

家用电器行业

2009 年 12 月 16 日

内销增长足以弥补出口下滑

—家电业正行进在新一轮增长的轨道上

投资要点:

- 根据产业在线网的数据看, 家电行业各主要子行业的数据均大幅好于预期。主要子行业的内销都十分地强劲, 而出口下滑的势头明显趋缓。我们可以初步判断: 今年家电行业内销的增长足以弥补出口的下滑! 如果明年出口形势不再恶化, 我们认为家电业基本上已经行进在新一轮增长的轨道上。
- 2009 年整个家电行业经历了年初的“一场惊魂”, 而后迎来了政策的“甘雨”, 如今正信心满满地期待来年, 可谓“喜从悲中来”。在前三个季度, 我们分析了家电行业出现的一些新特征和新趋势, 现在, 我们再对最近一个季度的新趋势和特征进行总结: 1、家电市场整体销售“前低后高”, 全年的市场规模预计不低于去年同期; 2、空调市场的“双寡头”格局初现端倪; 3、空调器安装规范明年实施, 市场有望进一步净化; 4、多项冰箱行业标准出炉将加速高端进程; 5、传统渠道重新受到关注; 6、家电企业纷纷落子重庆。
- 国务院出台了四项和家电行业有关的政策, 这些政策将有利于释放农村和城市家电市场的需求, 有利于家电产品的升级换代。受益于这些利好政策, 加上家电行业正面临盈利质量提升的大好形势, 明年家电类上市公司的业绩仍能保持高速增长, 该板块的走势有望再次强于大盘! 所以, 我们维持对家电行业的“增持”评级, 并维持对主要上市公司的投资评级。

研究员: 张洪道

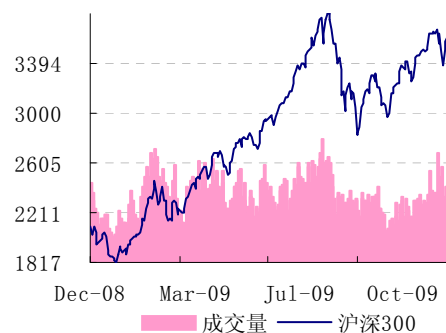
电 话: 84457777-782

E-mail: zhanghongdao@htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

行业评级: 增持 (维持)

市场走势



相关研究

家电行业季度投资策略报告

家电行业月度跟踪报告

家电行业信息点评

家电行业年度投资策略报告

家电业上市公司报告

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS			P/E			P/B		
			08A	09E	2010E	08A	09E	2010E	08A	09E	2010E
格力电器	27.8	推荐	1.06	1.35	1.62	26.22	20.59	17.16	7.47	5.48	4.16
青岛海尔	24.66	推荐	0.57	0.9	1.13	43.26	27.4	21.92	4.87	4.14	3.48
美的电器	21.7	推荐	0.55	0.89	1.07	39.45	24.38	20.32	8.61	6.36	4.85
佛山照明	10.65	观望	0.23	0.25	0.3	46.23	42.6	35.5	3.96	3.62	3.29
合肥三洋	24.2	观望	0.35	0.64	0.768	69.14	37.81	31.51	12.41	9.34	7.21

一、家电行业的数据观察：内销的增长足以抵消出口的下滑

根据产业在线网的数据看，家电各主要子行业的数据均大幅好于预期。

1、家用空调行业

就家用空调行业来看，09年1-10月空调总销量为5647.9万台，较去年同期的5960.32万台下跌了5.24%。其中外销空调2450.58万台，较去年同期下跌了26.01%，而内销量为3197.32万台，则较去年同期大幅增长了20.72%。而生产和库存分别下降了5.19%和22.07%，详细的总量指标见表1。

这些数据表现出的特征是：空调内销的增长势头得以保持，外销下滑的势头越来越弱，全年来看，空调销量或有望与去年持平。

2、冰箱行业

而冰箱行业今年1-10月的销量则大幅增长了22.30%，总的销量为4612.4万台（见表2），其中，特别是内销，实现销售3260.1万台，较去年同期的2322.3万台大幅增加了40.4%，出口1352.5万台，较去年同期的1447.9万台下滑了6.6%。生产则保持了18.4%的增长，而库存下滑了14.4%。

