



热水器暖农村 节日效应显灵？

——家电下乡和以旧换新 11 月数据点评

增持维持

投资要点：

- 农村市场好于预期，上调家电下乡全年销售额。
- 热水器农村需求释放，彩电旺季来临。
- 关注青岛海尔（电热水器份额第一）、万家乐（燃气热水器份额第一）

报告摘要：

- **家电农村销售仍处于平稳增长通道。**我们预计 2010 年销量和销售额将分别约 7800 万台和 1750 亿元，同比增长分别有望超过 125%和 170%。
- **今年农村市场地位相对 09 年有很大程度提升。**家电各大品种的农村占比显著提升。冰箱、彩电的农村销量占国内市场近半壁江山，这些品种的农村保有量正在快速爬升过程中。
- **热水器在农村热销。**主要是热水器在农村需求迅速释放，以及冬季低温催化了刚性需求；11 月同比、环比增长 286%、38%，1-11 月热水器和彩电销售额增速快于下乡整体水平，热水器是唯一占比大幅上升品种，占比增加了 4 个百分点。
- **预计 2011 年家电以旧换新销售额增幅超 40%。**我们预计 2010 年销量超过 2800 万台，销售额为 1064 亿元；2011 年销量超过 4200 万台，销售额超过 1500 亿元。假设 2011 年日均销量为 11.6 万台、日均销售额为 4.2 亿元。
- **节日效应。**自以旧换新政策实施以来，每次大型节假日后销售就会提速到新平台。
- **投资建议。**热水器成为农村的主流热销产品，关注青岛海尔（电热水器份额第一）、万家乐（燃气热水器份额第一）、美的电器、华帝股份；彩电进入春节旺季和升级换代高峰期，关注海信电器。

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	PEG	评级
青岛海尔	26.08	0.86	1.40	1.71	18.6	0.52	买入
万家乐	11.31	0.28	0.40	0.55	28.3	0.78	未评级
美的电器	16.10	0.61	1.05	1.32	15.3	0.41	买入
华帝股份	16.50	0.24	0.48	0.56	34.4	0.83	未评级
海信电器	12.77	0.57	0.70	0.90	18.2	0.72	增持

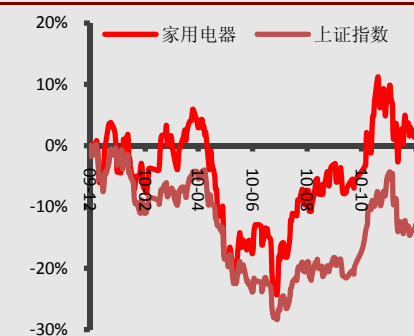
家电研究员

张泽京

电话：010-88085053

Email：zhangzejing@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	34
总市值（亿元）	3338
流通市值（亿元）	2315
重点公司（家）	9
重点公司占行业市值比重	60%

相关研究

空调行业 10 月数据点评：季节特征趋弱，市场集中度提高（2010.12.06）

目录

一、家电下乡：农村市场好于预期.....	4
（一）今年将达 1750 亿元	4
1、总量：新增品种促单月再创新高.....	4
2、农村占比：抢了城市的风头.....	4
3、整体售价成微降趋势.....	5
（二）子行业：热水器成农村新宠	6
（三）区域表现：格局稳定，安徽最具成长	7
二、以旧换新：政策效果已现.....	8
（一）全国推广和节日效应将提升政策效果	8
（二）预计：2011 年销售额超 1500 亿元	9
（三）政策现况：全国推广中	9

插图

图 1: 家电下乡销售额数据 (截止 10 年 11 月)	4
图 2: 家电下乡销量数据 (截止 10 年 11 月)	4
图 3: 各家电品种的农村保有量 (1985-2009 年)	5
图 4: 家电下乡销售均价趋势 (2009-2010 年)	6
图 5: 家电以旧换新销量数据 (截止 10.11.30)	8
图 6: 家电以旧换新销售额数据 (截止 10.11.30)	8
图 7: 2010 年大白电零售均价走势(国内一二线城市)	9

