



行业深度研究报告

政策刺激延续，投资仍具良机

三大刺激政策延续，整体影响中性

2011 年，三大家电刺激政策仍将延续，但也略有变化。其中，“家电下乡”政策明年基本稳定，节能空调补贴后续政策相比今年可能偏负面，而“以旧换新”政策效果将比今年有较大提升。总体来看，我们认为明年三大刺激政策变化的影响呈中性。

内销趋势向好，增长确定

农村市场空间依然广阔，我们认为在收入提升、新生代农民工消费观念转变、农村水电条件改善、满足农村市场需求的产品不断涌现等因素的作用下，农村市场依然会保持高速增长；加之城市已进入更新换代高峰期，消费升级趋势明显，我们认为明年的内销形势依然良好，增长十分确定。预测明年空调、冰箱、洗衣机和液晶电视的销量分别为 5100 万台、5230 万台、3240 万台和 4400 万台，增速分别为 11.18%、17.59%、15.43%和 31.34%。

房地产影响不必悲观

2010 年的房地产市场在政策的高压之下，只有三个半月的销售数据较为理想，全年的销售增长率并不高，在 2010 年低基数效应下，2011 年商品房销售面积不会出现大幅下滑。另一方面，2010 年新开工 580 万套保障性住房，比上一年度增加约 200 万套，而 200 万套至少相当于全国商品房销售套数的 20%，其带来的家电消费增量足以抵消商品房销售下降的负面影响。

出口放缓，对上市公司影响有限

我国主要的家电出口市场——欧美国家实体经济至今仍未见起色，失业率居高不下，弱势复苏态势依然延续，我们预计明年家电行业出口增速也将放缓至 20%左右。不过，家电上市公司对海外市场的依赖要低于行业，因此出口增速的放缓对上市公司的影响较为有限。

原材料价格高位运行有利于行业集中度的提升

龙头企业生产规模大，产量的增长可以摊薄固定成本，抵消一部分原材料涨价；龙头企业对产业链上下游的掌控能力更强，可以向上下游转嫁成本上涨压力；在原材料成本提高的情况下，龙头企业的价格竞争策略会更加有效，小企业恐无法应对，生存将越来越困难，行业的集中度将得到提升，有利于行业长期发展。

2011 年投资机会与组合

我们认为 2011 年家电行业的投资机会主要来自于白电和照明子行业。推荐四大投资组合，价值组合：格力电器、青岛海尔、美的电器、苏泊尔；成长组合：小天鹅、浙江阳光、合肥三洋；反转组合：海信电器、华帝股份；蜕变组合：盾安环境、德豪润达。

家用电器

维持

增持

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85130590

执业证书编号：S1440209080388

刘义

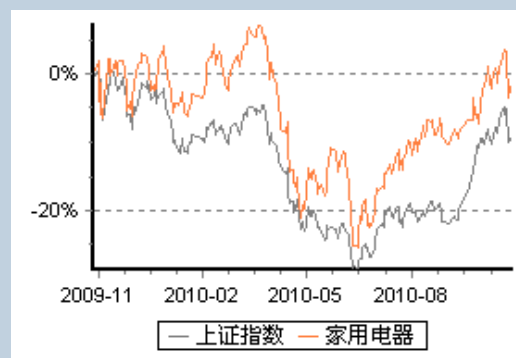
liuyi@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440110030089

发布日期：2010 年 12 月 13 日

股价表现





目录

2010 年回顾：高速增长超出预期	1
三大刺激政策略有变化，整体影响中性	2
农村市场趋势向好，增长确定	3
市场空间依然广阔	3
新生代农民工收入提升、消费观转变	3
水、电条件改善，家电普及制约因素正在消失	4
满足农村市场需求的产品不断涌现	5
更新高峰期，消费升级趋势明显	5
房地产影响不必悲观	6
内销量预测	7
出口放缓，对上市公司影响有限	8
原材料价格高位运行有利于行业集中度上升	9
板块近期走势	10
2011 年行业投资策略	11
对主要子行业 2011 年投资机会的判断	11
2011 年推荐投资组合	13
附:	15



2010 年回顾：高速增长超出预期

2010 年度已经接近尾声，从目前反馈的各方统计数据来看，本年度家电行业高增长已成定局。整体来看，增速可达 30%，远超出市场各方的预期。

今年，家电行业不论是内需还是出口，都有非常不错的表现。内销市场中，随着居民生活品质的提高，家电越来越表现出家庭必备品的属性，其可选性趋于弱化，同时随着以旧换新、家电下乡和节能产品补贴政策的持续、深入和家电更新基数的增大，城市居民家庭的家电更新速度在加快，农村居民家庭的保有量在迅速提升。外部需求也逐渐走出低迷，虽然欧美日等发达国家经济复苏步伐缓慢，但经济复苏趋势不可阻挡。根据产业在线统计，今年前三季度，LCD 电视、冰箱和洗衣机内销量增速分别为 44%、31%和 21%，空调 1-10 月内销量增速为 36%；出口方面，前三季度 LCD 电视、冰箱和洗衣机增速分别为 36%、8%和 34%，空调 1-10 月出口增速为 52%。

表 1：主要产品内销、出口表现

单位：万台

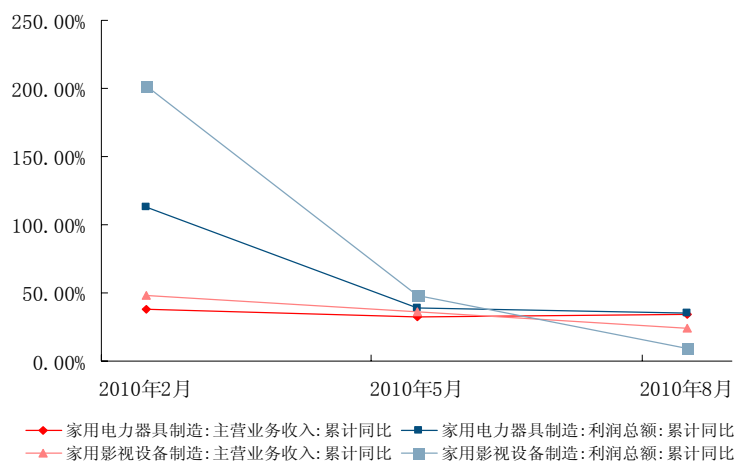
	内销	同比增速	出口	同比增速
LCD 电视	2332.18	44.13%	3583.87	36.43%
冰箱	4092.93	31.28%	1435.19	7.87%
洗衣机	2342.93	20.89%	1229.43	33.58%
空调	4359.27	35.83%	3729.33	52.18%

