

家用电器

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

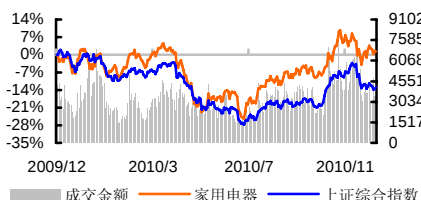
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	33
总市值 (亿元)	3346
占 A 股比例 (%)	0.84%
平均市盈率 (倍)	108.33

行业表现

(%)	1M	3M	6M
家用电器	-4.34	7.94	21.75
上证综合指数	-7.55	7.65	9.94



相关报告

《白电三巨头上半年经营数据及估值比较-看好》2010-8-30

《家用电器-多重利好支持家电龙头上涨-看好》2010-7-21

《家电行业 2010 年中期投资策略-大票防守 小票进攻-看好》2010-6-7

家用电器行业 2011 年投资策略

看好

五因素寻求家电股投资机会

投资要点:

- 在农民收入提高, 城镇消费升级, 产业政策扶持, 家电行业发展不断走向深化的背景下, 从全产业链来看, 家电的各个子行业包括黑电, 都是比较景气的 (只不过黑电的盈利更多的被下游连锁卖场攫取)。基于此我们认为需要从细分行业的技术进步快慢, 行业生态, 市场需求, 产业政策, 估值等五个方面来寻求家电股的投资机会。
- 家电产品升级方式总体上确定了民族品牌、外资品牌的竞争能力和盈利机会。空调行业产品和升级, 技术进步较少, 有利于国产品牌充分发挥成本优势、规模优势、渠道优势, 外资品牌逐步被边缘化, 因而成就了格力、美的两个伟大的企业; 冰箱、洗衣机行业近似空调行业。但黑电业产品从 CRT 到 LCD 属于革命式升级, 更多的利润被外资品牌和产业链上游赚取。同时, 技术不断创新, 导致行业不能形成强者恒强; 阶段性处于劣势的品牌随时有翻盘的机会, 导致品牌不能集中。因而国产彩电企业不具有长期投资机会。
- 行业生态状况首先与品牌集中度息息相关, 其次与主要参与者的习惯、个性紧密相连, 同时还依赖于当前的宏观背景和产业环境。空调品牌集中度非常高, 格力、美的占内销市场份额近 70%, 因此行业竞争更趋理性。双寡头上下游议价能力很强, 不惧原材料、劳动力成本波动。而冰箱、洗衣机前三位的市场份额仅 45% 和 46%, 因为品牌集中度不够高, 行业生态稍差, 行业还需要竞争来确立地位, 利润率不是特别稳定。另外, 彩电行业, 前 8 位企业的市场份额均在 6-17% 左右波动, 因而行业生态糟糕, 整体盈利水平低下。
- 从当前的需求来看, 2010 年各个行业都非常不错, 同比均在 30% 以上, 未来中长期增长也可以保持乐观, 其重要驱动力来源于: 三四线市场活跃, 城镇消费升级特征明显, 出口保持旺盛。但是需求阶段性存在一定的波动, 由于资本市场比较敏感, 有时过于短期化, 因此我们需要持续关注需求变化。
- 08 年以来, 政府出台了一系列家电行业政策, 主要以扩内需, 保增长, 促进节能减排为目的, 整体上对行业形成利好, 促进了家电消费增长和产品升级换代速度。但是政策执行具有暂时性特征, 不会根本改变家电这个充分竞争行业的运行方向。
- 从估值上, 格力、美的、海尔三大白电巨头 2010 年 12 月 3 日股价对应 2010 年 EPS PE 分别为 12.1, 13.8 和 17.2 倍, 估值较低。而 2010 年 1-3 季度, 白电主流公司营收增长均在 30% 以上, 净利润增长也在 40% 以上。其中, 美的、格力和海尔, 营业收入同比增长分别为 60%, 44% 和 33%, 净利同比增长分别为 75%, 40% 和 50%。盈利高增长与个股低估值形成强烈反差。从历史估值来看, 三大白电 (15 倍左右) 显著低于历史平均 PE 水平 (24 倍)。另一方面, 同其他行业的对比来看, 显著低于大盘平均水平 (剔除金融和石油后, 约 27 倍)。相对估值角度, 按照历史低估程度来看, 目前白电的低估程度 (0.6) 接近历史最低水平。
- 我们的投资策略是: 继续超配大白电; 积极参与小天鹅等洗衣机公司以及增长明确的小家电公司, 持股待涨; 寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	股价 12.03	09PE	10PE	11PE	投资评级
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	15.61	25.75	13.84	11.03	强烈推荐
000651	格力电器	1.03	1.42	1.85	17.30	16.73	12.14	9.34	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	25.73	29.96	17.19	12.28	强烈推荐
000418	小天鹅 A	0.41	0.81	1.11	18.51	45.63	20.57	11.57	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.54	0.76	1.00	23.47	43.64	31.00	23.44	强烈推荐
600261	浙江阳光	0.48	0.85	1.19	35.01	72.59	41.42	29.49	强烈推荐
600983	合肥三洋	0.39	0.62	0.80	13.12	33.83	21.31	16.49	推荐
002050	三花股份	0.90	1.30	1.42	33.00	36.63	25.38	23.24	推荐
600060	海信电器	0.57	0.78	0.95	12.45	21.66	16.03	13.10	推荐
002242	九阳股份	0.80	0.88	1.07	16.00	19.97	18.18	14.95	推荐
002508	老板电器	0.68	0.80	1.04	36.83	54.39	45.91	35.29	中性

目 录

一、技术变迁.....	6
二、关注行业生态，品牌集中度是核心	8
2.1 空调行业：双寡头垄断形式基本确立，强者恒强	9
2.2 冰箱行业：行业整合加速品牌集中	11
2.3 洗衣机行业：竞争格局日渐清晰，双寡头趋势显现	13
2.4 白电与黑电竞争对比	14
三、需求分析.....	16
3.1 空调行业：2010 年内外销均大幅增长，2011 年有望平稳增长.....	17
3.2 冰箱行业：内销增长是主力，家电下乡是推手.....	23
3.3 洗衣机行业：内销增长平稳，出口增长更胜一筹	26
3.4 彩电行业：关注阶段性需求超预期可能带来的交易性机会	30
四、家电行业政策	35
4.1 关于家电下乡：冰箱行业最受益	35
4.2 以旧换新	38
4.3 对高效节能空调销售实现直补.....	39
4.4 提高出口退税率	40
4.5 对政策的综合看法.....	40
五、估值比较.....	41
5.1 盈利高增长与个股低估值形成反差。	41
5.2 白电三巨头估值水平和其他行业比较.....	42
5.3 白电三巨头估值水平同过往历史比较.....	43
5.4 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较	44
六、2010 年年度投资策略.....	45
6.1 整体投资策略.....	45
6.2 重点公司列表.....	46
七、重点公司介绍	47
7.1 格力电器：下有安全边际，上有持续超预期的可能	47
7.2 美的电器：野蛮生长 终成参天大树.....	47
7.3 小天鹅：美的扶持下长期发展值得期待	48
7.4 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多	49

表目录

表 1	家电产品技术变迁特点	6
表 2	空调总量（累积数据）（单位：万台）	18
表 3	冰箱总量（累积数据）（单位：万台）	23
表 4	洗衣机销量总量（累积数据）（单位：万台）	26
表 5	彩电销量总量（累积数据）（单位：万台，%）	31
表 6	家电下乡产品销售统计（2010 年 1-10 月）	38
表 7	家电下乡与家电以旧换新政策对比	39
表 8	白电三巨头估值比较	41
表 9	重点关注公司一览	46

图目录

图 1	2010 年 1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）	9
图 2	2010 年 1-9 月分品牌销量增长（单位：%）	9
图 3	空调内销品牌市占率（单位：%）	9
图 4	空调出口品牌市占率（单位：%）	9
图 5	产业在线空调品牌市占率（单位：%）	10
图 6	中怡康空调品牌市占率（单位：%）	10
图 7	2010 年 1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）	11
图 8	2010 年 1-9 月分品牌总销量同比增长（单位：%）	11
图 9	全行业冰箱品牌市占率（单位：%）	12
图 10	城市冰箱品牌市占率（单位：%）	12
图 11	1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）	13
图 12	1-9 月分品牌总销量同比增长（单位：%）	13
图 13	全行业洗衣机品牌市占率（单位：%）	14
图 14	城市洗衣机品牌市占率（单位：%）	14
图 15	白电品牌集中度对比（2010 年 1-9 月）（单位：%）	15
图 16	黑电品牌集中度情况（单位：%）	15
图 17	空调总销量（单位：万台，%）	20
图 18	空调内外销量（单位：万台，%）	20
图 19	国内空调销售量（单位：万台）	21
图 20	国内空调销售量同比增长（单位：%）	21
图 21	国内城市空调零售均价走势（单位：元）	21
图 22	国内城市变频空调销量（单位：万台，%）	21
图 23	冰箱出口各大洲销量及同比增长（单位：万台，%）	22
图 24	冰箱总销量（单位：万台，%）	24

图 25	冰箱内外销量 (单位: 万台, %)	24
图 26	国内冰箱销售量 (单位: 万台)	25
图 27	国内冰箱销售量同比增长 (单位: %)	25
图 28	国内城市冰箱零售均价走势 (单位: 元)	26
图 29	国内城市冰消结构销量占比 (单位: %)	26
图 30	洗衣机总销量 (单位: 万台, %)	27
图 31	洗衣机内外销量 (单位: 万台, %)	27
图 32	国内洗衣机销售量 (单位: 万台)	28
图 33	国内洗衣机销售量同比增长 (单位: %)	28
图 34	滚筒洗衣机城市销量占比 (单位: %)	28
图 35	滚筒洗衣机销量占比 (单位: %)	28
图 36	国内城市洗衣机零售均价走势 (单位: 元)	29
图 37	洗衣机出口销量及同比 (单位: 万台, %)	30
图 38	彩电总销量 (单位: 万台, %)	31
图 39	彩电内外销量 (单位: 万台, %)	31
图 40	2005-2013 全球电视出货量增长与预测	32
图 41	2005-2013 全球电视出货量增长与预测	33
图 42	LCD 电视内外销增长 (单位: 万台, %)	33
图 43	中国 LCD 内销占比 (单位: 万台, %)	33
图 44	2008 年到 2014 年中国液晶电视在不同区域的发展状况	34
图 45	家电下乡总销量 (单位: 万台)	35
图 46	家电下乡总销售额 (单位: 亿元)	35
图 47	城乡居民人均总收入对比 (单位: 元, %)	36
图 48	空调保有量 (单位: 台/百户)	37
图 49	冰箱保有量 (单位: 台/百户)	37
图 50	洗衣机保有量 (单位: 台/百户)	37
图 51	彩电保有量 (单位: 台/百户)	37
图 52	白电三巨头营业收入同比增长	42
图 53	白电三巨头净利润同比增长	42
图 54	家电板块估值比较 (TTM, 整体法)	42
图 55	白电绝对估值比较 (TTM, 整体法)	43
图 56	白电相对估值 PE 倍数 (TTM, 整体法)	44

五因素寻求家电股投资机会

认真考察家电各个子行业，仔细阅读国美、苏宁的财务报告，我们认为：在农民收入提高，城镇消费升级，产业政策扶持，家电行业发展不断走向深化的背景下，从全产业链来看，家电的各个子行业包括黑电，都是比较景气的，但是在家电行业整体景气的背景下，各子行业分化严重，上市公司投资机会迥异（黑电的盈利更多的被下游连锁卖场攫取）。基于此我们要把着眼点放在：

行业整体景气形成的利润在价值链的各个环节（上游端、制造端、流通端）如何分割？制造的利润在外资品牌、国产品牌之间如何分配？在龙头企业和二三线企业之间如何分配？

针对此，我们认为有两个非常关键的因素：

1)细分行业的技术进步快慢。

2)行业生态状况。（这与品牌集中度息息相关，也与主要参与者的习惯、个性紧密相连，还依赖于当前的宏观背景和产业环境，有历史形成的因素，有当下变迁的反应。）

除了以上两个重要因素之外，我们觉得考察家电行业的投资机会还有关注下面三个因素：**当下的需求，产业政策，估值**。下面我们就上述五因素逐一讨论。

一、技术变迁

技术变迁的速度决定行业格局的可把控性，进而影响产业集中度

从中长期看消费升级将对家电行业发展产生深远的影响，也是行业增长最重要的推动力量（另一大增量是三四级市场的扩张）。消费升级的表现形式为：**消费者更在意品牌，追逐升级产品。**

我们把产品升级分为三种形式：渐进式、跨越式、革命式，下表具体列示各细分行业产品升级方式。

表 1 家电产品技术变迁特点

类型	传统产品	升级产品		
		渐进式升级	跨越式	革命式
空调	分体式空调	健康，节能，静音，柜式	变频，中央空调	
冰箱	双门冰箱	节能，保鲜，低噪音 健康，时尚，个性化	多开门，对开门	
洗衣机	波轮洗衣机	洗净率高，衣物磨损小 人性化，节水	滚筒式	
彩电	彩管电视	高画质，大屏幕		平板电视，数字电视

资料来源：中投证券研究所

（1）空调产品主要以渐进式为主，升级方式无非是在健康，节能，静音，变频等方面，对应的技术也没有大的升级改进，厂商差异仅在于工艺，成本控制、品质保障等细节上，这显然利于国产品牌，在技术基本稳定的背景下，国产品牌能够充分发挥成本优势，规模优势，渠道优势，完全占据市场主要地位，目前两大国产品牌格力、美的已经牢牢地占据了内销市场份额的 60% 以上。行业格局非常明朗，中小品牌很难有翻盘的机会。

（2）冰箱产品升级以跨越式为主，升级趋势明显

对于冰箱而言，产品结构呈现明显的消费升级特征：高端化，个性化从分容积段销售量、销售额结构变化来看，2006 年以来，冰箱市场销售结构呈两极分化的趋势：即 241L 以上大容积冰箱和 120L 以下小容积冰箱销量呈上升趋势，过去完全占主导的 121L-240L 之间的冰箱市场份额有所下降。三门冰箱已经成为城市市场销售的主流。

