

2010-08-12

行业研究 / 跟踪报告

家电及其他耐用消费品

增持/ 维持评级

青岛“两海”最受益家电下乡

—农村市场分析 & 家电下乡 7 月数据点评

分析师

张泽京

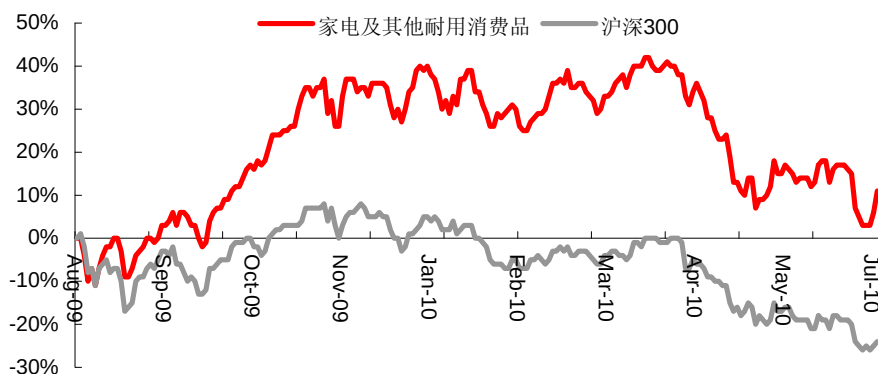
SAC 执业证书编号: S1000209120232

0755-82125149

zhangzj@lhq.com

- **总量：维持“家电下乡销售进入平稳增长期”观点。**家电农村销售由 09 年和 10 年一季度“高速增长期”步入 10 年二季度以来的“平稳增长期”。我们预计 2010 年销量和销售额将分别超过 7000 万台和 1500 亿元，同比增长分别超过 100% 和 130%。销售额预测略有上调（上次预测是 1400 亿元），主要是销售均价上涨超预期和对新增品种销售的乐观估计。
- **子行业特点：冰箱进入农村快速普及阶段。**（1）冰箱仍最受益：冰箱在农村市场进入了快速普及阶段（未来 4-5 年时间），直到普及率达到 80% 以上。（2）彩电是第二受益品种，更新换代现象显著，在节假日如国庆节、春节期间将有超越冰箱的表现。（3）洗衣机稳步普及，速度逊于冰箱。（4）空调今明两年难有较大起色，冰洗普及后更多机会在空调。（5）热水器在农村市场的突出表现值得市场关注和进一步跟踪。
- **区域角度：农村市场有潜力，农业大省销售稳定。**近 2 年前八大农业大省均保持了较强的家电消费能力。补贴政策有规模效应，农村人口越多的地区政策效果也越好；农村收入处于全国中等水平（年人均现金收入 6000 元左右）对家电的需求相对最大。广西、江西、陕西、山西（四西）有望成为家电下乡新的增长区域。
- **投资标的：青岛“两海”受益最大。**综合考虑农村市场前景、行业龙头地位、下乡政策受益品种占公司业务比重、公司治理及品牌影响力等因素，我们建议关注青岛海尔（600690）和海信电器（600060）的长期投资机会。冰箱和彩电是下乡政策最受益品种，海尔、海信电器在此两个子行业中市场份额均为第一。海尔在产品结构、农村渠道等方面均具最佳优势。海信电器受益农村彩电消费升级，有望进一步提高农村市场份额。

