

增 持 维持

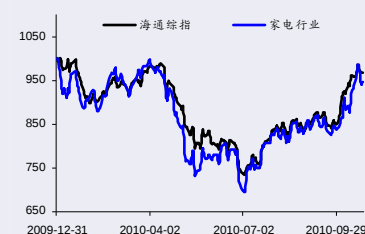
收入高速增长，净利润率不降反升

2010 年 11 月 3 日

重点公司评级

格力电器	000651	买入
美的电器	000527	买入
青岛海尔	600690	买入
九阳股份	002242	买入
美菱电器	000521	买入
小天鹅 A	000418	增持
合肥三洋	600983	增持
苏泊尔	002032	增持
爱仕达	002403	中性
圣莱达	002473	中性

市场表现



相关研究

家电行业分析师
SAC 执业证书编号: S0850210050002
陈子仪
电话: 021-23219244
Email: chenzy@htsec.com

联系人
孔维娜
电话: 021-23219223
Email: kongwn@htsec.com

我们对 20 家家电 A 股公司 2010 年前三季报做了概括性分析。2010 年一、二、三季度行业营业收入增幅分别为 47.38%、33.66%和 33.66%，归属于母公司股东的净利润增幅分别为 87.59%、22.01%和 56.32%。在价格竞争相对激烈、原材料成本大幅上涨的情况下，净利润率同比不降反升。预计四季度在去年高基数压力下增速将会放缓，但我们判断，行业景气有望持续至政策退出。

- 2010 前三季度营业收入同比增长 37.28%，一、二、三季度分别同比增长 47.38%、33.66%，和 33.66%，连续三季度保持强劲增长。其中，白电板块前三季度收入增长 44.91%（剔除小天鹅），一、二、三季度分别同比增长 45.87%、38.67%，和 51.39%，超出市场预期；小家电板块前三季度收入增长 34.60%，一、二、三季度分别同比增长 29.49%、36.82%，和 36.51%，基本符合预期；黑电板块今年表现较为逊色，前三季度营业收入同比增长 25.32%，一、二、三季度分别增长 52.29%、23.09%，和 9.79%，低于市场预期。
- 2010 前三季度综合毛利率为 18.79%，较去年同期下降 3.88 个百分点。其中白电毛利率 20.23%，同比下降 5.13 个百分点；小家电毛利率 30.09%，同比下降 2 个百分点；黑电行业毛利率 14.50%，同比下降 2.58 个百分点。若将计入营业外收入的节能补贴还原成营业收入，则行业整体、白电板块的毛利率分别同比下滑 2.63、3.17 个百分点至 20.03%、22.18%。
- 2010 年前三季度销售与管理费用占收入比重同比下降 2.12 个百分点至 15.61%，白电、小家电、黑电板块营管费用率分别同比下滑 2.68、1.60、1.52 个百分点至 16.40%、19.95%、13.53%。营管费用率的下降反映了收入快速增长对费用节约的积极意义。另外，财务费用占比也进一步下降。
- 2010 年前三季度归属于母公司的净利润率（3.51%）同比提高 0.22 个百分点；其中白电板块净利润率（4.57%）同比提升 0.13 个百分点；小家电板块净利润率（8.28%）同比提升 0.73 个百分点；黑电板块净利润率（0.87%）同比下降 0.01 个百分点。
- 2010 年前三季度归属于母公司的净利润分别同比增加了 46.51%，其中白电增长 49.12%，小家电增长 47.69%，黑电增长 23.82%。剔除掉投资性净收益的归属于母公司的净利润同比下滑 19.30%，主要是受政策影响大量空调节能补贴计入营业外收入所致。
- 2010 年一、二、三季度归属于母公司的净利润分别同比增长 87.59%、22.01%、56.32%。其中，白电分别同比增长 101.80%、24.27%、57.18%；小家电分别同比增长 29.92%、11.96%、91.17%；黑电分别同比增长 68.36%、9.14%、12.91%。
- **重点推荐。**受国内政策刺激以及出口明显复苏的拉动，去年下半年以来家电行业一直维持较高的行业景气度。市场一直担心政策刺激会透支未来消费，高速增长难以为继，但我们判断，行业景气有望持续至政策退出。我们认同今年高比例的增长并非常态，但目前的现状是，农村冰洗空普及率仍然很低，城镇更新需求并未完全释放，政策的实施虽然加速了这一进程，但无论是普及还是更新，这一过程都不会一蹴而就，短期内不存在严重透支未来需求的担忧。我们相信，在政策退出前，家电行业内销仍可维持两位数增长，龙头企业可获得高于行业的增速。今年海外渠道完成库存回补后，出口增速将回复平稳增长，不排除龙头企业海外市场开拓超预期的可能。目前家电行业 A 股静态 PE、PS 和 PB 分别为 29.8 倍、0.8 倍和 3.6 倍，整体估值无论相对于历史还是相对于大盘均处于相对合理范畴内。四季度我们推荐关注业绩超预期、有望持续稳定增长、估值偏低的白电龙头企业，以及业绩明显改善估值相对较低的九阳股份。

1. 2010 年三季度家电行业运行态势良好，行业景气度较高

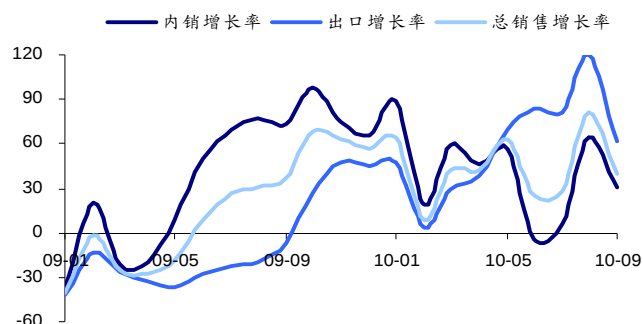
图 1-4 为主要大家电产品今年以来的行业走势情况。受节能惠民政策刺激及三季度大范围高温的影响，今年家用空调内销表现优异，1-9 月销量同比增长 34.91%；出口也表现出持续高速增长，前 9 个月出口量同比增长 51.34%；在内外销两旺的情况下，今年 1-9 月家用空调总销量同比增长 42.20%。其中三季度，家用空调总销量增长 46.27%，内销、出口分别同比增长 29.88%和 85.70%。

今年冰箱销量在去年高基数的情况下保持了快速增长。1-9 月冰箱销售总体增长 24.21%，内销同比增长 31.29%，出口增长 7.87%。其中，三季度冰箱销售总体增速为 15.2%，内销和出口分别同比增长 21.02%、2.78%。

前三季度，洗衣机销量总体增长 24.71%，内、外销分别同比增长 20.52%和 33.58%。三季度销售总体增速为 23.27%，内销和出口增速为 24.64%、20.63%。

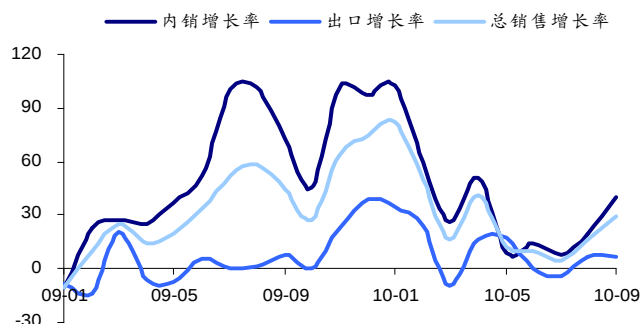
2010 年 1-9 月，彩电销售总量同比增长 22.12%，其中 LCD 销量增长 37.79%，CRT 销量下滑 14.06%，PDP 销量下滑 3.75%。其中，内销总量同比增长 12.94%，LCD、CRT、PDP 分别同比增长 44.12%、-49.95%、-3.31%；出口总量同比增长 28.15%，LCD、CRT、PDP 分别同比增长 33.96%、14.51%、-29.23%。

图 1 2009 年至今家用空调内外销同比月增速 (%)



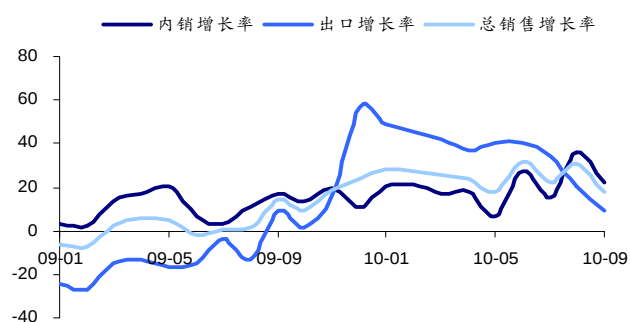
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 2 2009 年至今冰箱内外销同比月增速 (%)