从性能角度，冰箱产品一方面追求节能、保鲜、低噪声、健康、时尚等，另一方面追求多门、对开、智能化这种升级产品，特别是 2006 年以来这种跨越式升级趋势十分明显，而这显然更有利国外品牌发挥他们的技术优势和品牌优势，我们上市公司所对应的民族品牌在升级产品上竞争能力稍弱。特别是在代表着产业发展趋势的多门冰箱、对开门冰箱等这些高端领域，国产品牌仅海尔、美的、容声拥有一席之地，其他完全缺乏竞争能力。而这些高端冰箱产品

恰恰产品单价高，高端冰箱制造商拥有较高毛利率。

（3）洗衣机：产品渐进式升级与跨越式升级并重

对于洗衣机而言，农村升级产品在全自动波轮洗衣机上，而城镇消费以及出口主要是在滚筒洗衣机上。产品渐进式升级与跨越式升级并重，形成国产品牌如海尔、小天鹅同外资品牌三星、松下、西门子等各霸半边天下，前者拥有全国性渠道，低端占优，外资固守高端，在趋势产品滚筒洗衣机上，主要为外资品牌所占据，国产品牌只有海尔、美的有一定竞争能力。2010 年在美的滚筒降价营销策略下，极大地推动了滚筒的迅速普及。我们估计，未来三年，滚筒在城镇的占比会提升到 50%以上。

（4）彩电：产品升级以革命式为主，趋势明显

消费升级促进了彩电产品迅速升级，而升级产品以革命式为主，即从传统彩管电视转变为平板电视，技术上完全不同于以往的彩管电视，属于一种颠覆性的升级方式，这显然不利于以渠道，营销，规模，成本取胜的国产品牌，电视平板化是行业发展的方向，而且平板化的速度远超原来的预期。国内主要生产厂商长虹、康佳、TCL、创维等为此准备不足，显得十分被动，而且受制于较高的技术壁垒和资金要求，国产品牌短期内也无法改变在平板电视市场上的颓势。在这样的背景下，原来的品牌格局已经失去意义，即使勉强通过组装维持前端销售，保持一定的市场份额，由于利润都被上下游拿走，只能赚取一点微薄的加工费。

由于技术升级的形式不同，跨度不同，形成白电行业格局，总体上强者恒强，弱小企业逐步淘汰出局，外资品牌全无优势。白电龙头企业敢于和国美、苏宁叫板，具备很强的成本转嫁能力，能够充分分享产业链条利润，具备长期投资价值。

而黑电因为主导技术变迁速度快，更像电子行业，外资品牌始终占有一席之地，甚至阶段性占优势，五六个国产品牌各自都能在新的创新机会中找到立足之地，各领风骚几百天，局部的技术创新给阶段性落后的企业提供了翻盘的机会，这样谁也吃不掉谁，市场份额割据背景下，长期被国美、苏宁各个击破，全面压制，这是我们无法中长期看好黑电的根本原因，即使上游瓶颈有所解决，也很难看好。

二、关注行业生态，品牌集中度是核心

在普遍的投资者心中，家电行业历来竞争惨烈，盈利水平低下，行业生态不佳。事实上，家电行业经过多年的充分竞争，市场已相对成熟。家电行业各子行业由于竞争格局、发展路径和技术特点的不同，行业生态呈现出分化特征。

家电的行业生态首先与品牌集中度息息相关，同时也与产业链的主要参与者的行为习惯和个性紧密相联，另外也与所处的产业环境，当下阶段的需求相关，我们下面先来看分行业的品牌集中度情况。

冰、洗、空为主的白电行业市场集中度较高，特别是空调行业双寡头格局基本形成，行业龙头对市场有较强的把控能力。较高集中度下，龙头企业占有较高的市场份额，对市场价格拥有较强的话语权，成本转嫁能力较高，形成了较高的行业进入壁垒，较少有新资本进入行业，行业竞争格局相对稳定。

相比之下，小家电行业由于品类较多，消费者对品牌的认知度正在形成当中，特别是三四级市场存在大量无品牌产品，造成行业品牌集中度较低，行业第一的市占率也不超过 20%。随着国民收入水平的提高，人们对食品安全问题的越来越关注，在健康饮食的理念下，消费者对厨房用具的安全、质量和美观程度有了更高的要求，从而对品牌的追求越来越高。小家电行业品牌集中度也加速提升，行业龙头市场占有率不断增加将成为未来小家电行业发展的重要特征。伴随着行业集中度的提高，行业龙头企业的盈利能力以及对上下游的议价能力也必将提高。当前我国小家电行业正处于快速发展阶段。

黑电行业相比白电和小家电行业，行业生态并不乐观。中国的黑电行业作为家电行业发展的排头兵，既经历过高发展、高盈利的阶段，也饱受了价格战竞争之苦。由于黑电行业技术变革较快，下游厂商对上游的依赖性较强，相对外资品牌我国黑电厂商并没有很强的技术创新能力。加上黑电市场体量较大，行业内众多竞争者相互掣肘，行业前几位的市占率均均在百分之十几徘徊，市场较为分散。同时，加上外资品牌利用技术上和上游资源上的优势，对国内品牌打压较重，造成国内黑电行业相对较恶劣的竞争环境，行业盈利能力较低。

2.1 空调行业：双寡头垄断形式基本确立，强者恒强

图 1 2010 年 1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）

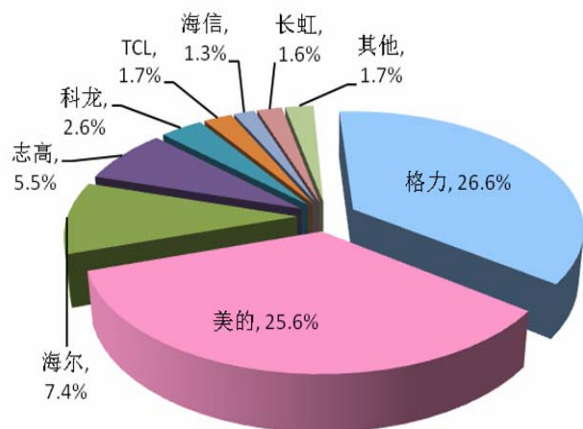
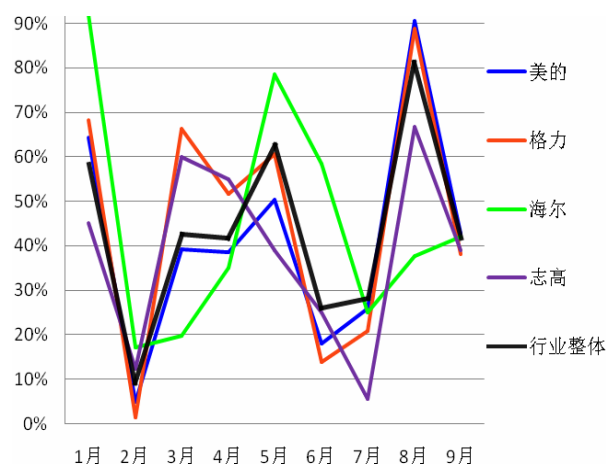


图 2 2010 年 1-9 月分品牌销量增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

空调行业经过多年的充分竞争，品牌集中度较高。前四家市占率合计超 65%。前两家巨头格力、美的市占率分别为 26.6% 和 25.6%，双寡头销量合计已占据半壁江山。

图 3 空调内销品牌市占率（单位：%）

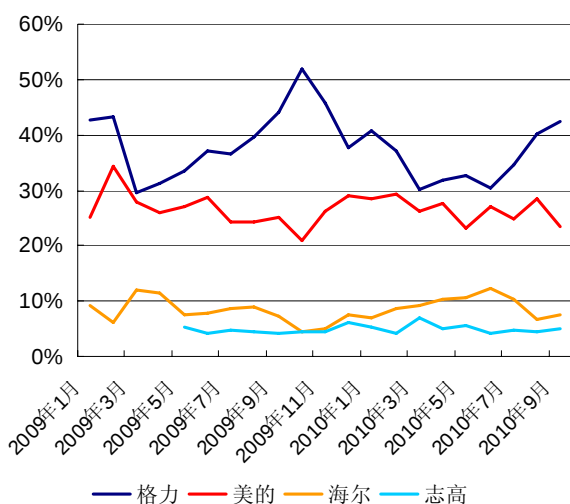
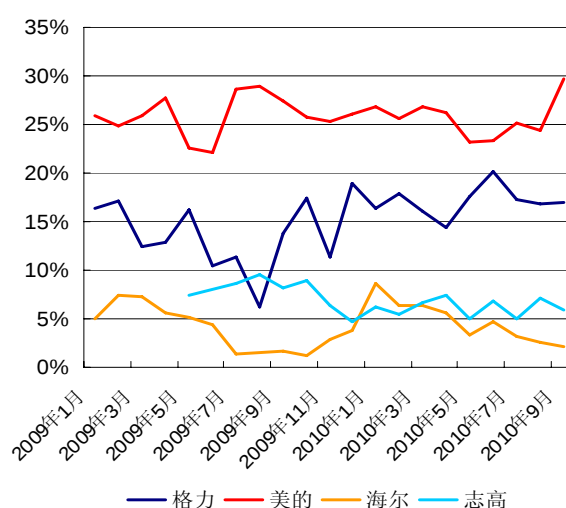


图 4 空调出口品牌市占率（单位：%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

国内市场，龙头企业优势更为明显。1-9 月格力销量 1361 万台，同比增长 28.5%，市占率 35.1%，居行业第一。美的销量 1018 万台，同比增长 32.4%，市占率 26.2%。

上半年受空调节能补贴影响，格力出货节奏有所打乱，但市占率始终占据在 30% 以上。7 月份后，随着全行业价格体系逐渐恢复，格力亦表现出淡季优势，市占率上升到 40% 以上。（每年 8 月至次年 3 月为空调销售淡季，淡季空调购买者一般价格弹性较小，对产品品质需求更强，格力在专业造空调的品牌影响下，在淡季拥有更强的优势）。美的空调紧跟格力，内销市场占据了 25% 左右市场份额。

在出口市场上，则是美的表现略胜一筹。1-9 月美的出口销量 856 万台，同比增长 45.8%，出口市占率 24.8% 维持行业第一的绝对优势。格力出口 591 万台，同比大幅增长 91.1%，增长势头迅猛，市占率提高 3.6 个点达 17.1%。志高出口 202 万台，同比增长 28.3%。海尔出口销量 174 万台，同比增长 49.2%。

图 5 产业在线空调品牌市占率（单位：%）

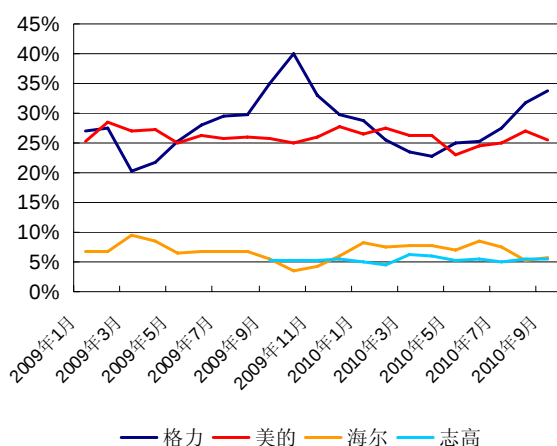
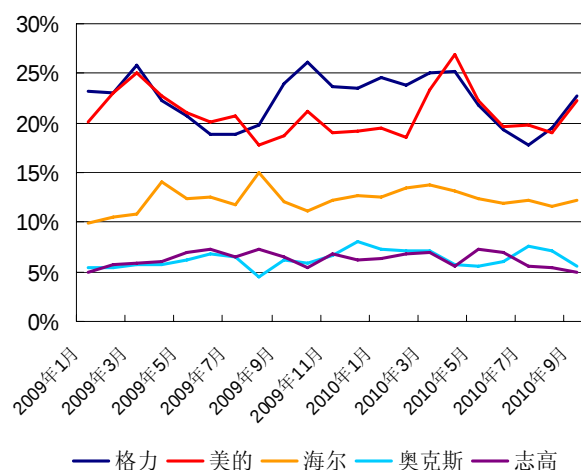


图 6 中怡康空调品牌市占率（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

品牌集中度提高的原因是多方面的：一方面消费升级，消费者品牌认知感更强。消费更趋理性，优质产品的价值得以体现。更重要的是，前几年空调行业经营环境持续恶劣，上游原材料持续涨价，下游终端市场的苛刻要求，形成前几年空调行业的低迷，缺乏足够竞争能力的企业十分艰难，这为行业整合创造了契机，2006 年以来，行业深度整合的步伐明显加快。一线大品牌凭借其强大的品牌张力、渠道控制力、规模地位和迅捷的市场反应速度等多方面优势，不断巩固和强化其龙头地位，而中小品牌的市场份额锐减，一些竞争力较弱、规模偏小的弱势品牌直接退出市场；一线品牌与二、三线品牌之间两极分化明显。

品牌集中度提高的影响也是多方面的：最重要的结果是竞争方式发生转变，恶价格战减少。2006 年以后，随着品牌集中度稳步提高，公司竞争转入良性，过去若干年竞争格局与竞争方式发生明显变化。特别是从 07 年开始，国内空调重点企业纷纷加大了产能品质、研发、渠道建设投入以及海外市场的开拓力度，确立了行业领先优势，并利用这种优势积极参与各种标准的制定，规范和标准使得 2007 年以来空调市场竞争逐渐从以往的价值战转向技术、产品质量、销售服务比拼与三、四线渠道拓展的竞争。在新的竞争条件和竞争方

式下，空调市场品牌集中度明显向重点企业倾斜，市场集中度的持续提升，推动了空调行业向规范竞争与良性发展的方向迈进。而品牌集中度提高，竞争转入良性的另一个结果是平均价格水平明显上升。市场均价变动一方面源自于直接提价，另一方面市场均价变动是因为机型机构和产品种类的调整，其中直接提价对总体均价上涨有着决定性的影响。市场均价变动反映出空调厂商更加理性，有效地转嫁了上游涨价的压力，根本原因在于品牌集中度提高之后，主要大品牌不愿打价格战、小品牌打不起价格战，整个行业的竞争热点已不再是“价格”，而是技术、产业链、服务、渠道等全方位的比拼。而销量与价格的同步上涨也说明，消费者对高质量空调产品的价格承受能力有所加强。工厂能够主动提价成功也反映出工业资本在产业链中的地位提升了，而商业资本在产业链中的地位有所下降。另外，在外销市场品牌（生产）集中度提高的背景下，出口均价也是稳步提高。

