

行业研究 家电行业

评级：强于大市

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号
院一号楼六层

信达证券研发中心

张冬峰、柳茵

SAC 执业证书 S150020909013

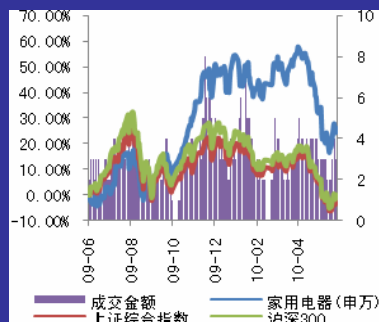
liuyin@cindasc.com

010-63081265

个股投资评级

600690	青岛海尔	维持“买入”
000527	美的电器	维持“买入”
002050	三花股份	维持“买入”
000533	万家乐	维持“买入”
002035	华帝股份	调高至“买入”
600261	浙江阳光	维持“持有”

家电行业市场表现



新格局孕育新机遇

--2010 年下半年家电行业投资策略

2010 年 5 月 28 日

投资要点

- 白电：全新竞争格局正在形成** 1 季度，家用空调、冰箱、洗衣机销量均有提升。冰箱销售同比提升幅度较大，内销高于出口 26.51 个百分点，主要得益于“家电下乡”政策拉动了 3、4 级市场需求。各上市公司实现营业收入、净利润、每股收益同比分别增长 65.04%、235.77%、242.77%。行业平均毛利率 19.86%，同比下降 2.03 个百分点。行业新一轮洗牌正在进行，白电、黑电企业通过兼并重组纷纷延长或拓宽其产业链。未来，行业将形成全新竞争格局，且产品升级换代速度将越来越快，品牌渗透力将越来越强，拥有品牌与核心技术的企业将会是市场赢家。
- 小家电：创新产品与创新销售模式成未来发展方向** 1 季度，厨卫电器销售量同比提升了 32.18%，其中，出口同比提升了 42.39%，出口的回暖对于销量提升贡献很大。各上市公司实现营业收入、净利润、每股收益同比分别增长 34.11%、375.54%、322.05%。行业平均毛利率 27.04%，同比下降 0.56 个百分点。由于该行业技术变革较少，产品易于模仿，市场竞争更加激烈，企业若想脱颖而出，对产品差异化及核心技术的要求就会更高，1 季度净利润增幅较大的公司均是以核心技术取胜，且技术涉及到新能源领域或符合低碳节能理念。还有，提供“一站式厨房配套服务”的创新销售模式也会是未来厨房家电企业的发展方向。
- 视听器材：国产品牌 3、4 级市场渠道优势显现，市场份额有望继续提升** 09 年以来，受益于“家电下乡”、“以旧换新”等利好政策，液晶电视迅速向 3、4 级市场发展，销量得以大幅增长。1 季度，液晶电视销售量同比提升了 62.42%，其中，内销提升了 72.07%，高于出口 18.31 个百分点。国产品牌生产商在 3、4 级市场的渠道优势开始显现，市场份额有望继续提升。各上市公司实现营业收入、净利润、每股收益同比分别增长 41.04%、25.38%、19.21%。但由于上游成本高企，导致行业平均毛利率仅 12.66%，同比下降 2.43 个百分点。尽管如此，未来平板电视的全面普及、LED 背光、3D、网络多媒体等技术快速升级仍存在发展机遇。国家正在大力推动的“三网融合”、发展高清电视、启动 NGB 战略等一系列新举措的实施也为企业创造了新的产业机会。
- 节能灯照明：低碳经济带来广阔发展空间** LED 产业属于低碳经济的绿色照明，在背光源、显示屏、特别是传统照明光源的替代上具有极大潜力。世界各国包括我国政府都已将 LED 产业作为战略性行业加以发展，并出台了一系列政策措施对其加以扶持。截止目前，世界多个国家和地区已宣布将禁用白炽灯，节能灯将真正开始普及，LED 全球产业规模将有可能达到千亿美元，发展前景十分广阔。