注：LCD 电视、冰箱、洗衣机数据为 1-9 月，空调数据为 1-10 月

资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

今年一个较为不利的因素是大宗商品价格同比大幅上涨，不论是行业，还是上市公司，毛利率都有不同程度的降低，相比去年恢复至正常水平。在此形势下，整个行业尤其是龙头企业表现出很强的适应能力，其多年摸爬滚打练就的一身本领得以展现，通过规模化生产、产品结构优化及费用管控等措施，依然保持了较高的收入增速和利润率水平。

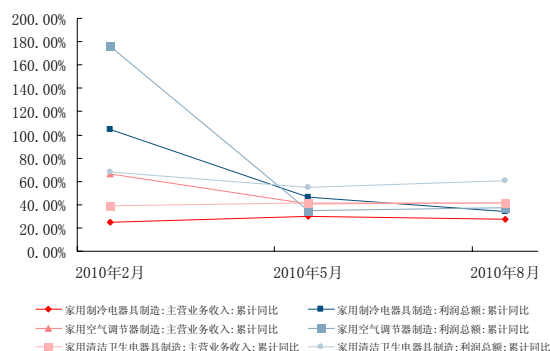
图 1：2010 年 1-8 月家用电力器具、影视设备收入及利润增速（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

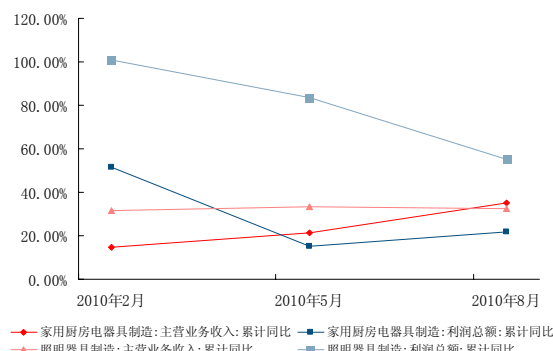


图表 2：2010 年 1-8 月白电各子行业增速（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表 3：2010 年 1-8 月厨房电器、照明行业增速（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

今年家电行业，尤其是白电行业的优异表现出乎市场各方的预料，也带给我们一些启示。中国的家电企业，尤其是上市公司都经历过多年激烈、残酷的竞争，并从中脱颖而出，而且其竞争力仍呈不断上升之势，我们应该、也必须对家电行业今后一段时间内的增长给予更多的信心，对上市公司股票二级市场的表现给予更多的耐心。

三大刺激政策略有变化，整体影响中性

2011 年，三大家电刺激政策仍将延续，但也略有变化。总体来看，我们认为明年三大刺激政策变化的影响呈中性。

“家电下乡”政策明年基本稳定，试点三省一市补贴将于 2011 年 11 月底结束，政策基本贯穿全年；节能空调补贴将于明年 5 月底到期，到期后是否延续存在不确定性，即使延续，调整的可能性也比较大，例如只补贴一级空调和变频空调，我们判断后续政策相比今年偏负面；“以旧换新”政策明年有望进一步在内蒙古、广西等 7 省及新疆生产建设兵团推广，这 7 个省份 GDP 约占全国的 8.5%，而河北、山西、辽宁等 19 省市明年全年也都可享受补贴，其 GDP 总额约占全国的 46%，因此明年“以旧换新”政策效果将比今年有较大提升。

表 2：家电补贴政策延续情况

	家电下乡	以旧换新	节能空调补贴
试点	2007 年 12 月，山东、河南、四川、青岛三省一市试点	2009 年 6 月，北京、上海、江苏等 9 省市试点	
推广	2008 年 12 月，推广至山东、河南、内蒙古、辽宁等 14 个省市（含原试点三省一市）； 2009 年 2 月，进一步推广至北京、上海、吉林、浙江等 22 省市及新疆生产建设兵团	2010 年 6 月，推广至河北、山西、辽宁等 19 省市； 内蒙古、广西等 7 省及新疆生产建设兵团筹备	2009 年 6 月开始实施； 2010 年 6 月调整
结束	2011 年 11 月底，试点三省一市结束； 2012 年 11 月底，首批推广十省市结束；	暂定为 2011 年底结束	2011 年 5 月底结束



2013 年 1 月底，第二批推广 22

省市及新疆生产建设兵团结束

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

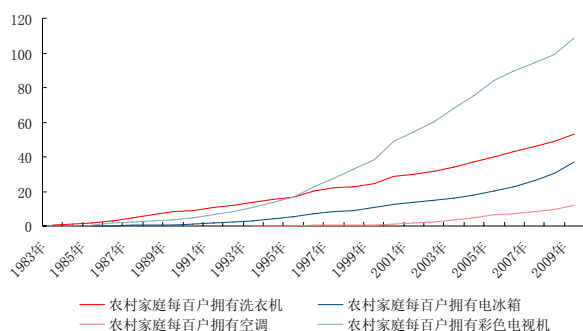
农村市场趋势向好，增长确定

市场空间依然广阔

按照财政部的说法，家电下乡的政策目标是“用 4 年左右时间，基本可使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平。”两年来，虽然家电下乡政策取得了不俗的成绩，但与城市 2000 年的保有量水平相比，农村保有量仍有很大差距，而预计到今年年底我国的城市化率也不会超过 48%，农村市场依然有十分广阔的空间。需求的潜力是巨大的，需要做的只是把这些潜力释放。