冰箱内销的高增长主要还是得益于家电下乡的带动作用，随着政府继续实施和完善相关的政策，我们估计冰箱行业的牛市格局明年仍将持续。

3、洗衣机行业

至于洗衣机行业，今年1-10月的销量，则达到了3236.38万台（见表3），与去年同期相比，增长了2.65%。增长源也是内销，其中，内销2187.66万台，增长了10.98%，外销1048.45万台，下滑了11.26%。而生产和库存也都出现了小幅增长。

4、液晶电视机行业

今年1-10月，液晶电视机的总销量达到5073.57万台，较去年增长的51.47%，其中，内销增长了83.84%，达到了1941.26万台，而外销也保持了36.56%的增长，达到了3132.31万台。

总之，家电各主要子行业的内销都十分地强劲，而出口下滑的势头明显趋缓。我们可以初步判断：今年家电行业内销的增长足以弥补出口的下滑！如果出口形势不再恶化，我们认为家电业基本上已经行进在新一轮的增长的轨道上。

表1：家用空调行业2009年1-10月的总量指标

项目/年度	2009年	2008年	同比增长
生产	5427.96	5724.98	-5.19%
销售	5647.9	5960.32	-5.24%
出口	2450.58	3311.83	-26.01%
内销	3197.32	2648.49	20.72%
在库	699.12	897.14	-22.07%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 2：冰箱行业 2009 年 1-10 月的总量指标

项目/年度	2009 年	2008 年	同比增长
生产	4499.2	3800.4	18.4%
销售	4612.4	3770.2	22.3%
出口	1352.5	1447.9	-6.6%
内销	3260.1	2322.3	40.4%
在库	145.0	169.3	-14.4%
产销率	102.5%	99.2%	3.3%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 3：洗衣机行业 2009 年 1-10 月的总量指标

项目/年度	2009 年	2008 年	同比增长
生产	3284.18	3175.32	3.43%
销售	3236.38	3152.78	2.65%
出口	1048.45	1181.52	-11.26%
内销	2187.66	1971.26	10.98%
在库	3771.72	3492.15	8.01%
产销率	98.54%	99.29%	-0.75%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 4：液晶电视机行业 2009 年 1-10 月的总量指标

年份	产量	销量	出口	内销
2009 年	5249.25	5073.57	3132.31	1941.26
同比增长	53.68%	51.47%	36.56%	83.84%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

二、家电行业的最新特征及趋势之跟踪分析：喜从悲中来

2009 年即将过去，回顾这一年，对家电行业来说，这是一个不平凡的一年！整个行业经历了年初的“一场惊魂”，而后迎来了政策的“甘雨”，如今正信心满满地期待来年，可谓“喜从悲中来”。在前三个季度，我们分析了家电行业出现的一些新特征和新趋势，在这里，我们对最近一个季度的新趋势进行介绍。

1、家电市场整体销售 “前低后高”，全年的市场规模预计不低于去年同期

2009 年度伊始，在全球金融危机影响下，国际市场出口大幅下滑、房地产市场下滑、

内需不振、很高的库存（空调库存曾达 1300-1500 万台）和美国 2010 年将淘汰氟利昂等带来的销售压力等都成为压在中国家电行业身上的沉重负担，可以说内外交困。

多种不利因素的共同作用下，家电行业在 2009 年初被推入了一个平台期，产销规模下降，生产线开工不足，背负巨大库存压力，市场环境恶劣，房地产业低迷迟滞，金融海啸不断蔓延……但是，这些困境也进一步激化了产业调整的必要性，盈利模式、产品升级、销售政策、渠道策略、三四级市场、品牌道路……这些需要企业重新来思考和规划。

处于高度市场化的家电产业，自有其自身的发展规律，一波增长之后不可避免的会迎来低谷期。而现在正是产业规律放大了影响，这个调整或者转型需要一定时间的奠基才能再次拉动行业上升。但同时这些规律调整也带给产业一些机会，这个时期对于准确机会的把握显得很关键。

恰逢此时，为了应对严重的经济形势，国家出台了一系列经济政策来“保增长”，如十大产业振兴规划、四万亿投资、提高出口退税率等等。特别是从 2009 年 3 月开始，国家先后推出了“家电下乡”、“节能惠民”、“以旧换新”等利好家电行业的重大政策。

