地产量亦较大。

图44: 1998-2008年彩电产量地区结构变化 (单位: 万台)



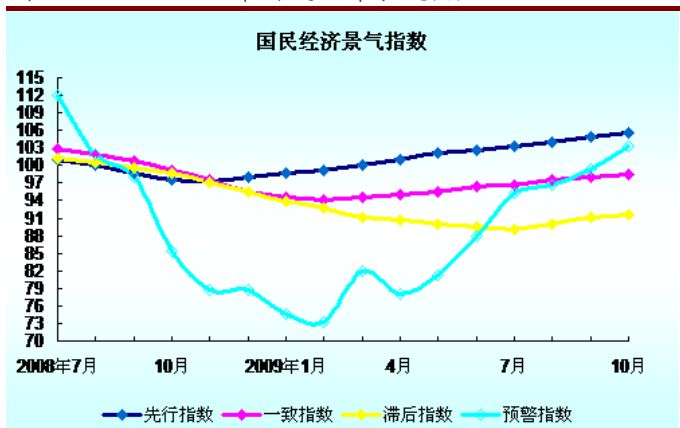
数据来源: 中国家电网, 招商研发中心

三、促进家电内需增长的动力仍在

1、消费大环境向好

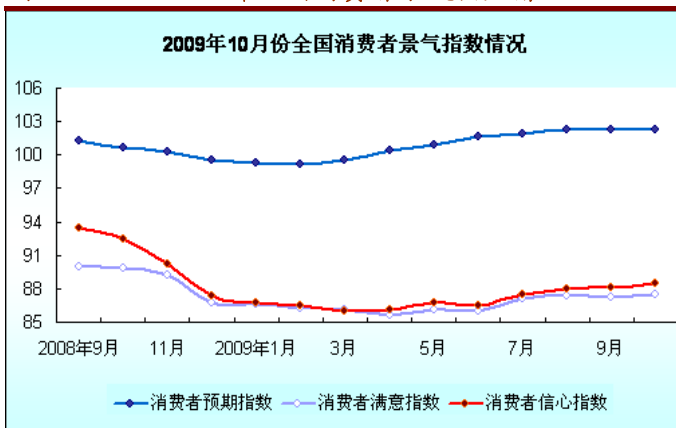
大环境看, 国内经济正在稳步复苏, 消费者景气指数从2009年2季度开始已经走出低谷, 目前处于逐步复苏状态, 预期指数在100以上, 显示对未来的消费信心仍在。

图45：2008-2009年国民经济景气指数



资料来源：国家统计局，招商研发中心

图46：2008-2009年全国消费者景气指数情况



资料来源：国家统计局，招商研发中心

2、三大政策法宝提升普及率和加速产业升级

家电行业作为国家促进内需的排头兵行业做出了很好的贡献，“家以节”三大政策法宝成为家电内需增长的最大外生推动力。从三大政策的实施效果和进度看，尽管不如最初每年1000亿以上的估计，但仍然极大程度的带动了家电的整体销售。

表1：家电行业补贴政策一览

时间	家电下乡	以旧换新	节能补贴
政策内容	向具有农村户口并购买彩电、冰箱、空调、洗衣机、手机等家电产品的消费者直接进行补贴。	对试点省市户口的个人或注册登记的法人交售旧家电购买新家电的给予一定程度的补贴，享受补贴的产品包括电视机、电冰箱(含冰柜)、洗衣机、空调、电脑	消费者购买入围型号的1、2级能效空调，每台(套)可获得300至850元不等的补贴。
实施时间	第一批试点：山东、河南、四川、青岛4个地区；2007年12月开始，执行到2011年11月底； 第二批：内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等10个地区；2008年12月1日开始实施，执行到2012年11月底； 第三批：其余22个地区以及新疆生产建设兵团；从2009年2月1日开始实施，执行到2013年1月底。	2009年6月1日至2010年5月31日先在九省市试点，然后有望推行至全国。	2009年6月1日起两年左右
补贴方式	按产品价格的13%由中央、省级财政资金直接给予消费者补贴。	按新家电销售价格的10%给予补贴，补贴上限为：电视机400元/台，冰箱(含冰柜)300元/台，洗衣机250元/台，空调350元/台，电脑400元/台；对回收企业给予一定的运费补贴	对2级空调给予300元-650元/台的补贴，对1级空调给予500元-850元/台的补贴，补贴直接给生产企业，生产企业则按正常售价减去财政补贴后的价格进行销售。