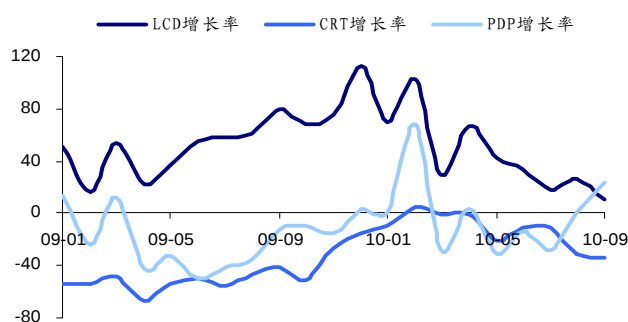
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 3 2009 年至今洗衣机内外销同比月增速 (%)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 4 2009 年至今彩电同比月增速 (%)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

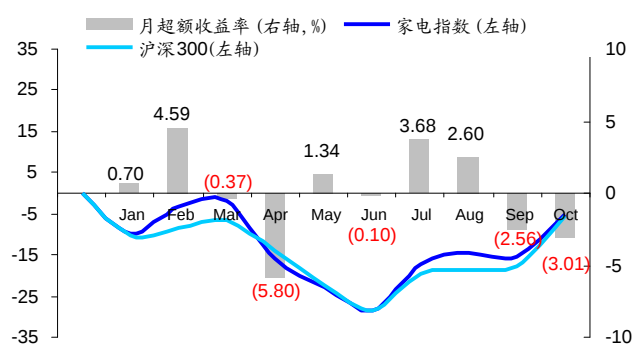
2. 海通家电指数与沪深 300 走势比较

本部分我们比较了 2010 年以来海通家电系列指数与沪深 300 指数的走势并且计算了超额收益（参见图 5-8）。总体而言，今年 1-10 月家电板块累计收益基本同步大盘；进一步细分来看，白电、小家电板块跑赢大盘 7 个点，黑电一直落后大盘涨幅，前 10 个月累计跑输 16 个点。

2010 年 4 月，国家出台严厉的地产调控政策，引发市场对家电需求下降的悲观预期，家电股跟随地产股大幅下挫，当月家电板块跑输大盘 5.8 个百分点，其中白电板块跌幅最深，跑输大盘 8.5 个百分点，小家电由于受地产影响较小，当月相对大盘有不错的超额收益。

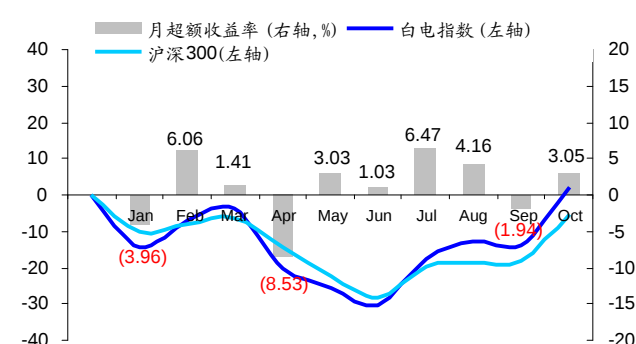
5、6 月份，超跌后估值略有修复，但行业进一步上涨缺乏刺激因素，初夏较低的气温引发市场对凉夏的担忧，家电板块没有突出表现。7、8 月份，全国乃至全球大范围地区持续高温，空调内外销两旺，另外市场预期半年报业绩情况较好，家电板块尤其是白电板块明显跑赢大盘。进入 10 月，受三大白电龙头三季报业绩超预期的刺激，股价随业绩提升上涨。

图 5 2010 至今家电指数与沪深 300 指数走势对比



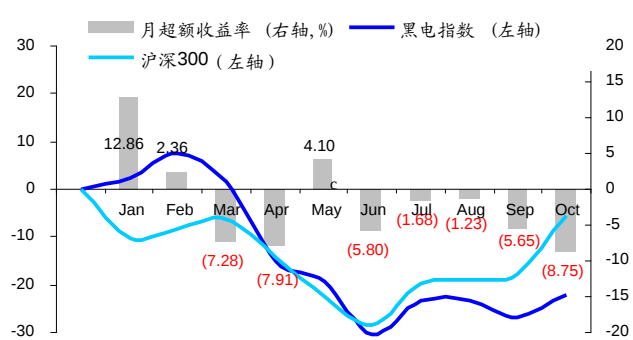
资料来源：wind，海通证券研究所

图 6 2010 至今白电指数与沪深 300 指数走势对比



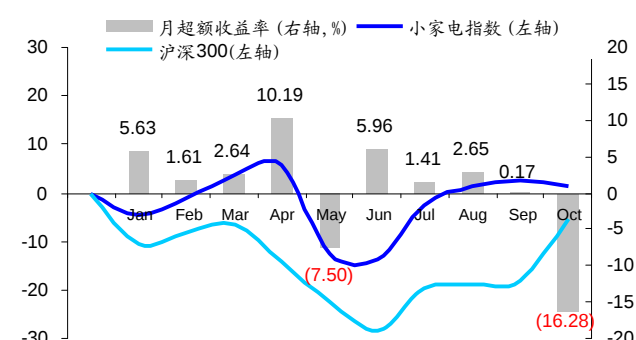
资料来源：wind，海通证券研究所

图 7 2010 年至今黑电指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：wind，海通证券研究所

图 8 2010 年至今小家电指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：wind，海通证券研究所

3. 维持行业“增持”评级，行业景气有望持续至政策退出

受家电下乡、节能惠民、以旧换新的政策刺激，以及出口明显复苏的拉动，去年下半年以来家电行业一直维持较高的景气度。虽然市场一直担心政策刺激会透支未来消费，高速增长难以为继，但我们判断，行业景气有望持续至政策退出。

此前，市场担心去年的政策刺激透支了今年的需求，担心上半年的空调节能惠民政策透支了下半年的空调需求，担心去年下半年的高基数影响今年下半年的行业增速，实际的结果是 2010 年前三季度行业公司数据不断超出市场预期。

我们认为，今年这么高比例的增长并非常态，但目前的现状是，农村冰洗空普及率仍然很低，城镇更新需求并未完全释放，政策的实施虽然加速了这一进程，但无论是普及还是更新，这一过程都不会一蹴而就，短期内不存在严重透支未来需求的担忧。我们相信，在政策退出前，家电行业内销仍可维持两位数增长，龙头企业可获得高于行业的增速。今年海外渠道完成库存回补后，出口增速将回复平稳增长，不排除龙头企业海外市场开拓超预期的可能。

前面我们更多地讨论了家电板块 2010 年股价表现的短期波动，以及影响这种波动的主要因素。从中长期来看，我们相信各细分子行业的龙头企业将充分受益农村消费启动、城镇化进程、消费升级、行业集中度提升以及海外市场的开拓，有望实现长期稳定增长。

