

家电行业 (2009-12-11)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

政策推动消费 选择优势公司

——家电行业 2010 年投资策略

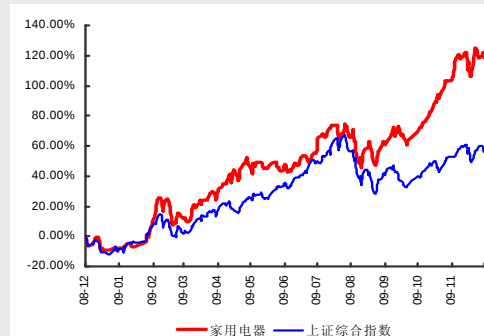
投资要点:

- **2009 年前期家电行业运行大为好转** 从 2009 年前期家电行业的运行状况、业绩和市场表现, 家电行业都表现出了良好的运行态势, 较 2008 年大为好转。金融危机的影响渐渐消退。随着全球经济的复苏以及国内各种刺激消费政策的持续深化, 2010 年家电行业的良好运行态势应能得到持续和深化。
- **政策推动消费仍是主导** 在我国良好的消费潜力基础上, 在强调继续提高内需的政策下, 家电作为消费的重要组成部分各种政策如: 家电下乡、以旧换新、节能政策将得到持续深化, 家电行业的收入增长应能得到保证。政策推动消费仍然是家电消费的主导因素, 但是原材料价格的上升一定程度上挤压了企业的利润。出口作为一个变动较大的因素则增加企业的业绩弹性。总体来看我们认为家电行业收入能够保证 20% 的收入增长, 而超预期的表现重点要看出出口复苏情况。
- **估值和投资建议** 我们循着政策推动国内消费的思路, 看好 2010 年家电板块的前景。从市盈率角度来看, 根据 WIND 统计, 目前家用电器整体静态市盈率 28.98 倍, 要高于全部 A 股以及上证综指、沪深 300 的整体市盈率。而市净率来看家用电器也同样高于市场整体水平。而我们根据 WIND 数据, 选取近 5 年来静态 PE 家电板块相对上证综指溢价情况 (剔除负值和超过 100 值等异常情况)。目前家电板块估值水平较高, 短期风险累积, 但我们认为随着经济环境的逐渐好转, 消费需求的增加, 2010 年家电行业的业绩增长确定, 这将有效降低估值水平。我们继续维持行业强于大势的评级。而公司需要选择具有估值优势的公司。重点关注上市公司为: 格力电器、九阳股份、海信电器、美的电器。

行业评级 强于大势 (维持)

静态 PE (倍): 28.98
动态 PE (倍): 29.69

行业表现 (52 周)



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-7.49	44.61	118.72
相对表现	0.89	10.52	62.91

重点公司投资评价及盈利预测

公司	评级	EPS		
		08A	09E	10E
格力电器	推荐	1.68	1.30	1.60
九阳股份	推荐	2.25	1.36	1.70
海信电器	推荐	0.46	0.93	1.07
美的电器	推荐	0.55	0.92	1.15

朱志勇 张欣

电 话: 021-32229888*3510
邮 箱: zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

《内外需求好转预期下的投资机会——家电行业 2009 年第 4 季度的投资策略》
《销售继续下降产品表现各异——9 月份家电下乡数据点评》
《行业整体前景看好选择优势个股——家电行业 2009 年第 3 季度的报告回顾与展望》

目 录

一、2009 年前期家电行业运行大为好转	4
1、业绩支撑涨幅明显好于大盘	4
2、家电行业经济运行态势大为好转	5
3、小结	8
二、政策推动消费仍是主导	8
1、国内消费潜力依然巨大	8
2、国内刺激消费政策将得到持续	9
3、原材料价格见底回升	13
4、出口复苏情况增加业绩弹性	14
5、小结	16
三、行业整体向好 选择优势公司	16
行业整体好于大势	16
重点上市公司	19

图表目录

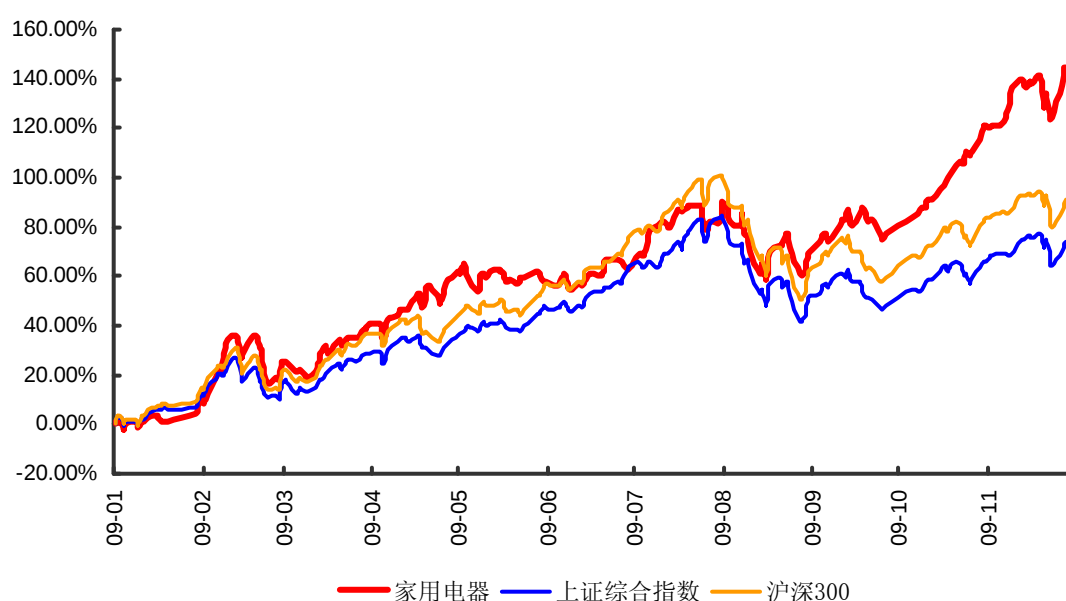
图 1 2009 年 1-12 月家电行业、沪深 300、上证综指涨幅走势情况（截至日 2009.12.04）	4
图 2 2009 年来分行业涨幅情况（单位：%）（截至日 2009.12.04）	5
图 3 全国近 2 年主要家电产量同比增速情况（单位：%）	6
图 4 全国近 5 年洗衣机产销率及库存变化情况（单位：%）	6
图 5 全国近 5 年冰箱产销率及库存变化情况（单位：%）	6
图 6 全国近 5 年彩电产销率及库存变化情况（单位：%）	6
图 7 全国近 5 年空调产销率及库存变化情况（单位：%）	6
图 8 2004 年来家电制造业收入，利润同比增速情况（单位：%）	7
图 9 2004 年来家电制造业亏损及负债情况（单位：%）	7
图 10 2008 年来家电板块单季度收入同比增速情况（单位：%）	7
图 11 2008 年来家电板块单季度利润同比增速情况（单位：%）	7
图 12 我国城乡居民人均可支配收入情况（单位：元）	9
图 13 我国城乡人均可支配收入增速（单位：%）	9
图 14 全国 2009 年 1-10 月家电下乡销售情况（单位：千台，百万元）	10
图 15 全国 2009 年 1-10 月家电下乡分产品销售占比情况	10
图 16 2008 年城镇、农村每百户大型家电拥有量情况（单位：台）	10
图 17 1999 年-2008 年城镇每百户大型家电拥有量	11
图 18 1999 年-2008 年农村每百户大型家电拥有量	11
图 19 1999 年-2008 年城镇每百户其他家电拥有量	11
图 20 1999 年-2008 年农村每百户其他家电拥有量	11
图 21 2009 年家电以旧换新销售情况	12
图 22 2008 年来家用电器行业单季度毛利率情况（单位：%）	13
图 23 2008 年来 LME 铜现货价走势	14
图 24 2008 年来冷板、镀锌板指数走势	14
图 25 近 3 年我国出口商品总额同比增速情况（单位：%）	15
图 26 2008，2009 我国空调出口情况（单位：百万美元，%）	15
图 27 2008，2009 我国冰箱出口情况（单位：百万美元，%）	15
图 28 2008，2009 我国洗衣机出口情况（单位：百万美元，%）	15
图 29 2008，2009 我国彩电出口情况（单位：百万美元，%）	15
图 30 近 5 年家电板块相对上证综指溢价情况（剔除异常）	16
表 1 家用电器整体法计算前三季度收入利润同比增速情况（单位：%）	7
表 2 2009 年 1-10 月家电下乡分企业销售情况（单位：台，元）	11
表 3 家电行业（剔除负值整体法计算）估值指标情况（单位：倍）	19
表 4 重点上市公司估值指标情况及评级（单位：倍）	21

