

2010-12-08

家用电器

维持

增持

城市消费升级与农村需求增长凸显家电行业投资机会

◇行业年度报告

◆2011 年家电需求增长比较乐观

2011 年家电行业的需求增长虽然会在 2010 年高增长的基础上有所回落,但增长依然比较乐观。预计 2011 年家电国内需求将增长 20%,家电出口将增长 18%。国内需求中占比 70%的城市需求将增长 15%,占比 30%的农村需求将增长 30%。

◆城市消费升级和农村需求增长是亮点

城市消费升级已经进入关键期。高端产品销量占比已经达到 25%以上,未来占比的继续提高将带动行业销售规模的增长。

农村需求已经完全被激活。2010 年家电下乡政策进入第三年的山东、河南、四川销售依然呈现高增长。其他地区目前处于政策第二年,预计 2011 年可以维持高增长。大家电渠道下沉已经成熟,小家电渠道下沉正在加速,蕴含投资机会。

◆房地产调整、人民币升值等负面因素影响可控

市场经常过分担忧负面因素对家电行业的影响。我们预计 2011 年主要的负面因素如房地产调整、人民币升值、原材料成本上涨对行业影响处于可控范围内,不能改变行业向上态势。

◆后政策刺激时代,期待家电十二五规划

2011 年家电行业进入后政策刺激时代,但政策刺激效果依然显著。即将推出的家电十二五规划将指明中国向家电强国发展。中国白电行业已经初具全球竞争力,期待对龙头企业具体扶持政策的出台。

◆推荐标的

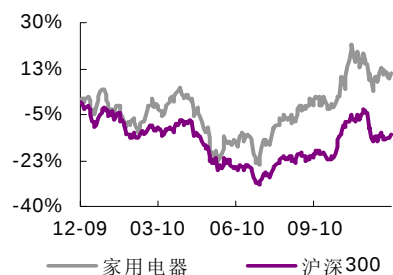
我们推荐业绩有望爆发性增长的复合材料龙头禾盛新材;受益小家电渠道下沉的苏泊尔;整体估值低,且增长稳定,竞争力强的青岛海尔、格力电器、美的电器;近期推出股权激励,具备催化剂的 ST 科龙。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
002290	禾盛新材	35.39	0.52	0.75	1.40	买入
002032	苏泊尔	23.75	0.54	0.76	1.00	买入
600690	青岛海尔	26.40	0.86	1.42	1.78	买入
000651	格力电器	17.66	1.03	1.44	1.63	买入
000527	美的电器	16.36	0.61	1.06	1.25	买入
000921	ST 科龙	8.06	0.11	0.52	0.56	买入
000418	小天鹅 A	19.15	0.35	0.86	1.05	增持
600261	浙江阳光	35.39	0.48	0.72	1.00	增持
002242	九阳股份	16.62	0.80	0.86	1.00	增持
600983	合肥三洋	13.44	0.39	0.55	0.73	增持
600060	海信电器	12.96	0.57	0.75	0.95	增持
002052	同洲电子	10.76	0.14	-0.07	0.34	增持

行业主要数据图

限额以上企业家电零售额 (亿元)			
2010	零售额	同比增长	下乡销售
1 月	351	18%	
2 月	287	43%	
3 月	259	19%	124
4 月	290	39%	100
5 月	394	27%	126
6 月	326	25%	135
7 月	343	27%	160
8 月	317	30%	171
9 月	334	30%	150
10 月	437	25%	166
合计	3,337	28%	1324

行业与上证指数对比图



相关报告:

政策刺激和出口复苏预期凸显家电业投资机会

2009-11-13

行业负面因素增多,但政策刺激依然可观

2010-07-02

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

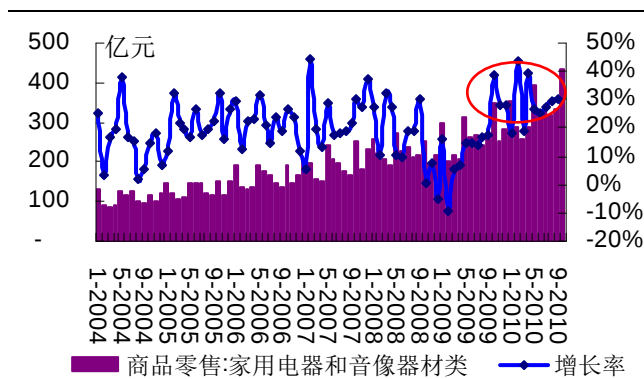
家电行业需求增长依然乐观

第四季度家电行业有望延续景气

家电行业的高增长与高度景气已经延续一年。第四季度家电行业有望增长 25%，延续景气趋势。第四季度，行业信心指数创出新高。十月家电行业零售同比增长 25%，保持良好的增长趋势。十一月家电下乡在淡季创出新高，环比增长 10%。

图表 1：家用电器和音像器材类商品零售推移图

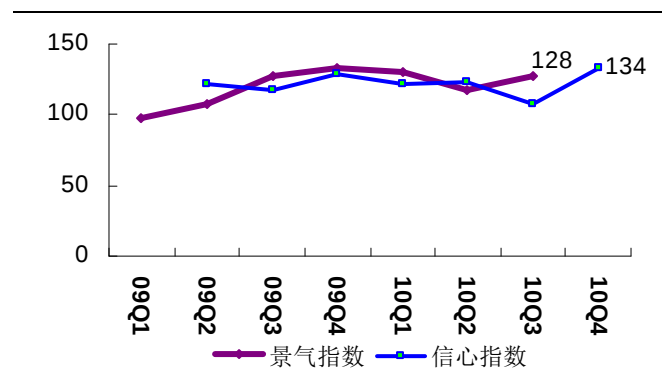
2010 年 1-10 月家电零售增长 28%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 2：家电行业景气指数和信心指数

第四季度家电行业有望维持景气



资料来源：中怡康，光大证券研究所

2011 年家电行业的需求增长依然比较乐观

2011 年家电行业的需求增长依然比较乐观，预计内需将增长 20%，出口将增长 18%。相比 2010 年家电行业内需增长 28%，出口增长 40% 有所回落。2011 年行业亮点为城市消费升级与农村需求增长。

当前，城市高端家电销量占比已经达到 25% 以上，未来高端产品销量占比每提高一个百分点带动城市家电销售额增长一个百分点。当前城市家电销售占国内市场 70%，预计 2011 年该市场将增长 15%。

农村消费需求已经被完全激活，当前正处于黄金增长期，家电下乡销售屡超市场预期。当前农村家电销售占国内市场的 30%，预计 2011 年该市场将增长 30%。

此外，出口市场虽然面临人民币升值的不利影响，但预计明年将继续增长 18%。原因在于全球经济复苏，特别是新兴经济体的经济增长带动家电需求的增长。同时，日本等家电强国正在遭受本币快速升值的压力，家电产能加快向中国转移。

市场担心房地产陷入调整对家电城市新置需求的影响。鉴于 2011 年商品房竣工面积依然将保持稳步增长，我们预计房地产的影响不大。此外，中国适婚人口稳步增长，家电需求增长具备人口基础。而家电下乡和以旧换新在 2011 年依然会起到可观的刺激作用。

推荐标的

我们的推荐标的为禾盛新材、苏泊尔、青岛海尔、格力电器、美的电器、ST 科龙。

图表 3：推荐标的

禾盛新材	禾盛新材是家电复合材料龙头。国内市场家电复合材料对喷涂工艺替代率仅 25%，行业正处于黄金增长期，预计 2011-2013 年 CAGR 达到 35%。不完全统计，仅上市家电企业未来两年的扩产计划将新增 36 万吨/年的需求量，相当于 2009 年国内需求总量。 公司当前产能 12 万吨/年，2010 年 12 月公司合肥一期投产，释放产能 6 万吨/年；2011 年 3 月，公司合肥二期投产，释放产能 6 万吨/年。公司业绩有望在 2011 年实现爆发性增长。以公司当前掌握的资源，后续有能力快速启动新的大规模产能扩张计划。随着产能释放，公司加快海外业务拓展。公司同日本大型贸易商阪和成为战略合作伙伴。阪和将在海外经销公司产品，2011 年销售目标是五万吨。 近期深度报告：与速度赛跑，抢占家电复合材料高地
苏泊尔	苏泊尔是炊具和小家电市场龙头。中国小家电行业还处于成长期。发达地区每户家庭拥有近 40 台小家电产品，而中国大中城市的家庭平均拥有量不到 10 台，农村市场普及率更低。公司是小家电企业中最具成长前景的企业。其综合性产品线可抵御单一产品市场需求波动的风险。其品牌沿伸性适合进入新的产品，分享市场新机遇。 2011 年开始，公司三四级市场的渠道下沉将初具规模，生活馆数量将达到一千家以上，此外借道海尔日日顺渠道进入其中一千家销售网点。预计来自三四级市场的收入将呈现爆发性增长。 大股东 SEB 的采购订单将继续向公司快速转移，维持出口的高速增长。公司当前 SEB 订单金额不足 SEB 在中国地区采购总额的 20%。当前 SEB 订单以炊具为主，随着公司绍兴小家电生产基地产能扩张，预计未来 SEB 将快速向公司转移小家电订单。 近期深度报告：最具成长前景小家电企业
青岛海尔 格力电器 美的电器	白电三大龙头企业。青岛海尔二次股权激励，行权价 22.3 元，凸现管理层对企业发展信心。格力电器公开增发、美的电器定向增发，双双大局进军中央空调市场，存在融资需求。 家电竞争强者愈强，未来发展有利于行业龙头。当前国内城市市场表现出消费升级，海尔、格力、美的已经表现出在高端产品的竞争力，开始同外资企业争夺高端市场；农村市场快速增长，而海尔、格力、美的拥有三四级市场最有竞争力的家电分销网络。 家电十二五规划预计将制定向家电强国的发展之路。海尔、格力、美的作为最具竞争力的市场龙头预计将受益。 当前白电板块估值整体偏低，2011 年 PE 不足 14 倍。在 2011 年家电行业继续稳定增长的预期下，股价存在上涨空间。 近期研究报告：家电十二五规划，下一站家电强国
ST 科龙	管理层股权激励，行权价 7.65 元，凸现管理层对企业发展信心。海信空调资产注入后，公司业务协同效应还未发挥。当前公司拥有海信、科龙、容声三大品牌，产品渠道还未完全整合，未来还具有很大的整合空间，具有想象力。公司属于困境反转型企业，短期还难以通过业务的盈利快速提高资产质量。但催化剂的出现带来交易性机会。 近期研究报告：股权激励刺激休克龙，关注交易性机会

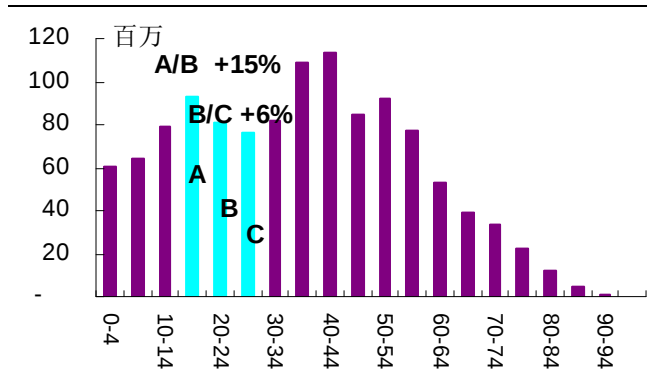
资料来源：光大证券研究所

适婚人口增长与城市化进程奠定家电需求增长基础

中国适婚人口处于上升通道。当前，22-26 岁人口是结婚主力。22-26 岁人口是 27-31 岁人口的 106%；17-21 岁人口是 22-26 岁人口的 115%。受适婚人口增长影响，2006 年以来中国结婚登记数量稳步增长。

