



# 家电行业稳步发展 关注黑白电龙头

## - 2010 年家电行业投资策略

刘迟到 金嫣

021-64718888

liuchidao@stocke.com.cn

### 本报告导读：

- 国家政策继续助力家电行业稳步发展
- 白电行业高利润水平将继续维持 黑电面板瓶颈初步缓解
- 关注受益家电下乡、消费升级和出口改善的行业龙头

### 投资要点：

#### ■ 家电行业业绩持续向好或超预期，给予“买入”投资评级

以下三个因素将为家电行业收入和利润持续增长提供有力保障：家电下乡政策放宽（产品限价取消）、消费升级（节能补贴和以旧换新）、出口改善。作为寡头垄断（空调）和寡头竞争（冰洗、黑电）的行业，家电板块各个上市公司规模优势明显，相对中小企业其经营稳定性和抵御风险能力在此次全球金融危机的洗礼下得到了充分验证，业绩的持续向好或者超预期将成为贯穿 2010 年全年的投资主线，首次给予家电行业“买入”投资评级。

#### ■ 国家政策助力家电行业稳步发展

截止 2010 年 10 月 31 日，冰箱销量和销售额分别占下乡产品总销量和销售额的 49.04% 和 54.49%，冰箱行业成为家电下乡的最大赢家，家电下乡限价取消将成为 2010 年家电下乡政策力度继续加大的最大亮点。如果以旧换新推广至全国，考虑到收入水平、地域等因素，经测算未来一年日均家电以旧换新金额应不低于 3 亿元（08 年我国家电销售总金额 6800 亿元左右），以旧换新将极大地刺激我国城镇家电市场的更新换代需求。

#### ■ 白电行业高毛利水平将维持 平板电视进入发展黄金期

白电行业集中度逐步提高，行业龙头上下游议价能力加强；消费升级下，中高端产品出货占比提升；在上游原材料价格涨幅有限前提下，2010 年白电行业将维持高毛利润水平。彩电行业进入更新高峰期，上游面板瓶颈有望在明年年底得到初步缓解，我国跨入平板电视发展的黄金时期。

#### ■ 建议关注受益国家政策扶植、出口改善超预期的细分行业龙头

白电、黑电细分行业龙头规模、技术、品牌以及渠道等各方面优势明显，无疑是家电下乡和以旧换新过程中的主要受益者。空调出口占其总销量的 55% 以上，冰箱、洗衣机出口占总销量的 40% 左右，随着全球经济走出低谷，海外家电需求回暖迹象明显。由于 2009 年出口基数较低，明年家电出口有可能大幅反弹，出口比重高的公司业绩超预期可能性较大。建议持续关注受益于国家政策扶植、出口改善超预期的细分行业龙头，重点推荐白电龙头青岛海尔（600690）、美的电器（000527），空调阀门行业龙头三花股份（002050）以及平板电视龙头海信电器（600060），分别给予以上四家公司“买入”投资评级。

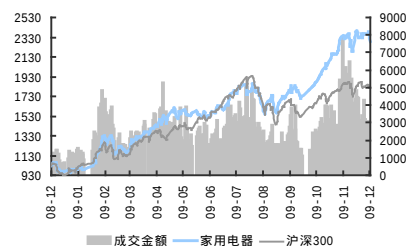
### 细分行业评级

|     |    |
|-----|----|
| 白电  | 买入 |
| 黑电  | 买入 |
| 小家电 | 中性 |

### 公司推荐

|       |    |
|-------|----|
| 美的电器  | 买入 |
| 青岛海尔  | 买入 |
| 三花股份  | 买入 |
| 小天鹅 A | 中性 |
| 格力电器  | 买入 |
| 海信电器  | 买入 |
| 盾安环境  | 中性 |
| 苏泊尔   | 中性 |
| 九阳股份  | 中性 |

### 家电行业 52 周市场表现





## 正文目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1、2010 年家电行业表现仍将亮丽 .....                  | 4  |
| 2、2009 年行业运行回顾 .....                      | 4  |
| 2.1、空调库存问题解决 盈利水平提升成为最大亮点 .....           | 4  |
| 2.2 农村市场的快速增长抵御出口衰退冲击 .....               | 6  |
| 2.3 LCD电视成彩电市场绝对主流 .....                  | 7  |
| 3、2010 年家电内销百尺竿头 更进一层 .....               | 7  |
| 3.1 家电下乡继续推动农村市场扩张 .....                  | 8  |
| 3.1.1 冰箱行业最受益于家电下乡政策推广 .....              | 8  |
| 3.1.2 预计明年农村市场将进一步爆发 .....                | 8  |
| 3.2 节能补贴、以旧换新拉动城市家电更新换代需求 .....           | 10 |
| 3.2.1 节能补贴促进空调产业升级 冰洗、彩电或成未来新的政策关注点 ..... | 10 |
| 3.2.2 以旧换新加快彩电向平板时代过渡步伐 .....             | 11 |
| 4、家电出口已见底 2010 年全面回暖是大概率事件 .....          | 12 |
| 4.1 家电出口降幅逐月收窄 .....                      | 12 |
| 4.2 美国消费耐用消费订单见底 明年全球需求或将回升 .....         | 14 |
| 5、白电将维持高利润率水平 黑电明年第四季度面板瓶颈得到初步缓解 .....    | 15 |
| 5.1 集中度持续提高 白电行业将维持高毛利率水平 .....           | 15 |
| 5.2 上游面板瓶颈解决 彩电行业跨入新的发展黄金期 .....          | 16 |
| 6、投资策略：积极关注受益家电下乡、消费升级和出口回暖的龙头 .....      | 17 |
| 6.1 龙头公司是家电下乡的主要受益者 .....                 | 17 |
| 6.2 消费升级和出口回暖将成为业绩超预期的主要动力 .....          | 18 |
| 7、重点公司推荐 .....                            | 18 |





## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 上证综合和家电行业历史市盈率对比.....                   | 4  |
| 图 2: 2006 年—2009 年空调生产企业库存数量.....            | 5  |
| 图 3: 家用空气调节器具行业毛利率.....                      | 5  |
| 图 4: 空调出厂价格指数 (去年同期=100).....                | 6  |
| 图 5: 2008 年、2009 年冰箱总销量、内销量及相应增速.....        | 6  |
| 图 6: 2008 年、2009 年洗衣机总销量、内销量及相应增速.....       | 7  |
| 图 7: CRT 总销量、内销量及相应增速.....                   | 7  |
| 图 8: LCD 电视总销量、内销量及相应增速.....                 | 7  |
| 图 9: 我国各省下乡销量占比.....                         | 8  |
| 图 10: 2009 年 1-7 月国内空调销售结构.....              | 11 |
| 图 11: 不同时间段家电以旧换新单日平均销售金额.....               | 11 |
| 图 12: 2008 年、2009 年空调出口量及增速.....             | 13 |
| 图 13: 2008 年、2009 年冰箱出口量及其增速.....            | 13 |
| 图 14: 2008 年、2009 年洗衣机出口量及其增速.....           | 13 |
| 图 15: 2008 年我国家电出口到全球各地占比.....               | 14 |
| 图 16: 美国耐用消费品订单及出货.....                      | 14 |
| 图 17: 03 年—09 年铜和冷轧钢材价格.....                 | 15 |
| 图 18: 2005 年—2009 年空调行业各品牌市场份额.....          | 15 |
| 图 19: 上市公司中空调、冰箱、洗衣机子行业毛利率.....              | 16 |
|                                              |    |
| 表 1: 各类家电下乡产品销售量、销售金额占比.....                 | 8  |
| 表 2: 我国各省农村人口数量、人均收入以及家电普及率.....             | 9  |
| 表 3: 2008 年农村家庭家电普及率提升幅度.....                | 10 |
| 表 4: 预计 2009 年各类家电下乡销量及对农村家庭普及率的提升.....      | 10 |
| 表 5: 2006 年、2009 年平板电视存量及户均渗透率.....          | 12 |
| 表 6: 2010 年平板彩电销量敏感性分析.....                  | 12 |
| 表 7: 2007 年、2008 年国产品牌和外资品牌平板电视销售量和金额占比..... | 16 |
| 表 8: 2012 年前我国将开建的高世代液晶生产线.....              | 17 |
| 表 9: 家电下乡中家电集团市场份额.....                      | 17 |
| 表 10: 主要家电板块上市公司出口占总收入比重.....                | 18 |
| 表 11: 重点上市公司盈利预测与估值.....                     | 19 |





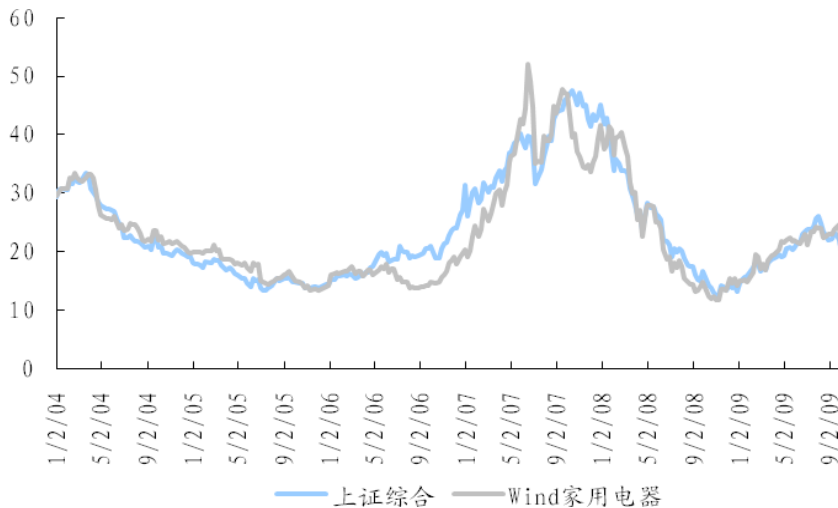
## 1、2010 年家电行业仍将表现亮丽

在家电下乡、以旧换新、节能补贴等政策刺激和房地产回暖带动下，家电行业从第二季度开始逐步摆脱第一季度和去年第四季度景气度低迷的局面：根据国家统计局公布的数据，1-8 月份，家用电力器具制造行业收入同比下降 1.79%，收入降幅环比前 5 个月进一步收窄，上游原材料价格同比大幅下降、产品结构改善使得家电行业盈利水平接近历史高位，前 8 个月利润总额同比增长 34.5%，增速基本恢复到 2006 年、2007 年的水平，9 月以来家电销售延续前期火爆状态，2009 年行业收入和利润双双实现增长已成定局。

