



家用电器业

2010.12.06

高位运行周期延续，期待盈利能力提升

—— 2011 年家电行业投资策略报告



方馨

021-38676685

fangxin@gtjas.com

S0880108043281

本报告导读：

明年家电行业将延续高位运行，销量增长 5%-20% 不等。盈利增速有望超越行业增速，资本运作增强业绩增长确定性。上调行业评级至“增持”，继续推荐三大白电。

摘要：

- 2010 年家电行业实现高增长，市场规模再创新高。但保有量上升空间还很大，人均销量明显偏低，国内家电行业规模还远远未到天花板。
- 2010 年的高增长与高规模，外因是“天时地利人和”的叠加。内因则是，中期驱动因素本身正在集中进入高峰期，正在引领行业进入一个新的高位运行周期。1. 城镇空调保有量高增，未来 5 年内或由 111 增加到 160 台/百户以上。2. 农村家电迅速普及，冰洗正处于 30-70 台/百户的快速增长期，空调农村市场启动。3. 更新需求爆发，对应 10 年前销量水平，更新需求站上千万台量级并将迅速上升。4. 城镇化持续进行，“十二五”规划或加速城镇化进程。
- 明年高位运行周期将持续。1. 中期驱动因素未变，仍处高峰期。2. 关键外因即政策效应有望扩张。以旧换新覆盖面扩大，年底政策到期带来集中消费，保障行业继续高位运行。3. 因期房交房时滞及保障房完工超预期，明年房地产贡献需求应正增长。
- 销量增速将回归常态。销量增长 5%-20%。其中洗衣机增长最高，内销出口分别增长 18% 与 17%。液晶电视内销增长 10% 以上，LED 电视或翻番。空调内销增速回落到 6%，出口增长 7%。冰箱内销出口均增长 5%。部分细分行业增长持续较高，厨房大电维持 10%-15%，小电维持 20% 整体增长，节能灯有望取得 20% 增长，LED 照明行业政策扶持下前景较好。
- 盈利增速将超过行业增速。渠道下沉、产品结构升级、成本压力转移及费用率压缩带来盈利增速的超越空间。资本运作强化增长的确定性。
- 上调行业评级至“增持”。1. 需求在高位仍有增长。2. 产能偏紧、产品结构提升，成本转移能力较好，盈利增速将超行业增速。3. 资本运作增强业绩增长的确定性。4. 板块估值合理，龙头企业估值偏低。5. 房地产对预期的负面影响减弱。
- 继续推荐三大白电龙头，弹性品种推荐小天鹅与九阳股份。

评级：

增持

上次评级：

中性

细分行业评级

家用电器制造业

相关报告

家用电器业：《劳动力成本提升之后？》

2010.06.20

家用电器业：《意料之中，值得期待》

2010.06.03

家用电器业：《家电企业国际化：陷入？（下）》

2010.06.01

家用电器业：《当跌了之后的再思考》

2010.05.18

家用电器业：《行业预期持续偏负面，规避短期风险》

2010.05.05

目 录

1. 行业实现高增长，规模未到天花板.....	4
1.1. 2010 年行业实现高增长，空调冰箱超预期.....	4
1.2. 大型渠道零售增速略低于出货增速：三四级市场增长快.....	4
1.3. 行业规模未到天花板：保有量及人均消费量还有大空间.....	5
2. 中期驱动因素引领高位运行中周期.....	6
2.1. 2010 年实现高增长的外因：天时地利人和.....	6
2.2. 内因：中期驱动因素引领高位运行周期.....	7
2.2.1. 城镇空调保有量高增长.....	7
2.2.2. 农村家电迅速普及.....	8
2.2.3. 更新需求爆发.....	9
2.2.4. 城镇化推进.....	9
2.2.5. 出口增长.....	10
2.3. 未来五年内销市场空间测算.....	10
3. 高位运行周期将延续，销量增速回归常态.....	11
3.1. 高位运行周期将延续.....	11
3.1.1. 中期驱动因素未变.....	11
3.1.2. 关键外因效应扩张.....	11
3.2. 销量增速回归常态.....	11
3.2.1. 空调：保有量高增，农村将启动.....	12
3.2.2. 冰箱：政策到期预期下高位运行.....	12
3.2.3. 洗衣机：增长潜力大，有望超预期.....	13
3.2.4. 液晶电视：替代趋势确定.....	13
3.2.5. 厨房电器：持续较高增速.....	14
3.2.6. 照明电器：国内外政策扶持.....	14
4. 盈利增速将超过行业增速.....	15
4.1. 渠道下沉与行业整合：厨房家电前景看好.....	15
4.2. 产品结构升级：大家电较为显著.....	16
4.3. 原材料上涨，毛利率维稳.....	16
4.4. 费用率压缩.....	17
4.5. 资本运作强化业绩增长的确定性.....	17
5. 上调评级至“增持”，继续推荐三大白电.....	18
5.1. 上调评级至“增持”.....	18
5.2. 继续推荐三大白电.....	18
5.2.1. 格力电器：增长稳定，估值偏低.....	18
5.2.2. 青岛海尔：新业务模式推升估值.....	19
5.2.3. 美的电器：空调模式成功复制.....	19
5.3. 弹性品种推荐.....	19

图表目录

图 1: 2010 年家电行业规模实现高增长, 空调及冰箱内销增速大超预期.....	4
图 2: 大型渠道家电零售量月度同比增速	5
图 3: 中日家电保有量对比	5
图 4: 中日[人均家电销量]与[销量/存量]对比	6
图 5: 房地产与家电增速、家电下乡历史销售	7
图 6: 中日空调保有量与收入对比	8
图 7: 预测农村白电保有量的成长路径	8
图 8: 白电更新需求预测	9
图 9: 空调需求分解及预测	12
图 10: 冰箱需求分解及预测	12
图 11: 洗衣机需求分解及预测	13
图 12: 电视内销量及产品结构	13
图 13: 厨房电器行业增长	14
图 14: 照明电器产量与出口量	14
图 15: 行业趋势助企业盈利增长超越行业	15
图 16: 厨房大家电零售份额	15
图 17: 家电产品结构提升	16
图 18: 家电原材料价格变化	16
图 19: 家电企业费用率对比	17
表 1: 未来 5 年城镇化带来家电需求测算	10
表 2: 未来 5 年内销市场空间测算	10
表 3: 家电企业近期资本运作概况	17

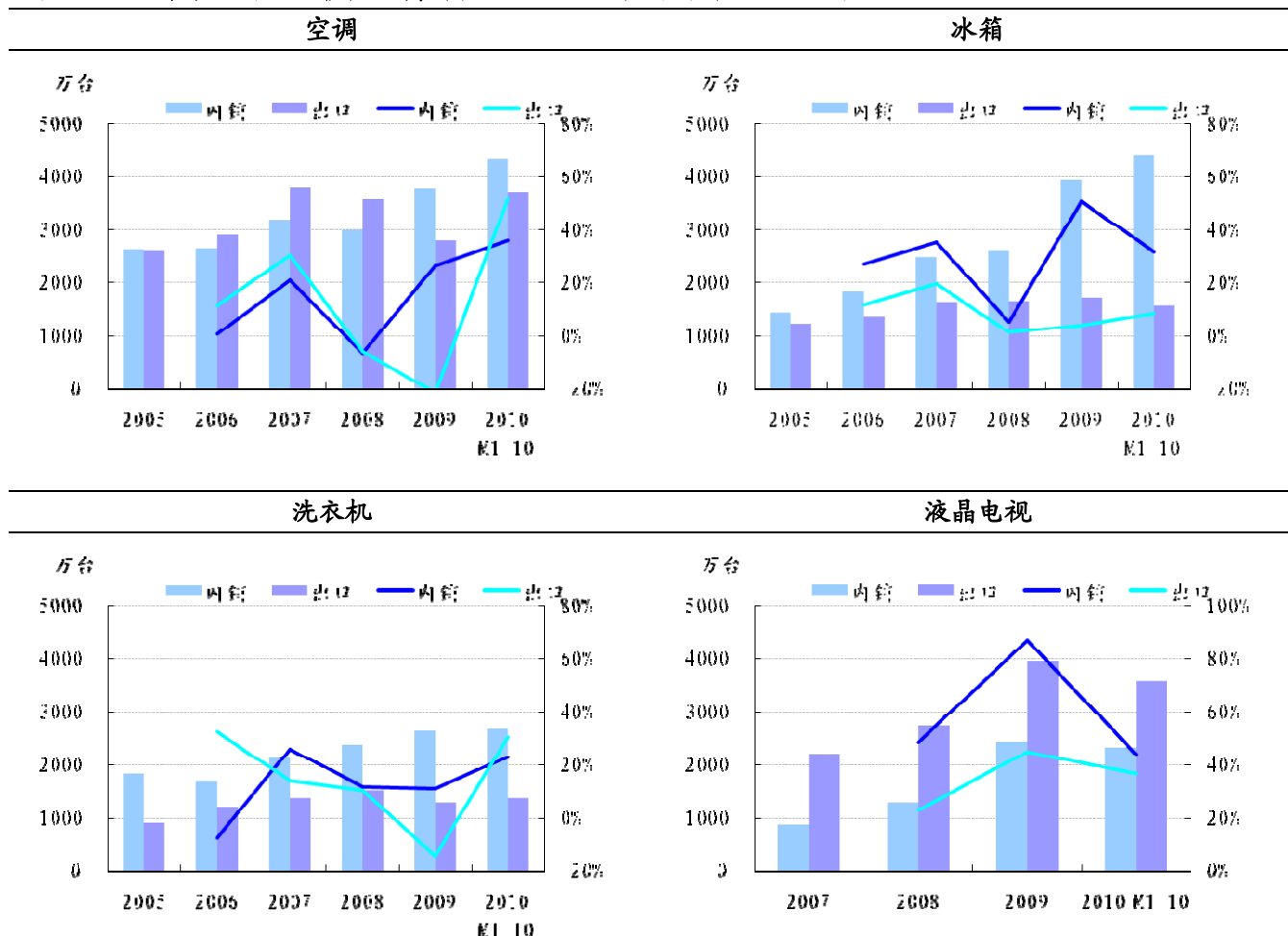
1. 行业实现高增长，规模未到天花板

1.1. 2010 年行业实现高增长，空调冰箱超预期

2010 年家电行业实现高增长，空调及冰箱内销增速大超预期，洗衣机略超预期。10 月产销同比增速提升，1-10 月产销量普遍超过去年全年，全年市场规模将再创新高。