在这些利好政策的推动下，家电行业市场规模开始迅速恢复和提高。至少从上面提及的 1-10 月份的行业数据来看，全年主要家电产品的销量不会低于去年同期，可谓“有惊无险”。

2、空调市场的“双寡头”格局初现端倪

2009 冷冻年度国内重点城市空调市场，一些弱势品牌依然没有摆脱被淘汰的命运。根据国家信息中心监测数据，在相同的市场范围，2009 冷冻年度整体品牌数目由 2008 冷冻年度的 34 个减少为 2009 冷冻年度的 29 个；29 个品牌中，具备相当竞争能力（零售量或零售额占有率高于 1%）的品牌由 2008 冷年的 19 个减少到 17 个；销售量占有比例低于 1% 的品牌共有 15 个，销售量占有率低于 0.01% 的品牌有两个。

与一些品牌消失相对应，2009 冷年品牌集中度再次明显提高。监测数据显示，2009 冷年零售量排行前 10 位、5 位、2 位品牌集中度分别为 41.62%、66.54% 和 86.52%，分别比去年同期提高 4.87、7.3、和 7.24 个百分点，提高幅度明显。特别是排行前两位的格力和美的，其重点城市销售量占有比例分别超过 20%，合计市场占有率达到 41.62%，比去年同期提高 7.24 个百分点，目前两品牌市场占有率已经非常接近。

两大品牌在经过产品结构调整后，在变频空调以及家电下乡领域发力出击，使得不同产品在销售比例都有大幅上升，已经摆脱了依靠传统定频空调销售规模占领市场的制约。其中，美的空调变频产品比例提升速度更为惊人，这也成为美的缩短与格力距离的重要利器。双品牌引领国内空调市场的格局在 2009 冷年初步显现。

另外，由于家电下乡的影响，个别前几个冷冻年度几乎已经淘汰的品牌在三四级城市和农村市场又获得了生存机遇，零售量出现明显增长态势。其中，扬子空调在农村及三四级市场的销售比例提升显著。作为家电下乡最早将柜机推向农村市场的品牌，扬子柜机销售同比增幅达到 40%，占企业整体销售的权重达到 30%。为广大农村市场推广节能产品做出了企业的贡献，为此，扬子空调被授予“2009 冷冻年度空调行业节能惠民先锋奖”。

从中外品牌竞争态势来看，国产品牌空调分别以 84.57% 销售量占有率和 78.04% 销售额

占有率，双双创下 2004 以来的最高记录，其绝对优势毋庸置疑。而空调外资品牌，在金融危机及渠道结构等多重因素的作用下，三四级市场拓展不利，销售比例下降明显。

表 5：2009 年 1-10 月各空调品牌的市场份额 单位：万台

企业/项目	财年累计	
	2009 年	市场份额 (%)
格力	1568	27.76
美的	1466	25.96
志高	318	5.63
格兰仕	221.8	3.93
海尔	393	6.96
奥克斯	218.7	3.87
科龙	137.8	2.44
松下	230.5	4.08
三星	128.2	2.27
富士通	106.3	1.88
其他	859.6	15.22
总计	5647.9	100

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

3、空调器安装规范明年实施，市场有望进一步净化

空调安装行业一直存在安全隐患，安装队伍良莠不齐是一个普遍的问题。由于空调安装自身特点所限，整个行业目前并不存在国家统一的管理规范。而这一状况不久将得到改观，国家新修订的《家用和类似用途空调器安装规范》将从明年 1 月 1 日起正式实施，该规范对空调安装的多项标准作出了严格要求，违规的“黑工”将被追究责任。

空调行业有句老话：三分制造，七分安装，安装质量不仅关系到空调的性能和使用寿命，还关系到消费者在使用过程中的安全。“以前空调安装事故比较多，60%—70%的早期故障是由安装引起的。

由于目前国内空调超过一半的早期故障都是由安装不当引起的，预计新国标实施后，空调的使用寿命和故障率都将改善。值得注意的是，此次国家标准化管理委员会推出试点制订新版《家用和类似用途空调安装规范》标准，属于强制性国家标准，具有最高权威。

