

家电景气依旧，相对估值仍高

2010年下半年家电器具及广电设备行业投资策略报告

家电器具及广电设备

评级：中性（下调）

投资策略报告

2010年7月6日 星期二

TMT 小组

分析师 李军政

电话：010-59707117

邮件：ljz@longone.com.cn

执业证书编号：S0630210060005

家电器具及广电设备

联系人：周颖

电话：021-50586660-8632

邮件：dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
青岛海尔	600690	买入
美的电器	000527	买入
小天鹅 A	000418	买入
ST 厦华	600870	买入

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-10.42	-2.99
3 个月	-28.48	-3.34
6 个月	-25.11	2.86

行业相对上证综指走势图



投资要点

- 2010 年上半年家电板块表现不佳，相对估值仍高，下调评级为“中性”。
家电板块今年上半年累计跌幅 25%，仅跑赢上证综指 2%，位居 23 个申万一级行业第 16 位。家电板块与全部 A 股和沪深 300PE 的相对估值目前处于历史高位，随着家电板块毛利率的回落，再次出现类似去年下半年板块超预期行情的概率很小，大幅跑赢大盘的可能性不大，因此我们下调家电行业评级至“中性”。
- 家电行业 2010 年景气依旧。家电行业上半年仍维持高速增长状态，工信部公布 1-5 月，电冰箱、空调器、洗衣机、彩电产量同比分别增长 29.3%、38.6%、37.9%和 20.2%，其中液晶电视机增长 41%。冰箱产销两旺，内销持续高速增长，消费呈现高端化趋势；洗衣机相对平稳增长，美的整合致市场格局生变，滚筒普及风暴助推洗衣机高端化趋势；家用空调维持高速增长，市场需求已恢复；彩电需求大幅增长，液晶内销增长率远超预期，但激烈竞争压低毛利率。
- 家电下乡、以旧换新将继续推动家电高速增长，竞争将持续，毛利率或可企稳。家电下乡政策效应并未递减，仍存巨大潜力；以旧换新逐步加速，市场容量倍增，下半年或破千亿；地产调控对家电影响暂时有限，巨大存量保障需求；下半年家电竞争将持续，但成本企稳，毛利率或可维持。
- 推荐受益政策刺激下的内需增长并处于整合进程、能够降低成本的白电龙头。受家电下乡、以旧换新等政策因素刺激，家电产品销量将继续保持快速增长，但竞争因素在下半年仍然会在一定程度上影响产品价格和毛利率水平。我们建议继续关注受益政策刺激下的内需增长并处于整合进程、能够通过多种手段降低成本的白电龙头青岛海尔、美的电器和小天鹅 A，此外推荐治理改善、业绩反转的 ST 厦华。

目录

1. 2010年下半年家电行业关注白电龙头	4
1.1 2010年上半年家电板块表现不佳	4
1.2 相对估值处于历史高位，下调行业评级至“中性”	5
1.3 2010年下半年家电相对安全，推荐白电龙头	6
2. 家电行业2010年景气依旧	6
2.1 冰箱持续高速增长，消费呈现高端化趋势	6
2.2 洗衣机相对平稳增长，美的整合致市场格局生变	8
2.3 家用空调维持高速增长，市场需求已恢复	9
2.4 彩电需求大幅增长，激烈竞争压低毛利率	11
3. 家电高增长和竞争将持续，毛利率或可企稳	14
3.1 家电下乡政策效应并未递减，仍存巨大潜力	14
3.2 以旧换新逐步加速，市场容量倍增，下半年或破千亿	15
3.3 地产调控对家电影响暂时有限，巨大存量保障需求	17
3.4 竞争将持续，但成本企稳，毛利率或可维持	18
4. 重点公司推荐	20
4.1 青岛海尔（600690）：家电行业引领者，产业资本频繁出击 ...	20
4.2 美的电器（000527）：跟随者和竞争者，继续全球化	20
4.3 小天鹅A（000418）：专注洗衣机主业，整合或致重回首位 ...	20
4.4 ST厦华（600870）：治理改善，业绩反转	21

图形目录

图1. 截至2010年6月30日23个申万一级行业市场跌幅	4
图2. 截至2010年6月30日23个申万一级行业PE(TTM)	4
图3. 家用电器板块动态市盈率的PEband	5
图4. 家用电器板块相对估值比较	5
图5. 过去两年冰箱单月内销数据（万台）	7
图6. 过去两年冰箱单月出口数据（万台）	7
图7. 过去一年国内冰箱市场占有率变动情况	7
图8. 过去两年洗衣机单月内销数据（万台）	8
图9. 过去两年洗衣机单月出口数据（万台）	8
图10. 过去一年国内洗衣机市场占有率变动情况	9
图11. 过去两年家用空调单月内销数据（万台）	10
图12. 过去两年家用空调单月出口数据（万台）	10
图13. 过去一年国内空调市场占有率变动情况	10
图14. 过去两年彩电单月内销数据（万台）	11
图15. 过去两年彩电单月出口数据（万台）	11
图16. 过去两年液晶电视单月内销数据（万台）	11
图17. 过去两年液晶电视单月出口数据（万台）	11

图 18. 过去两年CRT电视单月内销数据（万台）	12
图 19. 过去两年CRT电视单月出口数据（万台）	12
图 20. 过去两年等离子电视单月内销数据（万台）	13
图 21. 过去两年等离子电视单月出口数据（万台）	13
图 22. 过去一年国内彩电市场占有率变动情况.....	14
图 23. 家电下乡单月登记销售量（万台）和环比增速.....	15
图 24. 若干省份家电下乡月度销售额（亿元）	15
图 25. 农村居民平均每百户家电拥有量情况（台）	15
图 26. 城镇居民平均每百户家电拥有量情况（台）	15
图 27. 以旧换新实施以来回收量、销售量和销售额累计情况.....	16
图 28. 过去五年国房景气指数和空置房指数变动.....	17
图 29. 过去五年商品房累计销售面积变动.....	17
图 30. 过去四年美国新建住房销售及电子和家用电器店销售额变动..	17
图 31. 过去三年家电上市公司单季毛利率走势.....	18
图 32. 上游铜、铝、镀锌板等原材料价格指数走势.....	19
图 33. 上游液晶面板价格走势（美元）	19
图 34. 上游等离子面板价格走势（美元）	19

表格目录

表 1. 截至 2010 年 6 月 30 日家用电器行业个股年内二级市场数据...	4
表 2. 以旧换新试点和新增省市家庭设备用品及服务消费总额.....	16
表 3. 城镇和农村家电保有量和更新需求情况预测.....	18

1. 2010年下半年家电行业关注白电龙头

1.1 2010年上半年家电板块表现不佳

家电行业在2010年上半年市场表现差强人意。截至2010年6月30日，家电板块今年累计跌幅25%，仅跑赢上证综指2%，位居23个申万一级行业第16位。从动态市盈率来看，2010年6月30日，家电板块PE(TTM)为20.2，高于上证综指的16.7，同样名列第16位。

图1. 截至2010年6月30日23个申万一级行业市场跌幅

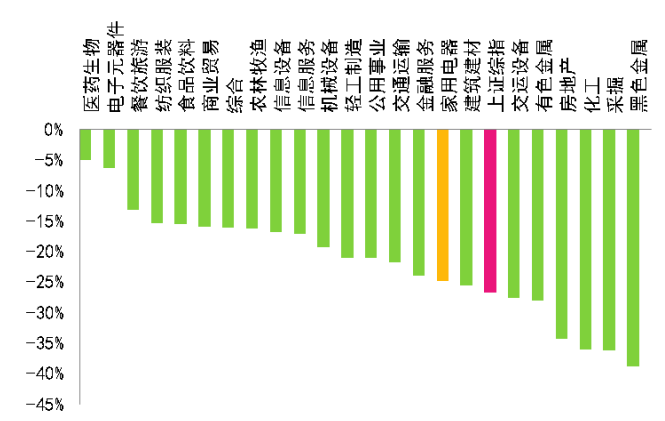
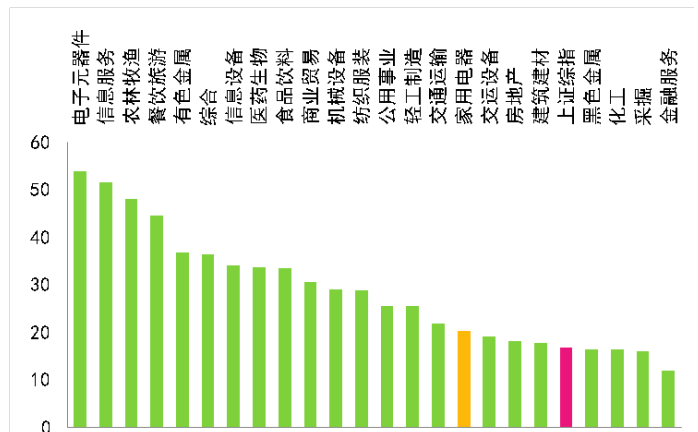