一、2009 年前期家电行业运行大为好转

1、业绩支撑涨幅明显好于大盘

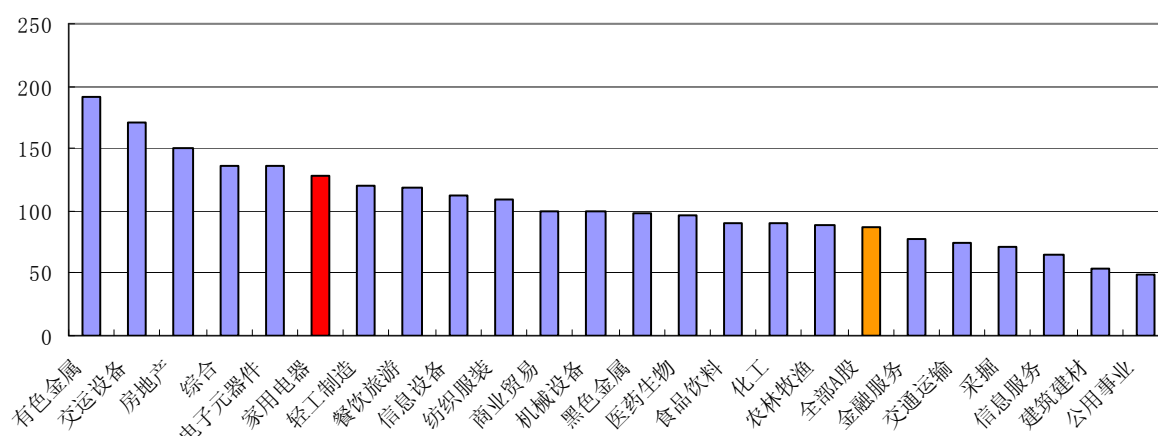
2009 年初，家电板块稍弱于上证综指走势，但随着国家各种刺激政策的推出，家电走势开始强于大盘走势，在第二季度更加明显，随着后期银行、地产、金属等蓝筹的走强，家电走势相对开始趋缓，但在大盘调整之后家电的防御优势体现又开始强于大盘。特别是在家电行业良好的业绩支撑下，第四季度家电板块明显强于大盘。从区间涨幅来看与其他行业相比，家电行业涨幅位于前列，表现突出。整体看来 2009 年前期家电板块走势强于大市，随着出口复苏的预期、家电下乡、以旧换新等政策、节能惠民等政策效果的深化，在明年继续促进消费的政策下，家电行业的业绩增长基本能够得到保证，家电板块在 2010 年强于大市的走势应能得到延续与强化。

图 1 2009 年 1-12 月家电行业、沪深 300、上证综指涨幅走势情况（截至日 2009.12.04）



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 2 2009 年来分行业涨幅情况（单位：%）（截至日 2009.12.04）



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

2、家电行业经济运行态势大为好转

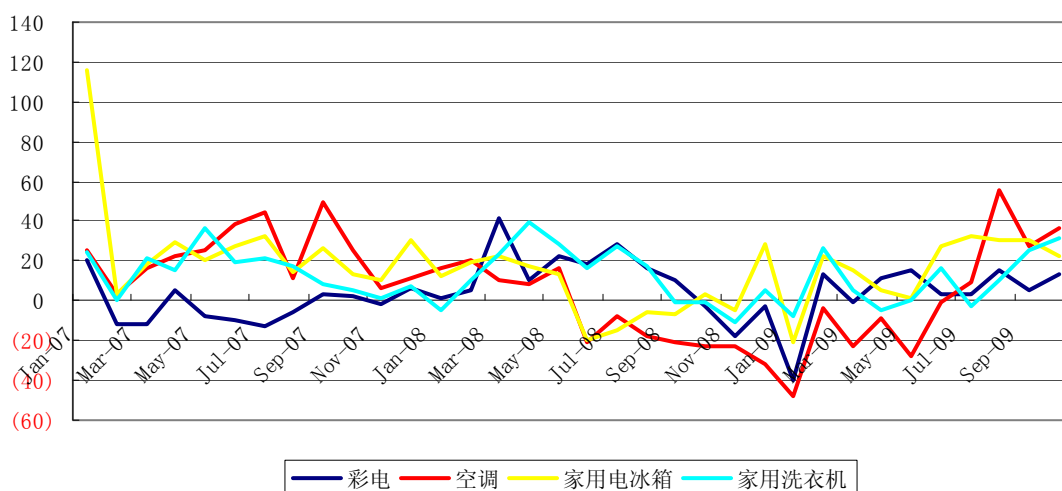
从家电产量同比增速来看在经过一季度增速的回落之后，二季度开始回升，到 10 月份各主要家电产量增速都出现正值，其中空调、洗衣机产量增速超过 30%，分别达到 36.15%、31.39%，而彩电、也出现同比快速增长。

从产销率和库存看，各产品产销率基本维持 100%左右，彩电、空调的库存较年初都有较大下降，而洗衣机和冰箱的库存在第三季度由较大回升，但库存增速仍在正常范围。由于国内刺激消费政策效果的显现，国内家电行业产销情况以及库存消化情况良好，有效的缓解了因为出口下降给家电行业带来的压力。

从财务指标看，家电行业的收入和利润增速出现了回升，整个行业的负债率下降，不过亏损企业家数也在下降，行业整体状况好转。

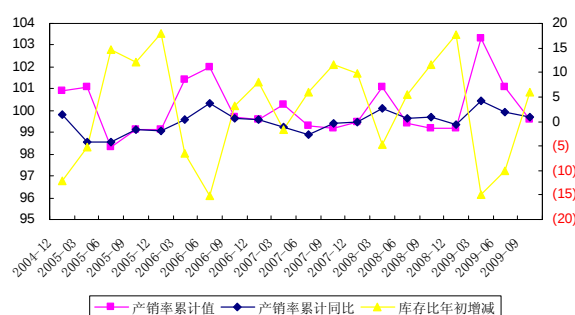
上市公司作为行业的代表，也反映了全国整个行业的运行状况。以整体法计算，2009 年前三季度家电行业主营收入略有下滑，但是利润出现了同比快速增长，特别是净利润同比增速达 32.89%。净利润增速较大的子行业主要有冰箱、洗衣机、空调等子行业。从单季度收入、利润同比增速来看，家电上市公司的业绩好转现象也比较明显。家电行业作为消费中一个比较重要的领域，在我国刺激消费的政策目标下将会获得更好的发展机会。

图 3 全国近 2 年主要家电产量同比增速情况（单位：%）

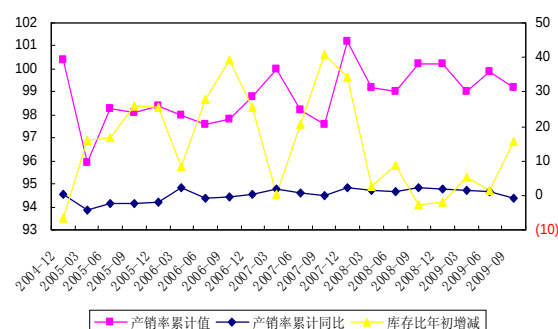


数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 4 全国近 5 年洗衣机产销率及库存变化情况（单位：%） 图 5 全国近 5 年冰箱产销率及库存变化情况（单位：%）