图表 4：2008 年中国人口结构

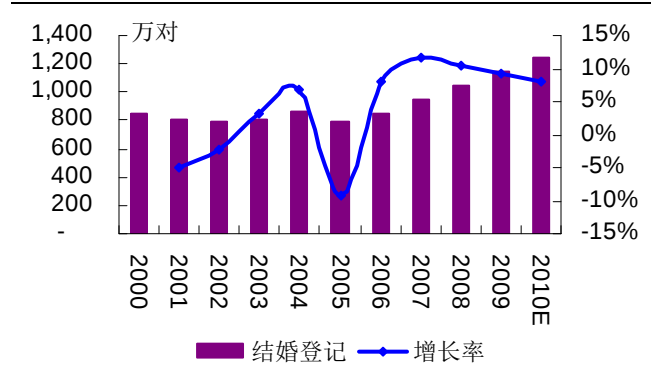
适婚人口稳步增长



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 5：中国结婚登记数量推移图

结婚登记数量稳步增长



资料来源：民政部，光大证券研究所

2009 年共有 1146 万对新人结婚，当年新婚人口对国内家电需求的贡献在 30-42%。由于家电下乡和以旧换新政策的刺激，农村需求和以及换新需求大幅提高。2010 年开始新婚人口对家电需求的占比将有所下降，即家电国内市场的增长将快于中国结婚登记数量的增长。2010 年新婚人口对家电需求的贡献下降至 25-40%。

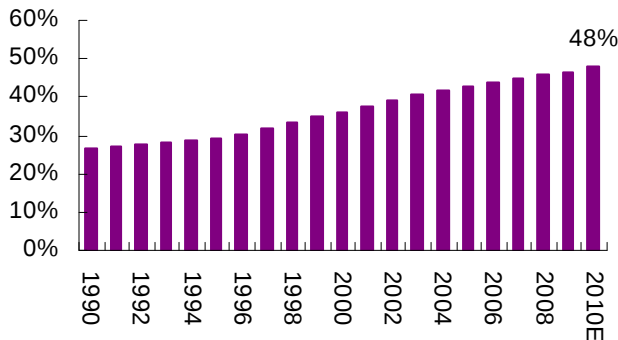
图表 6：2009 年与 2010 年结婚人口带动家电需求测算

	冰箱	洗衣机	空调	彩电
新婚人口家电采购量 (台/对)	1	1	1	1.3
2009 年内销量 (万台)	3,848	2,660	3,767	3,574
新婚家电需求占比	30%	43%	30%	42%
预计 2010 年内销量 (万台)	5000	3200	4900	4000
新婚人口家电需求占比	25%	39%	25%	40%

资料来源：产业在线，光大证券研究所

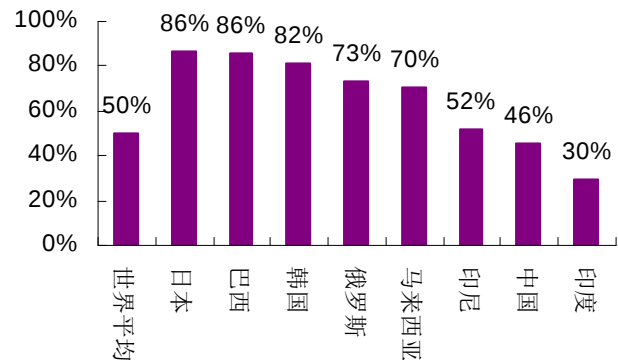
当前，中国城市化率接近世界平均水平，预计 2010 年城市化率达到 48%。最近几年中国城市化率以每年一个百分点的速度提升，预计每年城市化的提高对国内大家电需求量的贡献在 10-15%。

图表 7：中国城市化进程



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 8：2008 年全球城市化比较



资料来源：民政部，光大证券研究所

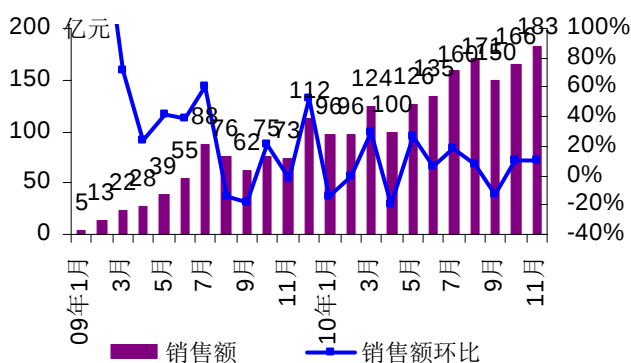
农村家电市场正处于黄金增长期

农村家电市场正处于黄金增长期。2010 年家电下乡销售屡超预期，预计 2010 年销售规模可达 1700 亿元，同比增长 145%。我们预计 2011 年家电下乡销售将达到 2300 亿元，增长 30%。农村市场有望成为家电市场的增长引擎。

2010 年 1-11 月，家电下乡累计销售 1507 亿元，销售家电 5955 万台。月度销售额屡创新高，产品销售单价有明显提高。预计 2010 年农村家电销售规模将占到国内家电销售规模的 30% 以上。

图表 9：家电下乡销售月度推移图

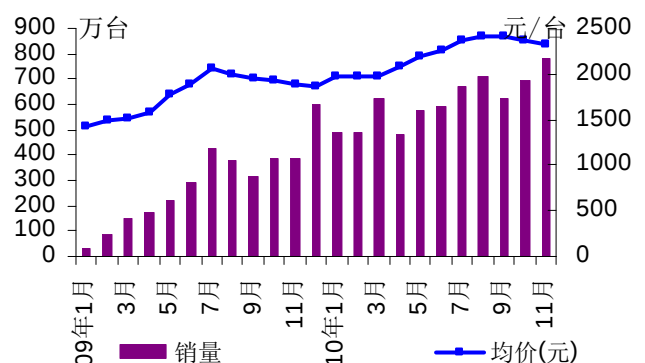
家电下乡销售屡创新高



资料来源：家电下乡信息系统，光大证券研究所

图表 10：家电下乡销量月度推移图

家电下乡产品销售均价屡创新高

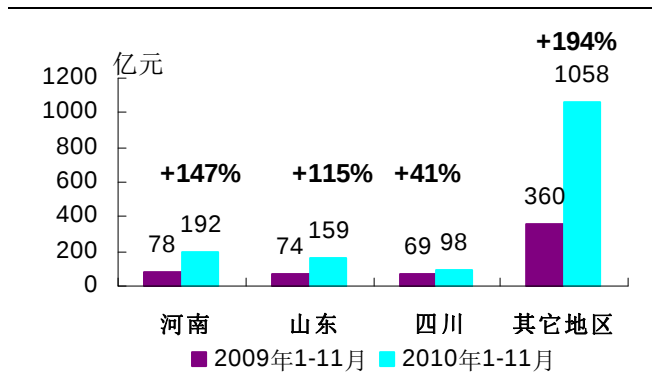


资料来源：家电下乡信息系统，光大证券研究所

河南、山东、四川是家电下乡政策先行试点地区，2010 年已经是政策执行第三年，其他地区还处于政策执行第二年。从销售额看，河南、山东、四川的增长率依然很高。此外，2010 年 1-11 月河南、山东、四川三省农民人均家电消费达到 274 元/人，高出其他地区 40%。可以认为，其他地区 2011 年家电下乡销售依然有很大的增长空间。

图表 11：家电下乡销售分地区比较

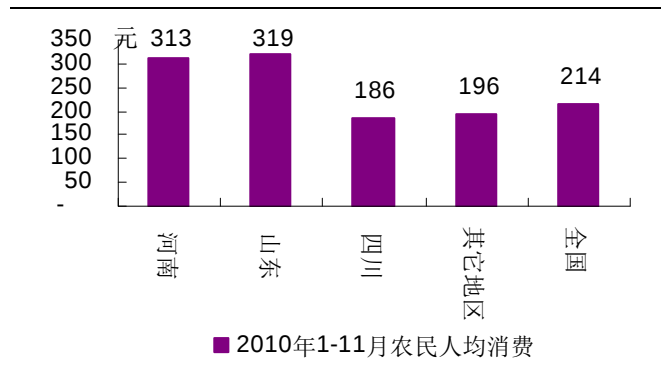
河南、山东、四川销售增长率依然很高



资料来源：家电下乡信息系统，光大证券研究所

图表 12：2010 年 1-11 月农民人均消费比较

河南、山东、四川农民人均家电消费比其他地区高 40%



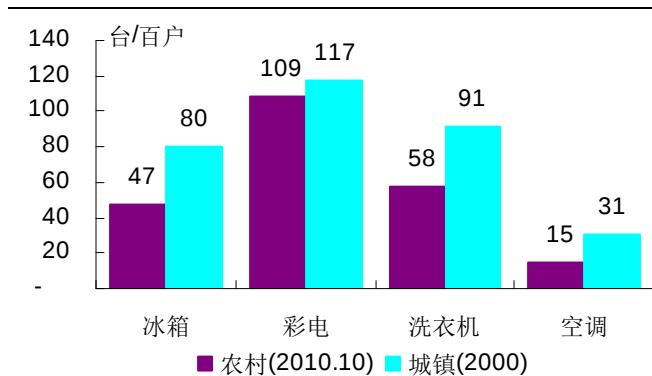
资料来源：家电下乡信息系统，光大证券研究所

农村家电保有量依然比较低。到 2010 年 10 月，冰箱、彩电、洗衣机、空调的保有量依次为 47 台/百户、58 台/百户、15 台/百户、109 台/百户。家电下乡政策的目标是到 2012 年底，农村家电保有量达到城市 2000 年底水平。我们认为，由于当前消费习惯的改变，家电日益成为生活必需品，至 2012 年底农村家电保有量水平有望超出政策目标。

从具体的产品分析，农村冰箱冰柜、洗衣机和彩电国内销量占比较高，但空调的销量占比仅 11%，农村空调市场的高增长对空调整体市场的影响还不明显。

图表 13：家电保有量比较

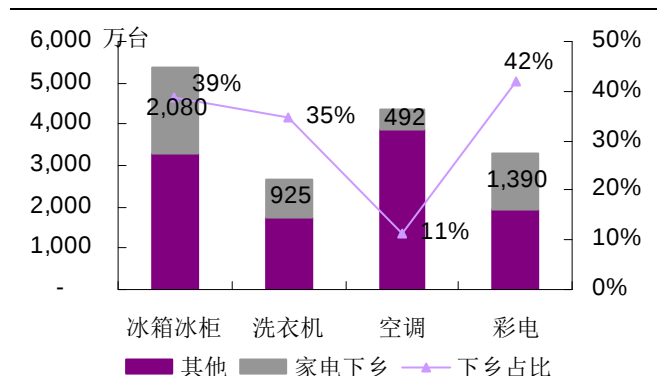
下乡政策目标：2012 年底农村家电保有量达到城市 2000 年水平



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 14：2010 年 1-10 月家电下乡销量内销占比

农村家电需求占比具备影响基础



资料来源：产业在线，家电下乡信息系统，光大证券研究所

城市家电需求稳步增长

2011 年城市需求将继续稳步增长。以旧换新政策的深入执行将进一步刺激换新需求；同时城市表现出明显的家电消费升级趋势，将提升产品销售单价。市场所担忧的房地产影响本质上对家电需求的负面作用有限。

