

湘财证券研究所

家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

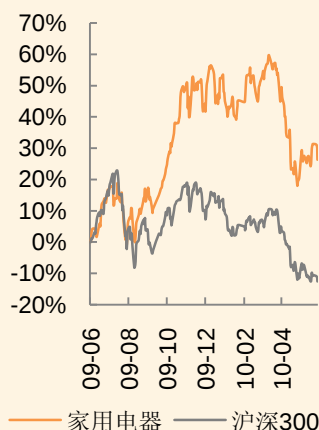
E-Mail: LFY2840@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: ZY2831@xcsc.com

家电板块最近一年走势：



结论与观点

□ 家电行业面临三大疑问

我们认为 2010 下半年家电行业面临三大疑问：房地产对下半年家电需求的影响？原材料价格上涨是否压缩行业利润？节能补贴下降空调企业能否承受成本压力？

□ 房地产对家电需求的影响更多是心理层面

我们认为房地产成交量萎缩对今年家电实际需求影响较小，理由有三：一是保障性住房将能拉动中低端家电的需求增长，这将在能缓解商品房成交量萎缩的压力；二是房地产成交量对家电需求的影响有 6-18 个月的滞后期；三是此次房地产调控打压的主要是本身就没有配置家电需求的投机性购房。根据我们测算下半年房地产带动的新增需求在总需求中仅占 7.04%。因此房地产对家电总销量的影响实际并不大，我们对房地产成交量低迷可能带来家电需求下滑的问题不必过度担心。

□ 原材料上涨压缩行业利润空间

我们认为家电厂商可通过议价向供应商转移、通过推新产品向消费者转移、通过自身技术和结构提升降低生产成本等途径缓解原材料上涨带来的成本压力。面对这种利润压缩，我们认为受影响稍小的应是成本转嫁能力较强的家电上游配件类公司以及议价、定价能力均较强的家电龙头企业。

□ 节能空调新标准长期利好龙头企业

能效标准的提高必使空调企业增加成本，长期看有利于空调行业洗牌，龙头企业优势更加明显；节能补贴的降低，空调销售价格的上涨短期内会对空调的销量产生一定影响，但行业短期普遍涨价很难抑制空调刚性需求。定频空调价格的上涨，变频和定频之间的价差缩小。在变频将成为主流趋势的预期下，这为变频空调的推广销售带来较好的机遇。我们看好下半年变频空调的销售。

□ 下半年家电需求依然增长

房地产带动的家电新增需求在下半年仍将保持增长；而家电下乡、以旧换新政策也继续推动农村和城镇家电消费；出口持续反弹也为行业增长提供一定动力。我们预计主要家电产品 2010 年下半年需求增速为 13.94%，彩电、洗衣机增长较快。

□ 投资策略

面对行业诸多负面因素，我们选择了能够较好规避上述几类风险的子行业：上游配件类行业和小家电行业。建议关注成本转嫁能力强的国内冰箱、洗衣机用彩涂钢板龙头企业禾盛新材（002290）和在大股东坚强后盾下快速成长的苏泊尔（002032）。

目 录

2010 家电行业不平静的一年	5
行业走势跌宕起伏	5
负面影响逐步体现	5
下半年市场三大疑问.....	6
房地产：心理预期的影响大于实际需求	7
房地产成交量出现萎缩	7
家电刚性新增需求依然增长	10
保障性住房力度加大将拉动中低端家电需求	13
房地产对下半年家电行业的影响更多是心理层面	14
原材料价格上涨压缩利润空间	14
节能补贴下调，短期内影响空调消费	18
政策推动力依然存在.....	19
家电下乡仍将继续拉动农村需求	19
以旧换新推广实施是城镇家电需求的增长动力	22
下半年需求持续增长	23
行业投资策略：跳出市场疑问，寻找投资机会.....	24
重点公司推荐	25
禾盛新材（002290）：高速增长的彩涂钢板龙头	25
苏泊尔（002032）：坚强后盾带来快速增长	25
风险提示	26

图目录

图 1	2009 年家电板块相对于大盘的走势	5
图 2	2010 年家电板块分季度走势	5
图 3	家电行业下半年面临的三大疑问	7
图 4	北京房地产销售面积及增速	9
图 5	广州房地产销售面积及增速	9
图 6	深圳房地产销售面积及增速	10
图 7	上海房地产销售面积及增速	10
图 8	商品房住宅销售面积及增速	10
图 9	住宅现房、期房销售面积增速	10
图 10	家电需求分类及影响因素	11
图 11	商品房住宅现房成交量月度累计变化	12
图 12	商品房住宅期房成交量月度累计变化	12
图 13	各类家电产品对房地产弹性由大到小排序	14
图 14	铜价走势变化	15
图 15	铝价变化走势	15
图 16	冷轧钢板和镀锌钢板价格走势	15
图 17	不锈钢价格走势	15
图 18	空调成本构成	16
图 19	冰箱成本构成	16
图 20	各类家电产品对钢价弹性由大到小排序	17
图 21	2010 年 1-5 月家电下乡销量及同比增速	21
图 22	家电下乡销售均价变化	21
图 23	农村家电每百户保有量增长情况	21
图 24	我国农民收入逐渐增长	21
图 25	城镇家电每百户保有量增长情况	23
图 26	城镇家庭家电超龄服役情况	23
图 27	各类需求占比	24

表目录

表 1	2009 年家电行业及各子行业的盈利增长情况	6
表 2	2010 年一季度家电行业及各子行业的盈利增长情况	6
表 3	2010 年以来房地产相关调控政策	7
表 4	2009 上半年期房成交量及增长情况	12
表 5	影响 2010 年下半年家电需求的房地产增长情况	12
表 6	商品房成交量拉动的 2010 年下半年各类家电需求	13

表 7	保障性住房建设拉动的 2010 下半年各类家电的需求	14
表 8	2010 年下半年家电新置需求预测	14
表 9	空调对钢价和铜价的敏感性	16
表 10	冰箱对钢价和铜价的敏感性	16
表 11	洗衣机对钢价和铜价的敏感性	17
表 12	空调节能补贴政策变化	18
表 13	新旧能效标准下补贴金额对比	18
表 14	家电下乡政策实施进程	20
表 15	以旧换新政策进展	22
表 16	2010 年下半年家电总需求预测	23

2010 家电行业不平静的一年

行业走势跌宕起伏

2010 年对于家电行业来说,是充满变数的一年。一季度由于家电上市公司纷纷交出靓丽年报,增加了市场对家电行业的信心,家电板块一季度走出跑赢大盘的走势。

进入 4 月份以来,家电行业受到一系列负面影响:随着各上市公司一季报的披露,行业增长低于预期,毛利率出现很大程度下滑,体现出竞争的日趋激烈;“新国十条”等系列政策出台后,房地产成交量大幅萎缩,房地产后市的低迷加大了市场对家电消费的担忧。家电板块的整体走势出现了转折。

图 1 2009 年家电板块相对于大盘的走势

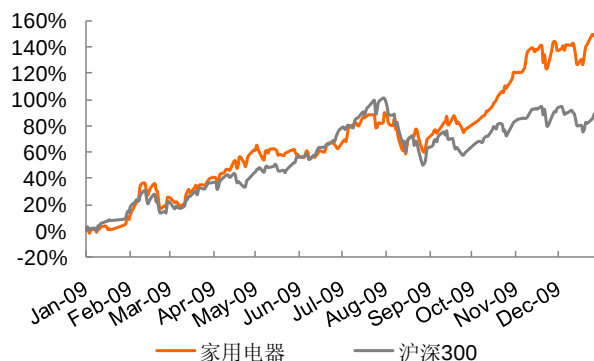
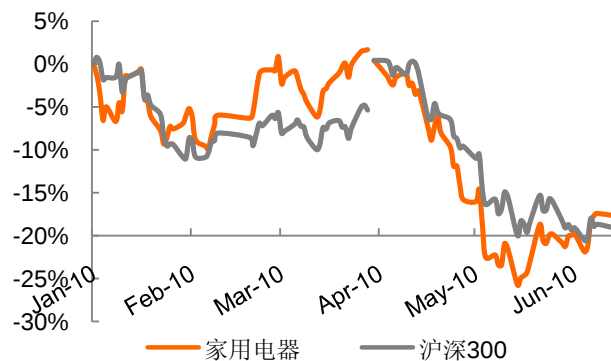


图 2 2010 年家电板块分季度走势



数据来源: wind, 湘财证券研究所

负面影响逐步体现

2009 年消费复苏及家电相关政策的刺激下,行业内销出现了快速增长,但出口不振使家电行业 2009 年营业收入仅实现 8.3% 的小幅增长,原材料价格的下降及家电企业产品结构的调整使行业毛利率提升了 2.5 个百分点至 21.3%,净利率提高 2.1 个百分点至 4.2%,行业净利润实现了 135.9% 的高速增长。分子行业来看,以冰箱、洗衣机、彩电的增速最大,体现在二级市场中,这几个子板块一季度的走势也较其他子板块较为坚挺。