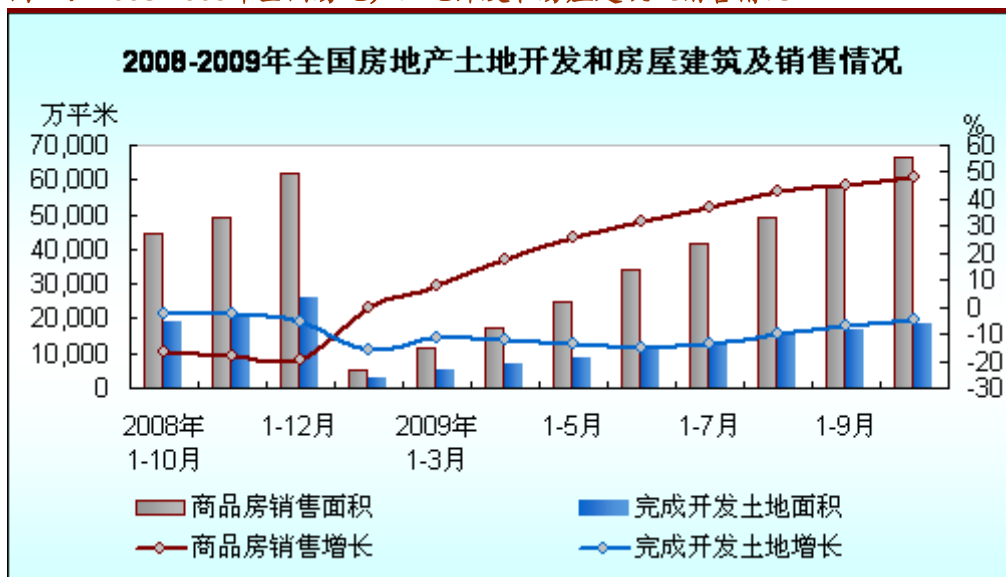
实施区域	北京市、上海市、天津市、江苏省、浙江省、山东省、广东省、福州市、长沙市	全国范围
实施效果	经家电下乡信息系统统计显示,截止到2009年10月31日,通过信息系统登记生产企业累计发货6587万件。销售企业通过信息系统登记销售家电下乡产品2787万台,金额共计508亿元。	家电以旧换新实施近四个月以来,进展顺利。截至12月2日,9个试点省市共回收五大类旧家电295.5万台,共销售五大类新家电256.1万台,销售额达100.44亿元。格力公告预计年内收到补贴款项1亿元左右,其他尚未有统计

资料来源:互联网,招商证券

3、房地产销售火爆将促进明年家电市场消费

我们在“天地股”模型中测算过房地产市场对家电消费具有较大影响,同时在时间点上具有一定的滞后性,通常认为是半年左右开始显现影响,数据显示13-14个月左右达到极大值。我们根据09年房地产市场销售情况判断,明年家装家电产品需求有可能爆发式增长!