新标准对室内机排水、排水管保护、空调接地、安全用电检查、机械强度等要求均有加强，并硬性规定“空调的安装寿命应不低于产品的使用年限。空调安装后，不应由于安装不良影响空调的正常运行及使用性能”。若由于安装人员操作不规范导致的空调使用性能下降，消费者可诉至相关售后部门。

此外，对空调安装操作，新标准增加了预约服务、无尘安装、加长管操作以及制冷剂

排空操作等要求。在新标准第八章中，还增加了制冷剂泄漏检测的规定。

新标准实施后，对销售成本应该会有所影响。新标准要求直径 25mm—40mm 的制冷剂管道间隔 1.5 米要设置一个固定支点。如此一来安装成本必然有所增加，这些最终都会计算到销售成本中。

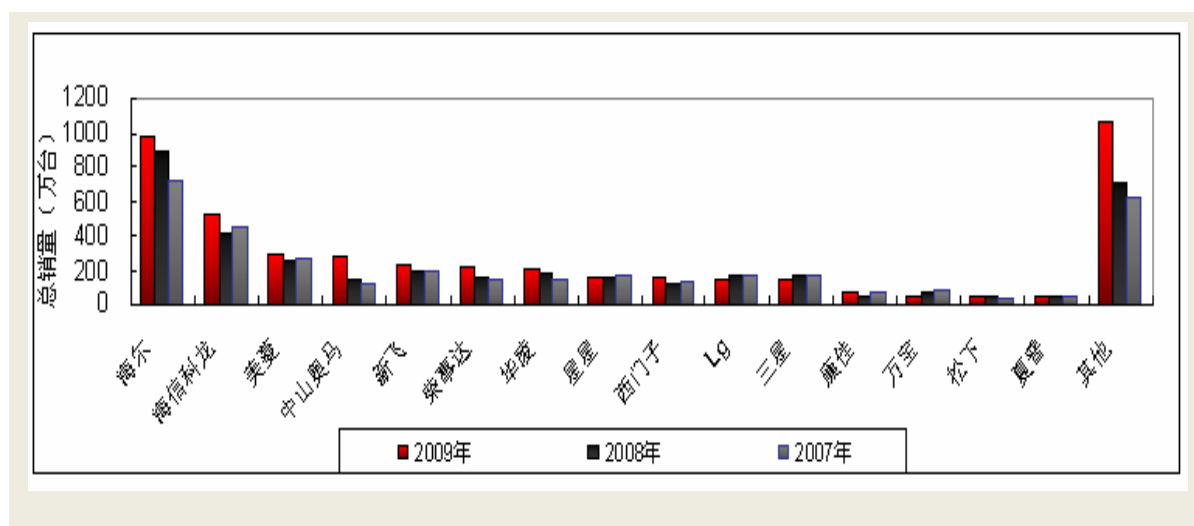
4、多项冰箱行业标准出炉加速高端进程

2009 年年初至今，新版《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》、《家用和类似用途电器生态设计电冰箱的特殊要求》、《家用和类似用途电器抗菌、除菌、净化功能通则》等与冰箱业相关的强制国家标准、行业推荐标准不断出台。中国家用电器研究院院长邴旭卫日前表示，我国电冰箱行业 6A 标准——《家用和类似用途的制冷器具》标准已通过国家标准化管理委员会审批，有望于明年春节前颁布（6A 标准是指冰箱 6 项核心指标全部达到行业最高的 A 级标准。据介绍，这 6 项指标是：能效指数、噪声、负载温度回升、冷冻能力、冷却速度及冷藏食品储存质量）。

今年多项行业标准的出台与众多冰箱厂商积极主动参与标准制定紧密相关，家电业经历了价格战、服务战之后，家电企业重视标准是一个可喜的现象。

成为标准制定者，能为企业带来行业话语权，是企业实力的显示。像海尔这样的企业不仅积极参与国家标准的制定工作，还大力推动企业标准走向国际化。今年 5 月 12 日，国际电工委员会 (IEC) 家用制冷器具安全标准化分技术委员会 (SC61C) 会议在挪威召开，海尔提报的 4 项冰箱技术提案经讨论获得通过。这是国际组织首次认可中国冰箱技术提案。据了解，4 项冰箱提案涉及安全、节能和环保领域，是海尔在满足全球用户需求的过程中总结出的技术标准。

