

评级：中性（维持）

家电行业

行业研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电话：0755-82485007

邮件：gongxin@fcsc.cn

家电行业第四季度策略

——关注业绩确定性及其估值优势个股

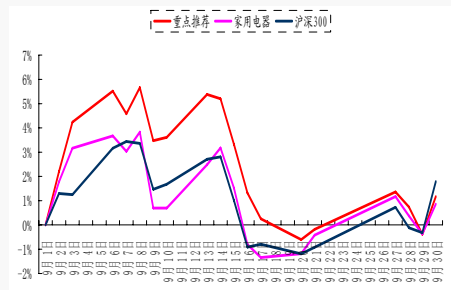
交易数据

1-9 月涨跌幅	-8.67%
1-9 月最高涨幅	2.37%
1-9 月最大跌幅	-29.29%

行业基本数据

A 股流通市值（亿元）	2966.88
总市值（亿元）	5307.50

行业指数表现



相关报告

投资要点：

● 行业最新运行动态：

➢ 空调 8 月份内外销情况良好 8 月份空调出口 266.4 万台，同比增长 120.17%，同比增长情况良好，主要受到高温天气的影响，同时经历了 2010 年冷年的炎热夏季，各国空调渠道库存消耗迅速，大部分的空调采购商积极补货，另一方面，亚洲以及拉美、非洲等部分国家经济增长较快，消费积极，空调市场也进入迅速的增长期；8 月份出口量环比减少 16.25%，渐入出口淡季。8 月份空调内销 472.2 万台，同比增长 65.86%，天气因素及渠道回补库存使内销环比增长了 2.5%。

➢ 四季度面板价格压力犹存 液晶面板在第三季度因为供给过剩和下游的存货调整而持续下降，十月份面板价格继续下跌，预计四季度面板价格压力犹存，但相对第三季度会有所缓解，而上游面板价格的持续下跌，为下游电视厂商的成本控制带来一定的不确定性，前期的库存产品面临价格下调，一定程度影响盈利水平。

➢ 洗衣机 8 月份继续维持平稳增长 8 月份洗衣机出口 137 万台，同比增长 21.09%，环比减少 7.86%；内销 299 万台，同比增长 35.71%，环比增长 34.93%。8 月份滚筒洗衣机出口 55.96 万台，同比增长 52.50%，继续维持较大增幅；内销 36.1 万台，同比增长 37.9%，环比增长 43.8%。

● **第四季度业绩同比增速将趋缓** 从单季度收入增长情况来看，全行业在 08 年第四季度到 09 年第二季度同比负增长，从 09 年第三季度开始逐步恢复正增长，基数因素将使 2010 年第四季度收入增速出现趋缓。从环比来看，白色家电中冰箱和空调在第二季度达到收入峰值，洗衣机、彩电和小家电下半年是消费旺季，其中小家电表现相对平稳。

● **投资建议：**从行业的估值来看，截至 9 月 30 日家电行业动态 PE 为 23 倍，在各行业中处于中等水平，其中空调为 18 倍，冰箱为 30 倍，洗衣机为 24 倍，小家电和彩电估值为 34 倍。从行业历史估值水平来看，目前与全部 A 股的 PE 比值为 1.24，低于 2001 年以来 2003、2004 年水平，行业估值相对市场整体来说并没有出现明显低估。而我们预计第四季度收入增速将出现趋缓。因此，行业整体性的投资机会比较少，而投资机会重点在于个股，个股方面，我们的投资建议是选择业绩稳定增长确定性较高并可能超越预期、估值合理的公司，推荐投资组合为：格力电器、美的电器、海信电器、合肥三洋。