图47: 2008-2009年全国房地产土地开发和房屋建筑及销售情况



数据来源: 国家统计局, 招商研发中心

四、经销商补库存将保障明年出口的增长

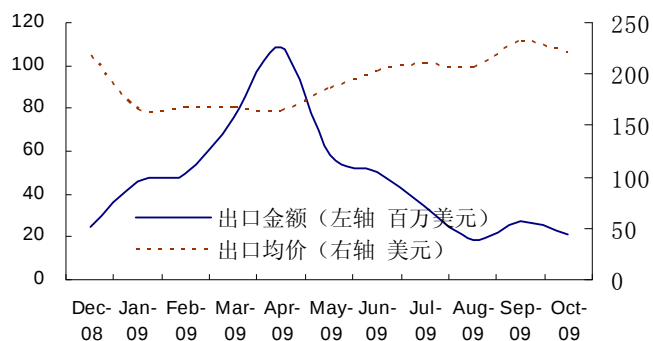
海外发达经济体正在逐步走出低谷,截止11月美国制造业连续第4个月增长,但增速低于预期。供应链管理协会当天发布的数据显示,11月美国制造业活动指数为53.6,低于10月的55.7。

经济学家认为,目前美国经济呈现出“无就业复苏”形势。美国商务部1日发布的数据显示,10月美国建筑开支微幅增长0.04%。此前,商务部报告第三季度美国经济增幅经首次修正后为2.8%。但10月美国失业率已经创下10.2%的26年新高。有经济学家预计美国失业率将在近几个月内突破11%。

我们认为尽管目前无法判断海外需求是否明确复苏以及力度如何,但根据我们对企业微观情况的掌握,目前海外经销商经过一年的消化库存活动,普遍库存水平较低,而通过本文之前的数据可以看到,各个子行业的出口开始出现微幅复苏的迹象,我们预计明年无论海外终端需求如何,经销商的补库存动作一定会进行,出口数据“复苏”可以期待。

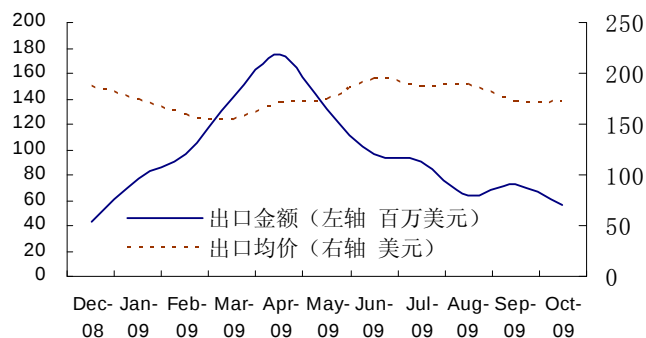
下面的系列图是我们跟踪的行业最大两家白电企业的月度出口情况,空调已经过了出口旺季,因此好转将会主要体现在明年,美的的洗衣机出口有比较好的增长。