表格

表 1: 家电农村销售额占比变化	5
表 2: 各家电品种的农村市场销量占比	5
表 3: 2010 年 11 月家电下乡销售情况	6
表 4: 2010 年 1-11 月家电下乡销售情况	6
表 5: 家电下乡主要产品占比 (销售额)	7
表 6: 家电下乡主要产品占比 (销量)	7
表 7: 农业大省家电下乡销售额占比	8
表 8: 以旧换新销售预测	9

一、家电下乡：农村市场好于预期

农村市场表现好于我们三季度时的预期，家电农村销售新增需求旺盛，仍处于平稳增长通道。1-11月销量和销售额同比增长135%和181%，且11月再创历史新高。家电各大品种的农村占比显著提升。

我们预计2010年销量和销售额将分别约7800万台和1750亿元，同比增长分别有望超过125%和170%。

（一）今年将达1750亿元

今年11月份全国家电下乡产品销售783.6万台，实现销售额182.5亿元，比上年同期分别增长104%和153%；环比分别增长12%、10%。销量和销售额单月再创历史新高。

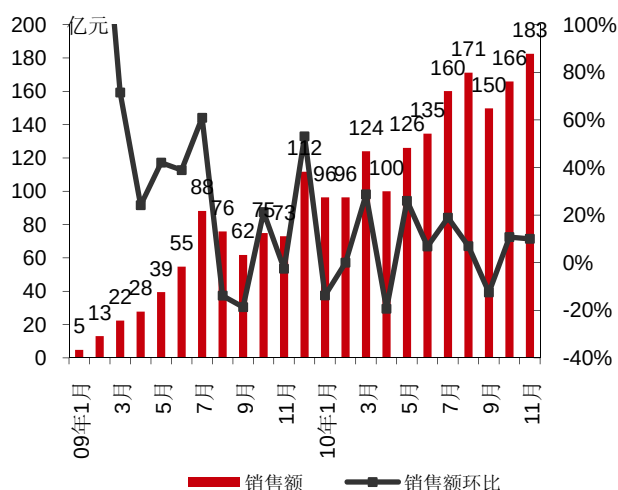
今年1-11月，全国家电下乡产品累计销售6730万台，实现销售额1504.1亿元，比上年同期分别增长135%和181%。

1、总量：新增品种促单月再创新高

今年11月环比出现超10%的增长，对比09年11月环比无增长，表明家电农村销售新增需求旺盛，仍处于平稳增长通道。

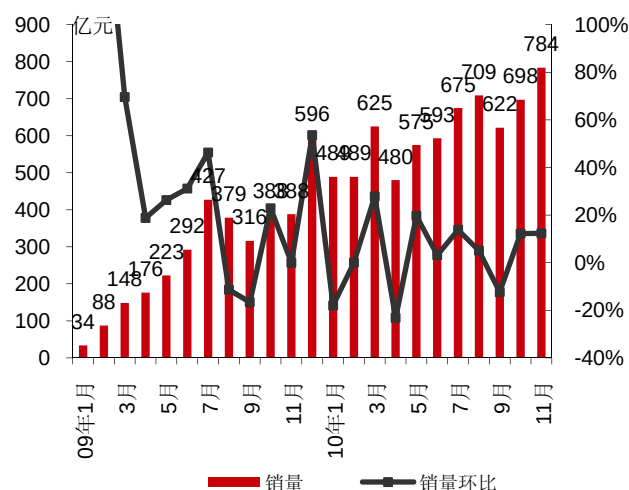
表现靓丽的销售数据超越了我们在年中时对新增品种（小家电和炊具等）热销的乐观预期。上调全年销售额，我们预计2010年销量和销售额将分别约7800万台和1750亿元，同比增长分别有望超过125%和170%。农村保有量很低的新增品种和热水器等产品下乡对农村市场的需求刺激效果很明显。