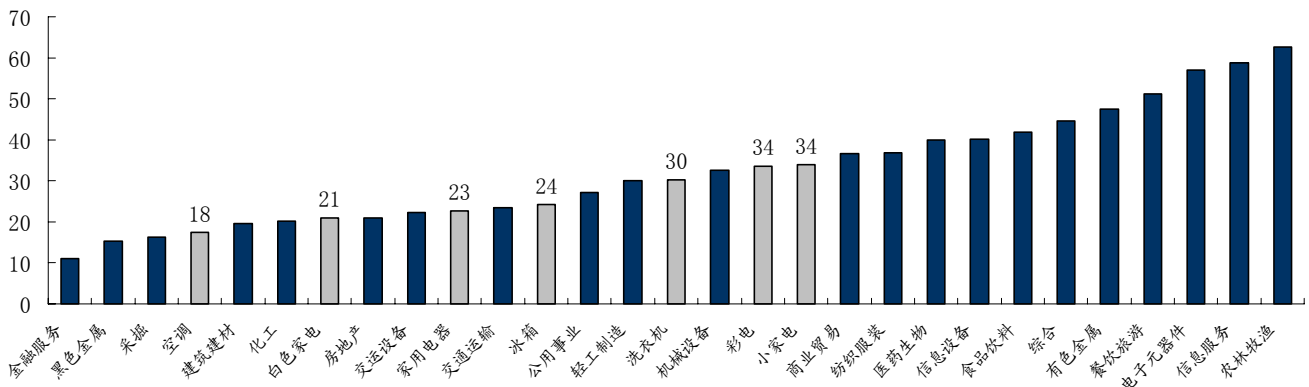


1、行业综述和重大事件点评

1.1、行业目前的估值水平

截至 9 月 30 日家电行业的动态 PE 为 23 倍，在各行业中处于中等水平。子行业中白色家电估值为 21 倍，空调最低为 18 倍，冰箱和洗衣机分别为 24、30 倍，小家电和彩电估值为 34 倍。

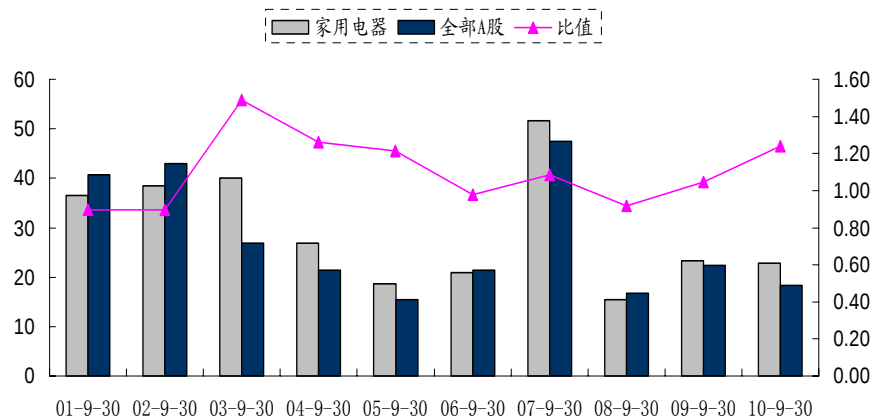
图 1、行业估值处于中等水平



数据来源：WIND，第一创业研究所

和历年行业估值水平相比，目前估值高于 05、06 及 08 年同期水平。与全部 A 股的 PE 比值为 1.24，仅低于 03、04 年比值水平。

图 2、家电行业历年 PE 行业 PE/A 股 PE 低于 03、04 年比值水平



数据来源：WIND，第一创业研究所



1.2、第四季度业绩同比增速将趋缓

从单季度收入增长情况来看,全行业在 08Q4-09Q2 同比负增长,从 09Q3 开始恢复正增长,基数因素将使第四季度收入增速出现趋缓。

表 1、行业单季度收入同比增长情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	30.09	9.47	10.67	-12.2	-17.34	-2.75	19.86	44.65	54.63	45.39
白色家电	48.17	12.05	11.39	-6.73	-19.76	-6.71	18.91	46.66	58.74	54.06
冰箱	31.56	7.82	0.24	-28.87	-21.75	-3.78	29.15	99.49	73.2	79.13
空调	56.01	11.37	10.87	-6.33	-21.67	-7.71	20.1	43.93	58.03	48.85
洗衣机	-15.35	0.22	-7.31	7.53	0.35	-13.54	21.36	77.08	76.32	101.67
小家电	59.64	55.57	53.23	18.73	-1.11	3.52	-5.13	4.89	29.49	36.82
彩电	7.85	4.46	9.31	-18.34	-13.01	6.47	22.24	42.51	47.64	23.22

数据来源: WIND, 第一创业研究所

从环比来看,白色家电中冰箱和空调在第二季度达到收入峰值,洗衣机、彩电和小家电下半年是消费旺季,其中小家电表现相对平稳。

表 2、行业单季度收入环比增长情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	8.59	14.43	-16.34	-15.56	2.22	34.52	3.18	1.9	9.26	26.48
白色家电	33.23	25.17	-30.3	-19.76	14.54	45.16	-11.03	-1.04	23.95	40.88
冰箱	33	25.97	-31.97	-37.59	46.32	54.41	-8.69	-3.6	27.12	59.69
空调	40.69	26.76	-34.44	-19.88	17.65	49.4	-14.69	-3.98	29.13	40.73
洗衣机	19.96	9.45	-15.19	-3.43	11.95	-5.69	19.04	40.91	11.47	7.86
小家电	-17.66	11.19	27.06	2.07	-31.43	15.72	16.44	12.85	-17.45	22.27
彩电	-17.14	-3.78	14.03	-10.17	-11.74	17.85	30.92	4.72	-8.52	-1.64

