

家用电器行业

2010 年 3 月 18 日

有效启动的家电内需有望引领行业进入新一轮增长周期

——二季度家电行业投资策略

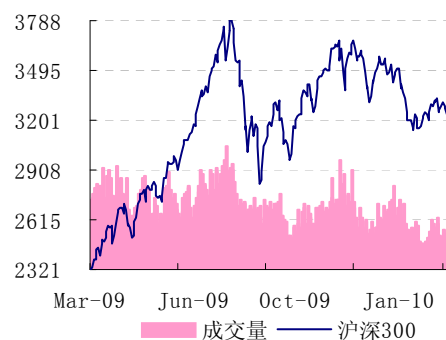
投资要点:

- 根据对近期出炉的家电业 2009 年年度数据之观察,我们认为,由于我国政府及时启动了“家电下乡”、以旧换新和补贴高效家电产品的一系列启动内需的政策,我国家电产品的内销市场已经有效启动,它不仅抵消了金融危机下家电产品出口的下滑,还有望引领我国家电行业进入新一轮的经济增长周期
- 环顾家电市场,有些事件映入我们的眼帘,这些事件构成了家电业演变进化过程的较强音符,分析这些事件,我们认为:虽然,家电行业仍将面临竞争,但行业竞争格局基本上成型,可谓“大局已定”,每个子行业内的龙头公司已在逐步垄断市场。这些事件是:空调能效新国标 6 月 1 日起正式实施;以旧换新将在全国布点;冰箱企业五巨头称雄市场;洗衣机业今年或将步入产品决胜年;未来 5 年液晶电视仍有望保持高速增长
- 在我国政府及时启动的、刺激家电消费的各种措施之综合作用下,我国农村的家电市场、城镇的旧家电更新市场和高端家电产品市场被有效激活。不仅如此,根据我们对去年家电市场的跟踪和国家出台的继续实施以上积极政策的表态,我们初步判断:我国的家电市场正在步入新一轮的增长周期!这将为家电厂商提供一个难得的发展机遇
- 由于我国家电行业的竞争结构已相对成熟,主要的家电龙头公司之行业地位在接下来的增长周期里难以被撼动。所以,它们无疑将拥抱这一轮增长,业绩连续大幅地增长可能会出现。基于以上判断,我们维持对家电行业的“增持”评级,并维持对行业内主要上市公司的“推荐”评级

研究员: 张洪道
执业证书编号: S0570200010032
电 话: 025-83290887
E-mail: zhanghongdao@htsc.com
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		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
格力电器	26.44	推荐	1.44	1.72	2.07	18.40	15.33	12.78	5.13	3.84	2.95
青岛海尔	20.1	推荐	0.95	1.19	1.48	21.16	16.93	13.54	3.34	2.79	2.32
美的电器	21.22	推荐	0.89	1.07	1.28	23.84	19.87	16.56	4.67	3.78	3.08

一、家电行业的数据观察：有效启动的内需不仅抵消了出口的下滑，还有望引领我国家电行业进入新一轮增长的周期

近期，2009 年的年度数据出炉，为让投资者对整个行业的年度数据有个整体的概念，在此，我们对这些数据进行介绍分析。

1、家用空调行业

就家用空调行业来看，2009 年全年空调总销量为 6574 万台，较去年同期的 6533.96 万台基本持平。其中外销空调 2819.23 万台，较去年同期下跌了 20.89%，而内销量为 3754.77 万台，则较去年同期大幅增长了 26.42%。而生产和库存的变化则为：增长了 2.60%和下降了 9.69%，详细的总量指标见表 1。

家用空调行业 2009 年全年的销量能与 2008 年持平，这一点虽符合我们的预期，但这发生在受经济危机冲击最为严重的 09 年，实属来自不易。从结构上看，是因为内销的强劲增长抵消了外销的下滑（内销的比重上升至 57.10%）。这因归功于我国政府及时启动了“家电下乡”、以旧换新和补贴高能效空调的一系列启动内需的政策（下述其它家电产品的内销增长也主要源自于此）。