图表 4：农村家庭每百户家电保有量

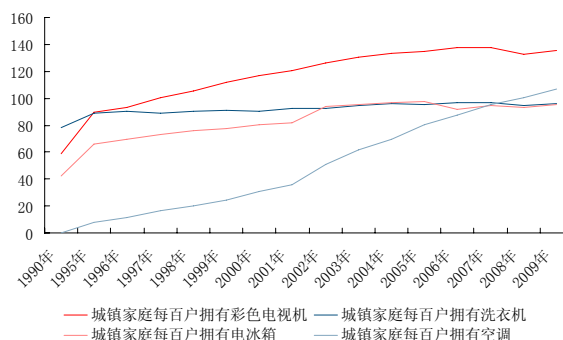
单位：台



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表 5：城镇家庭每百户家电保有量

单位：台



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

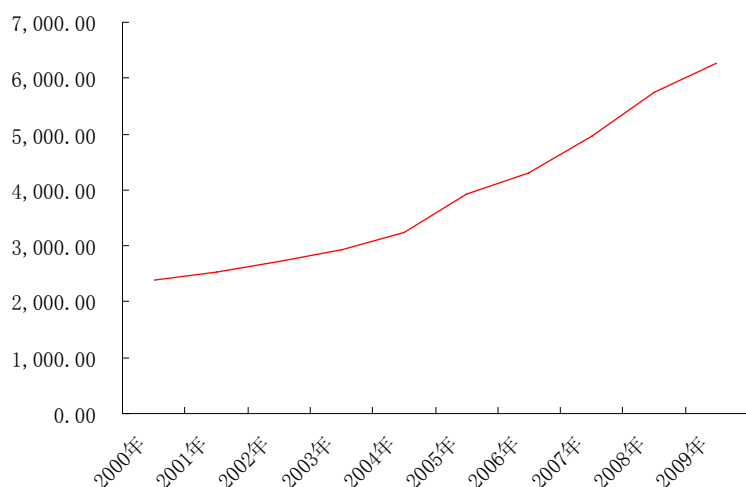
新生代农民工收入提升、消费观转变

自 2004 年以来，我国尤其是东南沿海地区多次出现“招工难”现象。我们姑且不去讨论是否刘易斯拐点已至，此轮“民工荒”的一个直接结果就是农民工工资大幅提升，农村人均现金收入增速明显加快。同时，“体面劳动”、“保障和改善民生”也成为舆论宣传的热点，各省市多次上调最低工资标准，今年截至 9 月底，全国已有 30 个省份调整了最低工资标准，月最低工资标准最高档增长幅度平均为 24%。



图 6：农村居民家庭人均年现金收入

单位：元



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

目前在我国，1 亿多新生代农民工已成为进城务工人员的主流。受社会历史、生活环境、教育状况以及文化程度等因素的影响，他们与老一代农民工在价值观、消费观方面存在着明显的区别。老一代农民工大多节衣缩食，将节省积攒的血汗钱用于家乡亲人的衣食住行以及住房、产业等不动产投入。相比之下，新生代农民工的消费意识更强，学会了享用现代生活方式，并以此向世人、社会展示自我的能力和价值；同时，其消费心理也从传统转向前卫，表现为对高档商品和时尚商品的消费有较强的渴求。在敢消费的同时，新生代农民工的消费观念也呈现出一些新特点，比如攀比消费。收入的提升和消费观的转变促使新生代农民工的大宗消费和时尚品消费开始升温，对生活品质的追求已成为其重要的目标。

水、电条件改善，家电普及制约因素正在消失

家电的普及需要完善的水、电基础设施，过去农村水、电条件的欠缺一直制约着家电的推广，而目前这种状况已逐渐发生改变，制约因素正在消失。

我国自 1998 年实施第一轮农村电网改造，特别是 2008 年下半年以来，农网改造和无电地区电力建设再一次成为国家扩大内需的重要投资领域，相关部门共分三批投资资金 562.4 亿元，其中中央预算内投资 132 亿元。通过第一轮农村电网改造工作，解决了约 3500 万无电人口的基本用电问题，农村电压合格率由 1998 年的 78% 提高到 95% 以上，供电可靠性由 87% 提高到 99%。虽然农村电力建设和管理取得了明显成效，但由于经济持续快速发展，电力需求增长很快，目前农村电网改造还有死角，部分已改造的电网又出现了不适应问题，线路“卡脖子”、设备“过负荷”现象普遍。为此，2010 年中央一号文件提出，要抓紧实施新一轮农村电网改造升级工程。今年 7 月，国家能源局宣布启动新一轮农村电网改造升级建设，用 3 年时间基本建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农村电网。

相比其他大家电商品，洗衣机价格更加低廉，之所以在我国农村普及较慢，很大一部分原因是我国农村居民生活用水不便，自来水普及率较低。近年来，我国把水利放在基础设施建设的重要位置，不断加大对水利基础设施建设的投入，截至 2009 年底，我国农村自来水普及率已达 69%。今年水利部门将协同有关部委，进一步加大农村饮水安全工程投入，加快农村饮水安全工程建设步伐，加强水源保护、水质监测和工程运行管理，再



解决 6000 万农村人口饮水不安全问题，预计到今年年底，我国农村自来水普及率将达到 75%。用水问题的解决将有效推动洗衣机在农村市场的普及。

满足农村市场需求的产品不断涌现

当前，价格已经不是制约农村消费者需求的主要原因，最主要的因素是企业提供给农村消费者的产品是否满足了需求，满足了需求的产品自然会受到消费者的欢迎。比如在使用的安全性上要考虑到农村电压不稳、老鼠多等等，如果是洗衣机，就要充分考虑水压、节水，甚至还可能有新的需求产生。