- **空调**: 1-10 月内销 4361 万台，同比增长 36%；全年有望突破 5000 万台。出口 3706 万台，同比增长 52%。
- **冰箱**: 1-10 月内销 4425 万台，同比增长 32%；全年有望突破 5000 万台。出口 1573 万台，同比增长 8%。
- **洗衣机**: 1-10 月内销 2679 万台，同比增长 23%；全年有望突破 3300 万台。出口 1370 万台，同比增长 31%。
- **液晶电视**: 1-10 月内销 2726 万台，同比增长 40%；出口 4139 万台，同比增长 32%。

图 1：2010 年家电行业规模实现高增长，空调及冰箱内销增速大超预期



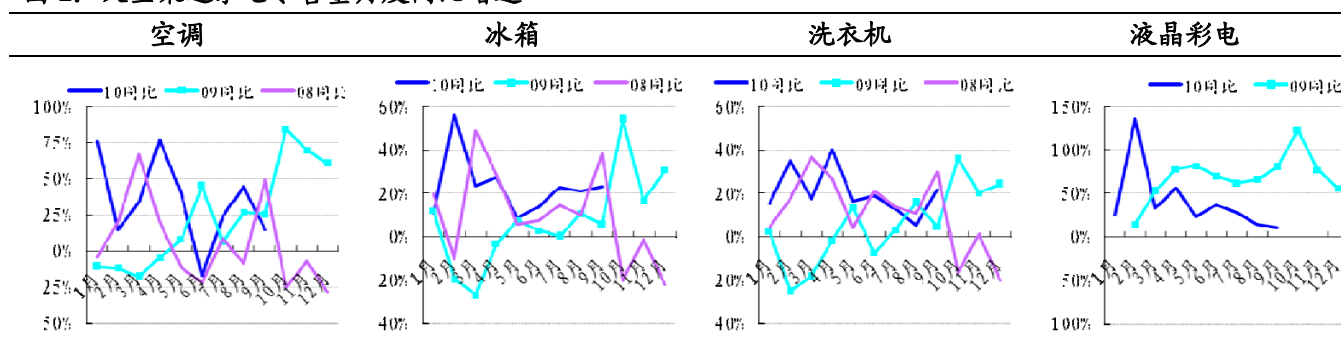
数据来源：产业在线，国泰君安证券研究

1.2. 大型渠道零售增速略低于出货增速：三四级市场增长快

大型零售渠道及限额以上零售企业的家电零售额增速，普遍达到20%-30%，但比出货增速要低5-10个百分点。我们认为主要源于：1.三四级市场增速较高，占比提升；相应地，一二级市场占比下降。2.渠道下沉、专卖店开设令家电销售渠道更为分散，大型渠道的占比下降。3.渠道网络的扩张，使得渠道库存容纳能力更强；行业需求乐观及涨价预期促使经销商有动力增加库存。

- 1-10月限额以上企业[家电和音像器材零售额]同比增27%。
- 1-9月，空调、冰洗和液晶电视零售量分别增长27%、18%、19%和32%。零售额分别增26%、20%、25%与25%。

图2：大型渠道家电零售量月度同比增速



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

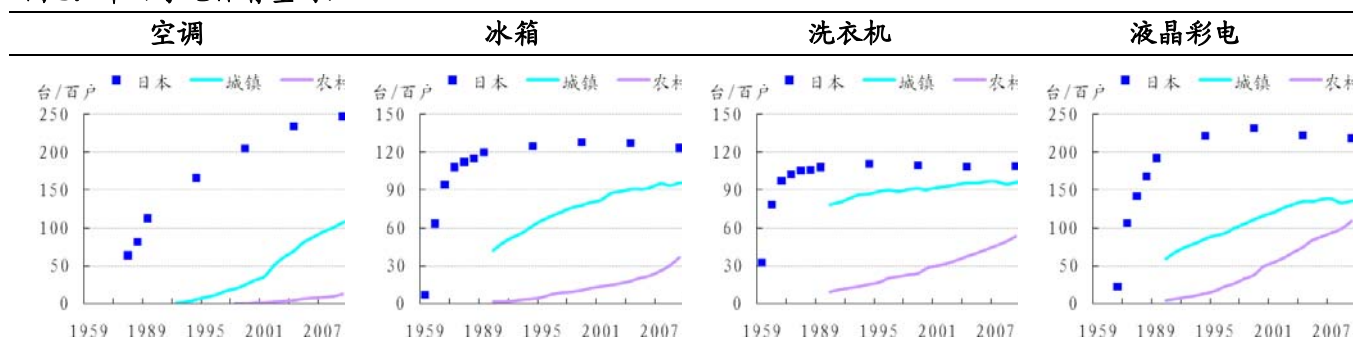
1.3. 行业规模未到天花板：保有量及人均消费量还有大空间

2010年前所未有的行业规模，使得市场担心行业未来的增长空间。但是，中日对比显示，2010年的行业规模，还远未到天花板。

保有量上升空间很大。我们将[日本2009]、[中国城镇2010Q3]、[中国农村2009]的保有量进行比较，发现城镇空调保有量还有成倍上升空间；农村需求才刚刚启动，保有量至少都有翻倍的上升空间，空调有20倍。

- [日本家电保有量/中国城镇保有量]: 空调2.22, 彩电1.60, 冰箱1.28, 洗衣机1.13。
- [日本家电保有量/中国农村保有量]: 空调20.26, 冰箱3.33, 洗衣机2.05, 彩电2.01。

图3：中日家电保有量对比



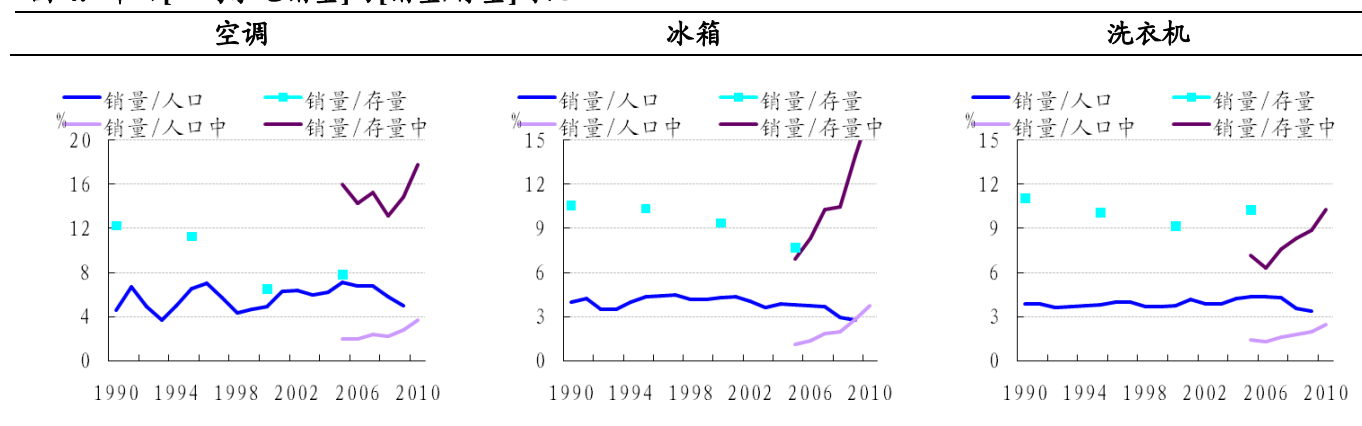
数据来源：日本统计局，Wind 资讯，国泰君安证券研究

人均家电消费量明显偏低，市场仍处成长期。即使以2010年预测内销数据来算，人均家电消费量比日本在1990-2009年间的任何时段的人均

家电消费量都明显的低。

- 以 2010 年预测内销出货量测算，空调人均销量约 3.7 台/百人。而日本空调的人均销量，[1990-1999]年平均为 5.3 台/百人，[2000-2009]年平均为 6.1 台/百人。未来空调城镇保有量继续提升、农村市场启动，将拉动人均销量再上新台阶，市场空间还有很大。
- 2010 年冰箱人均销量约 3.7 台/百人。日本[1990-2000]年平均为 4.1 台/百人，最高为 4.5 台/百人。冰箱城镇更新需求得到拉动、农村市场正在爆发，人均消费水平是白电当中最高的。即使如此，也仍然存在上升空间。
- 2010 年洗衣机人均销量 2.5 台/百人。日本[1990-1999]年平均为 3.8 台/百人，[2000-2009]年平均为 4.0 台/百人。
- 从销量/存量指标来看，国内冰洗空都处于上升期，而日本自 1990 年起都是平稳或下降的。这说明国内市场距离市场天花板显然还有很长时间。