2.2 冰箱行业：行业整合加速品牌集中

图 7 2010 年 1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）

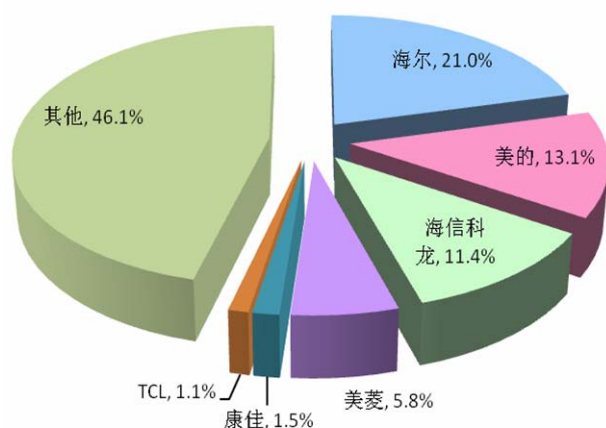
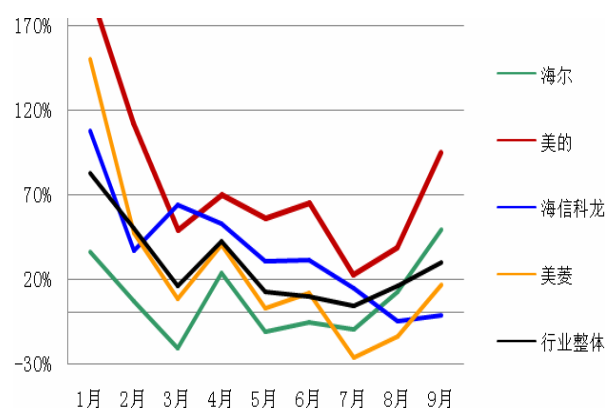


图 8 2010 年 1-9 月分品牌总销量同比增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

冰箱行业经过连续多年的价格战以及产业整合，品牌集中度正逐步提升。2010 年的冰箱市场，前几名大品牌保持优势，大的格局没有改变，但市场位置悄然发展变化。1-9 月，海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计 45.3%。海尔以 21% 的市占率居行业第一，累积销量 1157 万台，同比增长 4.8%。美的系继续快速扩张，1-9 月总销量 722 万台，同比增长 65.7%，远超市场 29.6% 的平均增速，累积市占率达 13.1%。海信科龙 1-9 月累积销量 631 万台，同比增长 30.7%，市占率为 11.4%。同期，美菱总销量 322 万台，同比 14.2%，市占率略微下滑至 5.8% 的水平。

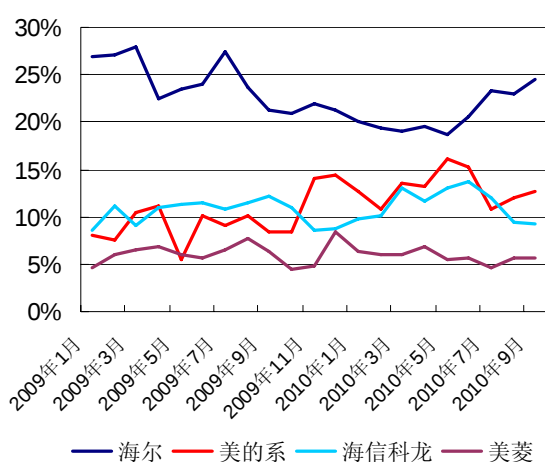
1-9 月，海尔内销 1037 万台，同比增长 17.1%，市占率 8.3%，依然保持行业第一的位置，美的冰箱内销 559 万台，同比大增 62.2%，市占率提高 2.6 个百分点 13.7%。海信科龙内销 454 万台，同比增长 31.9%，市占率与上期持平，

维持 11% 的水平。

出口方面海信科龙市占率 12.2%，居第一位，1-9 月外销 176 万台，同比增长 27.6%。美的外销 163 万台，同比增长 78.1%，增长迅猛，大大超过行业平均 8.3% 的水平，市占率也从去年 6.8% 增长到 11.3%。海尔出口 120 万台，同比下滑 45 %。

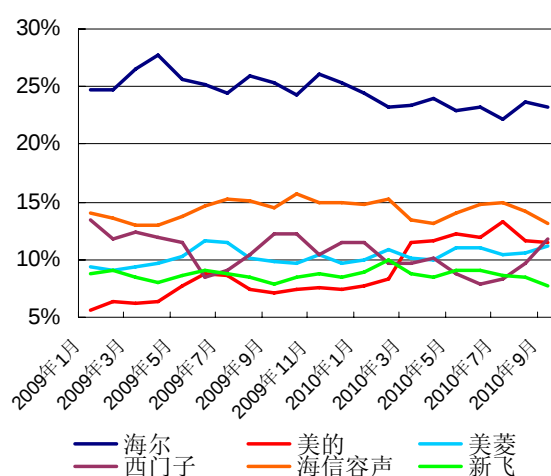
（应注意的是，各个冰箱厂商定价策略不同，产品单价差异也较大，同时，不同冰箱厂商出货节奏以及产品结构的不同，单纯的销售量份额与销售收入份额之间可能存在一定的差异。）

图 9 全行业冰箱品牌市占率（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

图 10 城市冰箱品牌市占率（单位：%）



海尔作为行业中最具影响力的国产品牌，一直占据着行业整体头名。2009 年下半年公司市占率开始有所下降。之后公司采取一系列动作调整治理结构，优化产品结构，今年 6 月份后，市占率稳步提升。美的系旗下华凌、美的冰箱今年以来增长迅猛，上半年市占率大幅提升，从原先的 10% 左右提高到 15% 左右。科龙整合了旗下容声冰箱和海信冰箱，市占率提升至行业前三。全行业销售市占率约在 11% 左右水平。

（城市市场，海尔拥有绝对领先优势，市占率在 23% 左右。城市市场科龙冰箱销售市占率合计达 15% 左右，居行业第二。美的系快速增长下，零售量市占率也提高到 11% 的水平。）

整体而言，2010 年各月，海尔、美的和科龙三者合计市占率达 45% 左右，相比去年同期略有提高，行业龙头市占率在保持稳定的同时也有逐步提升的趋势。

2.3 洗衣机行业：竞争格局日渐清晰，双寡头趋势显现

图 11 1-9 月分品牌总销量占比（单位：%）

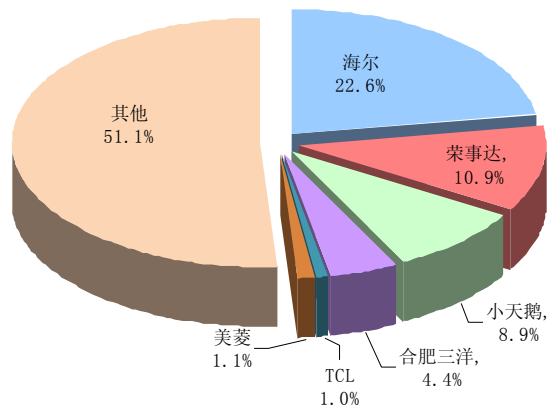
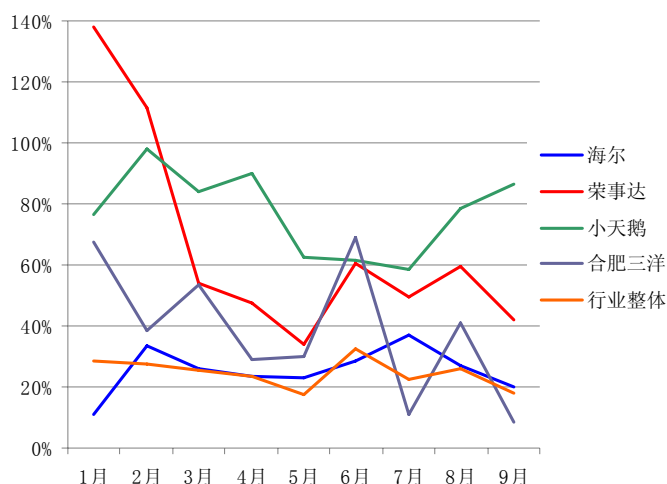


图 12 1-9 月分品牌总销量同比增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

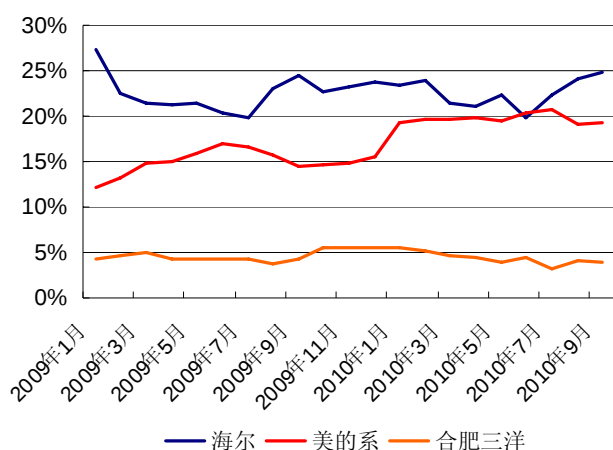
洗衣机行业经过多年竞争后，行业集中度已相对较高。1-9 月累积海尔、美的系与合肥三洋市占率合计 47% 左右，与上年持平。海尔依然占据行业第一的位置，市占率 22.6%，美的旗下“小天鹅”、“荣事达”、“美的”三大品牌洗衣机市场份额持续提高，合计 19.8%。海尔和美的系市场份额合计为 42% 左右，对市场有重大影响力。

1-9 月从各品牌增速上看，海尔保持 20% 以上的稳定增长，6、7 月份增长出现加速势头，分别为 28.6% 和 36.8%，1-9 月总销量 808 万台，同比增长 25.7%。荣事达和小天鹅借助美的渠道发力增长，1-9 月总销量分别为 390 万台和 318 万台，同比增速分别为 56.7% 和 79.4%，合计总销量 709 万台，同比增长 66.2%，远超 25.1% 的市场平均，合计市场份额接近 20%，销量上与海尔的差距正逐步缩小。合肥三洋 1-9 月总销量 156 万台，同比增速 36.1%，市占率 4.4%。

内销来看，海尔 30.1% 市占率继续保持行业第一，1-9 月内销 712 万台，同比增长 25.7%。美的系则持续高增长，荣事达与小天鹅内销合计 545 万台，同比增长 54.2%，合计市占率达 23.3%。合肥三洋内销 136 万台，相比去年增长 23.9%，市占率 5.8%。主要洗衣机厂商增长均远高于行业平均。

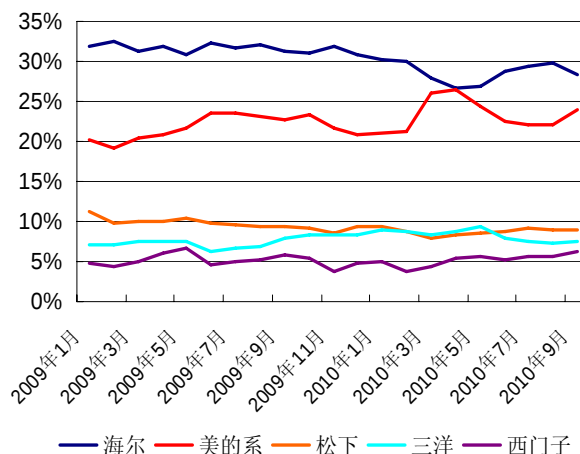
外销上，美的系的高速增长抢眼，1-9 月荣事达与小天鹅外销合计 164 万台，同比增长 123.8%，合计市占率 13.3%。海尔 1-9 月累计出口 96 万台，同比增长 25.7%，市占率 7.8%。合肥三洋出口在前期较低基数下同比增长近 3 倍，累计出口 21 万台。

图 13 全行业洗衣机品牌市占率（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

图 14 城市洗衣机品牌市占率（单位：%）



海尔作为国产洗衣机品牌老大，上半年在美的系低价营销策略下，市占率有短暂的下滑，从 25% 水平下滑到 20% 左右。下半年开始市占率已逐步企稳回升，基本恢复到去年的水平，保持行业第一的位置。

美的系完成洗衣机平台整合，旗下小天鹅、荣事达和美的的洗衣机在确立“以洗为主”的战略之后，资源整合效果逐步显现，借助在小天鹅洗衣机市场上的品牌、技术地位和美的在渠道上深度和广度，高速发展，市场表现十分抢眼。全年基本保持 70% 以上的增速。年初公司推出 1499 元滚筒洗衣机，发力滚筒市场，市占率显著提升，目前美的系市占率维持在 20% 左右水平，与行业龙头的差距进一步减小。

城市市场外资品牌有一定影响力。松下并购三洋后，三洋洗衣机品牌在国内市场的发展尚未有定论，有待后续跟踪，目前二者在城市市场占有率合计约有 15% 左右，西门子定位高端，在高端市场拥有绝对优势。国内品牌在城市市场也占有绝对优势，海尔和美的系独占鳌头，二者城市市占率在 25% 左右水平。

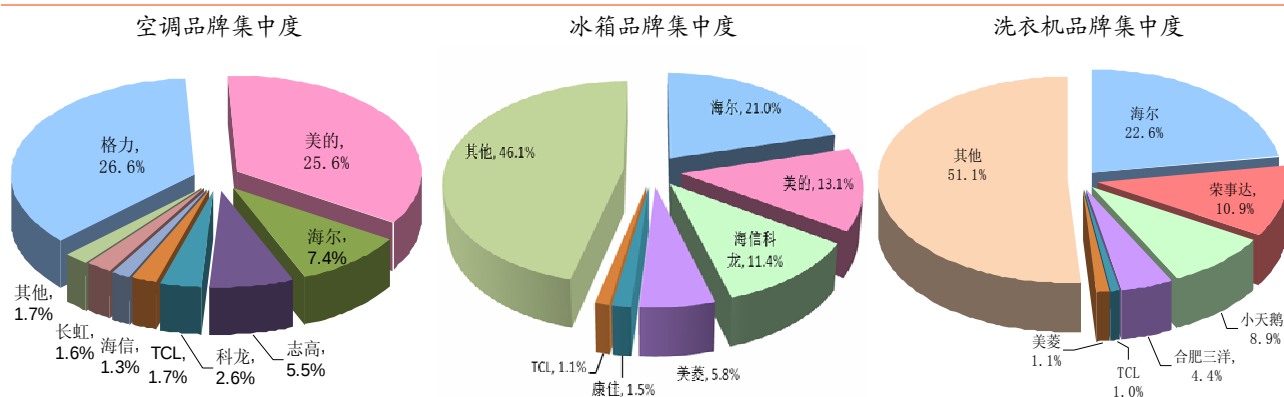
整体而言，洗衣机市场品牌格局已日渐清晰，海尔、美的系的行业领导地位正不断加强，洗衣机双寡头格局开始显现。未来行业生态不断变好，整体盈利水平有望稳步提升。