图1：家电下乡销售额数据（截止10年11月）



资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

图2：家电下乡销量数据（截止10年11月）



资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

注：2010年1月和2月是合计值，上图按照简单平均计算显示。

2、农村占比：抢了城市的风头

今年农村市场地位相对09年有了很大程度地提升：冰箱、彩电的农村销量占国内市场近半壁江山，这些品种的

农村保有量正在快速爬升过程中。由于农村的使用条件约束，洗衣机和空调的农村占比相对要低一些，但洗衣机的农村占比提升幅度仍很大；空调的农村普及相对滞后一些。

表 1：家电农村销售额占比变化

(单位: 亿元)	2009 年	2010 H1	2010.7	2010.8	2010.9	2010.10
家电下乡销售额	648	677	160	171	150	166
商品零售:限额以上企业:家用电器和音像器材类	3151	1907	343	317	334	437
家电农村销售占比	20.6%	35.5%	46.6%	54%	45%	38%

资料来源：宏源证券，CEIC，商务部“家电下乡信息管理系统”

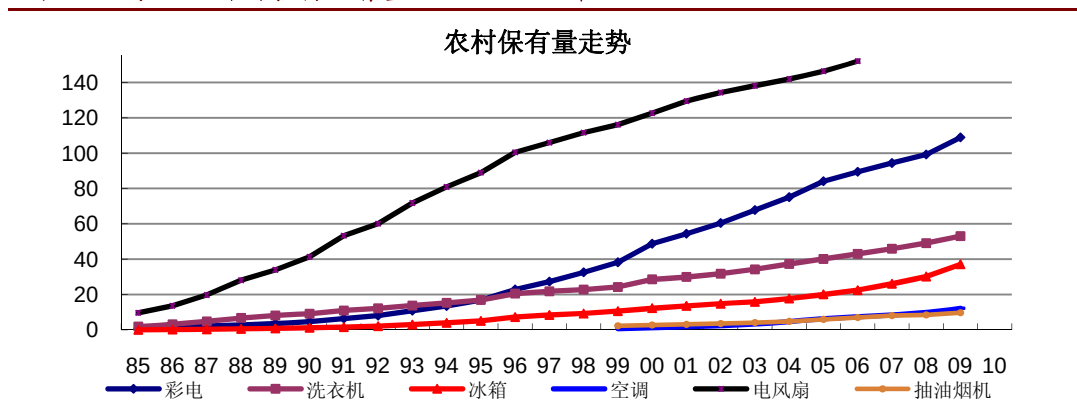
表 2：各家电品种的农村市场销量占比

	09H1	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	09 年	10 年 1-10 月
冰箱	27%	53%	45%	37%	49%	36%	33%	35%	47%
彩电	11%	20%	23%	19%	25%	38%	52%	22%	42%
洗衣机	12%	16%	18%	16%	31%	40%	52%	21%	35%
空调	1%	21%	21%	10%	9%	9%	12%	8%	11%

资料来源：产业在线，商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

注：农村销量占比 = 家电下乡零售量 / 内销出货量

图 1：各家电品种的农村保有量（1985-2009 年）



资料来源：国家统计局，宏源证券

3、整体售价成微降趋势

11 月均价为 2329 元，同比增长 24%，环比下降 2%。“新增品种销量大增”替代“价格上限提高”成为影响价格的主要变量。同比大幅增长反映了售价上限提高后的政策效应，环比略有下降是产品结构季节性变动和新增小电器品种所致；随着新增品种的普及，后参与的补贴品种对销售均价有一定的摊薄作用。

图 4: 家电下乡销售均价趋势 (2009-2010 年)


资料来源: 商务部“家电下乡信息管理系统”, 宏源证券

(二) 子行业: 热水器成农村新宠

热水器在农村热销, 主要是热水器在农村需求迅速释放, 以及冬季低温催化了刚性需求。

“热卖空调, 冷卖热水器”, 气温变化给家电销售带来了季节性机会。11 月冰箱占比有所下降, 热水器占比上升, 1-11 月热水器和彩电销售额增速快于下乡整体水平: 热水器的农村需求将被激发, 在这几月寒冷季节迅速释放; 彩电销量增速与下乡产品整体同步, 主要是液晶电视替代 CRT, 电视价格今年同比增长了 45%。