图2. 截至2010年6月30日23个申万一级行业PE(TTM)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

个股方面, 在我们关注的2009年底之前已经上市的35只个股中, 半年间有26只跑赢大盘, 9只跑输大盘, A股彩电四大厂商除四川长虹外均跑输大盘, 去年唯一跑输大盘的九阳股份依然表现不佳。

表1. 截至2010年6月30日家电器具行业个股年内二级市场数据

股票代码	公司简称	涨幅	换手率 (%)	PE (TTM)	PB	总市值 (亿元)
600870	ST 厦华	55%	151	18.2	-2.0	19
600673	东阳光铝	29%	723	99.9	4.4	87
600261	浙江阳光	27%	159	38.6	5.9	58
000404	华意压缩	23%	497	41.5	6.3	34
002032	苏泊尔	22%	182	32.0	5.2	112
000541	佛山照明	16%	416	58.3	4.7	116
002139	拓邦股份	6%	670	45.9	7.1	24
002050	三花股份	3%	276	21.9	4.8	61
002035	华帝股份	3%	345	18.7	4.6	16
002005	德豪润达	0%	329	85.3	8.4	55
002076	雪莱特	-1%	936	194.7	4.7	18
002011	盾安环境	-4%	542	35.8	3.2	60
002260	伊立浦	-9%	1138	-42.9	4.7	14
002052	同洲电子	-10%	679	-124.2	3.3	40

000418	小天鹅 A	-11%	125	27.8	3.7	71
600637	广电信息	-14%	227	106.5	3.5	41
600839	四川长虹	-16%	170	88.5	1.1	105
000530	大冷股份	-19%	461	38.3	1.6	27
600619	海立股份	-20%	140	23.4	2.6	41
002047	成霖股份	-20%	308	28.8	2.6	21
600336	澳柯玛	-20%	298	40.5	4.2	21
000921	ST 科龙	-22%	167	46.9	20.5	89
600690	青岛海尔	-23%	167	18.2	4.0	256
000527	美的电器	-26%	62	15.2	3.6	356
600854	ST 春兰	-26%	137	212.2	1.4	30
002120	新海股份	-27%	383	40.7	3.5	12
	上证综指	-27%		16.7	2.3	
000100	TCL 集团	-27%	213	21.2	2.1	110
600060	海信电器	-29%	161	19.0	2.1	104
300028	金亚科技	-32%	824	69.0	4.7	31
000521	美菱电器	-33%	420	8.9	2.6	36
000651	格力电器	-35%	97	11.8	3.3	353
002084	海鸥卫浴	-36%	254	43.5	2.3	17
000016	深康佳 A	-38%	387	39.1	1.5	57
002242	九阳股份	-38%	300	15.5	3.6	87
600983	合肥三洋	-39%	211	21.6	6.0	51

资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

1.2 相对估值处于历史高位，下调行业评级至“中性”

家电板块虽然近期跌幅巨大，但与全部 A 股和沪深 300（家电深市公司较多，不宜用上证指数）PE 相比的相对估值目前处于历史高位，虽然这在一定程度上是由于金融地产的估值偏低造成大盘估值较低导致的，然而随着家电板块毛利率从 09 年的高点回落，再次出现类似去年下半年板块超预期行情的概率很小，大幅跑赢大盘的可能性不大，因此我们下调家电行业评级至“中性”。

图3. 家用电器板块动态市盈率的 PEband

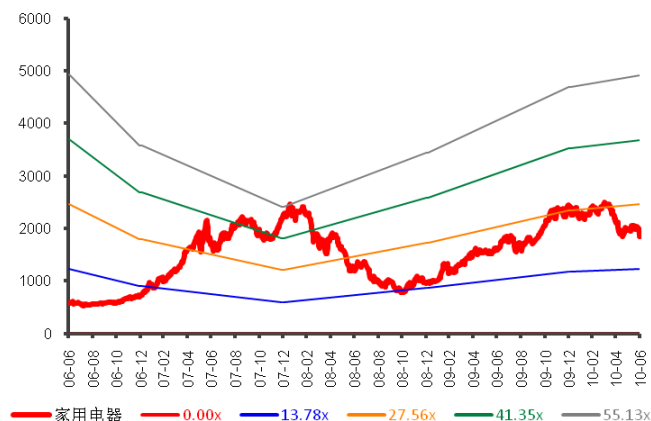


图4. 家用电器板块相对估值比较



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

1.3 2010年下半年家电相对安全，推荐白电龙头

东海证券宏观策略认为，全年经济增速将维持在9.5%左右的合理水平。从未来政策来看，去投资化、促进消费和结构调整是未来持续的方向。虽然下半年经济增速的回落对消费存在一定的影响，同时，09年政策刺激下的行业大爆发已经使得行业增速对未来需求有所透支，但是根据我们对下半年财政政策的判断，在下半年经济增速回落时财政政策仍将保持积极，因此我们对下半年消费的判断是增速在现有高速基础上保持稳步的增长，这种增长相对较为确定。因此，消费行业相对具有防御性的特点，在下半年波动较大的市场中相对安全。

虽然家电板块大幅跑赢大盘的可能不大，但家电企业盈利下降风险较小，使得当前估值在未来两年相对安全。受家电下乡、以旧换新等政策因素刺激，家电产品销量将继续保持快速增长，但竞争因素在下半年仍然会在一定程度上影响产品价格和毛利率水平。我们建议继续关注受益政策刺激下的内需增长并处于整合进程、能够通过多种手段降低成本的白电龙头青岛海尔、美的电器和小天鹅A，此外推荐治理改善、业绩反转的ST厦华。

2. 家电行业 2010 年景气依旧

家电行业在政策和多重需求支持下 2010 年景气依旧。我们首先回顾 2010 年上半年家电行业运行情况，然后分析推动家电景气的几大因素的未来状况。

随着中国经济企稳回升和政策刺激作用，居民收入增加、消费信心增强，家电行业仍维持高速增长状态。根据工信部公布的统计数据，1-5 月，消费品工业增加值增长 15.4%，同比加快 6.7 个百分点，以 2008 年同期为基期，近两年 1-5 月平均增速为 12%。其中家电产品产销平稳增长。重点监测的 12 种家用电器产品中，5 月有 8 种产品增速超过 20%，电冰箱、空调器、洗衣机、彩电分别增长 30.5%、69.9%、30.9%和 36.9%。1-5 月，电冰箱、空调器、洗衣机、彩电产量同比分别增长 29.3%、38.6%、37.9%和 20.2%，其中液晶电视机增长 41%。

2.1 冰箱持续高速增长，消费呈现高端化趋势

2.1.1 上半年冰箱产销两旺，内销持续高速增长

据产业在线统计，2010 年 1-5 月，我国冰箱产量累计达 2982.1 万台，同比增长 36.9%；销量累计完成 2989.59 万台，同比增长 35.0%。其中内销 2258.51 万台，同比增长 43.5%；出口 731.08 万台，同比增长 14.2%。截至 2010 年 5 月底，我国冰箱库存为 113.08 万台，同比下降 20.3%。

图5. 过去两年冰箱单月内销数据（万台）

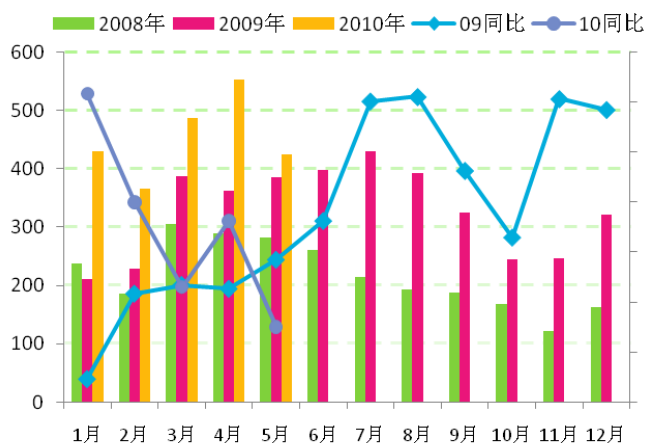
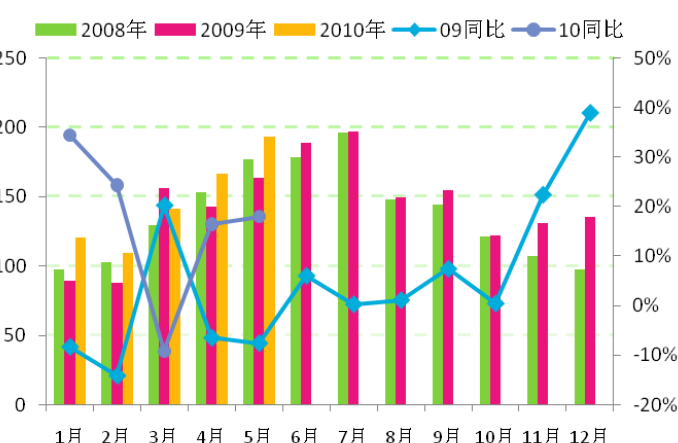