最近 52 周股价表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

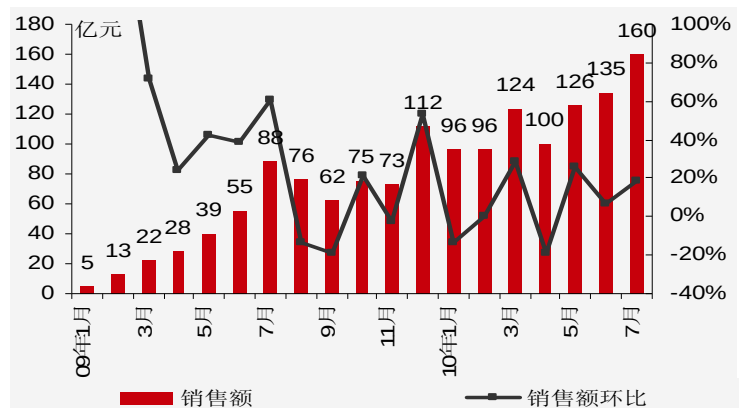
下乡销售处于平稳增长期

继续维持“家电下乡销售进入平稳增长期”观点。家电农村销售由 09 年和 10 年一季度度的“高速增长期”步入 10 年二季度以来的“平稳增长期”。我们预计 2010 年销量和销售额将分别超过 7000 万台和 1500 亿元,同比增长分别有望超过 100%和 130%。销售额预测略有上调(上次预测是 1400 亿元),主要是销售均价上涨超预期和对新增品种销售的乐观估计。

今年 7 月份全国家电下乡产品销售 674.9 万台,实现销售额 160.1 亿元,比上年同期分别增长 58%、82%;环比分别增长 14%、19%,单月销售额连续 3 月逐月创新高。

1-7 月份全国家电下乡产品累计销售 3926.8 万台,实现销售额 838.2 亿元,比上年同期分别增长 183%、234%。10 年 1-7 月总销售额已超过 09 全年总额(648 亿元)。

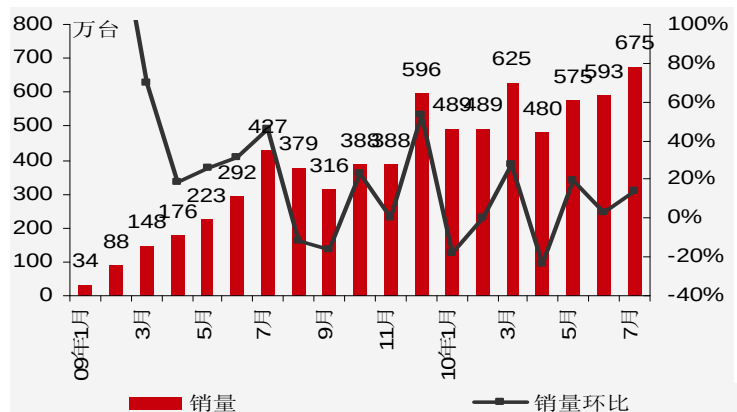
图 1 家电下乡销售额数据(截止 10 年 7 月)



资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

注：2010 年 1 月和 2 月是合计值，上图按照简单平均计算显示。

图 2 家电下乡销量数据(截止 10 年 7 月)



资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

注：2010 年 1 月和 2 月是合计值，上图按照简单平均计算显示。

基于如下分析，我们给予“下乡销售将呈平稳增长态势”的判断。

农村市场的地位日趋重要，将成为近几年家电行业成长的最大亮点之一，可维持高景气的稳定增长。虽然09年一季度家电下乡还没推广至全国，但是占比从09年的20.6%提升到10年上半年的35.5%还是能说明农村市场已成为各家电企业的必争之地。

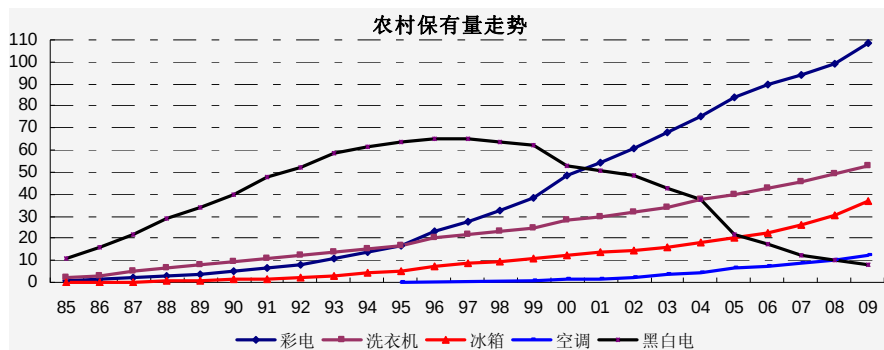
表1 家电农村销售额占比变化

(单位: 亿元)	2009 年	2010 H1
家电下乡销售额	648	677
商品零售:限额以上企业:家用电器和音像器材类	3151	1907
家电农村销售占比	20.6%	35.5%