3.1 板块估值合理，建议关注业绩不断超预期、有望持续稳定增长、估值偏低的白电龙头以及业绩改善明显的九阳股份

表 1 海通家电行业重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（20101102 更新）

代码	简称	收盘价 20101102 (元)	总股本 (百万 股)	总市值 (亿元)	营业收入 4Q09- 3Q10(亿 元)	归母公 司权 益 3Q10 (亿元)	EPS			PE			PS	PB
							2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
000651	格力电器	18.92	2817.89	521.31	562.58	119.71	1.03	1.37	1.60	18.30	13.85	11.80	0.93	4.35
000527	美的电器	17.79	3120.27	556.97	687.81	119.80	0.61	1.15	1.42	29.34	15.47	12.53	0.81	4.65
600690	青岛海尔	26.69	1338.52	368.76	518.33	72.93	0.86	1.49	1.77	31.08	17.91	15.08	0.71	5.06
002242	九阳股份	17.18	760.95	125.40	52.71	27.85	0.80	0.90	1.09	21.44	19.09	15.76	2.38	4.50
000521	美菱电器	11.65	413.64	48.98	91.23	15.03	0.73	0.90	0.94	16.00	12.94	12.39	0.54	3.26
000418	小天鹅 A	18.69	547.66	99.84	70.36	21.19	0.41	0.80	1.01	46.07	23.36	18.50	1.42	4.71
600983	合肥三洋	14.61	532.80	78.32	28.37	9.77	0.39	0.58	0.86	37.67	25.19	16.99	2.76	8.02
002032	苏泊尔	23.53	577.25	130.86	53.78	23.53	0.54	0.72	0.87	43.76	32.68	27.05	2.43	5.56
002403	爱仕达	16.77	240.00	40.39	20.35	15.22	0.35	0.30	0.45	48.01	55.90	37.27	1.99	2.65
002473	圣莱达	32.52	80.00	25.60	1.12	4.22	0.34	0.41	0.50	95.59	79.32	65.04	22.76	6.07
000921	ST 科龙	7.30	1354.05	98.58	162.78	3.93	0.11	0.44	0.49	65.81	16.59	14.90	0.61	25.06
600336	澳柯玛	8.68	341.04	29.64	34.51	5.39	0.15	0.20	0.35	57.05	43.40	24.80	0.86	5.50
600854	ST 春兰	6.50	519.46	33.04	10.83	18.81	0.03	0.15	0.27	245.41	43.33	24.07	3.05	1.76
600060	海信电器	14.07	866.65	124.54	206.99	52.91	0.57	0.73	0.92	24.47	19.27	15.29	0.60	2.35
000016	深康佳 A	5.69	1203.97	68.39	167.15	39.30	0.13	0.15	0.21	45.35	37.93	27.10	0.41	1.74
000100	TCL 集团	3.94	4238.11	168.25	498.36	100.26	0.11	0.15	0.18	35.53	26.27	21.89	0.34	1.68
600839	四川长虹	4.18	2847.32	119.87	390.30	96.65	0.04	0.06	0.09	102.77	69.67	46.44	0.31	1.24
002260	伊立浦	13.69	156.00	19.98	7.27	3.11	-0.25	0.15	0.26	-55.61	91.27	52.65	2.75	6.43
002035	华帝股份	11.15	223.30	22.55	16.17	4.01	0.24	0.42	0.50	46.36	26.55	22.30	1.39	5.62
002005	德豪润达	19.30	323.20	62.35	25.96	8.76	0.10	0.37	0.54	190.35	52.16	35.74	2.40	7.12
行业				2743.61	3606.97	762.37							0.76	3.60

资料来源：wind，海通证券研究所

表 1 是 20 家家电公司的市值以及静态相对估值指标情况，我们使用的是 2010 年 11 月 2 日的价格，2010 年 9 月 30 日的股东权益，以及 2009 年四季度+2010 年前三季度的营业收入和归属于母公司的净利润。

目前家电行业 A 股静态 PE、PS 和 PB 分别为 29.8 倍、0.8 倍和 3.6 倍，整体估值无论相对于历史还是相对于大盘均处于相对合理范畴内，我们推荐关注业绩不断超预期、有望持续稳定增长、估值偏低的白电龙头企业，以及业绩明显改善估值相对较低的九阳股份。

3.2 4 季度推荐品种：九阳股份、格力电器、美的电器、青岛海尔、美菱电器

表 2 海通家电行业重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（20101102 更新）

代码	简称	收盘价 20101102 (元)	6 个月 目标价 (元)	最新 评级	总股本 (百万 股)	总市值 (亿元)	营业收入 4Q09-3 Q10(亿 元)	归属母公 司权益 20101030 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PS	PB
									2010E	2011E	2010E	2011E		
000651	格力电器	18.92	25.00	买入	2817.89	521.31	562.58	119.71	1.37	1.60	13.85	11.80	0.93	4.35
000527	美的电器	17.79	23.00	买入	3120.27	556.97	687.81	119.80	1.15	1.42	15.47	12.53	0.81	4.65
600690	青岛海尔	26.69	32.00	买入	1338.52	368.76	518.33	72.93	1.49	1.77	17.91	15.08	0.71	5.06
002242	九阳股份	17.18	22.50	买入	760.95	125.40	52.71	27.85	0.90	1.09	19.09	15.76	2.38	4.50
000521	美菱电器	11.65	14.10	增持	413.64	48.98	91.23	15.03	0.90	0.94	12.94	12.39	0.54	3.26
000418	小天鹅 A	18.69	22.40	增持	547.66	99.84	70.36	21.19	0.80	1.01	23.36	18.50	1.42	4.71
600983	合肥三洋	14.61	17.20	增持	532.80	78.32	28.37	9.77	0.58	0.86	25.19	16.99	2.76	8.02
002032	苏泊尔	23.53	24.36	增持	577.25	130.86	53.78	23.53	0.72	0.87	32.68	27.05	2.43	5.56
002403	爱仕达	16.77	9.00	中性	240.00	40.39	20.35	15.22	0.30	0.45	55.90	37.27	1.99	2.65
002473	圣莱达	32.52	15.00	中性	80.00	25.60	1.12	4.22	0.41	0.50	79.32	65.04	22.76	6.07

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 列出了我们所覆盖的重点公司的动态 PE（2010、2011），PB（20100930）和 PS（4Q2009-3Q2010）等相对估值指标。我们认为大部分 2010 年 PE 在 25 倍以下 2011 年 PE 在 20 倍以下的公司都属于价值投资范围之内。

虽然九阳股份（002242）一季报让市场大失所望，前三季度收入、业绩增速在行业里也并不突出，但持续跟踪发现，公司经营情况及业绩逐季改善明显。全新豆浆机系列产品市场反应良好，销量占比高，有利于公司市场份额、均价及毛利率水平的稳定，在份额稳定的情况下公司得以分享行业较好的销量增速，重新步入增长轨道。在战略调整、资源向小电倾斜的情况下，行业高度景气的电压力煲有望持续快速增长。商用豆浆机经过多年摸索，开始步入正轨，公司成立了专门的营销队伍，今年上半年销量同比增长超过 5000%；新产品电饭煲近期全面上市，进入公司 2 万余个终端，凭借可观的网点数量以及较好的品牌美誉度有望快速进入行业前三。

我们维持公司 10-11 年 0.90、1.09 元的盈利预测。目前股价对应 10-11 年 19.1、15.8 倍市盈率，远低于苏泊尔及小家电板块平均估值水平。我们认为公司豆浆机市占率基本企稳，继续下滑的空间不大，可以分享行业较快的成长速度。公司拥有良好的品牌、渠道、技术优势，质地良好，可以通过外延式发展方式迅速切入高景气度的行业。我们看好公司短期业绩复苏和长期发展能力，维持“买入”评级，6 个月目标价 22.5 元。

格力电器（000651）的业绩预期和估值考虑了公司在家用空调市场突出的竞争优势、发力中央空调业务快速增长空间大、对上游产品的拓展有助稳定产品质量提升利润率水

平。公司三季报业绩超出市场预期，我们上调公司 2010 和 2011 年的盈利预测至 1.37 元和 1.60 元，对应的今明两年 13.9、11.8 倍 PE，公司估值优势明显，维持“买入”评级，目标价 25 元。

我们看好美的电器（000527）国内市场渠道整合对冰洗销售的快速拉动、中央空调未来两年的高速增长以及冰洗纳入海外营销渠道带来出口爆发式增长的可能。由于公司三季报业绩好于预期，各项业务增长势头强劲，我们上调公司 2010-2012 年的盈利预测至 1.15 元、1.42 元、1.69 元，未来三年业绩增速为 90.47%、22.87%、18.78%，成长性良好。昨日收盘价对应今明两年 15.5、12.5 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 23 元。

青岛海尔（600690）冰洗优势依然明显，高低端并举，我们看好公司卡萨帝品牌对高端市场的开拓；空调业务今年触底反弹，增长势头良好；凭借日日顺公司将充分受益三四级市场高速发展的成长盛宴。首期股权激励以来，我们与市场一起见证了公司系列积极变化，公司治理持续改善，二次股权激励方案的推出，凸显管理层对公司未来业绩增长以及股价上涨的信心；目前公司在代理费用率、少数股东权益等方面仍有较大改善空间；未来存在进一步资产整合的预期。我们再次上调公司 10-12 年盈利预测至 1.49 元、1.77 元、2.17 元的盈利预测，公司未来三年复合增长率达 30%，目前股价对应今明两年 17.9、15.1 倍 PE，公司增长确定性强，6 个月目标价 32 元，维持“买入”评级。

我们认为美的电器（000521）将受益未来几年冰箱行业较高的景气度，募投项目达产后将有效解决产能瓶颈、混线生产的问题，提高生产效率，提升高端占比，优化产品结构，为公司收入和利润的增长打开上升通道。居高不下的销售费用率有望随着合资营销公司改革的推进、战略降本工作的实施下降。我们预计公司 2010-12 年 EPS 为 0.90、0.94、1.28 元，对应 10、11 年 12.9、12.4 倍市盈率，我们给予 11 年 15 倍的目标价 14.1 元，给予“买入”评级。