图6. 过去两年冰箱单月出口数据（万台）



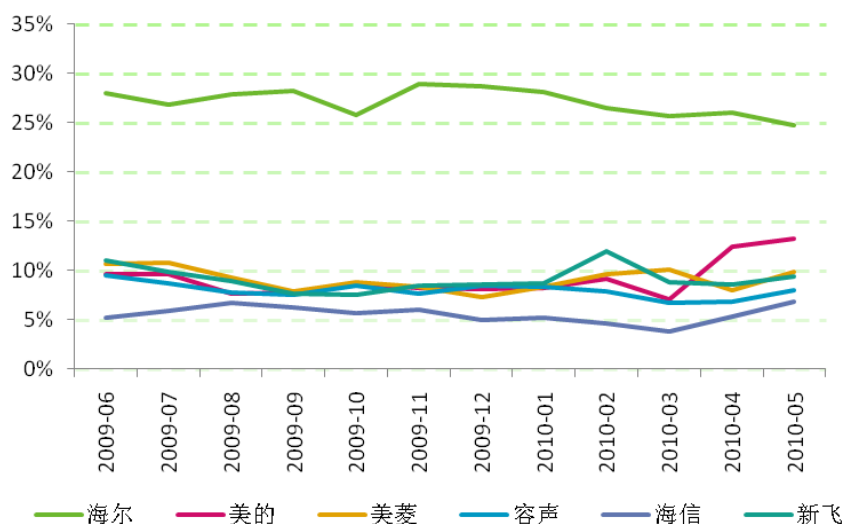
资料来源：产业在线、东海证券研究所

从过去两年冰箱单月销售数据可以看到，从去年下半年至今，内销始终维持高速增长，其中有半数月份同比增长都高达100%以上，这显然得益于从去年下半年全面铺开的家电下乡政策的推动。现阶段农村市场对冰箱的需求急剧上升，进入高速普及期，预计这一态势还将持续。今年冰箱出口增长率较低，仅为14.2%，因为出口冰箱主要是高端产品，而西方成熟市场更新换代需求增速并不大，随着经济复苏，维持正常增长。

2.1.2 海尔一骑绝尘，美的奋起直追

根据中国家电网和国家信息中心的市场监测数据，海尔在冰箱市场稳稳占据头把交椅，但市占率由去年底的28.70%下滑至今年5月的24.76%，而美的市占率则由8.25%提升至13.19%，其他各品牌如美菱、容声、海信、新飞等市占率在5%-10%之间振荡。

图7. 过去一年国内冰箱市场占有率变动情况



资料来源：中国家电网、国家信息中心、东海证券研究所

2.1.3 冰箱消费呈现高端化趋势，有助提升综合毛利率

由国家信息中心发布的《2009-2010 年国内重点城市电冰箱市场白皮书》显示，2010 年 1-4 月份，高端冰箱整体销量比例比去年同期提升了 13.75 个百分点，比 2009 年全年水平提升了 11.20 个百分点。其中，对开门冰箱销量比例分别比去年同期和去年全年高出 3.55 和 3.02 个百分点，三门及以上冰箱分别比去年同期和去年全年高出 10.20 和 8.18 个百分点，整体市场水平明显处于上升阶段。随着国内重点城市冰箱品类结构调整的继续，高端冰箱销量比例上升会贯穿 2010 年整个销售过程。高端化消费趋势有助于提升冰箱厂商的综合毛利率。

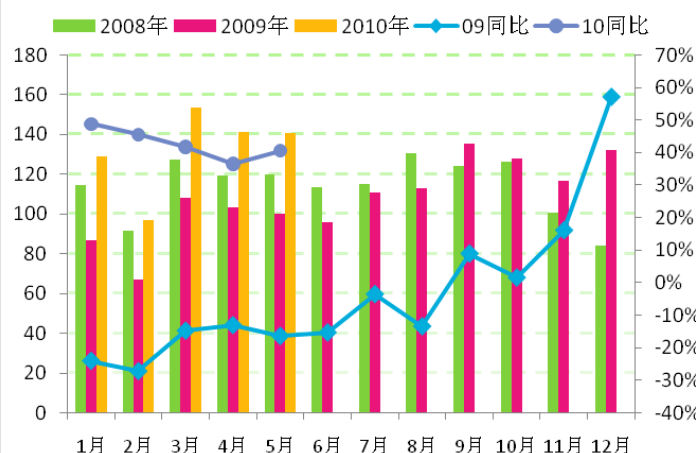
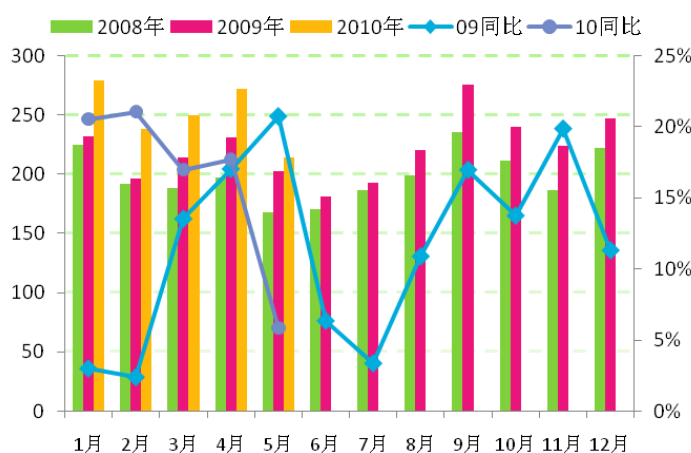
2.2 洗衣机相对平稳增长，美的整合致市场格局生变

2.2.1 洗衣机内销出口均平稳增长

据产业在线统计，2010 年 1-5 月，我国洗衣机产量累计达 1848.68 万台，同比增长 17.5%；销量累计完成 1913.86 万台，同比增长 24.3%。其中内销 1252.03 万台，同比增长 16.5%；出口 661.83 万台，同比增长 42.2%。截至 2010 年 5 月底，我国洗衣机库存 293.41 万台，同比下降 21.3%。

图8. 过去两年洗衣机单月内销数据（万台）

图9. 过去两年洗衣机单月出口数据（万台）



资料来源：产业在线，东海证券研究所

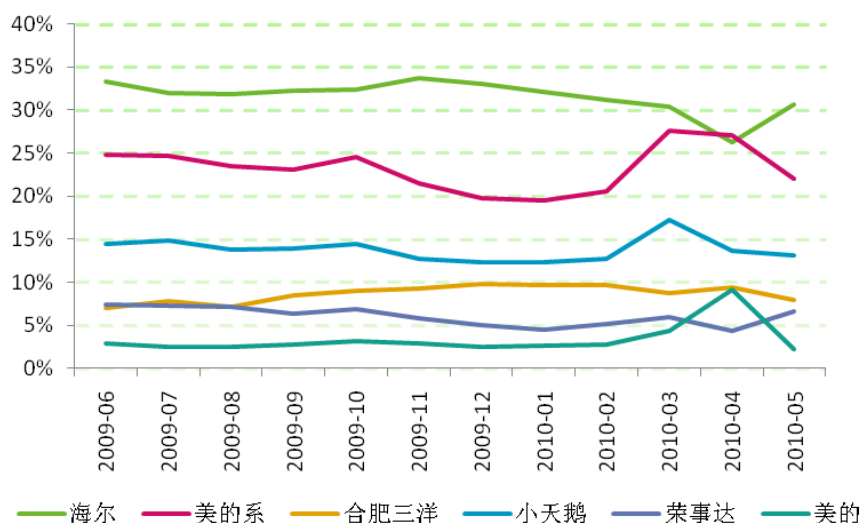
从过去两年洗衣机单月销售数据可以看到，内销今年前 4 个月维持在 20% 左右的增长，5 月增速才有所下滑，主要原因是 5 月进入传统淡季，而去年 5 月增速全年最高导致基数较高。出口从去年底进入高速增长，今年上半年同比增速始终维持在 40% 左右的水平，主要原因是去年同期受金融危机影响出口下滑较为严重从而导致基数较低，而今年上半年出口复苏和旺季因素导致洗衣机出口始终维持高增速。

2.2.2 美的系挑战海尔王者地位，或现两强争霸格局

根据国家电网和国家信息中心的市场监测数据，海尔在洗衣机市场虽然

也占据头把交椅，但其地位已在美的系多品牌整合以及价格竞争的影响下出现松动，市占率由去年底的 33.01% 下滑至 4 月的 26.20%，5 月回升至 30.67%。美的系虽然单品牌市占率均无法与海尔抗衡，但整合后三大品牌小天鹅、美的、荣事达的总体市占率在提高，4 月份甚至超过了海尔达到 27.12%，虽然这与美的系发动滚筒普及风暴有一定的关系，但也表明将在下半年完成整合的美的系已有能力挑战海尔洗衣机的王者地位。另一洗衣机上市公司合肥三洋过去一年的市占率维持在 7%-10%。