表 1：家用空调行业 2009 年 1-12 月的总量指标

项目/年度	2009 年	2008 年	同比增长
生产	6484.86	6320.48	2.60%
销售	6574	6533.96	0.61%
出口	2819.23	3563.8	-20.89%
内销	3754.77	2970.16	26.42%
在庫	829.92	919	-9.69%
产销率	101.37%	103.38%	-1.94%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

2、冰箱行业

而冰箱行业 2009 年的销量则大幅增长了 32.6%，总的销量达到了为 5648.2 万台（见表 2），创历史新高。其中，特别是内销，实现销售 3930.0 万台，较去年同期的 2607.6 万台大幅增加了 50.7%，出口 1718.7 万台，较去年同期的 1652.5 万台增长了 4.0%。

冰箱行业是唯一一个在金融危机下，出口仍能保持自然增长的家电行业，而其内销高达 50%的增长幅度也令我们这些原本非常乐观的人感到吃惊。

表 2：冰箱行业 2009 年 1-12 月的总量指标

项目/年度	2009 年	2008 年	同比增长
-------	--------	--------	------

生产	5581.9	4300.0	29.8%
销售	5648.2	4260.1	32.6%
出口	1718.7	1652.5	4.0%
内销	3930.0	2607.6	50.7%
在库	115.6	179.0	-35.4%
产销率	101.2%	99.1%	2.1%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

3、洗衣机行业

至于洗衣机行业，2009 年全年的销量，则达到了 3953.13 万台（见表 3），与去年同期相比，增长了 5.46%。增长的动力来自内销，其中，内销 2655.76 万台，增长了 11.47%，外销 1297.10 万台，下滑了 5.05%。而生产和库存也都出现了小幅增长。

虽然，洗衣机行业的出口仍在下滑，但幅度已很小了。

表 3：洗衣机行业 2009 年 1-12 月的总量指标

项目/年度	2009 年	2008 年	同比增长
生产	3980.28	3746.94	6.23%
销售	3953.13	3748.52	5.46%
出口	1297.10	1366.10	-5.05%
内销	2655.76	2382.42	11.47%
在库	364.63	337.48	8.05%
产销率	99.32%	100.04%	-0.72%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

4、液晶电视机行业

2009 年，液晶电视机的总销量达到 6396.4 万台，较去年增长的 58.61%，这是在 2008 年增长了 30.09% 的基础上发生的，可见，液晶电视机的普及速度在加快。其中，外销仍然是大头，占据了 60% 以上的份额。从数量上看，内销增长了增长了 87.16%，达到了 2430.8 万台，而外销也保持了 45.04% 的增长，达到了 3965.6 万台。

在家电产品中，液晶电视机是唯一一个在金融危机中，出口仍能保持高速增长的产品，这是因为它替代 CRT 电视的缘故。

表 4：液晶电视机行业 2009 年 1-12 月的总量指标

年份	产量	销量	出口	内销
2009 年	6609.7	6396.4	3965.6	2430.8
同比增长	60.77%	58.61%	45.04%	87.16%
2008 年	4111.3	4032.9	2734.1	1298.8
同比增长	39.74%	30.09%	22.76%	48.78%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

5、观察结论

总之，由于我国政府及时启动了“家电下乡”、以旧换新和补贴高效家电产品的一系列启动内需的政策，我们认为，我国家电产品的内销已经有效启动，它不仅抵消了金融危机下家电产品出口的下滑，还有望引领我国家电行业进入新一轮的经济增长周期。让我们拭目以待吧。

二、家电行业的最新特征及趋势之追踪： 大局已定

环顾全球家电市场，以下事件映入我们的眼帘，这些事件构成了家电业演变进化过程的较强音符，关注和思考这些事件有助于我们把握家电行业未来的走势。

1、空调能效新国标 6 月 1 日起正式实施

新版《房间空气调节器能效限定值及能效等级》强制性国家标准 3 月 3 日出台，将于 6 月 1 日起正式实施。根据该标准，目前市面上的 5-3 级空调都将逐步被强制淘汰，国家将于 6 月 1 日起禁止企业进行生产。但销售流通的禁止时间目前没有明文规定，有待国家日后发文通知。“能效新标”明确将原 2 级能效提升为空调的新准入门槛。

