

湘财证券研究所

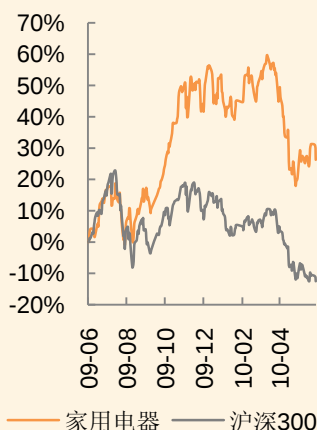
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

家电板块最近一年走势：



结论与观点

- **半年报业绩靓丽** 上半年家电板块营业收入和净利润增长均超过 40%。毛利率的下降主要是受到大宗原材料价格上涨的影响，预计随着原材料价格的回调家电板块下半年毛利率有望环比回升。由于对政策不同的会计处理不同，我们认为净利率水平更能反应行业的盈利能力，在毛利率下降的情况下，企业通过加强内部控制、提高运营效率等方式控制费用，从而使净利率保持稳定。下半年我们看好空调和洗衣机两个子行业。
- **空调：关注高端产品** 目前节能政策变化带来的负面因素已基本消化完，空调价格的上涨体现了空调企业向下游转嫁的能力是强于市场预期的。近几个月空调库存的增加也说明厂商对未来几个月空调销售较为乐观，体现出空调厂商的积极备货。我们关注淡季变频空调和冷暖空调的销售。另外，我们认为对格力和美的两大龙头的扩产计划不必过于担心：一是项目存在 1-2 年建设周期，产能是缓慢释放的过程；二是农村市场对空调尚有大量的潜在需求。
- **洗衣机：消费升级、出口复苏有望推动行业高增长** 洗衣机行业最近两年的增长较为平稳，而今年国内洗衣机行业已进入消费升级阶段，在家电下乡、以旧换新等政策的推动下，洗衣机内销呈现加速增长的趋势，出口也出现恢复性增长。上半年滚筒洗衣机在内销中比例为 11.85%，出口占比已达 36.72%。我们认为在内销的消费升级以及出口的恢复性增长的双动力下，我国洗衣机行业有望突破此前的平稳增长态势。下半年洗衣机出口增速由于基数原因或将有所放缓，但整体增长依然可期。
- **投资策略** 分子行业来看，我们优先推荐在消费升级推动下游较大成长潜力的洗衣机子行业，其次是淡季有可能给我们带来惊喜的空调行业。在选择具体投资标的方面，我们坚持以下几点：一是行业具备增长前景的优质公司，如小天鹅、美的电器；二是技术领先的行业龙头企业，如格力电器、合肥三洋；三是未来几年能保持较好成长性的公司，如苏泊尔、禾盛新材。

重点公司盈利预测与估值

代码	简称	最新价 (元)	EPS				PE			评级
			2009	2010E	2011E	2012E	2010	2011	2012	
000651	格力电器	14.67	1.55	1.12	1.34	1.49	13.10	10.95	9.85	买入
000527	美的电器	14.78	0.97	1.00	1.22	1.45	14.78	12.11	10.19	买入
000418	小天鹅 A	18.54	0.41	0.76	0.97	1.22	24.39	19.11	15.20	买入
600983	合肥三洋	20.20	0.62	0.97	1.13	1.62	20.82	17.88	12.47	买入
002032	苏泊尔	23.60	0.70	0.72	0.89	1.12	32.78	26.52	21.07	增持
002242	九阳股份	16.37	1.20	0.86	1.03	1.16	19.03	15.89	14.11	买入
002290	禾盛新材	29.75	1.12	0.80	1.18	1.63	37.19	25.21	18.25	增持

数据来源：湘财证券研究所

目 录

家电板块上半年业绩靓丽	4
上半年销售火爆，下半年增速将有所放缓	4
白强黑弱，彩电行业存较大压力	4
毛利率普遍下降，下半年有望出现回升趋势	7
看好洗衣机、空调	8
空调：关注高端产品	8
冰箱：家电下乡销量最大	10
洗衣机：消费升级、出口复苏有望推动行业高增长	11
彩电：LED 将成趋势	13
投资策略	15
风险提示	15

图目录

图 1	2010 上半年家电板块毛利率和净利率变化	4
图 2	2010 上半年家电板块净资产收益率变化	4
图 3	冷轧钢板价格走势	7
图 4	铜价走势	7
图 5	空调内销增长情况	8
图 6	空调出口增长情况	8
图 7	空调库存变化情况	9
图 8	冰箱内销增长情况	11
图 9	冰箱出口增长情况	11
图 10	洗衣机内销增长情况	12
图 11	洗衣机出口增长情况	12
图 12	滚筒洗衣机内销增长情况	12
图 13	滚筒洗衣机出口增长情况	12
图 12	LCD 电视内销增长情况	14
图 13	LCD 电视出口增长情况	14
图 16	LCD 和 CRT 电视销售比例变化	14
图 17	2010 年 1-7 月彩电内销构成	14

