

泥沙俱下后淘金

——家电行业**2010**年四季度投资策略

日信证券研究发展部

消费品小组

yutj@rxzq.com.cn

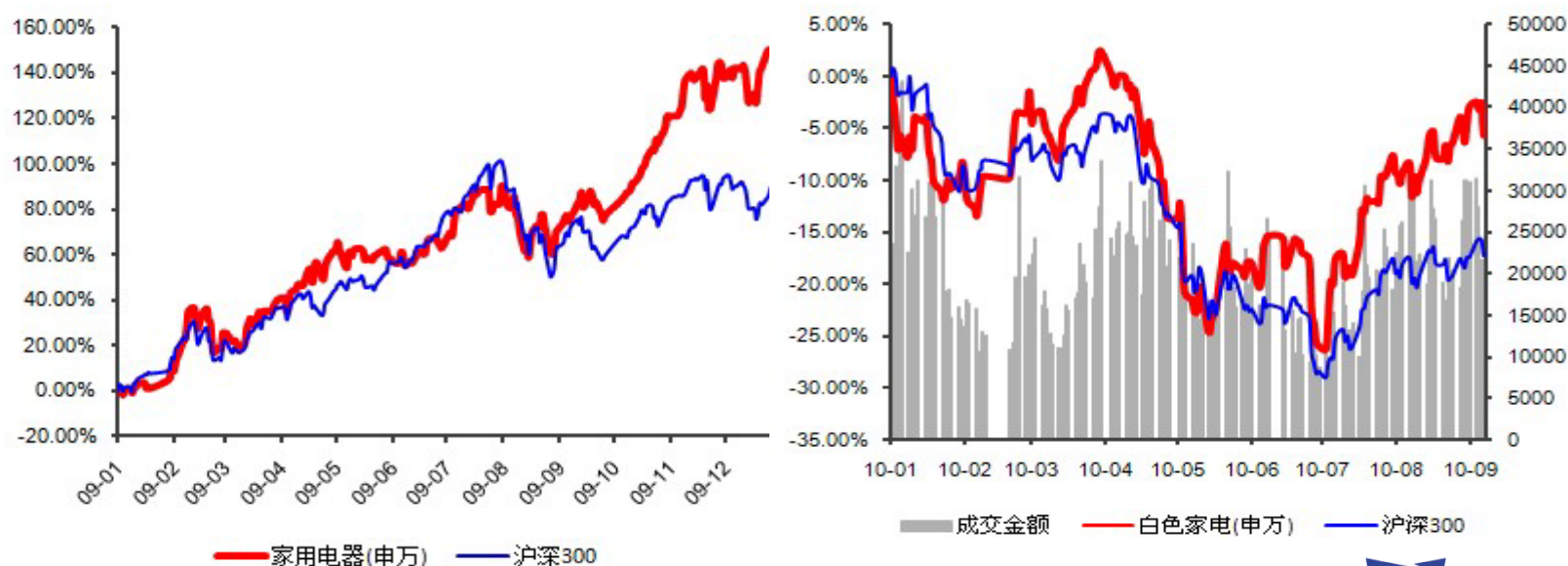
目录

- 行业上半年运营情况
- 09年盛宴已过，回归常态增长
- 估值处于中枢，给予“增持”评级
- 投资策略与重点公司点评

1.1 行业指数走势回顾

- 09年与10年家电行业股价走势

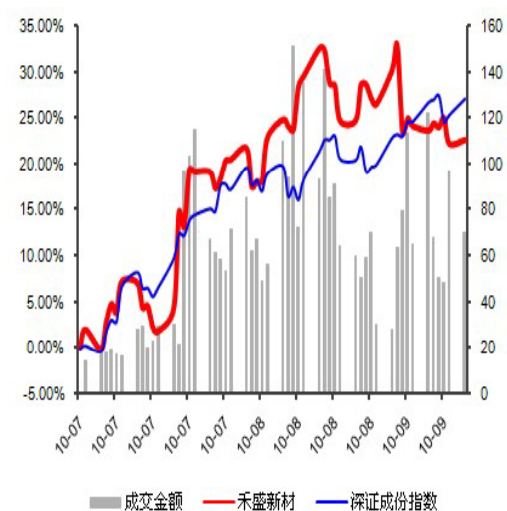
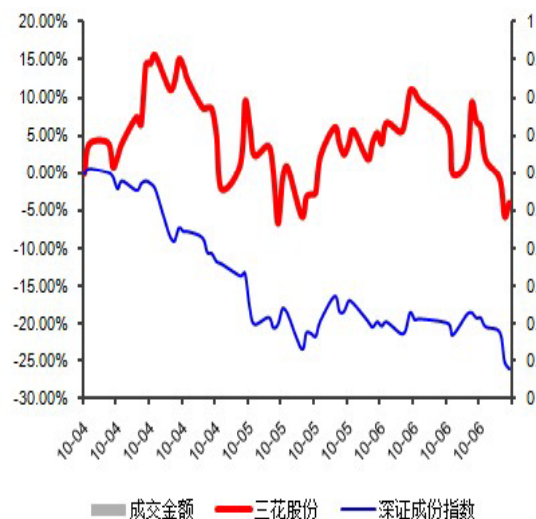
09年家电股价走势远强于沪深300指数，特别是从09年3季度开始，股价表现远远超出大盘近70%。而今年，家电公司股价随大盘普遍回调幅度较深，但是整体走势依然强于大盘。