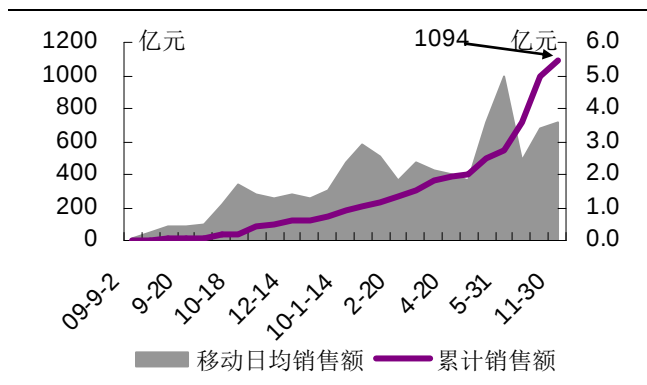
以旧换新稳步刺激城市家电换新需求

家电以旧换新正在激活城市换新需求。目前政策已经全国推广。当初由于缺乏旧家电回收能力，暂缓执行政策的 6 个省份也逐步开始推行。

截至 2010 年 11 月 30 日，家电以旧换新政策带动家电销售 2915 万台，销售额突破 1094 亿元，其中 2010 年 1 月 1 日至 2010 年 11 月 30 日销售 953 亿元。由于 12 月是家电销售旺季，预计 2010 年全年可达到 1100 亿元的销售额。同之前 1200 亿元的销售预期相比低 8%。预计主要是由于政策推广速度偏慢导致。

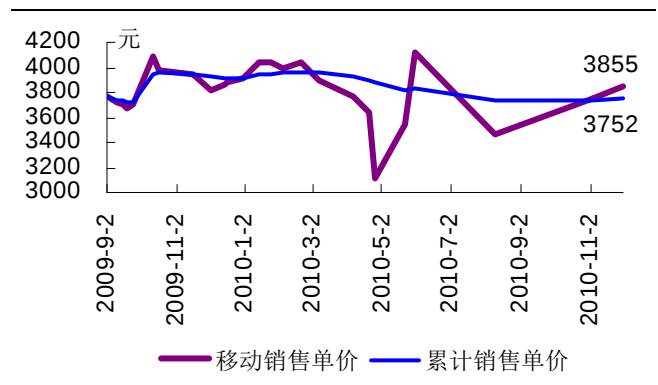
2011 年家电以旧换新销售预计能够达到 1600 亿元。快速增长的主要原因在于政策执行初期存在政策效果的逐渐扩散过程。以第一批试点地区销售为例，2009 年 9 月 2 日至 2009 年 12 月 31 日 4 个月销售额 141 亿元；2010 年 1 月 1 日至 2010 年 4 月 25 日 4 个月销售额 259 亿元，环比增长 84%。家电下乡政策曾经也表现出同样的特点。

图表 15：家电以旧换新销售额



资料来源：以旧换新信息系统，光大证券研究所

图表 16：家电以旧换新销售均价



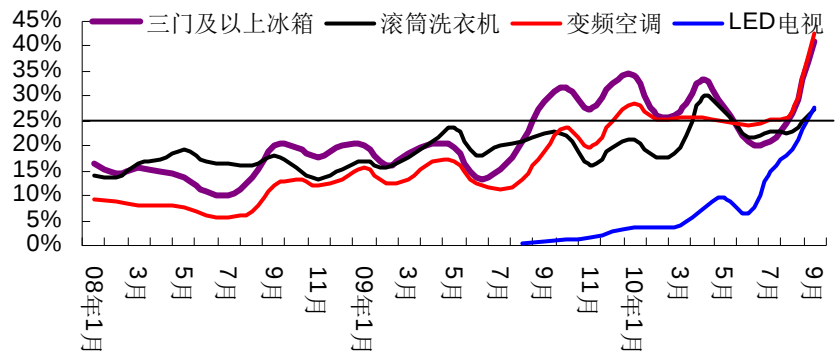
资料来源：以旧换新信息系统，光大证券研究所

城市家电消费升级趋势明显

城市家电消费升级已经进入关键时期。高端产品销量的提升对销售额提升有重大的贡献。2010 年 1-9 月三门及以上冰箱零售均价为 4705 元，高出整体零售均价 72%；滚筒洗衣机零售均价 3663 元，高出整体零售均价 85%；变频空调零售均价 3603 元，高出整体零售均价 23%；LED 电视零售均价 8181 元，高出 LCD 电视整体零售均价 81%。

目前各大家电的高端产品销量都已经提升至 25% 以上。至 2010 年 9 月，三门及以上冰箱、滚筒洗衣机、变频空调、LED 电视城市销量占比分别为 41%，27%，43%，28%；销售额占比分别为 62%，47%，47%，40%。城市高端产品销量占比每提升一个百分点就能带动城市家电销售增长一个百分点。预计 2011 年消费升级将带动销售增长 3-5 个百分点。

图表 17：城市市场高端家电产品销量占比



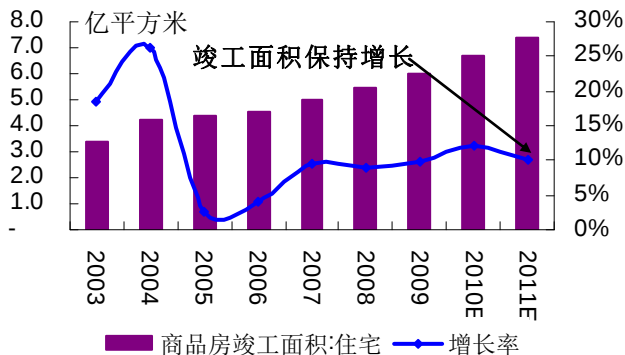
资料来源：中怡康，光大证券研究所

房地产销售调整对城市家电新置需求影响有限

城市家电新置需求占国内家电需求总量的 30%。新房装修对该部分需求的购买时机有直接影响。当前商品房销售已经进入调整期，但预计对家电需求影响有限，主要理由如下：

图表 18：商品房竣工面积

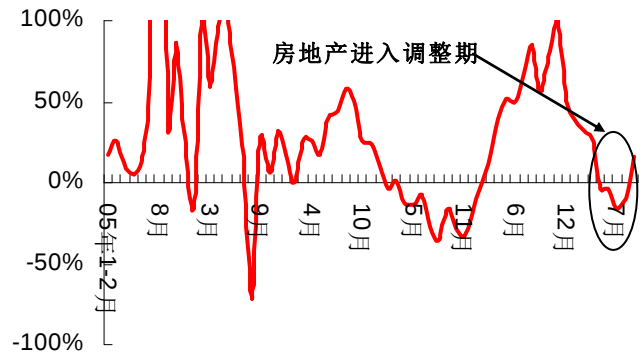
2011 年商品房竣工面积稳步增长



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 19：商品房销售面积增长率

商品房销售进入调整期

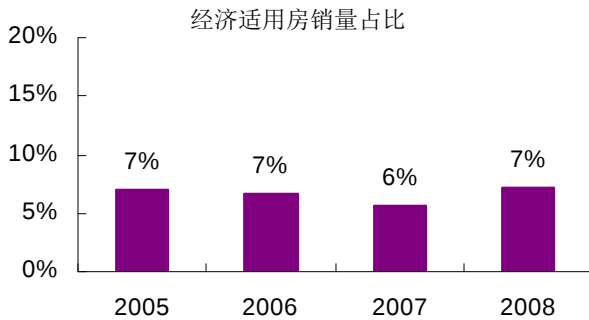


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

(1) 中国房地产销售以期房为主，虽然房地产销售已经进入调整期，但是 2011 年商品房竣工面积还将保持稳定的增长，即对家电需求的影响不大，这是决定性因素。(2) 房地产销售调整导致二手房销售下降，对家电需求有负面影响，但二手房销售占比不足 15%，影响有限。(3) 保障性住房建设力度加大。2008 年之前经济适用房占住房供给的 6-7%。2009 年政府开始加大保障性住房（包括经济适用房）建设力度，未来保障性住房供应量将提高到 20%。

为加强保障性住房建设，住建部近日发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，提出 2011 年保障性住房达到 1000 万套。预计 2009 年底保障性住房数量 330 万套，2010 年底保障性住房 580 万套，2011 年将新建保障性住房 420 万套，如按计划开工，建设量将达到当年住房建设的 19%。

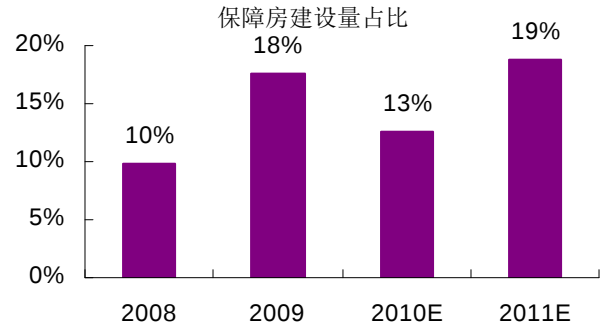
图表 20：经济适用房销量占比



注：2009 年之前经济适用房是保障房的主体

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 21：保障房建设量占比



注：假设保障房建设按照当年计划开工

资料来源：国家统计局，住建部，光大证券研究所

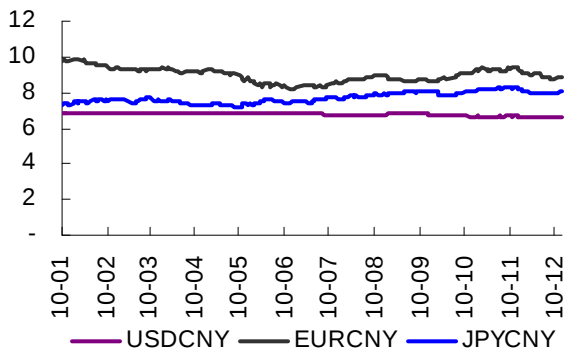
人民币升值不改家电出口增长预期

2010 年家电出口增长率将接近 40%，其中恢复性增长贡献 14%，正常需求增长贡献 26%。由于金融危机影响 2009 年家电出口下滑 10%。剔除 2009 年的出口萎缩影响，2010 年家电出口相比 2008 年增长 26%。

2011 年家电出口增长速度将有所回落。预计全球经济增长和家电产能向中国继续转移将带动 2011 年家电出口增长 18%。虽然市场普遍担忧人民币升值对家电出口的冲击，但我们认为中国家电行业的竞争力以及全球经济增长的带动能弥补人民币升值压力。