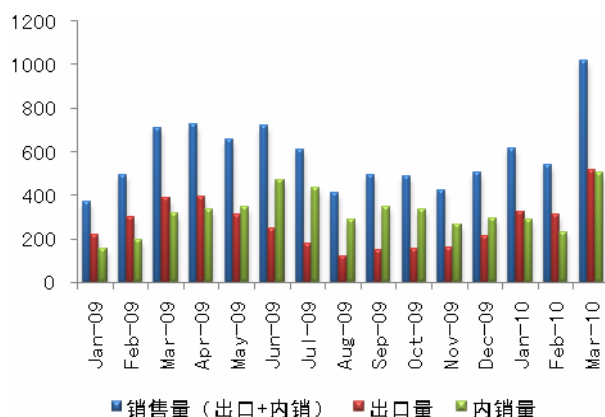
我国国内企业主要集中在下游封装、应用等技术门槛较低的领域，且企业规模较小。1 季度，各上市公司实现营业收入、净利润、每股收益同比分别增长 9.17%、54.42%、51.11%。行业平均毛利率 24.74%，同比增长 2.46 个百分点。近期，也有小家电上市公司拓展到 LED 业务上来，表明了家电企业非常看好该业务的成长空间。

- **家电行业投资机会：**经过前期高速增长与充分竞争后，各上市公司经营管理趋于稳健，龙头企业渐由生产制造商向方案提供商转型，行业发展方向逐渐明朗，缺乏核心竞争力的企业被优质企业吃掉或自然走向消已成为行业发展必然趋势，未来真正能够屹立于市场的将是拥有品牌、技术及完善产业链的企业。我们认为，随着众多家电企业产品升级换代的加快、产业结构调整、消费升级、出口态势的回暖，家电行业在 10 年的发展趋势仍然向好，给予行业“强于大市”评级。我们看好白电子行业中业绩增长明确的**青岛海尔、美的电器、三花股份**；小家电行业中具有新能源概念及创新产品的**万家乐、华帝股份**；节能灯照明子行业中稳健成长的**浙江阳光**。

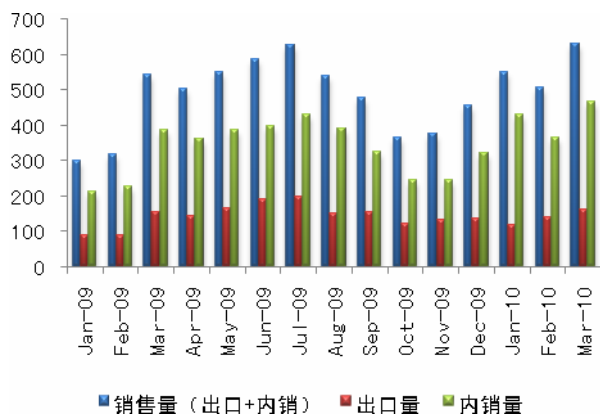
1. 白电子行业：全新竞争格局正在形成

以冰箱、洗衣机、家用空调为代表的白电子行业在家电行业中占比最大，根据产业在线数据统计，10年1季度，家用空调、冰箱、洗衣机销量分别同比提升了38.31%、45.20%、25.52%。其中，出口同比分别提升了27.45%、26.34%、41%，内销同比分别提升了53.06%、52.85%、19.21%。数据显示，冰箱销售同比提升幅度较大，特别是内销升幅高于出口26.51个百分点，这主要得益于“家电下乡”政策有效拉动了3、4级市场的需求，冰箱也因此成为“家电下乡”最受益的产品。