2.4 白电与黑电竞争对比

整体上空调的品牌集中度最高，洗衣机次之，冰箱最低，从趋势上讲，空调双寡头优势在不断加强，空调行业的竞争会越来越清晰，格力美的领头，逐渐甩开对手，近似双寡头竞争。洗衣机行业在美的系主动攻击下，行业集中度有较大提高，美的系在洗衣机行业的龙头地位基本确立。预计明年，美的系在洗衣机平台整合到位后，会发力冰箱市场，冰箱行业还将会面临一波行业洗牌过程，在行业洗牌到位之前意味着竞争激烈，毛利率波动大，厂家经营起伏也大，谁有希望跑出来，需要跟踪和观察，我们看好美的在白电领域的发展，凭

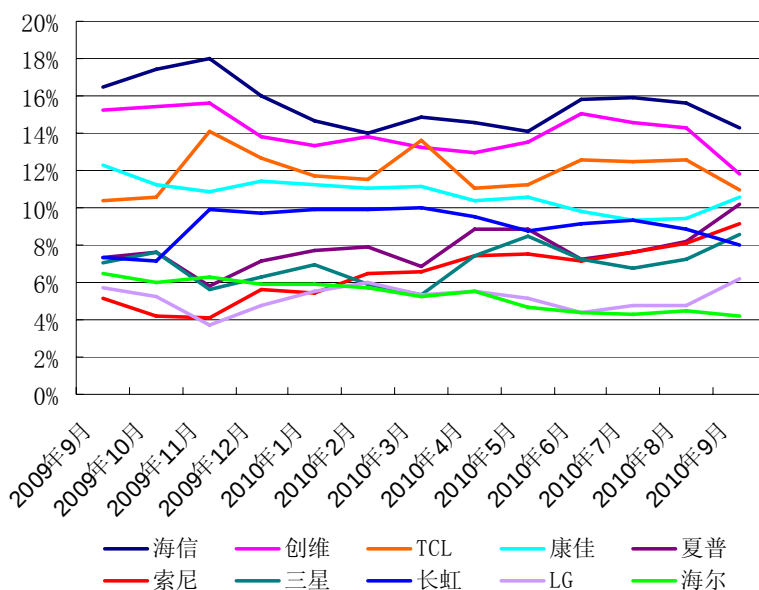
借美的在品牌、渠道上的响力和美的的组织管理优势，未来在冰箱领域也必将有所斩获。

图 15 白电品牌集中度对比（2010 年 1-9 月）（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

图 16 黑电品牌集中度情况（单位：%）



资料来源：中怡康，中投证券研究所

黑电行业相比白电，行业生态并不乐观。国内主要彩电厂商海信、创维、TCL、康佳以及长虹，市场占有率最高的海信市占率也仅有 15% 左右，且与竞争对手差别并不大，创维，TCL 市占率也基本维持在 12%-14% 之间。相互之间无法形成掣肘。当下正处在液晶电视替换 CRT 电视的行业技术转折点，而上游液晶面板的技术主要掌握在外资品牌手中，我国主要彩电厂商对上游供应商依赖性较强，造成市场较为分散。同时，加上外资品牌利用技术上和价格上的优势，对国内品牌打压较重，造成国内黑电行业相对较恶劣的竞争环境，价

格战在所难免，行业盈利能力较低。

另一方面，国产彩电企业对下游渠道商也有很强的依赖性。由于品牌号召力有限，国有彩电也主要通过国美、苏宁等大卖场销售。彩电厂商面对大卖场话语权有限，受下游压制较强。对比之下，空调厂商对大卖场依赖较小，格力卖场占比 10%左右，美的 20%左右。海尔、小天鹅在大卖场的销售占比也在 40%以内，国美、苏宁等家电卖场最大的利润贡献来源正是黑电厂商。

三、需求分析

2010 年冰、洗、空为代表的白色大家电和彩电为代表的黑电均延续去年下半年开始的高速增长。

国内市场在节能惠民工程、家电下乡和以旧换新等政策的刺激下，国内需求旺盛。具体表现为：

1) 随着新农村建设的蓬勃发展，农村居民收入的稳步增长，农村需求被极大的激发并释放出，三四级市场需求爆发增长拉动家电内销大幅增长。

2) 城镇化建设不断深入，城镇家电新置需求也是拉动家电内销增长的重要动力。

3) 城镇市场经过十几年的发展，已经步入更新换代阶段。随着经济增长，城镇居民可支配收入的持续增加，城镇市场家电消费升级特征明显。

放眼未来，中国作为家电制造和消费大国，家电整体普及率还比较低，国内家电需求空间仍然很大。未来内销市场将保持与 GDP 相协调的稳定增长。

- 1) 中国经济持续高增长，居民消费能力不断提升，家电作为耐用消费品具有高收入消费弹性的特征，收入的持续高增长能够有效带动家电需求增长。
- 2) 另一方面，我国整体家电普及率相比发达国家仍较低，特别是农村市场家电保有量很低。家电下乡政策经过近三年的实施，三四级市场家电销售渠道得到极大的补充和完善。同时，国美、苏宁等家电连锁，也开始积极布居二三线城市，随着家电渠道下沉，通路的打通，交易成本的降低能够有效降低三四级市场家电普及的广度和深度。农村空调市场蕴含着的消费能力随着农村居民收入的提高和新农村建设的深入，会不断得到释放，未来，三四级市场的增长将成为家电市场增长的新引擎。
- 3) 经济快速增长，城镇化的持续推进，未来城镇的数量和规模将不断扩大，愈演愈烈的城市化建设已经成为推动家电城镇市场新增需求的强大动力。
- 4) 城镇居民随着收入水平的不断提高，生活品味和消费观念正不断

提升，城镇市场家电消费升级的特征已较为明显。消费者对产品的感知和对比了解比较充分，开始从原来对价格的关注，转向对品牌、品质、节能、舒适度以及时尚和外观等方向转移。城镇家电市场在发展十余年后，现在已进入更新密集期。

出口市场，经过 08 年经济危机后，09 年下半年出口已开始恢复增长。2010 年出口呈现强劲增长态势。中国制造的空调、冰箱、洗衣机和彩电占全球需求的比重分别为 85%、45%、35%和 45%左右，是全球家电出口主要国家之一。随着国内厂商纷纷出口建厂，家电产品单体价值不断降低，家电消费更多具有消费品而非耐用品特征，未来我国家电出口仍有较大的增长空间。中国家电制造具有多方面长期竞争力，轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口实际上的负面影响有限。我们认为：**劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的负面影响有限。**

- 1) 全球经济的增长，人们实际收入不断增加，居民收入与空调等家电单体价值量比值不断降低。家电产品已不再是高端耐用消费品，更多的成为日常必需消费品，从而空调等家电的销售受经济周期影响有限。
- 2) 市场上有观点认为未来劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口产生压制，这种推断只是理论上推断，带有一定主观臆断性，实证检验上未必能够成立。从近期家电出口数据上看并没有任何减缓的趋势。
- 3) 中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。

3.1 空调行业：2010 年内外销均大幅增长，2011 年有望平稳增长

3.1.1 2010 年 1-9 月空调出口增长 50.5%，内销增长 34.8%

2010 年空调出口在去年低基数下实现强劲增长，1-9 月出口销量 3450 万台，同比大幅增长 50.5%。国内市场虽然地产调控政策不断加压，但因时滞因素，内销受地产负面影响有限，而其他因素推动的下游需求十分旺盛，1-9 月销量 3881 万台，同比增长 34.8%。

表 2 空调总量（累积数据）（单位：万台）

1-9 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	7331	3450	3881	47.1%	52.9%
同比增长	41.8%	50.5%	34.8%		
2009 年	5171	2292	2879	44.3%	55.7%
全年数据					
2009 年	6,586	2,819	3,766	43%	57%
同比增长	0.9%	-20.9%	27.0%		
2008 年	6,528	3,563	2,965	54%	46%
同比增长	-6.5%	-5.9%	-7.3%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.7%	30.3%	20.8%		
2006 年	5,552	2,905	2,647	52%	48%
同比增长	5.9%	11.3%	0.5%		

资料来源：产业在线，中投证券研究所

2010 年 1-9 月，全行业空调销售 7331 万台，同比大幅增长 41.8%，已超过去年全年水平（6586 万台），2010 年全年空调销量有望突破 9000 万台大关。

2010 年 1-9 月，空调内销 3881 万台，同比增长 34.8%。按照相应的同比增长水平来推算，全年内销将在 5000 万台左右。

明年来看，空调在经过一年多的持续高增长后，基数已抬高。明年行业增速会有所下滑，但 2011 年仍会有不错的增长。假定天气为正常水平，不出现极端情况，内销市场会有 15%左右的稳定增长。

1) 城镇市场。首先从城镇家用空调的总需求来讲，未来仍然还有一定的空间。居民收入增长水平的提高为空调的销售提供了坚实的基础。全国每百户空调保有量不到 100 台，而广州等大城市都在 200 台以上，说明空调的增量市场仍然非常广阔。

中国的城镇化建设远没有结束，为空调销售提供更多新增需求。（尽管房地产市场短期会影响城镇空调销售，但是中长期的空调总需求并不会因此而改变。）

一二级市场，随着地产调控告一段落，刚性需求推动下商品房成交量逐步放大，今年被部分压抑的城镇新置房需求能够得到释放。而且保障性住房推升的空调需求会成为重要补充。

2) 与此同时，空调行业更新需求将会大幅增长，从 2001 年第一次空调消费高峰以来，已经有十年之久，大量空调进入换代期，整个行业将逐步迎来大面积的更新换代需求。

3) 消费升级推动下，工程机市场蓬勃发展，如学生宿舍，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，娱乐场所，各种站场等，目前这些场所空调需求增长很快。

4) 另一方面，空调农村需求尚未全面启动，空调在农村市场保有量不足

10%，在农村广大家庭人口基数下，农村空调市场未来仍有较大改善空间。新农村建设以及城镇化建设带动下，农村新增楼房增加，使得原有的散式住房结构转为封闭式结构，农村市场以及新增城镇对空调的需求将会不断增加。

5) 空调销售的另一大特点是地域上差别性较大。全球性气温变暖趋势下，北方高纬度地区恶劣天气增加，对空调的需求相比以前也增长较多。

综合而言，中国在从外向型向内需型转变的过程中，空调国内需求市场尚未被充分挖掘。农村新增需求和城市更新需求保证明年空调内销市场的稳定增长。

出口依然强劲恢复，金融危机的影响从今年 1 月开始已逐步消退。1-9 月出口保持旺盛增长，出口 3450 万台，占比近 47%，相比 09 年全年 43% 的占比大幅提升，同比增长 50.5%。

空调出口量仍有增长空间，主要表现在：

1) 俄罗斯等高纬度地区出现高温天气，未来北方空调需求增加将会有效撬动空调全球总销量增长。另外，东南亚、南亚市场也在蓬勃发展中。

2) 中国家电的国际竞争力会持续保持，市场份额不会下降。中国家电的竞争力并不是只有成本优势。我国家电制造具有比较完整的产品集群和产品配套，规模优势明显，拥有较高的组织管理水平，这些都是具有一定国际竞争力的。而这些优势是短期内不可复制或转移的。

尽管海外经济出现波动，人民币持续升值，国际贸易环境有所恶化，国内劳动力等要素成本不断增加，中国家电企业的某些竞争优势正在弱化，中国家电企业出口面临一定的压力，但是我们仍然认为：**家电出口不但不会萎缩，而且大有可为**。一方面，家电产品单位价值量较低，与宏观经济环境联系不紧密，更具有消费品而非耐用品特征。另一方面，我国家电具有多方面长期竞争力，轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的实际上负面影响有限。因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力，还具备以下几个优势：依托巨大的国内家电市场，规模优势明显；具有比较完整的产品集群和产品配套；适应于劳动力密集型行业，拥有较高的组织管理水平和上佳的营商环境。上述优势是短期内不可复制或转移的。

目前空调行业整体还是以出口代工为主，金融危机以来甚至代工都承受了较大压力。但是，以欧美市场为主的 OEM 出口恢复性增长势头很好。作为低端耐用消费品，有其特定的市场需求，而空调制造中国企业具有天然的优势，（最重要的是成本优势和产业配套优势，以及业已形成的规模优势。）OEM 会维持一个均衡的水平。

3.1.2 空调月度数据趋势：高温助增长，下半年内外销增长有分化

图 17 空调总销量（单位：万台，%）

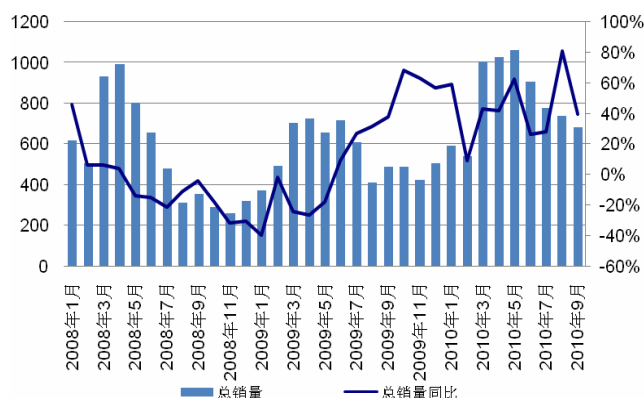
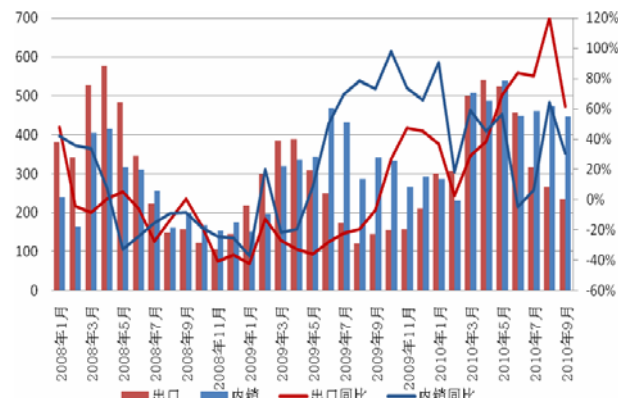