数据来源: WIND, 第一创业研究所

全行业净利润在 09 年二季度得以恢复实现同比正增长,在 09 年第四季度同比增速达到峰值,除了行业运行情况良好以外,上年同期基数较低也是原因之一。而预计 2010 年,行业单季度同比增速将会呈现逐步趋缓的态势。

表 3、行业单季度净利润同比增长情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	103.8	41.83	8.01	-201.22	-26.96	57.85	80.25	365.55	94.64	28.97
白色家电	70.69	59.07	15.32	-37.54	-4.12	36.01	93.77	358.53	108	26.92
冰箱	-19.02	56.25	-309.16	4.14	-221.94	72.58	737.43	140.62	752.77	47.57
空调	75.75	56.76	28	-1.08	-0.67	32.3	84.29	124.26	96.49	22.73
洗衣机	78.72	35.13	-57.7	-125.17	42.97	32.93	71.09	449.03	64.4	111.35
小家电	90.46	104.83	73.41	-34.67	11.86	36.72	4.25	121.19	29.92	11.96
彩电	217.25	-428.25	-18.86	-534.79	-69.12	235.49	8.02	150.52	19.11	45.53

数据来源: WIND, 第一创业研究所



表 4、行业单季度净利润环比增长情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	60.48	16.2	-27.94	-173.59	218.94	146.89	-17.51	8.42	-12.15	63.59
白色家电	60.31	92.96	-43.77	-63.32	141.84	169.01	-19.59	-13.21	10.81	64.14
冰箱	111.58	358.51	-123.25	-676.11	85.26	1108.21	-14.11	-50.54	55.16	127.92
空调	31	98.87	-46.49	-29.04	31.54	165.81	-25.46	-13.66	14.69	66.04
洗衣机	-56.72	-12.04	11.66	-159.22	345.81	-18.22	43.72	20.81	15.78	5.13
小家电	-33.32	33.33	39.82	-47.44	14.17	56.38	6.61	11.51	-31.78	34.77
彩电	70.37	-126.84	239.49	-781.54	112.1	19.23	11.21	218.76	-72.65	45.67

数据来源: WIND, 第一创业研究所

表 5、行业单季度毛利率情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	18.59	19.15	17.72	20.1	20.72	22.42	21.3	20.57	18.72	17.93
白色家电	19.86	20.62	19.1	22.56	23.11	25.28	24.76	23.36	20.95	19.59
冰箱	15.15	18.1	15.87	14.11	18.64	20.15	21.29	21.51	16.38	18.13
空调	19.87	20.61	18.71	22.27	22.82	25.51	24.63	22.38	21.13	18.91
洗衣机	26.04	20.46	18.69	26.81	25.26	29.57	30.52	30.25	21.7	20.16
小家电	28.07	27.79	27.03	30.9	32.9	33.25	30.72	30.91	29.39	32.76
彩电	16.51	15.98	16.02	17.33	16.97	16.8	16.73	17.3	15	14.11

数据来源: WIND, 第一创业研究所

表 6、行业单季度销售净利率情况

单位: %	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
家用电器	3.15	3.1	2.57	-1.83	2.62	5.03	3.99	4.35	3.54	4.26
白色家电	3.12	4.95	3.83	1.61	3.63	6.88	5.91	5.47	4.91	5.6
冰箱	1.08	2.71	-0.76	-9.61	-0.79	4.91	4.34	2.5	2.89	4.06
空调	3.18	5.18	4.05	3.05	3.9	7.01	5.81	5.52	5.03	5.73
洗衣机	5.14	4.08	5.19	-4.72	6.49	6.36	7.66	6.34	6.85	6.67
小家电	6.35	8.21	8.33	5.09	7.22	9.77	9	9.59	6.66	7.75
彩电	3.21	-1	0.87	-6.1	1.01	1.39	1.45	2.97	1.23	1.06