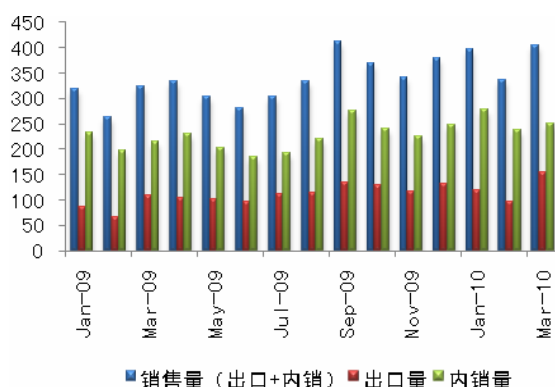
图表 1：家用空调 1 季度销售情况



图表 2：冰箱 1 季度销售情况



图表 3：洗衣机 1 季度销售情况



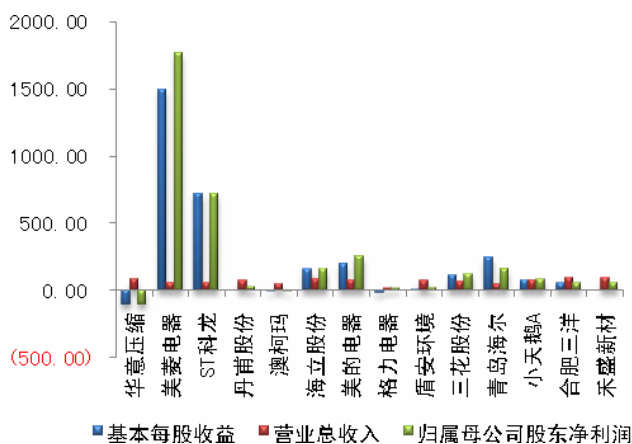
数据来源：产业在线、信达证券研发中心

1 季度，白电各上市公司实现营业收入同比增长 65.04%；归属母公司股东净利润同比增长 235.77%；基本每股收益同比增长 242.77%。其中，美菱电器、ST 科龙的净利润增幅较大，分别为 1763.95%、713.63%，美的、海尔紧随其后，其净利润增幅也分别超过 200%、150%，而华意压缩的净利润下降了 109.48%。行业平均毛利率为 19.86%，同比下降了 2.03 个百分点。其中，冰洗类上市公司的毛利率较高，基本维持在 25%以上；冰箱空调配件类公司毛利率次之，为 20%左右。

白电行业在经历了前一轮充分竞争后，新一轮洗牌正在进行。白电、黑电巨头纷纷有所动作，比如：白电企业海尔通过增持港股海尔电器股权、美的通过收购小天鹅、荣事达均向纵深延长其产业链，而黑电企业海信通过收购科龙、容声、长虹通过收购华意压缩将其产业链逐步拓展到白电领域。未来，强者恒强、优胜略汰之效应将愈发明显，白电行业也将形成全新的竞争格局。

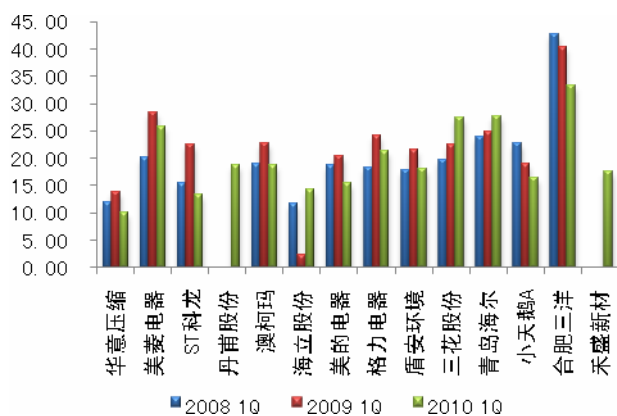
在产品更新换代方面，海尔作为行业的引领者，首先打造无氟变频空调产业链，又相继推出物联网冰箱、洗衣机，迅速掌握了物联网技术与家电产品融合的科技制高点，在物联网家电领域再次抢占了先机。未来，白电行业的发展趋势将是产品升级换代速度越来越快，品牌渗透力越来越强，拥有品牌与核心技术的企业无疑将会是市场赢家。