图 18 空调内外销量（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

国内市场，上半年空调销售增长迅猛，一定程度上受能效补贴影响。6 月份开始施行新的能效补贴，部分干扰了空调厂商的出货节奏和产品定价，销售增长有所回落，但 7、8 月份持续高温天气的催化下，空调销售继续呈现旺盛态势。8 月后，空调销售进入淡季。但在高温天气影响下，空调销售旺盛，呈现淡季不淡的特征，9 月份在去年高基数下空调销售依然保持较高增速。从去年 7 月算起，已连续 15 月空调旺销。从主要空调厂商反映的情况看，目前美的、格力等均出现产能不足，都在加班加点安排生产。8 月底格力、美的分别公布增发预案，布置空调扩产计划，正是当前空调龙头企业产能不足的表现。

另一方面，上半年房产调控对家电销售预期形成一定压力，但地产对空调销售影响有限。空调销售可以分为城镇需求和农村需求，农村空调需求刚刚起步，主要以新置需求为主，农村新置需求约占总需求 10% 左右。而城镇需求又可分为更新需求和新置需求。其中，更新需求约占总需求 20% 左右，新置需求中，原有房屋和新购房屋的空调安装需求各占一半，分别占总需求 35% 左右。房地产仅对新购房屋的空调购置需求产生影响。地产与空调销售的关联度约为 30% 左右。从 1-9 月销售情况来看，地产受政策调控对空调内销影响有限。

2009 年 11 月开始，随着外围经济的转暖，出口逐渐恢复以及高温天气影响，外销同比增速保持在 40% 左右的水平。5 月份后，出口更是呈现 60% 以上的增速。短期内劳动力成本上升等负面因素对家电并没有太大影响。中长期来看，这些问题能够成为国内家电企业加快技术创新，提高产品附加值实现从中国制造到中国创造的转型。同时，一些低附加值的小企业在洗牌中遭淘汰，进一步优化产业生态。

3.1.3 空调内销增长：农村市场新增需求保增长，城镇更新换代特征明显

图 19 国内空调销售量（单位：万台）

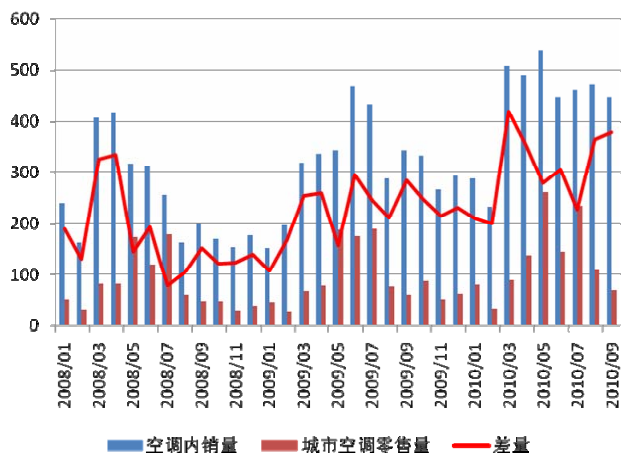
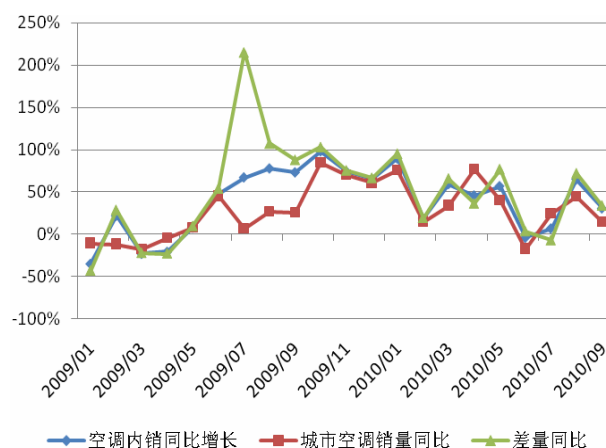


图 20 国内空调销售量同比增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

国内空调市场销售可以分为一二级市场为主的城镇空调销量和三四级市场为代表的销售。由于产业在线主要根据空调厂商上游压缩机出货量统计内销售量，其销售数据反映的是全行业国内销售量。而中怡康统计的数据主要监测全国 400 多个城市，4000 多家门店的销售数据，主要反映的是国内一二线城市空调销售情况。两者的差量，能够一定程度上反映三四级空调销量的情况。

由于第三方数据存在着时间窗口和统计口径上的差异，我们更多的从变化趋势上解读数据。增长趋势上看，空调三四级市场增长基本与行业整体增长保持同步。虽然在家电下乡等政策的刺激下，农村市场需求有所激发，但收益相比电视和冰箱，并不十分明显。由于使用上的先天性因素，农村住房由于面积较大，通风较好，加上空调单价较高，使用成本较贵，农村市场的需求尚未被完全激发。

图 21 国内城市空调零售均价走势（单位：元）

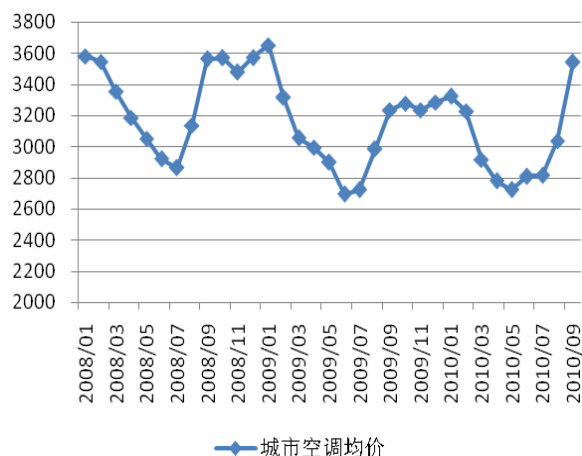
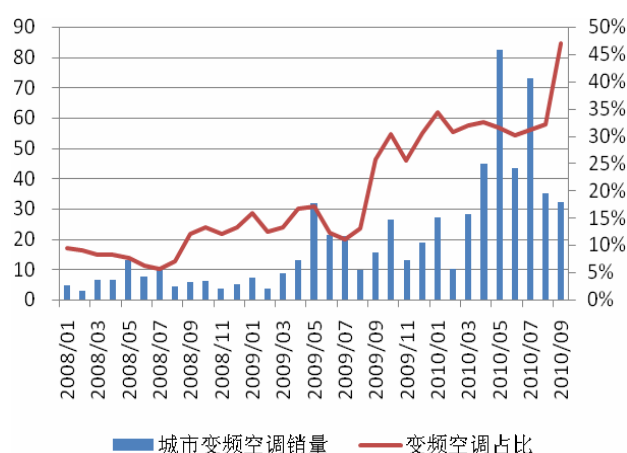


图 22 国内城市变频空调销量（单位：万台，%）



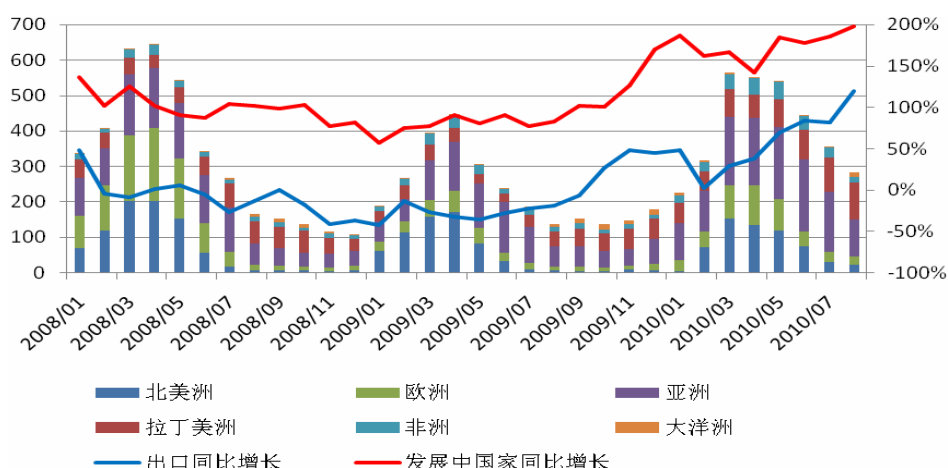
资料来源：中怡康，中投证券研究所

空调在城镇的发展已有十几年，目前已步入更新换代阶段。一二级市场空调需求包括原有空调的更新需求和新增需求。随着城镇居民可支配收入的增长，城镇空调消费升级特征明显，节能、舒适、美观的高端产品占比逐渐增加。上半年国家节能惠民工程针对高能效定频空调进行补贴，激发了民众对节能环保的重视。随着下半年节能定频补贴相比原先减少一半，定频空调的价格优势已逐渐减低，6月份后城市变频空调出货量占比已达30%以上，9月份后空调销售主要是价格弹性较小的消费者，对价格不敏感，变频占比已达45%以上。未来节能高效的变频空调将成为家用空调发展的主要趋势。

今年6月空调行业实施新节能标识和针对新能效的价格补贴，从5个级别变成了3个级别，能效要求大大提高。干扰了空调厂商的出货节奏和产品定价。三月份开始空调厂商纷纷采取降价促销手段，加快出货节奏。6月份实施新标后，以格力、美的等行业龙头为首的主要空调厂商纷纷恢复原有产品定价。截止到9月份，城市空调产品均价不仅恢复到补贴前价格水平，还略有增长。表明空调龙头厂商对市场价格有一定的把控能力。

3.1.4 空调外销增长：出口竞争优势不可替代，发展中国家成新增长点

图 23 空调出口各大洲销量及同比增长（单位：万台，%）



资料来源：中怡康，中投证券研究所

空调出口情况同样也受季节影响较大。上半年主要是北美洲和欧洲等北半球国家备货，下半年则主要是拉丁美洲、非洲等南半球国家出口较多。综合来看，全球空调销售将保持10%的增速。而拉丁美洲、亚洲和非洲等新兴市场空调市场还处在培养期，尚未被完全挖掘。随着新兴市场的蓬勃发展，以亚洲和拉丁美洲为代表的新兴市场需求将成为推动未来我国空调出口的重要力量。

3.2 冰箱行业：内销增长是主力，家电下乡是推手

3.2.1 累计数据同比：内销增长 31.0%，出口增长 8.1%

表 3 冰箱总量（累积数据）（单位：万台）

1-9 月累计	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2010 年	5,522	4,084	1,438	74%	26%
同比增长	24.1%	31.0%	8.1%		
2009 年	4,448	3,118	1,330	70%	30%
全年数据					
2009 年	5,648	3930	1718	70%	30%
同比增长	32.6%	50.7%	4.0%		
2008 年	4,260	2,608	1,653	61%	39%
同比增长	3.7%	5.3%	1.1%		
2007 年	4,110	2,476	1,634	60%	40%
同比增长	28.5%	35.2%	19.6%		
2006 年	3,197	1,831	1,367	57%	43%

资料来源：产业在线，中投证券研究所

总体而言，1-9 月冰箱销售延续去年的高速增长，内外销合计 5522 万台，同比增长 24.1%，全年销量突破 6000 万台已确定。1-9 月内销 4084 万台占总销量 74%，同比增长 31%，是冰箱销售的主要市场。出口 1438 万台，同比增长 8.1%。

内销旺盛主要是由于当前冰箱消费较好的契合了农村家电需求，家电下乡等政策使得农村三四级市场需求得到了极大的释放。在城镇，替换需求是需求的主流，因而城镇销量相对均衡，但升级特征明显，平均单价稳步提升。另外，以旧换新也一定程度上促进了城镇升级加快。

3.2.2 冰箱月度数据趋势：高基数下同比增速有所回落

图 24 冰箱总销量（单位：万台，%）

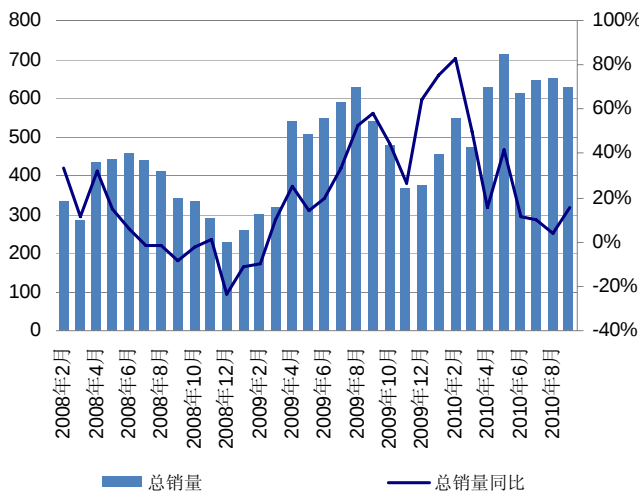
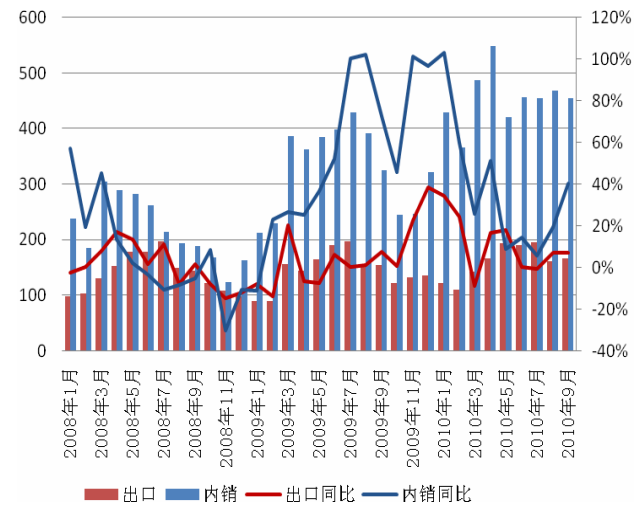