三季报公布后，大多数家电企业业绩普遍超出市场预期成为家电板块相关上市公司股价快速上扬的直接催化剂，同时相关资产重组、政策放宽等因素也对家电板块估值提升起到了较大的促进作用。2009 年初至 12 月 21 日，家电板块累计上涨 121.05%，在申万一级行业分类中排名第四，整体市盈率也由年初的 15 倍左右，提升到约 27 倍的水平。虽然相对大盘整体家电板块存在三倍左右的溢价，但家电行业 2010 年业绩增长明确，当前的溢价仍属合理范围之内。

我们认为以下三个因素将为家电行业收入和利润的持续增长提供有力保障：家电下乡政策力度加大（产品限价取消）；消费升级（节能补贴、以旧换新）、出口改善。作为寡头垄断（空调）和寡头竞争（冰洗、黑电）的行业，家电板块各个上市公司规模优势明显，其经营发展稳定性和抗风险能力在此次全球金融危机的洗礼下得到充分的验证，业绩的持续向好或者超预期将成为贯穿 2010 年全年的投资主线，同时建议关注资产收购或重组带来的投资性机会，首次给予家电行业“买入”投资评级。

图 1：上证综合和家电行业历史市盈率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

## 2、2009 年行业运行回顾

### 2.1、空调库存问题解决 盈利水平提升成为最大亮点

2008 年底，行业内 3 级以下低效能空调库存约 1500 万台，成为空调企业尤其是行业龙头格力和美的的隐患，进入 4 月空调传统销售旺季，全国各地持续高温，低效能空调库存被迅速消化，到 7 月底行

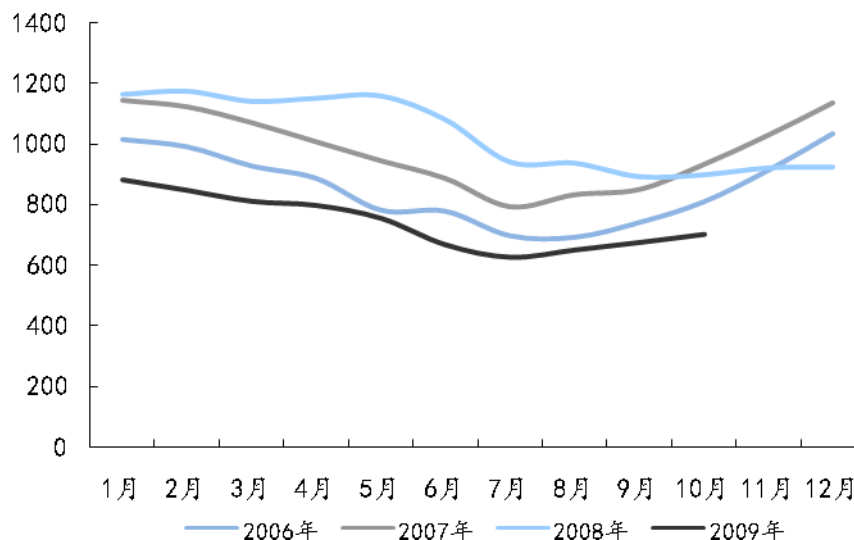




业仅库存空调 623.4 万台，为近 4 年来新低。库存清理后，一方面可以提高空调企业的资产和现金周转率，另一方面也使得格力等空调生产企业轻装上阵布局变频空调、迎接新国标的出台。

图 2：2006 年—2009 年空调生产企业库存数量

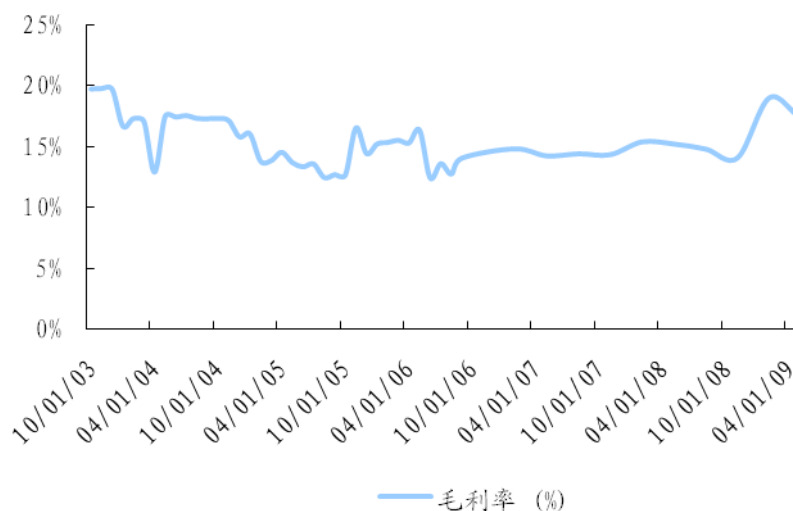
单位：万台



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

2009 年 1-10 月格力和美的空调市场占有率合计达到 64%，和 2008 年相比提高 6 个百分点，格力和美的垄断寡头地位进一步得到巩固，龙头企业对上下游的议价能力也同时提高。虽然上游铜、钢材等大宗原材料价格低位运行，但空调生产企业通过调整产品结构，产品出厂价格仍有所提高，从而提升了整个行业盈利能力，前 8 个月，行业整体毛利率达到 17.17%，和去年同期相比提高 2.35 个百分点。

图 3：家用空气调节器具行业毛利率

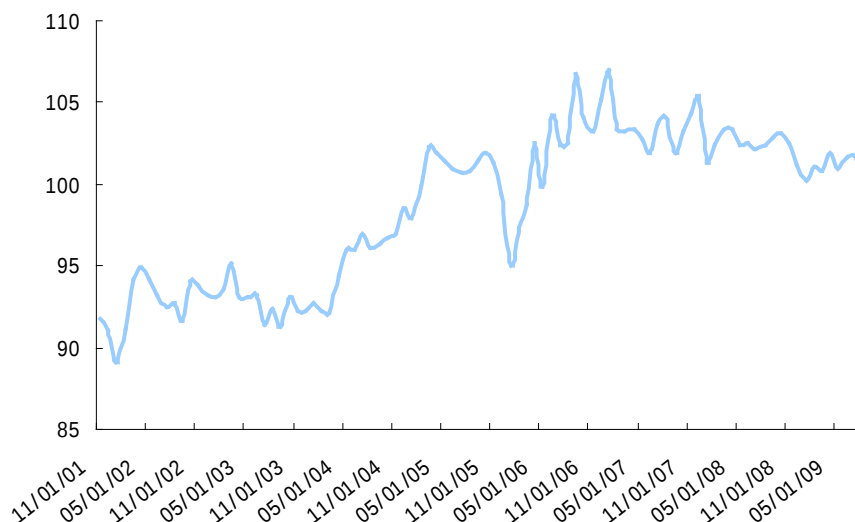


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所





图 4: 空调出厂价格指数 (去年同期=100)



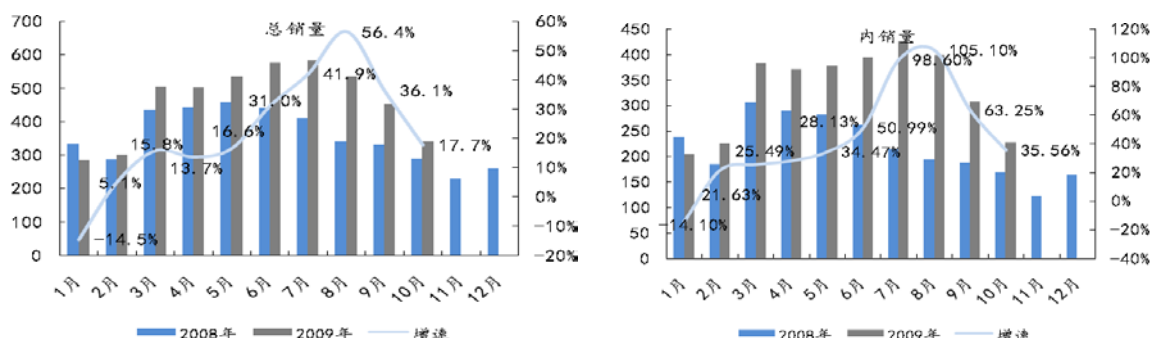
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

## 2.2 农村市场的快速增长抵御出口衰退冲击

2009年1-10月,我国共销售冰箱4613.47万台,同比增长22.37%,其中内销3311.71万台,同比增长42.60%,出口1301.18万台,同比下降10.13%;销售洗衣机3236.8万台,同比增长2.67%,其中内销2188.04万台,同比增长11.0%,出口1048.4万台,同比下降11.27%。受全球金融危机的影响,我国家电出口也受到较大冲击,但家电下乡政策的推广使得我国冰洗市场总体能够保持平稳运行,根据家电下乡系统公布的数据,1-10月份,下乡冰箱销量1367.02万台,洗衣机销量341.23万台,分别占冰箱和洗衣机内销总量的41.27%和15.60%,2008年农村冰箱普及率仅30.19台/百户,还不及城镇家庭上世纪80年代末水平,在家电下乡政策的引领下,农村市场已成为促进我国冰洗市场稳定运行的重要推动力。

