

[2010.01.27]

家电下乡：理智看库存，招标将公布

——家电下乡 12 月数据及新一轮招标点评

✍ 王稹

方馨

☎ 21-38676720

021-38676685

✉ wangzhen@gtjas.com

fangxin@gtjas.com

本报告导读：

- 重点关注家电下乡渠道库存问题。
- 虽然渠道确实存在显著库存，但对于下乡产品的厂商出货量增长和价格变化的影响无需过于担忧。
- 附表1-2详解家电下乡发货销售库存均价数据。

事件：

- 1月25日，家电下乡新一轮招标（已中标企业）开标；26日未中标企业开标。预计招标结果近日即将公布。本次招标彩电、冰箱、洗衣机、柜式空调与挂式空调的限价分别提升至7000元、4000元、3500元、6000元与3500元，微波炉、电磁炉与热水器的限价也有明显提升。
- 1月18日，家电下乡信息管理系统中披露了09年12月家电下乡销售数据。12月家电下乡销售额112亿元，销量596万台，创下新高。其中，彩电销售爆发，冰箱与洗衣机持续较高水平，销售额分别达到43亿元、23亿元与14亿元。
- 截至09年12月31日，家电下乡总发货量9245万台，发货金额1628亿元；总销售量3768万台，销售额693亿元。发货与销售之间相差5477万台、935亿元，引发市场对渠道库存压力的担忧，影响了板块市场表现。

点评：

- 渠道库存问题可能是近期市场关注家电下乡数据的最大焦点，也是我们一直密切关注的。无论如何，在2个月内，由[发货-销售]所测算出的下乡渠道库存由10月底的3800万台大幅增长到5477万台，大幅超越总销量3768万台，这都应该是不同寻常的。那么，我们应该如何看待这个问题？
- 首先，我们肯定下乡渠道确实存在相当显著的库存，但没有数据显示的那么大。其中的误差来自：实际销量大于系统统计的销量、发货到终端有时间差、企业录入发货量数据存在误操作等问题，我们在《10月家电下乡销售额近75亿》（09.11.11）中作过较为详细的分析。
 - ✓ 实际销量大于系统统计的销量。这包括从销售到录入的时间差，以及部分未申请补贴的产品，例如被城镇居民购买、补贴申领手续繁琐时放弃补贴等。我们估计这一影响数可能在总销售的10%左右。
 - ✓ 发货到终端有时间差。在系统中录入了发货的产品有可能还需要一段时间到达销售终端。
 - ✓ 企业录入发货量数据存在误操作。例如，格力的发货数据特别大，我们得到的信息显示那是其申请标识卡的数量；而海尔集团发货数据为0，显示其一直没有录入。（商务部对发货量的确认方式：企业对每个型号的下乡产品申请家电下乡标识卡，并放入产品包装；发货时企业在家电下乡系统中点击“发货”，确认某些标识卡对应的下乡产品已发往某地/某个经销商。）
- 库存仍在增加显示了渠道的容纳能力和良好预期。11月下乡渠道库存增加948万台，12月增加729万台；而11月与12月分别销售388万台与596万台。粗略看来，渠道库存的增长可能在下月销售的1.5-2倍左右。在10月底渠道库存基数已经较大的情况下，还能够继续向渠道压货，那么在一定程度上可以反映渠道的容纳能力，以及经销商对销售的乐观预期。
 - ✓ 目前的分产品库存量分布大致为：彩电40%，空调25%，冰洗各10%。如果剔除格力的发货量误差，请务必阅读正文之后的免责条款部分

白色大家电

增持

小家电

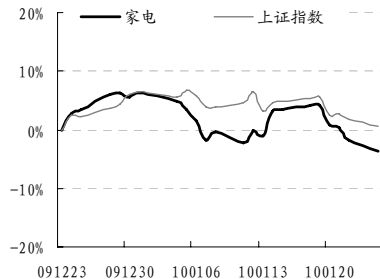
增持

黑色家电

增持

家电板块走势图

1月内板块走势图



相关报告

持续下跌，你会立即抄底么？

(10.01.08)

迎消费潮喜购家电产品，观众生相强取投资良机

(09.12.01)

10月家电下乡销售额近75亿

(09.11.11)

家电下乡：影响因素几何？

(09.08.03)