图表 22：2010 年外币兑人民币汇率

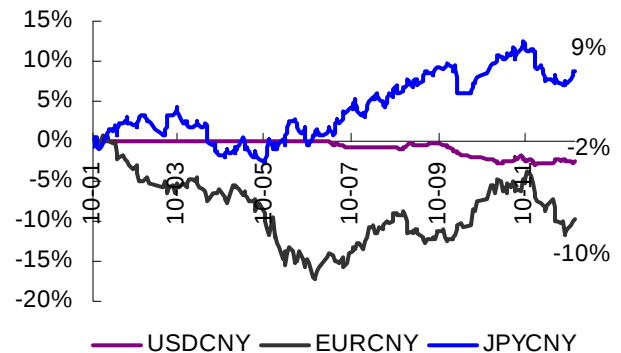
人民币升值预期强烈



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 23：2010 年外币兑人民币汇率变动幅度

2010 年人民币兑美元升值 2%，但兑日元贬值 9%

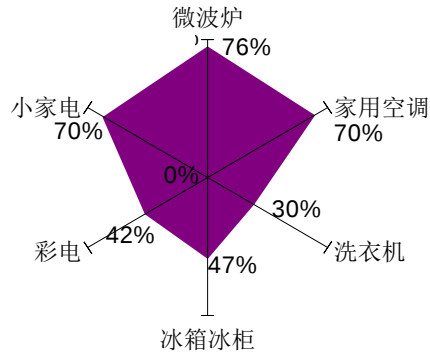


资料来源：wind，光大证券研究所

中国家电产业的议价能力并非大家想象中的那么弱。最近的广交会期间，美的、格兰仕这样以价格竞争为主的企业对出口微波炉产品提价 10%。中国已经是全球家电生产基地，没有地区有能力在短期承接中国家电产能。2011 年全球经济增长带动家电需求增长，大部分订单最终还将由中国企业生产。

全球家电产能向中国转移的趋势在继续。日本这样的传统家电强国面临比中国更严重的本币升值压力。索尼、松下等日本企业都采取了“轻资产战略”，将更多的家电生产外包给中国大陆和台湾的 OEM 企业。这一点而言中国家电产业受益于美元的贬值。

图表 24：2009 年中国家电产量全球占比

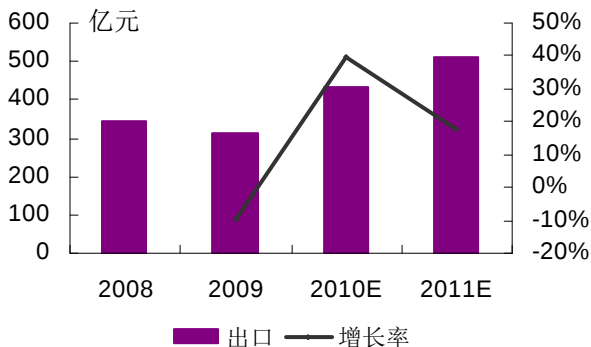


资料来源：光大证券研究所整理

2011 年全球经济增长带动家电需求稳步增长。根据国际货币基金组织 (IMF) 在十月的最新预测, 2011 年全球经济将增长 4.2%, 略低于 2010 年 4.8% 的增长率。IMF 看好新兴经济体以及欧元区主要国家经济增长。

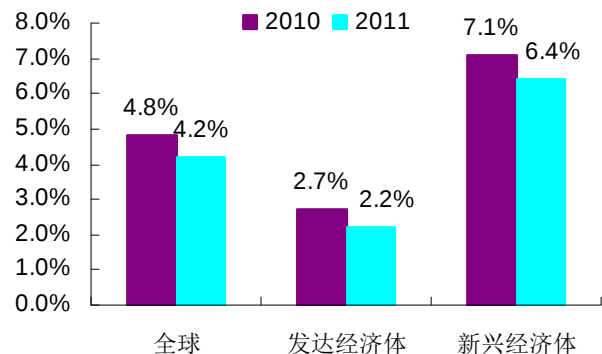
2011 年全球经济将稳步增长的背景下, 以中国家电行业的制造优势, 家电出口将稳步增长。由于恢复性增长效应的消失, 预计 2011 年出口将增长 18%。虽然增长速度有所回落, 但依然乐观。

图表 25：大家电及 22 种小家电出口规模



资料来源：海关总署，光大证券研究所

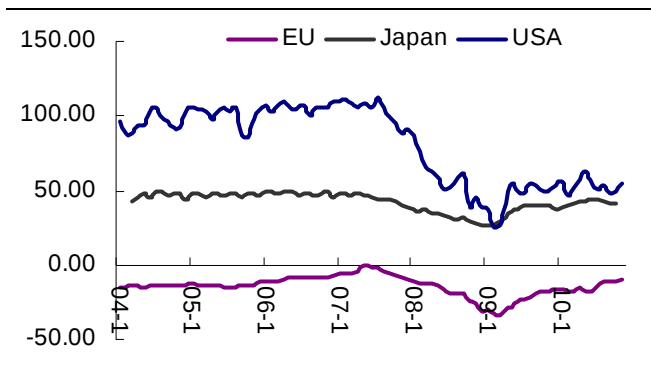
图表 26：全球经济增长率



资料来源：IMF，光大证券研究所

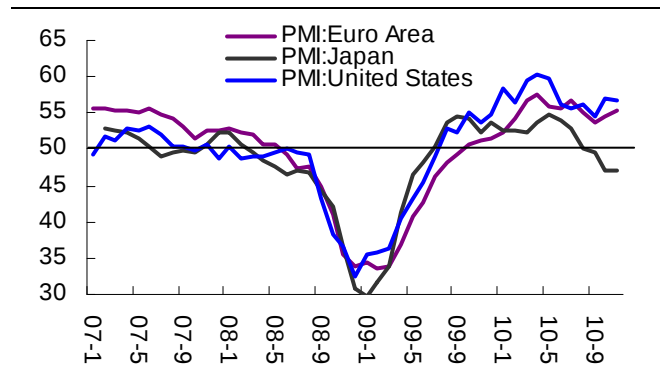
当前发达国家和地区消费者信心指数有所震荡, 但处于最近两年以来的较高位置。PMI 指数虽然相比最近一年的高位有所下滑, 但美国和欧盟地区依然处于 50 以上。日本地区由于日元升值的原因导致 PMI 最近三个月低于 50, 同时也意外的使其本土家电产能向中国转移。预计 2011 年发达国家和地区家电需求有维持稳定的基础。家电出口需求增长动力将主要来自于新兴经济体, 以及部分本币升值压力较大的发达地区产能转移。

图表 27：发达国家和地区消费者信心指数



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 28：发达国家和地区 PMI 指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

后政策刺激时代效果依然可观，期待家电十二五规划

2011 年家电行业将进入后政策刺激时代，三大政策：家电下乡、以旧换新、高效能空调补贴将逐渐步入退出期。但市场无需担忧。2011 年家电政策效果依然显著。退出较早的高效能空调补贴在 2010 年 6 月经历过补贴标准大幅降低的影响，历史表明销售调整期仅为短暂的一个月。

图表 29：家电刺激政策执行期限

政策	政策期限
家电下乡	率先试点的山东、河南、四川 2011 年 11 月 30 日政策到期；其他地区 2012 年 11 月 30 日政策到期
以旧换新	政策截止时间为 2011 年 12 月 31 日
高效能空调补贴	政策截止时间为 2011 年 5 月 31 日

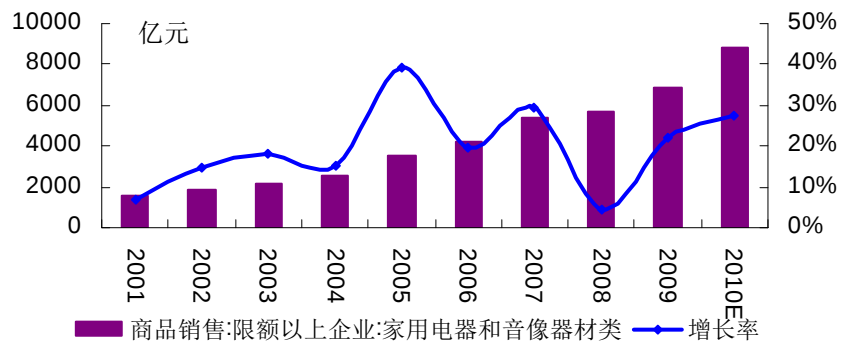
资料来源：光大证券研究所

2011 年最值得期待的政策是家电十二五(2011-2015 年)规划，预计规划将要求中国从家电大国向家电强国转变。

《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》要求中国从家电大国向家电强国转变，并首次提出家电产业规模要保持适度增长，“十二五”期末家电工业总产值达到 1.1 万亿元，年均增长率 8%-10%，在全球出口市场的比重达到 32%-35%。在国际化方面，中国家电企业要适时在国外建立生产基地，提高境外生产的比重，形成国际化的产业布局；自主品牌要进入国际主营销渠道，在国际市场中的销售比重达 30%；发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3-5 个国际知名品牌，龙头企业自主品牌出口比例达到本企业出口量的 50%以上。十二五建议基本上是 2009 年 12 月工信部发布的《关于加快我国家用电器行业转型升级的指导意见》的延续。我们期待家电十二五对青岛海尔、格力电器、美的电器等具有竞争力龙头企业的扶持政策。

我们认为 2015 年家电工业总产值达到 1.1 万亿元，年均增长率 8%-10%的目标偏于保守。2009 年企业家用电器和音像器材类商品销售额 6911 亿元。2015 年销售目标 1100 亿元，相当于 2010-2015 年复合增长率 8.1%。实际上 2010 年家电行业增长将接近 30%。

图表 30：家用电器和音像器材类商品销售年推移图



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

市场竞争分析

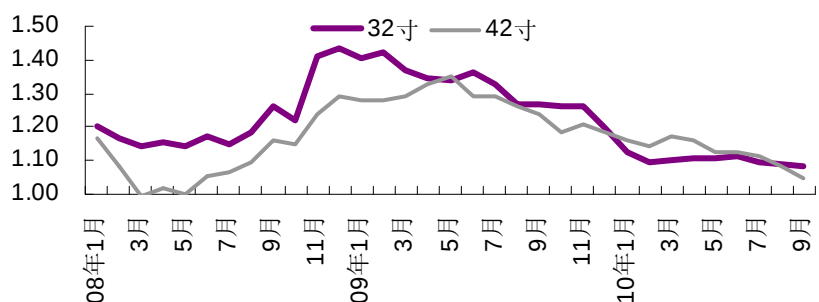
市场竞争强者愈强，关注企业竞争力

家电行业是完全竞争行业，市场竞争激烈是常态。

白电行业价格竞争将处于可控状态。虽然 2010 年价格杀手美的电器在洗衣机、冰箱市场频频进行价格战，但其营销目的多于价格战实质，本质是以数款产品低价吸引注意力。2010 年美的净利润率是维持稳定的。其毛利率的下降是由于销售结算方式改变导致。2010 年美的电器部分销售费用向销售公司转嫁，同时销售价格有所下调。

彩电行业由于缺乏竞争力，价格竞争主导权在外资品牌。外资品牌采用面板补贴彩电整机的战略，大幅降低液晶电视价格。目前同规格的彩电，外资品牌彩电零售价格同国内品牌彩电零售价相差在 10% 以内。国内品牌产品缺乏性价比优势。