实践证明，我们的家电企业是充满创造力的。以海尔为例，针对农村电压不稳的情况，海尔的无氟变频空调采用了宽电压设计，可实现超低压 150V 快速启动；针对农村水压低，甚至零水压、无自来水的问题，海尔推出零水压洗衣机，取得了成功；在四川销售洗衣机的时候，发现有的农村消费者除了拿来洗衣服，还拿来洗红薯，海尔觉得这是一个很好的思路，就开发洗红薯的洗衣机，满足了消费者这一新产生的需求。我们仅仅是以海尔为例，其他企业也都有类似的创新。这些深度洞察农村消费、适销对路的产品在消费者中口碑相传，成为家电产品在农村普及的重要驱动力。

图 7：海尔零水压洗衣机



资料来源：海尔官网，中信建投证券研究发展部

更新高峰期，消费升级趋势明显

我们根据人口数量、户均人口数、家庭保有量等数据估算了 2003 年底我国主要家电存量数据，此估算数仅仅考虑了居民家庭保有量，而未考虑公共部门、企事业单位等的保有量，因此整个社会的保有量当比此数据为高。这些在上一轮家电普及高峰期进入居民家庭的产品已经在近几年陆续进入了更新换代期。根据我们对上市公司和 KA 卖场的走访调研及自己的测算，在一二线城市，更新消费已占家电消费的大半。

同时，本轮家电更新正好伴随着我国家电产业升级，在这一背景下，我国居民家电消费也表现出升级特征。变频空调、滚筒洗衣机、变频洗衣机、多门和对开门冰箱等高端产品日益受到消费者的青睐，市场份额持续提升，而高端产品份额的提升无疑将带给企业更多的利润。

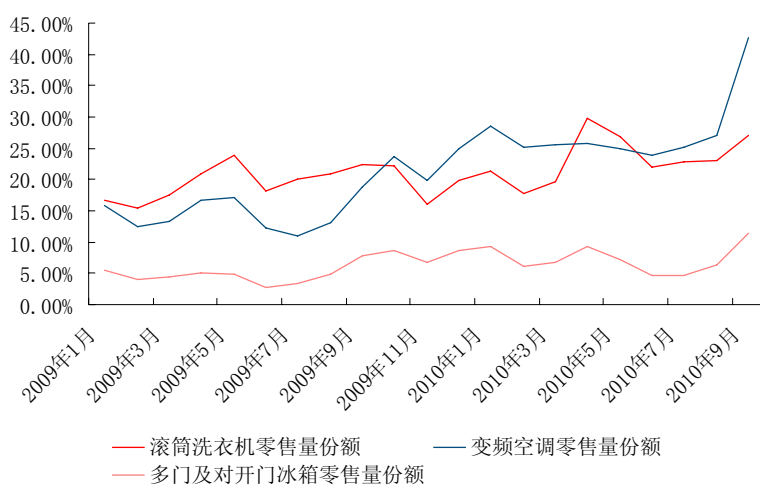


表 3：2003 年底我国居民家庭主要家电产品存量

	电视	空调	冰箱	洗衣机
农村每百户家庭保有量（台）	110.6	3.45	15.89	34.24
城市每百户家庭保有量（台）	130.5	61.8	88.7	94.4
农村存量（万台）	25147.10	784.43	3612.91	7785.14
城市存量（万台）	20222.09	9576.44	13744.83	14628.09
总计（万台）	45369.20	10360.87	17357.73	22413.23

资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 8：部分高端家电产品零售量份额变化趋势



资料来源：中怡康，中信建投证券研究发展部

房地产影响不必悲观

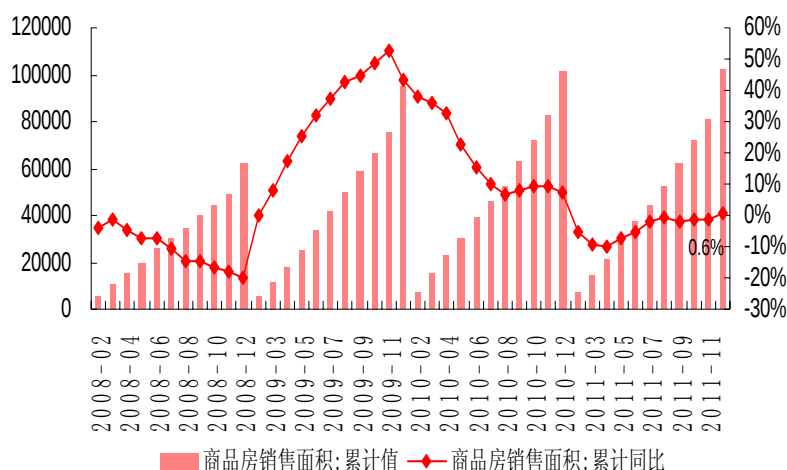
2010 年，国务院先后出台了 1 月 7 日的“国十一条”、4 月 17 日的“国十条”和 9 月 29 日的“国五条”调控房地产市场，三轮调控一轮比一轮严厉，其密度之高、力度之大、问责面之广前所未有。政策密集出台后需要一定的时间来执行和消化，2011 年将进入房地产行业政策执行期和效果观察期。

2010 年的房地产市场在政策的高压之下，只有三月份及四月份前半月和八、九月份这三个半月的销售数据较为理想，全年的销售增长率并不高，中信建投房地产研究组预测 2010 年商品房销售面积仅增长 6%。在 2010 年低基数效应下，中信建投房地产研究组测算 2011 年商品房销售面积将与 2010 年基本相当，小幅增长 0.6%。



图 9：预计 2011 年商品房销售面积同比增长 0.6%

单位：亿平方米



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

住宅开工约 1 年至 14 个月后可以竣工，开工时间领先装修、购置家电时间大概为 18 个月左右。因此 2008-2009 年开工的保障房会对 2010 年的家电销售产生影响，而 2010 年开工的保障房会影响 2011 年的家电销售。2010 年 6 月住建部公布保障房建设目标，到 2012 年末，基本解决 1540 万户低收入住房困难家庭的住房问题。2010 年保障房投资实现高速增长，住建部 2010 年 10 月发布的消息显示，2010 年 1-9 月，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造开工 520 万套，占年度计划 580 万套的 90%，以此速度，预计 2010 年新开工 580 万套保障性住房的任务基本可以完成。而根据住建部披露的数据，2008 年已建设和 2009 年开工的保障房为 380 多万套，2010 年增加约 200 万套。近两年，我国的商品房销售面积都为 9 亿多平方米，按套均 100 平米计算（实际数字可能更大），约 900 万套。因此，即使商品房销售下降 20%，2010 年 200 万套的保障房增量，也足以抵消商品房销售下降对家电销售的负面影响。