图10. 过去一年国内洗衣机市场占有率变动情况



资料来源：中国家电网、国家信息中心、东海证券研究所

2.2.3 滚筒普及风暴助推洗衣机高端化趋势

今年五一前后，美的洗衣机发动滚筒普及风暴，意图抢占市场份额，效果显著。小天鹅表示滚筒洗衣机出货比例呈现上升趋势，海尔电器 (1169.HK) 也表示今年前 5 个月产品平均售价较上年升 5%，主要是受惠于中高端产品占销售比例增加，而外资品牌也以新技术、新产品等各种方式吸引消费者眼球。今年洗衣机高端化趋势已经显现，滚筒洗衣机成为国内洗衣机行业最新的增长点已成定局。洗衣机市场在美的系低价风暴的强力冲击之下，或将重新洗牌。

2.3 家用空调维持高速增长，市场需求已恢复

2.3.1 家用空调内销出口均高速增长

据产业在线统计，2010 年 1-5 月，我国家用空调产量累计达 4237.7 万台，同比增长 52.8%；销量累计完成 4289.3 万台，同比增长 45.4%。其中内销 2043.7 万台，同比增长 51.8%；出口 2245.93 万台，同比增长 40.0%。截至 2010 年 5 月底，我国家用空调库存 777.22 万台，同比增长 3.6%。

图11. 过去两年家用空调单月内销数据 (万台)

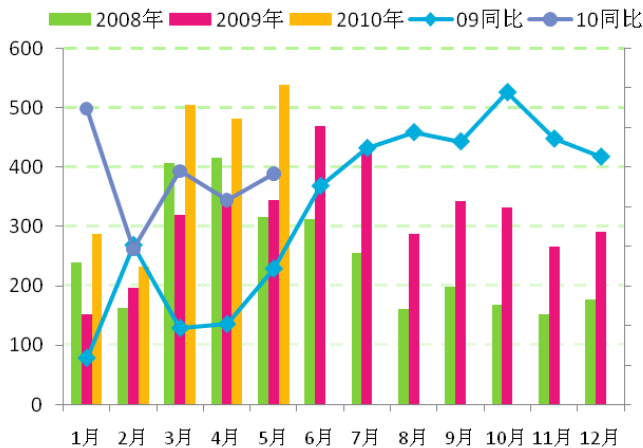
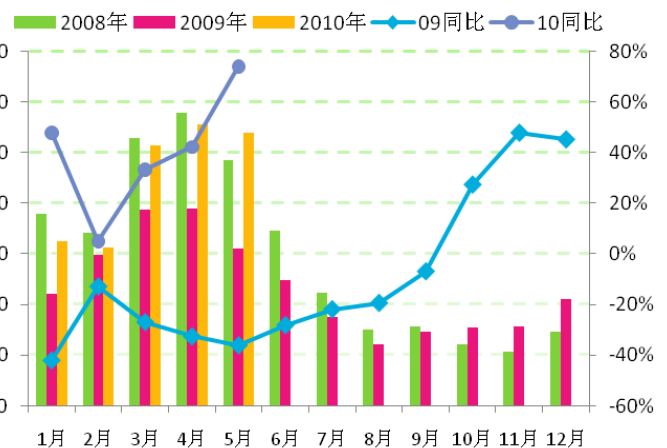


图12. 过去两年家用空调单月出口数据 (万台)



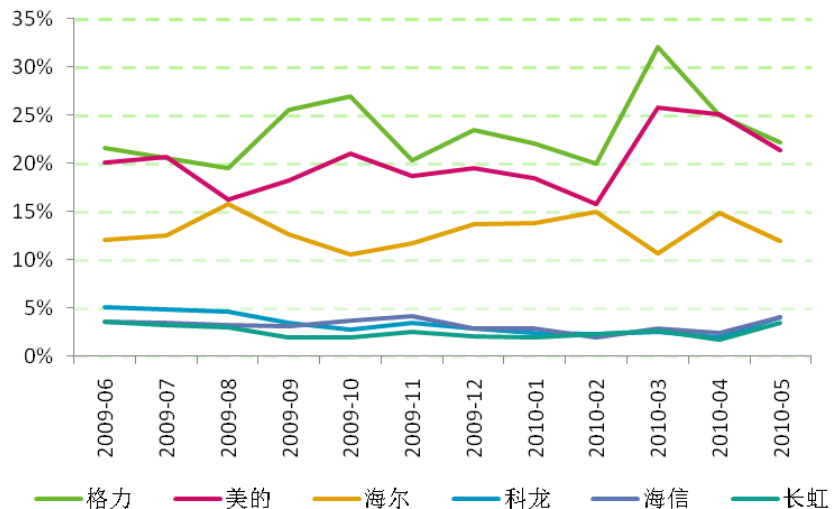
资料来源：产业在线、东海证券研究所

从过去两年家用空调单月销售数据可以看到，除了2月份受春节因素影响外，整个冷年空调内销同比增速都维持在40-100%的高位，主要受益于节能惠民工程补贴的政策刺激以及清理低能效空调库存所采取的持续促销措施。出口从去年底开始受益出口复苏出现高增速，今年上半年基本已经恢复到08年金融危机前的水平。

2.3.2 格力美的双雄争霸，海尔稳步追赶

根据国家电网和国家信息中心的市场监测数据，国内空调市场依然维持两强争霸格局，格力、美的市占率差距始终维持在较低水平，美的市占率在4月份甚至略超格力。海尔在部分月份逼近美的，但格力、美的依靠上半年清理低能效空调库存之机再次将海尔甩开10%的差距。其他A股上市公司旗下品牌如海信、科龙、长虹等市占率始终在5%以下徘徊。

图13. 过去一年国内空调市场占有率变动情况



资料来源：国家电网、国家信息中心、东海证券研究所

2.4 彩电需求大幅增长，激烈竞争压低毛利率

2.4.1 彩电内销出口均持续增长

据产业在线统计，2010年1-3月，我国彩电产量累计达2371.7万台，同比增长39.8%；销量累计完成2348万台，同比增长37.9%。其中内销1101.51万台，同比增长26.0%；出口1246.47万台，同比增长50.4%。

图14. 过去两年彩电单月内销数据（万台）

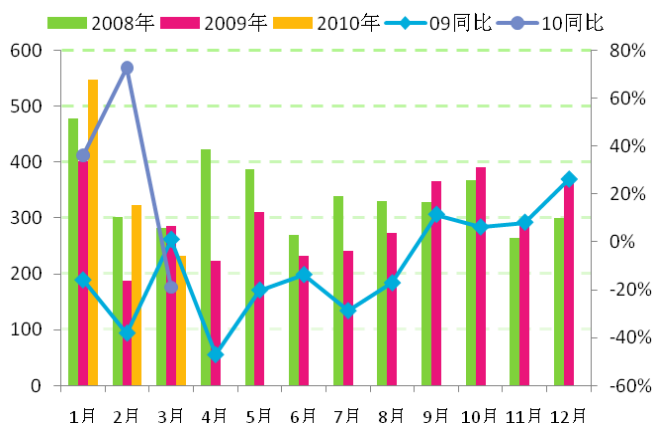
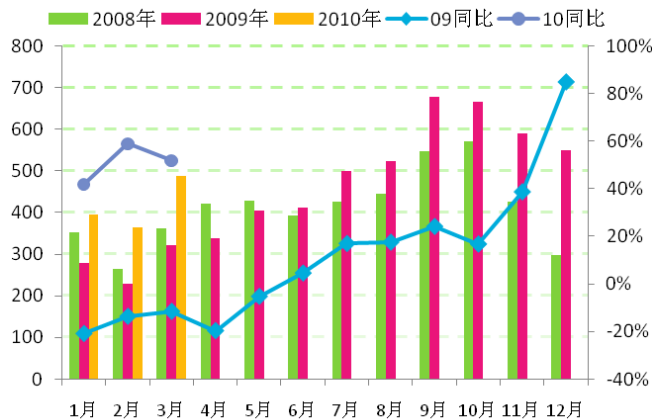


图15. 过去两年彩电单月出口数据（万台）



资料来源：产业在线、东海证券研究所

从过去两年彩电单月销售数据可以看到，内销增长率到去年9月才由负转正，12月以后进入旺季，增长率开始持续提高，直到3月份受春节的基础效应增速才降低。出口则从去年下半年开始已经由负转正，并且维持了较为稳定的高速增长。去年底的高增长源于金融危机的基数原因，但今年的出口量明显已经超越08年初的水平，说明国外彩电需求也在持续增长。

2.4.2 液晶电视增速惊人，内销呈现爆发式增长

据产业在线统计，2010年1-3月，我国液晶电视产量累计达1730.8万台，同比增长50.8%；销量累计完成1721.26万台，同比增长62.4%。其中内销862.8万台，同比增长72.1%；出口858.45万台，同比增长53.8%。