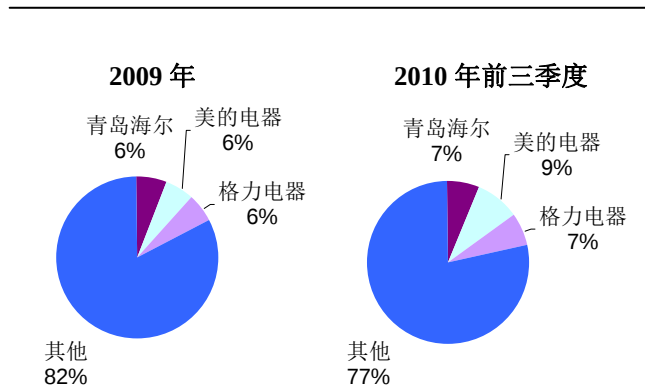
图表 31：液晶电视价格比(外资品牌均价/国内品牌均价)



资料来源：中怡康，光大证券研究所

市场激烈竞争下，强者愈强趋势明显。2010 年前三季度，家电行业零售额同比增长 28%，家电龙头增长明显高于行业增长。其中青岛海尔收入同比增长 33%，格力电器收入同比增长 44%，美的电器收入同比增长 60%，小家电龙头苏泊尔收入增长 40%。在家用电力器具制造行业，三大龙头收入占比从 2009 年的 18% 提高至 2010 年前三季度的 23%，提高了 4 个百分点。在彩电市场，外资品牌是市场强者，其城市市场的市场份额已经从年初的 42% 提高至 9 月的 49%。

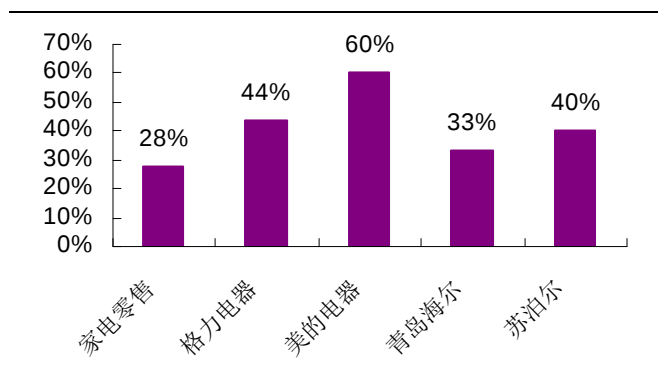
图表 32：家用电力器具制造行业龙头收入占比



注：2009 年青岛海尔收入调整后包括海尔电器收入

资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

图表 33：2010 年前三季度公司收入增长率比较



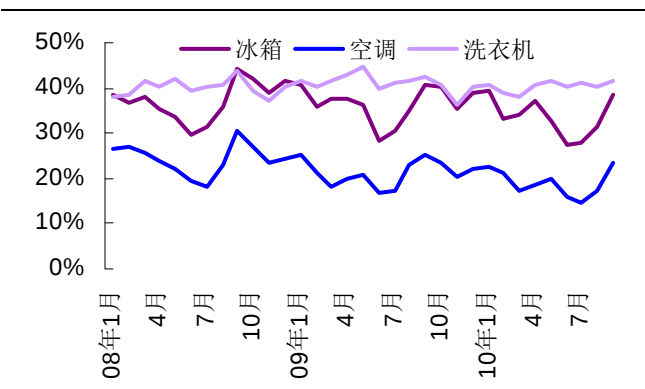
资料来源：公司公告，光大证券研究所

子行业竞争力有差别，白电初具全球竞争力

中国白电已经具备全球竞争力。海尔卡萨帝冰箱、洗衣机，格力 U 型超薄空调为代表的中国白电产品已经开始争夺高端市场。

在国际市场，海尔卡萨帝冰箱已经成功打入欧洲高端冰箱市场，获得欧洲消费者的认同。卡萨帝冰箱引领时尚的设计被美国 GE、德国利勃海尔、韩国 LG 等国际企业模仿。这是中国家电产品首次引领全球时尚。

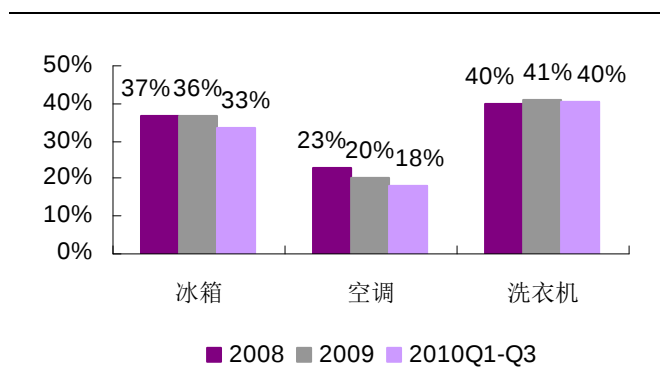
图表 34：城市市场外资品牌销售额占有率



注：洗衣机外资品牌不包括合肥三洋

资料来源：中怡康，光大证券研究所

图表 35：城市市场外资品牌销售额占有率



注：洗衣机外资品牌不包括合肥三洋

资料来源：中怡康，光大证券研究所

在国内市场，盘踞在空调、冰箱、洗衣机高端市场的外资品牌市场份额正在被蚕食，其中空调市场份额下降最快，冰箱市场份额也在加速下滑，洗衣机市场份额相对稳定。特别是在空调市场，外资品牌合计市场份额不足市场龙头格力单家企业。坚持高端市场的西门子，其冰箱城市市场份额从 2009 年的 15% 下滑至 2010 年前三季度的 13%。为应对压力，西门子也逐渐开始加入产品降价促销的行列。

就国际化前景而言，依次为青岛海尔、格力电器和美的电器。其中海尔和格力已经具备国际化基础，属于世界性品牌。海尔的产品已经成功成为发达国家市场的主流产品，甚至已经打入全球最难进入的日本市场。格力在新兴经济体市场具有很好的基础，出口主要集中于南亚、中东、北非以及拉美地区。

中国的小家电已经具备中国竞争力和全球制造力。当前国内小家电市场销售以中国品牌为主，表明小家电具有中国竞争力。出口市场，虽然中国产能占全球 70% 左右，但出口主要以代工为主。因此仅体现为全球制造力。

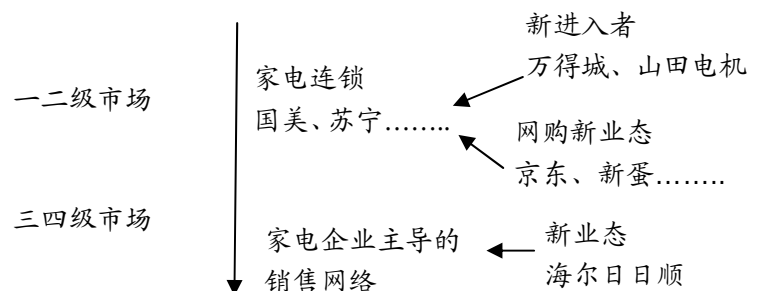
彩电行业还缺乏竞争力。2010 年中国彩电行业在外资品牌全线降价打击下市场份额不断下滑，表现出竞争力的不足。中国彩电企业缺乏对上游产业链的控制力，技术能力也无法同日韩企业相比，因此在成本和技术上都缺乏主动权。这种战略劣势还有待国内液晶面板产业的发展来改观。

渠道分析

家电分销渠道日趋多元化，朝着有利于家电企业的方向发展

渠道的日趋多元化正在削弱国美、苏宁的议价能力，力量朝着有利于家电企业的方向发展。

图表 36：家电分销渠道日趋多元化

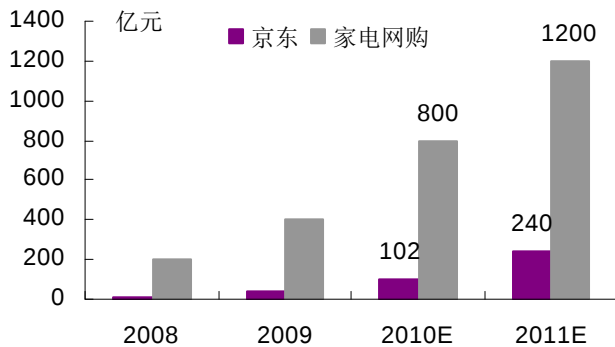


资料来源：光大证券研究所

一二级市场，外资家电零售企业进入中国市场提速。德国最大零售商麦德龙旗下家电连锁品牌万得城在上海开出第一家店，计划到 2015 年在中国的门店数量超过 100 家。日本最大的电器销售商山田电机 2010 年 9 月在北京东城区注册成立了山田电机(中国)投资有限公司。外资家电连锁的进入将削弱国内家电连锁的议价能力。2006 年全球家电零售巨头百思买进入中国，虽然现在门店规模仅 9 家，影响力集中在华东地区，但是却大大削弱了家电连锁的垄断力。正是从 2006 年开始，中国家电制造企业逐渐摆脱家电连锁的垄断剥削，利润率逐渐稳步上升。

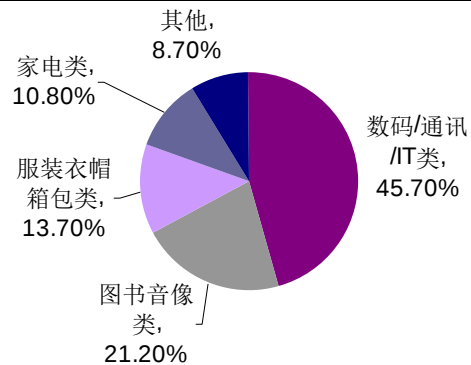
家电网络销售正在一二级市场迅速兴起，成为新业态。2009 年国内网购商城已经突破小额消费瓶颈迈入了大额消费时代，液晶电视、空调等大宗家电正逐渐成为网购消费的主流。2009 年家电以及消费电子网购销售规模已经达到 400 亿元，其中大家电销售规模 35.5 亿元。GFK 预计，2010 年国内家电网购规模近 800 亿元。网购网站主体呈现多元化，包括专业的购物网站如京东、新蛋；家店连锁经营的购物网站如国美商城、苏宁易购；以及家电制造企业自办的网购网站如海尔网上日日顺电器、美的网上购物商城、TCL 商城、格兰仕的喜欢购、富士康的飞虎乐购网等。

图表 37：中国家电（包括消费电子）网购销售规模
家电网购规模高速增长



资料来源：iResearch，光大证券研究所

图表 38：2009 年中国自主式购物网站商品份额分类
2009 年家电大额消费开始流行



资料来源：iResearch，光大证券研究所

三四级市场的销售网络主要由家电企业所掌握。例如格力、美的、海尔、海信、TCL、长虹都具有自己庞大的三四级市场销售网络。家电连锁对三四级市场的影响还有限。目前，海尔正在发展三四级市场家电分销的新模式，试图依靠其覆盖全面的日日顺销售系统以及高效的配送网络实现社会化家电分销，代理其他品牌的家电产品。如果这一模式能够获得成功，那么将有希望发展成为三四级市场的苏宁、国美。

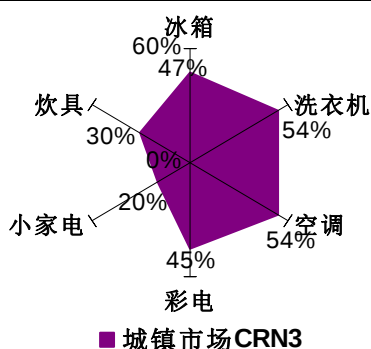
总体而言，家电分销渠道的多元化以及新业态的演变正在朝着有利于家电企业的方向发展。