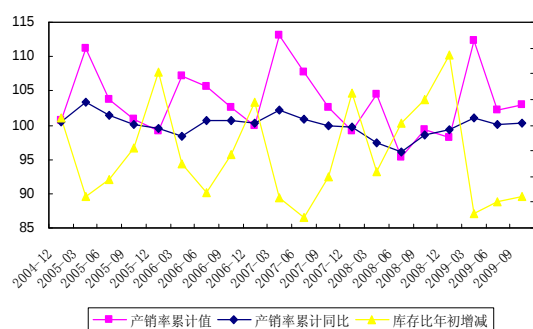


数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部



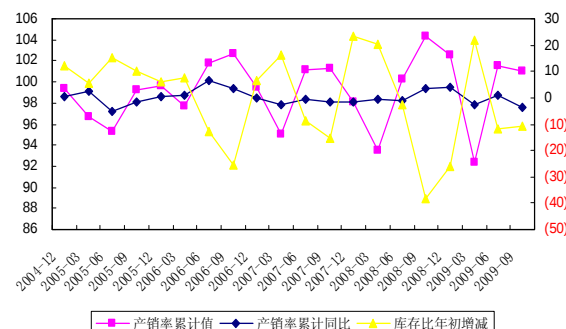
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 6 全国近 5 年彩电产销率及库存变化情况（单位：%）



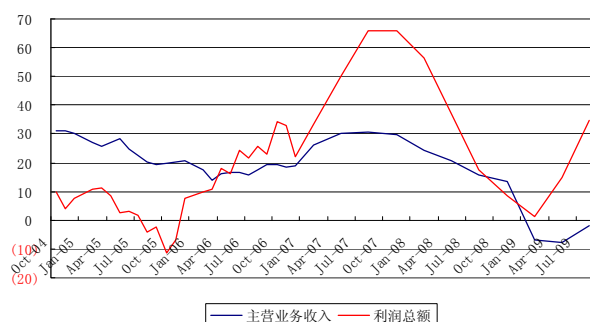
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 7 全国近 5 年空调产销率及库存变化情况（单位：%）

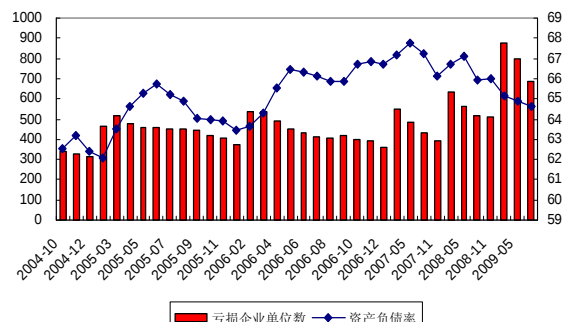


数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 8 2004 年来家电制造业收入，利润同比增速情况（单位：图 9 2004 年来家电制造业亏损及负债情况（单位：%）
%）



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部



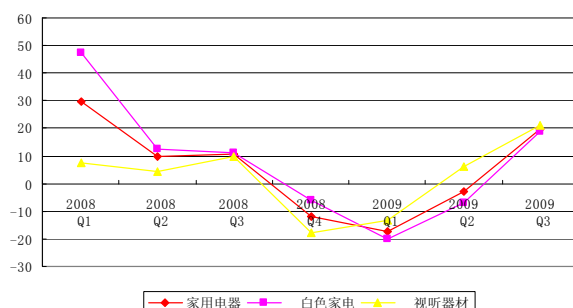
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

表 1 家用电器整体法计算前三季度收入利润同比增速情况（单位：%）

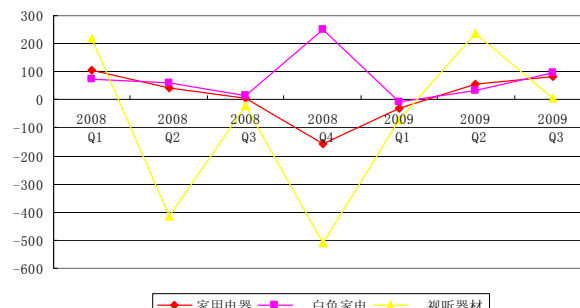
板块名称	营业总收入合计	营业利润合计	利润总额合计	归属母公司股东的净利润合计
家用电器	-1.52	21.13	26.93	32.89
白色家电	-5.26	24.06	27.61	38.84
冰箱	-1.66	235.35	129.36	183.14
空调	-6.56	18.29	23.71	35.08
洗衣机	1.77	26.08	32.41	49.54
小家电	-1.26	13.19	16.56	16.38
其他白色家电	-16.58	-1.51	2.18	16
视听器材	5.17	3.25	22.94	-6.94
彩电	5.75	4.04	23.69	-6.08
其它视听器材	-54.28	-168.33	-145.94	-156.49

数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 10 2008 年来家电板块单季度收入同比增速情况（单位：%）图 11 2008 年来家电板块单季度利润同比增速情况（单位：%）



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

3、小结

从 2009 年前期家电行业的运行状况、业绩和市场表现，家电行业都表现出了良好的运行态势，较 2008 年大为好转。金融危机的影响渐渐消退。随着全球经济的复苏以及国内各种刺激消费政策的持续深化，2010 年家电行业的良好运行态势应能得到持续和深化。

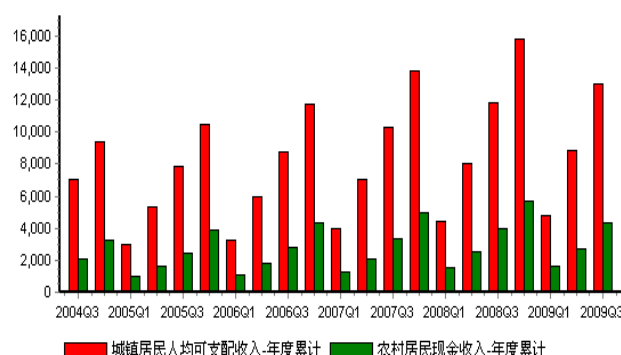
二、政策推动消费仍是主导

我们认为 2009 年的家电行业良好的运行态势与国家刺激消费的政策以及 2009 年前期原材料价格的走低密不可分。家电下乡、以旧换新、节能惠民等政策有力的刺激了国内的消费，特别是农村市场的消费，国内销售的增加缓解了国外需求下降带来的压力。而前期原材料价格的下降，降低了企业的成本压力，毛利率有较大回升，盈利能力增强。而在未来的 2010 年我国促内需的政策将会得到持续，或许会加强，在我国居民收入稳定增长的基础上，这将有力的保证家电行业的收入，但是有由于原材料价格的回升，对于行业的成本一定的压力，出口的复苏情况为业绩增加了一定的弹性，我们下面具体分析这四方面的因素。

1、国内消费潜力依然巨大

随着我国经济的持续快速发展，我国人民的收入也在逐年增加，消费能力也在逐年增加。截至 2009 年第三季度城镇居民可支配收入 12973 元，同比增长 9.34%，农村居民现金收入 4307 元，同比增速 8.46%。虽然增速受金融危机影响有所下降，但是依然保持稳定增长。随着经济的逐渐好转，人民的收入有望进一步提升。而截至 2009 年 10 月，中国人民银行数据我国居民存款余额达 25.69 万亿元，我国居民我国国内消费的潜力巨大。