内销量预测

由于农村消费潜力的持续释放和城市进入高峰期，2011 年主要家电产品仍将保持较高的增长速度，但由于基数效应，增速将有较明显的回落。我们测算，明年空调、冰箱、洗衣机和液晶电视的销量分别为 5100 万台、5230 万台、3240 万台和 4400 万台，增速分别为 11.18%、17.59%、15.43%和 31.34%。

表 4：2011 年主要家电产品内销量预测

单位：万台

	彩电	空调	冰箱	洗衣机
2010E	4020	5100	5230	3240
其中 LCD	3350			
2011E	5135	5670	6150	3740
其中 LCD	4400			
增长率	27.74%	11.18%	17.59%	15.43%
其中 LCD	31.34%			

资料来源：中信建投证券研究发展部

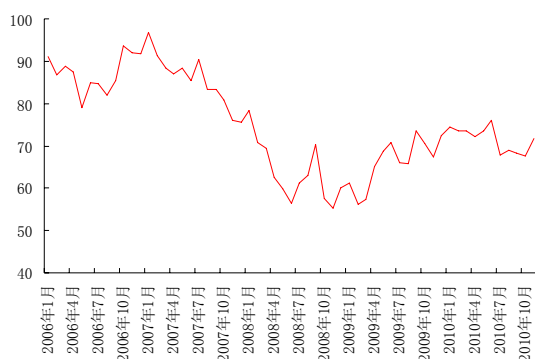


出口放缓，对上市公司影响有限

今年，我国家电出口也保持了很高的增速，整体可达 30%。如同我们在 8 月份的家电出口报告中所预测，全年家电出口呈前高后低之势。针对明年出口形势，中信建投证券宏观研究组认为明年我国出口增速将由今年的 30% 以上降到 20% 左右，我们对家电明年的出口预期也大抵如此。

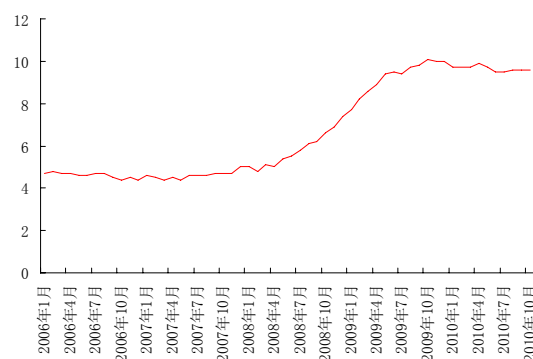
总体看，北美洲、欧洲和亚洲等中国主要商品出口输出地也是我国家电出口主要地区，拉美、非洲和大洋洲占比较小。而亚洲地区经济复苏与增长又多依赖于欧美需求，因此明年家电出口还要看欧美经济复苏势头。目前来看，欧美实体经济仍不见起色，失业率居高不下，弱势复苏态势依然延续，我们预期明年家电行业出口增速也将放缓。不过，我们在 8 月份的家电出口报告中已经说明，上市公司对海外市场的依赖要低于行业，因此出口增速的放缓对上市公司的影响较为有限。

图表 10：美国密执安大学消费者信心指数



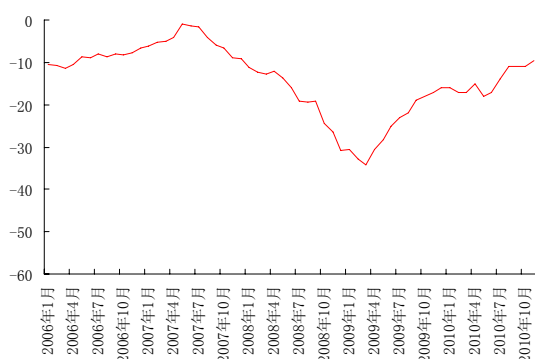
资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

图表 11：美国失业率（%）



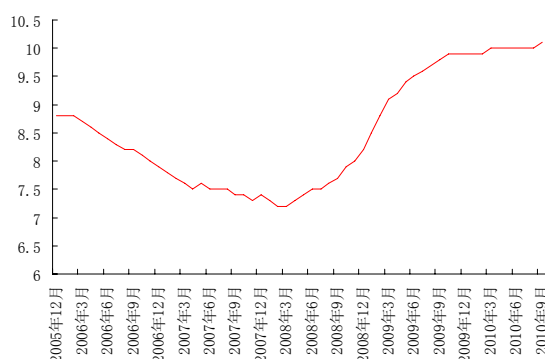
资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

图表 12：欧元区消费者信心指数



资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

图表 13：欧元区失业率（%）



资料来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部



表 5：2010 年上半年主要家电上市公司主营业务收入构成

上市公司	内销	出口
格力电器	71.29%	23.01%
美的电器	71.84%	28.16%
青岛海尔	87.56%	11.24%
ST 科龙	66.94%	22.41%
小天鹅 A	78.42%	21.58%
合肥三洋	88.42%	11.58%
美菱电器	85.11%	8.63%
海信电器	75.13%	18.92%
TCL 集团	56.70%	41.23%
深康佳 A	72.96%	26.40%
四川长虹	85.06%	11.88%
ST 厦华	8.50%	91.05%
苏泊尔	67.31%	31.48%
爱仕达	47.23%	52.14%
九阳股份	98.94%	0.42%
老板电器	97.88%	0.09%
浙江阳光	32.71%	65.61%
佛山照明	59.76%	39.12%