表目录

表 1	各子板块财务比率对比	5
表 2	彩电行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较	5
表 3	空调行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较	6
表 4	冰箱行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较	6
表 5	洗衣机行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较	6
表 6	小家电行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较	7
表 7	格力电器募投项目情况	9
表 8	美的电器募投项目情况	10
表 9	空调行业重点公司盈利预测与估值	10
表 10	冰箱行业重点公司盈利预测与估值	11
表 11	洗衣机行业重点公司盈利预测与估值	13
表 12	冰箱行业重点公司盈利预测与估值	15

家电板块上半年业绩靓丽

上半年销售火爆，下半年增速将有所放缓

根据半年报情况，2010 上半年家电板块共实现营业收入 2012 亿元，较去年同期增长 41.49%，增速创最近五年的新高；共计实现净利润为 68.5 亿元，同比增长 43.09%。销售收入的大幅增长主要源于消费复苏以及低基数效应，下半年高基数因素将使行业增速有所放缓。受到上半年大宗原材料价格大幅上涨的影响，家电板块毛利率为 18.28%，较去年同期下降 3.42 个百分点，但各企业通过加强内部控制、提高运营效率等方式使得费用率水平控制卓有成效，从而净利率水平较去年同期保持稳定，为 3.94%。另外考虑到不同企业对财政补贴等的会计处理不同，我们认为净利率水平更能反映行业的盈利能力。

图 1 2010 上半年家电板块毛利率和净利率变化

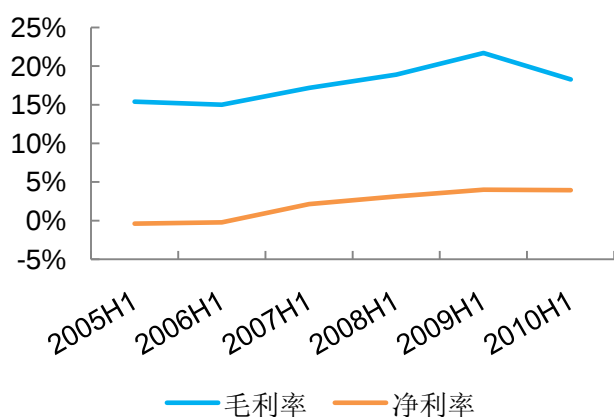
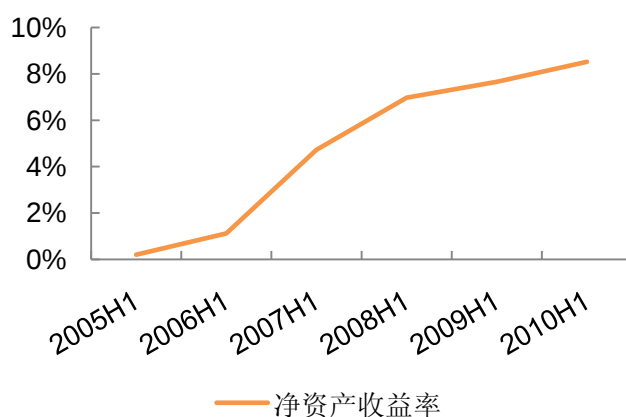


图 2 2010 上半年家电板块净资产收益率变化



数据来源：wind，湘财证券研究所

白强黑弱，彩电行业存较大压力

分行业来看，各子板块表现各异。我们将大白电和黑电的数据比较，“白强黑弱”是家电板块半年报的一大特征。彩电板块的营业收入和净利润的增速均小于白电，彩电也是家电行业中毛利率和净利率最低的一个子行业，上半年彩电板块的净利率仅为 1.1%。其中，TCL 集团的彩电业务出现亏损，深康佳和 ST 厦华的净利润也出现大幅下降。

我们认为这主要和彩电行业的激烈竞争有关，上半年国内彩电厂商面临众多压力：一方面来自外资品牌激烈的价格战，使国产品牌的价格优势受到削弱；另一方面受去年彩电火爆销售局面的影响，彩电厂商年初对今年彩电行业的判断过于乐观，

导致行业出现较高库存。彩电企业则通过降价促销来清理清库存同时应对外资品牌的竞争。这也是彩电企业上半年业绩低于预期的主要原因。

相比较而言，白电均保持了较快的增长。空调行业即使在节能补贴政策调整引起空调涨价的情况下，格力电器、美的电器两大空调龙头依然保持了较好的增长，并先后公布增发预案，拟募集资金扩产能。冰箱行业的增长中家电下乡功不可没，消费升级则是洗衣机行业出现高增长的主要原因。