2010 年一季度,受益于出口恢复及内销的持续增长,且 2009 年同期的基数较低,家电行业营业收入同比增长 48.2%,净利润增长 94.9%。但毛利率确出现 3 个点的下滑,这主要是由于原材料价格较去年同期出现较大幅度上升,给家电厂商带来一定的成本压力。除家电上游配件和照明子行业毛利率仍保持增长外,其他子行业毛利率均出现不同程度的下降,以空调、洗衣机、小家电下降幅度最大。我们通过分析发现空调、洗衣机也正是

但通过整个板块及各子板块均能发现，行业竞争日趋激烈，价格战已经大范围展开，行业整体毛利率水平收到了挤压，板块整体毛利率下降了 2 个百分点至 18.7%；各企业通过控制费用等途径使净利润仍保持了大幅增长，板块净利率提升 1 个百分点至 3.6%。但我们认为压缩费用导致的净利润提升能否持续还值得考验。

但我们认为目前市场对家电板块的预期过于悲观，纵观以上几大负面因素，降低了投资者对家电板块的心理预期，更多程度上是一种恐慌性的下跌，我们认为这并不能导致家电需求大幅度萎缩，家电企业的成长性并不会因此而受到巨大影响。

表 1 2009 年家电行业及各子行业的盈利增长情况

板块名称	营业收入增速			净利润增速			毛利率			净利率		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
家用电器	14.0%	7.3%	8.3%	2778%	-19.9%	135.9%	17.4%	18.8%	21.3%	2.5%	2.1%	4.2%
冰箱	27.7%	3.2%	11.8%	-29.1%	63.2%	184.0%	18.1%	21.4%	25.1%	1.0%	1.7%	3.7%
空调	46.8%	17.6%	2.6%	94.4%	39.0%	60.4%	18.4%	19.3%	23.1%	3.5%	3.9%	6.0%
洗衣机	3.2%	-4.6%	19.0%	366.6%	-61.4%	176.7%	22.6%	22.9%	29.1%	7.4%	2.6%	6.7%
小家电	20.5%	41.4%	0.5%	61.9%	26.3%	36.2%	26.2%	28.3%	31.7%	7.1%	6.7%	8.7%
彩电	-6.9%	-0.5%	14.6%	135.3%	-218.5%	243.1%	15.6%	16.2%	16.8%	0.9%	-0.8%	1.8%
家电上游	38.6%	3.2%	-6.3%	94.1%	5.4%	21.2%	14.0%	15.8%	18.7%	5.0%	5.1%	7.2%
照明	11.6%	10.8%	-4.7%	39.0%	-42.1%	0.9%	19.0%	18.5%	23.1%	16.9%	8.8%	9.7%

数据来源：wind，湘财证券研究所

表 2 2010 年一季度家电行业及各子行业的盈利增长情况

板块	营业收入增速			净利润增速			毛利率			净利率		
	08Q1	09Q1	10Q1	08Q1	09Q1	10Q1	08Q1	09Q1	10Q1	08Q1	09Q1	10Q1
家电	27.4%	-18.4%	48.2%	62.4%	-26.5%	94.9%	18.6%	20.7%	18.7%	3.0%	2.7%	3.6%
冰箱	26.2%	-16.5%	48.0%	8.0%	-27.9%	233%	21.9%	24.7%	25.0%	1.6%	1.6%	3.5%
空调	62.3%	-23.9%	43.4%	75.2%	-0.9%	77.8%	18.5%	22.2%	17.7%	3.3%	4.3%	5.4%
洗衣机	-15.4%	0.4%	76.3%	78.7%	43.0%	64.4%	26.0%	25.3%	21.7%	5.1%	6.5%	6.9%
小家电	59.6%	-1.1%	29.5%	84.7%	11.9%	29.9%	28.5%	32.8%	29.4%	6.4%	7.2%	6.7%
彩电	6.8%	-14.0%	51.0%	224%	-73.3%	66.5%	16.4%	16.8%	14.8%	3.2%	0.8%	1.3%
上游	33.1%	-37.9%	76.7%	95.7%	-98.4%	507%	13.7%	12.3%	15.7%	4.2%	1.7%	5.3%
照明	12.0%	-10.0%	10.0%	-130%	236%	24.4%	19.7%	20.2%	22.3%	-5.0%	8.9%	9.0%

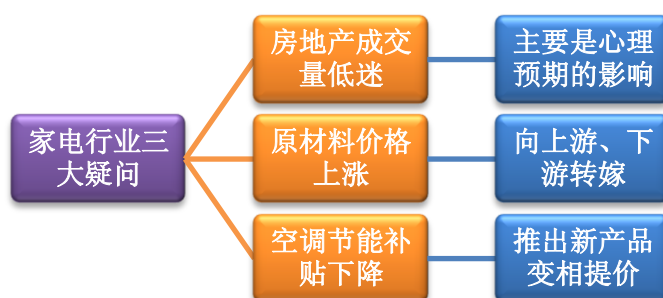
数据来源：wind，湘财证券研究所

下半年市场三大疑问

面对市场上对家电行业预期逐渐变差的趋势，行业下半年的增长动力在哪里？房地产对家电行业的影响有多大？政策推动是否仍值得期待？节能补贴下降空调企业能否承受成本压力？原材料价格上涨是否压缩行业整体利润？这也是目前市场上最关心的几个问题，我们尝试对这几个问题给出我们的观点。

我们认为房地产的持续低迷对今年下半年家电实际需求影响较小；短期内家电企业利润在原材料价格上涨和价格战夹击下降会受到压缩；空调节能补贴的下降会影响空调短期销售，但长期看利好空调龙头；以旧换新的推广当是下半年家电增长推动力最大利好政策。我们认为下半年家电板块机会的拐点取决于于房地产和市场竞争情况的变化。

图 3 家电行业下半年面临的三大疑问



数据来源：湘财证券研究所

房地产：心理预期的影响大于实际需求

房地产成交量出现萎缩

面对部分城市房价持续较快增长，国务院近期出台了一系列的调控措施。其中 4 月 17 日出台的“新国十条”是有史以来最为严厉的一次房地产调控。此次政策旨在打压以投机、投资为目的的购房需求，政策的推出使房地产市场受到了较大的影响。

表 3 2010 年以来房地产相关调控政策

时间	政策内容	部门	政策细则
2010.06.22	加快发展公租房	住建部等 7 部门	由住房城乡建设部等 7 部门联合制定的《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》12 日正式对外发布，旨在解决中国城市中等偏低收入家庭住房困难。
2010.06.04	个人房贷二套房认定标准	三部委	住房和城乡建设部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发出通知规定，商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定。
2010.05.22	广州出台国十条楼市新政细则	广州政府	广州细则主要是重国务院“国十条”的多项措施，如严格限制各种名目的炒房和投机性购房，坚决抑制不合理住房需求；对定价过高、涨幅过快的楼盘进行重点清算和稽查；明确保障性住房供应量、商品房和限价房供应量等等。
2010.05.22	重庆楼市新政	重庆政府	重庆调控重点着眼于加强住房保障、增加有效供给、规范市场秩序等，没有对三套房停贷作出限制，同时对首次购买住房并以按揭方式支付的主城纳税人实行财政补助，有保有压的调控措施。

时间	政策内容	部门	政策细则
2010.05.6	深圳出台国十条细则	深圳政府	5月6日,深圳出台“新国十条”执行细则,规定商业银行根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.05.2	年内第三次上调存款准备金率	央行	5月2日,央行宣布自5月10日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,农村信用社、村镇银行暂不上调。这是央行今年第三次上调存款准备金率。有专家指出央行此次调整是配合为楼市降温而考虑的。
2010.04.30	北京房产调控	北京政府	要求商业银行根据风险状况暂停发放第三套及以上住房和不能提供1年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民购房贷款;要求自《通知》发布之日起,同一购房家庭只能新购买一套商品住房;金融机构和税务部门可以根据房屋权属交易系统中个人住房记录,实施差别化的信贷和税收政策。
2010.04.18	限制多套房住房贷款	国务院	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.04.17	新国十条	国务院	国务院出台了《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,对贷款首付、利率等做出严格规定。
2010.04.15	2010年供房计划	国土资源部	国土资源部公布2010年住房供地计划,今年拟计划供应住房用地总量同比增长逾130%,其中中小套型商品房将占四成多,超过去年全国实际住房用地总量。
2010.04.15	二套房贷款利率	国务院	贷款购买第二套房的家庭,贷款首付不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍,对购买首套建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付比例不得低于30%。
2010.04.02	多人共同购房契税政策	财政部	对两个或两个以上个人共同购买90平方米及以下普通住房,其中一人或多人已有购房记录的,该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。
2010.03.23	要求央企退出房地产业务	国资委	要求78户不以房地产为主业的中央企业,要加快进行调整重组,在完成企业自有土地开发和已实施项目等阶段性工作后要退出房地产业务,并在15个工作日内制订有序退出的方案。
2010.03.10	加强房地产用地供应和监管	国土资源部	明确规定开发商竞买保证金最少两成、1月内付清地价50%、囤地开发商将被“冻结”等19条内容。
2010.01.21	改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作	国土资源部	申报住宅用地的,经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于70%。