图48: 2009年格力空调出口



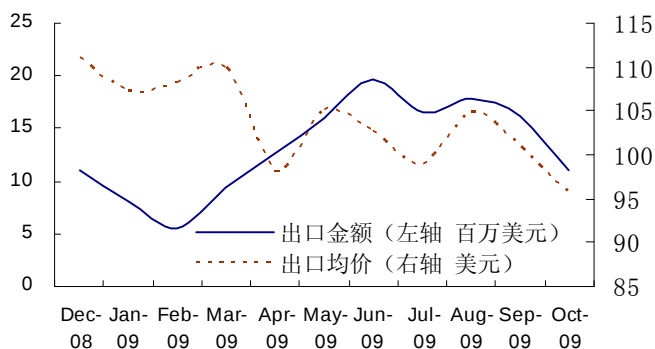
资料来源: 中国家电网, 招商证券研发中心

图49: 2009年美的空调出口



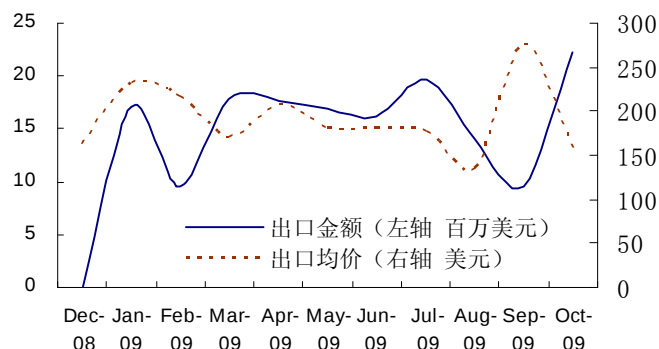
资料来源: 中国家电网, 招商证券研发中心

图50: 2009年美的冰箱冰柜出口



资料来源: 中国家电网, 招商证券研发中心

图51: 2009年美的洗衣机出口



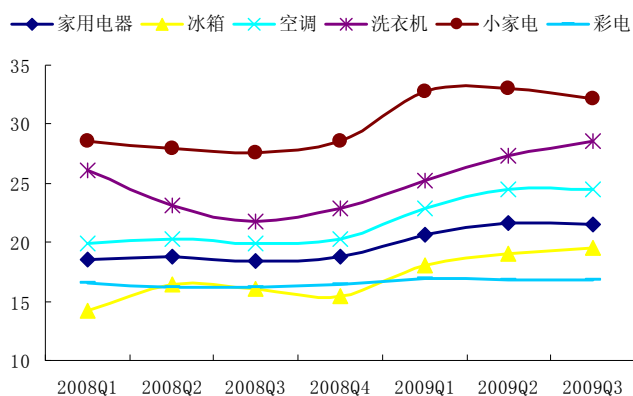
资料来源: 中国家电网, 招商证券研发中心

五、利润率水平将可能从高点回落, 但不会快速下降

1、企业利润率情况

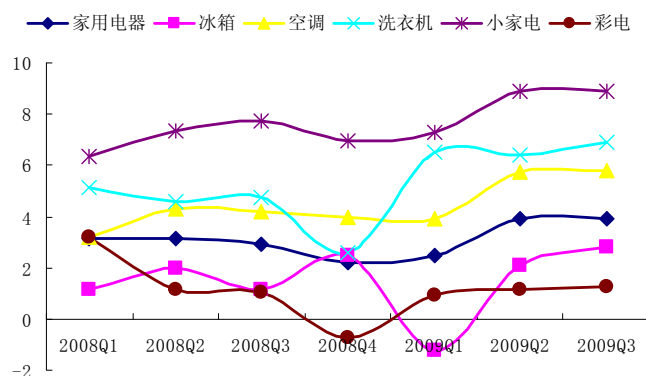
今年以来各个公司的毛利率水平都几乎达到历史高位, 主要原因是大宗原材料价格暴跌, 各类成本下降, 而由于上市的龙头家电企业规模仍在, 利润率水平屡创新高。

图52: 2008-2009年各子行业季度报表销售毛利率



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图53: 2008-2009年各子行业季度报表销售净利率



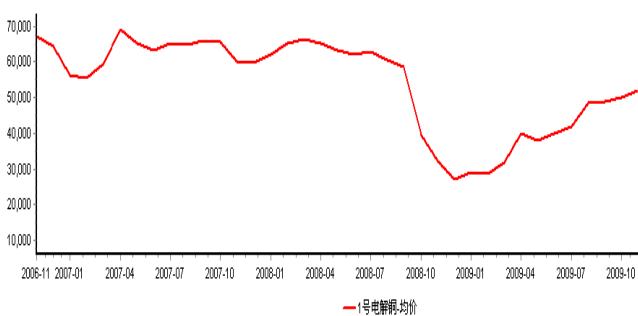
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

2、原材料成本走势

对利润率可能下降的担忧主要来自市场对通胀的预期,担心大宗商品价格快速上涨。我们认为未来通胀可能偏温和,主要可能反应在新兴市场资产价格上面,而面向全球需求的大宗商品价格则不会处于领涨的情况中,因此无需过多担忧成本的压力。