表 1 各子板块财务比率对比

	营业收入增长率		净利润增速		毛利率			净利率		
	10H1	09H1	10H1	09H1	10H1	09H1	增减	10H1	09H1	增减
空调	42.4%	-15.7%	40.9%	20.5%	19.8%	24.4%	-4.6%	5.4%	5.8%	-0.3%
冰箱	44.4%	-11.7%	73.0%	19.9%	17.5%	19.6%	-2.1%	3.6%	2.7%	0.9%
洗衣机	88.6%	-6.9%	85.5%	38.3%	20.9%	27.4%	-6.5%	6.8%	6.4%	0.3%
彩电	34.4%	-3.5%	33.5%	-12.1%	14.6%	16.9%	-2.3%	1.1%	1.2%	-0.1%

数据来源：wind，湘财证券研究所

表 2 彩电行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	增速	净利润(亿元)	增速	毛利率	净利率
000016.SZ	深康佳 A	79.40	53.5%	0.51	-36.6%	15.6%	0.8%
000100.SZ	TCL 集团	231.66	32.2%	1.58	59.3%	13.5%	0.7%
600060.SH	海信电器	94.89	27.9%	2.47	47.8%	15.4%	2.6%
600839.SH	四川长虹	186.12	40.2%	0.41	35.2%	15.5%	0.9%
600870.SH	ST 厦华	21.81	29.4%	0.41	-21.5%	10.4%	1.9%
002429.SZ	兆驰股份	12.46	9.0%	1.50	70.4%	16.6%	12.1%

数据来源：wind，湘财证券研究所

表 3 空调行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	增速	净利润(亿元)	增速	毛利率	净利率
000527.SZ	美的电器	390.25	56.7%	17.89	56.1%	17.2%	5.6%
000651.SZ	格力电器	251.45	25.4%	15.73	27.7%	16.3%	6.3%

数据来源: wind, 湘财证券研究所

表 4 冰箱行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	增速	净利润(亿元)	增速	毛利率	净利率
600690.SH	青岛海尔	296.84	39.5%	10.80	51.8%	26.1%	4.6%
000521.SZ	美菱电器	45.76	34.8%	2.19	503.0%	24.6%	4.8%
000921.SZ	ST 科龙	95.17	40.2%	3.29	26.5%	16.6%	3.7%
600336.SH	澳柯玛	18.01	40.0%	0.28	20.3%	19.4%	1.5%

数据来源: wind, 湘财证券研究所

表 5 洗衣机行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	增速	净利润(亿元)	增速	毛利率	净利率
000418.SZ	小天鹅 A	36.34	91.0%	1.68	149.8%	15.7%	5.0%
600983.SH	合肥三洋	14.11	82.7%	1.59	45.9%	34.3%	11.3%

数据来源: wind, 湘财证券研究所

表 6 小家电行业主要上市公司 2010 上半年财务数据比较

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	增速	净利润(亿元)	增速	毛利率	净利率
002032.SZ	苏泊尔	26.37	47.4%	1.79	45.0%	28.9%	7.3%
002035.SZ	华帝股份	7.66	36.9%	0.34	375.4%	33.5%	4.6%
002242.SZ	九阳股份	24.08	10.4%	2.73	-13.9%	37.1%	12.7%
002403.SZ	爱仕达	9.85	48.7%	0.34	-10.7%	28.5%	3.7%

数据来源: wind, 湘财证券研究所

毛利率普遍下降, 下半年有望出现回升趋势

上半年大宗原材料价格出现较大幅度上涨, 其中冷轧钢板上半年均价同比上涨 34.5%, 铜均价上涨高达 64.4%。钢和铜又是白电中最主要的原材料, 尤其是空调, 钢和铜占据成本的比例高达一半以上。原材料价格的暴涨使家电行业上半年的经营面临一定成本压力。空调、洗衣机、冰箱行业的毛利率水平均出现不同程度的下滑, 分别下降 4.6%、6.5%和 2.1%。