1.2 推荐个股走势回顾

- 过往季度策略推荐个股回顾

09年末推出的年度策略中重点推荐的禾盛新材，一季度涨幅超越深圳成指41%。今年二季度推荐的三花股份，二季度跑赢指数30%。三季度我们抓住反弹机会，继续推荐禾盛新材，获得了21%的正收益。

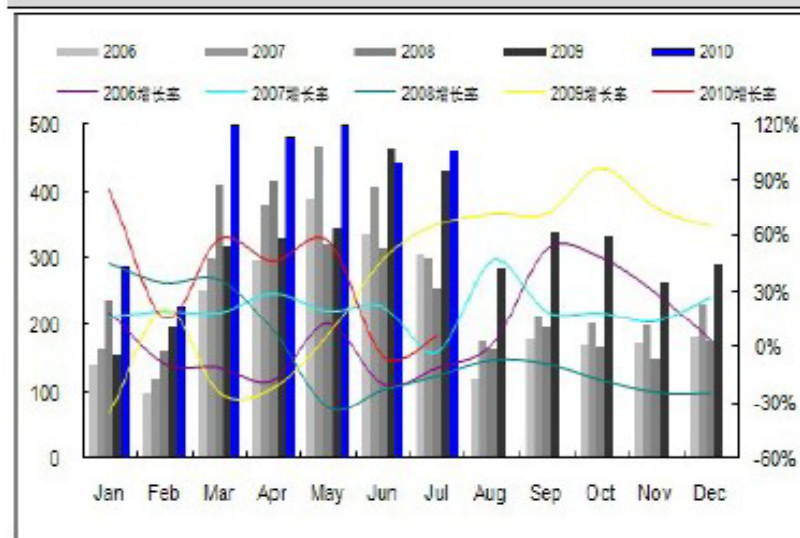


1.3 行业上半年运营情况

- 家电内销同比快速增长

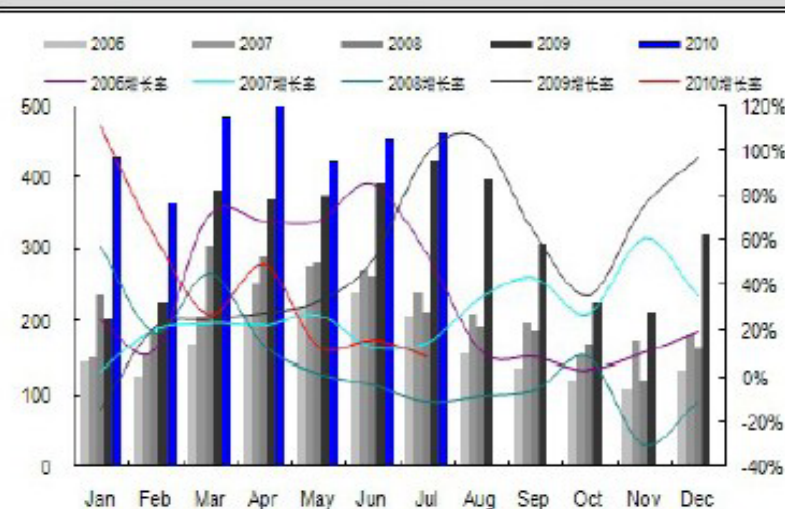
2010年1~7月份空调内销量2945.17万台，增速达到31.38%，冰箱内销量3179.54万台，增速达到33.87%。