铜价格涨幅较大,铜已经越来越具有一定的货币属性,但钢材价格较为平稳。

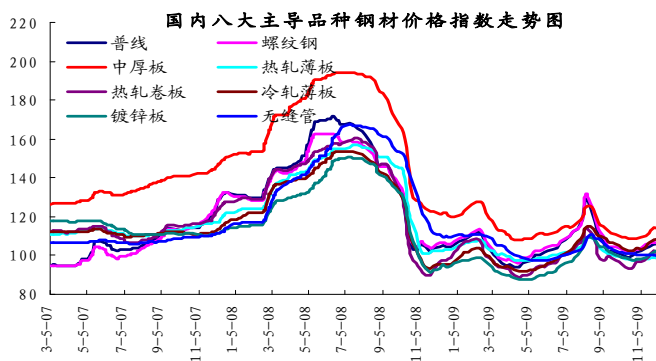
图54: 电解铜价格走势



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

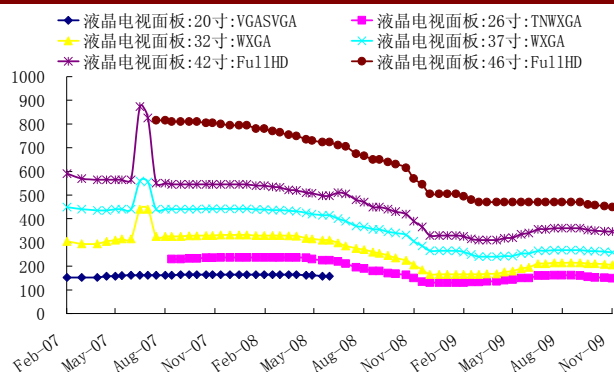
图55: 国内八大主导品种钢材价格指数走势图



资料来源: mysteel, 招商证券研发中心

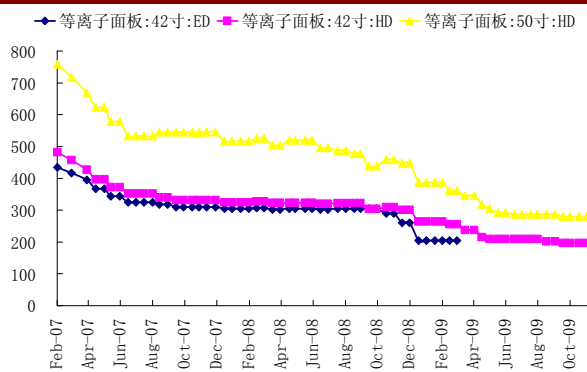
对于彩电行业来说,成本面更为宽松,液晶面板价格经历上半年的反弹以及供应紧张之后,在四季度供应情况全面好转,价格重新回到下降通道,同时由于价格已降至较低平台,快速下降的可能性也降低,稳定的面板价格对整机企业是非常大的利好。彩电企业也将结束像今年这样增量不增收的情况(面板价格下降过快),因此可以对明年各大企业的销售收入做较为乐观的预期。