图 4：中日[人均家电销量]与[销量/存量]对比



数据来源：日本统计局，Wind 资讯，国泰君安证券研究

注：“中”代表中国

2. 中期驱动因素引领高位运行中周期

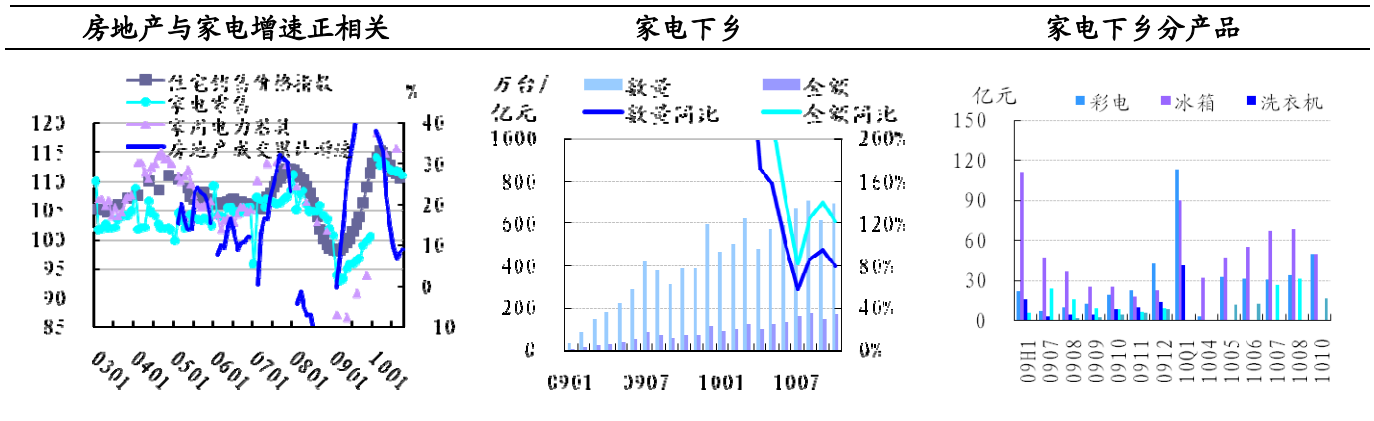
2.1. 2010 年实现高增长的外因：天时地利人和

2010 年的高增长与高规模，从表面上看，是“天时地利人和”的叠加。这是行业实现高增长的外部触发因素。

- **天时：**全球普遍出现持续较长的炎热天气。这大幅拉动了空调的内销和出口，及冰箱内销。
- **地利：**房产成交逐步转化为家电需求。
 - 我们以期房滞后一年交房、交房后 6 个月内购买家电测算，2010 年的房地产转化需求主要来自[08H2+09H1]期房+[09H2+10H1]现房的成交。该期商品房共成交 7.5 万平米，同比上升 3%。1-10 月房地产竣工面积同比增长 11.4%。
 - 房地产成交量增速、房地产价格指数与家电销售增速存在正相关性，拉动今年家电增速达到较高水平。
- **人和：**家电下乡、以旧换新和节能补贴政策组合拳拉动效应大。经销商乐观预期拉动出货增加。
 - 1-10 月家电下乡销售 1323 亿元，同比增长 1.9 倍。
 - 以旧换新累计销售额破千亿元，其中 2010 年 860 亿元。

➤ 节能补贴空调估计超过 2000 万台。

图 5: 房地产与家电增速、家电下乡历史销售



数据来源：商务部，家电下乡信息管理系统，Wind 资讯，国泰君安证券研究

2.2. 内因: 中期驱动因素引领高位运行周期

“天时地利人和”三大外因中，天时促进空调冰箱保有量增长、地利体现城镇化影响、人和拉动农村家电普及和更新需求。事实上，这些中期驱动因素本身正在集中进入高峰期，即使不是因外因拉动，也正在引领行业进入一个高位运行周期。外因的影响，只是使需求以更激烈的方式释放，加速了高位运行周期的到来。

- **城镇空调保有量高增长**：目前城镇空调保有量和前期增加节奏非常类似 1989 年的日本，未来 5 年有望成为保有量增加最快的时期。
- **农村家电迅速普及**：家电保有量在 30-70 台/百户之间时，一般为快速普及期，保有量的增加速度最快。从近年农村保有量看，冰洗普及正当其时。空调保有量类似 97 年城镇水平，市场正在启动，5 年内有望进入快速普及期。
- **更新需求爆发**：从历史销量推算，目前更新需求已进入千万量级。2000 年之后家电内销普遍增长，尤其空调增长迅速。10 年前高速增长销量将逐步转化为高速增长的更新需求。
- **城镇化**：“十二五”规划强调城镇化的重要性，提出“把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇落户条件”。2009 年城镇化率 46%，正处于快速上升期；政策拉动下城镇化进程可能加速。
- **出口**：冰洗在中国生产占全球比重约 50%与 40%，比空调的 80%要低很多。未来几年，冰洗的产能转移可能继续，尤其洗衣机出口在滚筒带动下有望突破；同时，新兴市场家电需求或进入高增长期。

2.2.1. 城镇空调保有量高增长

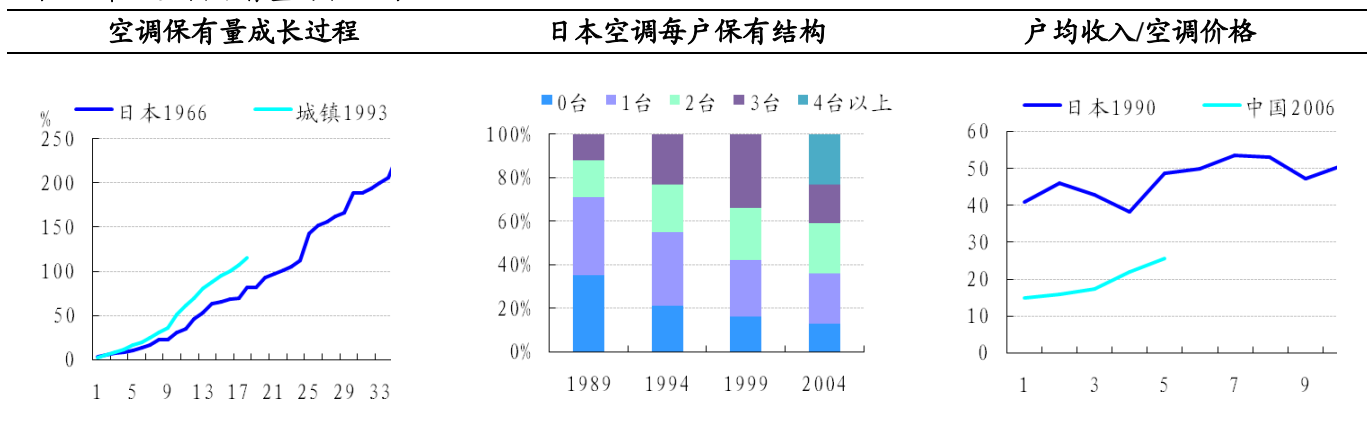
从日本经验我们发现，城镇空调保有量上升最快的时期，并非是 30-70 台/百户的“黄金时期”，而是 1989-1994 年，保有量从 113 上升到 166 台/百户。在中国，这个规律有望得到重演，未来 5 年内，保有量有望累计上升 50 台/百户。

- **高保有量基础上的快速上升存在规律性**。因空调保有量可以达到很高水平，2009 年日本空调保有量达到 248 台/百户。如果以此作为基准，那么 113-166 台/百户可以换算为 45%-67%，处于快速上升的

30%-70%区间。如果以 300 台/百户为基准，那么上述区间为 38%-55%。

- 目前城镇空调保有量和前期增加节奏非常类似 1989 年的日本。2010Q3 城镇空调保有量 112 台/百户，2005 年为 81 台/百户；日本 1989 年保有量 113 台/百户，1984 年 82 台/百户。
- 虽然城镇家庭空调购买力低于日本 1990 年左右的水平，但由于气候变化，空调日益成为必需品。前期渗透速度就并未受到收入差距的影响，后续国内居民收入增长的预期亦好于日本当时水平。
- 空调保有量的后续提升主要通过两个途径：1.户均数量增多。日本 1989 年后，拥有 2 台以上空调的家庭数量明显增多。[新房新置]需求的户均数量较多。2.普及率进一步提升。2008 年城镇最低收入家庭的空调保有量仅 30 台/百户。