图 1：2009 年 1-10 月各冰箱品牌的市场份额图



资料来源：产业在线 华泰证券研究所

5、传统渠道重新最受关注

2008 年下半年的国美黄光裕事件仍所以的家电工厂都冒出了一身冷汗，尽管到最后有惊无险，但这让所有的工厂都没有了安全感。传统渠道这时倍显其珍贵和让人放心。所以，

如何如何构建一套复合型多元化的渠道体系,成为了一部分中等规模企业在 2009 年度着重开展的一项举措,尤其是那些过往对连锁卖场依存度较高的企业。因此, LG、三星、三菱中国等相当一部分外资品牌再次开始了深入传统渠道的工作。

同时广大的三四级市场是以往家电连锁主要流通过程企业的空白区域,所以,在保持即有家电连锁合作业务的同时开拓空白市场,是许多企业扩大市场销售网点的主要方式。众所周知的是,在广阔的三四级市场及绝大多数二级市场,传统渠道是家电产品的主要流通通路,于是传统渠道理所当然地成为了部分空调企业合理的选择。

另外在空调市场,工厂出货量的 80%左右是由传统渠道传递到用户手中,中等规模企业之所以在过去几年在销售量上未有明显的突破,其中一个原因就是在于对传统渠道网点的掌控面偏窄。与家电连锁相比,传统渠道对市场机会的抓取能力更强。最为关键的是,传统渠道更容易被工厂所掌握,更能体现工厂在产业链中的主导性地位。正是由于家电连锁和传统渠道表现出不同的成长性及市场需求在不同区域层级上出现分化,使得工业企业在不放弃家电连锁的同时,对传统渠道投以更多的关注和资源。

6、家电企业纷纷落子重庆

“好家电、重庆造”,已渐成业界共识。近年来,伴随重庆大城崛起的步伐,家电制造业的助推器作用越来越明显。格力拟将格力空调压缩机、中央空调项目落户重庆,把重庆打造成为格力在内陆最大的生产基地。而此前,格力、美的、海尔等重要的全国性知名品牌争相在渝建厂,使重庆成为西部最大、最重要的家电制造中心。

落户重庆,各大家电巨头用意不同,但对前景判断一致。美的电器董事局主席方洪波说,投资重庆有利于美的从单一的家电制造企业,发展成为知名的综合性、国际化制造企业集团。而海尔集团董事局主席张瑞敏认为,海尔工业园对重庆,不仅是 100 亿元以上的销售值,更是以家电为核心的完整的产业链和产业集团。