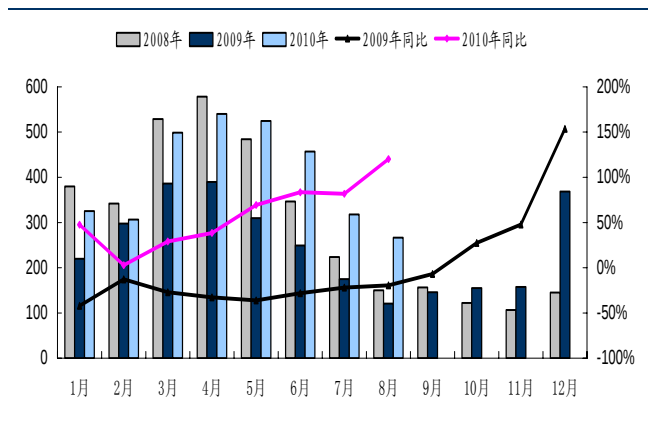
数据来源: WIND, 第一创业研究所

1.3、8 月空调内外销情况良好 变频占比继续提高

8 月份空调出口 266.4 万台, 同比增长 120.17%, 同比增长情况良好, 主要受到高温天气的影响, 同时经历了 2010 年冷年的炎热夏季, 各国空调渠道库存消耗迅速, 大部分的空调采购商积极补货, 另一方面, 亚洲以及拉美、非洲等部分国家经济增长较快, 消费积极, 空调市场也进入迅速的增长期; 8 月份出口量环比减少 16.25%, 渐入出口淡季。8 月份空调内销 472.2 万台, 同比增长 65.86%, 天气因素及渠道回补库存使内销环比增长了 2.5%。

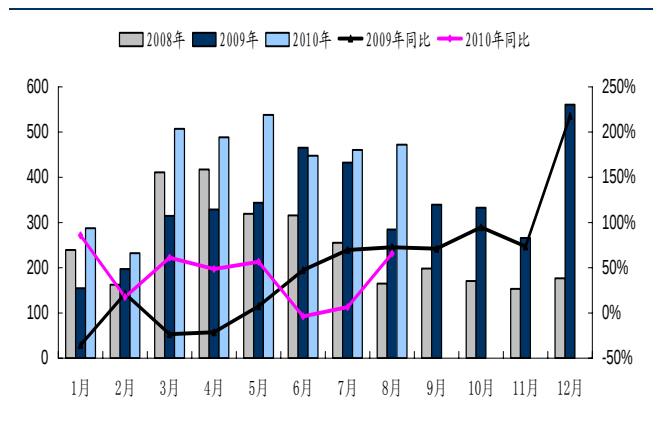


图 3、8 月份空调出口



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 4、8 月份空调内销



从产品结构来看，变频空调占比继续提高，到 7 月份占比达到了 25.19%，同比增长了 178.29%。

表 7、2010 年 7 月空调国内市场产品结构

产品类别	当月			累计		
	结构比例	同比	均价	结构比例	同比	均价
变频	25.15%	178.25%	3488	25.32%	129.65%	3565
定频	74.85%	2.98%	2590	74.68%	9.18%	2607

数据来源：产业在线，第一创业研究所

1.4、四季度面板价格压力犹存

液晶面板在第三季度因为供给过剩和下游的存货调整而持续下降，十月份面板价格继续下跌，从 26 寸到 46 寸面板价格走势仍然下跌，预计四季度面板价格压力犹存，但相对第三季度会有所缓解。

采用 LED 背光模块的面板价格下跌幅度更为明显，在经历了 2010 年第二季度供给吃紧之后，为符合面板厂商的生产需要 LED 背光模块的产能提高，预计后期仍有一个下跌的过程。

而上游面板价格的持续下跌，为下游电视厂商的成本控制带来一定的不确定性，前期的库存产品面临价格下调，一定程度影响盈利水平。



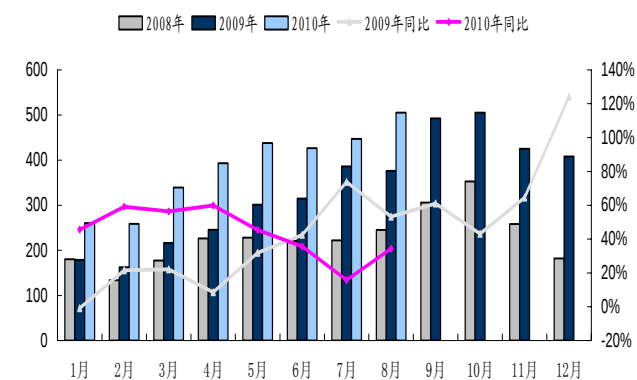
表 8、面板价格

Size	9. 2	10. 5	Change	Growth
26" TN	\$124	\$122	-\$2	-2%
	\$119	\$117	-\$2	-2%
	\$116	\$114	-\$2	-2%
32"	\$171	\$165	-\$6	-4%
	\$169	\$163	-\$6	-4%
	\$166	\$160	-\$6	-4%
37"	\$221	\$219	-\$2	-1%
	\$216	\$214	-\$2	-1%
	\$211	\$209	-\$2	-1%
40-42"	\$293	\$285	-\$8	-3%
	\$283	\$275	-\$8	-3%
	\$270	\$262	-\$8	-3%
40-42" LED	\$435	\$415	-\$20	-5%
	\$420	\$400	-\$20	-5%
	\$395	\$372	-\$23	-6%
46"	\$388	\$378	-\$10	-3%
	\$383	\$375	-\$8	-2%
	\$375	\$367	-\$8	-2%

