

[2010.01.11]

持续下跌，你会立即抄底么？

——近日家电板块下跌点评

王稹

021-38676720

wangzhen@gtjas.com

方馨

021-38676685

fangxin@gtjas.com

本报告导读：

- 近期家电板块下跌的主要原因是机构减仓，动机主要是短期上升空间不大、配置较高、前期获利丰厚。
- 连续下跌带来的估值偏低并非是立即买入的理由。强调家电板块的三大投资时点选择。
- 长期持有建议在17x以下逐步买入，15x坚决买入。短期买点需要等待目前负面影响因素的充分释放。

事件：

- 元旦过后家电板块连续下跌，4日累计跌幅已达4.55%，居所有行业第一；跑输大盘4个百分点。
- 白电板块跌7.19%，黑电板块跌2.13%。
- 分公司规模看，收入百亿以上跌幅最大，达6.5%；30亿-100亿的公司基本持平；收入30亿以下的板块正收益超过3%，主要得益于照明板块上涨。
- 龙头公司海尔、美的、格力、海信等跌幅居前。我们在月报中重点推荐的TCL集团表现不错，累计上涨1.17%。

点评：

- 新年伊始的家电板块大跌似乎与我们2010年维持“增持”的观点有些差异，但我们从全年来看，家电板块跑赢大盘仍将是大概率事件，当然，这是站在家电卖方研究的角度来看问题的。如果站在专项研究的角度，我们需要对短期市场股价影响因素、行业投资时点等方面具体分析。在周二策略探讨会上，我说，“家电企业赚钱辛苦，投资家电企业的股票，也需要熬时间。此次充分调整后才是买入的最好机会。”而当时与会的大约50人也只有一人看好家电板块的短期走势。
- 我们认为本轮下跌的直接原因是机构减持，因为：1. 基金重仓股跌幅较大；2. 我们上月对机构的调研结果表明，家电的看好度比较高，配置较高；但最近则倾向于看好有色、钢铁等上游行业，基本没有人看好家电板块，显示出机构调仓动向。我们认为减仓的动机可能是短期上升空间不大，同时配置较高、前期获利丰厚。
 - 原材料与房地产因素影响被不理性地放大，实际上对家电销量和企业盈利能力的影响没有那么大。
 1. 铜钢等原材料价格上涨带来家电成本上升压力。我们的金属研究员认为上半年铜价振荡走高，但基于前期已有上涨，累计涨幅不会太大；钢铁继续看振荡走高。
 2. 房地产负面传闻，包括收紧二套房贷、收回闲置土地等，2010年房地产成交量不乐观，进而影响未来家电消费预期，家电业绩增速存在下滑担忧。这些因素短期对有色、钢铁、房地产以及家电板块的走势都产生了较大影响。我们认为：1. 原材料涨价的负面影响被放大了。历史上白色家电能够充分转移成本压力，产品价格随原材料价格的上涨比较坚决，在06年和08年初的原材料价格大幅上涨时均实现了涨价，且利润率持续提升，这是行业竞争结构决定的。
 2. 房地产成交量长期看涨，房地产相关家电需求近两年平滑。09年7-11月商品房销售面积增长77%；其中70%以上是期房，大部分将在今年交付，近两年的房地产相关家电需求将是比较平滑的，不会对明年的家电需求增速带来显著负面影响。
 - 板块上涨缺乏触发因素，估值短期难提升。像去年10月份那样的超好行业数据等因素引发的板块上涨近期难以看到，在股价影响因素当中反而是负面因素较多。估值方面，本轮下跌之前主要家电公司

请务必阅读正文之后的免责条款部分

四日		四日	
证券简称	涨跌幅	证券简称	涨跌幅
青岛海尔	-12.14	浙江阳光	8.22
格力电器	-11.54	佛山照明	4.81
美的电器	-10.47	雪莱特	2.88
深康佳A	-10.27	伊立浦	1.21
海信电器	-9.73	ST科龙	1.18
合肥三洋	-9.24	TCL集团	1.17
华帝股份	-8.06	澳柯玛	-3.23
美菱电器	-7.54	三花股份	-3.42
盾安环境	-5.04	海立股份	-3.77
小天鹅A	-4.78	苏泊尔	-3.85
华意压缩	-4.73	九阳股份	-4.07
四川长虹	-4.57		

相关报告

液晶盛宴，谁与分享？

(09.12.31)