钢、铜的价格与去年同期的价差均在逐渐缩小, 尤其是冷轧钢板与去年同期的价格已基本相当, 预计下半年家电行业面临的成本压力较上半年会有所缓解。

图 3 冷轧钢板价格走势

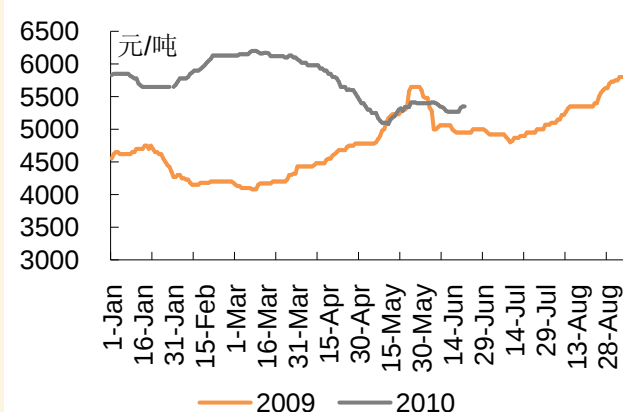
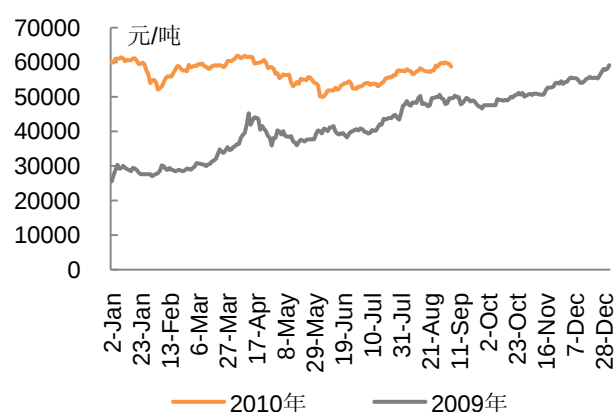


图 4 铜价走势



数据来源: wind, 湘财证券研究所

看好洗衣机、空调

空调：关注高端产品

根据产业在线数据,2010 年 1-7 月空调内销量为 2948.67 万台,同比增长 31.94%。其中 1-5 月由于节能补贴政策的拉动,一直保持两位数高速增长;而 6 月份节能补贴金额的下调引起定频空调价格上涨,空调需求受到一定抑制,6 月份空调销量出现年内首度下降。但 7 月份以来的高温天气,激发出大量的潜在的需求,空调内销量呈现反弹趋势,也消除了市场对空调市场的疑虑。我们认为目前节能政策变化给空调行业带来的负面因素已基本消化完毕,这也体现了空调企业向下游转嫁的能力是强于市场预期的。

而出口的形势比内销更为乐观,1-7 月空调出口总量为 2971.03 万台,同比增长 46.46%;6 月和 7 月连续两个月出口增速都超过 80%。国内空调主要出口至亚洲和拉丁美洲,亚洲的高温天气仍在持续,拉丁美洲的大部分地区逐渐进入春夏天气,我们认为空调出口下半年延续高增长是大概率事件。

近几个月空调库存也在不断增加,7 月份空调库存为 788.16 万台,同比增加达 26.43%。目前空调库存的升高与 2008 年的情况是完全不同的,我们认为此次库存增加是厂商对未来几个月空调销售较为乐观,体现出空调厂商的积极备货。空调淡季的销售也有可能给我们带来惊喜,我们将继续跟踪变频空调和冷暖空调的销售。

图 5 空调内销增长情况

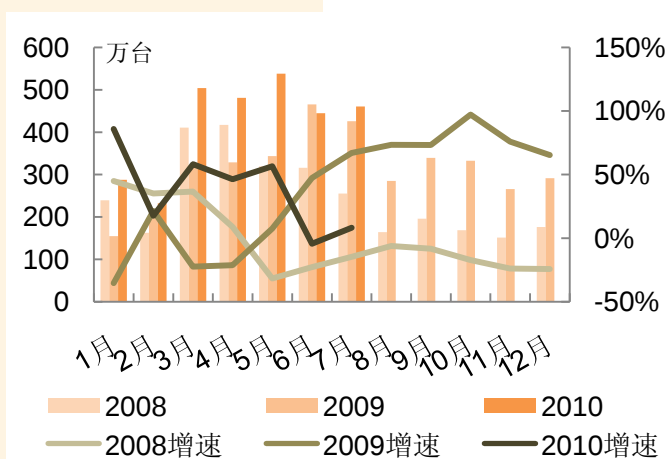
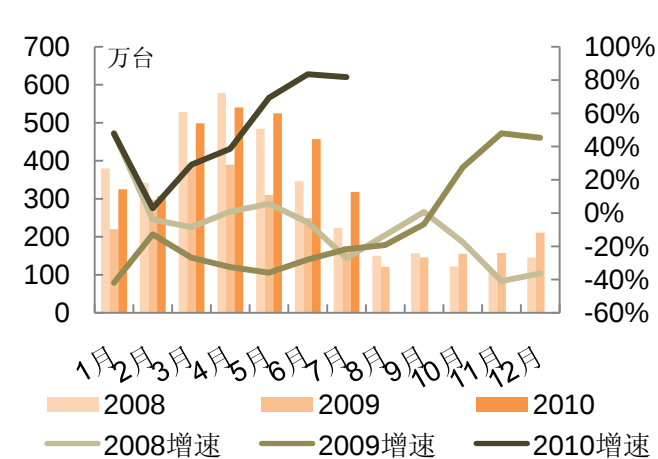
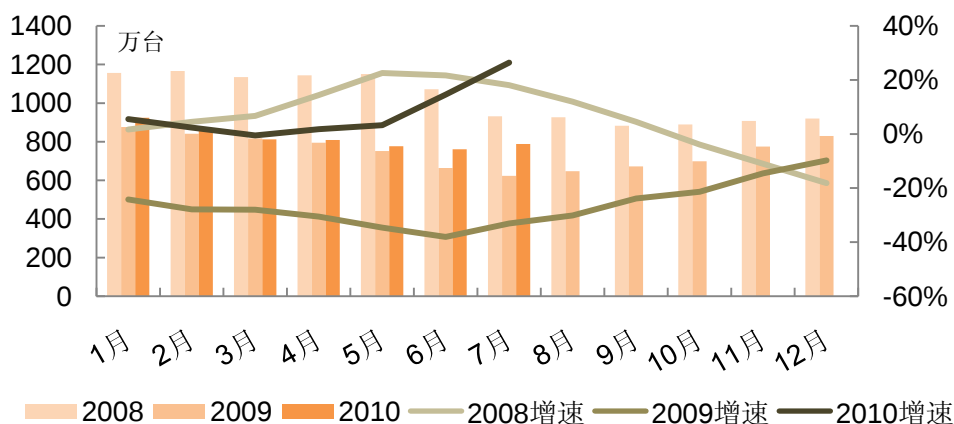