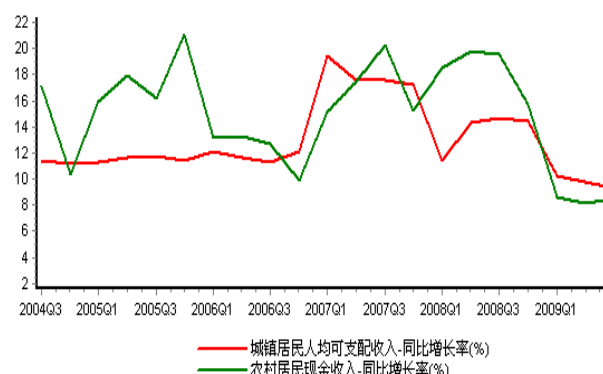
图 12 我国城乡居民人均可支配收入情况（单位：元）



数据来源：Wind 资讯

数据来源：WIND

图 13 我国城乡人均可支配收入增速（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

数据来源：WIND

2、国内刺激消费政策将得到持续

家电下乡作用显著

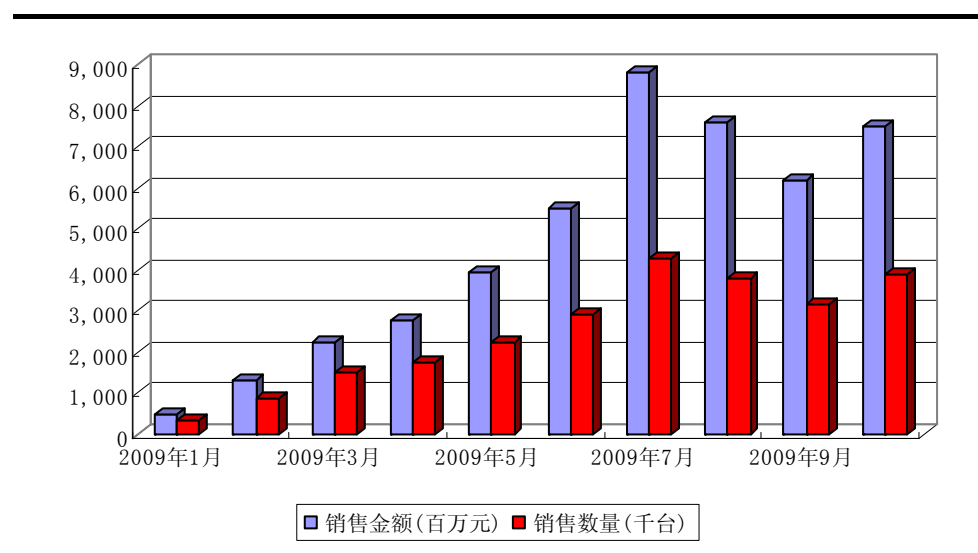
09 年以来家电下乡的政策刺激效果逐月显现，特别是 7 月以来销售金额和销售数量呈加速上涨趋势，虽然随着销售占比最大的冰箱、空调销售旺季过去开始下降，总体销售出现了一定的下滑。但是随着彩电、洗衣机的销售旺季的到来，销售下降的趋势得到扭转。家电下乡信息系统统计显示，截止到 2009 年 10 月 31 日，通过信息系统登记生产企业累计发货 65,873,833 件。销售企业通过信息系统登记销售家电下乡产品 27,877,824 台，金额共计 50,841,647,279 元，信息系统中已登记销售的家电下乡产品中：冰箱 13,670,203 台，彩电 5788383 台，手机 1,133,468 部，洗衣机 3,412,338 台，计算机 790,548 台，空调 2,431,856 台，储水式电热水器 231,195 台，燃气热水器 6,833 台，微波炉 43,739 台，电磁炉 68,573 台，太阳能热水器 300,688 台。行业领先者作为家电下乡的主要受益者，销售占比大，前 20 位销售占比达到 80.93%，销售金额 411 亿元，而在上市公司作为行业的领先者充分受益如海尔、美菱、格力、海信、美的等。

在整个家电下乡销售产品中，冰箱的销售占比最大达 49%，其他依次为彩电、空调、洗衣机、电脑等。我们可以从城镇和农村每百户家电持有对比情况可以看到冰箱、空调拥有量城镇和农村差距很大，而电脑、小家电等农村市场几乎处于未开发状态下。随着农村收入水平的提高，消费需求的提高，农村的冰箱、空调需求的上升空间仍然较大。而随着平板电视的日益普及，彩电的更新换代也为彩电的需求打开空间，同时由于消费升级电脑、小家电的市场也在逐渐打开。总体来看家电下乡政策有力的推动了农村人口对于家电的消费，为

中国家电企业打开了农村这一巨大市场。随着家电下乡推广得深入，家电行业应能获得持续、更大的产品需求。

国务院总理温家宝 9 日主持召开国务院常务会议，决定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。虽然家电下乡取得了一定的效果，但是农村消费潜力并未有效挖掘，特别是对于经济发达地区的农村消费。提高限价以及完善家电产品补贴标准和办法，对于进一步激发农村市场的消费潜力作用重大。虽然此项政策低于此前市场普遍预期的取消限价，但是对于家电行业发展来说仍是较大推动，并为后续政策提供空间。大尺寸液晶彩电、变频空调等等高端产品的消费有望大幅增加。

图 14 全国 2009 年 1-10 月家电下乡销售情况（单位：千台，百万元）



数据来源：家电下乡信息管理系统 爱建证券研究发展总部

图 15 全国 2009 年 1-10 月家电下乡分产品销售占比情况

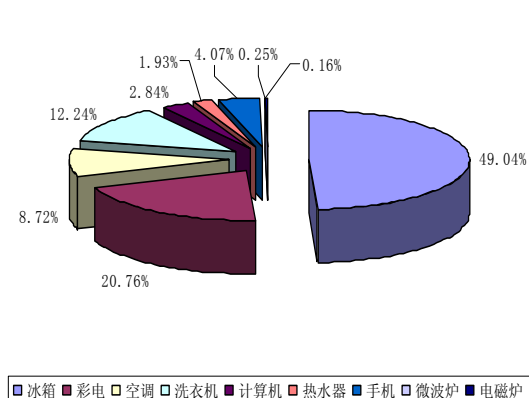
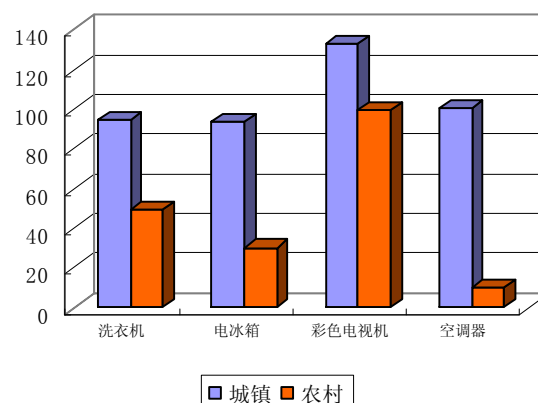


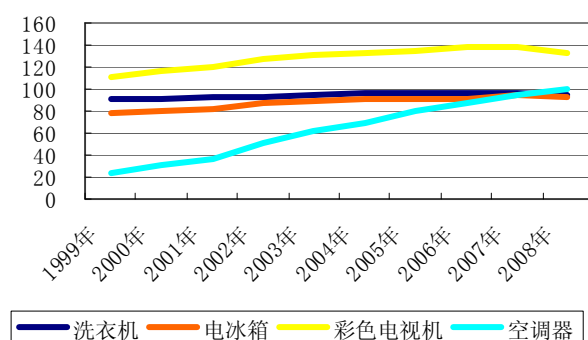
图 16 2008 年城镇、农村每百户大型家电拥有量情况（单位：台）



数据来源：家电下乡信息管理系统 爱建证券研究发展总部

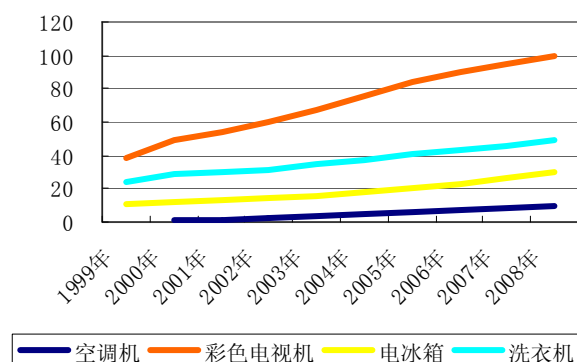
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 17 1999 年-2008 年城镇每百户大型家电拥有量