资料来源: CEIC, 商务部“家电下乡信息管理系统”, 华泰联合证券研究所

(1) 农村冰洗普及、彩电更新换代速度加快。冰箱保有量将呈明显快速拉升趋势，我们预计10年将由37%上升到46%；洗衣机保有量将稳步增长，预计10年将由53%上升到57%；彩电将面临液晶替代CRT、彩电替换黑白电视以及快速普及的双重机遇，预计10年将由109%上升到117%。农村市场的异军突起，主要缘于农民实际收入增长和补贴政策刺激。

图3 家电农村保有量趋势(1985-2009年)



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

表2 农村保有量每年增长百分点

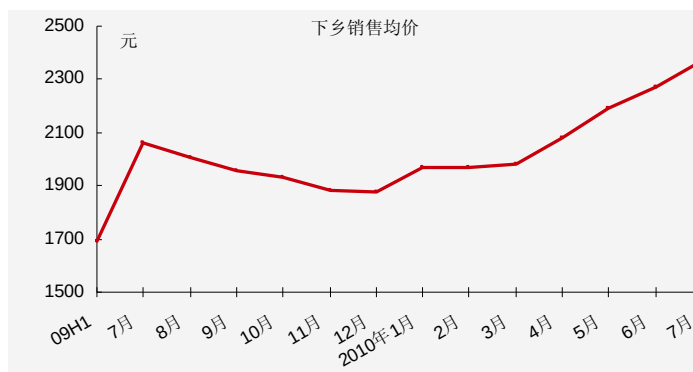
	彩电	黑白电	洗衣机	冰箱	空调
2010 E	8.00	-2.00	4.39	8.98	3.09
2009 年	9.68	-2.18	3.99	6.91	2.38
2008 年	4.84	-2.26	3.17	4.07	1.28
2007 年	4.95	-5.31	2.96	3.64	1.26
2006 年	5.35	-4.32	2.83	2.38	0.88

资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

(2) 销售均价持续上升，销售收入增速高于销量增速。最高限价大幅提高促使销售

均价不断上涨，每月售价环比均增长约 5%，产品结构日趋高端化。7 月均价为 2372 元，我们预计均价还会保持同等速度上升，直到 3000 元后维持小幅波动。10 年一季度起，彩电、手机最高限价提高 1 倍，冰箱等 7 类产品最高限价提高 25%-75%。

图 4 家电下乡销售均价趋势（2009-2010 年）



资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

（3）**家电品种和型号将不断增加。**10 年 3 月新增加了 178 家企业，产品型号也超过 1 万种。3 月底各地自主新增 1 个家电，各地新增家电下乡补贴品种集中在电动自行车、抽油烟机、燃气灶、电压力锅、电饭煲、DVD 影碟机 6 类产品，最高补贴限额从 65-338 元不等。目前新增家电品种正在陆续招投标过程中，已有部分省份的新品种进入了市场。

（4）**政府监管执行到位。**商务部等部门针对实施过程中遇到的骗补、流通网点管理、售后维修服务等疑难问题均出台了文件来一一解决。并分季度对中标企业进行考核，实行动态管理。

（5）**高温刺激冰箱、空调旺销**是 7 月销量和销售额均创月度新高的关键。

但是今年下半年和明年也难以出现高速增长的局面。一方面政策效应递减，下乡政策在 09 年 2 月向全国推广后已有 1 年半，宣传效果已于 09 年下半年体现；另一方面，价格和新增品种有天花板，下乡产品有最高限价规定，品种也只新增一种，且新增品种售价较低。

冰箱步入农村快速普及阶段

关注家电下乡对冰箱和彩电普及的催化作用

下乡各品种分析：

（1）冰箱仍最受益，冰箱在农村市场进入了快速普及阶段，全年都会保持旺销态势。对应城市收入水平和保有量关系以及对未来农村收入增速乐观估计，冰箱将在未来 4 年时间持续处于快速普及阶段，直到普及率达到 80%以上。