数据来源：DISPLAYSEARCH，第一创业研究所

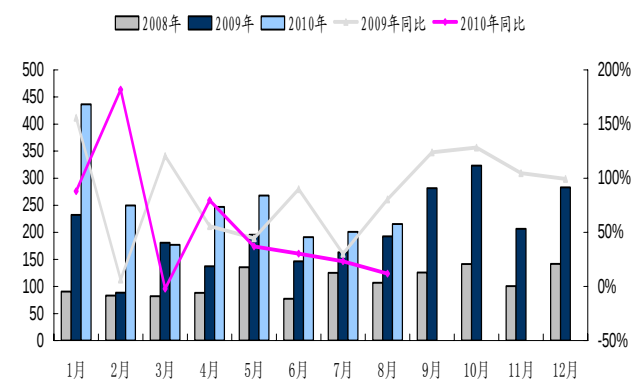
8 月份 LCD 电视内销 215.4 万台，同比增长 12%；出口 505.4 万台，同比增长 34%，增长幅度低于预期。

图 5、8 月份 LCD 电视出口



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 6、8 月份 LCD 电视内销





1.5、洗衣机 8 月份继续维持平稳增长

8 月份洗衣机出口 137 万台，同比增长 21.09%，环比减少 7.86%；内销 299 万台，同比增长 35.71%，环比增长 34.93%。

图 7、8 月份洗衣机出口

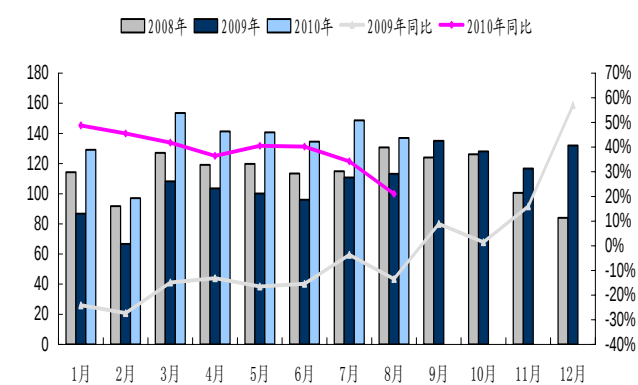
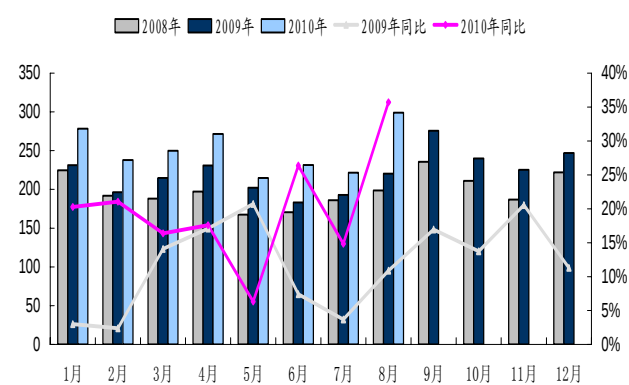


图 8、8 月份洗衣机内销



数据来源：产业在线，第一创业研究所

8 月份滚筒洗衣机出口 55.96 万台，同比增长 52.50%，继续维持较大增幅；内销 36.1 万台，同比增长 37.9%，环比增长 43.8%。

图 9、8 月份滚筒洗衣机出口

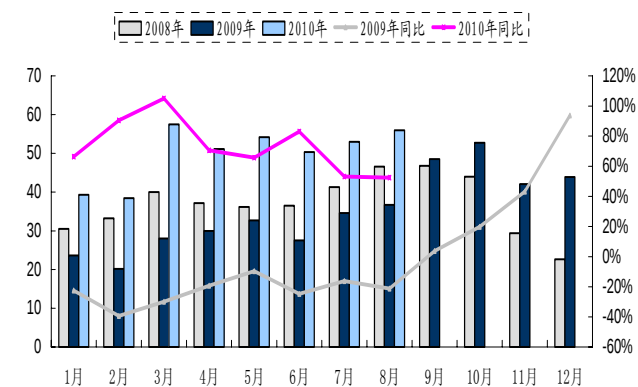
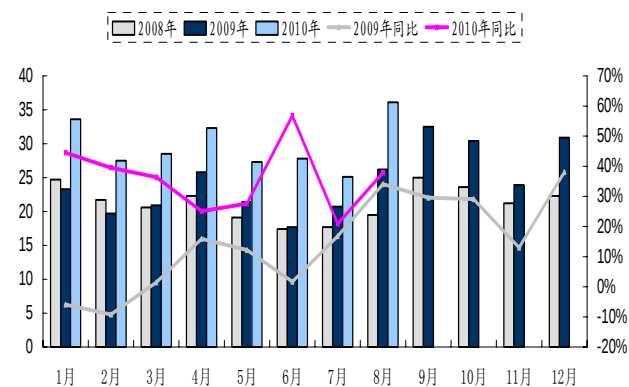