图 1、空调内销量与增速



资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

图 2、冰箱内销量与增速



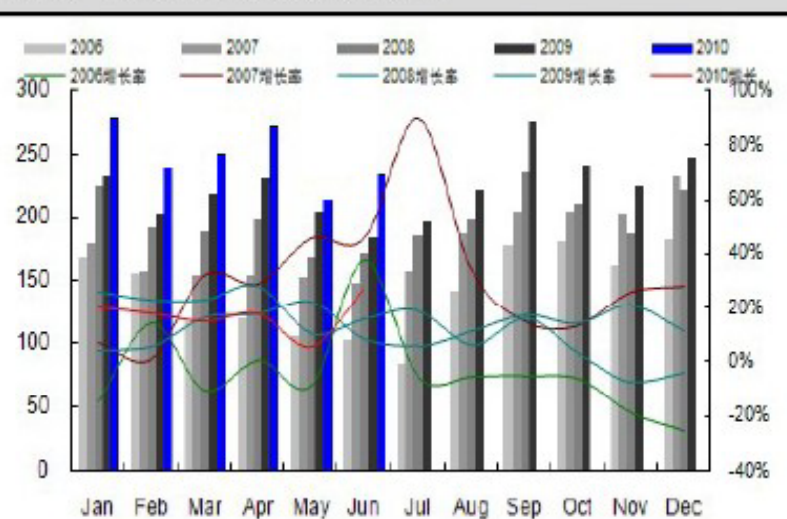
资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

1.3 行业上半年运营情况

- 家电内销同比快速增长

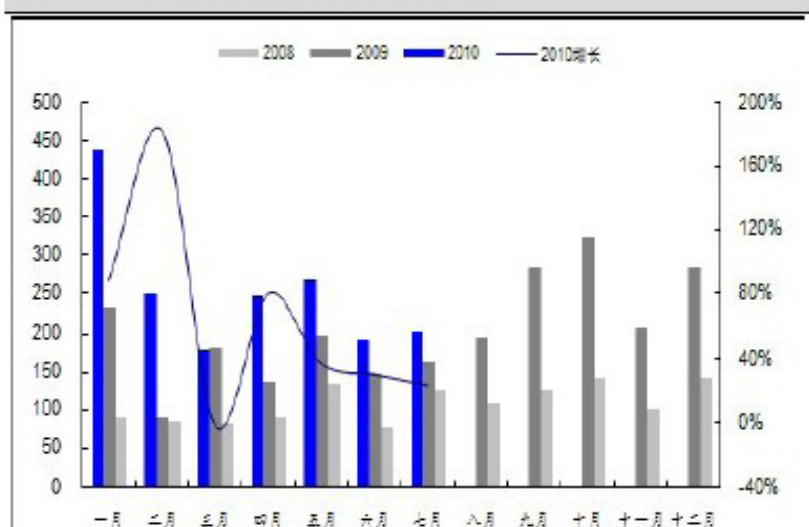
洗衣机内销量1485.33万台，增速达到16.75%，液晶电视内销1769.55万台，增速达到54.67%，增速普遍低于预期。