图 6 空调出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 7 空调库存变化情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

近期格力电器和美的电器两大空调龙头均计划通过募集资金扩充产能，募投项目建成后，格力电器将新增家用空调产能 250 万台、新增空调压缩机产能 600 万台、以及每年新增商用空调收入 32.61 亿元；美的将新增家用空调产能 950 万台、新增压缩机产能 600 万台、新增中央空调年收入约 60 亿元。两家公司合计将新增家用空调产能 1200 万台，市场则出现对空调市场是否产能过剩的担心。我们认为对于产能问题不必过分担心，首先项目的建设周期一般为 1-2 年，此部分产能是逐步释放的过程，不会出现产能激增的情况；其次目前我国农村家庭的空调保有量较低，空调的内销仍有较大增长空间；再次空调出口市场也出现了恢复性增长。

表 7 格力电器募投项目情况

项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	建设期	项目设计规模
总部商用空调技改扩产项目	60,003	60,000	2 年	17.96 亿元
武汉商用空调建设项目	56,067	50,000	2 年	14.65 亿元
郑州家用空调建设项目	76,295	70,000	1 年	250 万台
年产 600 万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118,000	90,000	2 年	600 万台
节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目	56,000	56,000	2 年	-
合计	366,365	326,000		

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 8 美的电器募投项目情况

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)	项目设计规模
中央空调 (合肥) 项目	150,000	130,000	60 亿元
压缩机 (芜湖) 项目	90,000	80,000	600 万台
冰箱 (荆州) 项目	85,000	80,000	500 万台
冰箱 (南沙) 项目	62,000	42,000	400 万台
家用空调 (南沙) 项目	50,000	33,000	450 万台
家用空调 (芜湖) 项目	71,000	71,000	500 万台
合计	508,000	436,000	

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

注：中央空调的设计规模为估计数据。

表 9 空调行业重点公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	最新价 (元)	目标价 (元)	EPS				PE		
				2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000651	格力电器	14.67	21.96	1.55	1.12	1.34	1.49	13.10	10.95	9.85
000527	美的电器	14.78	19.52	0.97	1.00	1.22	1.45	14.78	12.11	10.19

数据来源：湘财证券研究所

冰箱：家电下乡销量最大

2010 年 1-7 月，冰箱内销量为 3178.19 万台，同比增长 33.8%；冰箱出口销量为 1159.39 万台，同比增长 27.37%。其中内销的高增长是推动冰箱行业整体增长的主要原因。冰箱是最近两年增长内销增长最快的家电产品，这主要得益于家电下乡政策的拉动，农村市场对冰箱的需求在家电下乡政策的刺激下逐渐释放。自家电下乡政策实施以来，冰箱一直是销量最大的产品，2009 年冰箱在所有下乡家电销量中的占比高达 39.9%，今年 1-8 月冰箱销售额占比也达 35.7%。从单月数据可以看出，家电下乡对冰箱在农村市场销售的推动力并未减弱，连续三个月的增速超过 40%。加上以旧换新政策推广对市场的拉动，我们继续看好今年冰箱的增长。