图 6：中日空调保有量与收入对比

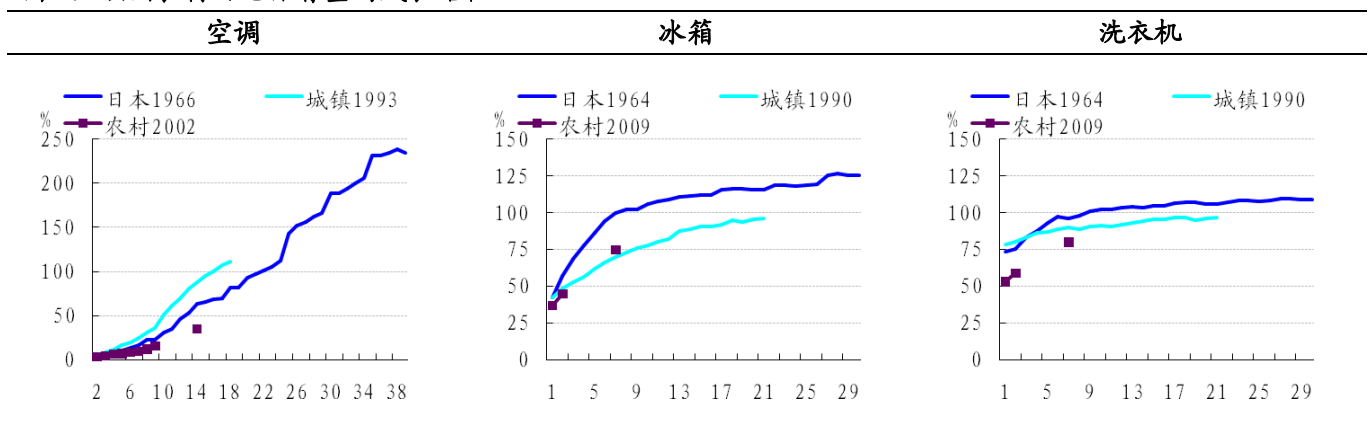


数据来源：日本统计局，Wind 资讯，国泰君安证券研究

2.2.2. 农村家电迅速普及

家电保有量在 30-70 台/百户之间时，一般为快速普及期。家电下乡政策正当其时，农村冰洗正在快速普及。

图 7：预测农村白电保有量的成长路径



数据来源：日本统计局，Wind 资讯，国泰君安证券研究

- 2008 年农村冰洗保有量分别为 30 与 49 台/百户，正处于普及的黄金时期。估计截至 2010 年底，将分别达到 46 与 59 台/百户左右，仍然处于快速普及期。

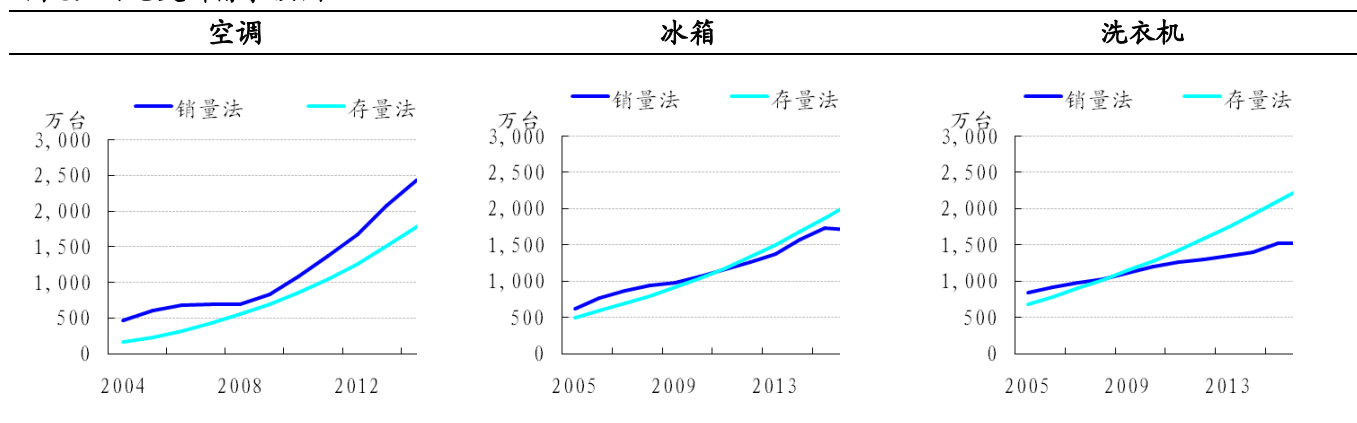
- 2009 年空调保有量 12 台/百户，估计到 2010 年将上升到 16 台/百户左右，类似 97 年城镇水平。农村市场初步启动，未来 5 年内或进入快速普及期。
- 家电下乡目标为城镇 2000 年水平，冰洗空保有量分别达到 80、90 和 30 台/百户。我们结合收入水平和历史轨迹谨慎预测，到 2015 年冰洗空保有量有望分别达到 75、80 和 30 台/百户。

2.2.3. 更新需求爆发

假设白电平均更新时间 10-12 年。那么，以历史销量推算，白电更新量近年应达到千万台量级，并将继续上行。

- 空调内销自 2000 年开始大量爆发。2000 年内销量约 1000 万台，到 2005 年已经超过 2600 万台。这意味着未来 5 年内，空调更新需求将在千万台量级以上并迅速上升。
- 冰洗内销更早达到千万台量级。不过，从 07 年前不足 2000 万台的内销量来看，似乎更新有些不足。随着产品结构的升级，更新不足的倾向可能得到改变。
- 从[内销量-存量的增量]来看，近两年冰洗空的年更新量都超过了 1000 万台。

图 8：白电更新需求预测



数据来源：产业在线，Wind 资讯，国泰君安证券研究

2.2.4. 城镇化推进

无论从社会发展规律，还是政策导向来说，城镇化都将是未来 10 年的大趋势。而城乡家电消费习惯与保有量的巨大差异，使得家电需求对城镇化的弹性较大。

- 2009 年城镇化率 46.6%，正处于快速上升期。以 2020 年上升到 56% 计算，年均上升 0.9%。
- 未来城镇化可能加速。十二五”规划强调城镇化的重要性，提出“把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇落户条件”。
- 农民进城直接带来家电需求，家电消费习惯与保有量将向城市靠拢。保有量的城乡转换，将带来较大的需求空间。假设 2010 年城镇化率比 09 年增加 1%，将新增家电需求：空调 470 万台，冰箱 300 万台，洗衣机 250 万台。

表 1: 未来 5 年城镇化带来家电需求测算

城镇化率每年上升	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	1.10%
城镇新增	2849	3256	3663	4070	4477
空调 农村减少	-374	-427	-481	-534	-588
5 年累计新增	2475	2829	3183	3536	3890
城镇新增	1699	1942	2185	2428	2670
冰箱 农村减少	-935	-1068	-1202	-1335	-1469
5 年累计新增	764	874	983	1092	1201
城镇新增	1699	1942	2185	2428	2670
洗衣 农村减少	-997	-1140	-1282	-1424	-1567
机 5 年累计新增	702	802	903	1003	1103

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

2.2.5. 出口增长

出口市场正在发生转变, 或迎来契机。

- 冰洗在中国生产占全球比重约 50% 与 40%, 比空调的 80% 要低很多。冰洗全球产能转移还有空间, 尤其洗衣机出口市场可能因滚筒国内普及而打开。
- 新兴市场或进入家电普及期。出口新兴市场有望取得较快增长。目前空调、冰箱和洗衣机出口到拉美和非洲的比重分别为 28%、17% 与 9%, 上升空间较大。

2.3. 未来五年内销市场空间测算

我们测算了未来 5 年内, 来自城乡保有量上升、更新及城镇化的白电需求。其中, 空调需求的潜力较大, 冰洗保有量增长幅度或超我们预期。

- **关键假设:** 总人口年增长 0.5%, 户均人口年下降 0.5%, 城镇化率年提升 0.9 个点。更新年限 10-12 年。
- **保有量假设:** 到 2015 年, 城镇空调、冰箱和洗衣机保有量分别达到 166、99 和 99 台/百户; 农村空调、冰箱和洗衣机保有量分别达到 30、75 和 80 台/百户。

表 2: 未来 5 年内销市场空间测算

万台	城镇新增	农村新增	城镇化	更新	合计
空调	12741	2764	3183	8500	27187
冰箱	1568	5842	983	7500	15893
洗衣机	1568	4465	903	8000	14935

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

3. 高位运行周期将延续，销量增速回归常态

3.1. 高位运行周期将延续

3.1.1. 中期驱动因素未变

城镇空调保有量高增、农村家电迅速普及、更新需求爆发及城镇化，这些中期驱动因素在明年仍然不会改变。

- **城镇空调保有量高增长：**只要不出现明显的冷夏，保有量的加速增长才刚刚开始。
- **农村家电迅速普及：**冰洗保有量还未到 70 台/百户，快速上升趋势将持续。空调亦将持续加速渗透。
- **更新需求爆发：**10 年前千万量级并迅速增长的家电销量，转化为更新需求的趋势不变。
- **城镇化：**“十二五”期间，城镇化进程或加速。
- **出口：**新兴市场持续较高增长、欧美家电消费复苏可以期待。