图 5: 2008 年、2009 年冰箱总销量、内销量及相应增速

单位: 万台



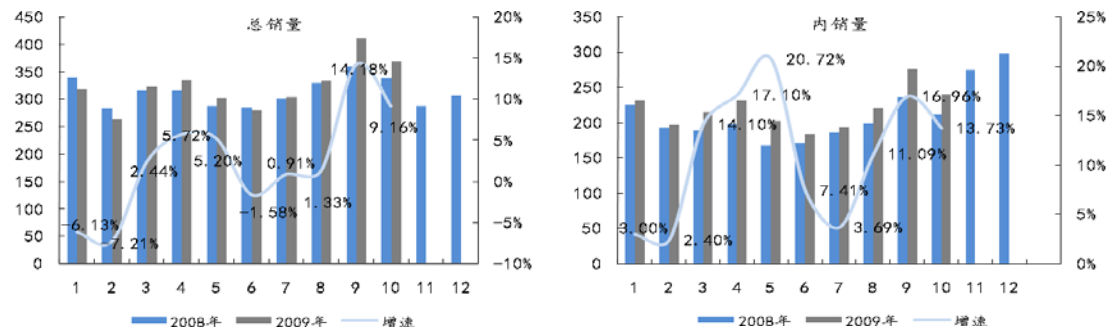
资料来源: 产业在线、浙商证券研究所





图 6：2008 年、2009 年洗衣机总销量、内销量及相应增速

单位：万台



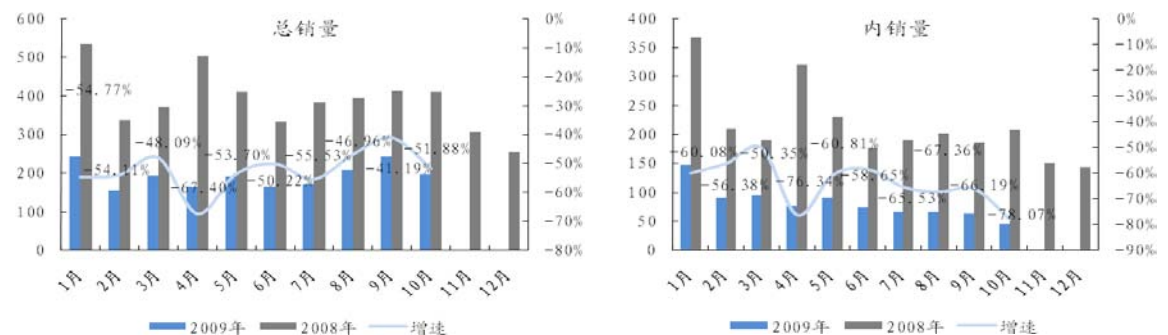
资料来源：产业在线、浙商证券研究所

## 2.3 LCD 电视成彩电市场绝对主流

2009 年 1-10 月份，我国共销售 CRT 电视 1930.93 万台，同比下降 52.85%，其中内销 813.52 万台，同比下降 64.42%；销售 LCD 电视 5073.57 万台，同比增长 51.47%，其中内销 1941.26 万台，同比增长 83.84%，无论从出口还是内销市场来看，LCD 电视已成为彩电市场绝对主流。

图 7：CRT 总销量、内销量及相应增速

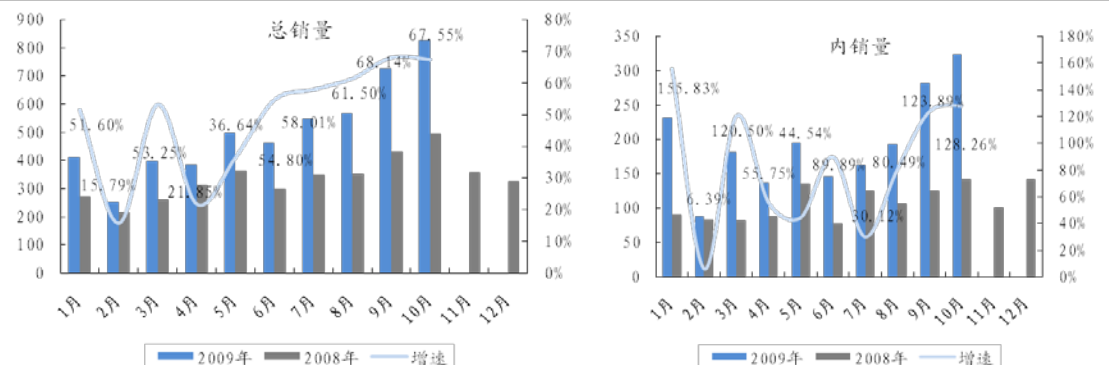
单位：万台



资料来源：产业在线、浙商证券研究所

图 8：LCD 电视总销量、内销量及相应增速

单位：万台



资料来源：产业在线、浙商证券研究所





### 3、2010 年家电内销百尺竿头 更上一层楼

#### 3.1 家电下乡继续推动农村市场扩张

##### 3.1.1 冰箱行业最受益于家电下乡政策推广

截至 2010 年 10 月 31 日,我国共销售家电下乡产品 2787.8 万台,其中冰箱 1367.0 万台,彩电 578.84 万台,洗衣机 341.23 万台,储水式电热水器 23.12 万台,太阳能热水器 30.02 万台,微波炉、电磁炉等其他家电销量均在 10 万台之下。冰箱销量和销售额分别占下乡产品总销量和金额的 49.04%和 54.49%,2008 年底,农村每百户空调、冰箱、洗衣机和彩电的拥有量分别为 9.82 台、30.19 台、49.11 台和 99.22 台,从农村家庭实际需要和普及率来讲,冰箱行业成为家电下乡的最大赢家在预期之内。

表 1: 各类家电下乡产品销售量、销售金额占比

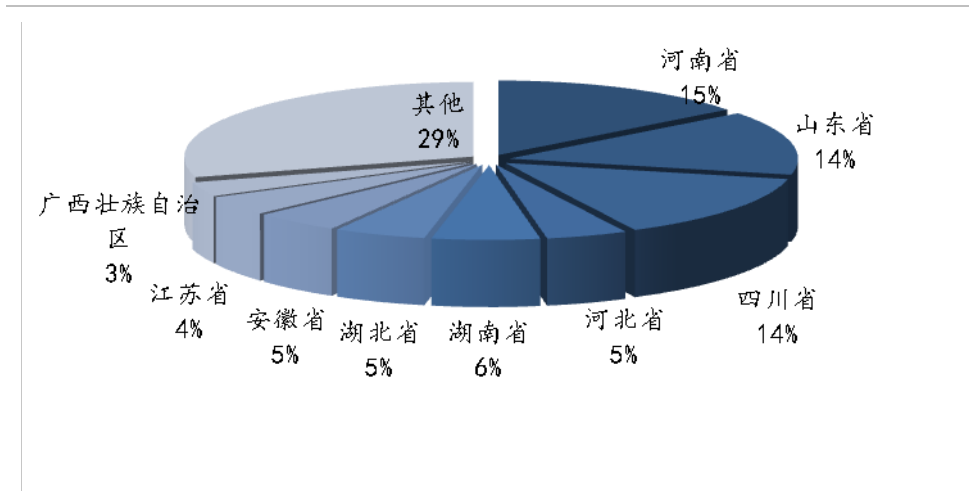
| 产品类别 | 销量(万台)  | 占总销量比例 | 销售额(万元)      | 占总销售金额比例 |
|------|---------|--------|--------------|----------|
| 冰箱   | 1367.02 | 49.04% | 2,791,907.77 | 54.91%   |
| 洗衣机  | 341.23  | 12.24% | 374,552.57   | 7.37%    |
| 彩电   | 578.84  | 20.76% | 829,254.24   | 16.31%   |
| 空调   | 243.19  | 8.72%  | 644,524.00   | 12.68%   |

资料来源: 家电下乡信息系统、浙商证券研究所

##### 3.1.2 预计明年农村市场将进一步爆发

河南、山东和四川三省从 08 年就开始试点家电下乡、因此,无论从宣传力度、销售渠道还是政府推广经验等方面优势明显,截止 10 月末,三省家电下乡销量合计占总销量的 46.61%。河南、四川和山东三省农村人口数量在我国大陆各省中排名前三,人均收入和家电普及率处于中游。随着家电下乡政策的进一步推广和完善,如下乡家电限价政策取消、简化补贴政策试点省市推广到全国等等,预计河北、山西、江苏、安徽等省将成为 2010 年家电下乡的主要增长省份,从而带动农村市场的爆发。

图 9: 我国各省下乡销量占比



资料来源: 家电下乡信息系统、浙商证券研究所





表 2: 我国各省农村人口数量、人均收入以及家电普及率

|       | 农村人口数量(万人) | 农村人均纯收入(元) | 农村家庭家电普及率(台/百户) |       |       |        |
|-------|------------|------------|-----------------|-------|-------|--------|
|       |            |            | 洗衣机             | 电冰箱   | 空调机   | 彩色电视机  |
| 全 国   | 72,135.00  | 4,760.62   | 49.11           | 30.19 | 9.82  | 99.22  |
| 河 南   | 6,031.73   | 4,454.24   | 73.40           | 27.07 | 11.36 | 100.05 |
| 四 川   | 5,094.39   | 4,121.21   | 56.03           | 29.20 | 4.18  | 96.73  |
| 山 东   | 4,934.63   | 5,641.43   | 64.93           | 46.67 | 7.64  | 106.62 |
| 河 北   | 4,060.50   | 4,795.46   | 82.43           | 37.83 | 6.98  | 114.29 |
| 湖 南   | 3,690.83   | 4,512.46   | 34.19           | 25.89 | 6.14  | 89.59  |
| 安 徽   | 3,650.33   | 4,202.49   | 45.23           | 40.71 | 13.77 | 102.81 |
| 江 苏   | 3,508.53   | 7,356.47   | 85.47           | 48.47 | 35.29 | 129.09 |
| 广 东   | 3,495.97   | 6,399.79   | 37.07           | 34.88 | 27.77 | 114.18 |
| 湖 北   | 3,129.63   | 4,656.38   | 37.12           | 30.52 | 9.91  | 102.24 |
| 云 南   | 3,043.81   | 3,102.60   | 33.71           | 9.75  | 0.17  | 88.96  |
| 广 西   | 2,978.21   | 3,690.34   | 9.98            | 16.00 | 1.60  | 95.28  |
| 贵 州   | 2,688.67   | 2,796.93   | 41.79           | 14.91 | 0.98  | 83.48  |
| 江 西   | 2,580.16   | 4,697.19   | 9.84            | 22.04 | 4.12  | 95.76  |
| 陕 西   | 2,178.20   | 3,136.46   | 63.92           | 15.27 | 2.93  | 100.23 |
| 浙 江   | 2,170.88   | 9,257.93   | 60.81           | 83.37 | 67.00 | 154.78 |
| 山 西   | 1,872.08   | 4,097.24   | 77.14           | 23.05 | 3.43  | 104.10 |
| 福 建   | 1,805.60   | 6,196.07   | 57.47           | 57.03 | 23.52 | 119.01 |
| 甘 肃   | 1,783.18   | 2,723.79   | 52.11           | 10.94 | 0.22  | 99.89  |
| 辽 宁   | 1,723.72   | 5,576.48   | 72.28           | 44.44 | 0.79  | 109.79 |
| 黑龙江   | 1,706.12   | 4,855.59   | 75.58           | 35.18 | 0.58  | 106.16 |
| 重 庆   | 1,419.78   | 4,126.21   | 36.22           | 32.67 | 6.67  | 94.33  |
| 新 疆   | 1,286.15   | 3,502.90   | 38.00           | 30.32 | 0.32  | 77.03  |
| 吉 林   | 1,279.24   | 4,932.74   | 72.44           | 29.06 | 0.69  | 106.25 |
| 内 蒙 古 | 1,165.59   | 4,656.18   | 52.33           | 29.32 | 0.63  | 94.81  |