图16. 过去两年液晶电视单月内销数据（万台）

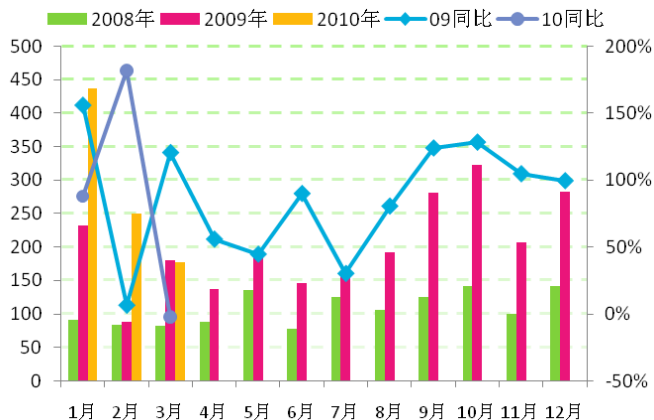
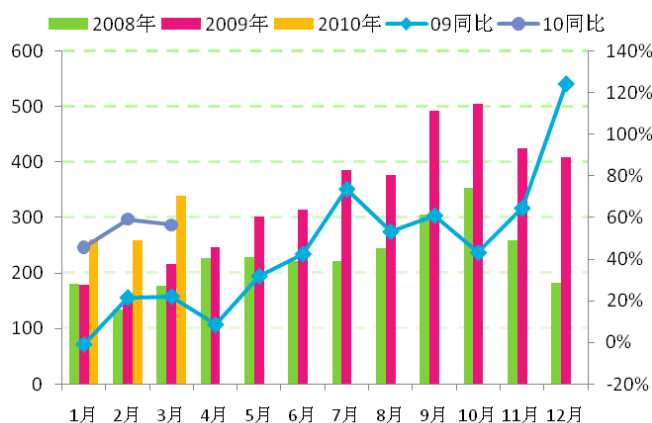


图17. 过去两年液晶电视单月出口数据（万台）



资料来源：产业在线、东海证券研究所

从过去两年液晶电视单月销售数据可以看到，内销从去年8月开始就保持100%左右的同比增长，今年2月份甚至高达182%，远远超过我们的预期。这在时间上完全契合以旧换新的实施时间，说明以旧换新等刺激消费政策取得了显著效果。出口则从去年下半年开始就保持了40-80%的高增速，除了去年12月份基数原因导致的124%的增速。这表明国外市场需求也在高速增长。

2.4.3 CRT 电视内销出口冰火两重天

据产业在线统计，2010年1-3月，我国CRT电视产量累计为586.3万台，同比增长19.3%；销量累计完成570.46万台，同比减少3.3%。其中内销191.86万台，同比减少42.4%；出口378.59万台，同比增长47.3%。

图18. 过去两年CRT电视单月内销数据（万台）

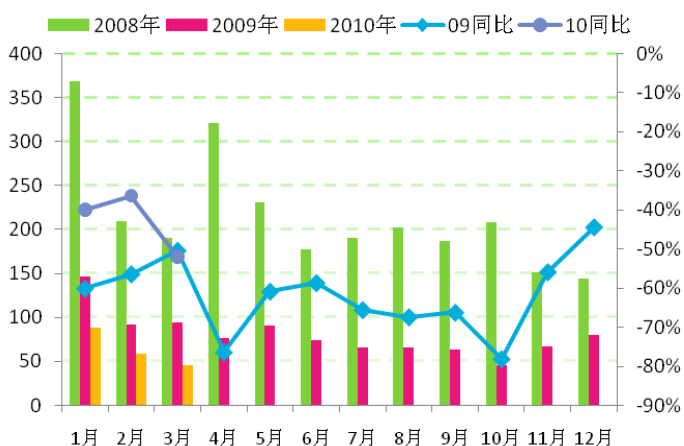
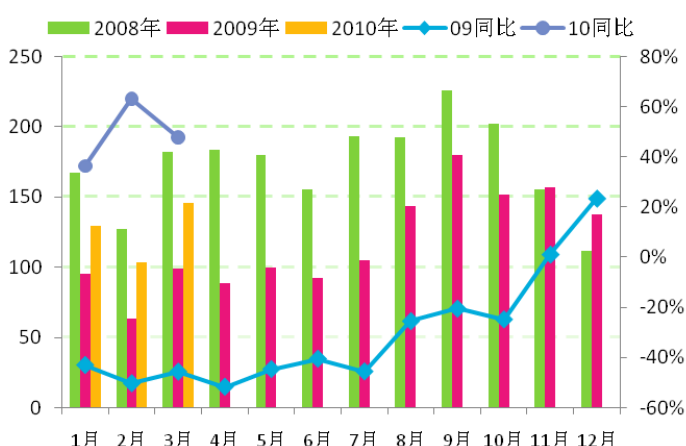


图19. 过去两年CRT电视单月出口数据（万台）



资料来源：产业在线、东海证券研究所

从过去两年CRT电视的单月销售数据可以看到，内销同比降幅始终在40-80%间徘徊，总体降幅维持在60%左右。由于平板电视的替代作用，CRT电视的内销量已不可能反弹，将逐渐淡出国内市场。与内销形成鲜明对比的是，出口增长率从去年底开始由负转正，今年甚至保持了40-60%的增速，我们认为目前尚存的CRT产品出口占比将逐渐扩大，主要原因来自成本因素，一方面是俄罗斯、印度、南美、东南亚等新兴市场国家对CRT电视的需求持续增长，另一方面西方发达国家对15-20寸的小尺寸CRT电视仍存在稳定需求。但随着液晶电视成本的持续降低，我们预计未来CRT出口也将下滑，国内彩电厂商应当及时清理CRT库存。

2.4.4 等离子电视惨淡经营，大型化和3D浪潮将致重现生机

据产业在线统计，2010年1-3月，我国等离子电视产量仅为54.6万台，同比减少5.2%；销量累计完成56.28万台，同比增长5.5%。其中内销46.85万台，同比增长16.6%；出口9.43万台，同比减少28.5%。

图20. 过去两年等离子电视单月内销数据（万台）

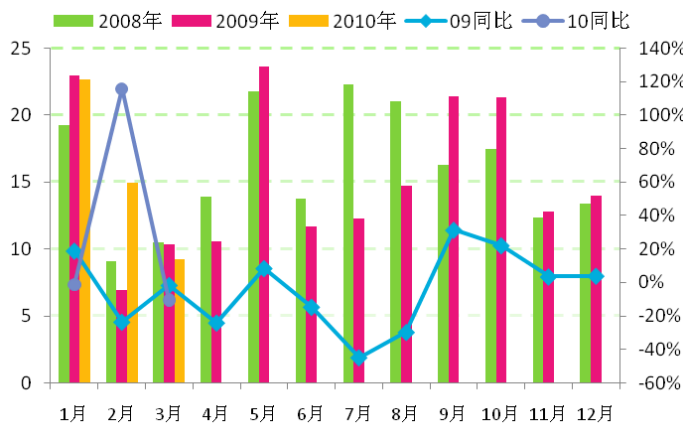
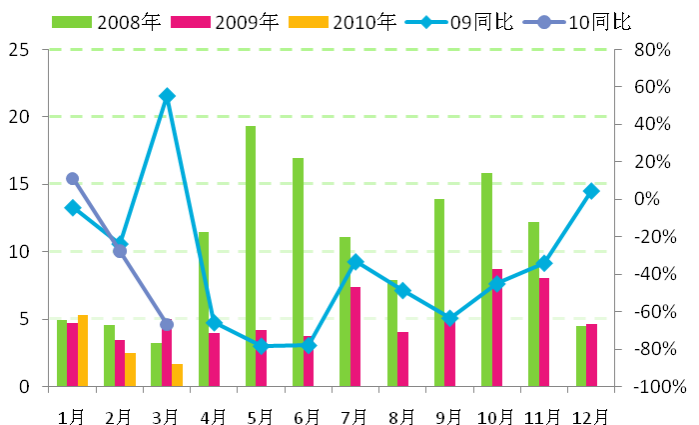