图 25 冰箱内外销量（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

2008 年金融危机后，家电下乡等政策对冰箱内销的拉动效果在 2009 年下半年开始显现，全社会消费信心逐步恢复，内销呈现爆发性增长，至 2010 年 4 月内销同比一直保持在 26% 以上。今年 5 月开始，国内冰箱销售增速从先前近 100% 的增长回落至 20% 左右，回落一方面有前期高基数的原因，另一方面也有政策刺激下，前期高增长部分透支需求。绝对量上看，8、9 两月单月超过 450 万台的月度销售量仍是历史单月较高水平。特别是进入淡季后，9 月内销同比大幅增长 40%，说明当前冰箱市场仍然保持旺盛需求。

2009 年 11 月开始，随着外围经济的转暖，出口逐渐恢复。外销同比增速保持在 15% 左右的水平，基本保持稳定。8、9 月份冰箱出口单月销量均为 160 万台以上，仍属历史最高（单月出口销量）水平。一方面，欧美等在金融危机去杠杆化过程完成后，消费正逐步恢复，但在美国经济尚未完全恢复、欧洲经济问题接连不断的情况下，要完全回到金融危机前高增长仍有一定难度。另一方面，由于冰箱运输成本较高，出口占比不大，随着国内厂商纷纷出口建厂，冰箱等家电单体价值不断降低，家电消费更多具有消费品而非耐用品特征，未来我国冰箱出口仍有较大的增长空间。

3.2.3 冰箱内销增长：冰箱消费契合农村市场需求，城市产品高端趋势明显

图 26 国内冰箱销售量（单位：万台）

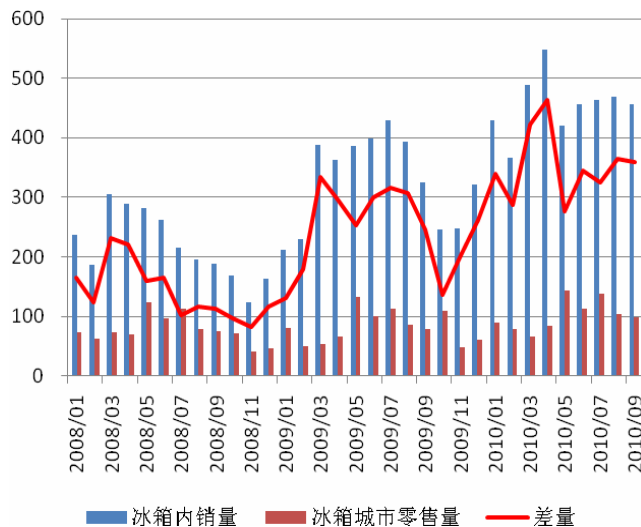
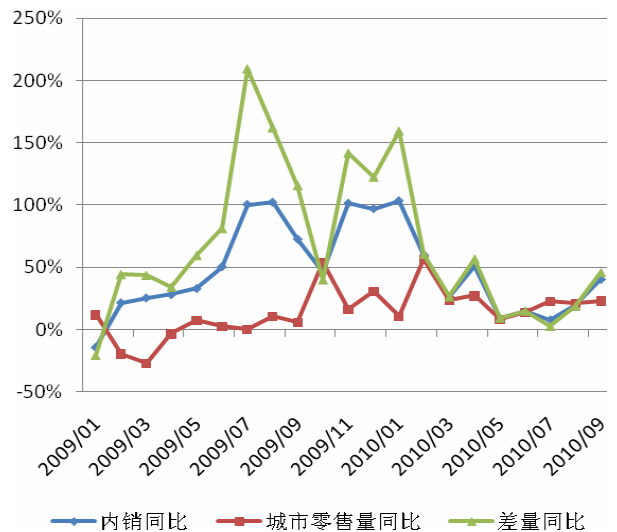


图 27 国内冰箱销售量同比增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

从产业在线和中怡康统计的数据来看，较好的说明了去年以来冰消内销高速增长的主要动力。同样，我们用产业在线和中怡康销量数据的差值去估算三四级市场家电销售情况的变化趋势。

去年下半年开始到今年上半年，在家电下乡等政策的刺激下，冰消内销同比保持 50% 以上的增速，而同期城市冰箱零售量同比虽然也有 20% 以上的增速，但相比代表三四级市场的差量，同比增长 100% 左右，略有逊色，也一定程度上说明了，三四级市场增长是带动此轮冰箱销量高速增长的重要来源。

2010 年 5 月份开始，三四级市场和全行业同比增速纷纷回落至 10% 左右水平（9 月份增长稍有抬头），这也是爆发式增长后能够长期维持的合理增长水平。

2009 年家电下乡产品中，冰箱销量占比 40%，今年公布的家电下乡数据中，冰箱累积销量位居第一，是家电下乡受惠最大的家电产品。主要由于冰箱较好的契合了农村市场当下的需求。未来三四级市场仍然蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手，未来随着农民收入提升，农村家电交易成本的下降，家电农村消费将成为重要的市场增量。同时，城镇化的持续推进，居民可支配收入的不断提高，将有效增加城镇居民家电更新需求。

图 28 国内城市冰箱零售均价走势（单位：元）

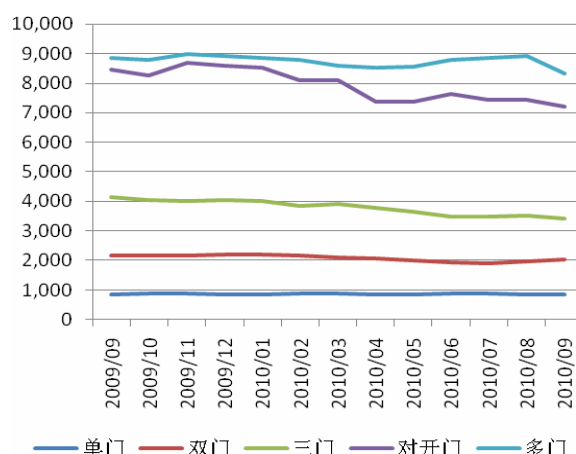
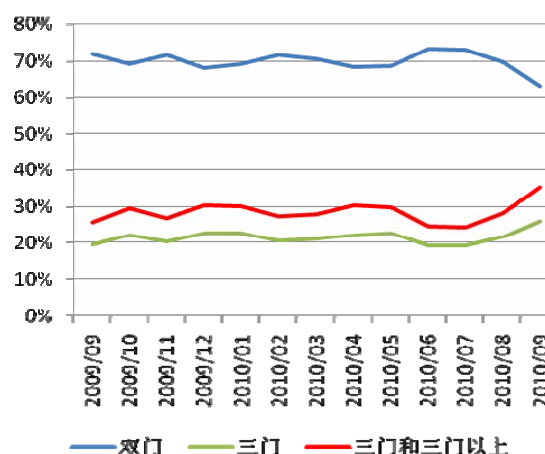


图 29 国内城市冰箱结构销量占比（单位：%）



资料来源：中怡康，中投证券研究所

城镇市场冰箱消费日趋高端化。根据中怡康统计的城市冰箱零售均价，高端产品对开门和多门冰箱销售均在在 7000 至 9000 元之间，三门冰箱均价在 3500 元左右。随着城市居民收入水平的提高，消费者对冰箱产品外观、性能、品质等有了更高的要求，对三门及三门以上冰箱的需求也大大增加，三门和三门以上冰箱的占比也逐步提高，9 月单月已达 35% 以上。同时，冰箱厂商为迎合消费需求，在高端产品的定位上推出多种款式和价位，增加消费者选择空间，也进一步促进三门以上冰箱销售增加。

3.3 洗衣机行业：内销增长平稳，出口增长更胜一筹

3.3.1 累计数据同比：内销增长 21.0%，出口增长 33.6%

表 4 洗衣机销量总量（累积数据）（单位：万台）

1-9 月累计	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2010 年	3572	2343	1229	66%	34%
同比增长	25.1%	21.0%	33.6%		
2009 年	2856	1936	920	68%	32%
全年数据					
2009 年	3953	2656	1297	67%	33%
同比增长	5.5%	11.5%	-5.0%		
2008 年	3749	2382	1366	64%	36%
同比增长	11.0%	11.7%	9.9%		
2007 年	3376	2133	1243	63%	37%
同比增长	16.7%	25.9%	3.6%		
2006 年	2894	1694	1200	59%	41%
同比增长	5.7%	-7.6%	32.6%		

资料来源：产业在线，中投证券研究所

2010 年总体而言，洗衣机增长迅猛，内外销增长基本均衡。1-9 月洗衣机内外销合计 3572 万台，同比增长 25.1%。洗衣机消费受传统消费习惯影响，四季度为销售旺季，全年销售在 5000 多万台左右。明年仍然能保持 15%左右的增速。

目前洗衣机仍以内销为主，内销 2343 万台，占总销量 66%，同比增长 21.0%，全年内销将超 3000 万台。外销增长势头增更强势，同比增长 33.6%，累积销量达 1229 万台。

3.3.2 洗衣机月度数据趋势：国内市场温和增长，出口波动较大

图 30 洗衣机总销量（单位：万台，%）

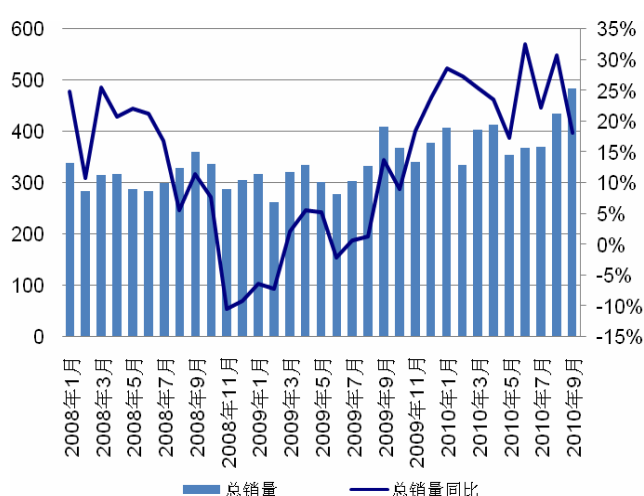
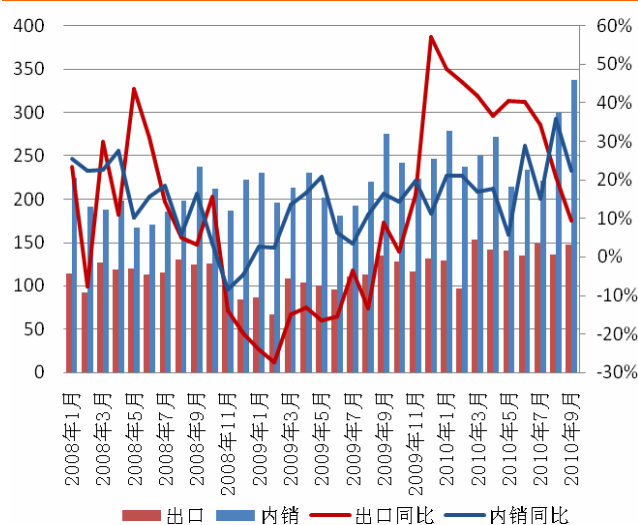


图 31 洗衣机内外销量（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

洗衣机内销总体而言增长较为平滑，08 年末向下探底幅度也有限。09 年在家电下乡以及以旧换新等政策刺激下恢复前期较高增速，同比增长 20%左右。2010 年 3 月份后，随着 09 年 5 月份后洗衣机销售旺盛基数调整下，同比增速（6%）稍有下降，9 月内销增速仍高达 22.4%。高基数影响下，预计后续月份增速会有所放缓，但未来洗衣机内销出现大幅波动的可能性不大。同时，农村洗衣机的保有量相对城镇而言仍然非常低，从这一点来看，农村洗衣机市场的潜力巨大，但转化为有效需求需要有一个过程。

2009 年 9 月开始，随着外围经济的转暖推动出口逐渐恢复。今年年初出口销量同比增速接近 60%。除 1、2 月份因春节因素影响外，单月销量均在 135 万台以上，同比增速 30%以上，均属历史高位。9 月份出口增速放缓，同比增长 9.4%。

3.3.3 洗衣机内销增长：三四级市场蓬勃发展，滚筒洗衣机占比逐步提升

图 32 国内洗衣机销售量（单位：万台）

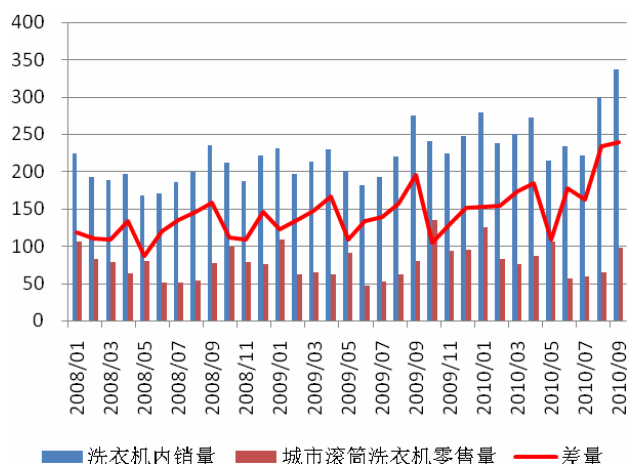
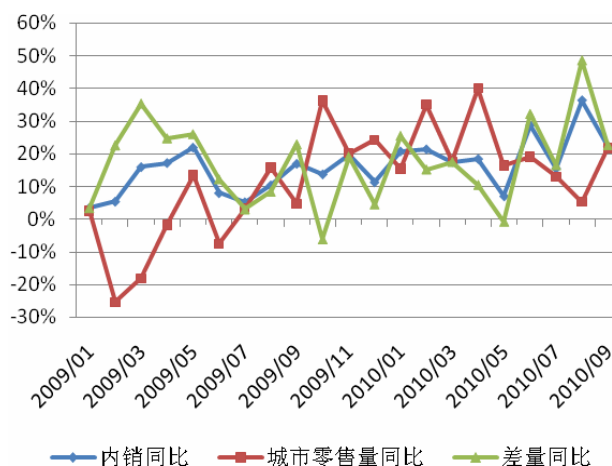