图 8 冰箱内销增长情况

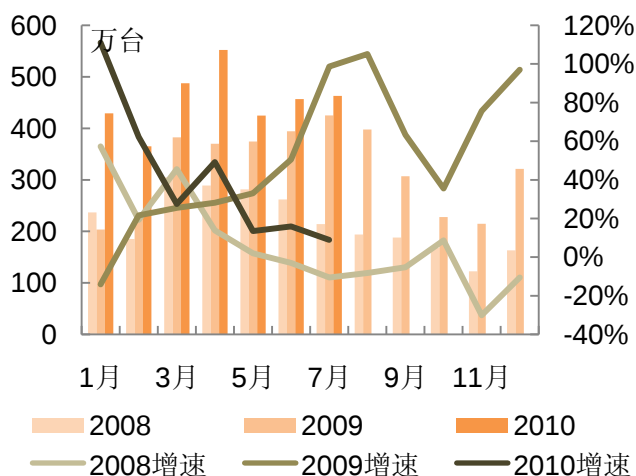
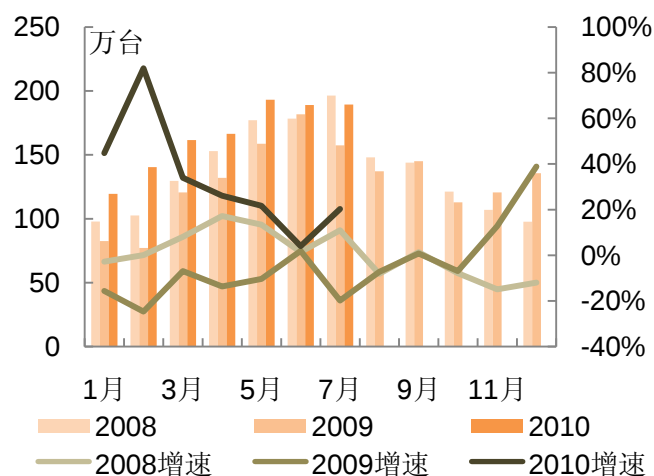


图 9 冰箱出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

表 10 冰箱行业重点公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	最新价 (元)	EPS				PE		
			2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600690	青岛海尔	21.27	0.86	1.30	1.61	1.92	16.36	13.21	11.08
000521	美菱电器	10.10	0.73	0.98	0.85	1.10	10.31	11.88	9.18

数据来源：湘财证券研究所

洗衣机：消费升级、出口复苏有望推动行业高增长

洗衣机行业最近两年的增长较为平稳，甚至在去年家电下乡全国推广的推动下，内销增长也仅为 11.55%。而今年国内洗衣机行业已进入消费升级阶段，在家电下乡、以旧换新等政策的推动下，洗衣机内销呈现加速增长的趋势，1-7 月洗衣机内销量为 1705.73 万台，同比增长为 17.8%。同时洗衣机出口也出现恢复性增长，1-7 月出口销量为 945.07 万台，同比增长达 40.6%。

洗衣机行业也逐渐向高端趋势发展。在农村市场，逐步出现波轮洗衣机对双缸洗衣机的替代，从洗衣机下乡销售均价持续提升即可看出这一趋势；在城镇市场，则是掀起了滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代潮。2010 年上半年，滚筒洗衣机在洗衣机内销总量中的占比也由去年的 11.09% 提高至 11.85%。我们认为居民收入的

提升将会加速洗衣机行业的更新换代。而日本、欧美等国家滚筒洗衣机的普及程度高，我国滚筒洗衣机出口空间更大，上半年滚筒出口同比增长高达 80.39%，出口销量为 292.39 万台；出口销量中滚筒的比重提升更明显，由去年的 32%提高至 36.72%。

我们认为在内销的消费升级以及出口的恢复性增长的双动力下，我国洗衣机行业有望突破此前的平稳增长态势。下半年洗衣机出口增速由于基数原因或将有所放缓，但整体增长依然可期。

图 10 洗衣机内销增长情况

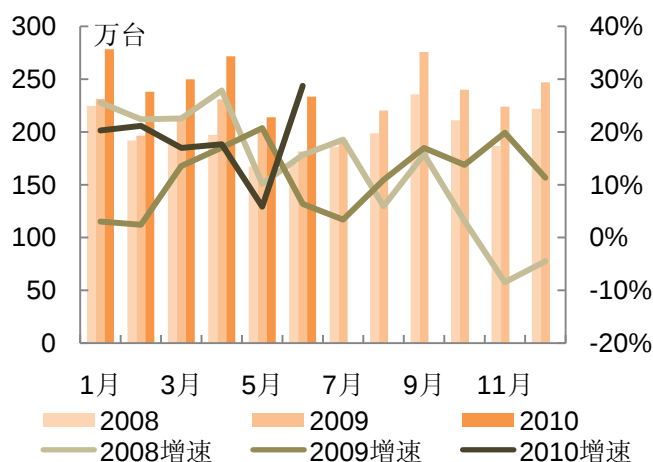
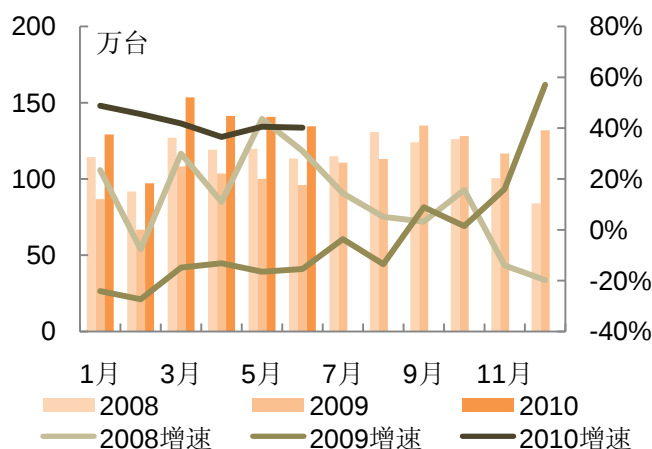