4. 对家电行业 2010 年一、二、第三季度的行业分析

- 2010 年前三季度营业收入同比增长 37.28%（剔除小天鹅），一、二、三季度分别同比增长 47.38%、33.66%，和 33.66%，连续三季度保持强劲增长，其中：
 - 白电板块上市公司表现突出，超越行业平均水平，前三季度营业收入同比增长 44.91%（剔除小天鹅），一、二、三季度分别同比增长 45.87%、38.67%，和 51.39%，超出市场预期；
 - 小家电板块上市公司前三季度营业收入同比增长 34.60%，一、二、三季度分别同比增长 29.49%、36.82%，和 36.51%，基本符合预期；
 - 黑电板块上市公司今年表现较为逊色，前三季度营业收入同比增长 25.32%，一、二、三季度分别同比增长 52.29%、23.09%，和 9.79%，低于市场预期。
- 2010 前三季度综合毛利率为 18.79%，较去年同期下降 3.88 个百分点。其中，白电毛利率 20.23%，同比下降 5.13 个百分点；小家电毛利率 30.09%，同比下降 2 个百分点；黑电行业毛利率 14.50%，同比下降 2.58 个百分点。
- 受空调节能补贴政策以及部分企业自身渠道调整带来的影响，白电毛利率同比有明显下滑，比较意义不大。但总体而言，今年原材料成本上升，对上市公司毛利率造成了一定的压力。
- 2010 年前三季度销售与管理费用占收入比重同比下降 2.12 个百分点至 15.61%，白电、小家电、黑电板块管费用率分别同比下滑 2.68、1.60、1.52 个百分点至

16.40%、19.95%、13.53%。营管费用率的下降反映了收入快速增长对费用节约的积极意义。另外，财务费用占比也进一步下降。

- 2010 年前三季度归属于母公司的净利润率（3.51%）同比提高 0.22 个百分点；其中白电板块净利润率（4.57%）同比提升 0.13 个百分点；小家电板块净利润率（8.28%）同比提升 0.73 个百分点；黑电板块净利润率（0.87%）同比下降 0.01 个百分点。
- 2010 年前三季度归属于母公司的净利润分别同比增加了 46.51%，其中白电增长 49.12%，小家电增长 47.69%，黑电增长 23.82%。剔除掉投资性净收益的归属于母公司的净利润同比下滑 19.30%，主要是受政策影响大量空调节能补贴计入营业外收入所致。
- 2010 年一、二、三季度归属于母公司的净利润分别同比增长 87.59%、22.01%、56.32%。其中白电分别同比增长 101.80%、24.27%、57.18%；小家电分别同比增长 29.92%、11.96%、91.17%；黑电分别同比增长 68.36%、9.14%、12.91%。

4.1 2010 年前三季度营业收入同比增长 37.28%（剔除小天鹅），其中 2010 年一、二、三季度分别同比增长 47.38%、33.66%，和 33.66%，三季度在去年高基数的情况下仍然保持了强劲增长；2010 前三季度综合毛利率为 18.79%，较去年同期下降 3.88 个百分点；（毛利率-销售费用率）为 6.77%，较去年同期下降 2.35 个百分点

19 家家电上市公司（剔除小天鹅）2010 前三季度营业收入同比增长 37.28%，一、二、三季度分别同比增长 47.38%、33.66%，和 33.66%，连续三季度保持强劲增长。

其中，白电板块上市公司表现突出，超越行业平均水平，前三季度营业收入同比增长 44.91%（剔除小天鹅），一、二、三季度分别同比增长 45.87%、38.67%，和 51.39%，超出市场预期；

小家电板块上市公司前三季度营业收入同比增长 34.60%，一、二、三季度分别同比增长 29.49%、36.82%，和 36.51%，基本符合预期；

黑电板块上市公司今年表现较为逊色，前三季度营业收入同比增长 25.32%，一、二、三季度分别同比增长 52.29%、23.09%，和 9.79%，低于市场预期。

表 3 家电行业收入增长及毛利率情况（2007-3Q2010）

	收入同比增长（%）							毛利率（%）						
	2007	2008	2009	1-3Q10	1Q10	2Q10	3Q10	2007	2008	2009	1-3Q10	1Q10	2Q10	3Q10
家电行业	16.72	9.11	15.30	37.28	47.38	33.66	33.66	18.05	19.48	22.20	18.79	19.26	18.38	18.82
白电	36.84	10.82	14.44	44.91	45.87	38.67	51.39	18.49	20.31	24.73	20.23	21.12	19.22	20.63
小家电	68.75	45.72	13.55	34.60	29.49	36.82	36.51	26.62	28.53	31.66	30.09	29.39	32.76	28.28
黑电	-5.30	3.19	16.81	25.32	52.29	23.09	9.79	16.60	17.01	17.27	14.50	15.22	14.25	14.06

资料来源：wind，海通证券研究所

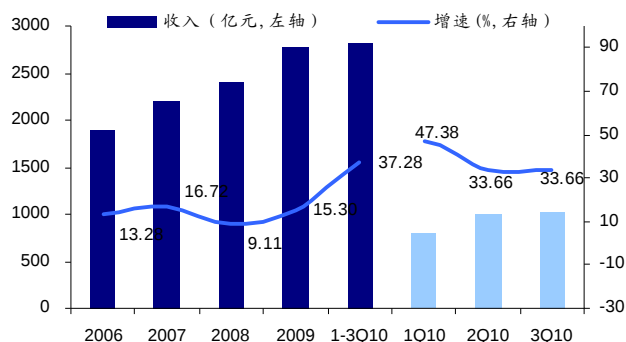
2010 前三季度行业综合毛利率为 18.79%，较去年同期下降 3.88 个百分点，若将计入营业外收入的节能补贴还原成营业收入，则毛利率为 20.03%，同比下滑 2.63 个百分点。

分子行业看，2010 前三季度白电毛利率 20.23%，同比下降 5.13 个百分点，若将

计入营业外收入的节能补贴还原成营业收入，则毛利率为 22.18%，同比下滑 3.17 个百分点；小家电毛利率 30.09%，同比下降 2 个百分点；黑电行业毛利率 14.50%，同比下降 2.58 个百分点。

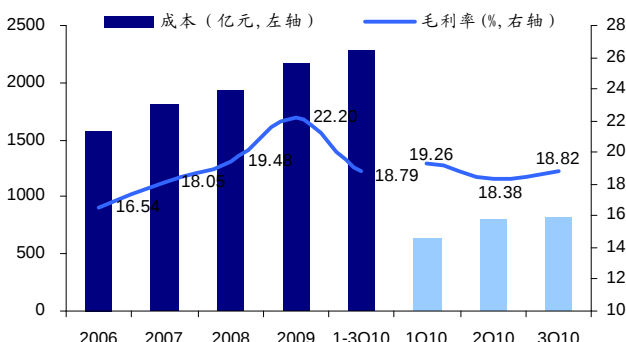
总体而言，今年行业价格竞争激烈，产品提价幅度有限，而原材料成本大幅上涨，对公司毛利率构成压力。另外，受空调节能补贴政策的影响，部分收入计入营业外收入，导致白电毛利率同比有明显下滑，也拖累了行业指标。

图 9 行业营业收入及增长 (2006-3Q2010)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 10 行业营业成本及毛利率 (2006-3Q2010)



资料来源: wind, 海通证券研究所

2010 年前三季度,许多公司财报均出现了毛利率、销售费用率同比明显下滑的情况,我们认为用 (毛利率-销售费用率) 指标能更准确的反应公司的盈利水平。

2010 前三季度行业整体 (毛利率-销售费用率) 指标为 6.77%,较去年同期下降 2.35 个百分点。若将节能补贴还原成营业收入,则 (毛利率-销售费用率) 为 8.20%,同比仅降低了 0.92 个百分点。在原材料成本大幅上涨的情况下,家电行业整体维持了较好的盈利水平。

白电 (毛利率-销售费用率) 7.36%,同比下降 3.12 个百分点,节能补贴还原成营业收入后, (毛利率-销售费用率) 为 9.63%,同比仅下滑了 0.85 个百分点。这一数据也印证了我们此前的观点,即便表面价格竞争激烈、成本大幅提升,但以目前行业的竞争格局而言,龙头企业拥有较强的议价能力及成本转嫁能力,有能力维持自身较好的利润率水平。