资料来源: 家电下乡信息系统、浙商证券研究所

家电下乡不但减缓了家电生产企业遭受的海外市场冲击,同时也拉动了国内消费、提高农民生活水平,促成了多赢得结果。我们理论上可以按照各省农村人口、收入水平、户均家电拥有量以及 09 年河南、山东和四川省下乡家电的数量来测算 2010 年农村家电市场销量,但由于还受地域、生活习惯等各方面因素的影响,我们仍以全国农村家庭家电普及率的拉动幅度来测算 2010 年农村市场各类家电的大致销量。

2008 年农村人口总数约 7.21 亿,平均家庭规模 3.25 人/户(城镇家庭户均 2.91 人/户,农村家庭户均 4.01 人/户),在不考虑农村更新需求的情况下,家电下乡销量分别提升农村家庭冰箱、洗衣机、空调和彩电普及率 7.19 百分点、1.96 百分点、1.28 百分点、3.19 百分点。





表 3: 2008 年农村家庭家电普及率提升幅度

|     | 农村家庭家电普及率提升幅度(台/百户) |      |      |       |
|-----|---------------------|------|------|-------|
|     | 洗衣机                 | 电冰箱  | 空调机  | 彩色电视机 |
| 全 国 | 3.17                | 4.07 | 1.28 | 4.84  |
| 河 南 | 3.47                | 4.95 | 2.46 | 3.22  |
| 四 川 | 5.53                | 7.83 | 0.56 | 3.26  |
| 山 东 | 7.57                | 7.24 | 1.45 | 3.07  |

资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

表 4: 预计 2009 年各类家电下乡销量及对农村家庭普及率的提升

|     | 农村家庭家电普及率提升幅度(台/百户) |       |      |       |
|-----|---------------------|-------|------|-------|
|     | 洗衣机                 | 电冰箱   | 空调机  | 彩色电视机 |
| 全 国 | 1.96                | 7.19  | 1.28 | 3.19  |
| 河 南 | 3.33                | 10.82 | 2.07 | 6.86  |
| 四 川 | 3.38                | 14.42 | 1.05 | 8.37  |
| 山 东 | 3.99                | 15.90 | 0.82 | 7.73  |

资料来源: 家电下乡信息系统、浙商证券研究所

从以上河南、四川、山东和全国农村家庭家电普及率提升幅度的对比可以看出, 家电下乡对农村家电普及的提升作用相当明显。根据我们的判断, 随着家电下乡政策的深入, 家电下乡对 2010 年农村家电普及率提高作用将进一步强化, 我们预计 2010 年农村市场冰箱、洗衣机、空调和彩电每百户拥有量将分别提高 10 个百分点、4 个百分点、2.5 个百分点和 8 个百分点, 同时考虑到农村部分更新、非通过家电下乡的首次购买家电需求, 预计 2010 年农村冰箱、洗衣机、空调和彩电需求将达到约 2200 万台、900 万台、550 万台、1700 万台。

### 3.2 节能补贴、以旧换新拉动城市家电更新换代需求

#### 3.2.1 节能补贴促进空调产业升级 冰洗、彩电或成未来新的政策关注点

6 月份, 国家出台对 1、2 级高效能空调补贴政策, 根据制冷量不同, 补贴幅度在 300-850 元/台不等。10 月份, 美的电器公布预计 09 年可获得政府补贴 6 亿元, 格力电器预计可获得国家政府补贴 1.08 亿元, ST 科龙预计节能补贴将增加公司 09 年利润约 4400 万元, 节能补贴直接拉动了相关公司的利润增长。虽然新空调能效等级标准迟迟未出台, 但从趋势上来看淘汰 2 级或 3 级以下低效能空调已成必然, 格力、海尔等公司已停产低效空调, 美的也是以销定产低效空调, 国家空调节能补贴政策将助力我国空调行业继 2005 年后又一次升级。

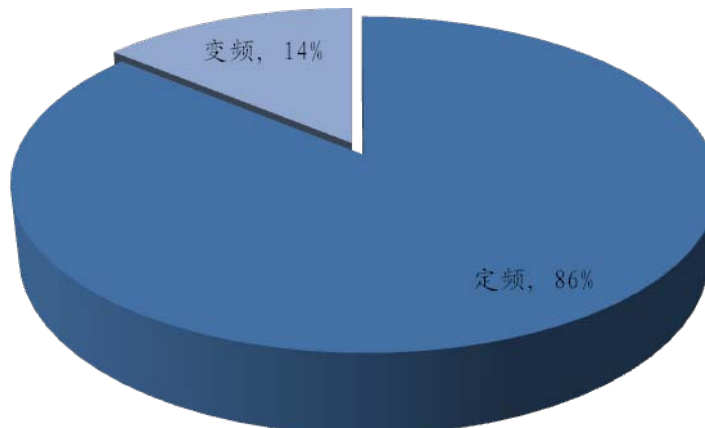
虽然不同能效等级空调销量占比统计数字较难获得, 但是从各方渠道中调研中发现, 国内一线城市尤其是北京、上海等特大型城市已难觅 3 级以下能效空调。另一方面规模化生产、原材料成本的降低, 变频空调价格逐渐平民化, 变频空调市场销量的快速提升也可以从侧面反映国内空调行业升级步伐的加快。2009 年前七个月, 我国空调内销量中变频占 13.89%, 同比增长 107.94%, 定频空调销量占 86.11%, 同比下降 2.03%, 变频空调销量增速远超行业平均水平, 同时变频空调平均价格超出定频空调 1331 元, 达到 4039 元。在各大空调生产企业的大力推广下, 变频空调市场占有率迅速提升, 毛利率更高的高效能空调和变频空调销售比例的大幅提升, 在空调产业升级的同时也为企业带来了较高的利润水平, 前





三季度，格力电器、美的电器的毛利率均达到近几年最高水平。根据国家发改委和财政部的计划，2010年冰箱、洗衣机和彩电、热水器等将纳入节能补贴的范围，必将拉动这几个子行业的更新换代步伐，未来几年我国家电行业将面临进一步的升级。

图 10: 2009 年 1-7 月国内空调销售结构



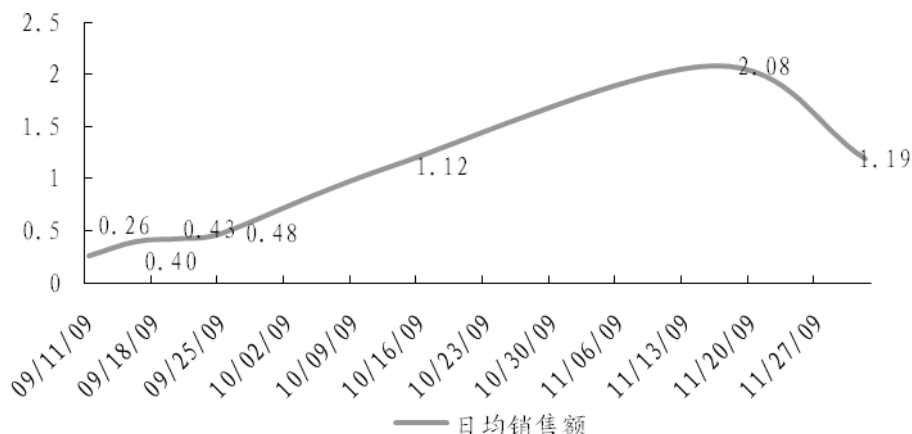
资料来源：产业在线、浙商证券研究所

### 3.2.2 以旧换新加快彩电向平板时代过渡步伐

截止 12 月 2 日，国家开展以旧换新以来，共通过以旧换新销售电视 116.7 万台，洗衣机 41.3 万台、冰箱 39 万台、空调 32 万台，电脑 26.9 万台，销售金额达到 100.44 亿元，虽然以旧换新相对整个家电产业年销售总额来说，拉动作用杯水车薪，但是我们不能忽略当前以旧换新试点地区也仅有北京、天津、上海等 9 个省市（合计人口数量占全国总人数比例 28% 左右），并且试点时间也仅从 9 月开始。从 9 月初国家公布数据分析，以旧换新销量及金额快速增长，9 月份单日平均以旧换新家电销售金额不足 0.5 亿元，11 月 16 日至 12 月 2 日期间日均销售金额达到 1.19 亿元。

图 11: 不同时间段家电以旧换新单日平均销售金额

单位：亿元



资料来源：以旧换新信息系统、浙商证券研究所

以旧换新与各相关试点省市居民收入、家电普及时间等多种因素相关，如果以旧换新推广至全国，不考虑以上干扰因素，简单按照人口数量计算，日均以旧换新家电销售金额约在 5 亿左右，当然考虑到





非试点城市家电普及时间相对较晚、收入相对较低等因素，若推广至全国，未来一年日均家电以旧换新金额应不低于 3 亿元（08 年我国家电总销售金额 6800 亿元左右），因此，以旧换新将极大地刺激我国城镇家电市场更新需求的提高。

彩电是我国普及最早的家电，2000 年我国城镇和农村家庭每百户彩电拥有量已经分别达到 111.57 台、48.74 台，按照彩电使用年限 8—10 年计算，未来三年我国彩电行业进入更新换代高峰期，2008 年底，城镇家庭每百户彩电拥有量为 132.89 台，和 2007 年相比减少 4.90 台，而农村 2008 年家庭每百户彩电拥有量比 2007 年多 3.84 台，达到 99.22 台，说明未来我国平板电视需求将主要由消费升级带动的城镇更新需求和农村新置需求（家电下乡拉动）为主。