3.1.2. 关键外因效应扩张

明年，关键的外因即政策，效应有望扩张。

- **以旧换新覆盖面扩大。**推广的 18 省市在 10H2 才开始实施，11H1 政策覆盖面同比扩大。这部分弥补 11H1 能效补贴同比下降的影响。
- **以旧换新及试点省市家电下乡年底将到期，**将带来集中消费，保障行业延续高位运行态势。

“天时”有待时间验证。炎夏已经持续了两年，我们不敢预期明年夏季很热。不过，只要不出现日本 1993 年那样的冷夏，在政策引导的市场中，对冰空销量不会有明显负面影响。

“地利”带来需求增长，及增速回落。

- **房地产成交转化需求有望上升。**房地产成交转化为家电需求的时滞越来越长，期房比例上升到 77%。我们转而使用[09H2+10H1]期房（创新高）+[10H2+11H1]现房的总成交量，来预测 2011 年来自交房的家电需求。即使 11H1 成交量同比下降 50%，上述总成交量也将同比上升 18%。
- **保障房 580 万套若今年全部完工，将支持明年家电需求增长。**有报道称今年建设的 580 万套保障房有望年底全部完工，那么由此带来的家电需求将在明年释放，数量超过今年销量的 10%。
- **如果家电销量增速滞后房地产销量增速一年，2010 年房地产成交量下降但仍有增长，对应明年家电增速回落但仍有增长。**

3.2. 销量增速回归常态

高位运行周期将持续，但在较高基数下，大家电行业增速将回归常态。部分增长较为稳定的细分行业仍将取得较好增长。

- **大家电行业增速回归常态。**其中，洗衣机增长最高，内销出口分别增长 18%与 17%。液晶电视内销增长 10%以上，LED 电视或翻番。空调内销增速回落到 6%，出口增长 7%。冰箱内销出口均增长 5%。

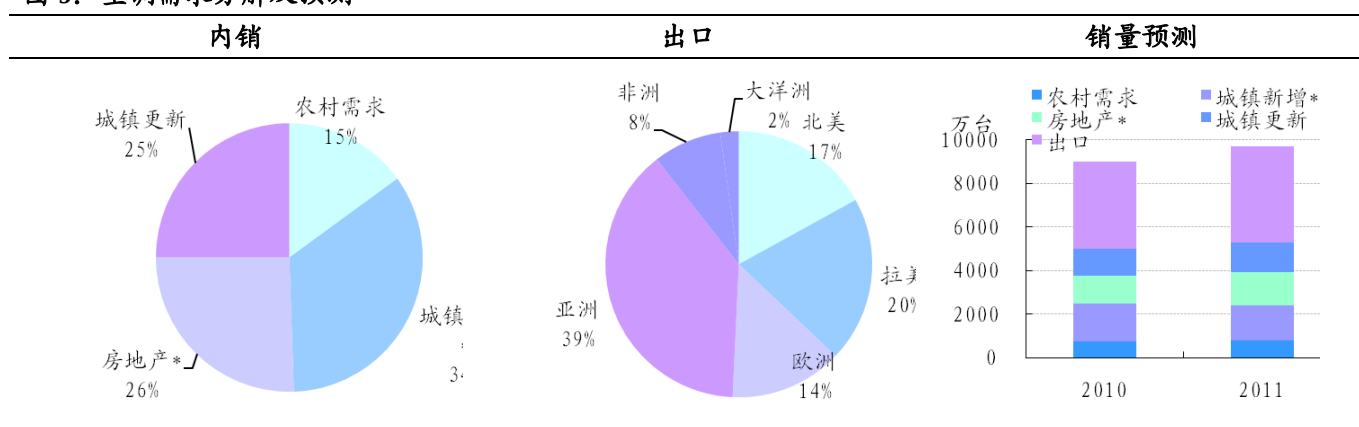
- **部分细分行业增长持续较高。**厨房大电有望取得 10%-15% 的增长。小家电生命周期体系依然健康，整体增长 20%，成长期产品电压力煲与电水壶仍将取得 30% 左右增长。节能灯有望取得 20% 增长，LED 照明行业政策扶持下，有望取得较高增长。

3.2.1. 空调：保有量高增，农村将启动

预计明年空调内销约增长 6%，出口有望增长 7%，销量增长 6.3%。

- 如不出现凉夏，城镇保有量将继续快速增长。
- 农村保有量开始加速上升。
- 以旧换新推广部分弥补节能补贴的下降，继续刺激更新需求释放。
- 房地产拉动需求有望取得明显增长。

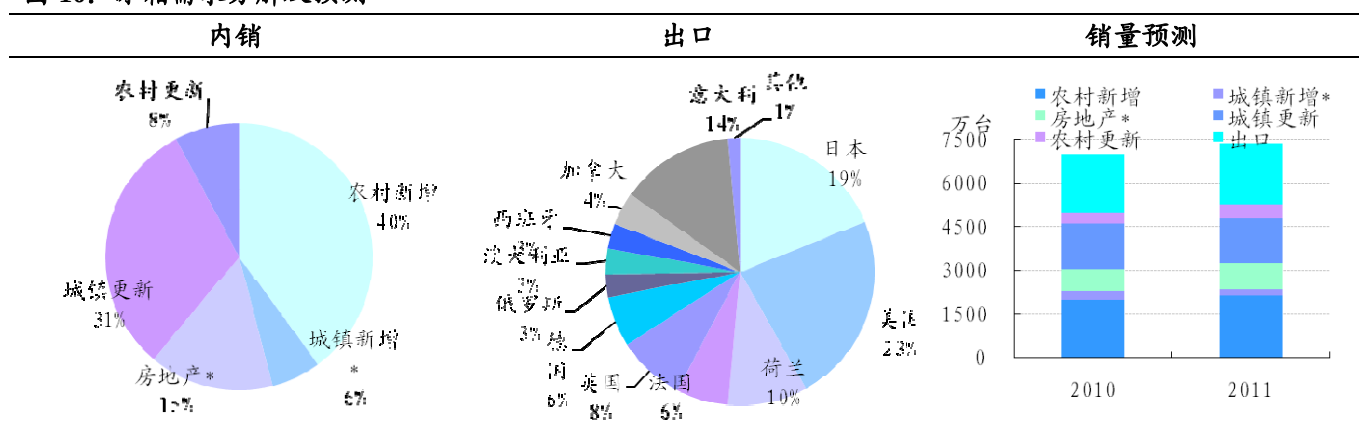
图 9：空调需求分解及预测



数据来源：产业在线，国泰君安证券研究

3.2.2. 冰箱：政策到期预期下高位运行

图 10：冰箱需求分解及预测



数据来源：产业在线，国泰君安证券研究

预计冰箱内销出口均增长 5% 左右，维持高位运行。

- 试点省市家电下乡年底将到期，透支消费因素将带动农村保有量继续快速提升。非试点省市，在政策的倒数第二年，也将继续保有量的快速上升，这从试点省市的表现中可以看到端倪。
- 以旧换新年底将到期，更新需求有望集中释放。
- 出口受益欧美消费复苏，新兴市场有潜力。

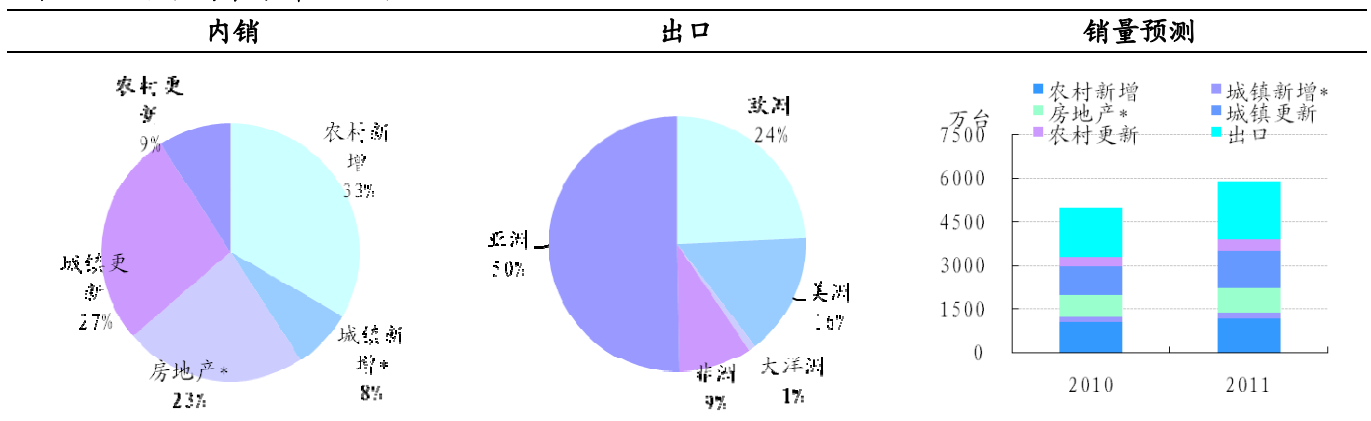
- 明年底经销商库存或有下降。

3.2.3. 洗衣机：增长潜力大，有望超预期

预测洗衣机明年内销增长约 18%，出口增长 17%。期待更新和出口需求超预期。

- 行业增长较为平稳，基数较小，近期有突破增长态势。
- 洗衣机普及较早，存量较大，更新需求潜力大。产品结构升级和以旧换新促更新需求爆发。
- 滚筒放量后，出口增长空间大。