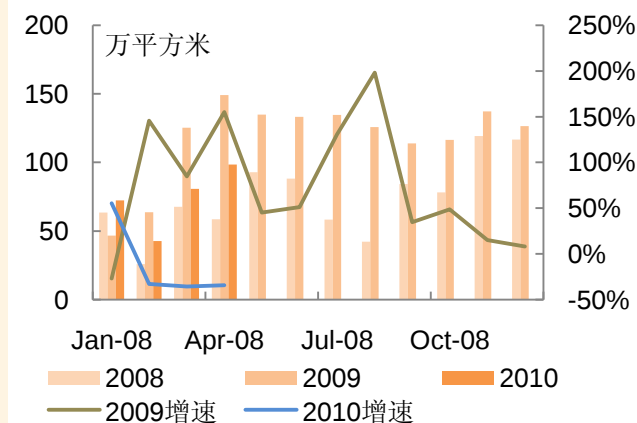
时间	政策内容	部门	政策细则
2010.01.10	国十一条	国务院	对二套房不再区分改善型和非改善型,一概执行 40%首付;明确要求央行及银监会要加大对金融机构房地产贷款业务的监督管理和窗口指导;加强监控跨境投融资活动,防境外"热钱"冲击中国市场。

数据来源: 湘财证券研究所

在房地产政策的调控下,前期房价上涨较高的一线城市成交量萎缩比较明显。北京、广州、深圳、上海4月份成交面积分别同比下降34.07%、35.54%、60.59%和43.66%;1-4月累计成交面积分别同比下降23.47%、6.03%、59.21%和32.86%。但一线城市的数据并不能代表全国,此轮房地产调控针对的主要就是房价上涨过快的城市,二三线城市的房地产成交量萎缩并没有那么明显。观察全国房地产成交数据,4月份全国商品房住宅销售面积同比仍然是上涨的,涨幅为23.36%;但环比出现了2.43%的小幅萎缩。

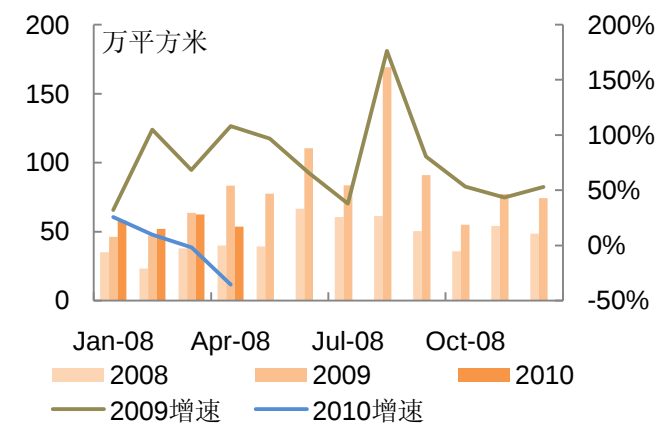
根据我们金融研究员的观点,在开发商资金仍然充足的短时间内,房价下降的可能性较小,房地产成交量可能仍会持续萎缩趋势。随着后续政策继续出台,一旦房价出现松动,价跌量缩的趋势形成时,房地产调控可能会告一段落,届时房地产将有出现反转的可能性,但我们认为这一现象可能会等到四季度。

图 4 北京房地产销售面积及增速



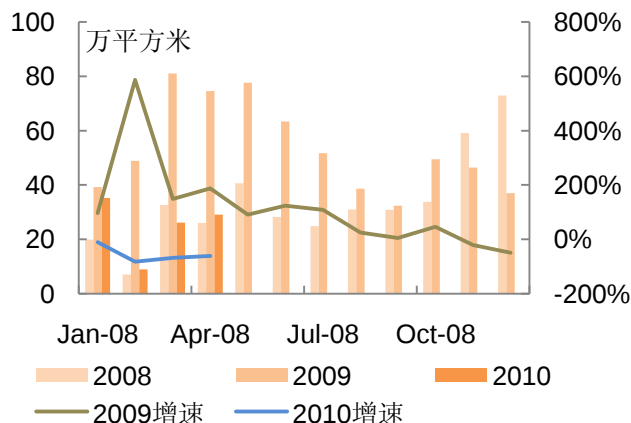
数据来源: CREIS, 湘财证券研究所

图 5 广州房地产销售面积及增速



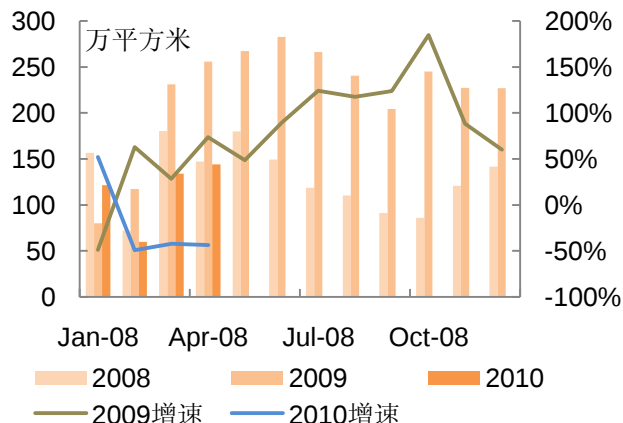
数据来源: CREIS, 湘财证券研究所

图 6 深圳房地产销售面积及增速



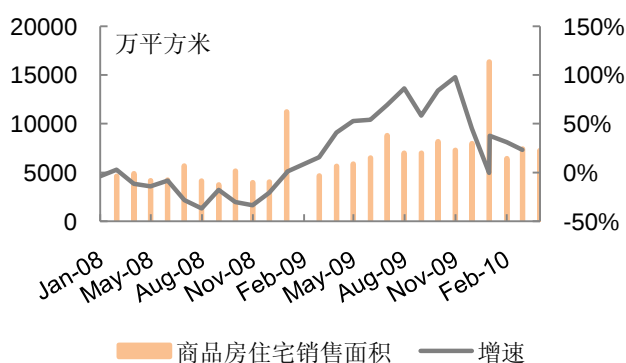
数据来源：CREIS，湘财证券研究所

图 7 上海房地产销售面积及增速



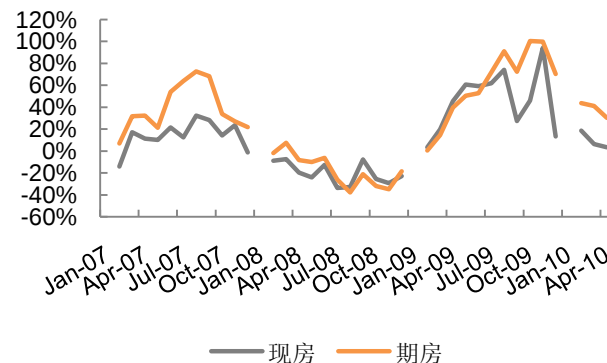
数据来源：CREIS，湘财证券研究所

图 8 商品房住宅销售面积及增速



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 9 住宅现房、期房销售面积增速

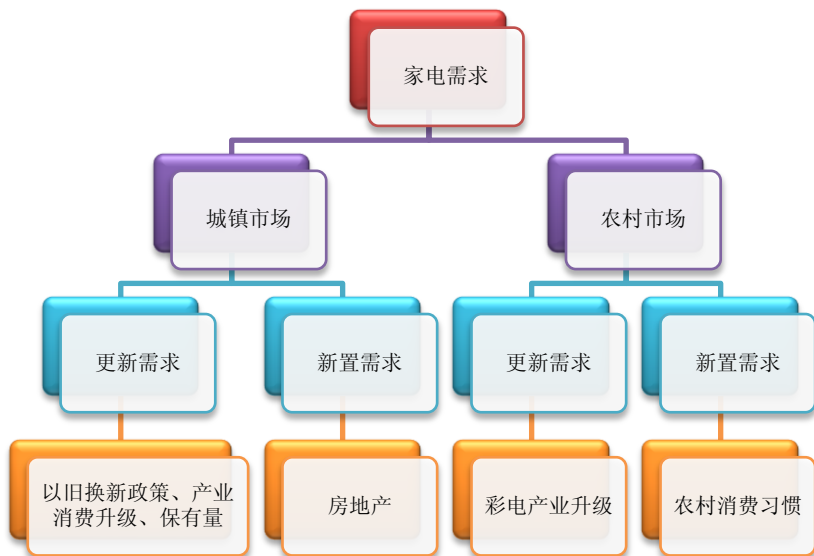


数据来源：wind，湘财证券研究所

家电刚性新增需求依然增长

由于城乡之间存在巨大差异，我们将家电需求分为城镇和农村两部分考虑，而房地产影响的主要是城镇家电消费，城镇家电需求分为更新需求和新增需求。与房地产直接相关的则是城镇家电的新增需求。其中农村的新增需求主要受农村家电的消费习惯影响；农村更新需求现阶段主要是彩电，主要是由于彩电产业目前处于消费升级期；城镇的更新需求与现有保有量和超龄服役情况有关，刺激因素主要有产业的消费升级情况以及以旧换新政策；而城镇新增需求则主要受房地产成交量的影响。