那么空调的下乡渠道库存仅略超冰洗。

✓ 近两月增加的产品库存分布：彩电 70%，洗衣机 10%，冰箱空调都非常小。这显示彩电经销商的预期较好，备货较为积极；同时彩电出货的均价环比持续上升，显示液晶电视的渗透率不断提升。当然，销售数据也体现了良好的增长趋势，春节前后下乡液晶彩电销售有望爆发。

- **较高的渠道库存会对今年的下乡产品出货和销售产生什么影响？**我们认为，只要家电下乡继续旺销，出货增长不用过于担忧；而受益于招标程序，下乡产品的型号和价格都比较稳定，价格竞争和跌价损失等负担相对较轻。

✓ **只要家电下乡继续旺销，出货增长不用过于担忧。**我们没有历年的渠道库存数据可以对照，但基于目前销售通畅与库存增长的态势，可以判断目前家电下乡的这样一个库存水平基本是在厂商的控制范围之内。渠道是有能力容纳这么多库存的，只要家电下乡销售继续增长，经销商就愿意进货，目前的渠道库存水平不会对今年的出货增长产生显著的负面影响。

✓ **高库存一般导致降价与存货跌价损失，但家电下乡机制使其无需过于担心。**降价方面，渠道库存中存在部分低能效等级空调，同时涨价预期带来积极囤货；如果未来原材料涨价引发价格上涨，渠道库存可能会使得涨价相对困难。存货跌价损失方面，一般黑电比较严重，但目前液晶面板价格略有上涨，液晶电视需求旺盛且周转较快，这方面无需过于担心。事实上我们认为，家电下乡产品是最不需要考虑这些问题的，下乡产品的销售价格一直基本等于现价，价格变化很小；同时招标产品有限制，型号更新不会太快，存货积压问题并不严重，这可能也是下乡渠道敢于囤货的原因之一。

- 家电下乡新一轮招标结果即将公布，中标产品有望分享农村春节旺季市场。尤其是新一轮彩电产品招标，限价大幅提升后液晶电视型号数量将大大增加，中标价格也更接近于目前的市场价格，只要厂商配货迅速，那么农村春节液晶电视销售的爆发可以说是近在眼前。我们一直认为，**家电下乡新一轮招标结果公布将进一步改善市场对农村家电消费的预期，尤其有可能带来春节销售超预期，有望刺激家电板块表现。**
- 对于新一轮招标的结果，我们推测，仍将有较多厂商中标，但实际上销售仍将集中于龙头厂商。中标产品的型号价格将极大丰富，尤其是液晶彩电、大容量冰箱等高端产品将大量纳入。
- 09 年 12 月销售额首次突破 100 亿元，达到 112 亿元，主要得益于彩电销售的迅速增长，这是符合我们预期的。我们近两个月的数据进行了详细测算，创维、海信和 TCL 等彩电企业的 12 月销售单价在 2000-2400 元，均价环比明显上升，显示产品结构提升非常迅速（见附表 2）。
- 家电板块今年以来已经大幅下跌。我们在《持续下跌，你会立即抄底么？》中，再次强调家电板块超越大盘表现的投资时点把握，估值低并非立即买入的理由。目前家电下乡销售数据较好，彩电贡献最大；新一轮下乡产品即将公布，彩电受益最大；春节液晶电视旺销在即，互联网电视比重有望迅速提升，下跌后的彩电板块仍有投资机会。**从整个家电板块来看，目前估值维持在较低水平，业绩超预期是当前最有效的投资主题，期待年报行情的展开。**

附表 1: 上市公司家电下乡发货与销售数据统计对比 (累计、12 月、11 月)