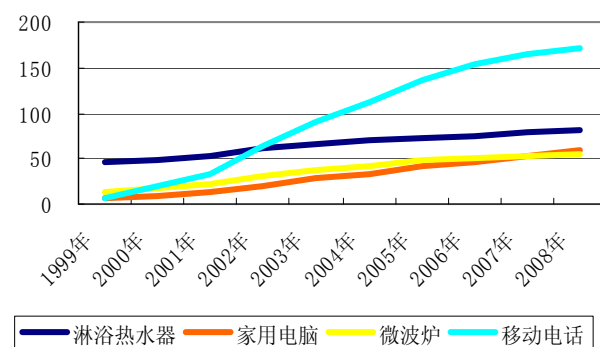
数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 18 1999 年-2008 年农村每百户大型家电拥有量



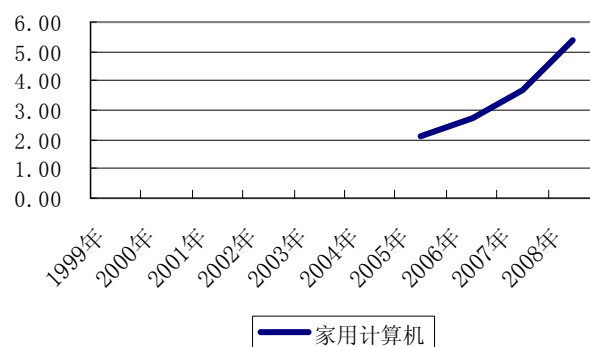
数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 19 1999 年-2008 年城镇每百户其他家电拥有量



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 20 1999 年-2008 年农村每百户其他家电拥有量



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

数据来源: 家电下乡信息管理系统 爱建证券研究发展总部

表 2 2009 年 1-10 月家电下乡分企业销售情况 (单位: 台, 元)

序号	企业名称	发货数量	登记销售量	登记销售金额	登记销售金额占比
1	青岛海尔股份有限公司	5,889,239	4,021,865	8,612,064,939	16.94%
2	合肥美菱股份有限公司	1,760,464	1,331,331	2,843,806,038	5.59%
3	珠海格力电器股份有限公司	8,560,385	1,035,155	2,774,889,409	5.46%
4	河南新飞电器有限公司	1,350,064	1,224,916	2,535,550,750	4.99%
5	海信集团有限公司	3,391,180	1,457,616	2,343,170,073	4.61%
6	海尔集团公司	0	1,441,903	2,247,265,145	4.42%
7	广东美的制冷设备有限公司	2,014,757	798,176	2,164,083,501	4.26%
8	美的集团有限公司	1,748,836	1,098,282	2,147,403,477	4.22%
9	海信科龙电器股份有限公司	1,352,326	972,002	2,006,025,242	3.95%
10	四川长虹电器股份有限公司	3,297,003	1,484,654	1,906,789,238	3.75%
11	深圳创维-RGB 电子有限公司	3,076,890	1,064,540	1,695,211,571	3.33%
12	青岛海尔洗衣机有限公司	2,674,546	1,419,589	1,647,094,432	3.24%

13	康佳集团股份有限公司	1,512,887	914,419	1,381,853,012	2.72%
14	TCL 集团股份有限公司	2,554,753	883,187	1,246,812,969	2.45%
15	青岛澳柯玛股份有限公司	1,113,221	726,441	1,192,118,678	2.34%
16	联想（北京）有限公司	615,672	318,946	1,064,746,346	2.09%
17	青岛海尔电子有限公司	1,051,719	623,679	1,024,321,741	2.01%
18	星星集团有限公司	575,849	490,555	906,018,625	1.78%
19	青岛海尔空调器有限总公司	483,217	266,439	710,756,598	1.40%
20	海尔信息科技（深圳）有限公司	317,999	205,314	699,477,673	1.38%
	合计	43,341,007	21,779,009	41,149,459,457	80.93%

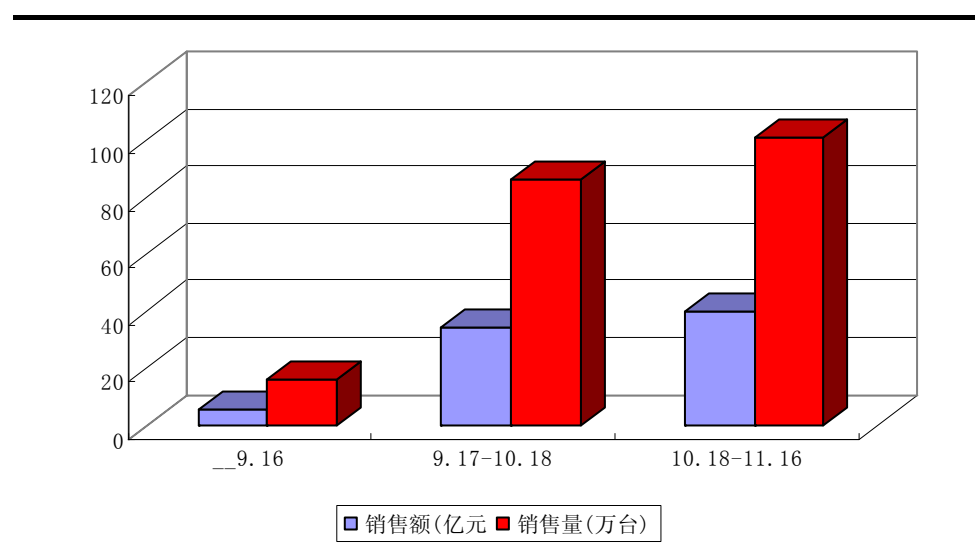
数据来源：家电下乡信息管理系统 爱建证券研究发展总部

家电以旧换新效果逐渐显现

家电以旧换新实施近四个月以来，进展顺利，销售额和销售量逐月增加。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，其中电视机 212 万台，冰箱 24.9 万台，洗衣机 37.9 万台，空调 4.1 万台，电脑 16.6 万台；共销售五大类新家电 256.1 万台，其中电视机 116.7 万台，冰箱 39 万台，洗衣机 41.3 万台，空调 32.2 万台，电脑 26.9 万台，销售额达 100.44 亿元。

家电以旧换新明年 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。目前家电下乡只在 9 个省市试点，随着政策的推广以及深入，以旧换新将成为家电消费的又一重要推动因素。

图 21 2009 年家电以旧换新销售情况



数据来源：家电以旧换新信息管理系统 爱建证券研究发展总部

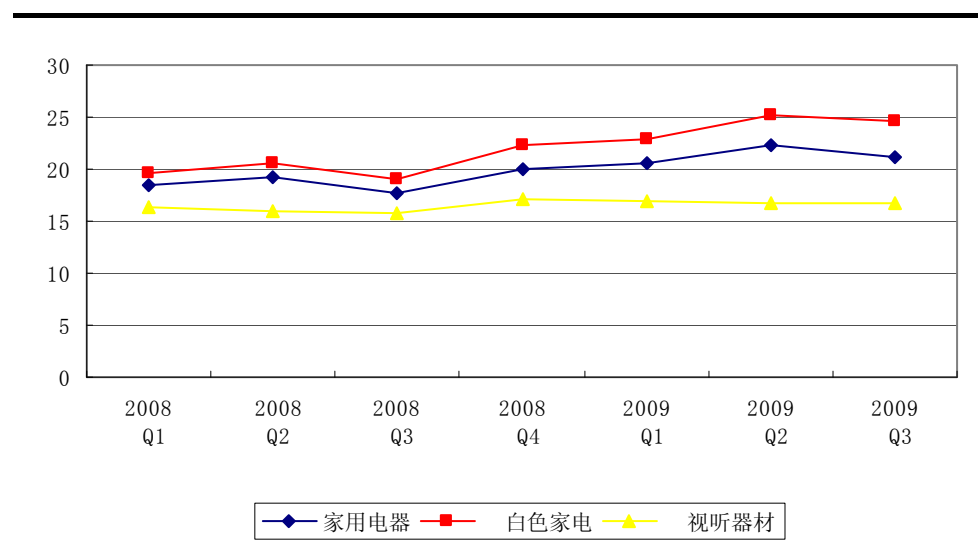
3、原材料价格见底回升

2008年下半年到2009年初，随着大宗商品价格的下降，家电行业的毛利率回升明显特别是对铜、钢铁需求较大的白电行业，如冰箱、空调等毛利率回升明显。而随着原材料价格的回升，毛利率有所下降。