图 10 家电需求分类及影响因素



数据来源：湘财证券研究所

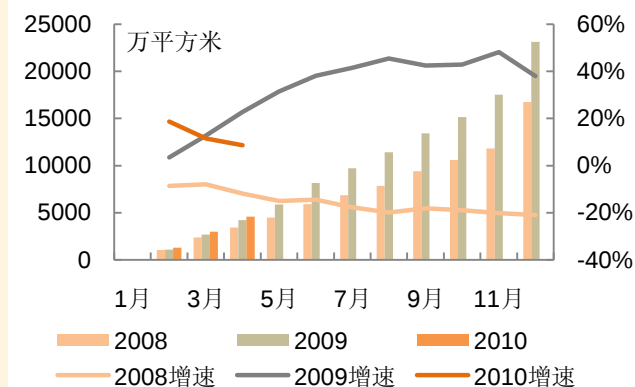
商品房从销售到装修购买家电需要一定的时间，即房地产成交量对家电消费的影响存在一定滞后期。我们坚持认为测算房地产对家电的需求时应从现房和期房两方面考虑，我们维持现房成交对家电消费的影响滞后 6 个月，期房成交对家电消费的影响滞后 18 个月的假设。按此推断 2010 年下半年城镇家电新置需求主要受到 2010 年上半年现房成交量和 2009 年上半年期房成交量的影响。

因此，2010 年上半年商品房现房成交量影响 2010 年下半年家电新置需求，而上半年期房成交量影响的则是 2011 年下半年的家电需求。那么在讨论今年下半年家电受房地产拉动的需求时，我们需要对上半年商品房住宅现房成交量进行预测。由于一季度现房成交量保持了同比 11.39% 的增长，二季度在政策影响下会出现一定萎缩，与一季度增量相抵后，预计整个上半年现房成交量可能出现小幅下降。我们认为降幅在 5%-10% 的概率较大，保守估计我们取 10% 的降幅。

根据草根调研，我们了解到 50%-60% 左右的商品房成交量为投机、投资性购房，这部分住房基本没有购置家电的需求。而此轮房地产调控打压的也正是这部分投机类需求，我们认为房地产成交的萎缩很大程度上来自投机性购房的减少。保守估计，我们假设上半年商品房成交量中仍有 50% 左右为投机性购房，那么具有购置家电需求的也为 50%；此外我们假设 90% 的家庭会在现房购置半年、期房购置一年半后购置家电；并假设套均面积为 105 平方米。在做了以上假设的基础上，我们测算出 2010 上半年现房成交量带来的具有家电新房新置需求的住房套数为 33.23 万套。

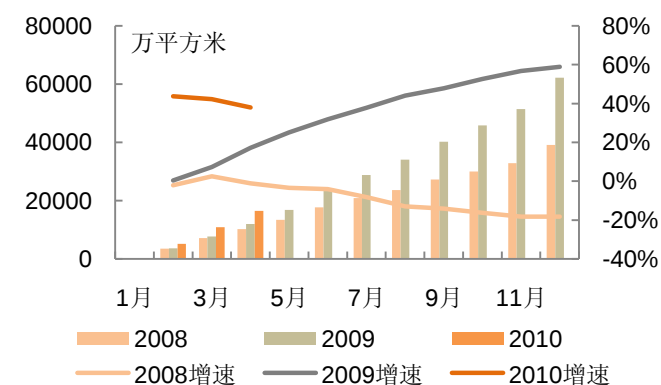
根据前文假设，2010 年下半年城镇家电新置需求除受上半年现房成交影响以外，更大程度上还受到 2009 年上半年期房成交量的影响。我们测算出 2009 上半年期房成交量中具有购置家电需求的住房套数为 100.01 万套，同比增长 31.81%。

图 11 商品房住宅现房成交量月度累计变化



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 12 商品房住宅期房成交量月度累计变化



数据来源：wind，湘财证券研究所

表 4 2009 上半年期房成交量及增长情况

	成交面积 (万平方米)	购置家电有效面积 (万平方米)	有效套数 (万套)	同比
2009 上半年	23336.68	11668.34	100.01	31.81%
2008 上半年	17704.39	8852.20	75.88	

数据来源：湘财证券研究所

表 5 影响 2010 下半年家电需求的房地产增长情况

2010 上半年现房成交量同比增速假设	10%	0%	-5%	-10%	-20%	-25%	-30%
成交面积(万平方米)	8978.3	8162.1	7754.0	7345.9	6121.6	3264.8	2856.7
购置家电有效面积(万平方米)	4489.2	4081.1	3877.0	3672.9	3060.8	1632.4	1428.4
有效套数(万套)	38.5	35.0	33.2	31.5	26.2	14.0	12.2
期房有效套数(万套)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
合计	138.5	135.0	133.2	131.5	126.2	114.0	112.3
同比增速	24.93%	21.77%	20.20%	18.62%	13.89%	2.84%	1.26%

数据来源：湘财证券研究所

综上，我们可以测算出 2010 年下半年具有购置家电需求的商品房成交套数为 131.50 万套，较去年同期仍实现 18.62% 的增长；即使在上半年现房成交下滑 20% 的悲观假设下，总的有效套数仍能实现 15% 的增长。因此房地产成交量对家电需

求的影响存在滞后,我们认为不能根据 2010 年上半年房地产成交量的萎缩就简单推断下半年家电需求会受到抑制。

从目前城镇家庭新房装修的配置来看,标配为空调、彩电一般每个房间 1 台,冰箱、洗衣机一般每户 1 台,因此我们认为空调、彩电对房地产的弹性相对较大、冰洗次之、小家电几乎不受房地产的影响。我们按照空调平均每户 2 台、彩电每户 1.5 台,冰洗每户 1 台的标准测算,2010 年下半年商品房成交量带动的各类家电的新置需求分别为空调 262.99 万台、彩电 197.25 万台、冰箱 131.50 万台、洗衣机 131.50 万台。

表 6 商品房成交量拉动的 2010 年下半年各类家电需求

	有效套数 (万套)			所拉动家电需求 (万台)			
	2010 下半年	上年 同期	同比	空调	彩电	冰箱	洗衣机
现房	31.48	34.98	-10.0%	62.96	47.22	31.48	31.48
期房	100.01	75.88	31.8%	200.03	150.02	100.01	100.01
合计	131.50	110.86	18.6%	262.99	197.25	131.50	131.50

数据来源: 湘财证券研究所

保障性住房力度加大将拉动中低端家电需求

除商品房以外,保障性住房的建设也将拉动家电消费。住建部公布了 2010 年保障性住房的建设目标,全国计划建设各类保障性住房 300 万套(包含经济适用房和廉租住房)、棚户区改造住房 280 万套,共计 580 万套。保障性住房面向的是中低收入家庭,我们认为保障性住房将能拉动中低端家电的需求增长,这将在一定程度上缓解商品房成交量萎缩的压力。

我们需要注意的是,由于监管及配套的问题,经适房建设政策在地方执行时存在一定难度和问题。建设目标并不等于实际建设数量。以 2008 年经济适用房建设为例,建设目标为 130 万套,实际仅建成 35.66 万套。但今年在政府打击投机性商品房的同时,决定加大力度建设保障性住房,一方面能够解决低收入人群的民生问题,另一方面也可以缓解房地产销售下滑对经济产生的负面影响。我们认为在今年这种特殊的经济形势下,保障性住房的建设力度会好于往年,我们预计 2010 年全年保障性住房的完成比例有望达 40%左右,预计上半年完成建设目标的 20%。

我们假设上半年建设完成的保障性住房将在下半年购置家电。且考虑到中低收入家庭对家电的购买顺序,以及下半年由于天气转凉的影响,我们假设保障性住房平均每户购买空调 0.5 台、彩电、冰箱、洗衣机各 1 台,由此测算出保障性住房对下半年家电需求的拉动。

表 7 保障性住房建设拉动的 2010 下半年各类家电的需求

保障性住房建设情况 (万套)		对家电需求的拉动 (万台)	
建设目标	580	空调	40.10
上半年完成比例	20%	彩电	104.4
完成套数	116	冰箱	104.4
购置家电有效套数	104.4	洗衣机	104.4

数据来源：湘财证券研究所

房地产对下半年家电行业的影响更多是心理层面

综上，由于房地产对家电需求的影响具有一定的滞后期，上半年商品房成交量的萎缩不会直接造成下半年家电需求的低迷，即使在悲观情景下，新置需求仍能保持 15% 左右的增长；加上今年保障性住房的建设，我们测算出下半年房地产拉动的城镇家电新置需求，空调、彩电分别为 315.19 万台、301.65 万台，对房地产弹性较大；冰箱、洗衣机均为 235.90 万台，对房地产弹性相对较小。

因此我们认为此次房地产调控导致的成交量大幅下跌对家电实际需求的影响有限。之所以出现房地产不景气带动家电板块大幅下跌，我们认为这是因为市场过度担忧家电需求问题，是心理预期受到影响的问题，更多程度上是一种恐慌性的下跌。

表 8 2010 年下半年家电新置需求预测

新增住房类型	有效套数 (万套)	对家电需求拉动 (万台)			
		空调	彩电	冰箱	洗衣机
2010 上半年现房	31.48	62.96	47.22	31.48	31.48
2009 上半年期房	100.01	200.03	150.02	100.01	100.01
2010 上半年保障性住房	104.40	40.10	104.40	104.40	104.40
合计	235.90	315.19	301.65	235.90	235.90