值得注意的是，在 2 级能效空调成为行业门槛后，国家从 2009 年 6 月开始实施的给 1、2 级高效空调财政补贴的政策也将发生变化，从 2010 年 6 月开始国家将停止对二级能效空调的财政补贴。我们注意到现有 A 股上市的主要空调制造企业已经基本完成了空调产品结构的调整（空调行业的竞争结构见表 5、表 6 和表 7），目前已经没有太大的低能效空调的库存压力。

能效新标由中国标准化研究院、北京工业大学、青岛海尔、珠海格力、广东美的等共同起草，与现行的标准相比，能效限定值提高了 23%左右。据初步估算，该标准的实施每年可节电 33 亿千瓦时。

中国是世界上最大的空调器生产国和消费国，空调的社会保有量和新增销量巨大。据官方估算，中国房间空调器年耗电量超过 1000 亿千瓦时，占大中城市夏季用电高峰负荷的 30%以上。提高房间空调器的能效，对中国调峰降荷、缓解电力供需矛盾具有重要意义。官方新推出的这项强制性标准规定了房间空调器产品新的能效限定值、节能评价值、能效等

级指标以及试验方法、检验规则等。

该标准提高了房间空调器产品的能效准入门槛，与现行的标准相比，能效限定值提高了 23% 左右。其中，额定制冷量小于等于 4500W 的分体式房间空调器能效限定值为 3.2，额定制冷量大于 4500W 小于等于 7100W 的为 3.1，额定制冷量大于 7100W 小于等于 14000W 的为 3.0。新标准还将房间空调器产品按照能效比大小划分为三个等级，其中 1 级表示能效最高；2 级表示节能评价，即评价空调产品是否节能的最低要求；3 级表示能效限定值，即标准实施以后产品达到市场准入的门槛。

表 5：2009 年 1-12 月各空调品牌的市场份额 单位：万台

企业	销量	出口	内销	产销率
格力	1858	393.5	1464.5	105.21%
美的	1716	722	994	100.00%
海尔	440.6	131.2	309.4	96.41%
志高	368	191.5	176.5	103.66%
LG	273.1	267.2	5.9	96.91%
格兰仕	267.3	160.8	106.5	98.53%
奥克斯	256.7	108.1	148.6	100.04%
松下	254.5	166	88.5	100.99%
科龙	157.8	82.2	75.6	96.75%
三星	147.8	133.2	14.6	100.54%
富士通	126.5	121	5.5	102.43%
TCL	108	81.9	26.1	96.43%
长虹	88.45	13.8	74.65	101.90%
海信	78.9	11	67.9	100.64%
夏普	50.7	45.8	4.9	98.07%
三菱电机	45.9	2.55	43.35	82.11%
春兰	38.7	9.1	29.6	219.89%
三洋	35.4	30.7	4.7	101.72%
大金	31.81	0.11	31.7	96.10%
三菱重工	23.36	1.71	21.65	97.74%
欧威尔	19.98	19.56	0.42	104.28%
日立	30.1	15.8	14.3	98.37%
其他	135.3	105.7	29.6	102.66%
总计	6574	2819.23	3754.77	101.37%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 6：2009 年 1-12 月各空调品牌的出口市场份额 单位：万台

企业	2009 年	同比增长%
美的	722	15.71%
格力	393.5	-33.53%
LG	267.2	-28.16%
志高	191.5	-5.48%
松下	166	-18.15%
格兰仕	160.8	6.84%

三星	133.2	-64.35%
海尔	131.2	-30.84%
富士通	121	-19.28%
奥克斯	108.1	3.64%
科龙	82.2	-5.08%
TCL	81.9	-25.17%
夏普	45.8	-29.65%
三洋	30.7	-31.55%
欧威尔	19.56	-31.13%
其他	164.57	-38.60%
总计	2819.23	-20.89%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 7：2009 年 1-12 月各空调品牌的内销市场份额 单位：万台