迎消费潮喜购家电产品，观众生相强取投资良机

(09.12.01)

进，正可攻；退，仍可守

(09.09.30)

2010 年 PE 水平超过 20x，处于合理水平，短期在缺乏触发因素的情况下同样难以得到有效提升。

➤ **前期累计收益兑现。**09 年消费板块受到追捧，家电板块涨幅 145%，居于所有板块前列。其中白电上涨 160%，黑电上涨 130%；收入龙头公司与利润二线公司涨幅居前，分别为 147%与 167%。年度换手率 772%，处于所有板块较低水平，累计了较高收益到 2010 年兑现。

● 短期来看，我们认为连续下跌带来的估值偏低并非是立即买入的理由。我们在 09 年四季度策略《进，正可攻；退，仍可守》中明确总结了家电板块的投资时点：1. 大盘上涨的中后期，或见顶下跌期。2. 行业进入旺季前。3. 行业数据确认明显反转时。我们判断当时是合适的投资时点，那么现在呢？

➤ 大盘走势难以判断，以风格转换为主，板块轮动较快。难以明确投资时点是否已经到来。

➤ 彩电洗衣机行业处于旺季，尤其是液晶彩电春节前可能旺销，这也是彩电板块下跌相对较少的原因之一（海信领跌或由于增发价格较低存在套利空间，但在 22 元体现了较强支撑，应有前期踏空海信的资金进入）。我们前期推荐的 TCL 集团表现不错，继续推荐。

➤ 行业数据基本符合预期，消费板块前几个月的突出数据难以重现。有可能超预期的还是处于旺季的彩电洗衣机板块。

➤ 基于目前的几个主要的下跌因素来说，1. 原材料涨价的大体预期还没有改变，房地产方面的利空可能还会出现，至少对家电板块的负面心理因素难以迅速扭转。2. 估值水平已经偏低，但这不够成立即买入的理由，还需要选择买点。3. 部分机构减仓后不大可能马上重新买入。

● 从一年的期间内来看，我们认为家电板块仍有较大机会跑赢大盘，继续维持年度策略中的“增持”评级。主要原因：

➤ 09 年家电板块业绩兑现，同时我们看好 10 年业绩增长，尤其是黑电与白电龙头。在这里我们除了看好需求之外，还需要强调对家电行业利润率的信心：家电龙头转移成本压力的能力以及对产品渠道的控制力有目共睹，在原材料价格上涨的情况下相同产品的毛利率下降是正常的，但需要考虑到产品结构的迅速提升带来的对冲效应（例如，由三级能效以下为主上升到一二级和变频空调为主）；同时 09 年收入规模较小带来费用率高企，存在下降空间。

➤ 整体来看我们判断白电龙头毛利率维持在 5%以上是最基本的。黑电正处于液晶电视的迅速渗透期，应该是利润释放的高点，我们判断 10 年主流企业利润率达到 3%-4%，同比大幅提升；液晶面板的价格只有小幅波动，不可能出现大的供求预期偏差。

➤ 对原材料涨价与房地产负面因素的短期过度反应终将得到修正，时点可能在利空出尽之时。

➤ 前期较高的房地产成交量、家电下乡和以旧换新政策可能带动销量超预期。

➤ 我们策略认为大盘走势以振荡为主，大幅上涨的机会较小，那么家电板块一般都能够跑赢大盘。

● 操作建议：

■ 若考虑持有半年以上，那么在 2010 年 PE 17x 以下可逐步买入，15x 坚决买入。比如，格力电器。我们始终认为，相对当前 A 股估值水平，家电板块的合理估值在 20x 左右，在利好因素触发下可以更高。

■ 若考虑只持有一月之内，目前的价位显然不是最好的买点，这是综合考虑各方面的机会成本之后的结论。

■ 至于短期精确买点的寻找，很难准确描述。可以关注的指标是：上游原材料价格变动趋势；上游有色金属和钢铁行业的板块表现变化，但注意并非单日的波动（7 日下午原材料期货和 A 股板块下跌并未使得家电板块反转）；房地产行业的各项传闻或政策确定以及房地产板块表现。如果下周有色金属价格继续下跌，则家电板块的反弹幅度很可能会超出预期。

作者简介:

王稹: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券, 从事家用电器行业研究、专项研究。

方馨: 女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

免责声明

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本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com