从铜和钢材价格走势来看，自08年高位大幅下跌，于09年一季度见底回升，价格回升幅度较大，预计随着经济的复苏大宗商品的需求应有所增加对价格起到一定的支撑作用，不过全球刺激经济政策的退出可能抑制投机行为，预计大宗商品价格能够保持稳定。

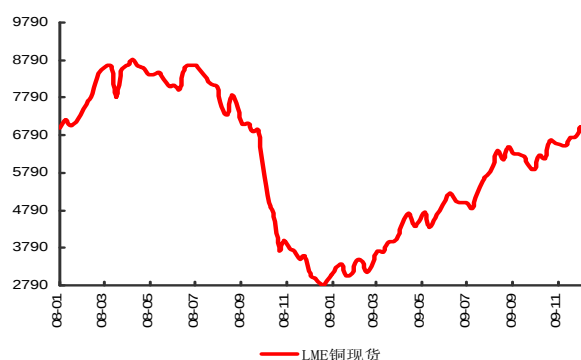
原材料价格的上涨对于家电行业的成本形成一定的压力，而这种成本的上涨难以完全转嫁给消费者，预计家电行业的整体毛利率将会有所下降。不过具有较强竞争力的企业可以通过产品的结构的调整可以缓解成本上涨的压力。

图 22 2008 年来家用电器行业单季度毛利率情况（单位：%）



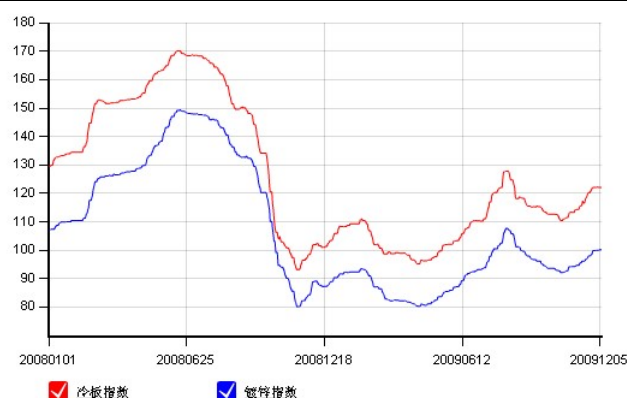
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 23 2008 年来 LME 铜现货价走势



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 24 2008 年来冷板、镀锌板指数走势



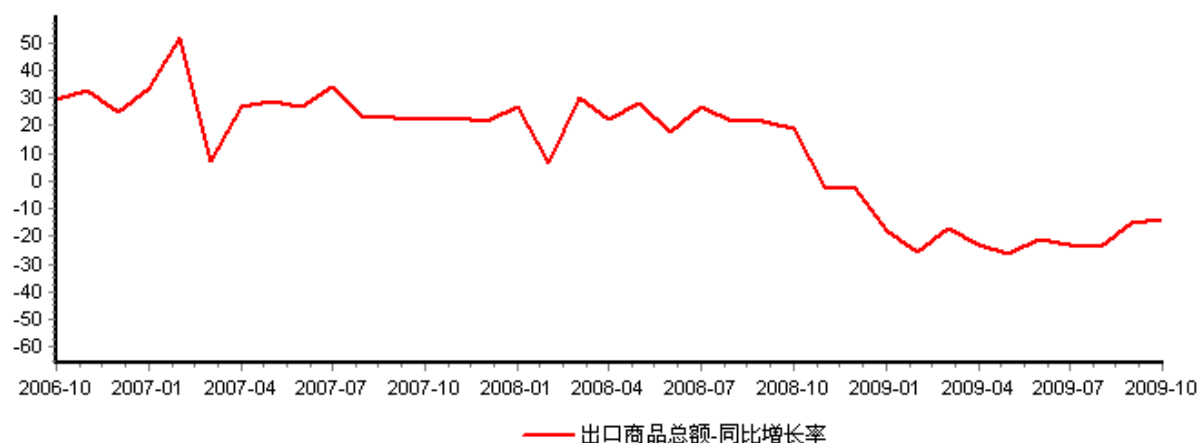
数据来源：MYSTEEL 爱建证券研究发展总部

4、出口复苏情况增加业绩弹性

受金融危机影响我国出口商品总额增速自 2008 年三季度以来出现了大幅下降，同比增速最低到-26.50%，对于我国外贸主导的经济影响很大，虽然同比增速下降较大，但是我们从趋势可以看到，增速的下降基本得到稳定，最差的时候已经过去。未来随着全球经济的复苏预期，我国外贸的出口复苏升势能够显现。

家电行业作为出口依存度较高的行业，受此次危机影响较大。从具体数据看，冰箱空调、洗衣机、电视机的出口同比增速都出现明显回升，特别是彩电出口已连续 4 个月出现正增长。整体看来我国家电产品出口复苏的预期更加明确，出口的复苏对于家电行业的业绩提升作用较大，但是由于经济的复苏具有反复性，我们对于出口复苏要持续观察，出口复苏的情况增加了家电行业的业绩弹性。

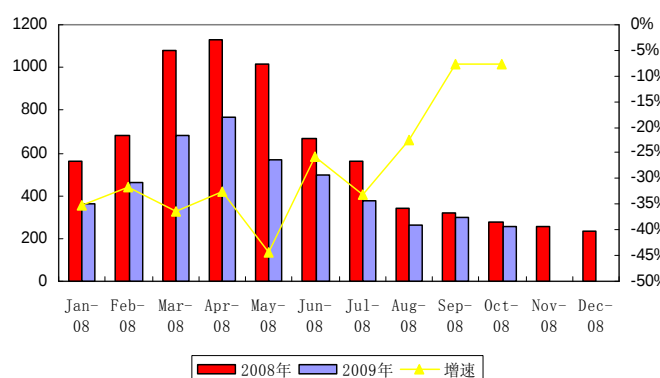
图 25 近 3 年我国出口商品总额同比增速情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯

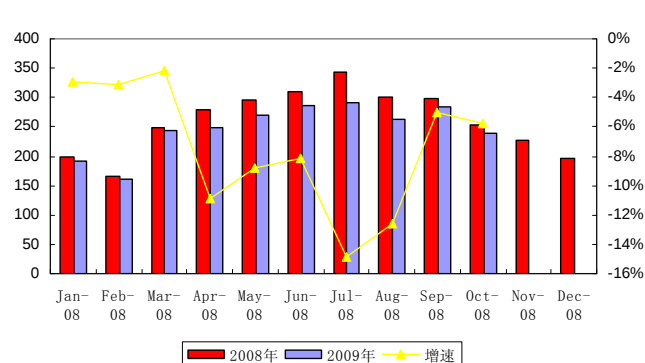
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 26 2008, 2009 我国空调出口情况（单位：百万美元，%）