数据来源：湘财证券研究所

图 13 各类家电产品对房地产弹性由大到小排序



数据来源：湘财证券研究所

原材料价格上涨压缩利润空间

2010 年以来大宗原材料价格纷纷出现大幅上涨。铜、铝价格一季度上涨幅度较大，根据我们有色研究员的观点，由于前期已触及高位，预计下半年呈现震荡回调的走势，预计下半年铜均价同比涨幅在 15% 左右。

截至目前，冷轧钢板和镀锌钢板价格较二季度均价依然保持环比上涨的趋势，根据我们钢铁研究员的观点，受房地产影响，钢铁需求疲软使得下半年钢价受到一定抑制，而铁矿石成本上涨使钢价上涨仍有支撑，预计下半年钢价保持高位震荡的概率较大。预计冷轧钢板全年均价可能上涨 18%-20% 左右。对家电厂商将产生较大的成本压力，能否将成本压力成功转嫁关系到家电厂商今年的盈利状况。

图 14 铜价走势变化

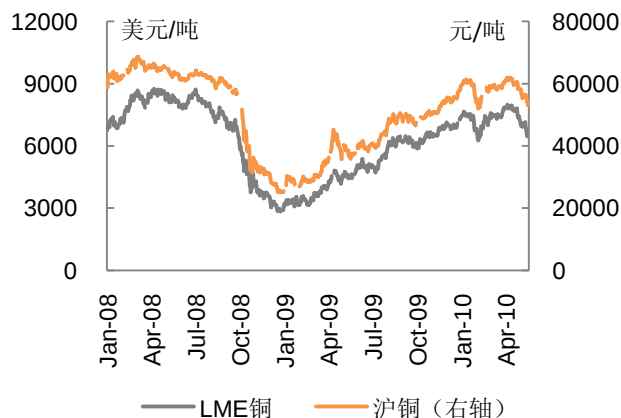
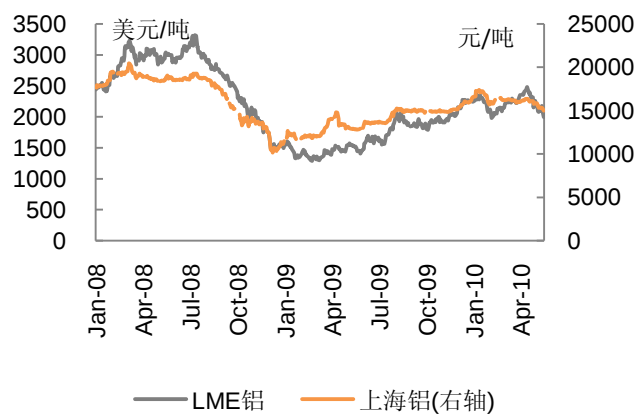


图 15 铝价变化走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 16 冷轧钢板和镀锌钢板价格走势

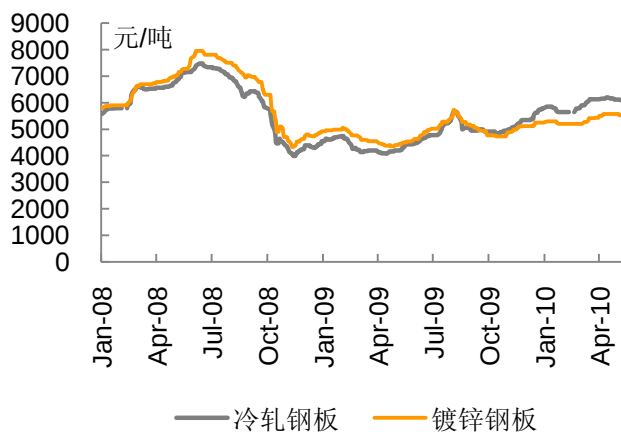
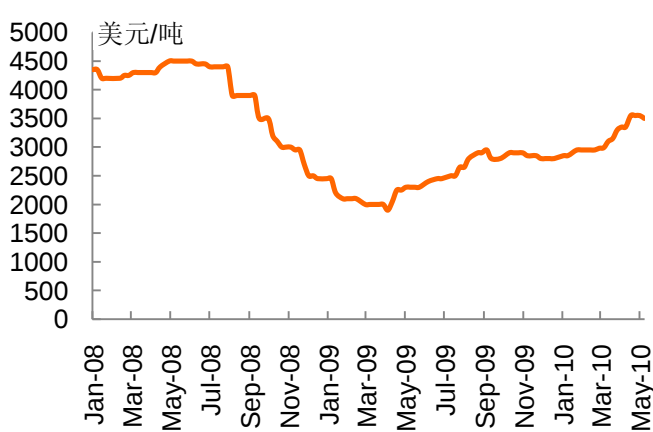


图 17 不锈钢价格走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

从产品分类来看，白电产品中大宗金属的用量相对较多，小家电较少，彩电几乎不需要用大宗原材料。而钢、铜等原材料在各类白电中成本占比也不同，以空调、冰箱比例较大。空调中钢和铜的成本比例分别为 39% 和 21%，冰箱中分别为 30% 和 10%，洗衣机分别为 22% 和 7%。根据我们敏感性分析的结果，如果钢价上涨 18%，铜价上涨 15%，空调、冰箱、洗衣机的成本分别上涨 10.2%、6.9% 和 5.0%。原材料价格上涨对空调行业成本影响最大，其次是冰箱、洗衣机。

图 18 空调成本构成

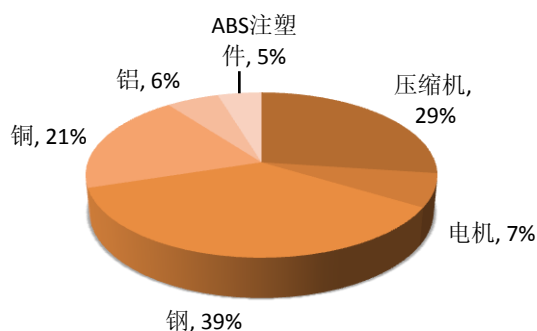
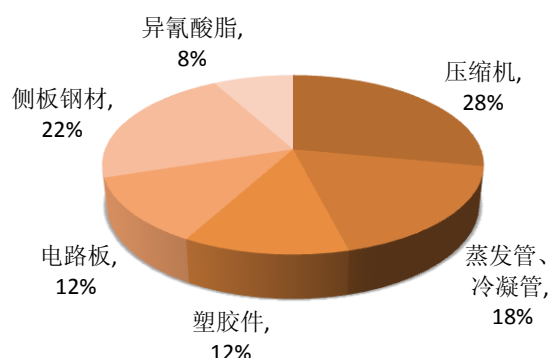


图 19 冰箱成本构成



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

数据来源：国家电网，湘财证券研究所

注：钢和铜的成本比例已包含压缩机和电机，因此与压缩机和电机的成本有部分重叠；

表 9 空调对钢价和铜价的敏感性

空调成本涨幅		钢价涨幅					
		9%	12%	15%	18%	21%	24%
铜价 涨幅	5%	4.6%	5.7%	6.9%	8.1%	9.2%	10.4%
	10%	5.6%	6.8%	8.0%	9.1%	10.3%	11.5%
	15%	6.7%	7.8%	9.0%	10.2%	11.3%	12.5%
	20%	7.7%	8.9%	10.1%	11.2%	12.4%	13.6%
	25%	8.8%	9.9%	11.1%	12.3%	13.4%	14.6%
	30%	9.8%	11.0%	12.2%	13.3%	14.5%	15.7%

数据来源：湘财证券研究所

表 10 冰箱对钢价和铜价的敏感性

冰箱成本涨幅		钢价涨幅					
		9%	12%	15%	18%	21%	24%
铜价 涨幅	5%	3.2%	4.1%	5.0%	5.9%	6.8%	7.7%
	10%	3.7%	4.6%	5.5%	6.4%	7.3%	8.2%
	15%	4.2%	5.1%	6.0%	6.9%	7.8%	8.7%
	20%	4.7%	5.6%	6.5%	7.4%	8.3%	9.2%
	25%	5.2%	6.1%	7.0%	7.9%	8.8%	9.7%
	30%	5.7%	6.6%	7.5%	8.4%	9.3%	10.2%

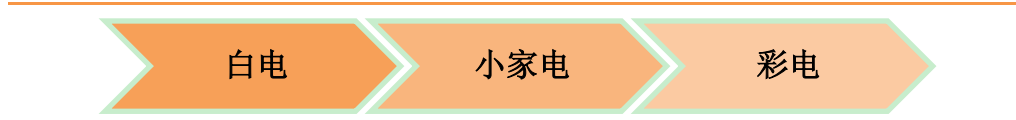
数据来源：湘财证券研究所

表 11 洗衣机对钢价和铜价的敏感性

洗衣机 成本涨幅		钢价涨幅					
		9%	12%	15%	18%	21%	24%
铜价 涨幅	5%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%	5.0%	5.6%
	10%	2.7%	3.3%	4.0%	4.7%	5.3%	6.0%
	15%	3.0%	3.7%	4.4%	5.0%	5.7%	6.3%
	20%	3.4%	4.0%	4.7%	5.4%	6.0%	6.7%
	25%	3.7%	4.4%	5.1%	5.7%	6.4%	7.0%
	30%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%	5.0%	5.6%