图21. 过去两年等离子电视单月出口数据（万台）



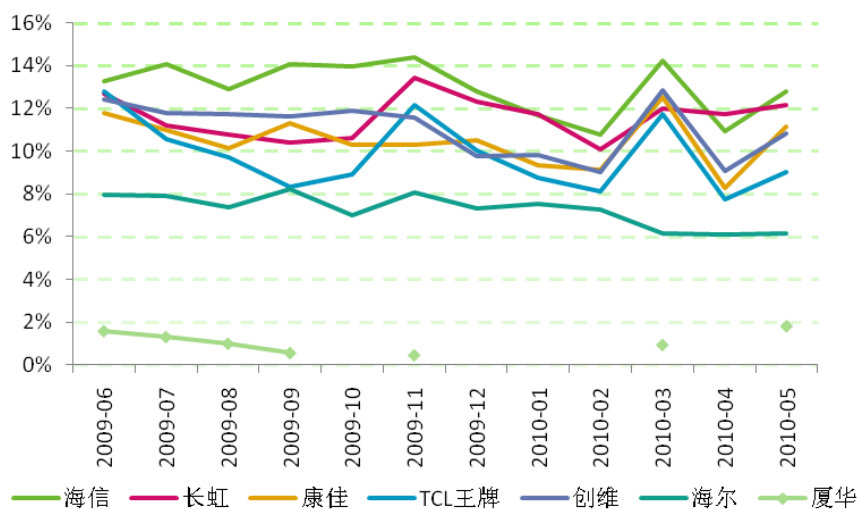
资料来源：产业在线，东海证券研究所

从过去两年等离子电视的单月销售数据可以看到，内销和出口增速维持震荡状态，需求基本保持稳定。主要原因来自液晶阵营的巨大攻势和可选范围较小使得消费者对等离子电视认可度不高。但随着 3D 电视的逐渐兴起，等离子电视的高刷新率、高亮度和高可视角度等先天优势，将使其成为 3D 电视的最佳技术选择。市场分析机构 DisplaySearch 近日发布的报告预计，到 2013 年全球所有等离子电视将会有 86% 的比例支持 3D 技术，这意味着等离子电视将很快的完全普及 3D 技术，而竞争对手液晶电视在普及率方面很难与等离子电视相比。此外，电视的大型化无疑也是等离子技术的优势。随着四川长虹 PDP 面板生产线的量产以及今年 6 月底长虹 3D 欧宝丽 58 寸和 63 寸 3D 等离子电视的全面上市，预计今年下半年等离子电视将出现热销。

2.4.5 彩电市场格局呈现群雄逐鹿态势，激烈竞争导致价格持续走低

根据中国家电网和国家信息中心的市场监测数据，国内彩电市场呈现群雄逐鹿态势，国内彩电厂商无人能保持绝对优势，这与白电市场格局完全不同。海信在大多数时间能够保持第一，但也随时面临其他厂商的威胁。彩电市场的这一竞争格局以及外资品牌的降价以恢复市场份额的行动也导致了今年上半年的彩电价格战，使得各大彩电厂商的毛利率被大大压缩。因此虽然液晶电视销量保持了极高增速，但各大厂商的收入增速却不甚乐观。近期各大厂商纷纷进入上游面板和模组领域，虽然可以在一定程度上提高毛利，但竞争格局短期内不会出现根本性改变，预计未来彩电价格还将持续走低。

图22. 过去一年国内彩电市场占有率变动情况



资料来源：中国家电网、国家信息中心、东海证券研究所

3. 家电高增长和竞争将持续，毛利率或可企稳

受对消费刺激政策效果递减以及地产调控政策的担忧、原材料涨价以及竞争激烈压缩毛利率等多重因素影响，家电板块上半年跌幅较大。我们逐一分析这些因素在下半年的状况。

3.1 家电下乡政策效应并未递减，仍存巨大潜力

今年上半年，全国家电下乡产品累计销售 3251.8 万台，实现销售额 678 亿元，比上年同期分别增长 2.4 倍和 3.2 倍，且销售额超过去年全年 647 亿元的水平。销售量较大的家电品牌是海尔、海信、美的、创维、TCL、康佳等。

家电下乡从 2008 年初实施以来，经历了多次政策改进，如增加下乡品种、提升最高限价、限购数增加、简化补贴程序等，到目前为止已持续 2 年多的时间，市场较为担心政策效应递减，下面我们从月度数据和农村市场家电保有量方面进行分析。

从家电下乡单月销量来看，家电下乡到目前基本分为 4 个阶段，第一阶段是 08 年的三省一市试点时期，全年销量尚不及 09 年下半年以来的单月销量；第二阶段是 2009 年 1-7 月，试点范围扩大后销量逐月递增；第三阶段是 2009 年 8-11 月，家电下乡兑付办法简化后，每月销量维持在 300-400 万台；第四阶段是 2009 年 12 月至今，单月销量维持在 480-600 万台左右，家电下乡热度进一步提高。

图23. 家电下乡单月登记销售量(万台)和环比增速

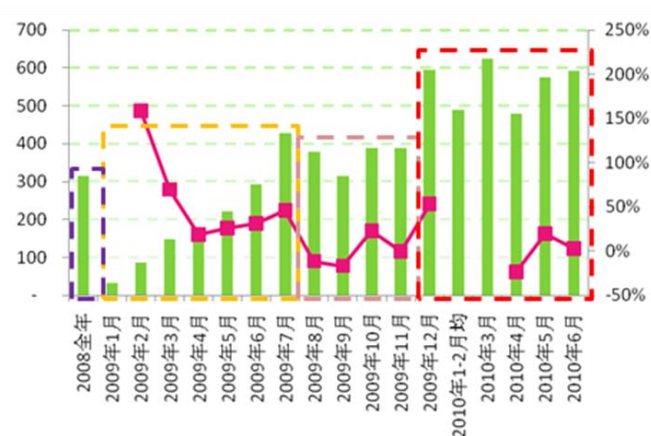
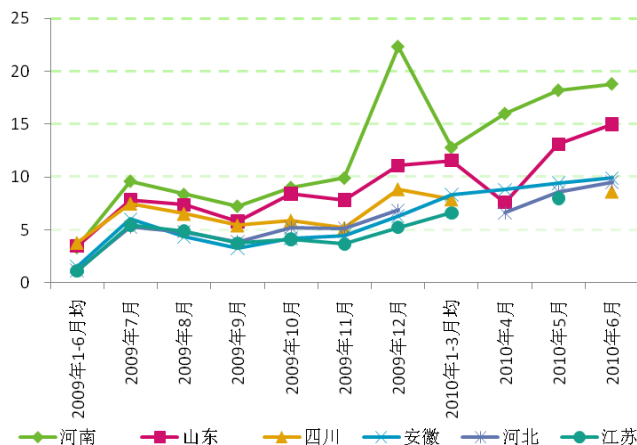


图24. 若干省份家电下乡月度销售额(亿元)



资料来源: 家电下乡信息管理系统, 东海证券研究所

前期家电下乡的主要市场在山东、河南、四川三省, 已经实施2年多时间, 销量一直远高于其他省市, 有观点认为市场可能趋于饱和, 但从上图可以看到, 时至今日三省的月度销售额仍然处于递增趋势。从晚一年实施家电下乡但月度数据较为完整的安徽、河北、江苏三省来看, 也处于上升态势。我们认为今年下半年家电下乡在全国范围内仍有很大潜力可挖, 并不会出现销售额急剧下滑的情况。

图25. 农村居民平均每百户家电拥有量情况(台)

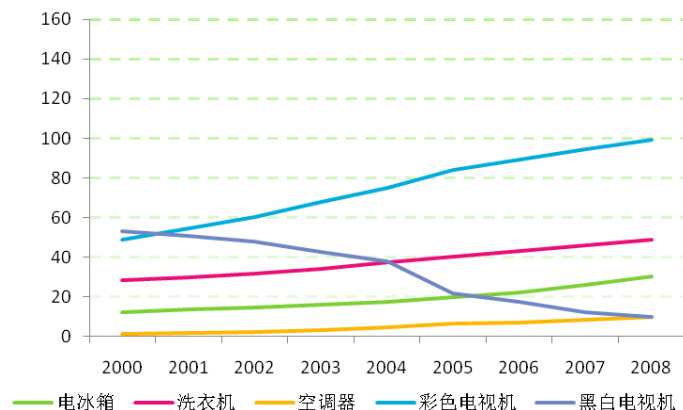
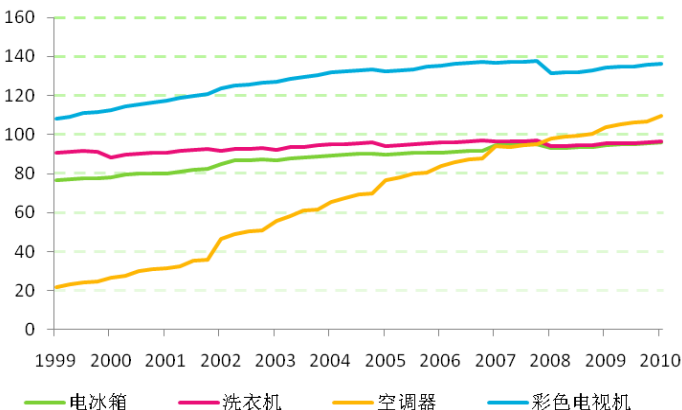


图26. 城镇居民平均每百户家电拥有量情况(台)