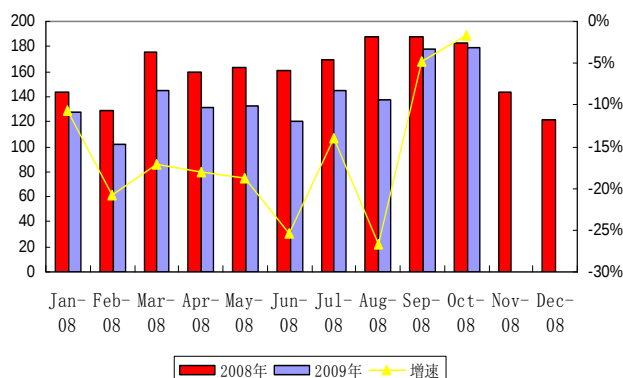
数据来源：CEIC 爱建证券研究发展总部

图 27 2008, 2009 我国冰箱出口情况（单位：百万美元，%）



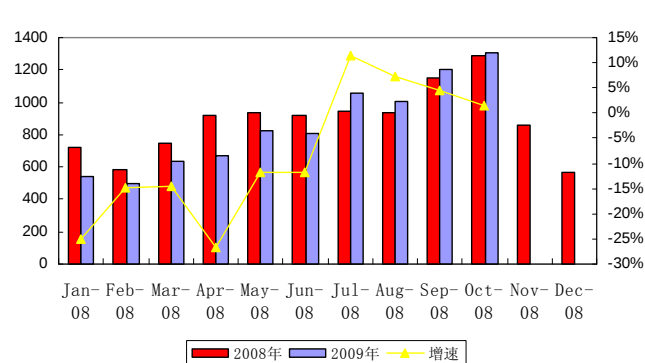
数据来源：CEIC 爱建证券研究发展总部

图 28 2008, 2009 我国洗衣机出口情况（单位：百万美元，%）



数据来源：CEIC 爱建证券研究发展总部

图 29 2008, 2009 我国彩电出口情况（单位：百万美元，%）



数据来源：CEIC 爱建证券研究发展总部

5、小结

在我国良好的消费潜力基础上，在强调继续提高内需的政策下，家电作为消费的重要组成部分各种政策如：家电下乡、以旧换新、节能政策将得到持续深化，家电行业的收入增长应能得到保证。政策推动消费仍然是家电消费的主导因素，但是原材料价格的上升一定程度上挤压了企业的利润。出口作为一个变动较大的因素则增加企业的业绩弹性。总体来看我们认为家电行业收入能够保证 20% 的收入增长，而超预期的表现重点要看出口复苏情况。

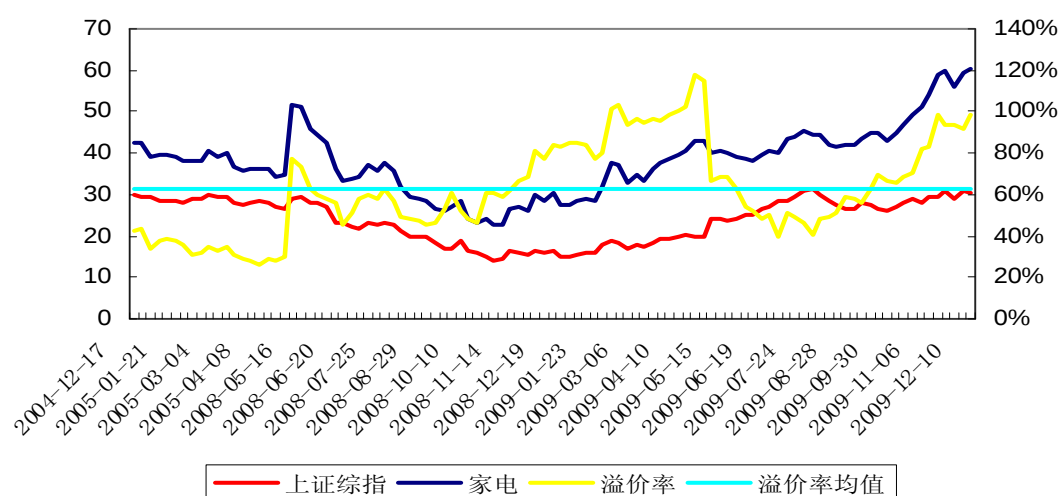
三、行业整体向好 选择优势公司

行业整体好于大势

我们循着政策推动国内消费的思路，看好 2010 年家电板块的前景。从市盈率角度来看，根据 WIND 统计，目前家用电器整体静态市盈率 28.98 倍，要高于全部 A 股以及上证综指、沪深 300 的整体市盈率。而市净率来看家用电器市净率也同享高于市场整体水平。

而我们根据 WIND 数据，选取近 5 年来静态 PE 家电板块相对上证综指溢价情况（剔除负值和超过 100 值等异常情况）。目前家电板块估值水平较高，短期风险累积，但我们认为随着经济环境的逐渐好转，消费需求的增加，2010 年家电行业的业绩增长确定，这将有效降低估值水平。我们继续维持行业**强于大势**的评级。而公司需要选择具有估值优势的公司。

图 30 近 5 年家电板块相对上证综指溢价情况（剔除异常）



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

对于空调、彩电、冰箱、洗衣机、小家电的看法如下。

空调 节能是方向

根据行业最新数据,到 10 月底,我国空调产量 7438.24 万台,前三季度产销率 101%,库存较年初下降 10.9%。出口 1-10 月累计 45.27 亿美元,行业也表现良好态势。

在国家节能补贴政策的鼓励下,高能效空调的销售占比稳步上升,销售占比从 5 月份的 13%左右提高到了 9 月的 68%左右。高能效空调的销量继旺季以后,在十一前后又出现了一波销售高潮,10 月从月初到中旬的销量堪比旺季最高峰 7 月的月度销量。

6-8 月旺季期间,格力、美的仍以低能效空调作为主销产品 8、9 月格力、美的占行业总量比迅速上升,从原来的 10%-20%的份额提升到 20%-30%的份额。从格力、美的产品销售向高能效空调和变频空调倾斜。从国际形势看,2010 冷冻年也将是节能空调为主。随着国家大幅调高家电下乡限价,预计变频空调的销售有不错的表现。

在低碳经济的大环境下,节能空调的趋势越发明显,而具有产品和技术优势的格力和美的在 2010 年的增长值得关注。

目前空调估值水平在行业乃至整个市场都处于较低水平,处于价值洼地,我们看好空调子行业前景,维持**推荐**评级。重点关注的公司:格力电器、美的电器、青岛海尔。

彩电 液晶电视继续高增长

根据行业协会的数据显示,前三季度彩电产量 7168 万台,同比增长 3.3%。液晶电视产量为 4932 万台,同比增加 66.9%;等离子电视产量 180 万台,同比减少 26.6%;CRT 彩电产量 2056 万台,同比减少 41.1%;平板电视的产量比重达到了 71.3%。平板电视比重迅速上升,显示出良好的增长潜力。

出口方面,前三季度我国共出口彩电 3652 万台,基本与 2008 年前三季度 3654 万台持平;彩电出口额为 72.32 亿元,同比减少了 7.8%。但平板电视所占比重加大,达到 74%。并且出口复苏现象明显。

零售方面,09 年上半年彩电销售规模同比下降 20%,随着刺激政策的效果显现,三季度销售出现明显好转。前三季度零售总量达 2550 万台,同比下降 13.3%降幅大幅收窄,其中液晶电视 1548 万台,其中液晶电视 1548 万台,零售额 726 亿元,量额同比分别上升 87%和 20%。

家电下乡方面,1-10 销量 579 万台,销售占家电销售额 20%,且呈现加速的趋势。随着提高限价的执行,大尺寸液晶彩电将有望在家电下乡中大幅受益。

CRT 彩电的淘汰、平板电视的崛起将是必然。目前作为主流的平板电视的

液晶高速增长，电视的更新换代保证了行业的增长基础，在新技术没有突破之前，我们看好液晶电视的增长。

目前彩电行业估值水平较高，由于传统的 CRT 产能的淘汰对行业业绩影响较大，随着液晶电视高速发展，业绩将会保持快速增长，估值压力将有效缓解，维持**推荐**评级。重点关注公司：海信电器、深康佳 A。

冰箱 家电下乡的主要受益者

根据行业最新数据，到 10 月底，我国家用电冰箱产量 5092.56 万台，前三季度产销率 99.2%，库存较年初增加 15.7%。出口 1-10 月累计 24.77 亿美元，产销量以及出口都表现出较好的回升态势。冰箱作为家电下乡的最大受益者，销量 1367 万台，销售额占比达 49%。目前农村人口拥有冰箱的比率还是远低于城市人口，冰箱的农村市场空间仍然很大，随着家电下乡政策的深化。冰箱的销售依然看好。