企业	2009 年	同比增长%
格力	1464.5	39.48%
美的	994	39.22%
海尔	309.4	2.42%
志高	176.5	45.51%
奥克斯	148.6	27.66%
格兰仕	106.5	86.51%
松下	88.5	-10.88%
科龙	75.6	24.96%
长虹	74.65	13.11%
海信	67.9	-11.93%
三菱电机	43.35	-25.77%
大金	31.7	0.54%
春兰	29.6	-13.45%
TCL	26.1	12.02%
三菱重工	21.65	-25.91%
其他	96.22	-25.82%
总计	3754.77	26.42%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

2、以旧换新将在全国布点

在全国 9 省市实施了 8 个月的家电以旧换新政策，即将结束漫长的试点期，真正在全国遍地开花。近日，商务部等三部委联合下发了关于家电以旧换新推广实施申报工作的通知，对以旧换新的实施范围颁布“扩军令”，从今年 6 月起覆盖更多城乡消费者。尚未实施家电以旧换新的省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府，凡符合规定条件的，均可提出申请。

本次试点范围扩大在情理之中。在国家拉动内需的持久战役中，家电业一直扮演着急先锋，通过家电下乡和以旧换新双线并进，前者开拓农村市场，后者则充分激发城镇居民的消费需求。中国改革开放 30 年多来，第一轮家电消费高峰期发生在 1990 年到 2004 年之

间。从家电的使用期限而言，首波更新高峰已经到来，这也是以旧换新政策走向全国的“天时”优势。

而对于整个家电产业而言，这也将驱使厂商进一步调整生产和销售结构，加大研发力量的投入、赋予产品更多附加值。我们认为，此举将有助于我国由家电大国转变为家电强国。

3、冰箱企业五巨头称雄市场

近年来，国内冰箱市场格局发生了较大变化，原来的行业四朵金花——“海尔、容声、美菱、新飞”受资本力量的引导，出现了新的变革，除海尔外，原来的3家重新演绎出海信科龙系、长虹美菱系、丰隆新飞系。同时，美的投入重兵，在短期内快速切入国内冰箱市场，跻身领军企业行列（见表8）。

海信科龙在经历了3年的重组磨合后，于2009年迎来了其在冰箱市场上的快速发展，海外出口逆市飘红，国内销售稳步增长。而新飞自从变身新加坡丰隆投资的控股企业后，市场拓展、新品研发、产业布局步伐明显放慢，甚至一度传出欲被再度出售的消息。而长虹对美菱的并购，则实现了当年并购，当年发展，当年翻番的无缝对接，还在美菱原有的产品和技术的优势中注入了长虹对市场布局、新网络开发等新动力。

而美的在推出大白电战略的布局后，便通过并购华凌冰箱快速切入市场，又推出美的品牌开拓中高端冰箱市场，走出了一条差异化、全覆盖的新增长道路。

海尔在冰箱领域长达数十年的布局、拓展，最终促成了其在全球冰箱市场上的“一哥”地位，短期内海尔在冰箱领域的领先地位还难以被其它对手超越。海尔从中国第一向世界第一的成功升级，也激起了海信科龙、美的、美菱在冰箱产业上的扩张步伐和发展激情。

2009年以来，随着三大政策发力家电业，国内五大冰箱巨头凭借“家电下乡”、“以旧换新”两大政策实现了在国内城乡两级市场的全面覆盖，并占据了市场的主导权。

目前五大冰箱巨头留给行业新军和小企业的市场空间也非常小。尽管目前市场上出现了像奥马冰箱、浙江慈溪多达30多家的冰箱企业等市场新军，但这些大企业在多年的市场竞争中积累了较高的品牌知名度，构建了完善的市场营销网络平台，并且针对城乡两级市场，提供了不同价位、不同功能、不同特色的产品解决方案，使得许多行业新军很难在产品价格上做文章。另一方面，近年来在市场上出现的新军，以前均依靠加工贴牌、海外OEM业务为生存基础，尽管在制造环节积累了不错的工艺管理优势，却缺乏品牌基础、市场营销优势。而在当前的市场环境下，行业新军的品牌化、网络化建设绝非一日之功。冰箱市场格局在经历了10年来的快速市场化博弈，已趋于稳定，五大行业寡头领军，外加一些区域市场的强势品牌，将会构成维系我国冰箱市场的主流格局。