大家电渠道下沉成熟、小家电渠道下沉加速带来投资机遇

目前，大家电渠道下沉已经基本成熟，农村市场同城市市场一样具有很高的集中度；小家电渠道还下沉不充分，农村市场集中度有待提高。

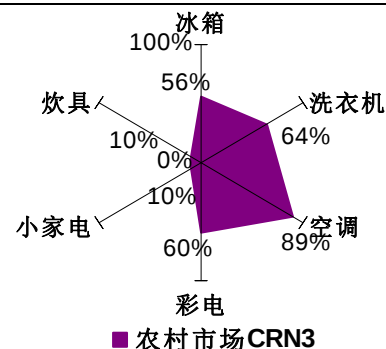
大家电企业长期经营三四级市场渠道，最近两年在家电下乡政策的刺激下进一步完善渠道，至今已经形成了完善的渠道网络。其中以海尔、美的、格力三家公司为代表。由于龙头对三四级市场渠道的掌控能力强，大家电在农村市场的品牌集中度高于城市市场，特别是空调尤为明显。对渠道的强势控制导致 2010 年 1-10 月农村空调销售均价 2947 元/台，高于城市市场销售均价 2908 元/台。

图表 39：2009 年城市市场家电集中度



资料来源：光大证券研究所整理

图表 40：2009 年农村市场家电集中度



资料来源：光大证券研究所整理

2011 年应该关注小家电渠道下沉加速带来的投资机会。 渠道下沉带

来的收入增长效应可以从合肥三洋和小天鹅得到很好的借鉴。家电下乡之前合肥三洋和小天鹅缺乏三四级渠道，销售主要集中在一二级市场。但是借助渠道下沉，2009Q3-2010Q2 的一年间合肥三洋收入增长 89%；2009Q4-2010Q3 的一年间小天鹅收入增长 86%。

当前小家电在农村的市场集中度还偏低。能够在农村具有广泛的销售渠道的仅美的集团（小家电不在上市公司）。苏泊尔这样的企业内销来自三四级市场的收入占比仅 20%。我们预计 2011 年开始小家电渠道下沉将加速。苏泊尔正在加速开设生活馆、九阳股份正在建设 1.5 级经销商。而最近一年上市的爱仕达、老板电器在获得资本市场的资金支持之后将加大渠道的开拓。此外，青岛海尔的日日顺销售体系将向其他品牌开放，小家电企业可借助这一渠道快速实现三四级市场的覆盖。

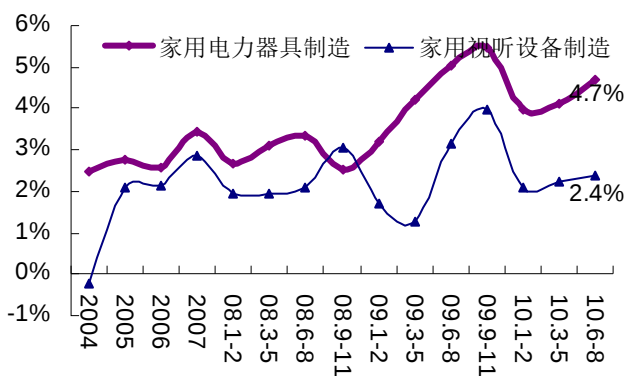
上游供应分析

成本上涨，白电具备转嫁能力

虽然市场屡屡对原材料成本上涨有所担忧，但白电行业具备足够的成本转嫁能力，这一点已经被历史多次证明。2005 年以来原材料价格经历多次上涨，但未能阻止白电行业盈利能力的提升。最近的一次是 2010 年上半年原材料价格上涨的情况下，白电行业净利率基本维持稳定，向上趋势不改。

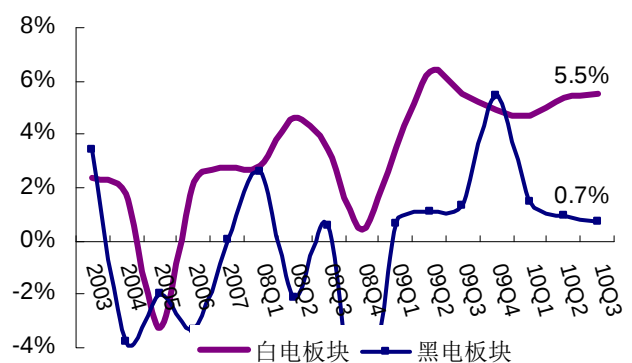
不同于黑电行业利润率的周期性波动，白电行业利润率呈现稳步上升态势。特别是上市的白电板块盈利能力相比行业更强。白电板块净利率在 2008 年第四季度至 2009 年第二季度出现过大幅的震荡，这一期间是特殊时期。金融危机第一阶段导致家电企业利润快速下滑，第二阶段家电需求有所恢复，但原材料价格过度下跌处于历史性低点，导致家电企业利润率大涨。

图表 41：家电行业利润率推移图



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

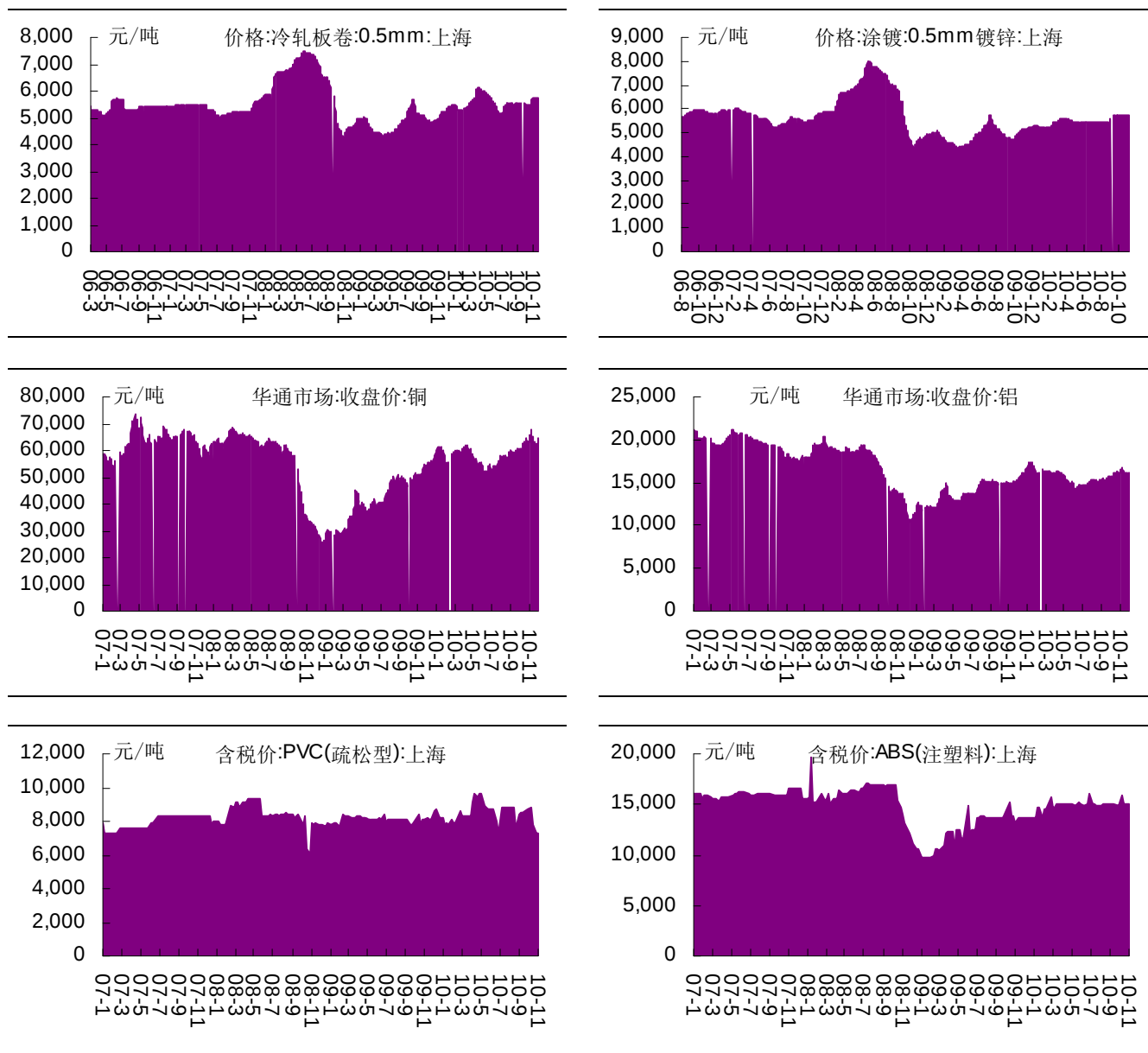
图表 42：家电板块净利率推移图



资料来源：wind, 光大证券研究所

白电产品需求较大的原材料包括冷轧、涂镀板、铜、铝、PVC 以及 ABS 材料，除铜在历史较高位置外其他材料价格位置适中。虽然预期受通货膨胀影响明年原材料价格将上涨，但白电企业具有足够的消化能力。特别是对铜需求量最大的空调行业已经形成寡头垄断市场，空调企业是所有家电企业中定价能力最强的一批。

图表 43：国内原材料价格

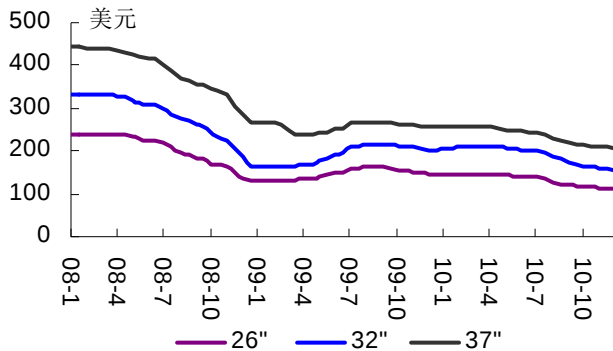


资料来源: wind, 光大证券研究所

面板价格稳步下降

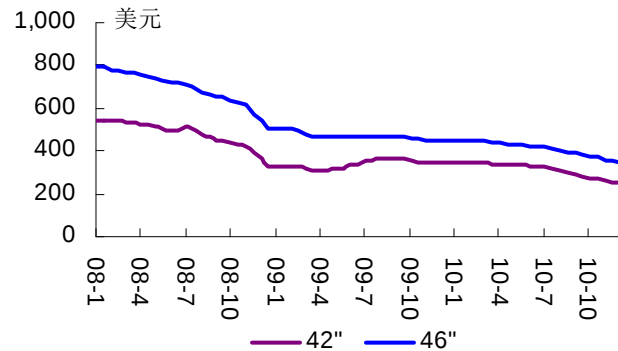
面板价格处于下降通道，彩电行业所面临的成本压力已经缓解。面板是电子元器件产品，其长期价格走势将处于下跌通道，供给关系短期突变仅能造成短期的价格波动。2010年上半年，由于需求旺盛，面板价格一度稳定，但下半年开始又重回下降通道。

图表 44：小尺寸面板价格



资料来源：wind，光大证券研究所

图表 45：大尺寸面板价格



资料来源：wind，光大证券研究所

最近半年（2010-6-5至2010-12-5）26"、32"、37"、40-42"、46"面板价格已经下跌20%、24%、17%、24%、18%。至2010年12月5日，26"、32"、37"、40-42"、46"面板单位面积价值的比值已经达到17:15:28:14:16。相对而言37"面板价格更高，其它规格面板价格比值接近。