小家电 (毛利率-销售费用率) 15.88%,同比下降 1.52 个百分点;黑电 (毛利率-销售费用率) 4.37%,同比下降 1.46 个百分点。(毛利率-销售费用率) 下滑幅度小于毛利率降幅。

4.2 2010 年前三季度销售与管理费用占收入比重同比下降 2.12 个百分点至 15.61%,反映了收入快速增长对费用节约的积极意义;财务费用占比也进一步下降

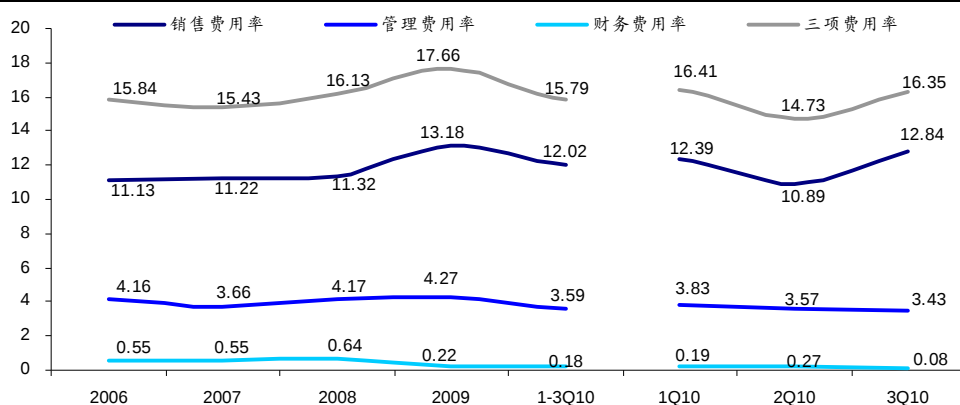
从三项费用来看 (参见图 11), 2010 年前三季度家电上市公司管理加销售费用占营业收入的比重为 15.61%,同比下降了 2.12 个百分点。从分季度数据看,一季度为 16.22%,二季度为 14.46%,三季度为 16.26%,分别同比降低了 1.62、3.07、1.57 个百分点,费用率下降趋势明显。

分子行业看,白电、小家电、黑电板块营管费用率分别同比降低了 2.68、1.60、1.52 个百分点至 16.40%、19.95%、13.53%。营管费用率的下降反映了收入快速增长对费用

节约的积极意义。

另外，财务费用占比也进一步下降，前三年季度同比下滑 0.08 个百分点至 0.18%。营管财三项费用率同比下降 2.19 个百分点至 15.79%。若将节能补贴还原成营业收入，则家电行业前三季度营管财三项费用率合计进一步降低至 15.55%，同比下降 2.43 个百分点。

图 11 行业三项费用占营业收入比重（2006-3Q2010）

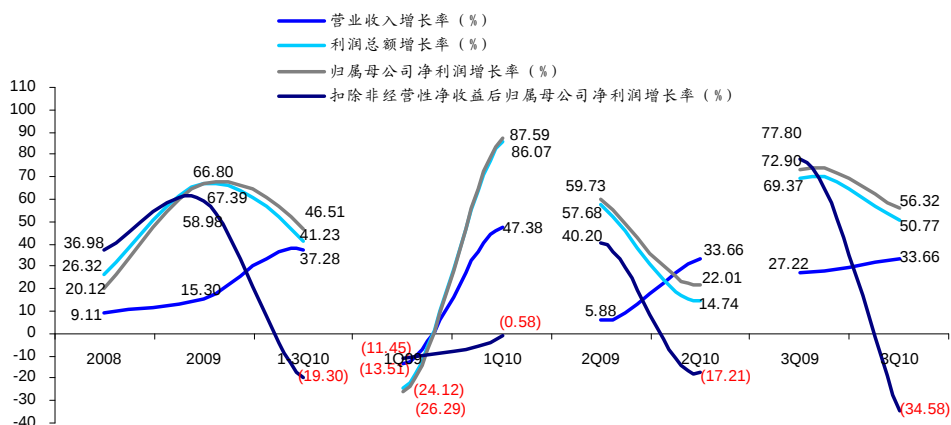


资料来源：wind，海通证券研究所

4.3 2010 年前三季度归属于母公司的净利润率（3.51%）同比提高 0.22 个百分点，剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（1.74%）同比降低了 1.22 个百分点。其中 2010 年一、二、三季度分别下降 0.75、1.48 和 1.29 个百分点

2010 年前三季度家电上市公司在收入增长 37.28% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 41.23% 和 46.51%（参见图 12）；剔除掉投资净收益之后，2010 年前三季度归属于母公司的净利润同比下滑 19.30%。剔除投资性净收益归属于母公司的净利润呈负增长，主要是营业外收入中包含了大量本应纳入营业收入的节能惠民补贴款。

图 12 家电 A 股营业收入、利润总额、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长率(2008-3Q10)



资料来源：wind，海通证券研究所

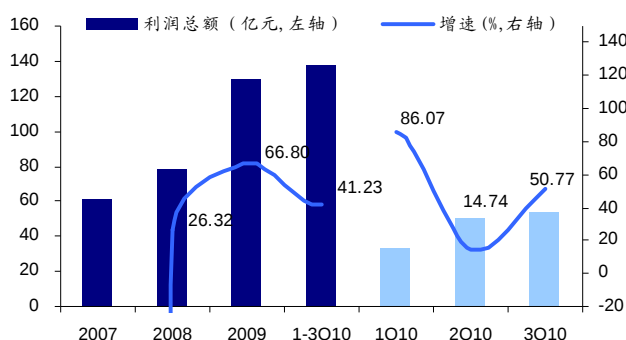
2010 年一季度家电上市公司实现营业收入**增长 47.38%**，**利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长 86.07%和 87.59%**，剔除掉投资净收益之后，归属于母公司的净利润增长率为-0.58%。

2010 年二季度家电上市公司实现营业收入**增长 33.66%**，**利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长 14.74%和 22.01%**，剔除掉投资净收益之后，归属于母公司的净利润增长率为-17.21%。

2010 年三季度家电上市公司实现营业收入**增长 33.66%**，**利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长 50.77%和 56.32%**，剔除掉投资净收益之后，归属于母公司的净利润增长率为-34.58%。

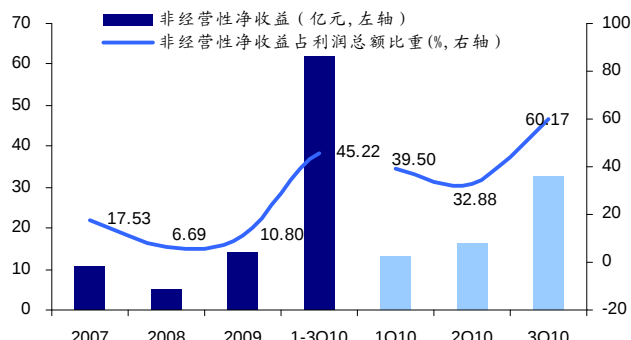
受金融危机及其后的政策拉动影响，去年行业走势前低后高，下半年基数压力较大，市场普遍预期今年下半年行业增速将明显回落。但三季度增速没有回落，维持了 2 季度 33.66%的高增长，尤其是白电板块上市公司表现抢眼，三季度收入增速不降反升，同比大幅增长 51.39%。

图 13 家电 A 股利润总额及增速 (2007-3Q2010)



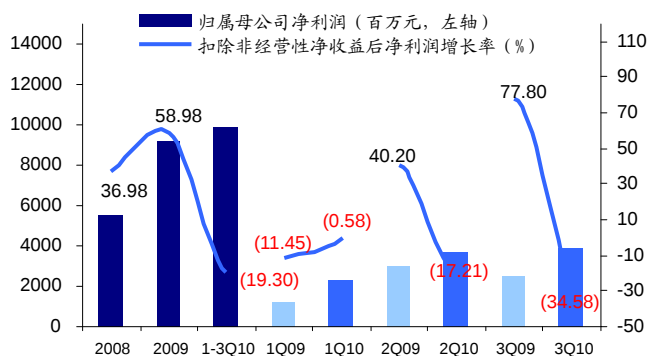
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 14 家电 A 股非经营性净收益占利润总额比重(2007-3Q10)