数据来源：湘财证券研究所

图 20 各类家电产品对钢价弹性由大到小排序



数据来源：湘财证券研究所

原材料价格的上涨定会给家电厂商带来一定的成本压力，我们认为家电企业可以通过以下 3 种途径进行转移成本压力：

- ✓ 向下游转移：在原材料价格波动的情况下，向下游转移最成功的莫过于家电上游配件类企业，这类公司产品销售一般采取原材料成本+加工费的方式，可以将大部分成本压力转嫁到家电整机企业；有较强定价能力的家电整机企业可通过推出新产品等方式变相涨价，可将部分成本压力转嫁至消费者。
- ✓ 向上游转移：市场份额较大的家电龙头企业一般对上游供应商的议价能力较强，可通过议价向上游原材料供应商以及零部件供应商转移部分成本压力。
- ✓ 通过自身技术提升或结构调整以降低成本：家电企业可通过自身技术实力的提高来降低生产成本，或调整产品结构，提高高毛利率产品的比例以提升盈利能力，也能使家电企业的成本压力得以有效缓解。

而今年家电企业面临的不仅仅是原材料价格上涨的问题，更值得重视的是由于核心技术的缺失导致家电产品同质化现象严重，市场竞争的激烈使家电价格战大范围展开。在原材料成本上涨的同时，不得不开始价格战，这对于一些规模较小的企业来说，可能面临被市场淘汰的风险。从这种角度我们也可以认为适度竞争是具备成本优势的家电龙头企业淘汰中小竞争对手的一场战争。长期来看，有利于行业集中度的提高，有利于龙头企业的市场地位进一步加强，但可能会牺牲短期盈利。

面对这种双面夹击的利润压缩，我们认为受影响最小的应是成本转嫁能力较强的家电上游配件类公司以及议价、定价能力均较强的家电龙头企业。

节能补贴下调，短期内影响空调消费

自 2010 年 6 月 1 日，空调将实施新能效标准，旧标准有 5 个能效级别，新标准将空调能效等级将提高 3 个等级，旧标准 2 级以下的空调已停止在市场上销售；高效空调节能补贴也将按照新标准延长一年。在新标准下，获补贴产品能效等级提高且补贴金额降低。

长期看，能效标准的提高及节能补贴的降低有利于空调行业洗牌，中小企业可能面临生存压力，龙头企业优势更加明显。

节能补贴金额的减少，意味着 6 月份开始，国内定频高效空调的销售价格每台将会提高约 300-600 元。这可能会影响到一些消费者的消费心理，了解行业的消费者将空调的购买提前至 5 月底之前进行，各空调厂家也纷纷 5 月底之前对 3 级以下低能效空调进行降价清货，因此我们认为 5 月份空调销量环比同比都将会有较大增长。目前根据我们从终端的了解以及与空调企业的沟通，6 月份以来，各品牌定频空调均出现不同程度的提价，目前提价幅度达 20%，预计未来几周空调价格仍会继续上调，空调厂商将通过提价逐步消化补贴金额的降低。毫无疑问，空调销售价格的上涨短期内会对空调的销量产生一定影响，我们预计这一过渡期为 1-2 个月。空调在城镇家庭已逐渐成为必需品，行业短期普遍涨价很难抑制空调刚性需求。长期看我们认为更大程度上是对品牌及型号的选择，消费者可能更倾向于选择龙头品牌。

表 12 空调节能补贴政策变化

政策实施时间	政策实施内容	产品范围及补贴额度	政策持续时间
2009.05	对能效比达到定频 1、2 级的高能效定频空调进行销售补贴和推广限价。	根据额定制冷量不同，最高限价范围 3500 元-4000 元，补贴标准为 300 元-850 元。	2010.05
2010.05	自 2010 年 6 月，空调节能补贴延长一年，但范围是对新能效等级下定频 1、2 级空调给予财政补贴；变频空调能效补贴后期将列入考虑范围。	补贴标准下降，根据额定制冷量不同，1 级空调 200-250 元，2 级空调 150-200 元。	2011.05

数据来源：湘财证券研究所

表 13 新旧能效标准下补贴金额对比

旧能效标准	补贴金额	新能效标准	补贴金额
		1 级	200-250 元
1 级	500-850 元	2 级	150-200 元
2 级	300-650 元	3 级	无

数据来源：湘财证券研究所

从另外一个角度看，定频空调价格的上涨，也为变频空调的销售带来的机会。旧补贴政策下，根据制冷量的不同，定频空调每台可获 300-850 元的补贴。定频空调和变频空调之间的差价较大，在定频空调涨价之际，变频和定频之间的价差缩小，同样匹数的定频和变频之间的价仅相差约 300-500 元。在变频将成为主流趋势的预期下，消费者也可能更倾向于选择舒适度、节能等方面更优越的变频空调，这为变频空调的推广销售带来较好的机遇。我们看好下半年变频空调的销售。此外，财政部、发改委还表示将研究实施推广变频空调的节能补贴，一旦变频空调节能补贴开始推广，变频和定频之间的价差将进一步缩小，届时变频空调有望出现爆发式增长。

政策推动力依然存在

家电下乡仍将继续拉动农村需求

2010 年来家电下乡政策有两大动作，一是下乡产品最高限价大幅提高；二是允许各省市自主选择一个新增品种纳入家电下乡补贴。

2010 年 1-5 月，全国家电下乡产品累计销售 2658.7 万台，同比增长 297%；实现销售额 543 亿元，同比增长 406%。由于家电下乡全国推广始于 2009 年 2 月，因此 1 月和 2 月数据不具可比性。那么剔除 1 月和 2 月数据后，2010 年 3-5 月全国共销售下乡产品 1680.8 万台，同比增长 206.96%；实现销售额 350 亿元，同比增长 290.49%。

最高限价的提高使各种大尺寸液晶电视、滚筒洗衣机、大容量冰箱等高端产品也纳入家电下乡范围，产品范围更广，农民选择空间更大，对家电下乡需求有一定的刺激作用。5 月份下乡产品销售均价为 2191.3 元，去年同期仅 1771.4 元，同比提高 23.7%，环比也增长 5.25%；1-5 月均价为 2044.2 元，同比提升 27.2%。考虑农村消费能力的提升，我们预计下乡产品均价将继续保持稳步提升的趋势。

各省市自主选择的新增品种也已纷纷启动招标工作，在新增的 6 类家电品种中，将电动车纳入下乡范围的有 10 个省市，并包含山东、河南两个农业大省，我们估计电动车会是 6 类品种中受益最大的产品。而目前 A 股电动车相关的上市公司仅有澳柯玛一家。根据 CMRC 的统计数据，澳柯玛电动车的市场份额为 2.02% 排名第八位，而电动车业务在澳柯玛主营收入中的比重仅为 12.79%，我们认为电动车下乡对公司主营收入的贡献有限。

2010 年 1-5 月，在家电下乡中受益最大的仍是冰箱和彩电，冰箱实现销售额 169 亿元，占比为 31.14%；彩电实现销售额达 178 亿元，占比为 32.8%，已超过冰箱。这主要是由农民对家电的消费习惯决定的，彩电、冰箱已逐渐成为大部分农村家庭的必需品，我们维持 2010 年彩电、冰箱继续受益最大的观点。我们看好农村市场彩电的消费升级和冰箱的普及加速带来的增长。

表 14 家电下乡政策实施进程

政策实施时间	政策变更内容	受益人口 (亿)	产品范围及限价调整	政策持续时间
2007.12	山东、河南、四川三省试点, 对农民购买纳入补贴范围的家电下乡产品给予产品销售价格 13% 的财政补贴	2	彩电 2000 元、冰箱 (含冰柜) 2500 元、手机 1000 元;	2011.11
2008.12	推广至四川、河南、山东 (含青岛)、内蒙古、辽宁 (含大连)、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西 14 省市, 并将洗衣机纳入补贴范围;	4.94	新增补贴品种: 洗衣机 2000 元	2012.11
2009.02	全国推广, 新增部分补贴品种;	8.4	新增补贴品种: 空调 (壁挂式 2500 元、落地式 4000 元)、热水器 (储水式 1500 元、燃气 2500 元、太阳能 4000 元)、电脑 3500 元	2013.01
2009.05	彩电限价上调, 新增微波炉、电磁炉两类小家电补贴品种;	8.4	彩电最高限价上调至 3500 元; 新增产品: 微波炉 1000 元、电磁炉 600 元; 最高限价大幅上调:	2013.01
2010.01	各类产品最高限价大幅提高	8.4	彩电 7000 元、冰箱 (含冰柜) 4000 元、手机 1000 元、洗衣机 3500 元、空调 (壁挂式 3500 元、落地式 6000 元)、储水式热水器 2500 元、微波炉 1500 元、电磁炉 1000 元;	2013.01
2010.03	印发《新增家电下乡补贴品种实施方案》, 在现有 9 类家电下乡补贴品种的之外, 允许各省市自主选择一个新增品种纳入家电下乡政策补贴范围。	8.4	新增 6 类自主选择品种补贴限额: 电动自行车 260 元; 电饭煲 65 元; 燃气灶 195 元; 抽油烟机 338 元; 电压力锅 78 元; DVD 影碟机 65 元;	2013.01