图 3、洗衣机内销量与增速



资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

图 4、液晶电视内销量与增速

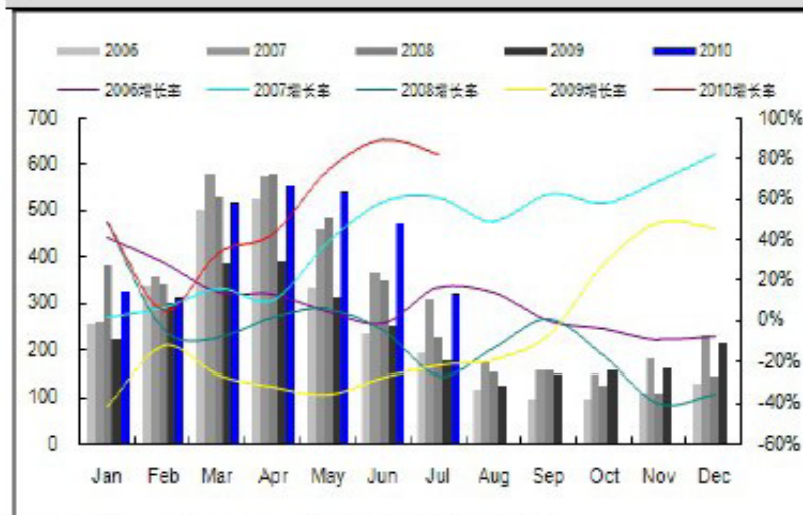


资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

1.3 行业上半年运营情况

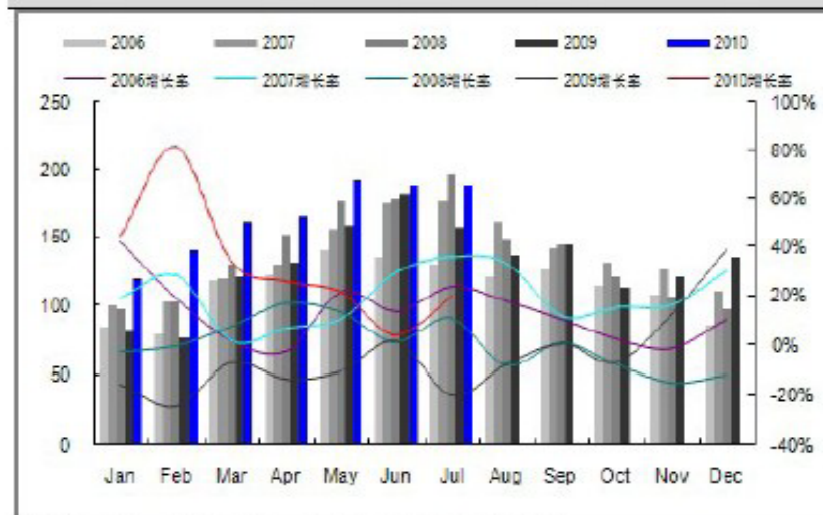
- 家电出口恢复好于预期
1~7月空调全年出口量3034.53万台，增长49.59%，冰箱需求较为刚性，出口量分别为1159.39万台，增长27.37%。

图 5、空调出口量与增速



资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

图 6、冰箱出口量与增速



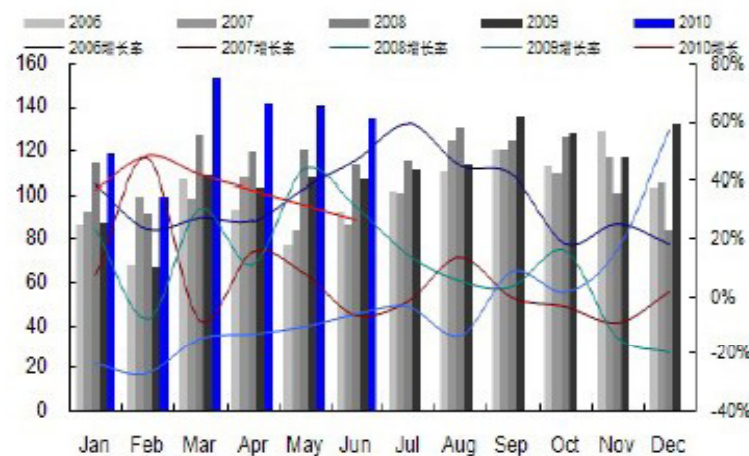
资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