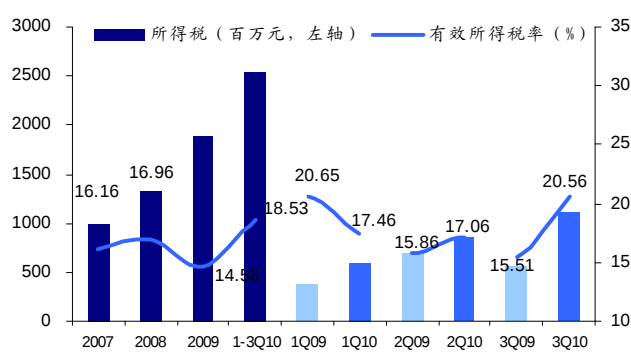
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 15 家电 A 股剔除非经营性净收益净利润增长(2007-3Q10)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 16 家电 A 股有效所得税率 (2006-3Q2010)



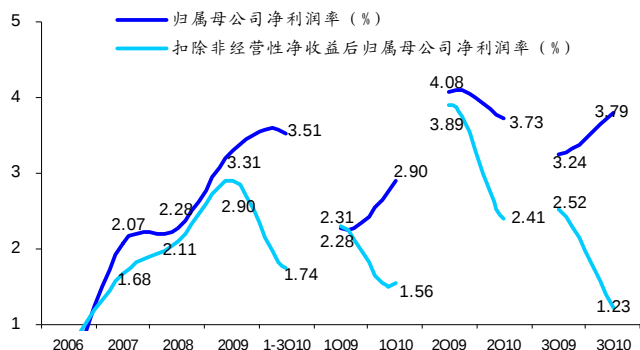
资料来源: wind, 海通证券研究所

从净利润率指标看，2010 年前三季度家电行业整体归属于母公司的净利润率为 3.51%（图 17），同比提升 0.22 个百分点；其中 2010 年一、二、三季度分别提升 0.62、降低 0.36、提升 0.55 个百分点。

受惠民补贴计入营业外收入影响，剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（1.74%）同比降低了 1.22 个百分点，其中 2010 年一、二、三季度分别降低 0.75、1.48

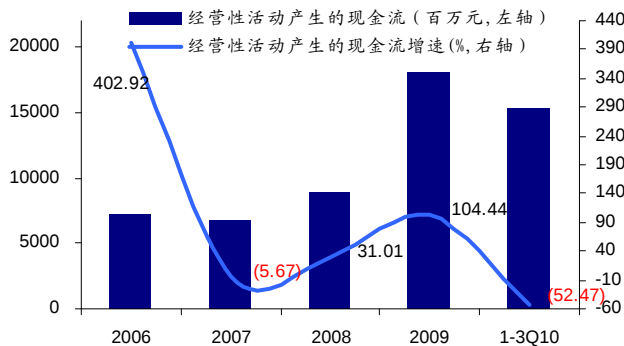
和 1.29 个百分点。预计 4 季度，随着补贴收入的大幅降低，剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率将明显回升。

图 17 家电 A 股归属母公司净利润率 (2006-3Q2010)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 18 家电 A 股经营性现金流及增长 (2006-3Q2010)



资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 对 10 年一、二、三季报的公司分析

- 政策刺激 (家电下乡、节能惠民、以旧换新) 以及出口拉动是 2010 年前三季度收入快速增长的主要动力
- 小家电企业受成本压力影响，毛利率有所下滑，但继续表现出了高毛利、高利润率的特征；白电企业毛利率下滑幅度明显；若还原补贴收入，龙头企业毛利率降幅缩窄，若从 (毛利率-销售费用率) 角度考虑，与去年同期基本持平。黑电企业今年受到外资降价的压力，利润率表现并不理想
- 收入快速增长下，三项费用率同比均有明显下滑
- 费用率的节约弥补了毛利率下滑的影响，行业净利润率同比提升 0.22 个百分点至 3.51%。
- 有 11 家公司 2010 年前三季度净利润率超过行业平均水平 (3.51%)，其中包括 5 家小家电公司和 6 家白电公司。黑电企业利润率继续低位徘徊。

5.1 受益于行业景气 2010 前三季度收入快速增长

从表 4 可以看到，在 20 家家电企业中，有 12 家公司 2010 年前三季度营业收入增长速度超过了行业平均水平 (37.28%)，增速最低的企业也实现了 17.57% 的增长。

增速超过 50% 的公司有 5 家，增速最高的两家公司小天鹅 (91.18%)、合肥三洋 (62.62%) 均为洗衣机企业，实现高速增长一方面源于行业景气，另一方面得益于渠道覆盖率的大幅提升。圣莱达 (62.58%) 受益于电热水壶较高的行业景气以及下游企业核心零部件采购国产化。美的电器 (60.31%) 的冰洗产品受益于渠道整合，渠道覆盖率快速提升使收入翻番增涨，上半年惠民政策刺激及三季度炎热的天气使得家用空调持续旺销。

其余增速超过行业平均 (37%) 但低于 50% 的公司有 7 家，其中白电公司 4 家，小家电公司 2 家，黑电公司 1 家。

表 4 2010 前三季度营业收入增长率超过平均水平及我们重点关注的公司营业收入及增长概况 (2007-3Q2010)

序号	代码	简称	营业收入（亿元）							同比增长（%）					
			2007	2008	2009	1-3Q10	1Q10	2Q10	3Q10	2008	2009	1-3Q10	1Q10	2Q10	3Q10
1	000418	小天鹅 A	50.01	42.93	43.75	55.79	16.62	19.72	19.44	(14.15)	1.92	91.18	70.63	112.42	91.47
2	600983	合肥三洋	6.35	10.83	20.22	21.17	7.65	6.46	7.06	70.60	86.73	62.62	90.12	74.68	33.33
3	002473	圣莱达	1.45	1.53	1.55	1.66			0.59	5.94	1.29	62.58			
4	000527	美的电器	332.97	453.13	472.78	571.60	155.41	234.84	181.35	36.09	4.34	60.31	76.12	46.07	68.60
5	002005	德豪润达	19.35	25.23	19.22	19.27	4.42	6.31	8.53	30.33	(23.81)	53.82	54.19	56.29	51.85
6	000651	格力电器	380.41	422.00	426.37	442.97	102.27	149.19	191.52	10.93	1.04	44.40	12.76	35.77	80.35
7	002032	苏泊尔	29.34	36.22	41.16	41.32	14.10	12.28	14.94	23.48	13.62	43.97	44.63	50.64	38.34
8	002403	爱仕达	14.75	17.38	15.90	14.83	4.89	4.96	4.98	17.80	(8.51)	42.86	55.32	42.70	32.56
9	600336	澳柯玛	16.40	20.17	26.38	28.40	7.71	10.30	10.39	22.97	30.82	40.09	46.77	35.33	40.25
10	600854	ST 春兰	19.75	9.41	8.33	9.01	0.86	3.12	5.04	(52.39)	(11.46)	38.49	(37.45)	45.76	67.95
11	000016	深康佳 A	121.69	122.05	132.59	124.82	42.67	36.73	45.41	0.30	8.63	38.29	63.40	43.45	17.84
12	000921	ST 科龙	88.22	86.35	93.62	143.78	28.16	67.01	48.61	(2.12)	8.41	37.72	56.75	34.26	33.08
行业			2205.60	2406.42	2774.51	2806.63	793.64	995.32	1017.67	9.11	15.30	37.28	47.38	33.66	33.66
13	600839	四川长虹	230.47	279.30	314.58	293.07	88.21	97.91	106.95	21.19	12.63	34.84	45.65	35.60	26.45
14	600690	青岛海尔	294.69	304.08	329.79	454.31	133.13	163.70	157.47	3.19	8.46	33.25	45.05	35.26	22.91
15	000521	美菱电器	39.05	43.36	63.24	68.98	19.53	26.23	23.23	11.04	45.86	31.56	57.55	21.79	25.52
16	002260	伊立浦	7.93	7.28	6.16	5.07	1.28	1.35	2.45	(8.24)	(15.37)	28.05	41.03	11.45	32.59
17	002035	华帝股份	13.11	14.13	13.86	11.83	3.44	4.23	4.17	7.81	(1.95)	24.26	76.15	15.95	6.21
18	002242	九阳股份	19.43	43.23	46.36	39.99	8.46	15.61	15.91	122.54	7.24	18.85	(12.15)	28.21	34.46
19	000100	TCL 集团	390.68	384.19	442.95	362.20	119.16	112.50	130.54	(1.66)	15.29	18.06	54.28	14.77	(0.75)
20	600060	海信电器	148.39	134.07	184.07	153.42	52.30	42.59	58.53	(9.65)	37.29	17.57	51.06	7.71	3.91