（2）彩电是第二受益的品种，更新换代现象显著，在节假日如国庆节、春节期间将有超越冰箱的表现。

(3) 洗衣机稳步普及，速度逊于冰箱，表现平稳。

(4) 空调在高温刺激下有良好表现，7 月格力销量在所有下乡企业中跃居第二就是例证。鉴于农村消费顺序和房屋条件约束下，今明两年难有较大起色；但基于空调在农村较低保有量和未来农民收入较快增长的分析，长远来看未来两年后的机会更多在空调。

(5) 热水器在农村市场的突出表现值得市场关注和进一步跟踪。

7 月下乡销售额居前三名的产品是冰箱 67.3 亿元、彩电 30.9 亿元、空调 26.6 亿元，分别占家电下乡销售总额的 42%、19%、17%，同比分别增长 42%、330%和 9%；冰箱环比增长 22%，彩电环比下降 2%。

表 3 2010 年 7 月家电下乡销售情况

类别	销量	销售额	销量同比	销售额同比	销量环比	销售额环比	零售均价	价格环比	销售额占比
家电	675	160.1	58%	82%	14%	19%	2372	4.5%	
冰箱		67.3		42%		22%			42%
彩电		30.9		330%		-2%			19%
空调		26.6		9%					17%

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

二季度回顾：与我们在一季度时预测基本一致，此结构特点反映了季节性变化和农村市场消费习惯。冰箱占比继续回升；彩电随着进入淡季占比有所回落；洗衣机占比略有下降，但波动不大；由于高温天气在二季度较少，空调占比维持在低位。热水器占比缓慢上升至 10%，甚至已超越洗衣机、空调跃居第三。

表 4 家电下乡主要产品销售额占比

产品	09H1	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	10Q1	4 月	5 月	6 月	7 月
冰箱	56%	54%	49%	41%	34%	25%	20%	28%	32%	37%	41%	42%
彩电	14%	8%	14%	21%	26%	31%	38%	36%	32%	26%	23%	19%
洗衣机	16%	4%	6%	8%	11%	14%	13%	13%				
空调	4%	28%	21%	15%	11%	9%	9%					17%
计算机	2%	5%	7%	9%	10%	10%	9%		10%			
热水器	0.2%	1%	2%	5%	6%	8%	8%			10%	10%	

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

三季度预测：各品种将随季节特点变化，随着下乡政策深入农村，各品种占比已进入一个相对均衡稳定的状态，另外由于各省市新增加了 1 个品种，老品种占比将会略有下降。冰箱占比会略有下调，但仍是最畅销品种；彩电 7、8 月维持低位后，将于 9 月进入旺季，占比将会明显提高；洗衣机维持二季度水平，波动较小；随着极端天气出现，空调占比将会保持较高水平，但趋势往下；热水器仍会维持热销，逐渐进入农村家庭。

农村市场有潜力，区域销售稳定

家电农村市场消费有潜力可挖，具有可持续性。纵观前八大农业大省近 2 年家电下乡销售情况，均保持了较强的消费能力。销售额居前五的省份占比较稳定，今年维持在 45% 左右。其中河南、山东、江苏、河北、湖北等最重要的省份占比稳定；安徽占比上升明显，由 09 年不到 6% 提高至 10 年的 8%；四川、湖南销售额占比有所下降。