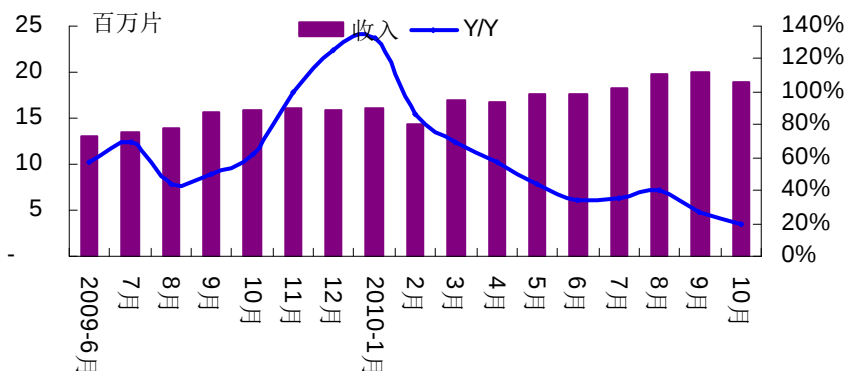
图表 46：近期电视面板价格

		20 Nov 10	05 Dec 10	Change	Growth
26" TN	WXGA	\$113	\$113	\$0	0%
32"	WXGA	\$157	\$154	-\$3	-2%
37"	WXGA	\$208	\$205	-\$3	-1%
40-42"	Full HD	\$255	\$252	-\$3	-1%
46"	Full HD	\$353	\$348	-\$5	-1%

资料来源：displaysearch，光大证券研究所

图表 47：电视面板出货量

电视面板出货量增长率放缓



资料来源：displaysearch，光大证券研究所

图表 48：2010 前三季度增长率

	收入	净利润
白电非核心配件		
禾盛新材	70%	33%
三花股份	49%	53%
常发股份	61%	44%
康盛股份	59%	26%
金利科技	48%	86%
小计	56%	48%
白电核心配件		
海立股份	56%	119%
大洋电机	47%	-13%
华意压缩	40%	-31%
丹甫股份	37%	-19%
小计	48%	-1%
黑电配件		
毅昌股份	26%	38%
胜利精密	56%	-15%
小计	37%	3%
小家电配件		
拓邦股份	69%	55%
英唐智控	69%	61%
和而泰	38%	39%
圣莱达	63%	28%
小计	60%	46%

资料来源：wind, 光大证券研究所

配件企业议价能力不一

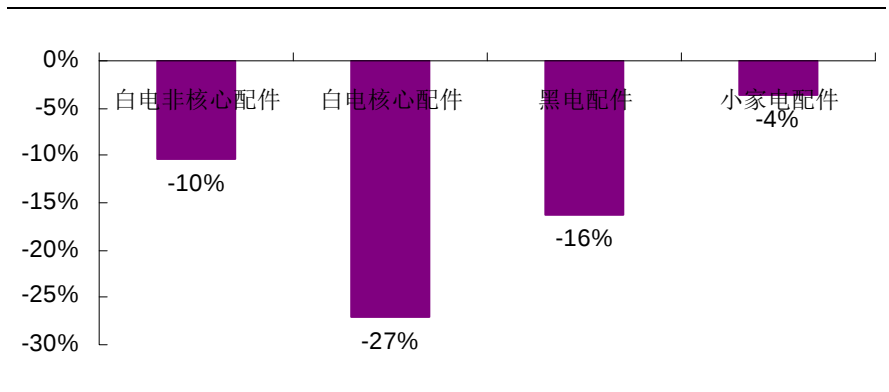
2010 年大量家电配件企业上市，目前家电配件板块已经包含 15 家企业，可细分为四个子板块：白电非核心配件企业、白电核心配件企业、黑电配件企业、小家电配件企业。各类型企业议价能力各有不同。

白电非核心配件企业一般不承担原材料价格上涨的压力，而白电核心配件企业需要承担原材料价格上涨的压力。白电企业对上游拥有很强的议价能力，特别是他们掌握核心配件制造能力，如格力、美的、海尔掌握压缩机、电机的制造，大部分产品可以实现自给。因此，白电核心配件企业的盈利能力往往面临较大的波动，并且必须自己消化原材料成本的上涨。这导致 2010 年前三季度白电核心配件企业增收不增利，收入增长 48%，利润却下滑 1%。但对于非核心配件，白电企业采用外部采购的方式，因此更注重保证产品质量和供应的稳定性，在此基础上能够确保供应商合理的盈利。此类配件企业往往采用锁定销售单位毛利的方法进行销售，原材料价格的涨跌一般能够向家电企业转嫁。2010 年前三季度白电非核心配件企业收入增长 56%，利润增长 48%，基本实现同步。由于原材料价格的上涨，采用锁定销售单位毛利的方式难免导致利润率的下滑，属于合理情形。

对于彩电配件企业，他们面临的中资彩电企业议价能力偏弱，外资彩电企业有较强的议价能力。上市的两家企业盈利能力表现出分化。毅昌股份收入与利润同步增长，胜利精密收入增长，利润出现下滑。

对于小家电配件企业，其掌握的往往是小家电的核心配件。而小家电企业议价能力不强，导致上述配件企业具有较强的议价能力。由于小家电本身具有足够的盈利空间，因此完全能够应对上游成本上涨导致的涨价。此类企业是所有配件企业中利润率最为稳定的一类企业。

图表 49：2010 年前三季度家电配件子板块净利率下滑幅度比较

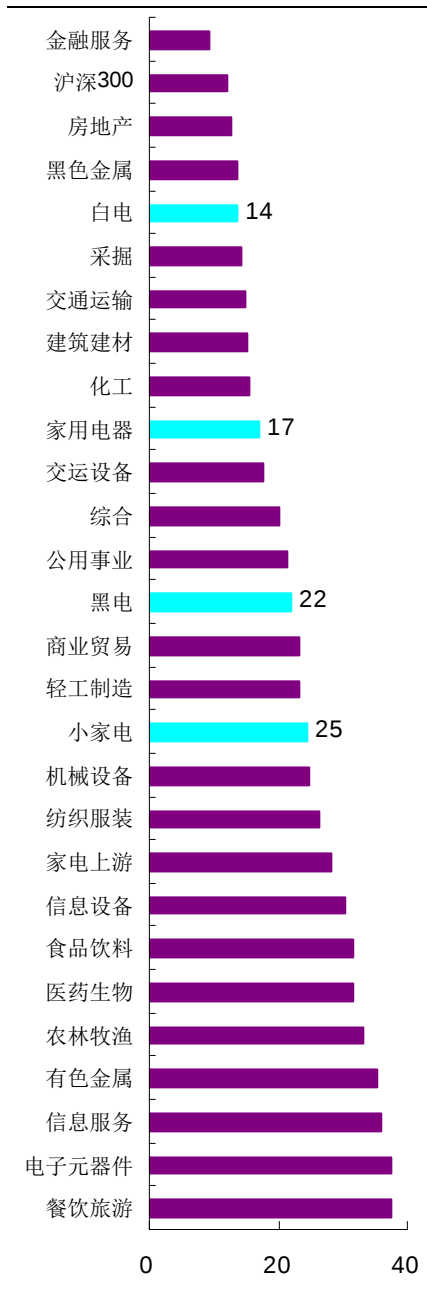


资料来源：wind, 光大证券研究所

板块市场表现

业绩驱动，板块相对收益明显

图表 50：板块 2011 年预测 PE 估值

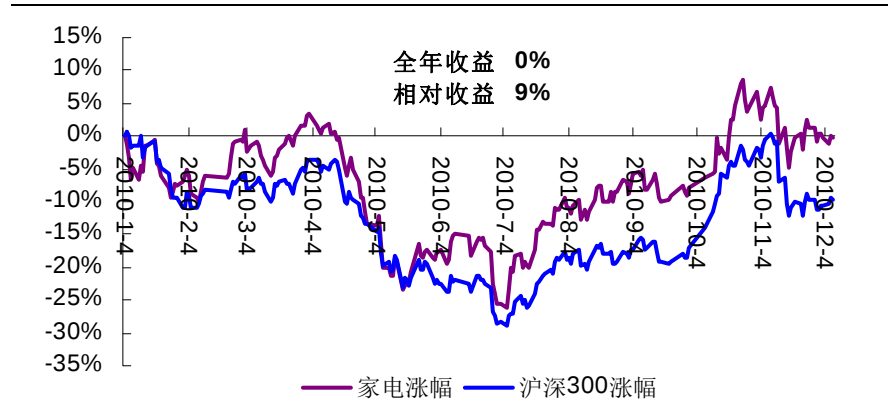


2010 年 12 月 8 日

资料来源：wind, 光大证券研究所

2010 年家电板块获得相对收益 9 个百分点。主要原因在于家电板块 2010 年业绩表现优越。1-9 月上市公司收入同比增长 40%（对上市公司资产合并有所调整）。第四季度行业有望延续景气。

图表 51：家电板块 2010 年走势



资料来源：wind, 光大证券研究所 截至 2010 年 12 月 8 日

板块估值整体合理，大白电存在低估

家电板块估值整体合理，板块 PE 低于历史均值，家电板块 PE/沪深 300PE 略高于历史均值。细分板块中白电板块估值明显偏低，仅次于房地产、金融服务和黑色金属。家电行业 2011 年需求比较乐观，能够实现中速增长。因此，我们预计白电板块已经具备上涨的基础。

图表 52：家电板块历史估值



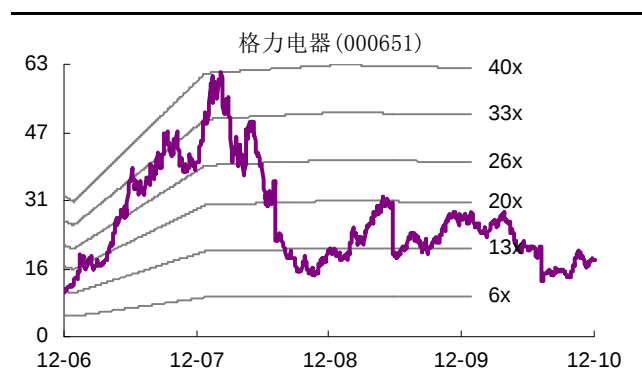
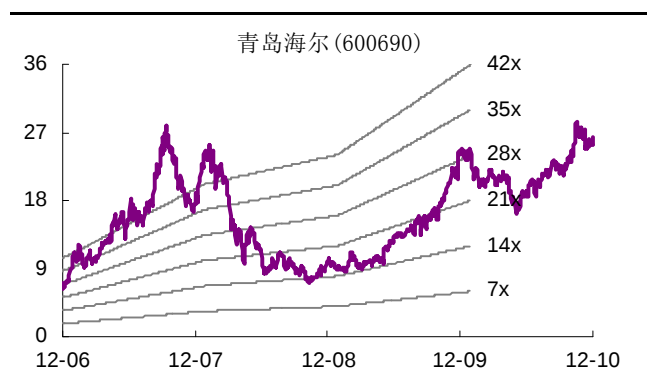
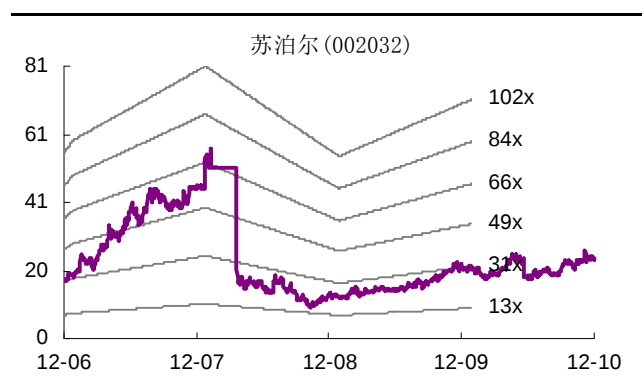
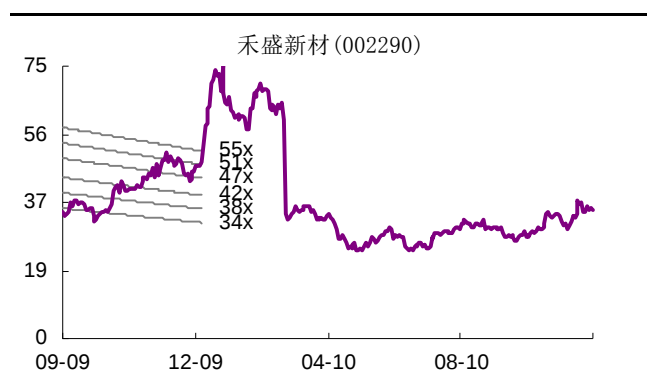
资料来源：wind, 光大证券研究所 截至 2010 年 12 月 8 日