表8：2009年1-12月各冰箱品牌的市场份额图

企业	销量	出口	其中内销
海尔	1360.1	260.0	1100.1
海信科龙	594.9	191.4	403.5

美菱	354.4	40.7	313.7
中山奥马	330.6	232.0	98.6
荣事达	278.1	0.0	278.1
华凌	256.0	120.0	136.1
新飞	249.0	1.9	247.1
星星	185.7	53.2	132.5
西门子	173.1	4.6	168.4
Lg	169.3	115.2	54.1
三星	165.4	111.4	53.9
康佳	73.2	0.4	72.8
松下	63.3	28.6	34.6
万宝	63.2	58.8	4.4
夏普	57.7	43.7	13.9
东芝	55.0	40.5	14.5
小天鹅	51.1	0.0	51.8
TCL	50.5	13.3	37.1
澳柯玛	35.4	4.9	30.4
其他	1082.3	397.9	684.4
总计	5648.2	1718.7	3930.0

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

4、洗衣机业今年或将步入产品决胜年

目前来看，以市场升级、消费需求为外部拉力，以企业间博弈、市场格局裂变为内力，将会共同左右国内洗衣机业的竞争与走势（见表9）。

我国洗衣机产业走过了30年的发展历程，在产品标准不断完善、市场竞争日趋激烈、市场需求快速变化的背景下，国内洗衣机品牌格局也不断变化。特别是在资本层面的并购重组、企业层面的价格拼杀和新品较量之下，最终带来了整个产业的大变革，而竞争重点将聚焦产品竞争力。

近年来，我国洗衣机市场在看似平静的发展中，也出现了不同层度的变革。老牌企业小鸭、荣事达、金羚、威力、水仙等均在市场竞争中遭遇阻力，或折翅、或倒闭、或被转卖。最具代表性的则是小天鹅。在“国退民进”的浪潮中落入于资本玩家斯威特手中，遭遇了发展困局。最终，极具市场冲劲的白电劲军美的入主后，通过将技术与市场、管理与激励、营销网络整合等一系列大刀阔斧式的变革后，小天鹅洗衣机快速崛起，并有望于今年回归行业领头羊的地位。

除了美的系携美的、小天鹅、荣事达3大品牌强势参与今年洗衣机市场的争夺战，另一劲军海信，则借助与全球白电巨头惠尔浦的深度合作，以高端滚筒新品强势介入国内市场。而去年底获批的海信科龙白电重组方案，也将为海信在今年发力洗衣机市场打下了伏笔，洗衣机将成为海信做强白电业务的重要支柱。这两大军团的介入，则对海尔在洗衣机

市场的领先地位和份额，形成了较大的冲击。

另外，不能忽视的是，外企在国内市场的力量。目前，松下、西门子在中国市场上，以技术性产品、国际化品牌，占据着稳定的市场份额。特别是近年来，伴随着滚筒、洗干一体机等产品需求的增加，外资企业也提升了对中国市场的销售目标。

此外，TCL、格兰仕以及宁波地区众多的洗衣机工厂，都在借助国内市场增长、需求复苏，希望在市场上分一杯羹。这些企业的加入并实施差异化的发力，必然会加速今年国内洗衣机市场的竞争，从一家领跑向多家大企业逞强的复杂局面转变。

表 9：各洗衣机品牌 2009 年 1-12 月的市场份额 单位：万台

企业	销量	出口	内销
海尔	894.6	101.2	793.4
荣事达	339.5	59.4	280.1
松下	266.8	64.7	202.1
小天鹅	250.5	47.6	203.0
LG	214.4	148.2	66.0
三星	194.8	148.9	45.9
合肥三洋	175.1	11.0	164.1
新乐	171.4	79.5	91.9
金帅	122.7	58.3	64.3
金羚	107.0	44.0	63.0
夏普	94.8	60.2	34.6
日立	89.7	64.6	25.1
西门子	81.9	7.1	74.8
美菱	57.8	0.7	57.1
惠而浦	56.6	7.5	49.0
其他	835.6	394.3	441.4
总计	3953.1	1297.1	2655.8