数据来源: 湘财证券研究所

图 21 2010 年 1-5 月家电下乡销量及同比增速

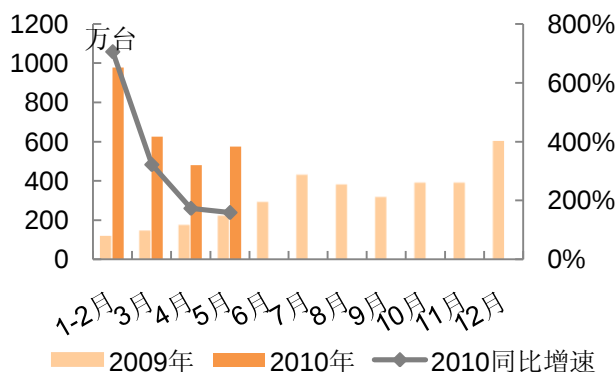
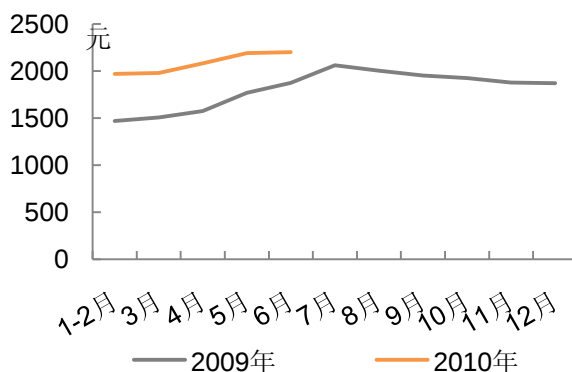


图 22 家电下乡销售均价变化



数据来源：家电下乡信息管理系统，湘财证券研究所

目前农村家电保有量还较低，2008 年空调、彩电、冰箱、洗衣机每百户保有量分别为 9.82、99.22、30.19、49.11 台，与城市相比有巨大差距，有较大提升空间。我国农民收入呈现逐渐增加的趋势，2009 年农村居民人均纯收入为 5153 元，同比增长 8.24%，预计今年有望超过 5500 元。收入增长将使农民对生活质量的的要求提高，购买家电意愿也将日趋强烈，我们认为家电在农村的消费仍有较强的增长动力。我们根据农村居民的消费习惯判断，农民购买家电的顺序依次为：彩电、洗衣机、冰箱、空调。

我们认为今年家电下乡增长最大的动力应是最高限价的提高，我们继续看好家电下乡对农村家电销售的推动。考虑到 2009 年下半年家电下乡销售增长较快，基数较高，我们认为 2010 年下半年增速可能会有所放缓，但农村市场潜在的需求在逐步释放，我们上调维持家电下乡销量预测，预计全年销量增长超过 50%。建议关注将在今年家电下乡政策中受益较大的龙头企业青岛海尔（600690）、海信电器（600060）。

图 23 农村家电每百户保有量增长情况

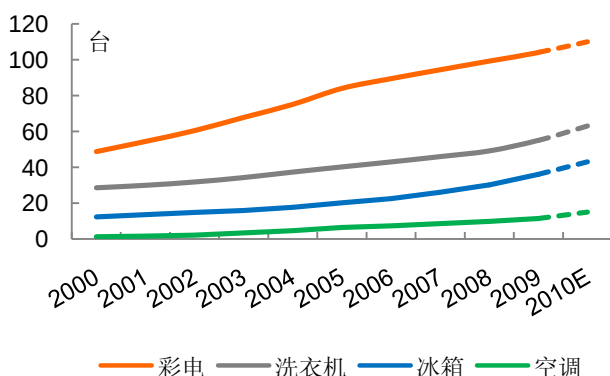
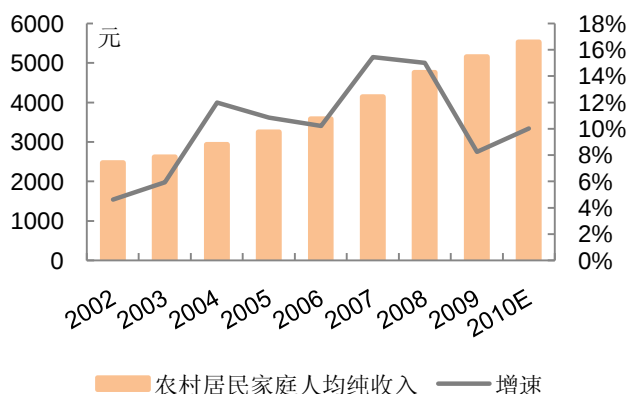


图 24 我国农民收入逐渐增长



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

以旧换新推广实施是城镇家电需求的增长动力

2009 年我国城镇家庭洗衣机、冰箱、彩电、空调每百户保有量分别为 96.01 台、95.35 台、135.65 台和 106.84 台，这与目前新房标配的洗衣机、冰箱每户 1 台，彩电、空调每户 2 台还有较大差距。此外我国城镇各类家电超龄服役现象已比较严重，我们认为我国城镇家庭家电保有量仍有较大提升空间。

以旧换新政策自去年试点以来，拉动城市家电消费效果显著。截至 2010 年 5 月 31 日，试点 9 个省市共回收旧家电超过 1400 万台，销售新家电 1409.3 万台，销售额达 539.8 亿元。其中，根据商务部数据，上海市参与以旧换新的五大类家电销量同比增长 30%，以旧换新销量占五类家电销售总量的 60%。

自 2010 年 6 月，原有 9 个试点省市继续实施以旧换新政策，并新增 19 个省市。目前全国 24 个省市已开展以旧换新政策，政策实施时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。此次没有推广的内蒙古、广西、海南、云南、西藏、宁夏和新疆等 7 个省市具备旧家电拆解能力等条件后也将适时启动以旧换新政策。以旧换新政策的推广已在我们预期之中，而实施时间是超预期的。我们认为以旧换新政策的推广可能是家电行业今年最大的利好政策，粗略估计 2010 年以旧换新政策有望拉动家电销售额 1500 亿元。

考虑到家电各子行业的消费格局，我们维持之前的判断。我们认为以旧换新政策中，受益的子行业排序为彩电、洗衣机、冰箱、空调。建议重点关注海信电器（600060）、青岛海尔（600690）、小天鹅（000418）。

表 15 以旧换新政策进展

政策实施时间	政策实施内容	受益人口（亿）	产品范围及补贴额度	政策持续时间
2009.06	以旧换新在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东、长沙、福州 9 地试点，消费者在交售旧家电并购买新家电时，按新家电销售价格的 10% 给予补贴。	2.2	电视机 400 元/台，冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台。	2010.05
2010.06	新增河北、山西、辽宁、大连、吉林、黑龙江、安徽、福建、厦门、江西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海等 19 个省市。	5.3	同上	2011.12

数据来源：湘财证券研究所

图 25 城镇家电每百户保有量增长情况

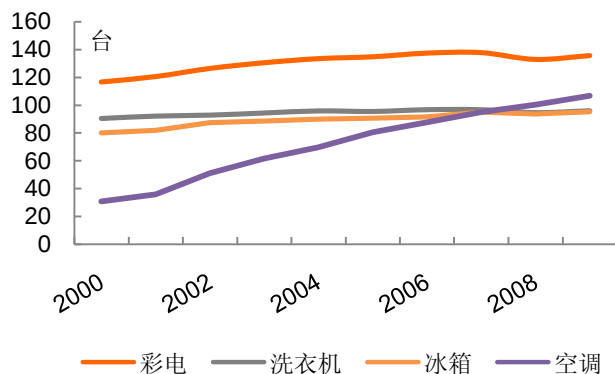
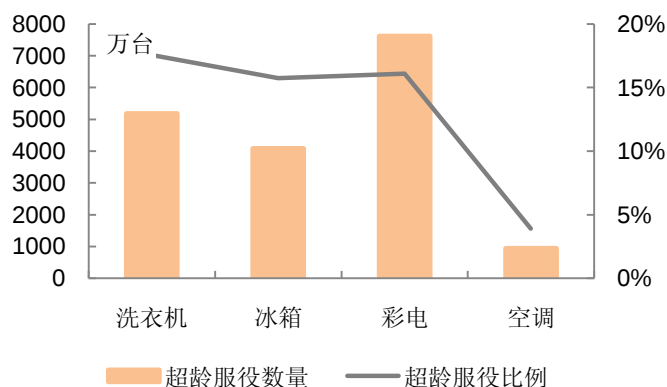


图 26 城镇家庭家电超龄服役情况



数据来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

下半年需求持续增长

根据前文分析, 房地产带动的家电新增需求在下半年仍将保持增长; 而家电下乡、以旧换新政策也继续推动农村和城镇家电消费; 出口反持续反弹也为行业增长提供一定动力。我们预计主要家电产品 2010 年下半年需求增速为 13.94%, 彩电、洗衣机两个子行业可能增长较快。