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.2 多方面因数导致毛利率同比下滑

11 家公司 2010 年前三季度综合毛利率超过行业平均水平 (18.79%)，全部为小家电及白电企业。毛利率超过 25% 的 6 家公司中 5 家为小家电企业，虽然受成本上涨压力影响，毛利率同比出现下滑，但总体而言继续表现出了小家电高毛利、高利润率的特征。

白电企业，尤其是空调龙头企业 2010 年前三季度毛利率下滑幅度明显；若将空调补贴还原至营业收入，龙头企业毛利率降幅缩窄，若从 (毛利率-销售费用率) 角度考虑，与去年同期基本持平。黑电企业今年受到外资降价的压力，利润率表现并不理想。

表 5 2010 前三季度上市公司综合毛利率概况 (2006-3Q2010)

序号	代码	简称	综合毛利率 (%)											
			2006	2007	2008	2009	1-3Q09	1-3Q10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10	3Q09	3Q10
1	002242	九阳股份	16.04	36.40	38.15	38.64	39.39	37.06	38.25	33.83	41.11	38.90	38.55	36.98
2	600983	合肥三洋	42.56	43.38	40.11	41.50	41.17	33.25	40.27	33.36	44.28	35.40	39.69	31.15
3	002035	华帝股份	28.39	29.81	33.00	34.34	34.26	33.10	29.91	32.60	34.61	34.31	36.10	32.29
4	002473	圣莱达	0.00	27.53	29.59	34.43	35.47	29.24					32.38	29.20
5	002032	苏泊尔	26.76	26.76	27.66	31.02	31.43	28.35	34.14	29.53	30.62	28.16	29.60	27.38
6	002403	爱仕达	25.64	25.10	26.40	30.86	31.82	27.90	33.92	29.33	33.48	27.60	28.53	26.79
7	600690	青岛海尔	16.08	19.01	23.13	26.43	28.56	24.90	27.71	27.75	28.75	24.82	28.97	22.58
8	000521	美菱电器	15.27	14.20	22.54	27.64	26.10	24.48	27.65	25.71	22.99	23.85	28.69	24.15
9	002005	德豪润达	12.79	16.55	13.79	21.33	19.00	22.88	17.63	22.09	20.35	33.38	18.73	15.51

10 000651	格力电器	18.26	18.13	19.74	24.73	25.46	20.66	24.38	21.83	26.46	13.31	25.26	25.50
11 600336	澳柯玛	15.83	19.64	19.49	24.30	24.80	18.88	22.69	18.75	25.25	19.92	25.83	17.94
	行业	16.54	18.05	19.48	17.40	22.66	18.79	22.22	19.26	23.48	18.38	22.18	18.82
12 000921	ST 科龙	17.49	16.48	15.31	18.83	23.29	17.50	22.56	13.33	24.90	18.01	21.46	19.21
13 002260	伊立浦	18.26	19.01	18.24	11.68	11.89	16.32	13.83	15.41	10.19	14.84	12.05	17.61
14 000527	美的电器	17.70	18.62	19.16	21.79	22.24	16.08	20.38	15.35	23.78	18.50	21.46	13.57
15 600060	海信电器	14.32	16.05	17.76	19.03	20.11	16.01	20.94	16.83	19.15	13.56	20.28	17.06
16 000016	深康佳 A	17.02	19.43	19.15	18.77	18.54	15.46	17.43	14.88	20.51	16.47	17.97	15.19
17 000418	小天鹅 A	20.47	19.92	18.58	23.38	22.87	15.39	19.07	16.34	23.72	15.17	25.74	14.80
18 600839	四川长虹	15.88	15.59	17.49	18.48	17.16	15.07	17.37	16.08	16.38	15.02	17.68	14.28
19 000100	TCL 集团	14.56	16.52	15.72	15.21	15.30	13.06	15.53	14.00	15.99	13.12	14.64	12.15
20 600854	ST 春兰	20.07	18.92	7.41	17.66	20.70	10.73	14.59	6.95	24.26	7.38	20.94	13.45

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.3 三项费用率降幅明显

有 9 家公司 2010 年前三季度销售费用和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平 (15.61%)。

表 6 2010 前三季度销售费用加管理费用占营业收入比重 (2006-3Q2010)

序号	代码	简称	销售费用/营业收入 (%)						管理费用/营业收入 (%)						(销售费用+管理费用)/营业收入 (%)					
			2006	2007	2008	2009	1-3Q09	1-3Q10	2006	2007	2008	2009	1-3Q09	1-3Q10	2006	2007	2008	2009	1-3Q09	1-3Q10
1	000418	小天鹅 A	13.1311	11.86	11.94	11.53	13.34	5.91	3.92	3.35	5.43	4.29	3.24	3.15	17.05	15.21	17.37	15.82	16.58	9.06
2	000527	美的电器	9.7671	9.81	10.18	12.12	12.30	9.13	3.30	3.15	3.81	3.51	2.91	2.75	13.06	12.96	13.99	15.63	15.22	11.88
3	600060	海信电器	10.377	11.68	12.76	13.64	14.43	10.34	1.91	1.96	2.34	1.99	2.23	1.88	12.29	13.64	15.10	15.63	16.66	12.22
4	600839	四川长虹	9.975	9.88	10.69	11.50	10.94	9.20	3.81	3.70	4.11	4.12	3.92	3.56	13.79	13.58	14.80	15.62	14.86	12.76
5	002260	伊立浦	3.4725	3.23	3.54	4.53	4.46	5.30	7.86	8.06	8.84	12.04	12.39	7.80	11.34	11.29	12.39	16.57	16.85	13.10
6	002473	圣莱达	0	1.34	1.44	2.10	1.82	2.22		6.87	10.04	11.68	13.08	11.03	0.00	8.21	11.48	13.78	14.90	13.25
7	600336	澳柯玛	9.1516	11.25	8.95	10.50	11.07	8.93	9.58	9.21	8.37	6.09	6.37	4.99	18.74	20.46	17.32	16.59	17.44	13.92
8	000100	TCL 集团	12.5797	10.48	9.45	8.78	9.52	10.17	5.75	5.23	4.70	4.46	4.42	4.07	18.33	15.71	14.16	13.25	13.94	14.24
9	000016	深康佳 A	12.0089	13.09	12.46	12.60	13.24	11.91	3.56	3.44	3.54	3.44	3.68	2.97	15.57	16.52	16.00	16.04	16.91	14.88
		行业	11.1301	11.22	11.32	13.18	13.55	12.02	4.16	3.66	4.17	4.27	3.70	3.59	15.29	14.88	15.49	17.45	17.24	15.61
10	000651	格力电器	11.1851	11.43	10.43	13.60	14.33	13.83	3.04	2.28	3.01	3.67	2.86	2.64	14.23	13.72	13.45	17.27	17.20	16.47
11	000921	ST 科龙	11.9175	12.66	12.52	13.40	16.66	14.10	5.24	3.53	3.90	3.48	3.19	2.50	17.16	16.19	16.43	16.88	19.86	16.60
12	002005	德豪润达	4.8351	4.66	5.29	7.32	6.94	9.65	7.19	7.87	7.10	8.38	8.61	8.22	12.03	12.53	12.39	15.70	15.55	17.87
13	002032	苏泊尔	12.1386	12.93	13.19	16.70	16.83	14.60	4.48	4.18	5.71	4.55	4.65	3.77	16.62	17.11	18.90	21.26	21.48	18.37
14	600690	青岛海尔	8.6038	11.89	13.40	15.11	16.32	14.72	3.92	4.03	5.56	6.42	6.93	5.69	12.52	15.92	18.96	21.53	23.25	20.41
15	002242	九阳股份	9.0137	9.76	16.09	16.09	13.88	14.64	2.55	5.53	5.56	7.05	7.79	6.44	11.56	15.29	21.66	23.14	21.67	21.08
16	002403	爱仕达	11.1217	12.29	13.10	16.61	15.94	16.58	4.10	4.48	4.25	5.49	5.74	4.86	15.23	16.77	17.35	22.10	21.68	21.44
17	600983	合肥三洋	23.7118	23.63	23.94	25.14	23.56	17.41	6.33	5.14	4.07	4.70	4.75	4.57	30.04	28.77	28.02	29.84	28.32	21.98
18	000521	美菱电器	9.5327	9.92	16.77	22.01	20.62	20.70	3.73	2.72	3.30	2.92	2.64	2.00	13.26	12.64	20.07	24.92	23.27	22.71
19	002035	华帝股份	19.0275	22.40	24.95	21.69	24.25	20.32	5.24	4.26	6.21	6.32	6.73	6.08	24.27	26.66	31.16	28.01	30.98	26.40
20	600854	ST 春兰	20.0033	26.95	20.28	23.57	25.56	31.29	4.40	5.66	14.36	16.18	15.56	9.07	24.41	32.61	34.64	39.76	41.12	40.36