我们将从平板电视渗透率的角度来测算 2010 年我国平板电视的需求，并将对对平板电视的渗透率变化做出敏感性分析。

表 5：2006 年、2009 年平板电视存量及户均渗透率

|        | 城镇家庭<br>数量（亿<br>户） | 农村家庭<br>数量（亿<br>户） | 平板电视累<br>计销量（万<br>台） | 渗透率    |
|--------|--------------------|--------------------|----------------------|--------|
| 2006 年 | 1.96               | 1.82               | 470.30               | 1.25%  |
| 2007 年 | 2.04               | 1.81               | 1234.31              | 3.21%  |
| 2008 年 | 2.08               | 1.80               | 2253.88              | 5.80%  |
| 2009 年 | 2.13               | 1.79               | 4152.08              | 10.59% |

资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

按照正常的家庭户数增长来测算，预计 2010 年我国将有约四亿家庭，近四年来我国总体平板彩电户均渗透率增速以近几何级数提高，我们认为 2010 年渗透率提高幅度在 9.5%—10% 之间比较合理，平板电视销量在 3900 万台左右，和 2009 年相比提高约 47%。

表 6：2010 年平板彩电销量敏感性分析

|              |      | 渗透率提升幅度 |      |      |      |       |       |       |
|--------------|------|---------|------|------|------|-------|-------|-------|
|              | 0.20 | 8.0%    | 8.5% | 9.0% | 9.5% | 10.0% | 10.5% | 11.0% |
| 家庭户数<br>(亿户) | 3.96 | 3168    | 3366 | 3564 | 3762 | 3960  | 4158  | 4356  |
|              | 3.97 | 3176    | 3375 | 3573 | 3772 | 3970  | 4169  | 4367  |
|              | 3.98 | 3184    | 3383 | 3582 | 3781 | 3980  | 4179  | 4378  |
|              | 3.99 | 3192    | 3392 | 3591 | 3791 | 3990  | 4190  | 4389  |
|              | 4.00 | 3200    | 3400 | 3600 | 3800 | 4000  | 4200  | 4400  |
|              | 4.01 | 3208    | 3409 | 3609 | 3810 | 4010  | 4211  | 4411  |

资料来源：浙商证券研究所

## 4、家电出口已见底 2010 年全面回暖是大概率事件

### 4.1 家电出口降幅逐月收窄

我国空调产量占全球总产量的 75% 以上，小家电产品占比超过 80%，冰箱、洗衣机产量也占到 40% 以上，受金融危机、经济衰退的影响，我国作为全球最大和最重要的家电生产基地，其家电出口也必将受到较大冲击。前三季度，我国空调、冰箱和洗衣机出口量分别下降了 31.46%、12.08%、15.05%，但是伴

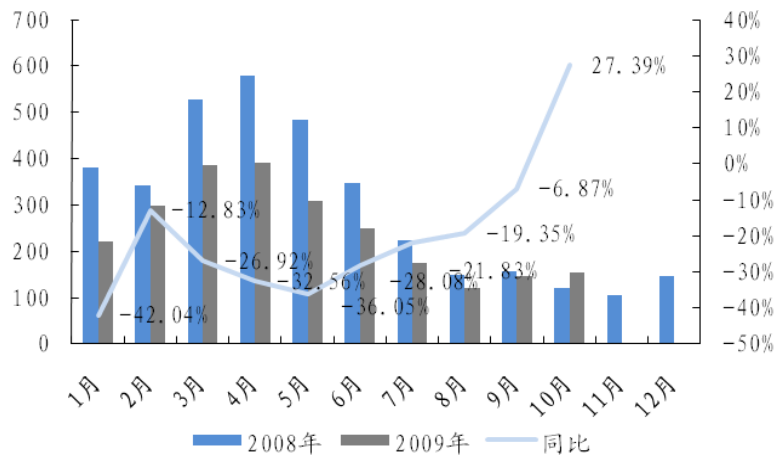




随着全球经济逐步走出低迷，自下半年以来，各类家电出口量触底反弹，10月份，空调、洗衣机出口量分别同比增长27.4%和1.51%，冰箱出口降幅收窄至6.96%。

图 12: 2008 年、2009 年空调出口量及增速

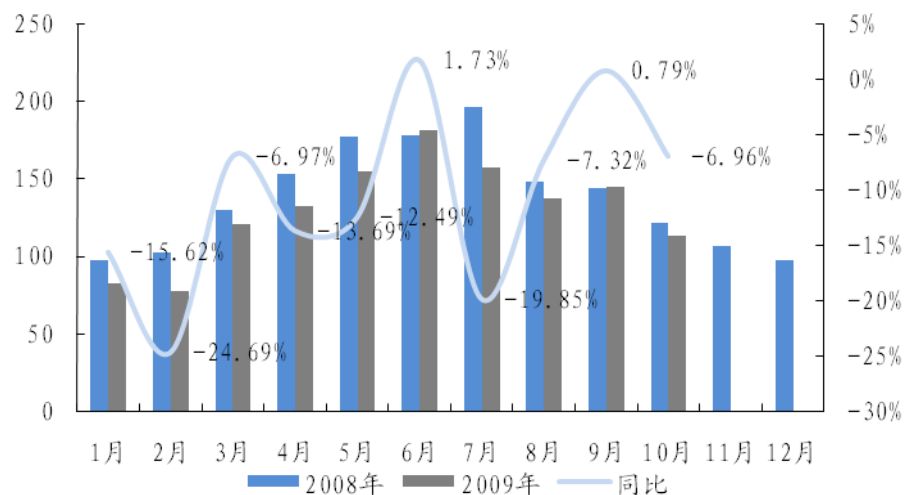
单位: 万台



资料来源: 产业在线、浙商证券研究所

图 13: 2008 年、2009 年冰箱出口量及其增速

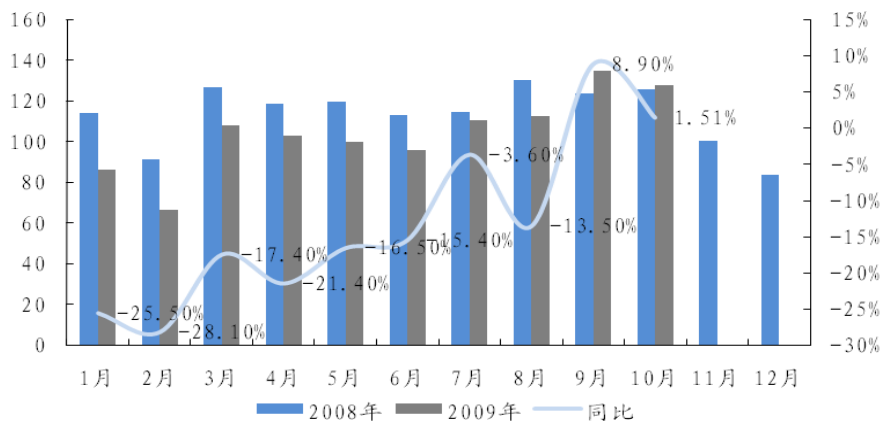
单位: 万台



资料来源: 产业在线、浙商证券研究所

图 14: 2008 年、2009 年洗衣机出口量及其增速

单位: 万台



资料来源: 产业在线、浙商证券研究所

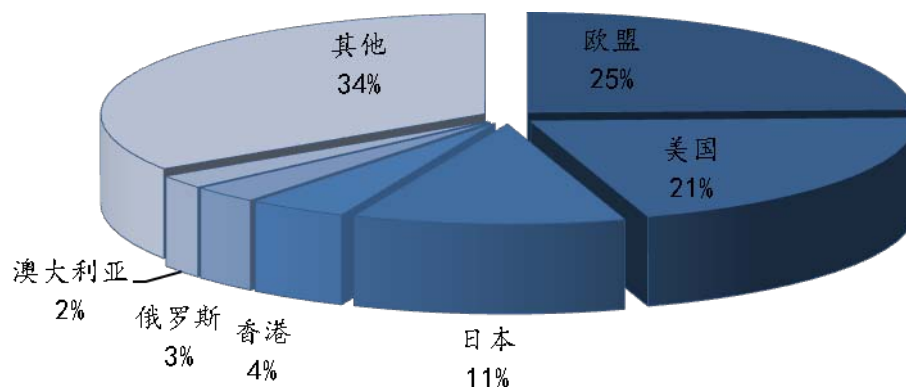




## 4.2 美国消费耐用消费订单见底 明年全球需求或将回升

2008 年,我国家电出口累计总额为 358.5 亿美元,其中对欧盟出口 87.9 亿美元,排名第一,对美国出口 73.7 亿美元,排名第二,对日本出口 41 亿美元,排名第三,对欧盟、美国、日本出口占 2008 年我国家电出口总额的 56.51%。美国经济是全球经济的主要动力之一,直接影响到欧盟、日本的经济发展。2009 年上半年,美国耐用消费品订单和出货下降至近 10 年最低水平,下半年以来逐渐保持稳定并有小幅反弹。在欧美经济继续回暖背景下,欧美耐用消费品订单将持续增长,经过金融危机后,我国家电企业的全球竞争力得到加强,相对东南亚其他家电出口国家,我国家电生产企业技术、劳动力成本等仍存在明显优势,我们判断 2010 年我国家电出口全面回暖属于大概率事件。