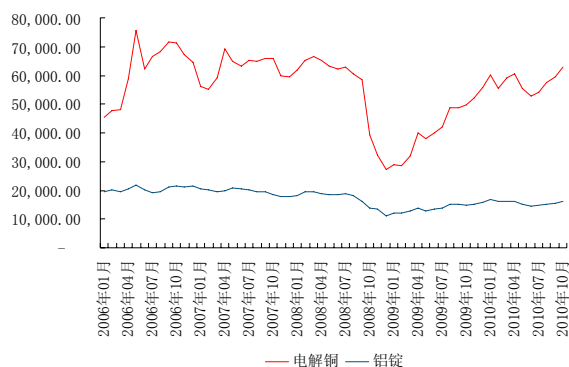
资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

原材料价格高位运行有利于行业集中度上升

白电及小家电产品生产成本主要为有色金属、钢材等大宗商品，其占比大概为 80%，原材料价格直接影响到企业的盈利能力。自经济从本轮金融危机谷底走向复苏以来，大宗商品价格也不断上涨。最为明显的就是铜，LME 铜价早已超过 8000 美元，接近历史高点，国内价格也水涨船高，超过 62000 元。

图表 14：国内铜、铝价格走势

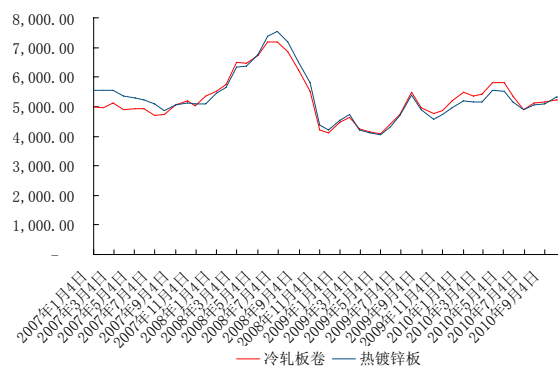
单位：元



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 15：国内钢材价格走势

单位：元



资料来源：钢之家，中信建投证券研究发展部

对于铜、铝等有色金属价格明年的走势，中信建投有色金属研究组认为明年上半年由于市场资金充裕和有



色金属具备金融属性，铜、铝等有色金属价格将高位运行，在以目前价格为中心，上下各 10% 的范围内波动。对于钢材价格的走势，中信建投钢铁分析师认为三大铁矿石供应商的扩产进度低于预期，很多产能都是 2011 年下半年之后才能释放，所以供应增长的额度不是很大，而来自中国的需求仍在增长，加之通胀预期强烈，因而铁矿石的价格出现大幅下跌的可能性很小。2011 年钢厂仍然面临较大的成本压力，钢价也将保持在较高的水平。

原材料价格的高涨一定程度上将侵蚀家电整机厂商的利润。但对于龙头企业来说，这并不构成太大的威胁。如同我们在下表中看到的，2010 年原材料价格相比 2009 年大幅上涨，而龙头企业利润的增长却超过收入的增长。

表 6：龙头企业 2010 年前三季度收入、利润增长率对比

	营业收入增长率	净利润增长率
青岛海尔	33.25%	50.34%
美的电器	60.31%	75.29%
格力电器	44.40%	45.09%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

对于原材料价格高涨，我们认为这对龙头企业来说也许是件好事。龙头企业生产规模大，产量的增长可以摊薄固定成本，抵消一部分原材料涨价；龙头企业对产业链上下游的掌控能力更强，可以向上下游转嫁成本上涨压力；在原材料成本提高的情况下，龙头企业的价格竞争策略会更加有效，小企业恐无法应对，生存将越来越困难，行业的集中度将得到提升，有利于行业长期发展。

家电下乡政策的推出使得一些本已濒临倒闭的小企业又获得了喘息的机会，家电行业集中度进一步提升的趋势放缓。从最新公布的家电下乡中标结果看，冰箱和洗衣机的中标企业多达 88 个和 102 个，远高于空调和彩电等其他产品，说明至少在冰洗领域，市场集中度仍有很大的提升空间。我们认为，未来随着家电下乡政策的退出，市场格局将重回趋于集中的趋势，而原材料价格的高涨将会加速这一趋势。

表 7：部分家电下乡产品中标企业数量

单位：个

产品	中标企业数量
彩电	31
空调	25
冰箱	88
洗衣机	102
电热水器	26

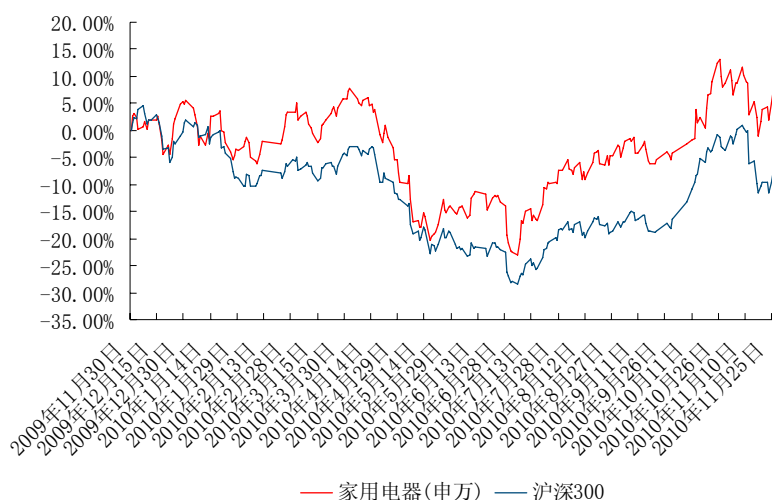
资料来源：中国家电网，中信建投证券研究发展部

板块近期走势

过去一年（2009 年 11 月 30 日至 2010 年 11 月 26 日），家电板块上涨 5.6%，沪深 300 指数下跌 9.02%，家电板块显著跑赢大盘，获得 14.62% 的相对收益。