图 33 国内洗衣机销售量同比增长（单位：%）



资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

2010 年 8、9 月分洗衣机内销单月销量不断创出历史新高，行业整体内销增速也是稳中有升。根据中怡康监测的城市零售量，今年上半年均保持 20% 以上增速。

相应的，产业在线内销主要反映国内市场整体销售情况，中怡康数据主要反映一二线城市洗衣机销量，我们用两者之间产量来估算三四级市场销售变化情况。比对产业在线和中怡康销售量差增长趋势，今年上半年三四级市场洗衣机销售在经过去年较高增长后，增速有所放缓（主要由于去年基数较高的原因，绝对量上仍相对较高），下半年增速又创新高。

图 34 滚筒洗衣机城市销量占比（单位：%）

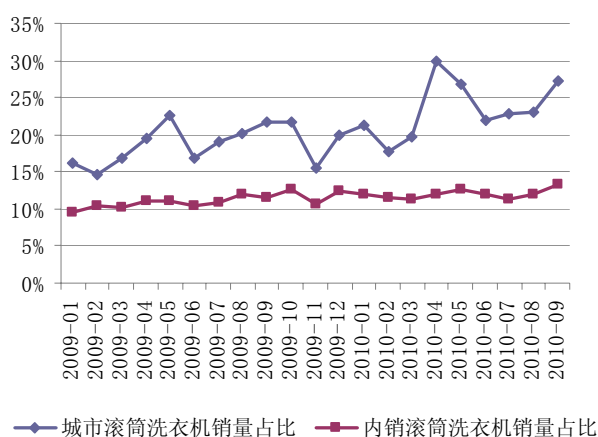
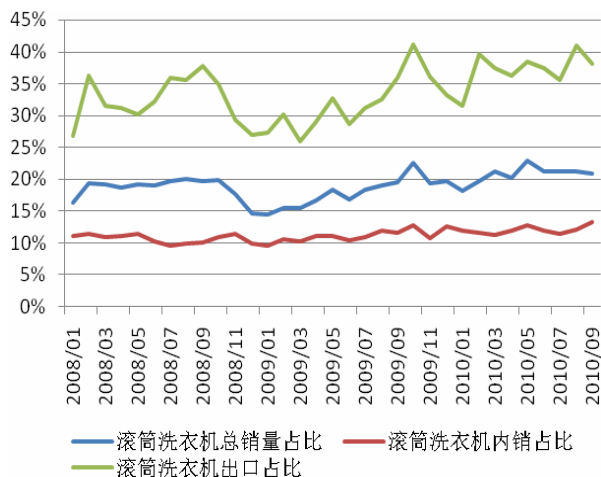


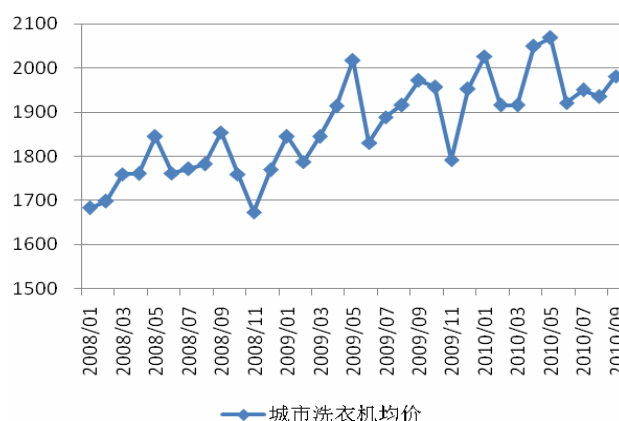
图 35 滚筒洗衣机销量占比（单位：%）



资料来源：中怡康，产业在线，中投证券研究所

目前滚筒洗衣机仍以出口为主，全行业滚筒洗衣机占比 20% 左右，其中出口滚筒占比 35% 以上，内销滚筒占比 12% 左右。

图 36 国内城市洗衣机零售均价走势（单位：元）



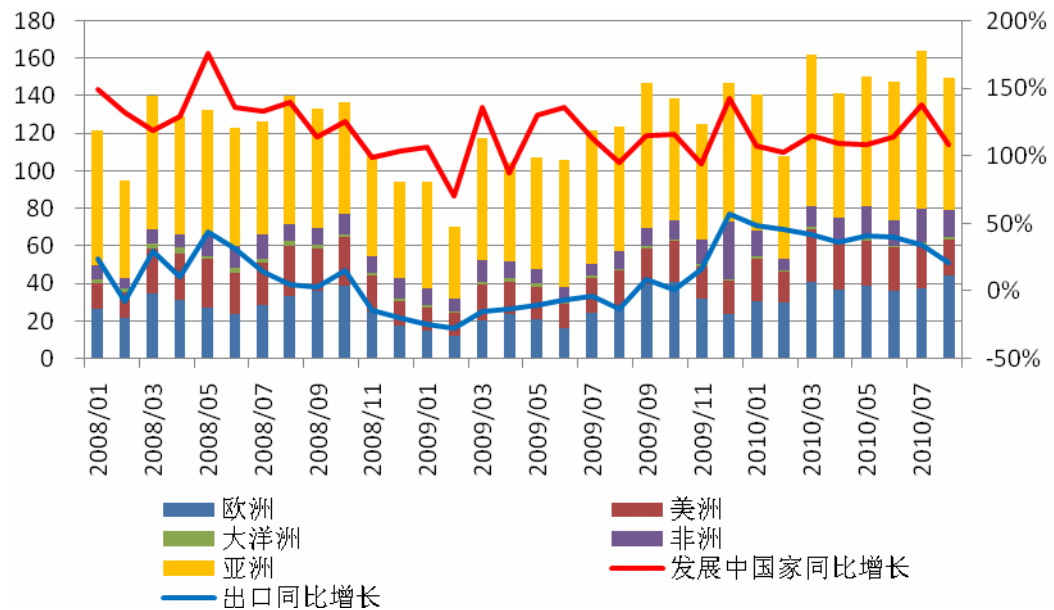
资料来源：中怡康，产业在线，中投证券研究所

城镇市场，滚筒洗衣机销售占比不断提升，从 09 年 15% 左右，上升到 25% 以上，由此带动洗衣机零售均价从 1700 元左右逐步提高到 2000 元左右。

整体而言，近几年洗衣机国内市场增长较为温和，竞争相对成熟。国内随着洗衣机产品的逐渐普及，2009 年，洗衣机在城镇保有量已达 96% 以上，农村保有量也超过 50%。相比其他白色家电产品，农村市场也有较高的保有量。由于洗衣机产品单价不高，逐渐成为低值快速消费品，受宏观经济影响也很小，表现为近几年 15% 左右的平稳增长。去年底开始洗衣机内销增长来源主要是家电下乡刺激下的农村市场需求增长和城镇市场产品升级换代拉动的需求增长。今年 4 月，家电下乡产品大幅提升最高限价，洗衣机由 2000 元提高到 3500 元，也部分刺激了农村市场滚筒洗衣机需求，农村市场广大的消费群体保证了内需市场未来较大的成长空间。

3.3.4 洗衣机外销增长：期待升级换代带来跨越式增长

图 37 洗衣机出口销量及同比（单位：万台，%）



资料来源：中怡康，中投证券研究所

出口方面，伴随着洗衣机行业的成熟，全球洗衣机产业转移仍在持续，特别是滚筒方面。目前中国洗衣机产量占全球产量 35% 左右，其中大部分出口到亚洲地区，亚洲地区出口占比 50% 左右，对欧美以及其他地区出口还不多，未来外销发展空间巨大。在内销增长趋于平稳后，外销增长将成为未来洗衣机行业的重要增量。

未来随着中国滚筒洗衣机占比大幅增长，规模效益下，单位成本会不断下降，相关技术水平也会提升，产品款式和花样也会增多，这会大大提升中国滚筒洗衣机的出口竞争力。未来几年小天鹅有望在美的的支持下，出口实现跨越式增长。

3.4 彩电行业：关注阶段性需求超预期可能带来的交易性机会

3.4.1 累计数据同比：内销增长 34.8%，出口增长 50.5%

关于家电行业的投资逻辑，在我们关注的几大要素中，彩电行业的技术进步太快，行业生态欠佳，因此不具备长期投资价值，显然不是我们重点考虑的投资标的。对该行业唯一的看点在于阶段性需求超预期，以此来寻求阶段性投资机会。

下面我们来讨论一下彩电行业的需求情况。

表 5 彩电销量总量（累积数据）（单位：万台，%）

1-9 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2010 年	7,579	4,722	2,857	62%	38%
同比增长	41.8%	50.5%	34.8%		
2009 年	6,154	3,634	2,520	59%	41%
全年数据					
2009 年	9,014	5,440	3,574	60%	40%
同比增长	0.1%	10.2%	-12.2%		
2008 年	9,007	4,935	4,072	55%	45%
同比增长	0.2%	3.5%	-3.5%		
2007 年	8,987	4,768	4,219	53%	47%

资料来源：产业在线，中投证券研究所

2010 年 1-9 月彩电全行业销售 7579 万台，同比增长 41.8%。彩电销售以出口为主，1-9 月出口 4722 万台，同比增长 50.5%，出口占比 62%。内销 2857 万台，同比增长 34.8%。应该说行业需求十分旺盛，遗憾的是由于本年以来外资品牌市场份额上升很快，相反，海信、TCL、康佳以及创维等国产品牌市场份额下降较多。实际上这些国产品牌销量增长都低于行业。根据中怡康数据，2010 年 1-3 季度，城市液晶电视销量累积同比增长 31.6%，同期国内主要黑电厂商海信、创维、康佳和 TCL 同比增长仅为 14.7%,13.4%,15.2%和 22.8%，而以索尼和三星为代表的外资品牌同比增长分别达到 108.4%和 67%。从前三季度收入增长来看，几个国产厂商的收入增速也均低于行业平均。

展望下一阶段，彩电受传统消费习惯影响，四季度为销售旺季，全年销售有望超 1 亿台。而市场份额的变化会形成一定的均衡。

3.4.2 彩电销售趋势：高速增长后增速放缓

图 38 彩电总销量（单位：万台，%）

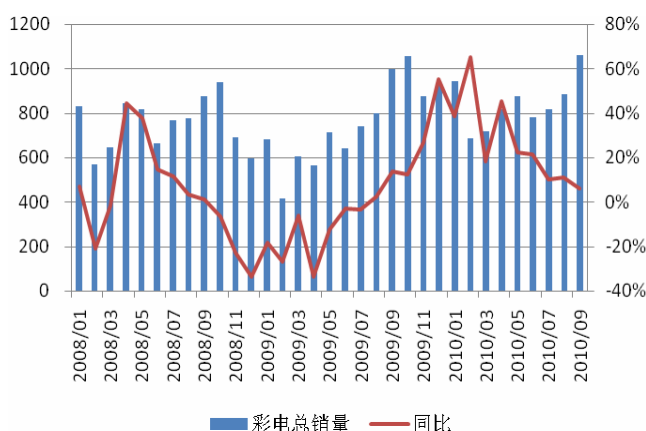
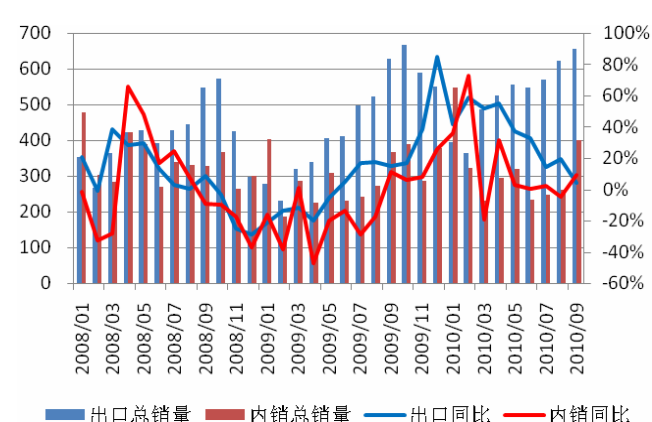


图 39 彩电内外销量（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

2008 年末开始，彩电上游面板价格开始大幅下降，面板厂商纷纷加大出货力度，面板供给充足，液晶电视加快对 CRT 电视的替代，各大厂商纷纷采取低价策略将占市场份额，大大刺激了城镇市场彩电更新需求。同时在家电下乡的促进下，三四级市场彩电需求旺盛，带动彩电整体销量大幅。2010 年 3 月份后，随着面板价格的大幅跳水，主要厂商均采取限产措施，面板供应量增长回落。同期，外资品牌发起低价抢夺市场份额策略，国内品牌彩电价格也纷纷下降。外资品牌一二线城市份额增加明显，基本维持在 33% 左右。国内彩电厂商市场份额受到一定挤压，销售增长远低于预期。

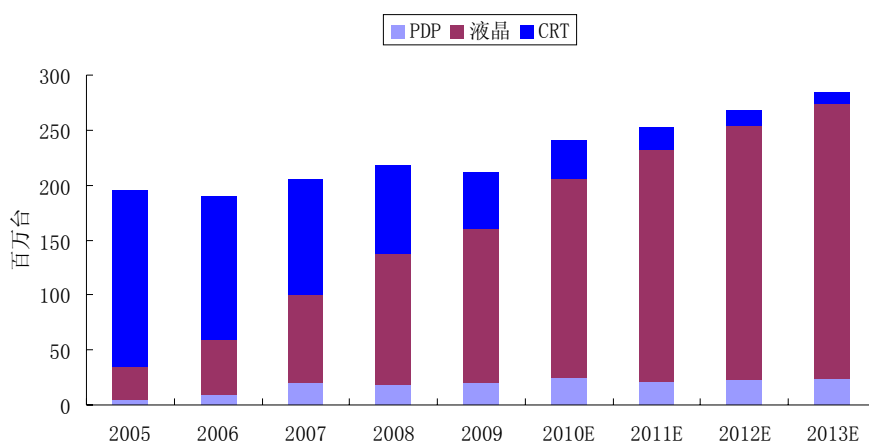
出口方面，金融危机影响下 2008 年我国彩电出口大幅下滑。随着外围经济的回暖以及补库存影响，2009 年底开始，出口销量开始大幅增长。今年上半年最高时达 50% 以上同比增长。在内销不足的情况下，出口增长是拉动我国彩电销量增长的重要力量。