7 月销售额居前五名的地区是河南 18.4 亿元，山东 16.8 亿元，安徽 13.2 亿元，江苏 11.1 亿元，湖北 10.5 亿元。

表 5 农业大省家电下乡销售额占比

省份	09H1	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	10Q1	4 月	5 月	6 月	7 月
河南	12.5%	10.9%	11.0%	11.7%	12.0%	13.6%	20.0%	12.1%	16.0%	14.4%	14.0%	11.5%
山东	12.8%	8.9%	9.7%	9.4%	11.2%	10.7%	10.0%	11.0%	7.6%	10.4%	11.1%	10.5%
安徽	5.6%	6.8%	5.7%	5.3%	5.6%	6.1%	5.6%	7.9%	8.8%	7.5%	7.4%	8.2%
江苏	4.1%	6.2%	6.4%	6.0%	5.5%	5.0%	4.7%	6.3%		6.3%		6.9%
河北	4.4%	6.0%	6.4%	6.3%	6.9%	7.0%	6.1%		6.6%	6.8%	7.1%	
湖北	5.6%	7.7%	6.4%	5.9%	5.9%	5.6%	5.6%		6.5%			6.6%
四川	14.0%	8.5%	8.6%	8.8%	7.9%	7.1%	7.9%	7.5%			6.4%	
湖南	7.3%	7.9%	6.6%	5.9%	5.4%	5.3%	4.7%					
R5	52.2%	43.8%	42.4%	42.3%	44.0%	44.5%	49.7%	44.7%	45.5%	45.5%	45.9%	43.7%

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

表 6 农业大省家电下乡销售额

省份	09H1	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	10Q1	4 月	5 月	6 月	7 月
河南	20.2	9.6	8.4	7.3	9.0	9.9	22.3	38.4	16.0	18.2	18.8	18.4
山东	20.8	7.8	7.4	5.8	8.4	7.8	11.1	34.7	7.6	13.1	15.0	16.8
安徽	9.1	6.0	4.3	3.3	4.2	4.5	6.3	25.0	8.8	9.4	9.9	13.2
江苏	6.7	5.5	4.9	3.7	4.1	3.7	5.3	19.8		8.0		11.1
河北	7.1	5.3	4.8	3.9	5.2	5.1	6.9		6.6	8.6	9.5	
湖北	9.2	6.8	4.9	3.7	4.4	4.1	6.3		6.5			10.5
四川	22.8	7.5	6.5	5.4	5.9	5.2	8.8	23.6			8.6	
湖南	11.8	6.9	5.0	3.7	4.0	3.9	5.2					
全国总	162	88	76	62	75	73	112	317	100	126	135	160

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

家电下乡销售最好的八大省均具有如下特点：农村人口最多，农民收入处于中上等水平。此八大省农村人口在全国排前 9 位，农村现金收入总额排在全国前 10 位。

此八大省家电销售额占比明显高于该省农村人口占全国农村比例，说明补贴政策有规模效应，农村人口越多的地区政策效果也越好。从不同省份收入水平分布来看，收入处于全国中等水平（年人均现金收入 6000 元左右）对家电的需求相对最大。

随着农民收入不断提高，其他农业大省如广西、江西、陕西、山西（四西）不管在农村人口数量上还是收入水平上将符合家电需求最大条件，有望成为家电下乡新的增长区域。

表 7 下乡销售最好省份的农村人口和收入情况

省份	08 年农村人口数（万）	人口数排序	各省农村人口占全国农村比	09 年农村人均现金收入（元）	收入排序	08 年农村现金收入总额（亿元）	收入总额排序
河南	6032	1	8.4%	5,232	20	2900	3
山东	4935	3	6.8%	8,058	8	3616	1
安徽	3650	6	5.1%	5,225	21	1743	9
江苏	3509	7	4.9%	9,020	6	2909	2
河北	4061	4	5.6%	6,527	13	2407	6
湖北	3130	9	4.3%	5,718	16	1645	10
四川	5094	2	7.1%	4,979	22	2310	7
湖南	3691	5	5.1%	5,763	15	1896	8
全国	72135			6,270			

资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

注：对 31 个省、自治区、直辖市进行排序

青岛“两海”受益最大

家电下乡 7 月销售额又创月度新高，农村市场步入了平稳增长期；随着家电下乡政策深入推广，农村市场在内销中地位将日趋重要。从历史销售数据来看（见表 4），从中受益最大的是冰箱和彩电，其保有量呈加速上升趋势（见图 3）。从企业销量排序上也看出，海尔和海信是下乡销量中最大的品牌，而冰箱、彩电市场份额为第一的分别是海尔、海信电器。

7 月销量较大的家电品牌是：海尔、格力、海信、美的、创维等。

表 8 家电下乡品牌销量排序

家电企业	10 年 4 月	5 月	6 月	7 月
海尔	1	1	1	1
海信	2	2	2	3
美的		3	3	4
创维	3	4	4	5
TCL	5	5	5	
格力				2
康佳	4			