图表 4：白电上市公司主要财务指标同比增长率



数据来源: Wind 资讯、信达证券研发中心

图表 5: 白电上市公司毛利率同比变化

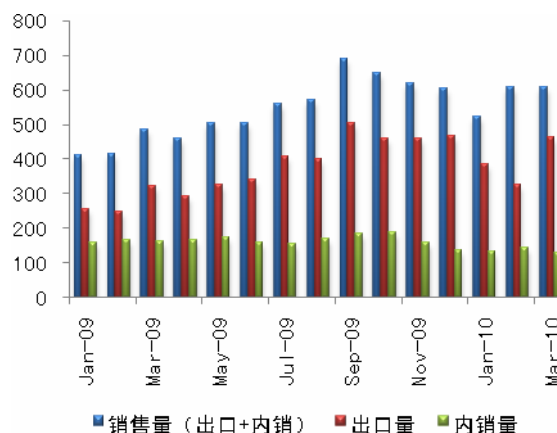


数据来源: Wind 资讯、信达证券研发中心

2. 小家电行业: 创新产品与创新销售模式成为行业发展方向

小家电行业向来具有高毛利, 低流量的特点, 行业集中度较低, 技术变革较少, 产品主要依赖于出口。根据产业在线数据统计, 1 季度, 厨卫电器销售量同比提升了 32.18%, 其中, 出口同比提升了 42.39%, 内销则同比下降了 16.04%。由此看出, 出口态势的回暖对于销量提升贡献很大。

图表 6：厨卫电器 1 季度销售情况



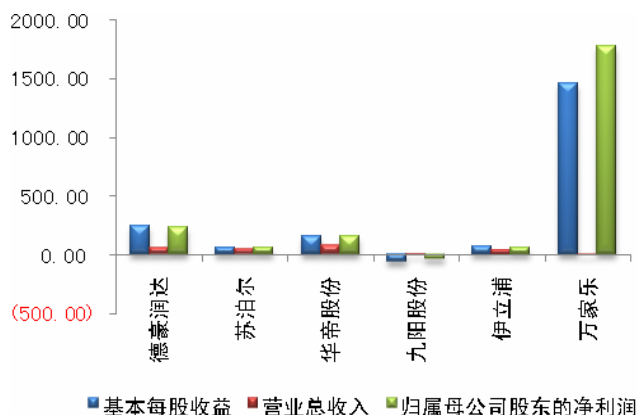
数据来源：产业在线、信达证券研发中心

1 季度，小家电各上市公司实现营业收入同比增长 34.11%；归属母公司股东净利润同比增长 375.54%；基本每股收益同比增长 322.05%。其中，万家乐净利润增幅显著，为 1776.48%，德豪润达、华帝股份净利润增幅分别超过 200%、150%，九阳股份净利润则下降了 35.22%。小家电平均毛利率为 27.04%，同比下降了 0.56 个百分点。其中，九阳、华帝的毛利率均超过 30%；苏泊尔、万家乐接近 30%。

从上述财务指标可以看出，净利润增幅较大的像万家乐、华帝均在技术上具有优势。万家乐变压器业务属于新能源范畴，1 季度为公司贡献毛利较高；热水器业务将与太阳能发电项目实行对接，未来将进入新能源家电领域的研发及生产。华帝的创新产品聚能灶更是未来 10 年具有技术优势，对于低碳节能意义很大，将成为公司新的利润增长点。

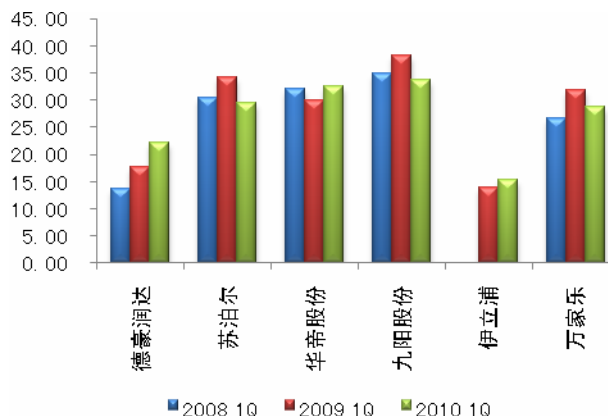
由于小家电行业的技术变革较少，产品易于模仿，因此市场竞争无疑更加激烈，企业未来若想脱颖而出，对产品差异化及核心技术的要求就会更高，同时，像华帝那样提出提供“一站式厨房配套服务”的创新销售模式应该也会是未来厨房家电企业的发展方向。