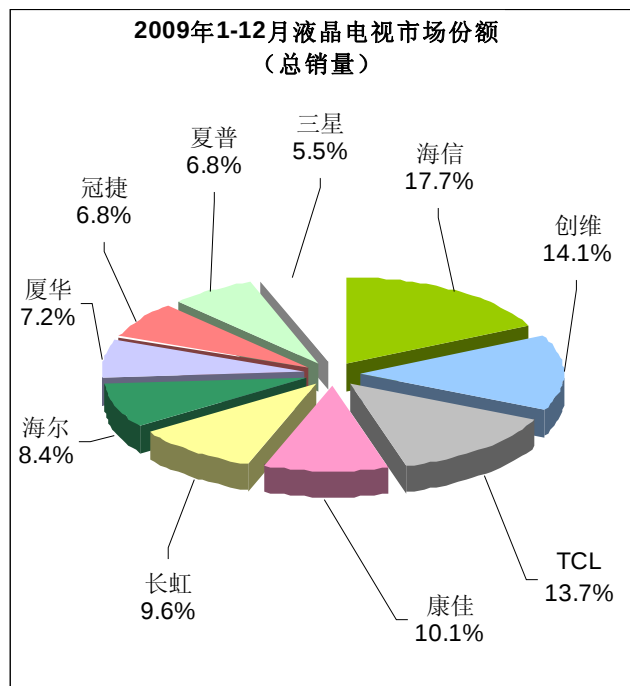
资料来源：产业在线 华泰证券研究所

5、未来 5 年液晶电视仍有望保持高速增长

这两年国内的液晶电视销量暴涨引起投资者对未来该行业需求回落的担心。我们判断该行业的增幅不会像前两年那么高，但仍将保持高速增长，基于此因素而投资者的投资者可以关注国内的领先企业（见图 1）。

据估计，全国共有 4 亿台的 CRT 正在使用，而乐观预计到 2015 年末，4 亿台的 CRT 将全部转变为 LCD。若以此计算，每年 LCD 的销售量增长将达在 25%左右。

图 1：各电视机品牌在 LCD-TV 市场的份额



资料来源：产业在线 华泰证券研究所

6、季度追踪的结论

虽然，家电行业仍将面临竞争，但行业竞争格局基本上成型，可谓“大局已定”，每个子行业内的龙头公司已在逐步垄断市场。

三、二季度家电行业的投资策略：增持（维持）

在我国政府及时启动的、刺激家电消费的各种措施（详见去年各季度的策略报告）之综合作用下，我国农村的家电市场、城镇的旧家电更新市场和高端家电产品市场被有效激活。

不仅如此，根据我们对去年家电市场的跟踪和国家出台的继续实施以上积极政策的表态，我们初步判断：我国的家电市场正在步入新一轮的增长周期！这将为家电厂商提供一个难得的发展机遇。

由于我国家电行业的竞争结构已相对成熟，主要的家电龙头公司之行业地位在接下来的增长周期里难以被撼动。所以，它们无疑将拥抱这一轮增长，业绩连续大幅地增长可能会出现。

基于以上判断，我们维持对家电行业的“增持”评级，并维持对行业内主要上市公司的“推荐”评级（见表10）。

表 10：家电类重点公司估值表

公司	3/18 日收盘价	投资评级	每股收益（元）			市盈率（倍）			市净率（倍）		
			09Y	10Y	11Y	09Y	10Y	11Y	09Y	10Y	11Y
格力电器	26.44	推荐	1.44	1.72	2.07	18.40	15.33	12.78	5.13	3.84	2.95
青岛海尔	20.1	推荐	0.95	1.19	1.48	21.16	16.93	13.54	3.34	2.79	2.32
美的电器	21.22	推荐	0.89	1.07	1.28	23.84	19.87	16.56	4.67	3.78	3.08
合肥三洋	26.56	观望	0.62	0.78	0.93	42.84	34.27	28.56	11.11	8.39	6.49
海立股份	9.37	观望	0.12	0.14	0.17	78.08	65.07	54.22	3.35	3.18	3.01
华意压缩	8.48	观望	0.27	0.32	0.39	31.41	26.17	21.81	5.17	4.32	3.60
佛山照明	11.79	观望	0.25	0.31	0.37	47.16	38.46	32.05	4.29	3.86	3.44

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。

免责条款：

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。