图 10、8 月份滚筒洗衣机内销



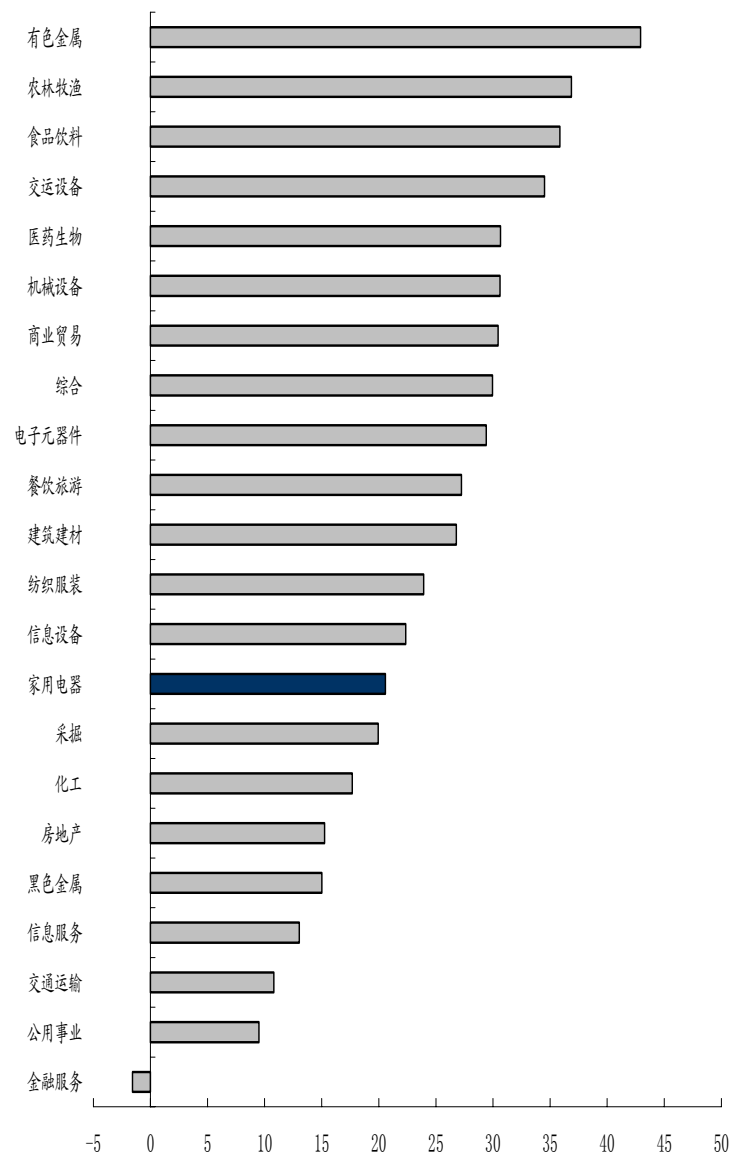
数据来源：产业在线，第一创业研究所



2、行业指数与重点上市公司市场表现

第三季度家电行业总体涨幅为 20.58%，沪深 300 指数涨幅为 14.53%，家电行业整体表现好于沪深 300 指数。

图 11、第三季度重点关注股票分行业流通市值加权平均涨跌幅

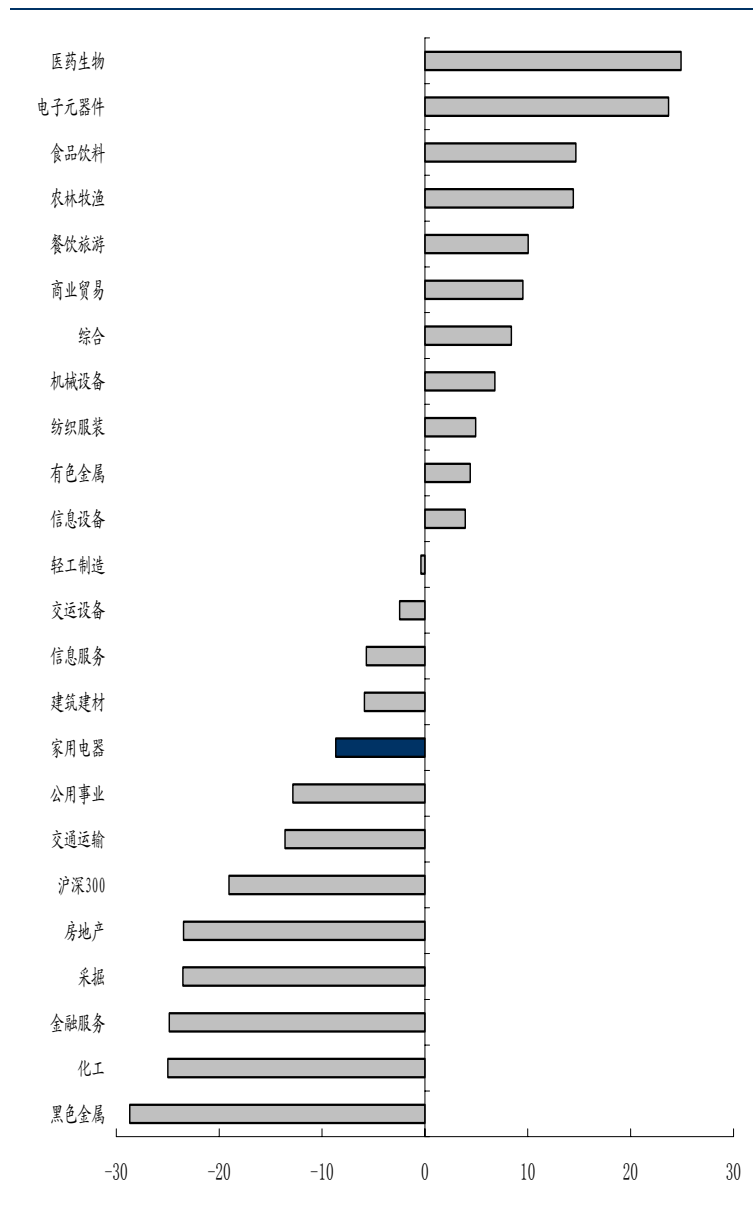


数据来源：WIND，第一创业研究所

前三季度家电行业总体涨幅为-8.67%，沪深 300 指数涨幅为-19.04%，家电行业整体表现好于沪深 300 指数。