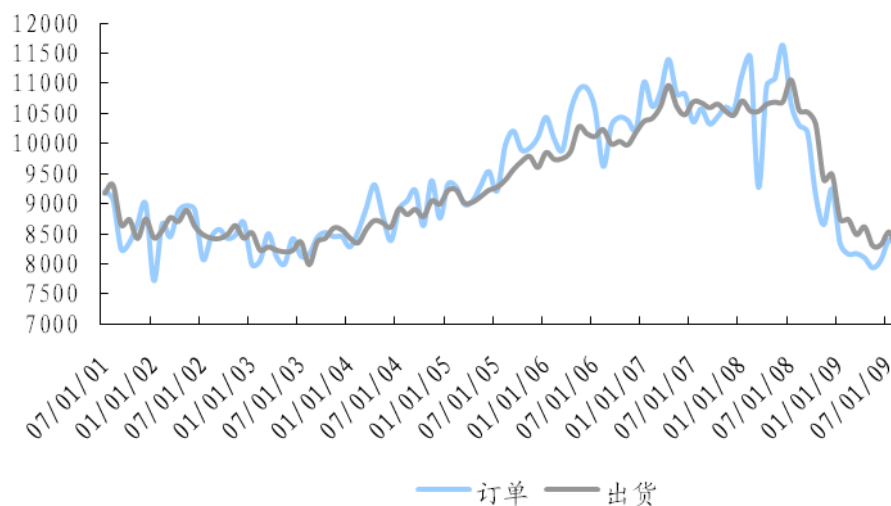
图 15: 2008 年我国家电出口到全球各地占比



资料来源: 中国海关、浙商证券研究所

图 16: 美国耐用消费品订单及出货

单位: 百万美元



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所





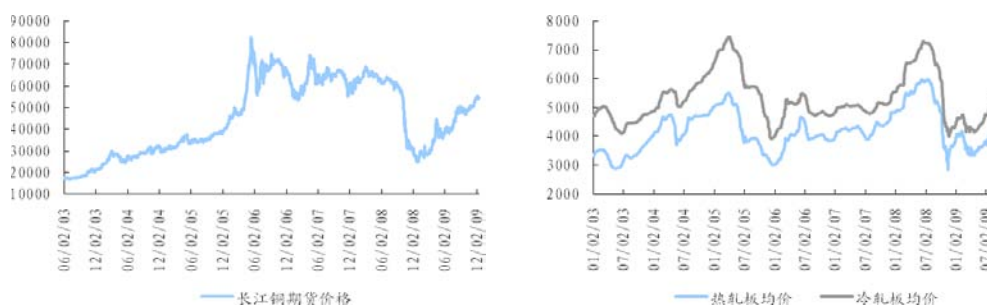
## 5、白电将维持高利润率水平 黑电明年第四季度面板瓶颈得到初步缓解

### 5.1 集中度持续提高 白电行业将维持高毛利率水平

钢材约占空调成本的 35%-40%（包括压缩机、电机等用钢），铜约占空调成本的 20%-25%，铝、塑料约占空调成本的 7%和 5%；钢、铜在冰箱中的成本分别约占 25%、10%，在洗衣机中所占成本分别约 35%、5%。今年以来，国内钢材均价同比下降 25.74%，长江铜期货累计均价同比下降 21.90%。从今年前三季度白电行业毛利率来看，上游原材料价格低迷运行为家电生产企业利润提升创造了一定的空间。

图 17：03 年—09 年铜和冷轧钢材价格

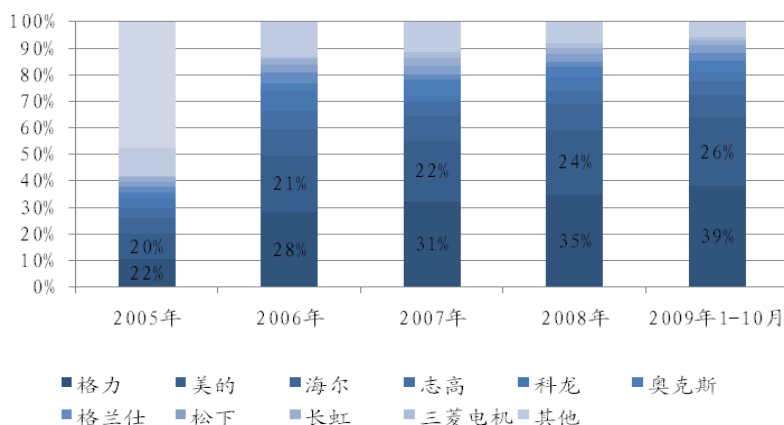
单位：元/吨



资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

2009 年国内家电行业升级换代加速，家电生产企业通过调整产品结构，加大高端产品出货量，采取提升高效能空调、滚筒洗衣机以及多开门冰箱出货占比等措施，变相提升产品售价。同时经过 08 年第四季度和今年第一季度家电行业的寒冬，家电行业集中度进一步提高，对上下游的议价能力进一步提高，白电行业尤其是空调子行业毛利率稳步提升。

图 18：2005 年—2009 年空调行业各品牌市场份额

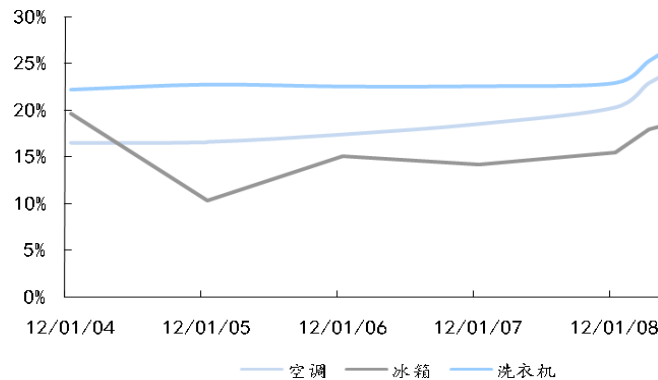


资料来源：产业在线、浙商证券研究所





图 19：上市公司中空调、冰箱、洗衣机子行业毛利率



资料来源：Wind、浙商证券研究所

根据浙商有色分析师预计 2010 年铜价将保持稳定或者有小幅度上升，在通胀预期下，2010 年家电行业毛利水平将面临一定的下调压力，但总体来讲大宗商品价格反弹有限，同时白电行业集中度和上下游议价能力的提升、产品更新换代高端产品销售占比以及家电下乡毛利水平的提高，将有利于 2010 年白电行业整体毛利水平将保持稳定。

## 5.2 上游面板瓶颈解决 彩电行业跨入新的发展黄金期

LCD 液晶模组占液晶电视总成本的 65%—70%，2008 年中期以前，由于受制于韩国、台湾和日本相关面板企业，国内彩电生产企业与外资品牌的竞争中一直处于下风。受金融危机的影响，上游液晶面板价格持续走低，内资品牌在价格、渠道等方面竞争实力得以体现，08 年全年平板彩电销量市场份额开始超过外资品牌，但这是在牺牲销售额的情况下获得的，08 年海信、康佳、创维、TCL 销售额比例分别低于销售量比例 2.25、3.17、1.9、1.63 个百分点。

表 7：2007 年、2008 年国产品牌和外资品牌平板电视销售量和金额占比

|          | 国产品牌   | 外资品牌   |
|----------|--------|--------|
| 2007 (量) | 47.22% | 52.78% |
| 2007 (额) | 40.08% | 59.92% |
| 2008 (量) | 51.88% | 48.12% |
| 2008 (额) | 34.67% | 65.33% |

资料来源：中国家电网、浙商证券研究所

平板显示器行业作为我国电子信息产业振兴规划重点之一，09 年下半年，我国各地开始大规模挺进平板显示器行业，其中包括京东方 2010 年第四季度将在合肥投产的第 6 代月产 9 万片的 TFT—LCD 面板生产线，2012 年之前我国将共有 7 条 8.5 代线投产、1 条 6 代线投产。9 条液晶显示屏项目投产后将基本弥补我国彩电行业一直以来所面临的缺屏短板不足。

从 2009 年以来液晶面板价格持续反弹，12 月初 32 英寸液晶面板价格达到 203 美元，和 1 月份相比累计上涨 18.7%，但日本康宁静冈玻璃基板工厂重新投产后，全球玻璃基板供应短缺情况得到缓解，由于面板行业的高投资、高折旧的特性决定，企业重新投产后，若非亏损严重将不会轻易停产，根据我们判断液晶面板价格重新回到历史高位的可能性较小。





表 8: 2012 年前我国将开建的高世代液晶生产线

|      | 地点 | 产线    | 产能 (万片) | 投产时间       |
|------|----|-------|---------|------------|
| 京东方  | 合肥 | 6 代   | 9       | 2010 年第四季度 |
| 京东方  | 北京 | 8.5 代 | 9       | 211 年第四季度  |
| 龙腾广电 | 昆山 | 8.5 代 | 9       | 212 年第四季度  |
| LGD  | 广州 | 8.5 代 | 6+6     | 2012 年第二季度 |
| 广新光电 | 佛山 | 8.5 代 | 9       | 2012 年第三季度 |
| 三星   | 苏州 | 7.5 代 | 10      | 212 年第四季度  |
| 夏普   | 南京 | 6 代   | 60+20   | 2011 年第一季度 |
| 夏普   | 南京 | 8.5 代 | 10      | 2012 年第四季度 |
| 华星光电 | 深圳 | 8.6 代 | 10      | 2013 年第四季度 |

资料来源: DisplaySearch、浙商证券研究所

## 6、投资策略：积极关注受益家电下乡、消费升级和出口回暖的行业龙头

我国白电市场格局初定，业务多元化的海尔集团、美的集团、长虹集团、海信集团以及以空调为主的格力是目前我国白电市场的主要竞争力量，这其中海尔冰箱、洗衣机优势明显，格力、美的空调寡头垄断地位已经稳固，长虹（收购美菱、华意压缩）、海信（收购科龙）实力相对较弱。黑电领域中，以海信、创维、康佳、TCL 和长虹形成的国内品牌和三星、LG、夏普等的外资品牌形成的垄断竞争局面。未来家电行业强者恒强“马太效应”将更加明显，集中度将会进一步提升，未来行业竞争将是几个行业龙头之间的较量。

### 6.1 龙头公司是家电下乡的主要受益者

由于海尔 2008 年初已经开始参加家电下乡试点，积累了丰富的下乡经验，渠道和品牌优势明显，截止 10 月 31 日，青岛海尔已累计销售下乡家电 467.7 万台，占总销量的 16.78%，销售额接近下乡家电总销售额的 20%，海尔电器下乡销量占总销量的 5.78%，海尔集团下乡家电销售额占总销售额的 29.70%。美的集团、长虹电子集团、海信集团、格力电器下乡销售额分占总销售额的 8.49%、15%、8.55%和 5.46%，5 大家电集团下乡销售额合计占总额的 61.74%。