资料来源: 国家统计局、Wind 资讯、东海证券研究所

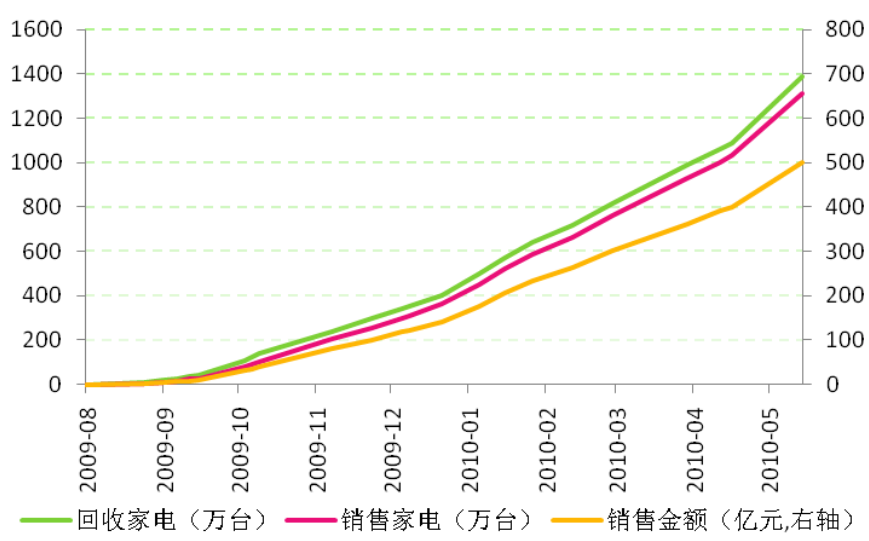
从保有量情况来看, 目前农村彩电和空调保有量刚刚达到上世纪末城镇保有量的水平, 而即使考虑近两年的家电下乡的巨大销量, 冰箱和洗衣机的保有量仍远低于上世纪末城镇保有量的水平, 尚处于高速普及期。考虑城镇化进程加速的事实, 农村家电购买力有望继续加速释放, 未来上升空间仍然巨大。

3.2 以旧换新逐步加速, 市场容量倍增, 下半年或破千亿

根据商务部数据, 截止今年5月23日, 家电以旧换新销售新家电突破500亿元, 销售1312.8万台, 回收旧家电1387.5万台。今年3-5月家电以旧换新销售额环比增长21%, 政策带动家电消费作用明显。我们统计历史数据, 发现

家电以旧换新增速基本保持稳定，最高增速出现在今年元旦和五一期间，近期呈现加速趋势。

图27. 以旧换新实施以来回收量、销售量和销售额累计情况



资料来源：以旧换新信息管理系统，东海证券研究所

根据今年6月3日商务部、财政部和环境保护部联合发布《关于印发家电以旧换新推广工作方案》的通知，北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙9省市在2010年5月31日试点期满后继续实施。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个省市从6月1日起开始实施家电以旧换新政策。

我们根据国家统计局公布的各省市城镇居民家庭人均家庭设备用品及服务消费性支出和城镇人口数量计算了试点9省市和新增的19省市的家庭设备用品及服务消费总额，发现消费总额相差无几。虽然家庭设备用品及服务不仅包括家用电器，但家用电器在其中占据很大比例，可以在很大程度上体现家电的市场容量情况。根据这一测算，我们认为以旧换新推广后市场容量已经倍增。

表2. 以旧换新试点和新增省市家庭设备用品及服务消费总额

单位: 亿元	08 全年	09 年1季	09 年2季	09 年3季	09 年4季	10 年1季
试点 9 省市	2,008	514.5	581.9	557.7	607.6	624.7
新增 19 省市	2,005	549.5	563.6	574.1	606.0	646.3
新增比例	99.9%	106.8%	96.9%	102.9%	99.7%	103.5%

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

根据家电以旧换新2009年12月30日140.9亿和今年历次公布的销售额测算，我们认为试点9省市2010年一季度以旧换新销售额约为208亿元，恰好占9省市家庭设备用品及服务消费额的1/3。根据上表数据，我们测算认为按照目前以旧换新的比例，下半年以旧换新的销售额约为900亿元。如果考虑居民愿意以旧换新比例的提高和范围再扩大的可能，这一销售额很有可能突破

1000 亿元。以旧换新 2010 年全年销售额预计可达 1500 亿元。

3.3 地产调控对家电影响暂时有限，巨大存量保障需求

今年前 5 个月商品房销售面积同比增速虽然不断下滑，但仍然高达 20-40%。此外，随着地产调控的持续，国房景气指数拐点已现，从 09 年本轮地产反弹以来持续增加的空置房也将逐步变为出租房或者自住房，而后两种用途的房屋无疑是需要新置家电的，这将挤出大量空置房的家电需求。据测算，我国“新房新置”需求占总需求的 15-20%，而家电零售变动一般滞后房地产成交 3-6 个月。因此虽然房地产遭遇调控影响，但上半年的房屋销售增幅和用途转换仍能有力支撑下半年的家电消费需求，地产调控对家电行业的影响暂时有限，预计将在明后年显现。

图28. 过去五年国房景气指数和空置房指数变动

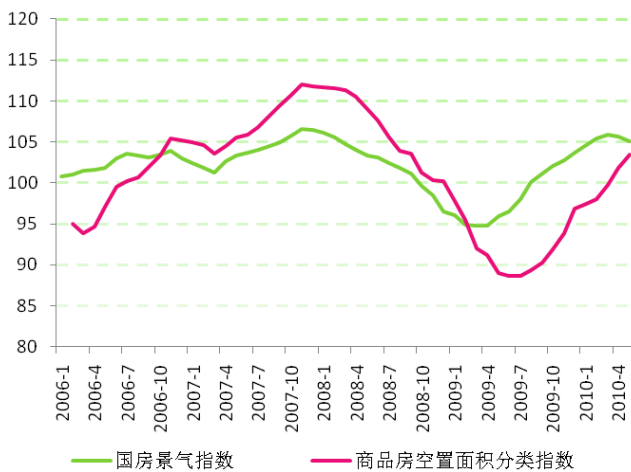
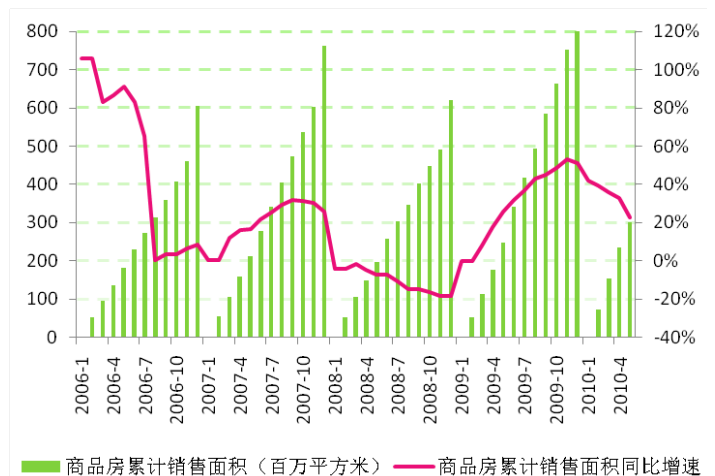


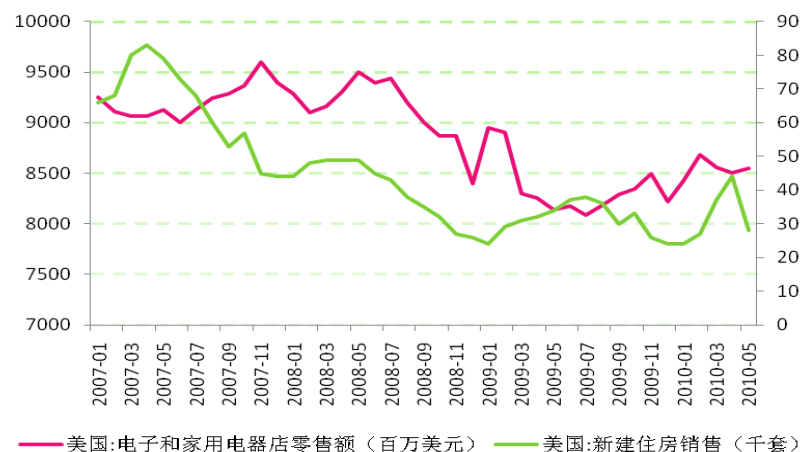
图29. 过去五年商品房累计销售面积变动



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

出口方面，美国新建住房数量与电子和家用电器店销售额也存在半年左右的滞后效应，而今年上半年恰好有一个新建住房销售小高峰，第二章的家电出口数据表明新兴市场国家的家电需求也处于复苏状态。基于上述原因，家电出口在下半年仍将维持同比增长，但增速可能降低。

图30. 过去四年美国新建住房销售及电子和家用电器店销售额变动



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

目前我国冰箱、洗衣机、空调的保有量均接近 3 亿台,彩电保有更是高达 5 亿台。我们根据家电的保有量、使用寿命、政策刺激、商用需求等情况测算了城镇、农村的更新、新置需求以及内销、出口情况。

表3. 城镇和农村家电保有量和更新需求情况预测

单位: 万台	电冰箱	洗衣机	空调器	彩电
2009 年城镇保有	20446	20588	22910	29088
2008 年农村保有	5394	8774	1755	17727
2010 年城镇更新	2149	1734	2104	1872
2010 年农村更新	330	548	90	783
2010 年城镇新置	1338	272	2039	1082
2010 年农村新置	1406	530	506	904
2009 年内销	3930	2655	3767	3574
2010 年内销	5223	3085	4738	4641
增长率	32.9%	16.2%	25.8%	29.9%
2009 年出口	1719	1297	2819	5489
2010 年出口	1891	1665	3678	6923
增长率	10.1%	28.4%	30.5%	26.1%
2009 年全部	5649	3952	6586	9062
2010 年全部	7115	4750	8416	11563
增长率	26.0%	20.2%	27.8%	27.6%