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

青岛海尔：农村市场最具优势

青岛海尔将分享到此轮中国农村冰洗快速普及进程带来的业绩增长，也成为家电下乡政策受惠最大的企业。农村市场对海尔而言举足轻重，经我们对家电下乡信息管理系统

统已登记销售金额统计，09 年青岛海尔在农村市场的销售收入占总营业收入（包含海尔电器）的 32.4%。海尔的冰洗在农村市场份额明显高于城市市场，更高于出口市场，说明海尔在农村市场最具优势。

海尔收入占比最高、市场地位最稳固、毛利率最高的冰洗正是家电下乡政策刺激效果最好的家电产品；市场份额排第一的热水器虽然对公司收入贡献较小，但是其高居 40% 的毛利率水平以及热水器在农村市场的优异表现，也将成为海尔新的增长点。

海尔在农村市场渠道上具有得天独厚的优势，日日顺是国内三、四级市场最大的渠道网络。

表 9 青岛海尔收入占比、市场地位、毛利率

收入占比	2009A	2010E	2011E	09 年市 场份额	09 年城市 内销份额	09 年下 乡份额	份额 排名	09 年毛利 率
电冰箱	36.4%	34.8%	34.4%	24.1%	25.4%	35.9%	1	31.00%
洗衣机	20.6%	19.8%	19.6%	22.6%	31.5%	39.7%	1	27.10%
空调器	19.5%	19.3%	18.9%	6.7%	12.2%	11.5%	3	25.26%
电冰柜	6.1%	6.9%	7.8%				1	24.31%
热水器	5.3%	5.1%	4.9%		20.3%		1	40.90%
小家电	2.0%	1.7%	1.5%					25.70%

资料来源：公司年报，产业在线，中怡康，商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

海信电器：受益农村彩电消费升级

彩电是下乡政策刺激第二受益的家电品种，彩电将于 9 月进入传统旺季（10 年 9 月-11 年 1 月），在家电下乡未来几月中将会超越冰箱成为最畅销的品种。

海信电器的液晶电视业务占比超过总收入 90%。据我们估计，09 年海信电器在农村市场的销售收入占总营业收入的 17.5%；随着农村市场对液晶电视需求增加，海信电器作为液晶电视龙头有望进一步提高农村市场份额。

表 10 海信电器收入占比、市场地位、毛利率

收入占比	2009A	2010E	2011E	09 年城市 内销份额	09 年下 乡份额	份额排名
液晶电视				16.9%		1
彩电	90.8%	91.8%	92.2%		18.8%	3

资料来源：公司年报，中怡康，商务部“家电下乡信息管理系统”，华泰联合证券研究所

综合考虑农村市场前景、行业龙头地位、下乡政策受益品种占公司业务比重、公司治理及品牌影响力等因素，我们建议关注青岛海尔（600690）和海信电器（600060）的长期投资机会。

附：家电重点上市公司盈利预测与估值

公司简称	股价	EPS(元)				PE			PEG	评级	A 股流通市 值(亿元)
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009	2010	2011			
格力电器	14.27	1.03	1.22	1.40	1.58	14	11.7	10	0.77	买入	397
美的电器	13.25	0.61	0.80	1.01	1.10	22	16.6	13	0.76	买入	413
青岛海尔	22.92	0.86	1.32	1.71	2.15	27	17.4	13	0.49	买入	206
小天鹅 A	15.62	0.41	0.72	0.97	1.10	39	21.7	16	0.55	增持	54
合肥三洋	18.83	0.62	0.92	1.24	1.57	30	20.5	15	0.56	买入	23
海信电器	13.25	0.57	0.70	0.90	1.13	23	18.9	15	0.74	增持	98
三花股份	24.55	0.90	1.28	1.62	2.08	27	19.2	15	0.60	买入	17
苏泊尔	18.74	0.54	0.70	0.85	1.05	35	26.8	22	1.08	增持	52
九阳股份	14.95	0.80	0.90	0.99	1.14	19	16.6	15	1.33	增持	29

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com