图 11：洗衣机需求分解及预测



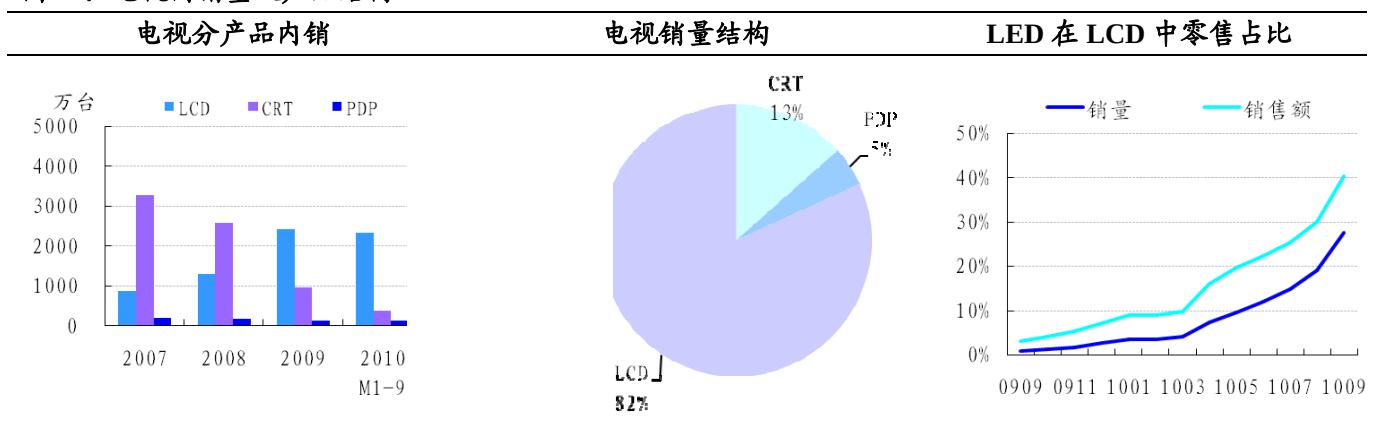
数据来源：产业在线，国泰君安证券研究

3.2.4. 液晶电视：替代趋势确定

彩电行业替代趋势较为确定。预计明年 LCD 电视增长 10%以上，其中 LED 有望增长 100%。

- 彩电行业更新加速，内销规模有望回升到 4500 万台以上。
- 替代趋势较为确定。目前 LCD 电视内销量占彩电的比重超过 80%，其中 LED 占 LCD 电视销量的 20%。
- 预计 2010 年液晶电视占比提升到 85%以上，同比增长 10%以上。
- LED 占 LCD 的销量比重将进一步提升至 30%-40%。对应内销千万台量级，同比增长有望达到 100%。

图 12：电视内销量及产品结构



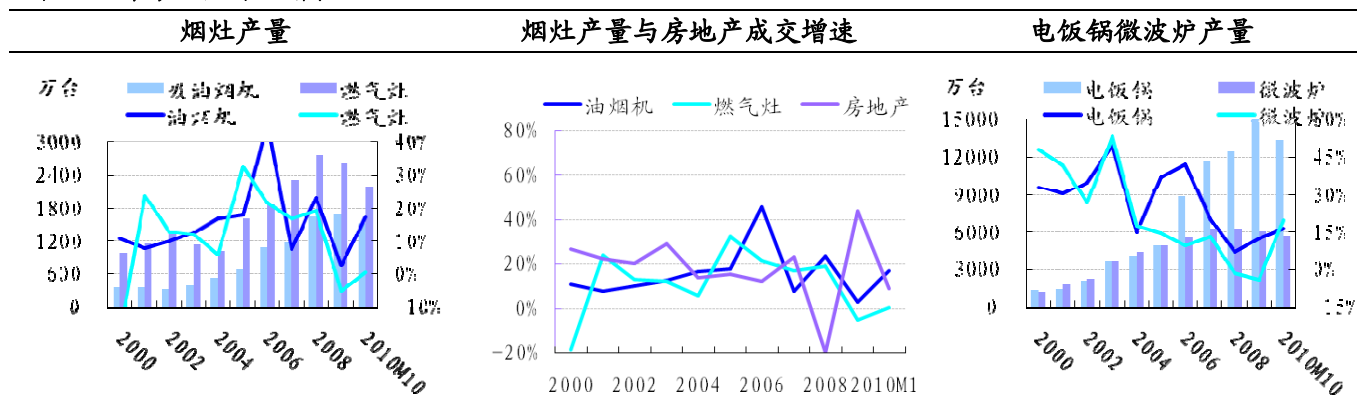
数据来源：产业在线，中怡康，国泰君安证券研究

3.2.5. 厨房电器：持续较高增速

厨房电器今年增长较好，但并非大家电那样的突破增长。明年有望持续。

- **厨房大电：**与房地产增速有一定相关性，但中枢较高、波动较小。明年即使增速回落，吸油烟机增长应仍在 10% 以上。燃气灶产品结构提升趋势显著，高端产品增长应较快。
- **小家电：**电压力煲开水煲还在成长期，将维持 30% 左右增长；豆浆机料理机未来 2 年仍有望维持 20% 的增长；电饭煲微波炉电磁炉较为成熟，预计增长在 10% 以内。新品类电蒸锅等新增市场空间。整体行业增速将维持在 20% 左右。

图 13：厨房电器行业增长



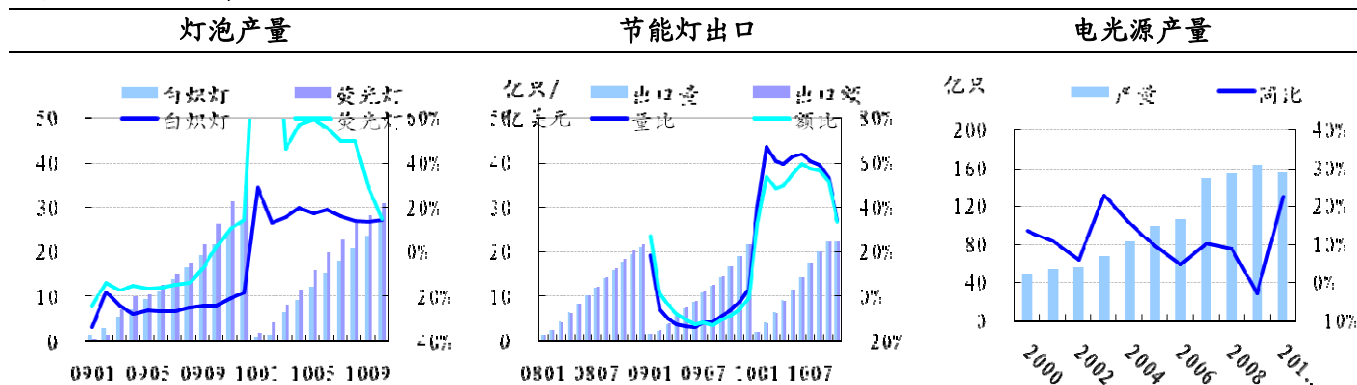
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

3.2.6. 照明电器：国内外政策支持

照明电器的节能化趋势确定，欧盟禁用白炽灯、国内补贴节能灯及 LED 照明项目，有利于节能照明行业高增长。

- **节能灯：**欧盟分批禁用白炽灯，节能灯出口规模有望增长 15%-20%（10 年将接近 30 亿只）。节能照明推广项目对内销市场的培育见成效，30% 增长可以预期。
- **LED 照明：**政策支持力度大，半导体照明示范项目招标刚完成。行业规模小，增长空间大；受益于 LED 上游元器件降价

图 14：照明电器产量与出口量



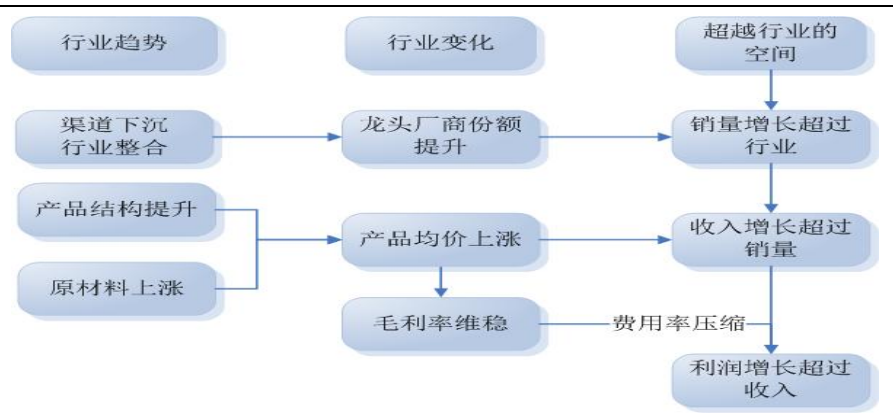
数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