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.4 归属于母公司的净利润率同比提升

费用率的节约弥补了毛利率下滑的影响，行业净利润率同比提升 0.22 个百分点。有 11 家公司 2010 年前三季度净利润率超过行业平均水平（3.51%），其中包括 5 家小家电公司和 6 家白电公司。有 12 家公司扣除投资净收益之后归属于母公司的净利润率超过行业平均水平（1.74%），其中有 5 家小家电公司、6 家白电公司和 1 家黑电公司。

表 7 2010 前三季度上市公司归属于母公司的净利润率以及扣除非经营性净收益后归属于母公司的净利润率情况（2009-3Q2010）

序号	代码	简称	归属于母公司的净利润率（%）									扣除非经营性净收益后归属于母公司的净利润率（%）								
			2009	1-3Q09	1-3Q10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10	3Q09	3Q10	2009	1-3Q09	1-3Q10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10	3Q09	3Q10
1	002473	圣莱达	17.52		15.86						15.86	16.98		12.15						11.04
2	002242	九阳股份	13.15	14.04	11.65	13.28	9.79	15.54	12.18	13.10	12.12	12.30	13.53	11.64	13.22	9.52	14.44	12.20	12.85	12.21
3	600983	合肥三洋	10.22	11.91	10.13	13.30	10.65	15.07	12.05	8.64	7.82	9.79	11.27	9.58	13.30	10.36	12.82	10.64	8.63	7.76
4	002032	苏泊尔	7.54	7.09	6.97	6.76	7.51	7.08	5.98	7.39	7.27	6.95	6.91	7.04	6.89	7.78	6.45	5.87	7.27	7.31
5	000651	格力电器	6.83	6.49	6.52	6.11	6.25	6.17	6.26	7.16	6.88	6.46	6.25	6.11	6.07	5.66	5.70	5.66	6.98	6.71
6	000527	美的电器	4.00	4.35	4.76	2.12	4.06	5.96	4.93	3.77	5.13	3.95	4.34	4.61	2.06	4.01	5.96	4.68	3.78	5.03
7	000418	小天鹅 A	5.08	4.66	4.68	4.48	4.71	2.56	4.57	6.74	4.78	3.39	4.12	4.43	3.13	4.74	2.73	4.59	6.35	4.00
8	002035	华帝股份	3.88	0.41	4.59	-11.11	3.52	2.58	5.14	4.11	4.91	3.62	0.35	4.42	-11.10	3.52	2.45	4.80	4.09	4.77
9	002403	爱仕达	5.27	5.37	3.49	6.00	4.30	5.54	2.63	4.67	3.54	4.99	0.00	3.44	0.00	4.40	10.65	2.85	-9.84	3.09
10	600060	海信电器	2.71	2.37	2.98	2.49	2.62	2.05	2.59	2.52	3.59	2.09	2.01	2.74	1.87	2.48	1.96	2.22	2.14	3.36
11	600690	青岛海尔	3.49	3.13	3.53	1.51	2.69	4.74	4.41	2.77	3.32	3.24	2.70	2.44	1.04	1.75	4.54	3.09	2.15	2.35
12	000521	美菱电器	4.76	3.56	4.32	0.48	5.67	1.41	4.12	8.14	3.41	1.09	1.51	2.29	0.47	0.77	0.61	2.59	3.26	3.23
		行业	3.31	3.29	3.51	2.28	2.90	4.08	3.73	3.24	3.79	2.90	2.96	1.74	2.31	1.56	3.89	2.41	2.52	1.23
13	000921	ST 科龙	1.60	2.56	3.26	0.31	1.61	5.11	4.24	0.19	2.87	1.16	1.54	1.73	0.26	0.20	2.69	2.64	0.60	1.37
14	002260	伊立浦	-6.24	-6.99	1.52	-10.16	-2.73	-8.79	-2.45	-4.24	5.94	-6.15	-7.10	1.32	-10.44	-2.86	-8.94	-2.78	-4.25	5.77
15	002005	德豪润达	2.55	2.40	11.62	-2.37	2.05	2.18	1.81	5.00	23.84	1.72	2.11	1.18	-3.05	1.90	2.04	1.76	4.80	0.38
16	600336	澳柯玛	1.97	1.77	1.54	1.26	0.87	2.14	2.02	1.76	1.56	1.83	1.62	1.09	0.64	0.89	2.24	1.34	1.68	0.99
17	000016	深康佳 A	1.14	1.18	0.49	1.54	0.83	1.56	0.42	0.68	0.23	0.90	0.99	0.33	1.46	0.57	1.44	0.31	0.37	0.12
18	600839	四川长虹	0.37	0.38	0.32	0.04	0.06	0.38	0.36	0.63	0.50	0.12	-0.07	0.07	-0.28	-0.37	-0.06	0.29	0.07	0.23
19	000100	TCL 集团	1.06	0.50	0.54	0.19	0.54	0.86	0.83	0.41	0.29	0.48	0.21	-0.95	-0.50	0.28	0.66	-1.21	0.28	-1.84
20	600854	ST 春兰	1.65	12.45	-31.10	-33.35	-52.60	-14.99	-49.24	52.94	-16.20	-23.59	-20.31	-31.36	-32.79	-55.87	-15.69	-49.13	-17.91	-16.19

注：红色表明净利润率同比提升

资料来源：wind，海通证券研究所

新股圣莱达以 15.86% 的净利润率高居榜首，一是公司所处的小家电行业毛利率较高，二来公司直接对口下游整机厂商，销售费用率非常低。另外，九阳股份（11.65%）、合肥三洋（10.13%）都保持了 10% 以上的高净利润率水平。

格力电器（6.52%）、美的电器（4.76%）、小天鹅（4.68%）、青岛海尔（3.53%）等白电上市公司虽然毛利率下滑明显（主要是补贴收入计入营业外，以及渠道调整带来的变化），但净利润率水平同比有所提升。

此前市场担心在价格竞争相对激烈、原材料成本大幅上涨的情况下，白电龙头企业盈利能力将会减弱，但前三季度报表表明白电龙头企业的净利润率同比不降反升，充分说明这些企业拥有很强的议价能力、成本转嫁能力以及高效的运营管理能力。我们认为目前白电龙头企业的净利润率处于合理水平，相信未来随着行业集中度、规模效应、运营效率的不断提升，净利润率水平有望稳中有升。

5.5 10 月份以来重点家电公司三季报点评报告

我们对重点覆盖的家电上市公司 2010 三季报情况进行了点评，对公司未来的业绩增长、盈利情况做出了预测，并给予了投资建议。如需获得更详细的分析，敬请参考下

列我们 10 月份推出的重点公司的三季报点评及跟踪。

青岛海尔 10 年 3 季报点评: 费用控制卓有成效, 净利润率同比提升, 维持买入	20101029
九阳股份 10 年 3 季报点评: 业绩明显复苏, 维持“买入”评级, 维持买入	20101029
小天鹅 10 年 3 季报点评: 渠道覆盖率提升拉动收入持续高增长, 维持增持	20101026
美的电器 10 年 3 季报点评: 收入持续高增长, 补贴收入拉高业绩增速, 维持买入	20101026
爱仕达 2010 年 3 季报点评: 毛利率、销售费用率指标拖累业绩未达预期, 维持中性	20101025
合肥三洋 10 年 3 季报点评: 均价下滑, 增速放缓, 业绩符合预期, 维持增持	20101025
美菱电器 3 季报点评: 主业增长势头良好, 业绩符合预期, 维持增持	20101022
格力电器 2010 年 3 季报点评: 业绩超预期, 上调盈利预测, 维持买入	20101022
圣莱达 10 年 3 季报点评: 业绩符合预期, 首次中性	20101021
苏泊尔 10 年 3 季报点评: 业绩符合预期, 持续快速增长, 维持增持	20101021

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈子仪：TMT 小组

重点研究上市公司：格力电器、青岛海尔、美的电器、苏泊尔、九阳股份、合肥三洋、美菱电器、小天鹅、海信电器、TCL、深康佳等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪昂明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
单磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

基金研究团队

姜静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686 zqyong@htsec.com
周健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
联系人
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com
联系人
陈鑫 (021) 23219370 chenx5118@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400 zgghan@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
方维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
舒灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407 ouzh@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com
虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (021) 23219460 zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
联系人
刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
联系人
刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

房地产业
涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381 hzh@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com