11 月份销售额居前三名的产品是彩电 55.2 亿元、冰箱 48.2 亿元、**热水器 23.4 亿元**, 同比分别增长 148%、161% 和 **286%**, 环比分别增长 10%、下降 3%、**增长 38%**。空调 17.3 亿元, 同比增长 152%。

1-11 月销售额, 冰箱 510.2 亿元、彩电 416.3 亿元、空调 162.3 亿元、**热水器 134 亿元**, 同比分别增长 93%、339%、128%、**709%**。

表 3: 2010 年 11 月家电下乡销售情况

类别	销量(万台)	销售额(亿元)	销量同比	销售额同比	销量环比	销售额环比	零售均价(元)	价格环比	销售额占比
家电	784	183	104%	153%	12%	10%	2329	-2.1%	
冰箱		48.2		161%		-3%			26%
彩电		55.2		148%		10%			30%
空调		17.3		152%					9%
热水器		23.4		286%		38%			13%

资料来源: 商务部“家电下乡信息管理系统”, 宏源证券

表 4: 2010 年 1-11 月家电下乡销售情况

类别	销量(万台)	销售额(亿元)	销量同比	销售额同比	销售额占比	零售均价(元)
家电	6730	1504	135%	181%	100%	2235
冰箱		510		93%	34%	
彩电		416		339%	28%	
空调		162		128%	11%	
热水器		134		709%	9%	

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

年度整体对比来看下乡各品种的结构变化：冰箱一枝独秀的局面依然维持（占比 35%），但占比明显下降，减少了 5 个百分点；热水器是唯一占比大幅上升品种，占比增加了 4 个百分点；其他新增品种也首次登场。而彩电、洗衣机、空调占比大体不变。

冰箱往下：经过去年超常规的飞跃式增长，冰箱在农村快速普及，09 年农村保有量增加了近 7 个百分点，即每 100 户农村家庭有 7 户新买了冰箱（不包括更新换代的）。今年冰箱在农村的增速达 93%，但远不如家电下乡销售总额增速（1-11 月 181%）。

热水器往上：在农村已成为冰箱、彩电之后的第三号选择对象。随着冰箱、彩电普及后，洗衣机、空调在使用条件上的限制短时间内一定程度制约了增长速度，热水器自然成为农村冬季新的需求点。

表 5：家电下乡主要产品占比（销售额）

产品	2009 年	10Q1	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	10 年 1-11 月
冰箱	44%	28%	32%	37%	41%	42%	40%	35%	30%	26%	34%
彩电	21%	36%	32%	26%	23%	19%	20%	25%	30%	30%	28%
洗衣机	9%	13%									8%
空调	12%					17%	18%			9%	11%
热水器	4%			10%	10%				10%	13%	9%
计算机	7%		10%								9%

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

注：洗衣机和计算机 2010 年占比是 1-10 月（不是 1-11 月）

表 6：家电下乡主要产品占比（销量）

产品	2009 年	10 年 1-10 月
冰箱	40%	35%
彩电	22%	23%
洗衣机	16%	16%
空调	9%	8%
热水器	4%	8%

资料来源：商务部“家电下乡信息管理系统”，宏源证券

（三）区域表现：格局稳定，安徽最具成长

各省市格局保持稳定，今年农业大省份额变化：安徽、江苏显著上升；河南略降，山东持平；

11 月份，销售额居前五名的地区是河南 23.5 亿元，山东 19.4 亿元，安徽 16.2 亿元，河北 13.9 亿元，江苏 11.1 亿元。今年 1-11 月，累计销售额前 5 名的地区是河南 192.4 亿元、山东 159 亿元、安徽 122 亿元、四川 97.6 亿元、河北 97.5 亿元。