表 9: 家电下乡中家电集团市场份额

|        |      | 销售量 (万台) | 销售额 (万元)     | 量占比    | 金额比    |
|--------|------|----------|--------------|--------|--------|
| 海尔集团   | 青岛海尔 | 467.70   | 993,826.26   | 16.78% | 19.55% |
|        | 海尔电器 | 161.17   | 184,160.10   | 5.78%  | 3.62%  |
|        | 集团本部 | 215.43   | 332,186.66   | 7.73%  | 6.53%  |
|        | 合计   | 844.30   | 1,510,173.02 | 30.29% | 29.70% |
| 美的集团   | 美的电器 | 79.82    | 216,408.35   | 2.86%  | 4.26%  |
|        | 小天鹅  | 39.43    | 366.19       | 1.41%  | 0.01%  |
|        | 小家电  | 0.01     | 21.68        | 0.00%  | 0.00%  |
|        | 集团本部 | 109.83   | 214,740.35   | 3.94%  | 4.22%  |
|        | 合计   | 229.09   | 431,536.56   | 8.22%  | 8.49%  |
| 格力电器   |      | 103.52   | 277,488.94   | 3.71%  | 5.46%  |
| 长虹电子集团 | 美菱电器 | 133.13   | 284,380.60   | 4.78%  | 5.59%  |
|        | 四川长虹 | 97.20    | 200,602.52   | 3.49%  | 3.95%  |





|          |       |        |            |        |        |
|----------|-------|--------|------------|--------|--------|
|          | 合计    | 333.85 | 762,472.07 | 11.98% | 15.00% |
| 海信集团有限公司 | 海信电器  | 145.76 | 234,317.01 | 5.23%  | 4.61%  |
|          | ST 科龙 | 97.20  | 200,602.52 | 3.49%  | 3.95%  |
|          | 合计    | 242.96 | 434,919.53 | 8.72%  | 8.55%  |

资料来源：家电下乡信息系统、浙商证券研究所

## 6.2 消费升级和出口回暖将成为业绩超预期的主要动力

无论是以旧换新还是节能补贴都将直接刺激家电消费升级，在此过程中平板电视更是突出，未来几年将是我国平板电视市场发展的黄金年代，因此，建议继续关注平板电视销售占比最大的海信电器（平板电视销量占比 90% 以上）。青岛海尔是唯一一家在高端冰洗产品领域可以和外资品牌较量的企业，格力、美的空调行业的寡头地位让其他企业望其项背，因此，消费升级过程中，青岛海尔、美的电器和格力电器由于其规模、技术以及渠道等方面的优势，将无可争议的享受到消费升级的盛宴。

我国空调出口量约占总销量的 55% 左右，冰箱、洗衣机出口约占其总销量的 40%，经过金融危机的洗礼，我国家电企业竞争实力进一步加强，在家电出口回暖的背景下，出口占比高的企业业绩超预期的可能性更大。

表 10：主要家电板块上市公司出口占总收入比重

|    |      | 2007<br>年 | 2008<br>年 | 1H2009<br>年 |    |        | 2007<br>年 | 2008<br>年 | 1H2009<br>年 |
|----|------|-----------|-----------|-------------|----|--------|-----------|-----------|-------------|
| 白电 | 美的电器 | 37.46%    | 36.29%    | 32.93%      | 黑电 | 海信电器   | 17.18%    | 19.91%    | 14.32%      |
|    | 格力电器 | 21.82%    | 20.67%    | 17.17%      |    | TCL 集团 | 43.70%    | 44.62%    | 37.28%      |
|    | 青岛海尔 | 20.85%    | 16.87%    | 13.90%      |    | 四川长虹   | 11.55%    | 13.53%    | 10.27%      |
|    | 美菱电器 | 27.37%    | 16.70%    | 8.37%       |    | 深康佳    | 18.95%    | 19.23%    | 25.29%      |
|    | 小天鹅  | 25.59%    | 35.61%    | 27.87%      | 配件 | 三花股份   | 49.60%    | 51.25%    | 55.05%      |
|    | 合肥三洋 | 0.00%     | 2.39%     | 1.92%       |    | 盾安环境   | 8.68%     | 12.77%    | 13.05%      |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

08 年上半年美的电器出口收入同比下降 20.58%，三花股份收入同比下降 32.65%，TCL 集团出口同比下降 26.66%。从 2007 年至今年上半年，美的电器、三花股份和 TCL 集团出口收入占比均在 30% 以上，若 2010 年全球经济持续回暖，这三家公司的业绩则更具弹性。

## 7、重点公司推荐

根据我们的投资思路，首先以各个细分行业的龙头作为 2010 年投资标的，白电中包括格力电器、青岛海尔、美的电器，黑电中选择海信电器，小家电中选择九阳股份、苏泊尔以及空调制冷配件的三花股份、盾安环境，在以上范围中，我们建议配置青岛海尔、海信电器（受益于家电下乡和消费升级）以及美的电器、三花股份（受益消费升级和出口回暖）。





表 11: 重点上市公司盈利预测与估值

| 代码     | 公司简称  | 总股本<br>(亿股) | 当前<br>股价 | 总市值<br>(亿元) | 市净率  | EPS   |       |       | 市盈率    |       |       | 投资评<br>级 |
|--------|-------|-------------|----------|-------------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|
|        |       |             |          |             |      | 2008A | 2009E | 2010E | 2008A  | 2009E | 2010E |          |
| 000527 | 美的电器  | 20.8        | 21.08    | 438.46      | 4.82 | 0.55  | 0.95  | 1.18  | 38.33  | 22.19 | 17.86 | 买入       |
| 600690 | 青岛海尔  | 13.39       | 23.71    | 317.48      | 4.20 | 0.57  | 0.87  | 1.24  | 41.60  | 27.25 | 19.12 | 买入       |
| 002050 | 三花股份  | 2.64        | 21.4     | 56.50       | 4.81 | 0.95  | 0.85  | 1.1   | 22.53  | 25.18 | 19.45 | 买入       |
| 600060 | 海信电器  | 4.94        | 23.2     | 114.61      | 3.56 | 0.46  | 0.84  | 1.22  | 50.43  | 27.62 | 19.02 | 买入       |
| 002011 | 盾安环境  | 3.72        | 16.15    | 60.08       | 3.29 | 0.46  | 0.48  | 0.56  | 35.11  | 33.65 | 28.84 | 中性       |
| 000418 | 小天鹅 A | 5.48        | 13.2     | 72.34       | 4.07 | 0.07  | 0.34  | 0.55  | 188.57 | 38.82 | 24.00 | 中性       |
| 002242 | 九阳股份  | 5.07        | 28.52    | 144.60      | 5.70 | 2.25  | 1.34  | 1.62  | 12.68  | 21.28 | 17.60 | 中性       |
| 002032 | 苏泊尔   | 4.44        | 20.8     | 92.35       | 4.51 | 0.54  | 0.71  | 0.9   | 38.52  | 29.30 | 23.11 | 买入       |

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所





浙商证券

青岛海尔 (600690)

## 家电下乡带动公司踏上新的征程

浙商证券研究所

86-21-64718888

Liuchidao@stocke.com.cn

- 本报告导读：**
- 家电下乡市场份额最高
  - 洗衣机、热水器注入后，加速白电业务整合
  - 空调业务存在改进空间

### 投资要点：

#### ■ 将进一步受益于家电下乡政策力度加大

公司家电下乡试点过程中积累了丰富经验，在渠道、下乡产品研发、品牌宣传等多方面领先于其他企业，2009 年年初至 11 月，公司家电下乡销售额占全国下乡销售总额的 19.55%，成为家电下乡的最大受益者。在国家取消限价、简化补贴手续等新政策推出的预期下，2010 年家电下乡对行业稳定增长的拉动作用更大，公司将持续受益于家电下乡政策不断深化和推广。

#### ■ 空调业务或将改善

从长远来看，我国空调行业增长空间更大（每户家庭可能需要多台空调、农村市场还处于起步阶段），公司近期已对旗下分散的家用空调、商用空调和三菱重工合资公司进行整合，空调业务进行全面改革后，公司空调业务存在改善的可能，逐步缩小与行业龙头的差距，重新成为公司主要的利润增长点。

#### ■ 收购海尔电器股权 打造成为全方位的白电龙头

以现金方式收购海尔电器 31.93%的股权后，公司将合计持有海尔电器 51.31%的股权。海尔电器的洗衣机和热水器产品国内市场占有率第一，洗衣机和热水器资产注入公司后，公司将成为国内全方位的白电龙头。

#### ■ 给予“买入”评级

2009 和 2010 年对应每股收益为 0.87 元和 1.24 元。给予“买入”评级，合理估值区间：29.7 元-34.5 元。

|              | 2007A    | 2008A    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 29468.65 | 30408.04 | 33058.4 | 47753.4 | 56678.8 |
| 收入增长率%       | 26.94%   | 3.19%    | 7.55%   | 44.45%  | 18.69%  |
| EBITDA(百万元)  | 1159.7   | 1509     | 1792.65 | 2405.72 | 2870.15 |
| 净利润(百万元)     | 754.29   | 978.7    | 1164.06 | 1659.12 | 1966.86 |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.48     | 0.57     | 0.87    | 1.24    | 1.47    |
| PE           | 50       | 42       | 27      | 19      | 16      |
| EV/EBITDA(X) | 11.1     | 8.7      | 12.3    | 12      | 13.5    |

**评级：** 买入

上次评级： 买入

**目标价格：** ¥29.7

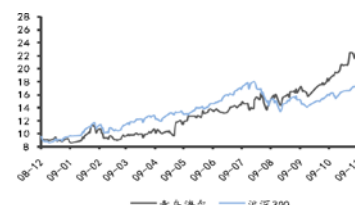
上次预测： 25.0

**当前价格：** ¥23.79

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2009 | 0.08 |
| 2Q/2009 | 0.42 |
| 3Q/2009 | 0.22 |
| 4Q/2009 | 0.15 |