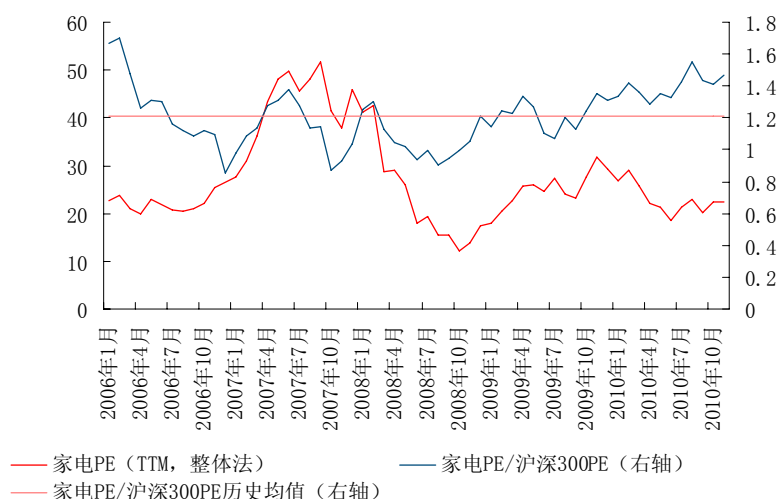
图 16：家电板块过去一年走势



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

家电板块目前 PE 为 22 倍，相对沪深 300PE1.47，高于过去 5 年的平均水平 1.21。今年，家电板块有多只小家电及上游配件公司上市，这部分新上市公司估值较高，导致家电板块整体估值上移，而实际上主要公司估值仍处于较低水平。

图 17：家电板块估值水平



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2011 年行业投资策略

对主要子行业 2011 年投资机会的判断

我们把家电板块划分为白电、黑电、小家电、照明和上游配件等五个子行业。



白电——白电仍然是明年最具投资机会的子行业。如前文所述，家电补贴政策仍将延续，农村市场空间巨大，白电增长的确定性强；主要白电公司估值都处于历史较低水平，具备很高的安全边际。白电上市公司股价的驱动因素仍然是业绩，我们建议关注一季报披露前后和夏天旺季可能产生的投资机会。

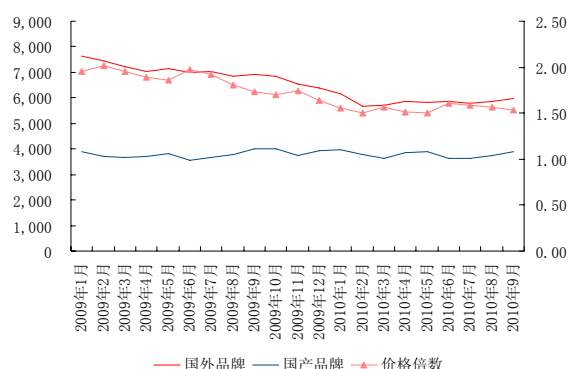
黑电——情况好转，走出低谷尚需时日。2010 年，国产品牌彩电厂商的盈利并未随销售规模的增长同步增长。在外资品牌“高价面板+低价整机”的竞争策略下，中国企业的价格优势逐渐消失。今年前三季度，国产厂商为了保证市场份额，并清理低端产品库存，一直在降价销售，同时促销费用也大幅增加。据我们了解，目前国内厂商低端产品库存已基本清理完毕，库存恢复至正常水平。同时，三季度开始随着面板价格的快速下跌，外资品牌在面板上的盈利正在减少，其整机价格继续下降的空间有限。对国产品牌来说，虽然情况已开始好转，但由于在产业链上游的缺失，距离真正走出低谷尚有很长的路要走。

图表 18：内外资品牌液晶电视均价与对比

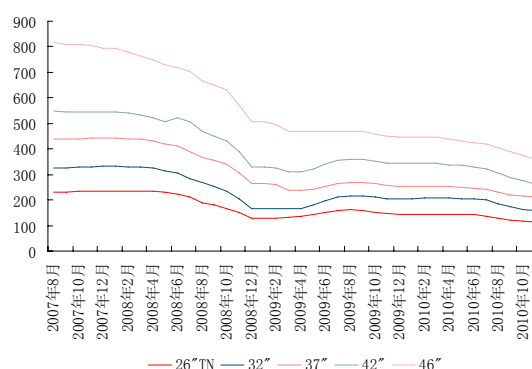
单位：元

图表 19：大尺寸液晶面板价格走势

单位：美元



资料来源：中怡康，中信建投证券研究发展部



资料来源：displaysearch，中信建投证券研究发展部

小家电——我国小家电保有量较低，市场集中度不高，发展空间巨大。但小家电产品的多样性，细分市场的巨大差异，决定了小家电不会有行业性的投资机会，需要对不同产品、不同公司进行具体分析以发掘具备投资价值的标的。

照明——我们认为照明行业是明年家电行业中增长最为确定、增速最快的子行业，预计未来几年照明行业的增长率都可保持在 30% 以上。节能灯对白炽灯的全球替代和 LED 照明的应用构成了照明行业发展的双动力。

表 8：部分国家和地区节能灯替代白炽灯时间表

澳大利亚	2009 年停止生产，最晚在 2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯。
加拿大	2012 年前禁止销售白炽灯。
美国	2012 年 1 月到 2014 年 1 月间，逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 白炽灯泡。
欧盟	2009 年 9 月至 2012 年，逐步禁止销售 100W、75W、60W、40W 及以下功率的白炽灯。
日本	2012 年止，禁止制造和销售白炽灯。
韩国	2013 年底禁止使用白炽灯。
台湾	计划 2010 年开始执行白炽灯禁产政策，2012 年全面禁产。

资料来源：中信建投证券研究发展部

上游配件——上游配件企业无论是相对于原材料供应商，还是相对于家电整机厂商，其在产业链中的话语权都较弱，议价能力不强，因而是价格的被动接受者。在原材料价格高涨的情况下，其利润将受到上下游的侵