1.3 行业上半年运营情况

- 家电出口恢复好于预期

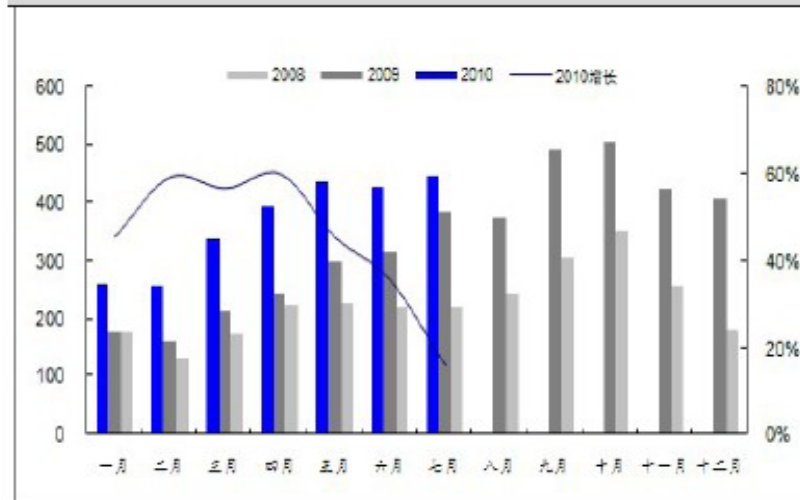
洗衣机需求较为刚性，出口量为787.43万台，增长27.37%，36.06%，液晶电视出口量2563.69万台，增速41.92%。

图 7、洗衣机出口量与增速



资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

图 8、液晶电视出口量与增速



资料来源：产业在线，日信证券有限责任公司

目录

- 行业上半年运营情况
- 09年盛宴已过，回归常态增长
- 估值处于中枢，给予“增持”评级
- 投资策略与重点公司点评

2.1 房地产销量下滑对大家电影响巨大

- 我们测算，2010年新房销售对大家电带来的新增需求占总销量的20%以上，其中空调占比最高，为35.71%。从二季度开始我们已经看空大家电销售，主要原因在于2009年基数的逐月提高以及房地产政策的不确定性。我们认为四月连续出台的房地产政策累积之后将逐渐产生效应，对下半年的新房销售产生巨大影响，预计销量下滑将在15%~20%之间。由于家电的滞后效应（半年左右），新房销售下滑的负面效应将在四季度开始传导至家电。

2010年家电需求结构比例

	新房销售新增需求	更新需求	原有住房新增需求
空调	35.71%	42.86%	21.43%
冰箱	20.69%	48.28%	31.03%
洗衣机	27.27%	57.58%	15.15%
液晶电视	32.50%	55.00%	12.50%

资料来源：日信证券有限责任公司

2.1 房地产销量下滑对家电影响巨大

- 在新房销售下滑15%~20%的假设下，我们预计空调、冰箱、洗衣机和液晶电视销售增速将在3.83%~5.82%、8.50%~9.67%、16.56%~18.24%和53.86%~56.54%之间，远低于分析师们预期的25%、15%、15%与超过60%的预期销售增速，也印证了我们年初提出的大家电销量将低于预期的观点。

2010年家电需求增速（新房销售下滑15%~20%的假设下）

	新房销售下降15%	新房销售下降20%
空调	5.82%	3.83%
冰箱	9.67%	8.50%
洗衣机	18.24%	16.56%
液晶电视	56.54%	53.86%

资料来源：日信证券有限责任公司

2.2 四季度毛利率有望维持稳定

- 白电产品的上游材料主要是钢材，铜，铝和ABS塑料。其中铜和钢材是最重要的原料。钢材价格受大公司调控较多，不可预见性大；而铜则由全球定价，我们认为铜价将在四季度结束第三季度的上涨趋势，呈现区间波动概率较大。三季度欧元区债务危机随时间缓解 弱化了投资者追求美元抛售欧元的避险情绪，美元指数回落至80左右之后，处于希腊债务危机爆发之前的状态，符合我们第三季度的判断，但是未来美国新财政刺激政策、加息等因素均不明朗，因此美元不具备形成新趋势的因素。家电用原材料价格有望维持稳定，与1Q毛利率水平相差不大。