集团	下乡产品	企业名称	发货量			发货金额		销售量		销售金额		渠道库存	
			累计	12 月	11 月	累计	12 月	累计	12 月	累计	12 月	数量	金额
海尔系	冰箱	青岛海尔	663	53	21	143	12	460	31	99	7	202	44
	空调	海尔空调器	52	3	0	14	1	32	3	9	1	20	5
	洗衣机	海尔洗衣机	329	25	37	38	3	219	44	26	5	110	12
	热水器	海尔热水器	115	30	12	11	3	36	10	4	1	79	8
	冰柜	海尔特冰	70	5	2	11	1	45	3	7	1	24	4
美的系	冰箱彩电等	海尔集团	0	0	0	0	0	144	0	22	0	-144	-22
	空调冰洗	美的电器	219	3	14	59	1	95	9	26	3	124	33
	洗衣机	小天鹅	310	74	61	46	9	60	12	8	2	250	38
长虹系	小家电等	美的集团	208	73	36	26	9	143	19	27	3	65	-1
	彩电等	四川长虹	562	158	74	100	34	238	66	38	14	324	62
海信系	冰箱	美菱电器	224	36	12	49	8	151	10	32	2	72	16
	彩电手机等	海信集团	536	110	87	105	29	209	38	38	9	327	67
其他上市公司	空调冰箱	海信科龙	156	15	6	33	3	110	7	23	1	46	11
	空调	格力电器	912	2	53	252	1	132	17	36	5	779	216
其他上市公司	彩电	创维电子	501	58	136	101	16	160	31	29	7	342	72
	彩电白电等	康佳集团	424	96	177	73	19	125	21	20	4	299	54
	彩电白电等	TCL 集团	413	35	123	79	10	129	25	20	5	284	59
	冰洗热水器	澳柯玛	129	11	7	20	2	87	8	14	1	42	6
	洗衣机	合肥三洋	46	1	2	6	0	25	6	4	1	20	3

数据来源: 商务部, 家电下乡信息管理系统, 国泰君安证券

单位: 万台, 亿元

附表 2：上市公司家电下乡渠道库存与销售价格测算（累计、12 月、11 月）

集团	下乡产品	企业名称	库存/12 月销											
			发货/销量			库存/销量		量		发货均价		销售均价		
			累计	12 月	11 月	数量	金额	数量	金额	累计	12 月	累计	12 月	11 月
海尔系	冰箱	青岛海尔	1.4	1.7	0.8	0.4	0.4	6.5	6.4	2155	2229	2148	2200	2183
	空调	海尔空调器	1.6	0.9	0.2	0.6	0.6	5.6	5.4	2736	2974	2701	2867	2839
	洗衣机	海尔洗衣机	1.5	0.6	1.1	0.5	0.5	2.5	2.3	1147	1067	1165	1168	1184
	热水器	海尔热水器	3.2	3.1	1.6	2.2	2.1	8.2	8.0	1001	1015	1018	1022	1025
	冰柜	海尔特冰	1.5	1.4	0.7	0.5	0.5	7.1	6.9	1562	1482	1586	1568	1583
	冰箱彩电等	海尔集团										1559	920	1221
美的系	空调冰洗	美的电器	2.3	0.3	2.2	1.3	1.3	14.2	13.3	2711	3163	2737	2879	2857
	洗衣机	小天鹅	5.1	6.1	6.6	4.1	4.7	20.6	25.0	1480	1171	1331	1250	1260
	小家电等	美的集团	1.5	3.9	2.5	0.5	(0.0)	3.5	(0.3)	1235	1262	1865	1547	1593
长虹系	彩电等	四川长虹	2.4	2.4	3.2	1.4	1.6	4.9	4.4	1783	2151	1590	2125	2016
	冰箱	美菱电器	1.5	3.5	1.5	0.5	0.5	7.1	7.3	2186	2202	2146	2230	2203
海信系	彩电手机等	海信集团	2.6	2.9	3.4	1.6	1.8	8.7	7.5	1968	2656	1821	2393	2207
	空调冰箱	海信科龙	1.4	2.2	1.0	0.4	0.5	6.8	7.1	2143	2201	2077	2182	2165
其他上市公司	空调	格力电器	6.9	0.1	4.5	5.9	6.0	46.7	45.3	2761	2284	2719	2856	2857
	彩电	创维电子	3.1	1.9	6.2	2.1	2.5	11.0	9.8	2019	2730	1837	2354	2291
	彩电白电等	康佳集团	3.4	4.5	14.7	2.4	2.7	13.9	13.7	1730	1961	1585	1816	1732
	彩电白电等	TCL 集团	3.2	1.4	7.8	2.2	2.9	11.4	11.7	1919	2830	1579	2015	1825
	冰洗热水器	澳柯玛	1.5	1.4	1.0	0.5	0.4	5.1	4.9	1539	1366	1610	1428	1492
	洗衣机	合肥三洋	1.8	0.1	0.4	0.8	0.7	3.5	3.0	1346	1114	1428	1424	1432

数据来源：商务部，家电下乡信息管理系统，国泰君安证券

单位：元/台

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com