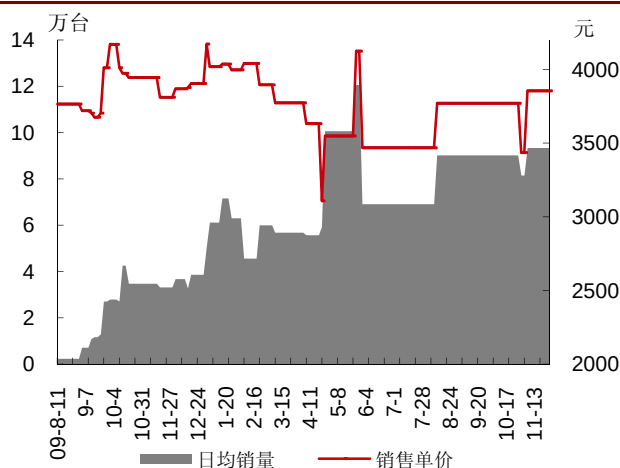
表 7: 农业大省家电下乡销售额占比

省份	09 年 11 月	12 月	09 年	10Q1	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	10 年 1-11 月
河南	13.6%	20.0%	13.4%	12.1%	16.0%	14.4%	14.0%	11.5%	11.2%	12.8%	12.5%	12.9%	12.8%
山东	10.7%	10.0%	10.7%	11.0%	7.6%	10.4%	11.1%	10.5%	10.8%	10.8%	11.3%	10.6%	10.6%
安徽	6.1%	5.6%	5.8%	7.9%	8.8%	7.5%	7.4%	8.2%	7.9%	8.0%	8.4%	8.9%	8.1%
江苏	5.0%	4.7%	5.2%	6.3%		6.3%		6.9%	6.7%		6.1%	6.1%	6.4%
河北	7.0%	6.1%	5.9%		6.6%	6.8%	7.1%				6.9%	7.6%	
湖北	5.6%	5.6%	6.1%		6.5%			6.6%					
四川	7.1%	7.9%	9.6%	7.5%			6.4%		8.1%				
湖南	5.3%	4.7%	6.3%										
江西	3.1%	3.2%	4.1%	4.0%									
R5	44.5%	49.7%	46.0%	44.7%	45.5%	45.5%	45.9%	43.7%	44.7%		45.3%	46.1%	

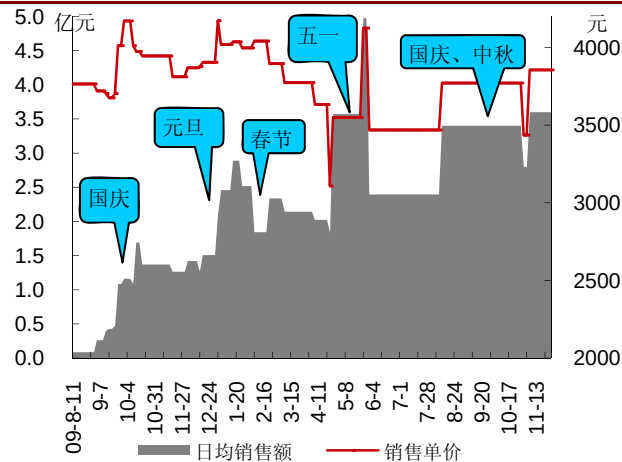
资料来源: 商务部“家电下乡信息管理系统”, 宏源证券

二、以旧换新: 政策效果已现

商务部近期公布的家电以旧换新销售数据: 11 月全国家电以旧换新产品销售 275.4 万台, 实现销售额 104.8 亿元, 比上年同期分别增长 **185%** 和 **180%**。其中, 销售额位居前三的省份分别是山东 14.8 亿元、江苏 13 亿元、浙江 11.5 亿元, 同比增长 202%、38.3% 和 102%。截至 2010 年 11 月 30 日, 全国家电以旧换新销售新家电 2914.8 万台, 实现销售额 **1093.6 亿元**, 回收旧家电 3021.2 万台。

图 5: 家电以旧换新销量数据 (截止 10.11.30)


资料来源: 商务部, 宏源证券

图 6: 家电以旧换新销售额数据 (截止 10.11.30)