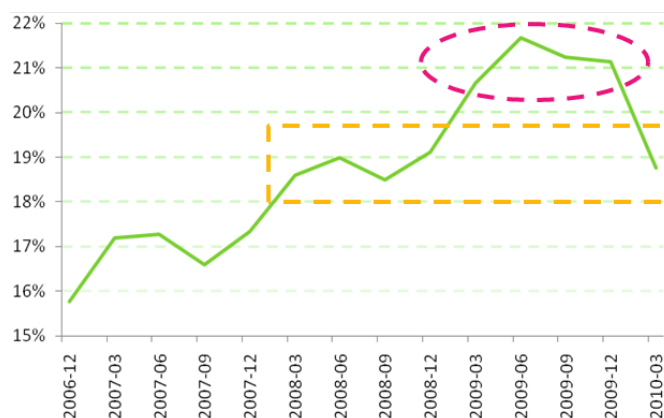
资料来源: 国家统计局、产业在线、东海证券研究所

3.4 竞争将持续, 但成本企稳, 毛利率或可维持

今年以来, 家电行业呈现激烈竞争状态, 致使家电价格持续下滑, 同时上游原材料价格又持续高企, 严重压缩了家电企业的毛利率。

09 年家电企业的毛利率维持近五年来的高位, 主要原因是受金融危机影响原材料价格急剧下跌, 同时毛利率较低的出口市场极度萎缩, 内销占比提高, 这些因素都助力家电企业将毛利率提升。而今年上半年, 这些因素都已逐步恢复到 08 年的水平, 家电企业 1 季度的毛利率也回落至 08 年的水平。

图31. 过去三年家电上市公司单季毛利率走势



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

白电方面，美的发动价格战，取得明显成效，其冰洗空的市场份额均呈上升状态，这在第二章的市占率走势图中已经可以明显看出。此外，上半年的清理低能效空调库存和降价促销高能效空调以获得高额节能补贴等因素也使得空调市场竞争空前激烈，价格直至6月才逐渐恢复。

近期铝价维持稳定，铜和镀锌板价格呈现下降态势，而且龙头企业如格力、美的等纷纷采用金融手段在低点时锁定原材料价格，下半年白电企业毛利率受原材料价格因素影响已经减弱。但原材料仍在高位运行，毛利率提升空间有限。我们判断今年下半年冰箱价格和毛利率应可维持稳定，洗衣机由于产能大幅增加和小天鹅可能再次发动价格战等因素影响，毛利率存在隐忧。空调由于节能惠民补贴额度下降和变频空调领域可能出现的三强争雄，毛利率难以乐观。

图32. 上游铜、铝、镀锌板等原材料价格指数走势



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

黑电方面，国外品牌持续降价以夺回市场份额的举动使得国内彩电厂商被迫应战，彩电价格急剧下滑。目前液晶面板和PDP面板价格已趋于稳定，而且各大厂商纷纷进军上游面板和模组领域，这虽然可以在一定程度上稳定甚至提高毛利率，但激烈竞争格局短期内不会出现根本性改变，预计未来彩电价格还将持续走低，彩电厂商必须依靠产品结构调整和内部挖潜来维持毛利率。

图33. 上游液晶面板价格走势（美元）

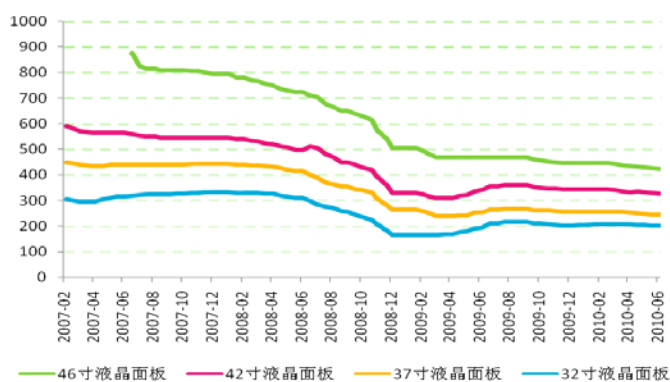
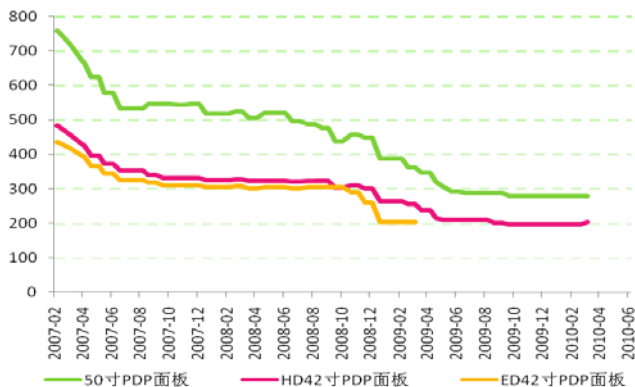


图34. 上游等离子面板价格走势（美元）



资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

4. 重点公司推荐

基于上述分析,我们建议继续关注受益政策刺激下的内需增长并处于整合进程、能够通过多种手段降低成本的白电龙头青岛海尔、美的电器和小天鹅A,此外推荐治理改善、业绩反转的ST厦华。

4.1 青岛海尔(600690): 家电行业引领者, 产业资本频繁出击

作为冰洗龙头,青岛海尔在家电下乡中一骑绝尘,销售额始终远超其他企业。在技术、管理、渠道、商业模式等诸多方面,青岛海尔都堪称国内家电行业的“引领者”,过去几年持续进行商业模式和企业的转型,未来将成为“美好住居生活解决方案提供商”。从去年下半年开始,青岛海尔的产业资本频繁动作,继股权激励计划实行之后,又通过收购海尔电器股权成为其控股股东,近期又公告将增持海尔电器股权,我们认为这一行动是为了未来海尔电器顺利转型为渠道商,让洗衣机和热水器资产顺利回归青岛海尔。类似行动还有近期公告的收购少数股东股权、降低关联交易金额等,我们认为未来此类行动还将持续,这将不断增加公司利润。预计青岛海尔10、11年每股收益为1.31和1.59元,对应目前股价18.79元的市盈率为14.3和11.8,我们调高公司评级至“买入”。

4.2 美的电器(000527): 跟随者和竞争者, 继续全球化

相对海尔电器,美的电器应当被称为“跟随者”和“竞争者”。通过收购和自建,美的电器已经基本完成白电布局,上下游配套产业齐全,能有效应对单一产品波动风险,而且可以按照自己意愿在适当时机主动发动价格战抢占市场份额,今年上半年冰洗空三大市场份额的提升已经表明美的这一策略的成功,而渠道整合和锁定原材料价格又降低了成本。近期美的公告继续扩大国内冰箱和空调产能,收购埃及家电企业股权,继续全球化进程,美的正处于良好发展时期。预计美的电器10、11年每股收益为0.81、0.93元,对应目前股价10.90元的市盈率为13.5和11.7,我们调高公司评级至“买入”。

4.3 小天鹅A(000418): 专注洗衣机主业, 整合或致重回首位

小天鹅曾连续12年位列国内洗衣机销量首位,后被海尔超越。美的入主小天鹅之后,逐渐剥离非洗衣机主业资产,新建生产线增加产能,渠道整合使得销售费用率大幅下降,管理改善和原材料集采使得成本降低。五一前后的美的滚筒普及风暴对洗衣机行业格局造成深远影响。下半年收购荣事达完成之后,小天鹅将拥有美的系三个洗衣机品牌,市场份额已逼近海尔,不久的将来

或重回洗衣机头把交椅。预计小天鹅 A10、11 年每股收益为 0.73、0.96 元，对应目前股价 12.65 元的市盈率为 17.3 和 13.2，我们维持公司“买入”评级。

4.4 ST 厦华 (600870): 治理改善, 业绩反转

ST 厦华由于治理原因连续三年亏损，刚刚复牌。中华映管入主厦华后，派来董事长和研发总监等几位顾问帮助公司改善治理，目前公司上下已明确思路，理顺关系，产供销信息系统确保每单盈利和现金流安全。公司是美国 Bestbuy 彩电主要供应商，目前订单充足，24 小时连续生产，直通率接近 100%，基本零库存。公司尚存主要问题是内销渠道和负资产，公司正在主动与国内渠道商接洽以打开内销渠道，拟定向增发解决负资产问题。我们认为按照目前的运行模式，厦华未来继续亏损的可能性不大，已成功实现业绩反转。预计 ST 厦华 10、11 年每股收益为 0.36、0.45 元，对应目前股价 5.13 元的市盈率为 14.3 和 11.4，我们给予公司“买入”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子、华意压缩、ST 厦华等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122