图56: 2007-2009液晶电视面板价格走势



资料来源: 国家电网, 招商研发中心

图57: 2007-2009等离子面板价格走势



资料来源: 国家电网, 招商研发中心

六、盈利预测、估值与投资建议

我们对重点跟踪的上市公司进行了业绩预测更新, 如表2所示。

表2: 2010年家电行业重点配置上市公司一览表

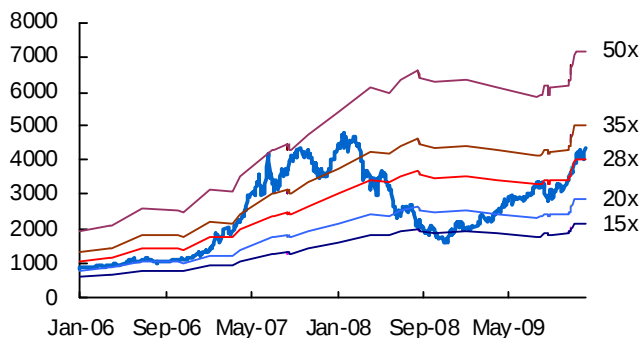
	名称	投资评级	每股盈利				P/E			08-11EPS		PEG
			08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	复合增长	
白色家电	格力电器	强烈推荐-A	1.05	1.35	1.50	1.80	26	20	18	15	19.7%	1.02
	美的电器	强烈推荐-A	0.55	0.90	1.20	1.40	40	24	18	16	36.8%	0.66
	青岛海尔	强烈推荐-B	0.57	0.95	1.22	1.45	42	26	20	17	36.2%	0.71
	合肥三洋	审慎推荐-B	0.35	0.65	0.90	1.30	69	37	27	18	55.6%	0.66
	小天鹅 A	审慎推荐-B	0.07	0.35	0.55	0.65	197	41	26	22	107.2%	0.38
	美菱电器	审慎推荐-B	0.06	0.60	0.50	0.60	184	19	23	19	113.0%	0.17
	st 科龙	审慎推荐-B	(0.23)	0.22	0.33	0.36	(36)	38	25	23	-	-
黑色家电	深康佳 A	审慎推荐-B	0.21	0.15	0.30	0.37	39	54	27	22	21.1%	2.54
	四川长虹	中性-B	0.02	0.09	0.16	0.17	387	71	40	37	118.0%	0.60
	海信电器	强烈推荐-A	0.46	0.80	1.05	1.30	50	28	22	17	41.8%	0.68
小家电	九阳股份	强烈推荐-A	1.06	1.39	1.65	1.88	29	22	18	16	21.0%	1.04
	苏泊尔	审慎推荐-A	0.53	0.72	0.90	1.10	40	29	23	19	27.3%	1.07
照明	浙江阳光	审慎推荐-B	0.41	0.52	0.63	0.76	43	34	28	23	22.8%	1.48
	佛山照明	审慎推荐-B	0.32	0.25	0.30	0.40	32	41	34	26	7.6%	5.41
家具	美克股份	中性-B	0.12	0.18	0.27	0.32	65	45	30	25	37.6%	1.18
	宜华木业	审慎推荐-A	0.18	0.31	0.44	0.50	44	26	18	16	39.6%	0.66
配件	三花股份	审慎推荐-B	0.98	0.80	1.00	1.30	24	29	23	18	10.0%	2.89
	海立股份	审慎推荐-B	0.03	0.13	0.25	0.30	287	65	34	28	116.9%	0.55
	大洋电机	中性-B	0.56	0.83	1.00	1.30	63	42	35	27	32.4%	1.30

资料来源: 招商证券; 注: 股价为2009年12月6日收盘价

下面4张图显示了家电行业历史估值水平的纵比变化和目前市场各板块估值水平的横比状况。纵比看, PE和PB水平接近06年来的高位; 横比市场其他板块, 与中期时候考察的估值水平相比有所提升, 但仍然靠后。

从估值角度看，已脱离安全区域，但由于目前行业所处的大环境较为有利，在国家经济工作中的地位也是前所未有的，我们觉得可以给一定的估值溢价，我们判断行业估值将随市场而动，但估值系数（行业估值水平与市场整体估值水平的比）将有所提高。