4. 盈利增速将超过行业增速

明年行业发展的确定性趋势：渠道下沉与行业整合、产品结构提升与原材料上涨（或较大波动），使得企业盈利增速超过行业增速有较大空间。

- **渠道下沉与行业整合**：有助龙头企业扩大份额，销量增速超过行业。
- **产品结构提升**：推动产品均价上涨，实现成本压力转移及提升整体盈利能力。
- **原材料上涨（或大幅波动）**：除黑电外，家电企业转移成本压力的能力较强。在 10 年毛利率已回归合理的情况下，因原材料上涨而进一步下降的可能性不大，目前新品定价已考虑原材料上涨。实际上，若原材料价格大幅波动，将增加企业盈利的弹性，对原材料价格把握较好的企业有望取得超额收益。

图 15：行业趋势助企业盈利增长超越行业



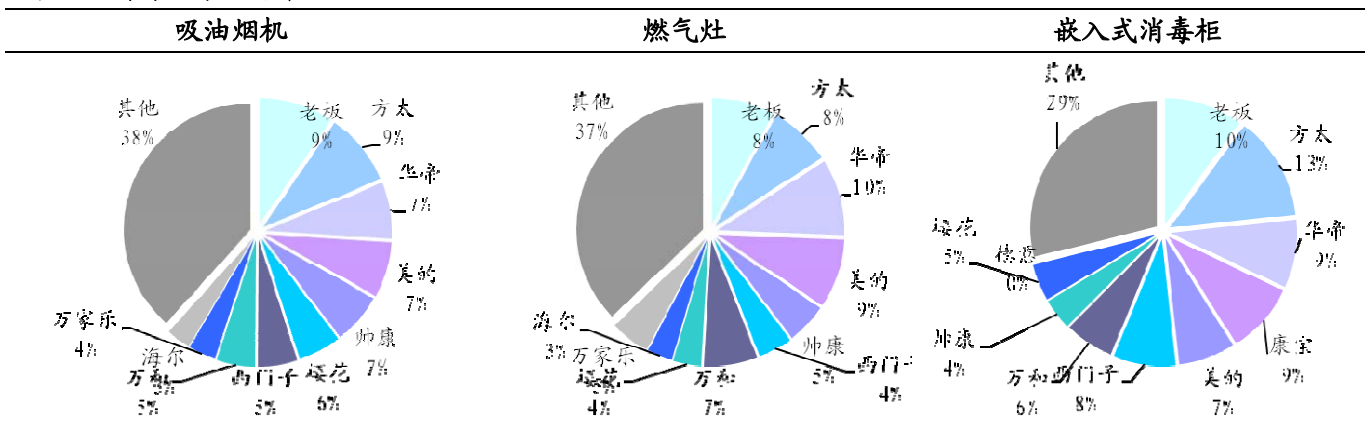
资料来源：国泰君安证券研究

4.1. 渠道下沉与行业整合：厨房家电前景看好

看好三四级市场品牌化消费趋势。渠道下沉为企业带来新增市场。

- **厨房大家电**：一二级市场集中度低，三四级市场品牌厂商渗透率低。看好市场集中度逐步提升趋势、三四级市场品牌化趋势，龙头企业渠道下沉将带来显著增长。
- **小家电**：渠道下沉趋势持续，苏泊尔三四级市场网点快速增长，九阳积极培育 1.5 级经销商。
- **冰洗**：小天鹅对美的的渠道渗透还有空间。冰箱市场或有整合。

图 16：厨房大家电零售份额



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

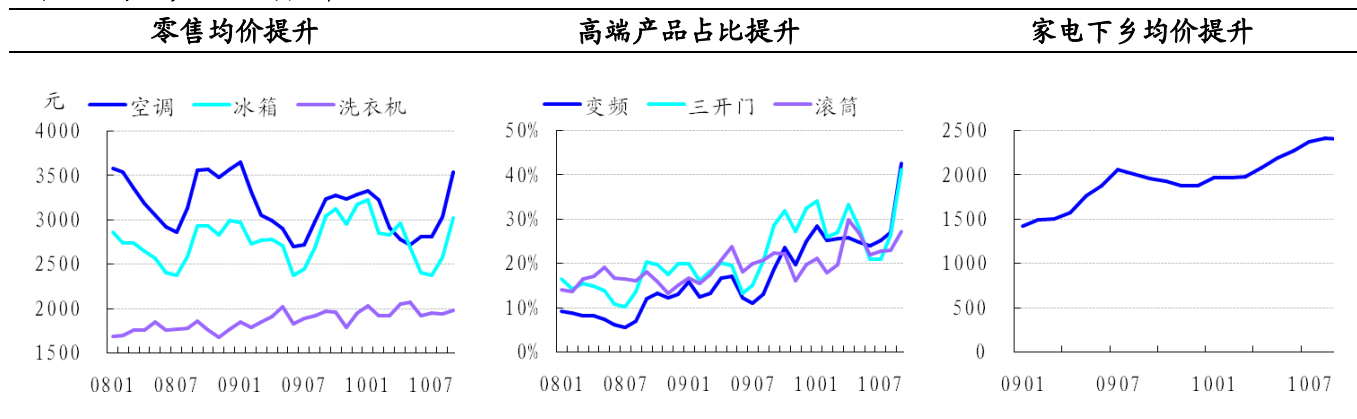
4.2. 产品结构升级：大家电较为显著

产品结构升级的大趋势将持续，有利于中高端、龙头厂商。

- 定频空调价格回升，变频比重大幅提升。
- LED 电视对 CCFL 液晶的替代加速。
- 以旧换新拉动更新需求偏高端。家电下乡均价不断提升。

就单个企业而言，如果农村需求占比提升过快，那么整体均价提升或不显著。但这将伴随渠道下沉与农村收入的高增长。

图 17：家电产品结构提升



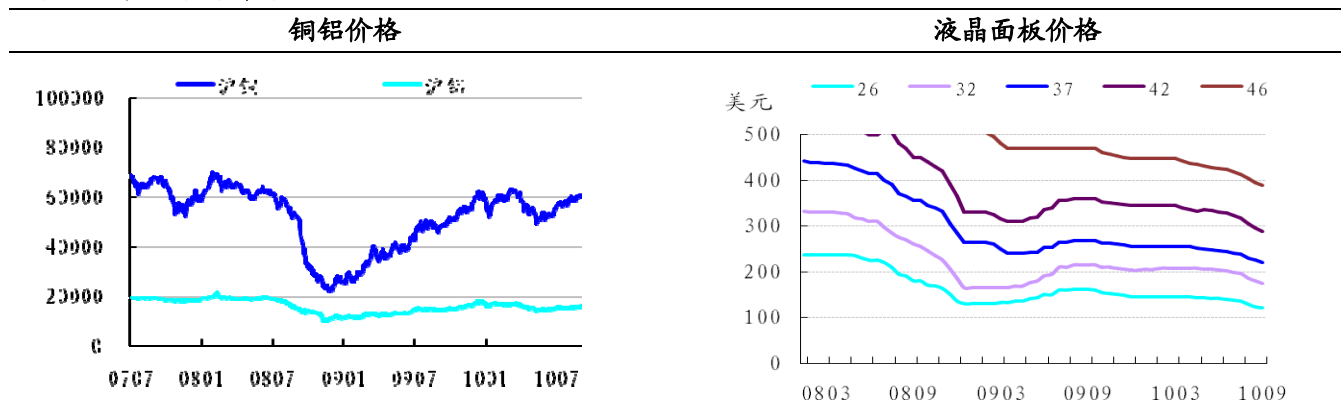
数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

4.3. 原材料上涨，毛利率维稳

明年原材料均价将比今年显著上涨。我们看好成本压力的转移，毛利率有望维稳。

- 行业高位运行下产能偏紧，新增产能的释放需要时间，原材料成本压力的传导将比较顺畅。
- 08-10 年的原材料价格波动，形成了 09 年毛利率高点；10 年已回落。如果不发生预期外的原材料价格上涨，毛利率继续下行的可能性不大，目前新品定价已考虑原材料上涨。如果原材料价格波动幅度大，还将给企业盈利带来弹性空间。
- 液晶面板价格稳中有降，成本压力不显著。