图 11 洗衣机出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 12 滚筒洗衣机内销增长情况

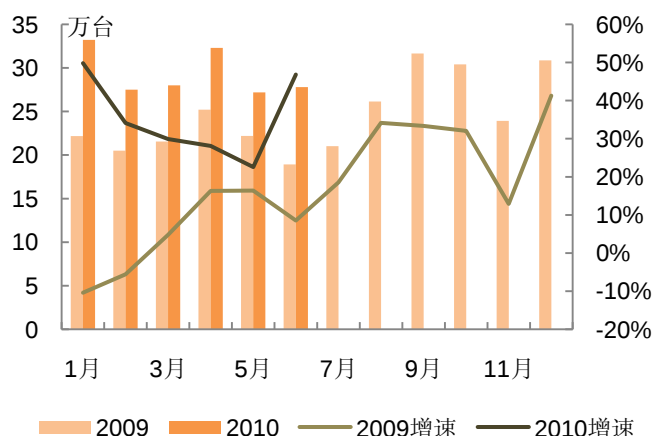
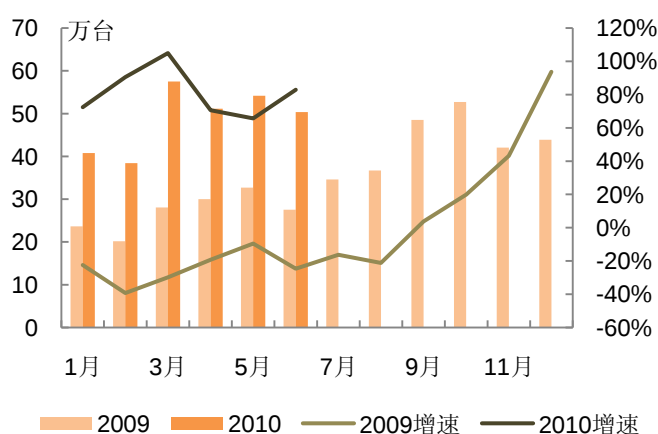


图 13 滚筒洗衣机出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

表 11 洗衣机行业重点公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	最新价 (元)	目标价 (元)	EPS (元)				PE		
				2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000418	小天鹅 A	18.54	24.25	0.41	0.76	0.97	1.22	24.39	19.11	15.20
600983	合肥三洋	20.20	26.20	0.62	0.97	1.13	1.62	20.82	17.88	12.47

数据来源：湘财证券研究所

彩电：LED 将成趋势

经过近两年液晶电视对 CRT 电视的替代，目前液晶电视已在国内彩电的销售中占据绝对的主导地位。2010 年 1-7 月，液晶电视在彩电总内销量中比例为 80.88%，而 2009 年这一比例还仅为 68.02%；1-7 月 CRT 电视的内销占比仅为 14.54%。我们认为国内液晶电视对 CRT 电视的替代已基本完成，短期内可能会维持目前这一格局。

国内彩电行业的增长主要来自液晶电视，液晶电视在去年高增长的基础上今年又现快速增长。由于受到家电下乡和以旧换新政策的持续推动，今年 1-7 月液晶电视内销量为 1796.64 万台，同比增长达 57.04%；液晶电视出口销量为 2563.70 万台，同比增长也达 41.92%。

彩电是功能更新换代最快的家电品种，对于今年彩电市场的热点，如互联网电视、LED 电视和 3D 电视，我们认为随着三网融合的推进，互联网功能可能会成为未来彩电出厂的标配。而 LED 则是液晶电视背光技术的升级，目前 LED 液晶电视替代传统 CCFL 背光液晶电视的趋势逐渐加速，LED 将成为液晶电视的趋势。对于 3D 电视而言，我们认为目前由于价格偏高以及 3D 片源稀缺的问题，短期内尚难在国内家庭中普及。