### 公司简介：

公司主要从事冰箱、空调的生产与销售，冰箱市场占有率行业排名第一，空调市场占有率行业排名第三，海尔电器洗衣机和热水器业务注入后，公司将成为全方位的白电龙头。





浙商证券

## 美的电器(000527)

## 空调寡头地位稳固 冰洗业务将成为新的增长点

浙商证券研究所

86-21-64718888

liuchidao@stocke.com.cn

- 本报告导读：
- 公司国内空调行业垄断地位进一步提高
  - 冰洗行业仍有较大的整合空间
  - 冰洗业务将成为公司新的利润增长点

## 投资要点：

## ■ 垄断地位进一步提高 受益行业长期增长

近三年来公司空调市场占有率迅速提高，已成为行业双寡头之一：2009年1-10月，公司空调市场占有率达到26%，分别比2008年、2007年提高2个百分点和4个百分点，随着行业集中度的进一步提高，公司寡头垄断地位将更加巩固。我国空调行业具有较大的增长空间，公司将从中受益。

## ■ 下乡市场份额有待提升

从2月份家电下乡推广到全国至11月份，公司下乡产品销售量仅为79.82万台，占全国下乡销售总量的2.86%，销售额占家电下乡销售额的4.26%，公司、小天鹅、小家电和美的集团本部的下乡销售额之和也仅占全国下乡销售总额的8.49%。公司在家电下乡的表现远逊于其在一二级家电市场，和公司国内白电龙头地位不相匹配，随着下乡渠道的完善和经验的积累，家电下乡对公司经营的拉动作用将更加显著。

## ■ 冰洗业务将成为公司新的利润增长点

冰洗行业除海尔一家独大外，其他公司市场占有率较为接近，冰洗行业仍有较大的整合空间。2009年公司冰箱、洗衣机和空调业务基本完成整合，随着小天鹅洗衣机工业园的竣工、产能扩大，冰洗业务将成为公司新的利润增长点。

## ■ 给予“买入”评级

2009和2010年对应每股收益为0.95元和1.18元。给予“买入”评级，合理估值区间：24.8元-31.9元。

|              | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 33296.6 | 45313.5 | 47732.2 | 57634.3 | 66724.6 |
| 收入增长率%       | 50.17%  | 43.41%  | 5.33%   | 20.74%  | 15.77%  |
| EBITDA(百万元)  | 2358.3  | 3025.8  | 4742.88 | 5891.04 | 6839.76 |
| 净利润(百万元)     | 1193.5  | 1033    | 1976.2  | 2454.6  | 2849.9  |
| 摊薄EPS(元)     | 0.95    | 0.55    | 0.95    | 1.18    | 1.37    |
| PE           | 22      | 38      | 22      | 18      | 15      |
| EV/EBITDA(X) | 5.8     | 7.6     | 8       | 8.2     | 8.1     |

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥24.8

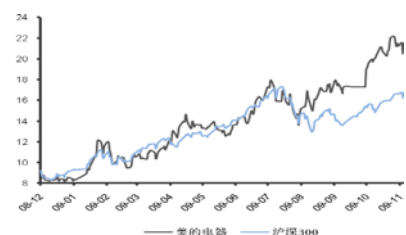
上次预测：20.05

当前价格：¥21.08

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2009 | 0.10 |
| 2Q/2009 | 0.51 |
| 3Q/2009 | 0.19 |
| 4Q/2009 | 0.15 |

## 公司简介：

公司主要从事空调、冰箱、洗衣机的生产和销售，空调市场占有率第二，冰箱、洗衣机业务整合后，公司旗下品牌冰箱、洗衣机市场占有率也达到第二，成为名符其实的白电龙头。





## 三花股份(002050)

## 空调阀门龙头乡向太阳能领域延伸

浙商证券研究所

86-21-64718888

liuchidao@stocke.com.cn

## 本报告导读：

- 公司是国内空调阀门行业龙头
- 电子膨胀阀业务将受益于消费和行业升级
- 拓展业务范围 试探性进入太阳能行业

## 投资要点：

## ■ 空调阀门龙头受益行业升级

公司是国内空调阀门行业的领跑者，四通阀、截止阀全球市场占有率分别接近60%、30%，凭借在空调阀门领域的垄断地位，公司将伴随我国空调行业的成长而长期稳定发展。同时公司是国内品牌中唯一一家实现电子膨胀阀量产的企业，变频空调代表着未来空调行业的发展方向，预计2010年电子膨胀阀将达400万套，和2009年相比提高一倍。随着变频和高能效空调市场份额的提高，公司将受益于空调行业的再一次升级。

## ■ 出口占比较大 受益海外市场回暖

2007年至今，出口收入占公司总收入的50%左右，受金融危机影响，公司出口收入同比下降32.65%。由于公司出口占比高，因此，公司业绩对出口变化的弹性较大，随着全球经济的持续回暖，公司2010年业绩超预期的可能性较大。

## ■ 参股太阳能生产企业 开拓新的发展业务

将投资参股以色列碟式太阳能热发电设备企业HF公司的项目，该项目将为公司进军太阳能行业提供一定的技术准备。公司以空调阀门业务为基础试探性拓展其它业务范围，将为公司培育新的增长点的同时减少过度依赖空调行业的风险。

## ■ 给予“买入”评级

2009和2010年公司对应每股收益为0.85元和1.10元。给予“买入”评级，合理估值区间：24.6元-29.7元。

|              | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 807.4  | 2444.0  | 2115.2  | 2689.4 | 3155.7 |
| 收入增长率%       | 30.31% | 202.69% | -13.45% | 27.14% | 17.34% |
| EBITDA(百万元)  | 105.7  | 402.9   | 336.6   | 435.60 | 495.0  |
| 净利润(百万元)     | 49.1   | 258.1   | 224.4   | 290.4  | 330    |
| 摊薄EPS(元)     | 0.43   | 0.98    | 0.85    | 1.10   | 1.25   |
| PE           | 50     | 22      | 25      | 19     | 17     |
| EV/EBITDA(X) | 9.5    | 7.3     | 7.5     | 8.0    | 8.2    |

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥24.6

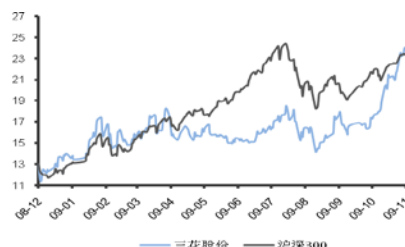
上次预测：23.67

当前价格：¥21.40

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2009 | 0.13 |
| 2Q/2009 | 0.23 |
| 3Q/2009 | 0.24 |
| 4Q/2009 | 0.25 |

## 公司简介：

公司主要从事空调制冷阀门的生产与销售，四通阀、截止阀全球市场占有率分别为第一、第二。同时公司是全球少数几家能够量产电子膨胀阀的企业之一，随着变频空调市场占有率的提高，将成为公司新的利润增长点。





## 海信电器 (600060)

## 彩电龙头分享平板盛宴

浙商证券研究所

86-21-64718888

liuchidao@stocke.com.cn

## 本报告导读：

- 公司是平板电视行业龙头
- 未来几年我国将是我国平板电视行业发展黄金时期
- 公司将分享行业发展的盛宴

## 投资要点：

## ■ 公司是国内最早进军 LCD 平板电视的龙头

公司一直以来重视平板技术的研发,是国内第一家自建液晶模组的企业,同时也是国内第一家全球第五家推出 LED 液晶电视的生产企业。2009 年公司液晶电视零售市场占有率达到 16.2%,行业排名第二,零售额市场占有率为 13.9%,行业排名第一,销售额排名高于销售量排名从侧面反映出相对国内其他品牌,公司产品均价和定位更高。

## ■ 未来几年将是我国电视行业发展的黄金时期

由于我国农村和城镇彩电普及率较早,2000 年城镇和农村家庭户均拥有量亦达到 1.16 台、48.74 台,按照彩电 8—10 年使用年限计算,我国正进入彩电行业更新换代高峰期。受金融危机的影响,面板和平板电视价格快速下降,直接刺激了我国平板电视的需求。未来几年在城镇更新和农村新置需求带动下,我国将重新迈入平板电视发展的黄金期,面板瓶颈 2010 年底将得到初步缓解,2012 年国内高世代面板生产线投产后,我国自有品牌和韩日彩电的竞争短板问题基本解决,公司作为我国平板电视行业的龙头,将有望从中受益。

## ■ 建设液晶模组生产线 提高对成本控制力

公司已拥有 3 条年产 150 万台 LCD 模组生产线,增发完成后,将新建 5 条 LCD 模组生产线,2009 年底公司 LCD 模组将达到年产 300 万片,最终产能达到 650 万片,模组自给率提高到 60%以上,新建模组项目完工后,整机成本有望减少 3 个百分点左右。

## ■ 给予“买入”评级

2009 和 2010 年,对应每股收益为 0.84 元和 1.22 元。给予“买入”评级,合理估值区间:29.3 元-32.9 元。

|              | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 14838.6 | 13407.1 | 19528.3 | 23564.9 | 26473.4 |
| 收入增长率%       | 7.72%   | -9.65%  | 45.66%  | 20.67%  | 16.59%  |
| EBITDA(百万元)  | 482.4   | 487.6   | 912.5   | 1204.8  | 1481.4  |
| 净利润(百万元)     | 203.8   | 225.0   | 414.79  | 602.4   | 740.7   |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.41    | 0.46    | 0.84    | 1.22    | 1.50    |
| PE           | 57      | 50      | 28      | 19      | 15      |
| EV/EBITDA(X) | 10      | 9.7     | 12.1    | 13.2    | 12.5    |

评级：买入

上次评级：买入

目标价格：¥29.3

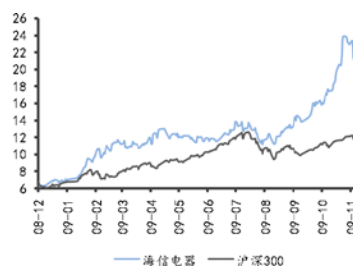
上次预测：24.35

当前价格：¥23.20

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2009 | 0.17 |
| 2Q/2009 | 0.16 |
| 3Q/2009 | 0.29 |
| 4Q/2009 | 0.22 |

## 公司简介：

公司主要从事彩电的生产与销售,是国内平板电视行业的龙头。在城镇更新需求和农村新置需求的合力下,未来我国将迈入平板电视发展的黄金期,公司也将从中受益。





## 浙商证券研究团队

## 浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

wupengfei@stocke.com.cn

## 宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojinggang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

## 行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

## 金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

liujingchang@stocke.com.cn

## 销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn





### 浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

### 浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

### 特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

### 浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