图 18：家电原材料价格变化



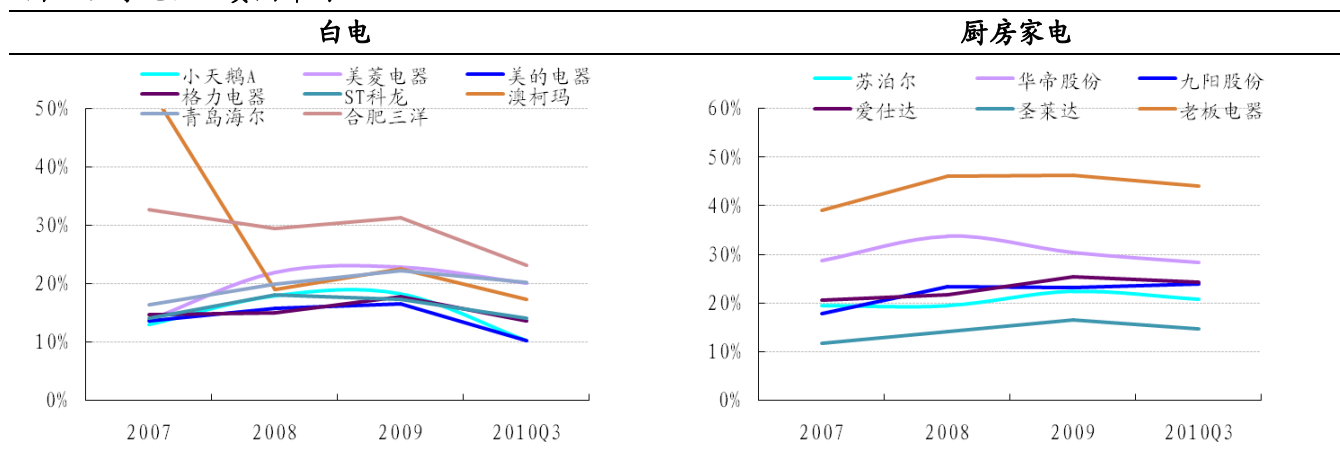
数据来源：DisplaySearch，Wind 资讯，国泰君安证券研究

4.4. 费用率压缩

收入增长较快、费用率偏高的企业，费用率压缩的可能性较大。

- 收入规模上升摊薄费用率。
- 部分企业费用率偏高，存在压缩空间。如海尔、美菱、老板、华帝等。
- 费用率压缩的触发因素，包括管理改善、整合和注入等。

图 19: 家电企业费用率对比



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

4.5. 资本运作强化业绩增长的确定性

资本运作显示企业积极扩产，并加深上游渗透，强化业绩增长的确定性。

- 扩产家用空调及高端冰箱产能，适合高位运行周期及产品结构提升趋势。扩产商用空调，有助抓住契机扩大商用空调市场份额。
- 整机企业投资上游压缩机电机等，带来利润率进一步提升的空间。
- 资本运作有助于改善管理水平，进一步压缩费用率。

表 3: 家电企业近期资本运作概况

公司	资本运作概况	披露时间	目前阶段	限价
小天鹅	向美的电器定向增发 7.3 亿元，购买荣事达洗衣设备 69.47% 股权	2009 年 10 月	已完成	
美菱电器	定向增发 12 亿元，投资 200 万台豪华冰箱、60 万台节能冰箱及 120 万台冰柜生产线	2010 年 4 月	已过会	10.18
三花股份	定向增发 10 亿元，投资 1500 万只商用空调、1000 万只家用空调、800 万只冰箱的自动控制元器件生产线，350 万只商用空调净化装置和研发中心。	2010 年 4 月	已过会	21.39
格力电器	公开增发 32.6 亿元，投资 33 亿产值商用空调、250 万台家用空调、600 万台节能压缩机生产线及研发中心。	2010 年 8 月	股东大会决议	*13.04
美的电器	定向增发 43.6 亿元，投资约 40 亿产值商用空调、600 万台压缩机、900 万台冰箱、950 万台空调生产线	2010 年 8 月	股东大会决议	12.51
青岛海尔	二次股权激励，行权价 22.3。集团已向海尔电器注入日日顺与物流资产，后续模具特钢等制造业务注入 A 股可以期待。	2010 年 9 月	证监会备案	22.31
盾安环境	定向增发 10.5 亿元，投资 900 万平米可再生能源供热系统项目、核电站暖通系统集成项目和技术中心	2010 年 11 月	董事会决议	22.83
浙江阳光	定向增发 7 亿元，投资 8000 万只 T2、1.5 亿只环保节能灯、2000 万盏 LED 光源和 500 万套 LED 照明灯具生产线	2010 年 2 月	已撤回	16.72

数据来源: 公司公告, Wind 资讯, 国泰君安证券研究

5. 上调评级至“增持”，继续推荐三大白电

5.1. 上调评级至“增持”

我们上调行业评级至“增持”，主要理由：

- 明年行业将延续高位运行周期，需求仍将较旺。如果不出现明显的凉夏，销量将同比增长 5%-20% 不等。
- 盈利增长有望超过行业增长。高位运行造成产能偏紧，如不出现未预期的原材料上涨，毛利率有望保持稳定。而渠道下沉、产品结构提升等因素，企业盈利增长超过行业增长有较大空间。
- 资本运作增强业绩增长的确定性。
- 估值水平基本合理，期待业绩超预期；龙头企业估值偏低。
 - 根据 Wind 一致预期，家电板块今年动态 PE 22.0x，明年动态 PE 17.6x；全部 A 股（剔除金融地产）今明年动态 PE 为 25.7x 与 20.4x。家电板块/全部 A 股（剔除金融地产）的 PE 之比为 0.88x，略低于过去 4 年的平均水平，但高于过去 3 年平均。期待家电板块业绩超预期。
 - 龙头企业估值偏低。目前格力明年 PE 在 10x 左右，美的海尔在 13-14x，而时间已到年底，估值处于历史低位。
- 房地产因素对家电行业预期的负面影响减弱。
 - 明年将有大量期房及保障房交房，房地产交付对家电销量增长将有正贡献。
 - 房地产与家电行业增速的相关性，可能使家电行业增速下降到个位数，而非下滑。
 - 对房地产紧缩政策的预期已经比较悲观，再次悲观化的可能性不是很大。
 - 房地产成交量下滑或影响短期走势，但其对实际需求的影响或滞后一年以上。

5.2. 继续推荐三大白电

5.2.1. 格力电器：增长稳定，估值偏低

- 家用空调需求基础依然稳固。如不出现明显冷夏，行业将持续高位运行，估计明年内销增长 6%，出口增长 7%。
- 家用空调的高位运行中周期持续性强。城镇保有量有望迎来最快上升期，农村市场正在启动，城镇化对空调贡献最大。
- 商用空调市场迅速成长。三四级市场的城镇化趋势带来小型中央空调需求爆发，国内品牌在价格和渠道上具有优势。在大型商用空调市场的渗透逐步进行。
- 利润率还有提升空间。空调产品结构升级、上游自给率增加、高效节能压缩机自给等，进一步提升盈利能力空间。
- 增发扩产增强业绩增长的确定性。
- 谨慎预测 2010-2012 年 EPS 1.39 元、1.71 元与 2.06 元，乐观预期摊薄后业绩还能增长 20%。明年 PE 10.5x 处于历史低位，估值基准切换将带来较大空间。维持“增持”评级，目标价 25.6 元。

5.2.2. 青岛海尔：新业务模式推升估值

- **受益于冰洗空行业持续高位运行。**冰洗市场份额稳定，技术营销优势和渠道服务优势难以复制；空调业务显著复苏。
- **受益产品结构升级。**占据冰箱高端市场绝对份额，卡萨帝品牌国内推广受到认可。变频空调主打符合行业趋势。
- **利润率还有进一步提升空间。**以公司的规模及上下游渗透来看，均衡利润率应达到5个点以上。费用率下降趋势已开始体现。
- **资本运作或有后续。**后续上游制造资产有望继续注入渠道海尔。二次股权激励方案已推出，行权价 22.31 元。
- **新业务模式推升估值。**日日顺的渠道服务业务属于全新业务模式，社会化需求增长迅速，有望推升估值。
- 2010-2012 年 EPS 1.43 元、1.89 元与 2.20 元。明年 PE 13.7x 处于历史低位，新业务模式有望推升估值。维持“增持”评级，目标价 37.8 元。

5.2.3. 美的电器：空调模式成功复制

- **受益行业持续高位运行。**洗衣机业务成功整合，明年洗衣机行业增长或超预期。受益于变频空调迅速普及。
- **空调渠道模式已成功复制到洗衣机。**渠道合并发挥协同效应，美的系洗衣机持续快速增长。目前，洗衣机在美的销售公司渠道的渗透还有空间，出口借助美的平台也有望在未来放量。
- **冰箱市场份额稳步提升。**目前市场份额 12% 左右，处于第二位。冰箱市场集中度还不高，存在进一步整合的可能性。
- 增发助力公司把握行业增量，实现“三年再造一个美的”的目标
- 谨慎预测 2010-2012 年 EPS 1.05 元、1.27 元与 1.49 元。明年 PE 13x 处于历史低位。维持“增持”评级，目标价 25.4 元。

5.3. 弹性品种推荐

- **小天鹅：**增长确定性来自渠道渗透深入和行业高增长，盈利能力有提升空间。弹性来自洗衣机行业增长超预期、高端滚筒销售超预期、行业产能较紧带来利润率提升。考虑到广告投入加大，谨慎预测 2010-2012 年 EPS 0.83 元、1.10 元与 1.41 元，维持“谨慎增持”，目标价 27.5 元。
- **九阳股份：**1.豆浆机行业增长仍将较快，高端市场份额优势不变，去年 Q1 基数低。2.小电实力增强，电压力锅电水壶市场份额持续提升同时行业持续高增；新增品类电饭煲带来增量。弹性来自豆浆机新品及可能的新品类推出、并购等。谨慎预测 2010-2012 年 EPS 0.85 元、1.06 元与 1.28 元，维持“增持”，目标价 26.4 元

作者简介:**方馨:**

方馨:女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		