图 12、前三季度重点关注股票分行业流通市值加权平均涨跌幅



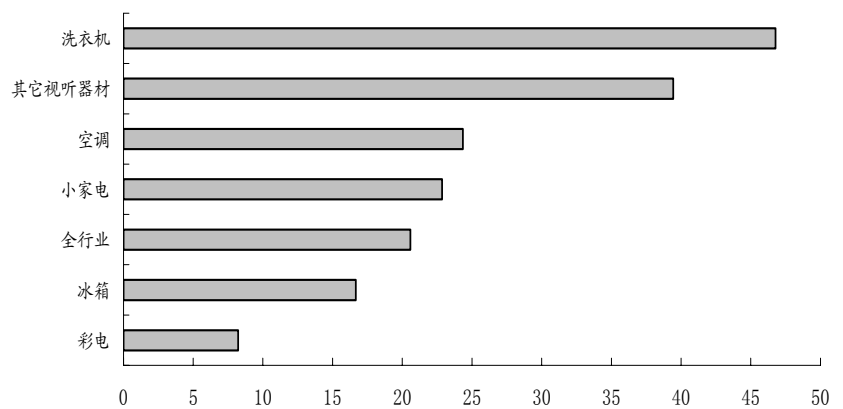
数据来源：WIND，第一创业研究所

家用电器全行业第三季度涨幅为 20.58%，具体到各子行业，洗衣机涨幅最大为 46.78%；其次为视听器材(电视除外)和空调，涨幅分别为 39.44%、24.35%。小家电、冰箱及彩电涨幅分别为 22.86%、16.67%、8.22%。

前三季度全行业涨跌幅为-8.67%，子行业中，视听器材（电视除外）涨幅最大为 26.6%；其次为洗衣机和小家电，涨幅分别为 15.94%、15.8%。冰箱、空调及彩电涨幅分别为-3.68%、-11.16%、-15.64%。