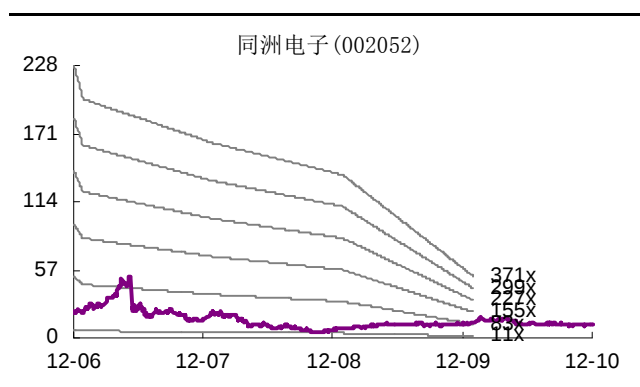
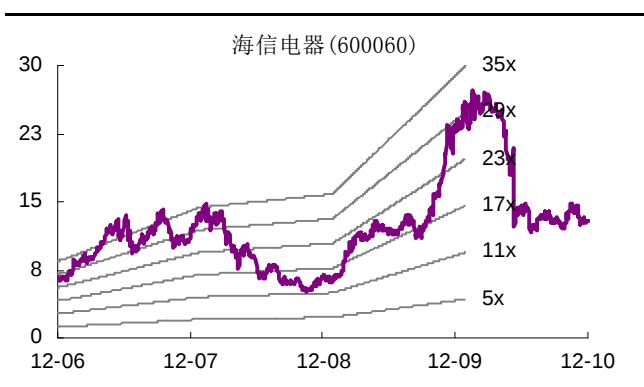
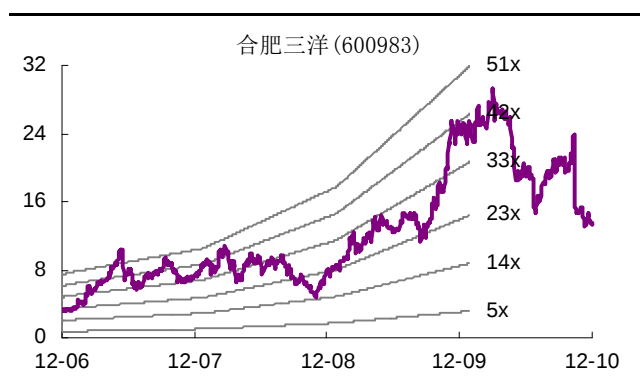
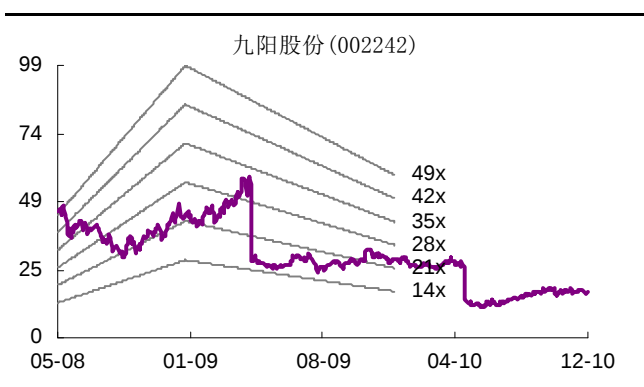
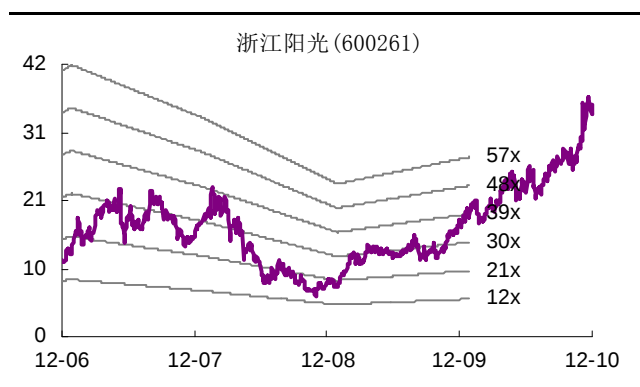
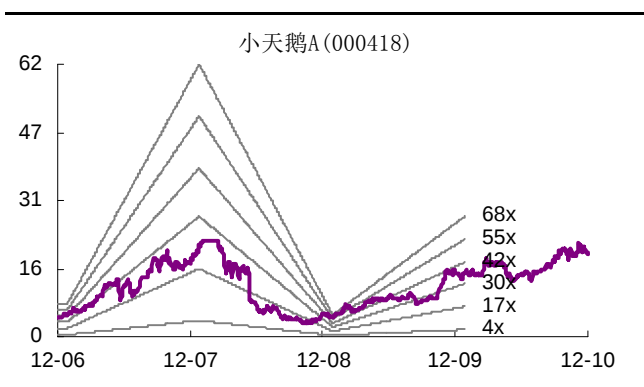
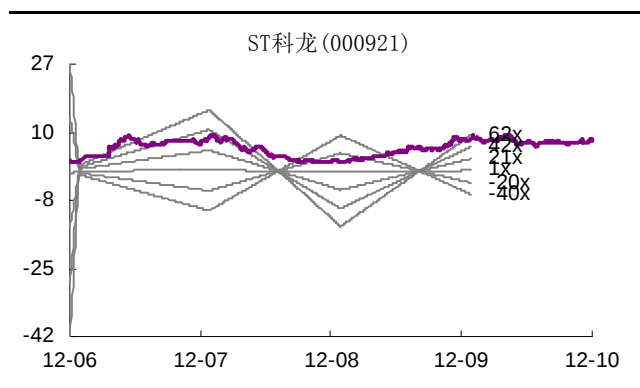
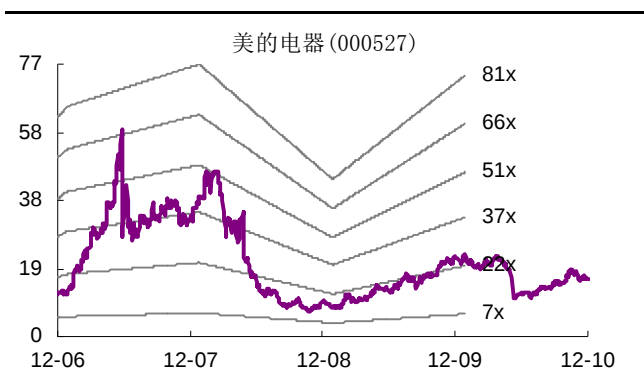
行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
002290	禾盛新材	58	35.39	45.00	0.52	0.75	1.40	68.3	47.1	25.4	6.37	5.71	4.80	买入	买入
002032	苏泊尔	427	23.75	35.00	0.54	0.76	1.00	44.2	31.3	23.7	6.38	5.47	4.66	买入	买入
600690	青岛海尔	898	26.40	32.00	0.86	1.42	1.78	30.7	18.6	14.9	4.58	3.83	3.18	买入	买入
000651	格力电器	2780	17.66	21.30	1.03	1.44	1.63	17.1	12.3	10.9	4.99	3.82	3.11	买入	买入
000527	美的电器	3120	16.36	23.00	0.61	1.06	1.25	27.0	15.5	13.1	5.40	4.07	3.10	买入	买入
000921	ST 科龙	282	8.06	10.00	0.11	0.52	0.56	72.7	15.5	14.5	-12.87	16.24	7.65	买入	买入
000418	小天鹅 A	349	19.15	23.30	0.35	0.86	1.05	54.5	22.2	18.3	6.53	3.87	3.19	增持	增持
600261	浙江阳光	198	35.39	40.00	0.48	0.72	1.00	73.4	48.8	35.5	8.74	7.87	6.72	增持	增持
002242	九阳股份	191	16.62	18.00	0.80	0.86	1.00	20.7	19.2	16.7	4.73	4.25	3.53	增持	增持
600983	合肥三洋	197	13.44	16.00	0.39	0.55	0.73	34.7	24.4	18.4	9.00	6.78	4.95	增持	增持
600060	海信电器	741	12.96	15.00	0.57	0.75	0.95	22.5	17.2	13.7	2.29	2.05	1.82	买入	增持
002052	同洲电子	260	10.76	12.00	0.14	-0.07	0.34	76.5	-147.0	31.7	2.94	3.00	2.74	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

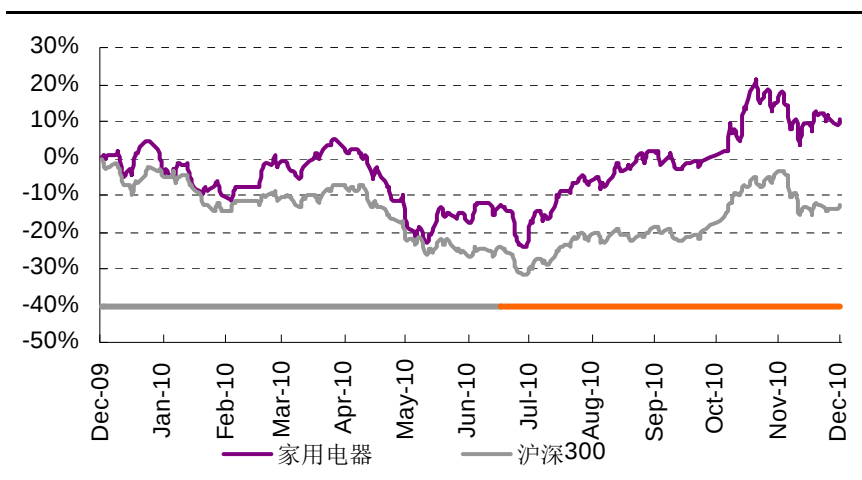
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

家用电器

分析师：赵磊



日期	行业评级
2010-07-02	增持
2010-08-02	中性
2010-09-07	中性
2010-10-11	增持
2010-11-04	增持
2010-12-07	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下,本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议,光大证券股份有限公司及其附属机构(包括研究所)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员,交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。