目前冰箱行业估值水平较高，原材料价格的回升对于冰箱成本构成一定压力，给予**中性**评级。重点关注公司：华意压缩、美菱电器。

洗衣机 消费升级带来机会

随着销售旺季的到来洗衣机家电下乡销量逐月上升，目前销售占比位居第三。在随后的 11、12 月份预计仍有不错表现。整体上今年前期洗衣机的产销以及出口都表现良好，特别是国内滚筒洗衣机增长值得注意。今年前 9 个月，滚筒洗衣机内销同比增长 12.89%，滚筒洗衣机国内市场呈启动迹象。而 2010 年家电下乡提高限价、以旧换新以及消费升级带来的机会将推动洗衣机的行业增长。

目前洗衣机行业估值水平较高，给予**中性**评级。重点关注消费升级带来的机会如：合肥三洋、小天鹅。

小家电 步入成长期

中国已成为全球最主要的小家电生产基地，为国内小家电企业带来了发展机遇。国内小家电行业已步入快速增长期，根据赛迪顾问的预测数据，2010 年国内小家电销售额将超过 1400 亿。目前小家电在家电下乡和以旧换新的比重很小。随着消费观念的提升小家电消费能力将得到释放。小家电消费的国外市场，随着经济的复苏，消费的需求提升，出口或有超预期表现。

不过由于小家电的进入壁垒较低，行业竞争正在加剧，虽然行业增长较为确定，但上市公司需有较强的实力才能在竞争中充分受益。这些具体体现在品牌、以及销售渠道。

目前小家电行业估值水平较低，给予**推荐**评级。重点关注：九阳股份。

表 3 家电行业（剔除负值整体法计算）估值指标情况（单位：倍）

板块名称	PE 2009Q3×4/3	PE TTM	预测 PE 2009	预测 PE 2010	PB 2009Q3
家用电器	28.98	29.88	29.69	23.67	4.1
白色家电	26.38	26.27	27.57	22.56	5
冰箱	42.3	13.3	57.07	30.33	5.11
空调	22.54	26.48	24.77	20.37	4.76
洗衣机	41.82	64.53	40.68	30.34	6.44
小家电	32.78	27.31	25.8	24.49	5.6
其他白色家电	49.34	52.97	49.95	35.78	4.85
视听器材	49.72	62.86	43.38	30.19	2.45
彩电	49.72	61.55	43.38	30.19	2.4
沪深 300	21.7	23.66	21.62	17.79	3.34
上证综合指数成份	22.19	24.02	21.9	18.09	3.3
全部 A 股	24.6	26.48	23.81	19.39	3.56

数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

重点上市公司

格力电器（000651）

公司 1-9 月实现营业总收入 306.76 亿元，同比减少 12.63%；实现归属于上市公司股东净利润 19.92 亿元，同比增加 41.97%；实现每股收益 1.06 元，同比增加 41.33%；实现每股经营活动净现金流 11.84 元，同比增加 5920%。

公司 1-9 月综合毛利率达 25.19%，同比大幅提高 6.3%，原材料价格下降是主要原因。公司对市场价格进行了调整，加大了对终端的投入，09 年产品结构变化较大，渠道建设投入也较大。

格力电器已经具备了低频 15HZ 的变频空调技术，格力是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节能产品惠民工程中的高效节能空调器推广实施细则助力能效升级，格力的变频空调业务将逐步上量，可能是未来收入主要增长点。格力电器在家用空调市场内销比重超过 50% 的份额，公司未来商用空调的销售收入完全可能超过家用空调。冷库、冷藏车等制冷领域，以及上游压缩机等行业，都将是格力电器未来业务发展的可能方向。

我们对公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.30、1.60 的盈利预测。给予 10 年 20 倍 PE，目标价格 32 元左右。近期股价涨幅较大，维持“推荐”的投资评级。

九阳股份（002242）

公司前三季度公司营业收入 33.64 亿元，同比增长 23.04%，净利润 4.72 亿元，同比增长 18.09%，每股收益 0.93 元。

由于 09 年以来的煤气价格下降，电磁炉产品受燃气灶具产品替代效应影

响，收入下降。豆浆机业务表现较好，预计三季度收入规模在 10 亿元左右，同比增速超过了 30%。公司毛利相对稳定销售费用控制良好。由于三聚氰胺事件，使得公司去年同期 3-4 季度业绩出现爆发增长，基数较高，09 年 3 季度收入增速回落。从近期的销售来看，各类产品仍然保持较好的增长势头，而电磁炉的销售也有所恢复。公司调整募集资金投资项目，新（改）建豆浆 5S 店 1300 家。更多 5S 店的建设有助于增加各主要产品的销售。公司发展前景依然看好。

我们对公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.36、1.70 的盈利预测，给予 10 年 20 倍 PE，目标价格 34 元左右。维持“推荐”的投资评级。

海信电器（600060）

公司 1-9 月共实现营业收入 130.49 亿元，同比增长 30.47%，共实现归属于母公司净利润 3.09 亿元，同比增长 121.31%，共实现每股收益 0.626 元。公司作为国内平板电视龙头，在液晶模组制造带来的成本控制优势，同时公司将进一步向上游产业链延伸。公司营业收入的增长主要是因为内销以及外销同时增长所致，三季度出口大幅增长是公司的业绩大幅度的增长重要原因。内外需求好转为公司业绩增长奠定基础。随着液晶电视取代 CRT 电视的进程的继续，公司在液晶电视领域具有先发优势，公司在技术研发上持续投入，陆续推出 LED 背光平板电视、蓝媒 V88 系列平板网络电视等产品，公司的业绩将保持快速增长，但增速将会回落。公司历年来第四季度占公司收入比重较大，随着彩电销售旺季的到来，家电下乡彩电销售额加速上升、同时家电“以旧换新”政策的深入、出口的复苏，公司彩电销售都表现出良好态势，公司第四季度依然有望带来惊喜。

我们预计 2009-2011 年销售收入分别为 18.27 亿元、22.28 亿元、25.62 亿元，净利润分别为 4.60 亿元、5.29 亿元、5.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.07 元、1.18 元。目标价 20.14 元，对应 10 年 EPS20 倍 PE。维持“推荐”评级。若考虑公司增发因素，将会有相应摊薄，估值将会升高，投资者要谨慎。

美的电器（000527）

公司 1-9 月实现营业总收入 356.57 亿元，同比减少 4.51%；实现归属于上市公司股东净利润 15.51 亿元，同比增加 26%；实现每股收益为 0.75 元，同比增加 27.12%；实现每股经营活动净现金流 1.53 元。

公司变频空调消费比率有明显上升趋势，零售市场份额超过 20%；冰箱方面，双门冰箱仍占据主角地位，但多门冰箱产品比重有所上升，特别是在国内重点城市，多门、对开门等高端冰箱的消费开始进入提速期；洗衣机方面，滚筒洗衣机零售额占比提升，同时家电下乡为波轮洗衣机市场扩容带来新机遇。

公司商用空调产品 2008 年销售收入居国内品牌第一；压缩机方面公司产

品在国内市场的占有率从 2005 年的 13.10% 提高到 2008 年的 15.93%，排名第一。公司成功增发后，重点投入冰洗和商用空调业务，增长前景可期。公司各产品在家电下乡中都受益较大，随着家电下乡效果的深化，公司将获得更大的受益。

我们调高对公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.92、1.15 的盈利预测，给予 10 年 20 倍 PE，目标价格 23 元左右。维持“推荐”的投资评级。

表 4 重点上市公司估值指标情况及评级（单位：倍）

公司	评级	EPS（元）			PE（倍）		
		08A	09E	10E	08	09E	10E
格力电器	推荐	1.68	1.30	1.60	16.01	20.69	16.81
九阳股份	推荐	2.25	1.36	1.70	13.01	21.53	17.22
海信电器	推荐	0.46	0.93	1.07	50.04	24.75	21.51
美的电器	推荐	0.55	0.92	1.15	40.22	24.04	19.23

数据来源：爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/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;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。