图表 7：小家电各上市公司主要财务指标同比增长率



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

图表 8：小家电上市公司毛利率同比变化



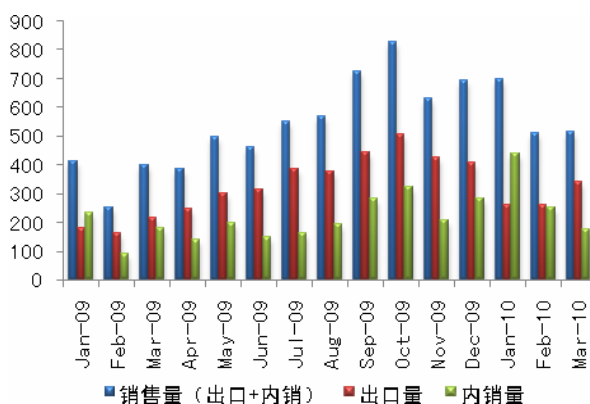
数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

3. 视听器材子行业：国产品牌 3、4 级市场渠道优势显现，市场份额有望继续提升

08 年 4 季度以来，液晶面板长期供不应求的局面发生逆转，国产电视制造商与上游面板厂商的话语权有所增加。在面板价格大幅跳水后，带动液晶电视价格也相应下降，从而激活大量需求。为继续加强上游成本控制能力，众多液晶电视生产商也积极将产业链向上游延伸。但目前，液晶面板上游的配套材料 90% 以上还需要进口，这导致面板生产企业的成本高企，在竞争中处于不利地位。所以说，国内液晶面板上游的自主创新如果不能具备前瞻性，依然将面临落后的风险。09 年以来，受益于“家电下乡”、“以旧换新”等利好政策，液晶电视迅速向 3、4 级市场发展，其销量得以大幅增长。根据产业在线数据统计，10 年 1 季度，液晶电视销售量同比提升了 62.42%，其中，出口同比提升了 53.76%，内销同比提升了 72.07%。相比国外品牌，国产品牌电视生产商在 3、4 级市场的渠道优势开始显现，

未来国产品牌的市场份额也有望继续提升。

图表 9：液晶电视 1 季度销售情况

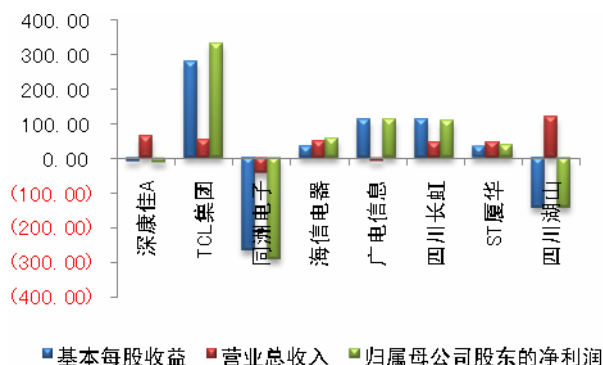


数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

1 季度，黑电各上市公司实现营业收入同比增长 41.04%；归属母公司股东净利润同比增长 25.38%；基本每股收益同比增长 19.21%。其中，TCL 集团净利润增幅明显，超过 300%，广电信息、长虹的增幅均超过 100%，海信维持在 50%以上，康佳则下降 11.45%。数字电视设备商：同洲电子、四川湖山净利润也分别下降了 293.05%、142.43%。视听器材行业平均毛利率为 12.66%，同比下降 2.43 个百分点。其中，黑电类上市公司诸如：海信、长虹、康佳、TCL 集团的毛利率均高于行业均值；数字电视设备商：同洲电子毛利近 20%；而广电信息、四川湖山仅呈现个位数增长。