2.2 四季度毛利率有望维持稳定

白电产品的主要材料成本构成比率

	铜	铝	钢材	ABS塑料
空调	28%	4%	37%	5%
冰箱	17%	4%	23%	15%
洗衣机	8%		30%	

板块名称	2009年1Q	2009年1H	2009年3Q	2009年全年	2010年1Q	2010年1H
SW家用电器	20.71	21.7	21.53	21.3	18.72	18.28
SW白色家电	23.12	24.4	24.51	24.23	20.95	20.16
SW冰箱	18.68	19.55	20.14	20.54	16.38	17.46
SW空调	22.91	24.43	24.54	23.96	21.13	19.83
SW洗衣机	25.26	27.36	28.51	29.1	21.7	20.9
SW小家电	32.77	33.09	32.13	31.66	29.39	31.25
SW其他白色家电		19.77	19.65	18.93	17.67	17.95
SW视听器材	16.92	16.82	16.77	16.89	14.9	14.45
SW彩电	16.98	16.86	16.81	16.97	15	14.56
SW其它视听器材	6.99	7.55	7.77	5.52	2.78	10.29

资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司



2.3 家电下乡产品限价放开与以旧换新推广继续支持家电销量小幅增长

- 2009年底财政部和商务部宣布提升家电下乡产品最高限价提升，相比过去各类家电下乡产品限价提升25%~100%。我们认为从农村消费者接受高价的家电需要一个逐步接受信息和消化的过程，而并非一步到位，消费升级最有可能体现的时间是在今年四季度的消费旺季。

2010年家电下乡最高限价调整前后对比

产品	最高限价提升比率	最高限价（2010年招标）	最高补贴额	原最高限价
彩电	100%	7000	455	3500
冰箱	60%	4000	325	2500
手机	100%	2000	130	1000
洗衣机	75%	3500	260	2000
分体挂壁式空调	40%	3500	325	2500
分体落地式空调	50%	6000	520	4000
计算机	43%	5000	455	3500
电磁炉	67%	1000	78	600
微波炉	50%	1500	130	1000
太阳能热水器	25%	5000	520	4000
电热水器	67%	2500	195	1500
燃气热水器	40%	3500	325	2500

资料来源：公开信息，日信证券有限责任公司

2.3 家电下乡产品限价放开与以旧换新推广继续支持家电销量小幅增长

家电下乡的政策目标是用四年时间基本使农村主要家电产品拥有率达到城市2000年的水平

- 家电下乡效果依然显著：进入第2年的安徽销售额同比增长3倍之多，进入第3年的河南和山东销售额同比增长仍有1.7倍和1倍。

单看农村需求增长对内需总量的贡献，就可以得出2010-2012年内需增长确定性强的结论

	农村家庭户均拥有量（台/百户）				2009年行业实际内销量（万台）	内需总量（只看刚性需求）测算		
	2009年实际	2012年政策目标	2012年农村家庭户均保有量假设目标达成率假设	2012E保有量		内需总量2012E（万台）	三年农村家电保有量增长的单因素贡献	
							复合增长率	复合增长量（万台/年）
空调	12.2	30.8	80%	24.6	3755	4699	8%	291
			90%	27.7		4992	10%	374
			100%	30.8		5298	12%	456
冰箱	37.1	80.1	80%	64.1	3930	4177	2%	81
			90%	72.1		4934	8%	310
			100%	80.1		5541	12%	477
洗衣机	53.1	90.5	80%	72.4	2677	4107	15%	410
			90%	81.5		4910	22%	600
			100%	90.5		5677	28%	762
电视机	108.9	116.6	100%	116.6	3574	5329	14%	509
			105%	122.5		5697	17%	601