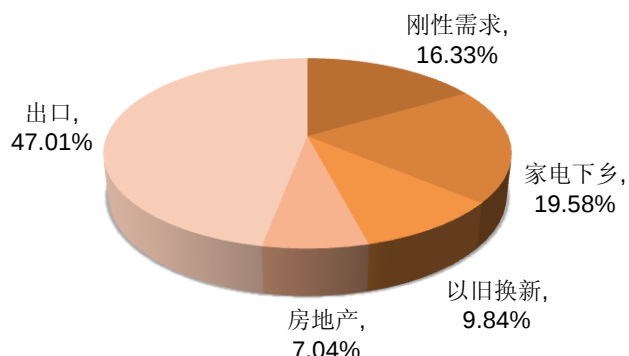
其中出口需求将占据 47% 的份额, 家电下乡和以旧换新政策带来的需求约为总需求的 29.42%, 房地产带动的新增需求占比仅为 7.04%。因此房地产对家电总销量的影响实际并不大, 我们对房地产成交量低迷可能带来家电需求下滑的问题不必过度担心。

表 16 2010 下半年家电总需求预测

需求类型	彩电	洗衣机	冰箱	空调	总量
刚性需求 (万台)	268	427	566	1295	2524
家电下乡 (万台)	1109	608	1006	305	3028
以旧换新 (万台)	674	352	292	203	1521
房地产 (万台)	302	236	236	315	1089
内销总量 (万台)	2353	1623	2099	2118	8193
内销同比	21.68%	15.99%	10.85%	7.54%	13.88%
出口 (万台)	4361	847	959	1102	7269
总量 (万台)	6714	2470	3058	3220	15462
同比增速	15.22%	15.70%	13.16%	10.79%	13.94%

数据来源: 湘财证券研究所

图 27 各类需求占比



数据来源：湘财证券研究所

行业投资策略：跳出市场疑问，寻找投资机会

纵观下半年家电行业的影响因素，房地产成交的低迷将持续影响市场对家电板块的预期，原材料价格上涨也会压缩行业的盈利能力，空调节能补贴也将在一定程度上影响空调短期的销售；但我们认为家电下半年的刚性需求依然将保持增长，我们也相信家电企业在竞争中转嫁成本的能力，我们看好家电行业的长期成长性，暂时维持家电行业“增持”评级，但不应忽视短期房地产带来悲观预期等风险。

在目前家电行业面临需求增长和悲观预期博弈的情况下，我们认为投资家电行业应选择能较好规避目前风险的子行业，从中挖掘成长性较确定的个股。我们选择了家电上游零配件和小家电两个子行业，理由如下：

- ✓ 家电上游零配件行业是介于大宗原材料和家电整机厂商中间产业链，行业产品销售定价方式一般采用成本加成定价，即采购成本+一定比例的加工费用，也就意味着家电上游零配件行业在产品销售的同时就锁定了一定的毛利率。在这种定价模式下，原材料价格的波动对行业的影响较小，相关公司能将大部分风险有效转移至下游家电整机企业。因此家电零部件行业能有效规避今年原材料价格大幅上涨带来的利润压缩的风险。
- ✓ 小家电行业虽也面临原材料价格上涨的压力，但是我们认为与大家电不同，小家电产品更容易创新，小家电生产企业可通过不断推出新产品以保证一定的毛利率水平；此外小家电在国内的普及率尚低，小家电需求对房地产的弹性较小，我们认为房地产对小家电需求的影响非常有限；而且小家电的毛利率普遍比大家电高，从这个角度上看抗风险能力也较强。

综上考虑，我们推荐两家公司，成本转嫁能力强的国内冰箱、洗衣机用彩涂钢板龙头企业禾盛新材(002290)和在大股东坚强后盾下快速成长的苏泊尔(002032)。

重点公司推荐

禾盛新材（002290）：高速增长的彩涂钢板龙头

公司主要产品为 PCM 和 VCM。PCM 是涂层板材，其色彩鲜艳但以单色为主，主要用于冰箱、洗衣机的面板和侧板；VCM 是覆膜板材，可以实现更加丰富的色彩、精美的图案和珠光闪烁的效果，耐腐蚀性和耐刮伤性较好，但由于目前 VCM 成本较 PCM 更高，其应用范围尚小，主要用于高端的冰箱和洗衣机面板。2009 年 VCM 在公司收入中的比重仅为 26.89%，PCM 是主导产品，为 71.44%。

目前国内家电用复合材料正处于彩涂钢板对“后涂装”工艺更新替代阶段。家电企业最初建设复合板材生产线基本为自带脱脂、磷化和喷涂转杯的“后涂装”工艺，其生产效率低、涂料浪费大、花色品种也较单一。而彩涂钢板在家电行业中的应用可减少家电厂商生产的工艺操作程序，缩短工作时间，节省各项费用。目前家电整机厂商新建的生产线基本已不再包括“后涂装”工艺，彩涂钢板外购逐渐成为趋势。预计未来三年彩涂钢板复合增长率有望超过 30%。公司作为 20%左右市场份额的龙头企业，将能最大程度分享行业的快速增长。

公司产品销售定价模式为原辅材料价格+人工费用+制造费用+加工利润+配送服务费，这种模式为公司锁定了一定的利润空间。原材料价格波动对公司利润影响有限，公司有较强的成本转嫁能力。面对今年钢价大幅上涨的预期，我们认为公司能有效转移成本压力。

公司主要客户有苏州三星、泰州 LG、南京 LG、美菱电器和合肥荣事达，面对众多客户的需求，公司产能已显不足。公司 2009 年产能约 8 万吨，随着募投项目的建设，预计今年产能将增至 12 万吨左右。此外面对巨大的市场需求，公司将募投项目中“年产 800 万平方米高光膜生产线建设项目”变更为合肥禾盛“年产 6 万吨家电用符合材料吨 PCM/VCM 生产线建设项目”。合肥项目 2010 年年底有望投产 6 万吨，其余 6 万吨将在 2011 年投产，预计 2012 年合肥项目将达到 12 万吨的满产状态，合肥季度主要就近供应三洋、美菱、通士达、华凌等家电企业。届时公司产能瓶颈将得到有效解决，为公司向微波炉、空调等领域延伸奠定产能基础。

考虑到产能扩张给公司带来的外延式增长，我们认为公司在未来 3 年将能保持高速增长。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.78 元、1.15 元和 1.58 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：产能配套增长或低于预期。

苏泊尔（002032）：坚强后盾带来快速增长

炊具龙头当之无愧：2009 年公司炊具市场份额继续扩大，由 29.7%增至 31.6%；其中炒锅市场份额由 26.7%提升至 32%，煎锅也有大幅提升，由 37.7%提高至 43.6%。公司处于国内炊具行业无可争议的第一地位。2009 年公司炊具业务的增

长远超炊具行业 5% 的增速。苏泊尔和爱仕达几乎垄断了国内炊具市场的中高端市场，公司作为中高端品牌向上和向下均有较大的延伸空间。

小家电竞争力逐渐提升：2009 年公司各类小家电市场份额均有较大提升，电饭煲份额为 18.14%、电压力锅 20.99%、电水壶 12.44%，均保持第二位水平；电磁炉份额为 13.80%，超越九阳，跃居第二位；2009 年公司开始涉足豆浆机业务，已取得 1.02% 的市场份额。

公司与大股东 SEB 的合作成效显著：随着绍兴基地的建设，公司产能瓶颈得到有效解决，SEB 订单加速向公司转移。2009 年公司 SEB 出口实现收入 6.67 亿元，同比增长 51%。预计 2010 年 SEB 出口收入将达 9.93 亿元，其中炊具 7.1 亿元，同比增长 22%，小家电 2.7 亿元，增长 258%。SEB 出口订单为公司锁定了 18% 的毛利率，这也是公司出口毛利率水平高于竞争对手的原因。SEB 在订单转移的过程中，也同时向公司转移多种专利及产品技术，今年小家电出口将集中在开水壶、面包机、电烤盘等。

公司绍兴基地最终建成后产能将达 3200 万口，形成 40 亿元的销售规模；武汉二期项目建设目标为产能 2500 万口，25 亿元的销售规模，届时武汉基地整体年产能将超过 4000 万口。公司绍兴基地一期项目的投产以及武汉二期项目的开工，为公司未来几年的快速发展提供了产能保障。

面对今年原材料上涨，公司一方面计划推出更多高性价比的产品，扩大公司品牌消费群体；公司坚持产品创新，不断推出差异化产品，将部分成本压力转移至消费者；另一方面通过规模采购等方式将成本压力向上游供应商转移。此外小家电和炊具对房地产的弹性较小，此轮房地产低迷对公司产品销售影响有限。

我们认为随着产能释放，公司未来几年将保持快速增长。预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.72 元、0.89 元、1.12 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：新产品开发力度或低于预期；

风险提示

房地产持续低迷的风险；

原材料价格大幅波动的风险；

凉夏气候可能影响空调销售的风险；

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。