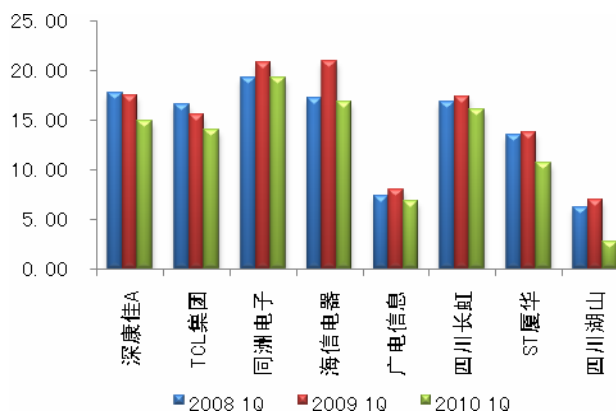
电视正在快速地从传统意义上的电视向人机互动型终端演化。如：海信已经开发出了界面友好的网络电视，并已把全部电视产品实现网络化。未来，平板电视的全面普及、LED 背光、3D、网络多媒体等技术快速升级均存在着重大发展机遇。此外，众多视听器材企业认为，国家正在大力推动的“三网融合”、发展高清电视、启动 NGB 战略等一系列新举措的实施也为企业创造了新的产业机会。

图表 10：视听器材上市公司主要财务指标同比增长率



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

图表 11：视听器材上市公司毛利率同比变化



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

4. 节能灯照明子行业：低碳经济带来广阔发展空间

LED 产业属于低碳经济的绿色照明范畴，具有节能、环保、寿命长、废弃物不含铅、汞等有毒有害物质等优点，对减少环境污染、节约电能从而减少碳排放具有重要意义，在背光源、显示屏、特别是对传统照明光源的替代上具有极大潜力。

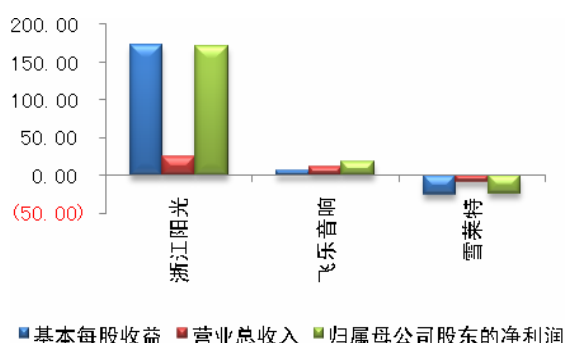
世界各国都已将 LED 产业作为战略性行业加以发展，欧盟、美国、日本等发达国家都相继出台了一系列的政策措施发展LED行业，中国政府也在09 年及时出台了一系列的政策措施对该行业加以扶持。截止目前，世界多个国家和地区已宣布将禁用白炽灯，节能灯将真正开始普及，未来市场替换容量巨大，LED 全球产业规模将有可能达到千亿美元，发展前景十分广阔。

全球 LED 产业分工中，上游的芯片、外延片技术主要掌握在日本的日亚化学、

丰田合成，美国的CREE等少数企业手中，日美企业通过申请的大量专利构建了较高的技术壁垒。中游的电极制作、芯片测试等领域韩国、台湾具有较大的规模及技术优势。近年，这两个地区的企业在上游LED 芯片、外延片技术上也正在取得突破，核心技术专利申请的数量和质量大幅上升，尤其在最新的大功率LED 芯片、外延片技术上逐步具备了与日美企业竞争的能力。而我国国内企业主要集中在下游封装、应用等技术门槛较低的领域，且企业规模小，尚未形成具有规模的领先企业。

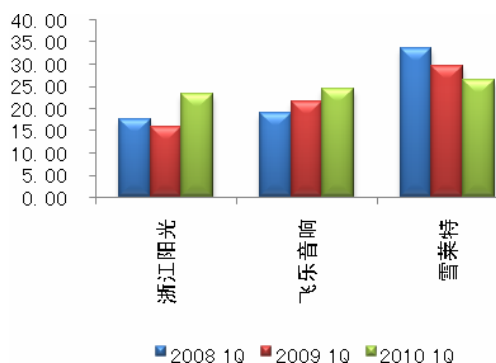
在家电行业中，与该子行业相关的上市公司仅有3家。10年1季度，各上市公司实现营业收入同比增长9.17%；归属母公司股东净利润同比增长54.42%；基本每股收益同比增长51.11%。其中，龙头企业浙江阳光净利润增幅非常明显，超过170%，飞乐音响仅有18.09%，雪莱特则下降了25.11%。照明行业平均毛利率为24.74%，同比增长2.46个百分点。近期，也有小家电上市公司（如：德豪润达）纷纷拓展到LED业务上来，表明了家电企业非常看好该业务的成长空间。