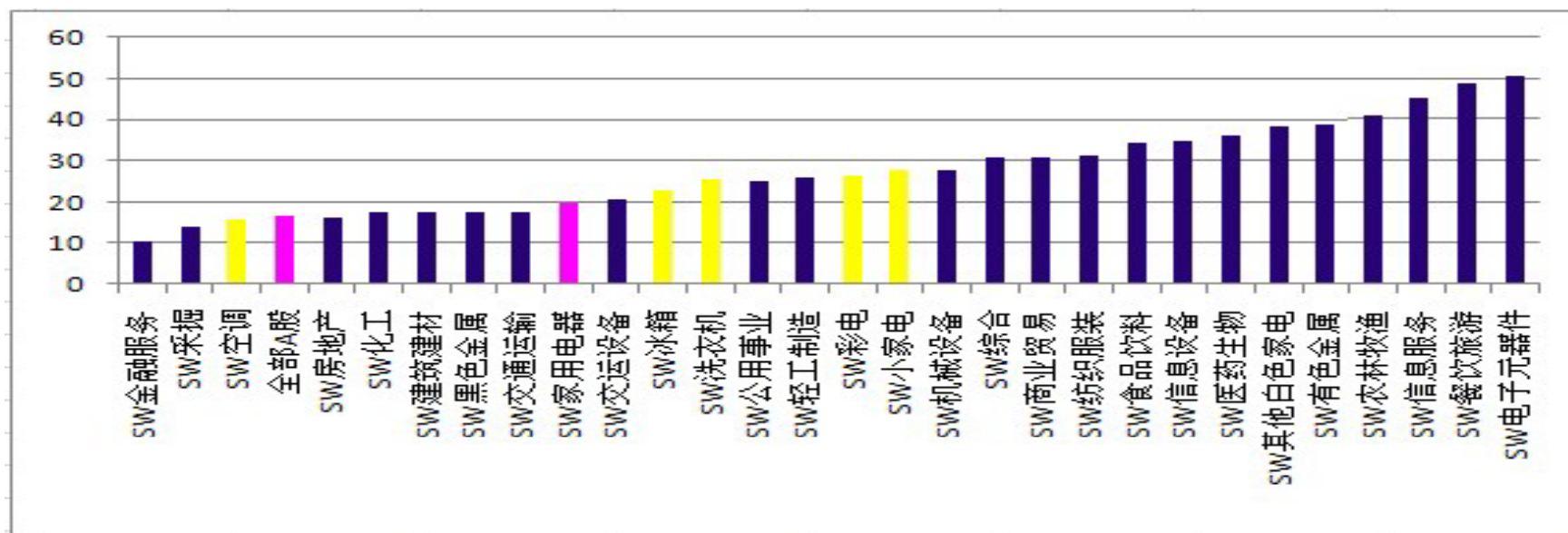
资料来源：日信证券有限责任公司

目录

- 行业上半年运营情况
- 09年盛宴已过，回归常态增长
- 估值处于中枢，给予“增持”评级
- 投资策略与重点公司点评

3.1 相对估值处于市场中枢

- 现阶段，A股市场家电行业的动态PE为19.9倍，在各行业中处于较低水平。子行业中白电估值为16倍，空调估值最低为15倍，洗衣机和冰箱为25倍和23倍，小家电和彩电估值分别为28倍、26倍。除了空调之外，其余的子行业均处于市场整体估值中枢附近。



资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司

3.2 历史估值尚未见底

- 我们考察了家电行业的历史估值情况，发现目前家电PE离历史低位很远，约有42%的溢价，并不具备估值吸引力。



资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司

3.2 历史估值尚未见底

- 家电板块目前相对估值处于中枢（以估值最稳定的白电子板块为例）
 - 白电板块05年以来相对沪深300的PE（TTM）估值溢价均值为1.017
 - 现阶段沪深300的PE（TTM）为16.56，与白电行业19.9倍PE比较，与历史均值相比有20%足有的溢价，未显著低估或高估。



资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司

3.3 综合

- 综上，我们认为，从2010年到2012年，家电行业很难再现09年利润50%以上的增长，未来增速放慢是必然的趋势，空调和冰箱净利增速10~12%左右，液晶电视和洗衣机净利增速15~18%是最有可能发生的情况。从估值上看，无论是历史角度或是现阶段看，未被显著低估或高估，处于中枢水平，并且短期内行业缺乏刺激性因素。因此我们认为，家电行业股价整体难有类似于09年3季度的绝对收益表现。给予“增持”评级。

目录

- 行业上半年运营情况
- 09年盛宴已过，回归常态增长
- 估值处于中枢，给予“增持”评级
- 投资策略与重点公司点评

投资策略与重点公司评述

- 在行业增长乏力，部分子行业同比增速甚至可能下滑的背景下，我们认为家电行业公司难有整体性表现。我们依然采用上半年的自下而上选股方法，去寻找具有确定性增长，壁垒较高，估值具有较大安全边际的业内优秀公司。
- 我们自下而上精选的个股，重点考察行业基本面，在调整中选择个股作为长期投资配置。