资料来源: 商务部, 宏源证券

（一）全国推广和节日效应将提升政策效果

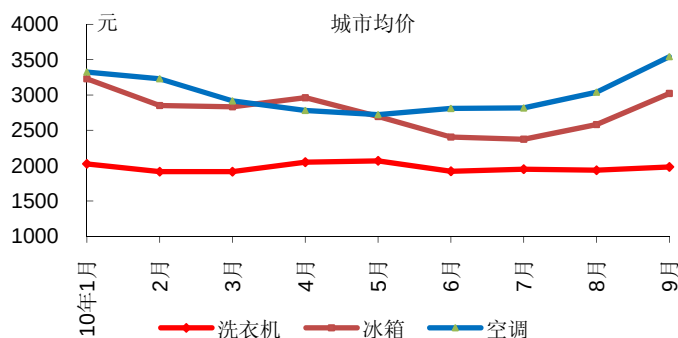
以旧换新的春节节日效应和全国推广将助推家电城市旺销。

全国推广促同比翻番。11 月份家电以旧换新日均销量约 9.3 万台、日均销售额为 3.6 亿元。与国庆节前后两个月比, 日均销量和日均销售额分别增长 4%、6%; 与年初比, 日均销售几近翻番。销售同比大幅增长的原因主要是全国推广拉动以及政策不断深入、措施逐步简化。

节日效应。自以旧换新政策实施以来，每次大型节假日后销售就会提速到新的平台。

今年下半年售价一路上涨，11月销售均价为3855元/台，环比增长约2%，主要因为参加补贴的大白电整体均价上涨。

图 7：2010 年大白电零售均价走势(国内一二线城市)



资料来源：中怡康，宏源证券

(二) 预计：2011 年销售额超 1500 亿元

由于以旧换新推广省市的招投标进程时间较长，下半年销售额略低于我们在年中时的预测。

看好明年一季度旺销。12月、明年1月是春节前的传统旺季，节日效应将会持续；同时全国推广效应也会体现，经过半年各省市陆续招投标，四季度增量已有反映，明年一季度将会集中释放。

预计 2011 年家电以旧换新销售额增幅超 40%。经测算，我们预计 2010 年销量超过 2800 万台，销售额为 1064 亿元；**2011 年销量超过 4200 万台，销售额超过 1500 亿元。**经过计算今年上半年和下半年的日均销售趋势，并结合今年全国推广进展，假设 2011 年日均销量为 11.6 万台、日均销售额为 4.2 亿元。

表 8：以旧换新销售预测

		2009(A)	2010H1(A)	2010H2(E)	2010(E)	2011(E)
试点地区	销量(万台)	360	1049	1460	2509	
	销售额(亿元)	141	399	520	919	
新推广地区	销量	0	0	330	330	
	销售额	0	0	145	145	
全国	销量	360	1049	1790	2839	4228
	销售额	141	399	665	1064	1526
	日均销量		7.0	8.5		11.6
	日均销售额		2.7	3.2		4.2

资料来源：宏源证券，商务部

(三) 政策现况：全国推广中

1.截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日，实施期还有一年，我们认为未来还有可能延期。试点 1 年：2009.6.1~2010.5.31，全国推广 1 年半：2010.6.1-2011.12.31。

2.地区范围:

- (1) 试点并继续实施省市: 北京、天津、上海、江苏、浙江、宁波、山东、青岛、广东、深圳 (7省、3市)
- (2) 全国推广时实施省市: 河北、山西、辽宁、大连、吉林、黑龙江、安徽、福建、厦门、江西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海 (17省、2市)
- (3) 待实施省市: 内蒙古、广西、海南、云南、西藏、宁夏、新疆及新疆生产建设兵团 (7省、1团)

3.补贴品种: 电视机、电冰箱 (含冰柜)、洗衣机、空调、电脑 5 类家电, 今后会进行适当补充和调整。

4.补贴标准: 按新家电销售价格的 10% 给予补贴, 补贴上限为: 电视机 400 元/台, 电冰箱 (含冰柜) 300 元/台, 洗衣机 250 元/台, 空调 350 元/台, 电脑 400 元/台。

5.补贴资金来源: 中央 80%、地方 20%, 五大自治区和一些重灾县的补贴资金全部由中央承担。

6.补贴约束: 个人购买新家电的, 总量不超过 5 台; 单位购买新家电的, 总量不超过 50 台。

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所家电行业研究员，理学学士、管理学硕士；四年证券行业从业经验，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、三花股份、苏泊尔、九阳股份。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 13801356800 Zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。