图表 12：照明各上市公司主要财务指标同比增长率



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

图表 13：照明上市公司毛利率同比变化



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

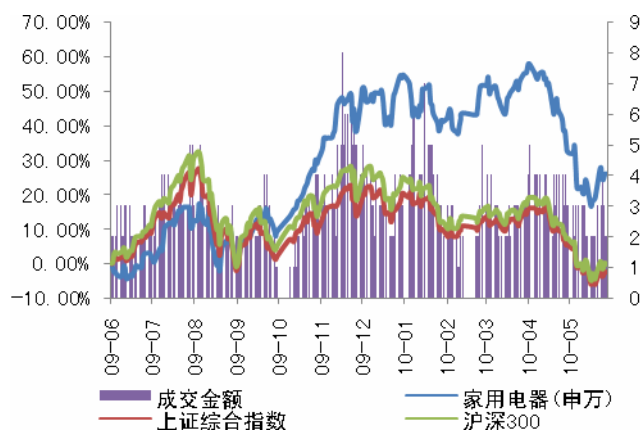
5. 2010 年家电行业投资机会

5.1 投资建议

总体来看，家电行业经过前期的高速成长与充分竞争后，各上市公司的经营管理逐渐趋于稳健，龙头企业渐由原来的生产制造商向方案提供商转型，行业发展方向也逐渐明朗，缺乏核心竞争力的企业被优质企业吃掉或自然走向消已成为行业发展的必然趋势，全新的行业竞争格局正在形成，未来真正能够屹立于市场的将是拥有品牌、技术及完善产业链的企业。前一阵，受房地产调控政策的牵连，家电行业整体表现不佳，但事实上，多数家电企业 1 季报的业绩还是不错的。虽然今年初以来，上游原材料钢铁、塑料、铜、铝等价格在不断上升，但 1 季度小家电、照明及冰洗类公司均呈现出较高的毛利，主要是因为产品升级换代加速进行、产品销量的提升基本可以消化上游成本的压力。除此之外，家电各子行业的重要财务指标同比都呈现出不同程度的上涨。而且根据我们调研的情况来看，众多家电企业更关注的是保障性住房的建设及城镇化进程的加快，并认为房地产调控政策不会对行业造成很大影响，尤其是龙头企业对于该政策的负面影响也会应对自如。

如果说 09 年家电行业整体表现良好得益于政策的推动，那 10 年除了政策推动因素外，更多的则是要依靠企业自身业绩的提升。我们认为，随着众多家电企业产品升级换代的加快、产业结构调整、消费升级、出口态势的回暖，家电行业在 10 年的发展趋势仍然向好，给予行业“强于大市”评级。

图表 14：家电行业市场表现（近 1 年）



数据来源：Wind 资讯、信达证券研发中心

5.2 重点公司盈利预测及评级

我们看好白电子行业中业绩增长明确的青岛海尔、美的电器、三花股份；小家电行业中具有新能源概念及创新技术的万家乐、华帝股份；节能灯照明子行业中稳健成长的浙江阳光。

图表 15：公司盈利预测及评级

代码	名称	EPS			投资评级
		2010E	2011E	2012E	
600690	青岛海尔	1.21	1.45	1.77	维持“买入”
000527	美的电器	1.04	1.31	1.48	维持“买入”
002050	三花股份	1.15	1.50	2.04	维持“买入”
000533	万家乐	0.40	0.55	0.71	维持“买入”
002035	华帝股份	0.52	0.64	—	调高至“买入”
600261	浙江阳光	0.59	0.80	—	维持“持有”

数据来源：信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102