蚀，但是其业绩弹性较大，如果原材料价格回落，可积极关注此行业。

2011 年推荐投资组合

价值组合：格力电器、青岛海尔、美的电器、苏泊尔

成长组合：小天鹅、浙江阳光、合肥三洋

反转组合：海信电器、华帝股份

蜕变组合：盾安环境、德豪润达

表 9：重点公司投资要点

格力电器	家电行业估值最低品种，2011 年动态市盈率 10 倍；变频空调、中央空调和出口构成明年公司增长动力；盈利能力仍有进一步提升的可能。
美的电器	公司管理高效，经营策略灵活，多元化经营成效显著，规模扩张迅速；冰洗渠道整合仍在继续，冰洗业务有望进入第一梯队；立足国内市场的同时，积极布局海外市场。
青岛海尔	管理层和股东利益趋向统一；注重盈利能力的提升和打造三四级市场全新的虚实网结合、送服务上门的营销模式及通路；产品结构持续优化。
小天鹅	产品结构齐全；渠道覆盖率增加，市场份额扩大，仍处于高速增长阶段。
合肥三洋	滚筒、变频洗衣机销售比率增加，产品线不断拓展；渠道下沉，销售覆盖范围扩大；变频电机技术领先，明年开始贡献业绩。
苏泊尔	大股东 SEB 订单持续转移；多个品类的小家电进入快速成长期；新产能投产后，出口提速。
浙江阳光	国内节能灯领域龙头企业，受益于全球节能灯替代白炽灯节奏加快，公司进入高速发展阶段；新产能陆续进入投产阶段；注重渠道建设，提升内销比率；LED 已完成布局，产品线齐备。
海信电器	国内液晶电视龙头；具备较强的产品研发应用能力，LED 电视领域抢占先机，在国内品牌低谷期仍能保持较高水平的增长。
华帝股份	三四级市场渠道优势明显；内部管理改善和盈利能力提升空间巨大。
盾安环境	除传统制冷配件产品外，公司进入特种空调、冷链、可再生能源利用、多晶硅、煤炭等领域，想象空间巨大。
德豪润达	公司正从出口型小家电企业向全产业链 LED 企业转型，计划在芜湖、扬州等地投资生产 LED 产品，投资规模位居国内前列，2011 年芜湖基地将进入生产阶段。

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 10：重点上市公司盈利预测与评级

证券代码	公司名称	评级	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000527	美的电器	买入	1.10	1.33	1.60	14.86	12.28	10.25
000651	格力电器	买入	1.43	1.70	1.95	12.18	10.22	8.92
600690	青岛海尔	买入	1.45	1.89	2.30	17.33	13.29	10.89
600983	合肥三洋	增持	0.56	0.76	0.95	24.85	18.19	14.50
600060	海信电器	增持	0.77	0.96	1.16	16.63	13.39	11.08
002032	苏泊尔	增持	0.69	0.91	1.19	33.91	25.71	19.66
000418	小天鹅 A	增持	0.87	1.17	1.51	22.94	17.02	13.18



行业深度研究报告

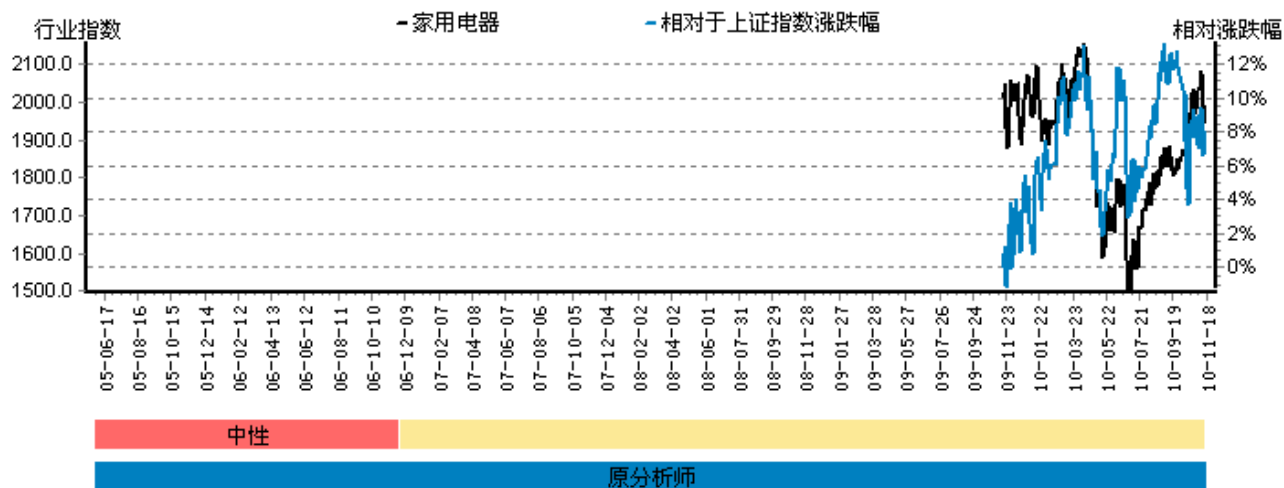
600261	浙江阳光	增持	0.81	1.10	1.53	44.72	32.93	23.64
000521	美菱电器	中性	0.78	0.55	0.65	14.44	20.56	17.53
000404	华意压缩	中性	0.14	0.15	0.17	61.88	57.94	51.68
002403	爱仕达	中性	0.32	0.42	0.54	54.19	41.42	32.00
002242	九阳股份	中性	0.85	1.01	1.17	19.33	16.22	14.03

注：PE 以 2010 年 11 月 30 日收盘价计算

资料来源：中信建投证券研究发展部



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

刘珂昕：国防科大信息与通信工程硕士，清华 MBA，电子元器件行业分析师。对国内外电子行业发展状况有深入研究，与公司分析相结合判断投资机会。

刘义：中央财经大学金融学硕士，家电行业分析师，5 年大型国企财务工作经验，专注于证券市场趋势分析与上市公司微观研究相结合挖掘投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。