投资策略与重点公司评述

- 长期价值投资配置
 1. 公司所处细分子行业快速成长，且能够不断夺取竞争对手市场份额从而获得高于行业的成长速度。
 2. 公司具有较高行业壁垒，且符合国家低碳、新能源政策导向。
 3. PEG远小于1，估值提供较高安全边际。

综上，我们选出一家公司：禾盛新材（002290）

投资策略与重点公司评述

1. 投资要点

- 家电用复合材料的应用快速增长，每年维持在 40%以上的增长速度，近年来国内按照2007年冰箱、洗衣机、微波炉和电热水器四类产品 21.22万吨的复合材料用量计算，我国复合材料的应用比例仍然较低，仅占12%左右，远低于欧美和日本等发达国家50%以上的应用比例，而且这种复合材料还可用于空调、厨卫家电和小家电等其他家电产品上，因此仅在家电领域，其未来市场发展空间就非常之巨大。
- 公司处于一个快速成长的行业之中，受益于预涂板复合材料替代传统喷涂板的强劲势头和下游的旺盛需求；在分享行业成长的同时，公司将凭借稳定的客户资源与不断扩张的产能取得较多的市场份额，收入增长将远远超过行业的成长速度。公司主要管理层出身技术，专注于实业经营；同时公司地处苏州偏僻郊区，交通不便，受分析师关注较少。

投资策略与重点公司评述

2、盈利预测与投资评级

- 预计公司2010-2012年每股收益分别为0.86元、1.33元和1.58元，三年复合增长率为42.11%。建议给予2011年30-35倍的估值，公司合理的价格区间为39.9-46.55元，相对于现在的股价，公司股票存在较大安全边际。给予“增持”评级。

禾盛新材盈利预测：

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	451.15	712.62	665.50	916.92	1168.61
增长率(%)	95.36%	57.95%	-6.61%	37.78%	27.45%
归属母公司股东净利润	43.82	66.57	77.99	111.49	144.08
增长率(%)	153.61%	51.92%	17.16%	42.96%	29.23%
每股收益(EPS)	0.291	0.442	0.518	0.741	0.957
销售毛利率	17.23%	17.70%	18.93%	18.77%	18.86%
销售净利率	9.71%	9.34%	11.72%	12.16%	12.33%

资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司



投资策略与重点公司评述

代码	简称	最新价格（元）	每股收益		市盈率		市净率PB (MRQ)
			10E	11E	10E	11E	
000527	美的电器	14.42	0.8965	1.0856	16.08	13.28	4.08
000651	格力电器	14.03	1.2540	1.4568	11.19	9.63	3.73
600690	青岛海尔	22.85	1.2946	1.6170	17.65	14.13	4.25
000100	TCL集团	3.73	0.1510	0.1835	24.70	20.33	2.83
002032	苏泊尔	23.15	0.7267	0.9249	31.86	25.03	5.97
002242	九阳股份	17.18	0.8830	1.0349	19.46	16.60	5.04
600060	海信电器	12.31	0.7549	0.9437	16.31	13.04	2.10
000418	小天鹅A	19.03	0.6776	0.8293	28.08	22.95	5.14
002011	盾安环境	21.05	0.5995	0.8486	35.11	24.80	4.39
002050	三花股份	27.39	1.2168	1.5187	22.51	18.03	5.25
600983	合肥三洋	20.49	0.9455	1.2645	21.67	16.20	7.40
000016	深康佳A	5.20	0.1859	0.2587	27.97	20.10	1.60
002290	禾盛新材	27.56	0.7816	1.1847	35.26	23.26	4.73
002403	爱仕达	16.45	0.4588	0.6688	35.85	24.59	2.63
002035	华帝股份	9.86	0.3925	0.4857	25.12	20.30	5.78
平均					24.59	18.82	4.33
中值					24.70	20.10	4.39

资料来源：Wind 资讯，日信证券有限责任公司

谢谢观看 敬请指正

谢谢观看 敬请指正