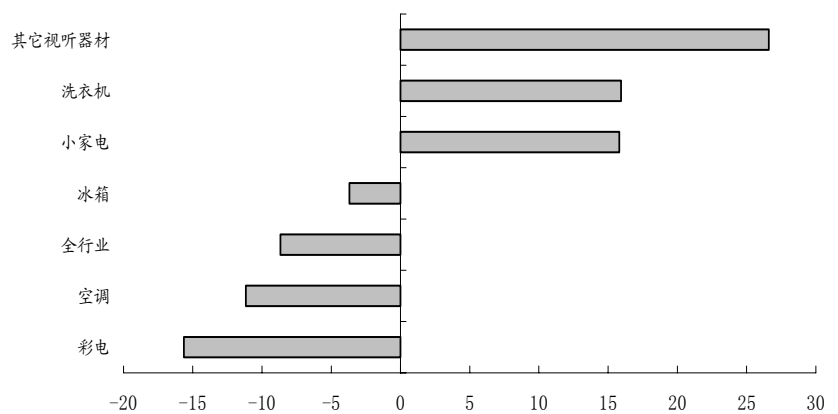


图 13、第三季度家电行业各子行业总市值加权平均涨跌幅



数据来源：WIND，第一创业研究所

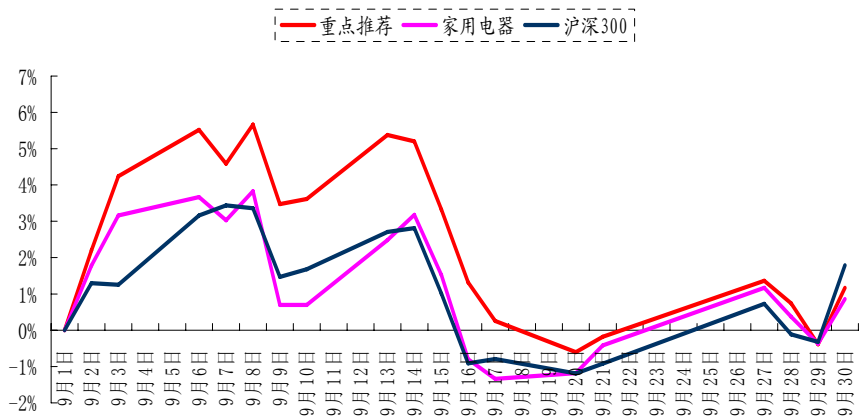
图 14、前三季度家电行业各子行业总市值加权平均涨跌幅



数据来源：WIND，第一创业研究所

9 月份行业月报中我们推荐的投资组合市场表现好于行业及沪深 300 指数。

图 15、9 月份重点推荐股票市场表现



数据来源：WIND，第一创业研究所



表 9、重点推荐股票本月表现

证券代码	公司简称	权重	收盘价 元/股	涨跌幅 %	本月最高 元/股	本月最低 元/股	换手率 %
000651	格力电器	20%	14.18	-6.65	15.65	13.63	17.81
600983	合肥三洋	20%	19.75	-4.22	21.47	19.05	85.41
000527	美的电器	20%	15.30	1.26	16.11	14.01	13.88
002032	苏泊尔	20%	22.49	11.34	23.78	19.43	6.21
600060	海信电器	20%	12.22	-5.78	13.47	12.01	30.04

数据来源：WIND，第一创业研究所

3、投资策略

从行业的估值来看，截至 9 月 30 日家电行业动态 PE 为 23 倍，在各行业中处于中等水平，其中空调为 18 倍，冰箱为 30 倍，洗衣机为 24 倍，小家电和彩电估值为 34 倍。从行业历史估值水平来看，目前与全部 A 股的 PE 比值为 1.24，低于 2001 年以来 2003、2004 年水平，行业估值相对市场整体来说并没有出现明显低估。而从单季度业绩增长情况来看，家电行业在 08 年第四季度到 09 年第二季度收入同比负增长，之后逐步恢复正增长，我们预计，第四季度收入增速将出现趋缓。因此，行业整体性的投资机会比较少，超越大盘的可能性并不高，而投资机会重点在于个股，个股方面，我们的投资建议是选择业绩稳定增长确定性较高并可能超越预期、估值合理的公司，推荐投资组合为：格力电器、美的电器、海信电器、合肥三洋。

表 10、重点关注公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	股价(元)		EPS			PE		
		2010-9-30	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000651	格力电器	14.18	1.55	1.26	1.47	9.1	11.3	9.6	
000527	美的电器	15.30	0.90	0.95	1.20	17.0	16.1	12.8	
600690	青岛海尔	23.51	0.86	1.29	1.69	27.3	18.2	13.9	
600060	海信电器	12.22	0.86	0.75	1.00	14.2	16.3	12.2	
600983	合肥三洋	19.75	0.62	0.93	1.30	31.9	21.2	15.2	
002032	苏泊尔	22.49	0.70	0.73	0.91	32.1	30.8	24.7	
000016	深康佳A	5.85	0.13	0.12	0.16	45.0	48.8	36.6	
000418	小天鹅A	20.05	0.41	0.74	0.95	48.9	27.1	21.1	

数据来源：公司公告，第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120