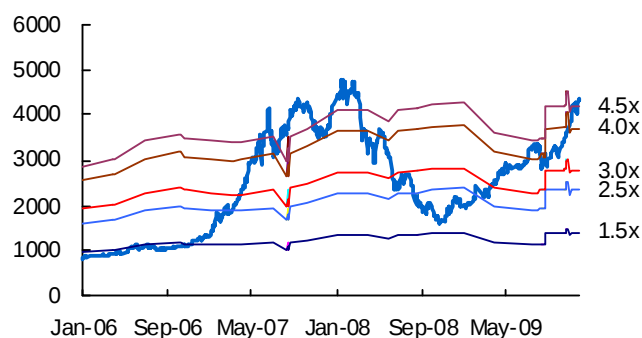
图58：家电行业历史PEBand



资料来源：中国家电网，招商研发中心

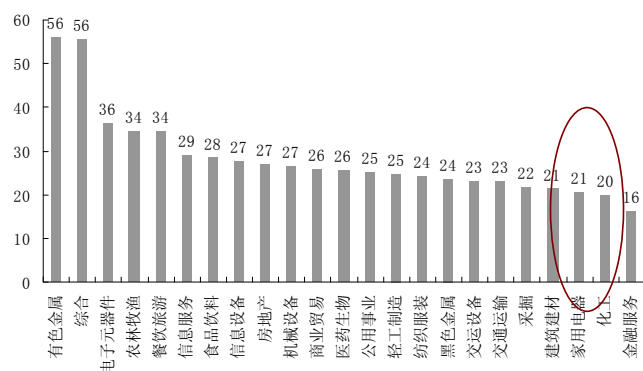
- 说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
2、行业指数基期、基点对应于沪深300指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图59：家电行业历史PBBand



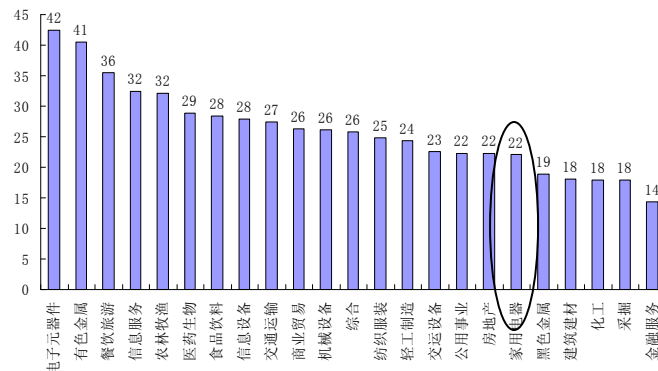
资料来源：中国家电网，招商研发中心

图60：2009年6月各个板块预测市盈率情况



资料来源：Wind，招商证券；注：板块采用申万一级行业分类，股价为2009年6月12日收盘价，预测市盈率采用整体法，即板块成本的总市值/总预测净利润计算

图61：2009年12月各个板块预测市盈率情况



资料来源：Wind，招商证券；注：板块采用申万一级行业分类，股价为2009年12月6日收盘价，预测市盈率采用整体法，即板块成本的总市值/总预测净利润计算

结论：综上所述我们认为行业基本面仍然向好，跑赢市场的概率较大，维持“推荐”的评级。

参考报告:

- 1、《期待“中国制造”的华丽转身——家电行业 2008 年度策略报告》2008/1/11
首次提出了外需下降、转型内需的逻辑，判断了消费结构的哑铃化趋势，提示了高端产品升级和低端产品普及两条投资主线。
- 2、《空调仍是首选——家电行业 2008 年 2 季度策略报告》2008/4/21
通过业务与财务相结合的分析方式对比了空调两强格力与美的的四个经营特点，看好中国空调产业的长期国际竞争力。
- 3、《各具特色，寻找家电业发展的新动力——家电行业 2008 年中期策略报告》2008/6/12
分析了转型期各子行业新的发展驱动力，重点推荐了小家电和彩电行业龙头企业：九阳股份、苏泊尔、海信电器、深康佳。
- 4、《产业链上优选企业与主题投资并重——家电行业 2009 年度策略报告》2008/12/03
及时上调行业评级，提出两条选股逻辑主线：收入下滑时能赚取利润的企业；子行业景气轮动顺序可按产品生命周期和城市发展的逻辑关系判断。
- 5、《攀爬忧虑之墙——家电行业 2009 年度中期投资策略》2009/06/12
行业基本面正按我们的预期逐步走出低谷，市场仍将延续上升势头，板块估值具备比较优势，长期应关注通胀的性质。

分析师简介

毕岩：清华大学金融系毕业，香港中文大学金融财务 MBA 在读。具有证券投资咨询执业资格，五年证券从业经验，两年家电行业研究经验。2008、2009 年《新财富》最佳证券分析师家电行业第六名，2009 年《证券市场周刊》第三届卖方分析师“水晶球”奖家电行业第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。