图 14 LCD 电视内销增长情况

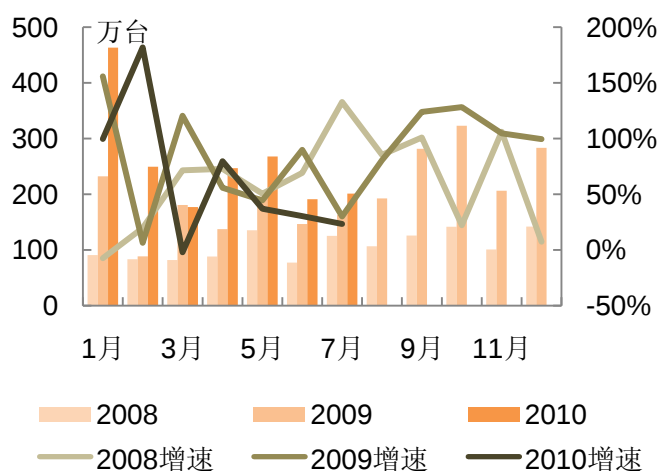
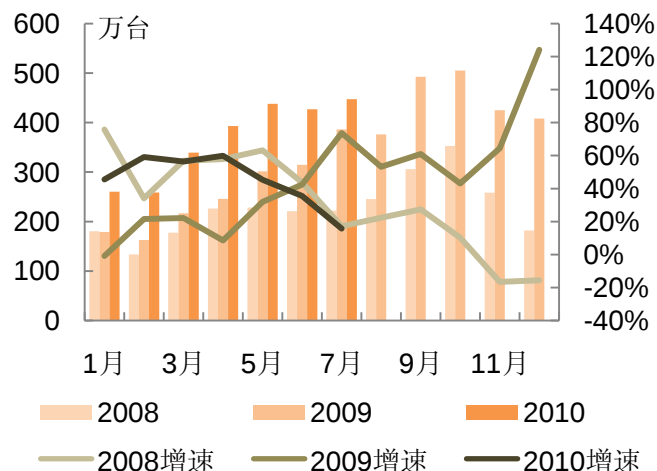


图 15 LCD 电视出口增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 16 LCD 和 CRT 电视销售比例变化

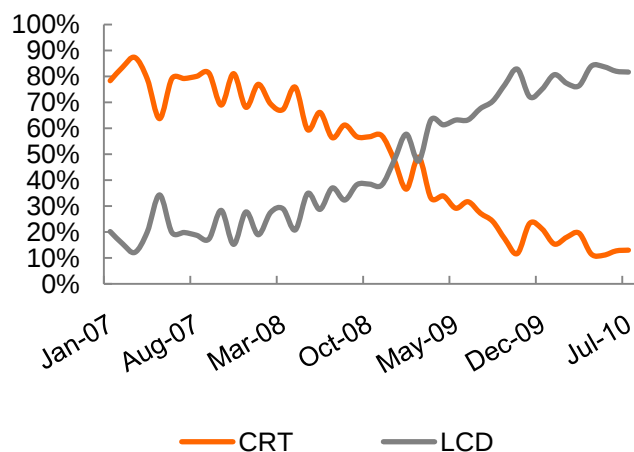
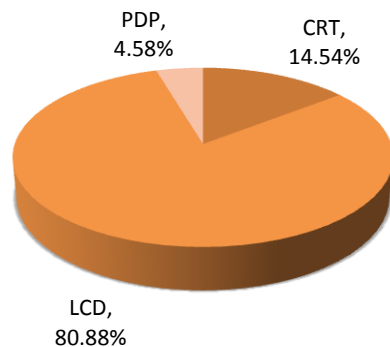


图 17 2010 年 1-7 月彩电内销构成



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

表 12 冰箱行业重点公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	最新价 (元)	EPS (元)				PE		
			2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600060	海信电器	12.81	1.01	0.75	0.94	1.15	17.08	13.63	11.14
000100	TCL 集团	3.84	0.17	0.14	0.18	0.23	27.43	21.33	16.70
000016	深康佳 A	5.37	0.13	0.09	0.14	0.21	59.67	38.36	25.57
600839	四川长虹	4.08	0.06	0.08	0.12	0.15	51.00	34.00	27.20

数据来源：湘财证券研究所

投资策略

从行业来看，我们优先推荐在消费升级推动下游较大成长潜力的洗衣机行业，其次是淡季有可能给我们带来惊喜的空调行业。在选择具体投资标的方面，我们坚持以下几点：一是行业具备增长前景的优质公司，如小天鹅、美的电器；二是技术领先的行业龙头企业，如格力电器、合肥三洋；三是未来几年能保持较好成长性的公司，如苏泊尔、禾盛新材。

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；市场竞争加剧的风险；

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。