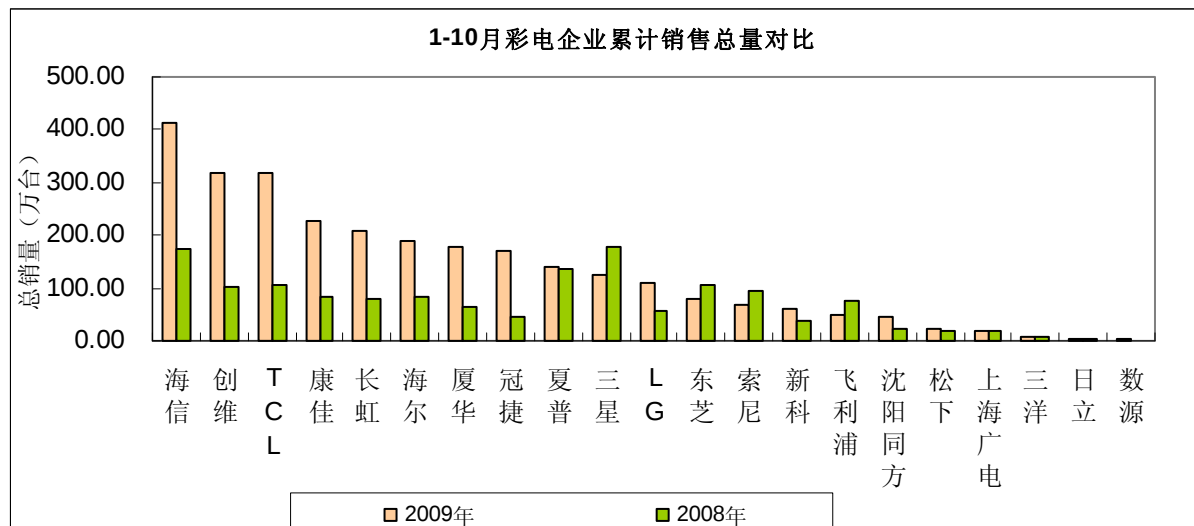
表 6: 各洗衣机品牌 2009 年 1-10 月的市场份额 单位: 万台

企业/项目	1-10 月	
	2009 年	市场份额 (%)
海尔	725.9	25.30
荣事达	279.0	9.73
LG	178.7	6.23
三星	161.2	5.62
小天鹅	201.6	7.03
松下	223.6	7.79
合肥三洋	135.9	4.74
新乐	115.5	4.03
金帅	100.0	3.48
金羚	86.0	3.00

其他	661.4	23.05
合计	2868.7	100.00

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

图 2：各电视机品牌在 LCD-TV 市场的份额（2009 年 1-10 月）



三、二零一零年家电行行业投资策略：增持（维持）

12月9日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究完善促进消费的若干政策措施，会议指出，明年我国仍然需要坚持扩大内需特别是增强消费对经济增长的拉动作用。总的原则是，促进消费的政策必须进一步加强，现行政策大部分要继续执行，同时为了进一步加强对农民和困难群众的消费支持，并且根据经济结构调整和环境保护的要求，对一些政策进行必要的调整和完善。

其中，和家电行业有关的政策有四项：（一）继续实施家电下乡政策。大幅提高下乡家电产品最高限价，进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法。各省（区、市）可根据本地实际增选1个品种纳入补贴范围；（二）家电以旧换新政策明年5月底试点结束后，继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施；（三）继续实施节能产品惠民工程；（四）加大高效照明产品推广力度，将节能示范推广试点城市由13个扩大到20个。

继续实施和完善家电下乡政策，将有利于农村家电市场的拓展；继续实施和完善以旧换新政策，将有利于释放城市对家电产品的需求。这两项政策都是刺激家电产品需求的政策，对家电类上市公司构成重大利好。

所谓“节能产品惠民工程”是指采取财政补贴方式，对能效等级1级或2级以上的高效节能产品进行推广应用，扩大消费需求，促进节能减排。具体来讲：根据产品总体能耗水平和高效节能产品市场份额等情况，今后三年，对能效等级为1级或2级以上的空调、冰箱、平板电视、电机等10类产品进行推广。补贴对象是高效节能产品的购买者，包括消费者和用户。补贴标准主要根据高效节能产品与普通产品价差，同时考虑技术进步和规模效应等因素确定补贴标准。补贴方式采取间接补贴方式，对高效节能产品生产企业给予补

助，即由生产企业按承诺推广价格减去财政补助后的价格销售高效节能产品给消费者和用户，最终受益人是消费者和用户。

而加大高效照明产品推广力度，将利好电光源行业的企业，有利于该行业的产品升级。

总之，受益于这些利好政策，加上家电行业正面临盈利质量提升的大好形势，明年家电类上市公司的业绩仍保持高速增长，该板块的走势有望再次强于大盘！所以，我们维持对家电行业的“增持”评级，并维持对主要上市公司的“推荐”评级（见表7）。

表 7：家电类重点公司估值表

公司	12/14 日 收盘价	投资 评级	每股收益（元）			市盈率（倍）			市净率（倍）		
			08Y	09Y	10Y	08Y	09Y	10Y	08Y	09Y	10Y
格力电器	27.8	推荐	1.06	1.35	1.62	26.22	20.59	17.16	7.47	5.48	4.16
青岛海尔	24.66	推荐	0.57	0.9	1.13	43.26	27.4	21.92	4.87	4.14	3.48
美的电器	21.7	推荐	0.55	0.89	1.07	39.45	24.38	20.32	8.61	6.36	4.85
合肥三洋	24.2	观望	0.35	0.64	0.768	69.14	37.81	31.51	12.41	9.34	7.21
小天鹅	14.21	观望	0.07	0.33	0.43	203	43.06	33.05	4.85	4.36	3.85
佛山照明	10.65	观望	0.23	0.25	0.3	46.23	42.6	35.5	3.96	3.62	3.29

资料来源： 华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。