3.4.3 LCD 电视替代 CRT 电视成为未来黑电需求增长重要来源

LCD 电视普及带来全球性彩电行业需求增长

液晶电视价格的大幅度下滑，加速全球彩电行业新一轮技术更新换代的步伐加速。据 Display 预测，2010 年全球电视出货量可能超过 2.4 亿台，相比 2009 年同比增长 16%，其中液晶电视出货量有望达 1.9 亿台，同比增长 29%，主要源于日本、欧洲和中国等市场强劲增长。

图 40 2005-2013 全球电视出货量增长与预测



资料来源：Display Search，中投证券研究所

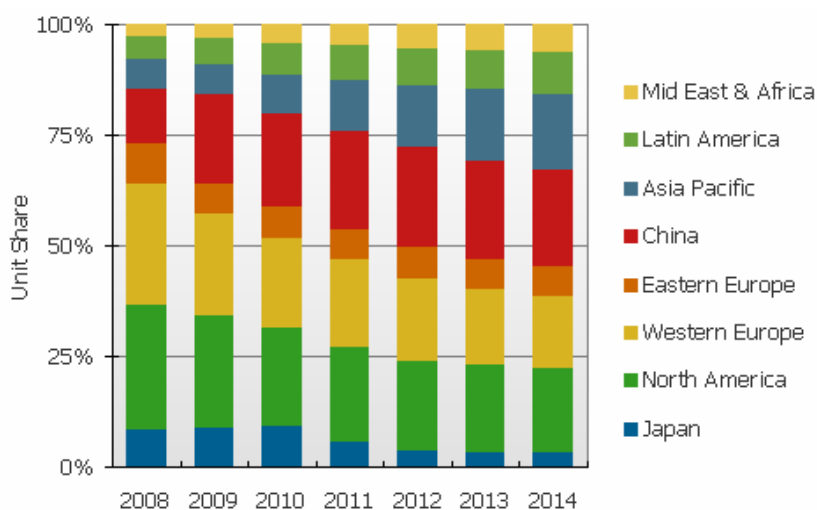
全球来看，目前液晶电视出货量占电视总出货量比重已超 60%，欧洲、北美等发达地区电视机出货中几乎全部为 LCD 电视，非 LCD 电视主要来自亚太和南美等欠发达国家。液晶电视已经是主导全球彩电市场的技术性变革，随着技术的不断进步，上游面板价格不断降低，液晶电视替代原有的 CRT 电视是全球彩电行业发展的主流，也是推动未来全球彩电行业销量增长的重要来源。

目前我国彩电制造约占全球彩电制造的 42% 左右，其中 CRT 电视制造约占全球 50%，LCD 电视约占 38%。随着 LCD 电视全球性普及，中国 LCD 电视出口增加，我国黑电企业也将分享增长带来的全行业性机会。

中国彩电市场 LCD 电视替代 CRT 电视潜力巨大

中国市场电视机大规模普及开始于 90 年代中，2008 年之前基本以 CRT 电视为主，经过十多年的发展，我国现有 CRT 电视存量约有 4.5 亿台。考虑到电视正常寿命在 8-10 年左右，目前正是上一阶段 CRT 电视更新换代高峰期。同时，随着居民生活水平的提高，LCD 电视新购置需求也不断增加。

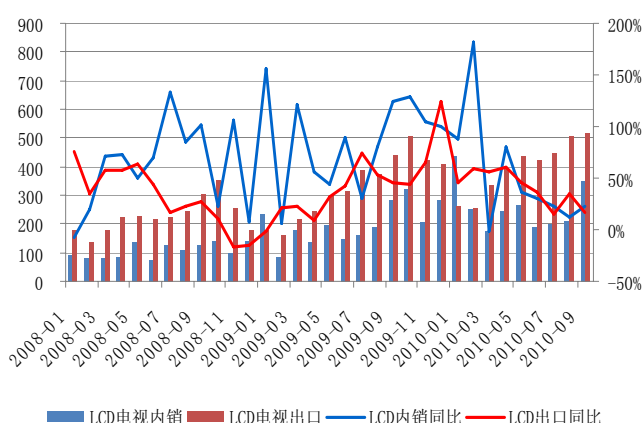
图 41 2008-2014 全球 LCD 电视出货量占比



资料来源：Display Search，中投证券研究所

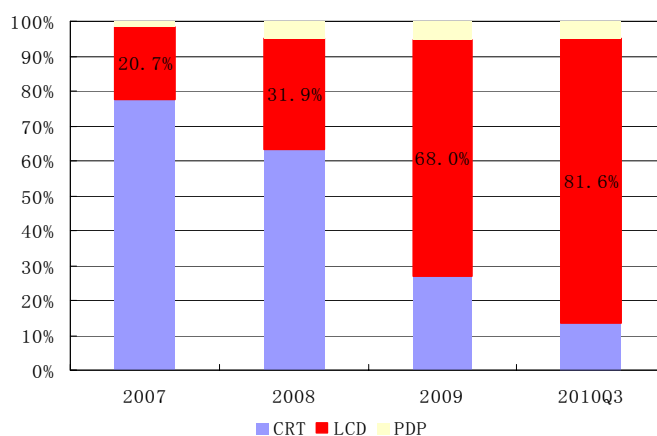
根据第三方咨询机构 display search 报告，2009 年中国 LCD 出货量为 2900 万台，预计到 2014 年将达到 5900 万台，中国将在 2012 年超过北美地区成为全球最大的 LCD 电视市场。

图 42 LCD 电视内外销增长（单位：万台，%）



资料来源：产业在线，中投证券研究所

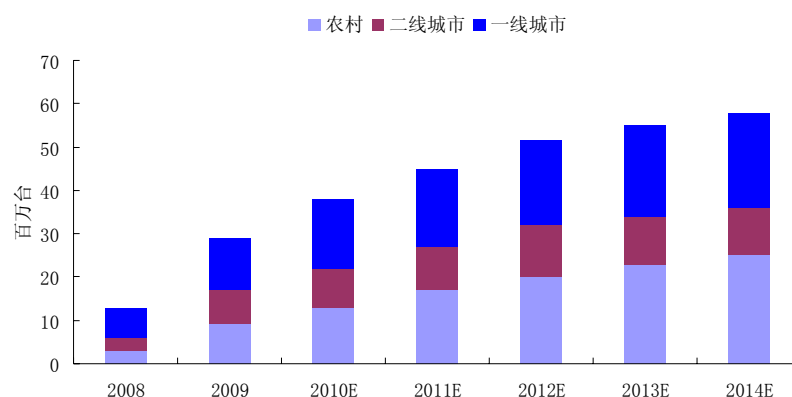
图 43 中国 LCD 内销占比（单位：万台，%）



从当下需求来看，目前 LCD 电视销售仍然以外销为主，但 LCD 内销增长迅猛，LCD 国内销售占 LCD 出货量比重不断扩大，2009 年 LCD 国内销售占

内销比重为 68%，截止到 2010 年十月，占比已达 82%。根据 display search 的预计，到 2014 年 LCD 电视占比将达 100%，CRT 电视将会被加速替代。

图 44 2008 年到 2014 年中国液晶电视在不同区域的发展状况



资料来源：Display Search，中投证券研究所

*一线城市为居住人口超过 100 万；二线城市为居住人口少于 100 万

未来国内市场黑电销售将以 LCD 电视替代 CRT 电视为特点。增长的主要来源包括：

1) 每户保有量的增长

2009 年我国城镇居民每户彩电保有量约为 1.36 台，农村居民每户彩电保有量约为 1.08 台。相比美国每户彩电拥有量 2.5 和日本 1.8，随着我国居民收入的不断提高，未来有较大的增长空间。

2) 城镇市场的 LCD 新购置量的增长

随着收入的增加，城市居民对生活的品质有了更高的需求，追求外观的时尚、美观和使用的舒适推动新一轮家电更新换代。在黑电 LCD 技术性变革下，未来 LCD 电视的发展将呈现向 LED 电视、3D 电视等高端发展的趋势。

4) 城镇化建设带来新增城镇需求

城镇化建设的蓬勃发展，带来城镇家庭户数不断增加。2009 年我国城镇家庭户数已从 90 年代 1 亿户增长到 2.2 亿户。另一方面，家庭平均人口的减少，家庭小型化的趋势下，家庭户数也在不断增加。

3) 农村市场原有 CRT 电视的替代

随着 LCD 电视销售数量的不断扩大，规模效应下 LCD 电视均价也将会不断下降。未来随着 CRT 电视销售的不断减少和 LCD 电视均价的下降，未来农村市场 LCD 电视对 CRT 的替代也将会不断加深。

中国现有 4.5 亿台 CRT 存量替换将成为未来 LCD 电视销售最大的市场之一。长期来看，替代趋势不可改变。但全部替代完成需要多少时间，替代的节奏还受多种因素影响，比如居民收入的提高，上游面板的供应以及外资企业对价格压制等短期因素。在此过程中，阶段性需求超预期将会创造阶段性投资机会。

会，这是我们对黑电行业的主要投资逻辑。

四、家电行业政策

08 年以来，为了刺激消费，促进节能减排，推动家电出口，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，总体上这些政策都是有利的行业的。

我们认为，各种刺激政策或多或少对龙头企业存在利好，但是对于这样充分竞争的，与广大消费者息息相关的行业，在世界范围内配置资源争夺市场的行业，我们对政策的解读不能够简单化，犯刻舟求剑的错误，而需要深入充分考虑家电行业特征，分析各项政策的动态效果，持续跟踪其长期效果。

总体而言，家电下乡政策的实施效果最好，以旧换新次之，调整出口退税率对行业的影响最小。而高效空调节能补贴的效果最为显著和直接，但是持续性不强。

我们一直认为：由于家电这个行业的特征决定，不管何种政策都很难改变行业整体的运行规律和运行大方向，归根结底，都要看公司的核心竞争力，对各种政策的适应能力，竞争到今天这个份上，目前已经很少有长期的大范围的行业机会，企业的利润更多地来自于行业上下游，包括消费者在内的各方博弈，还有行业内的彼消此长。积极进取，措施正确得力就能超越行业，否则就有如逆水行舟，不进则退。所谓的行业政策对其影响也非常小，决不是普惠制。

4.1 关于家电下乡：冰箱行业最受益

家电下乡自 07 年开始四省地试点，08 年全面铺开，09 年各级政府高度重视，强力推动，综合实施的效果非常不错。

图 45 家电下乡总销量（单位：万台）

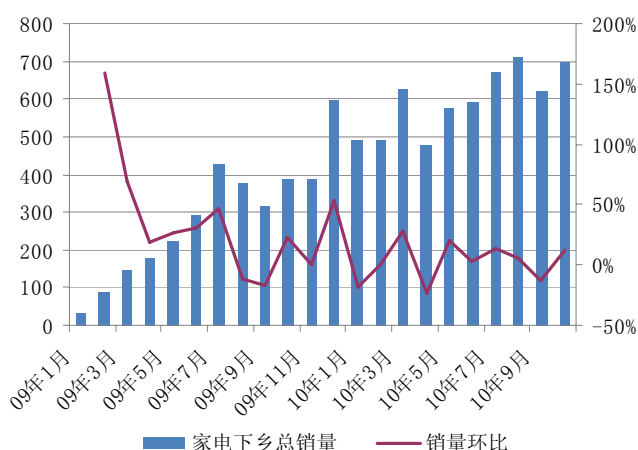
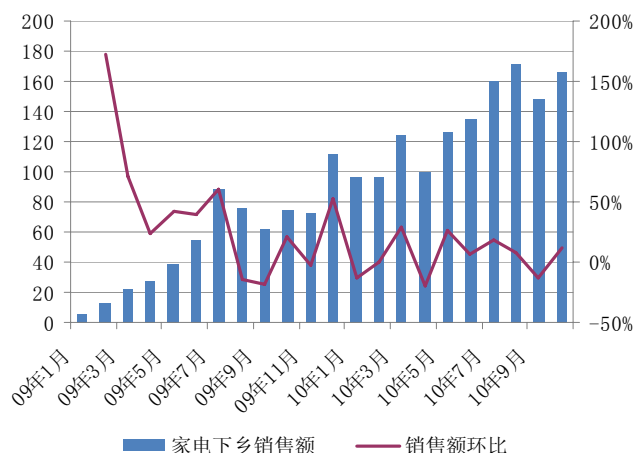


图 46 家电下乡总销售额（单位：亿元）



资料来源：家电下乡信息系统

2010年1-10月份全国家电下乡总销量和销售额不断创新高。1-10月全国累计销售家电下乡产品5951.4万台，同比增长141%；实现销售额1323.1亿元，同比增长186%。

另外，除了直接的销售推动之外，还有几个方面值得我们关注：

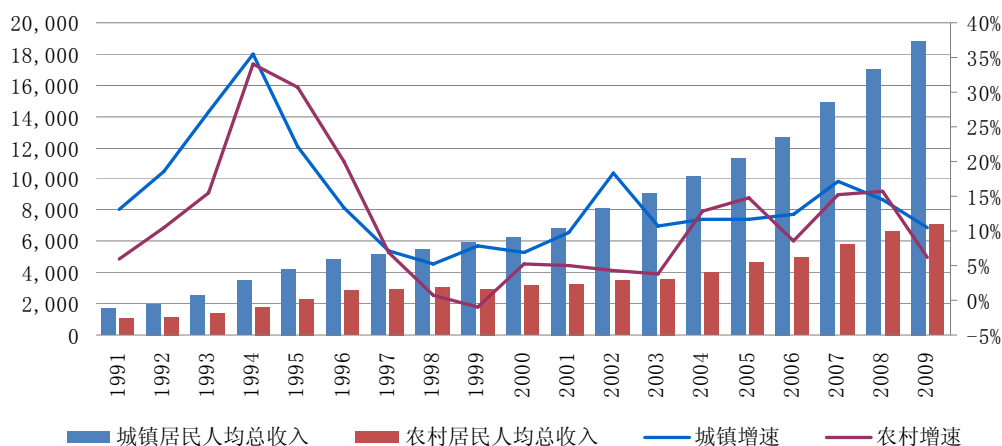
1、政府高度重视家电下乡工作。将家电下乡作为启动农村市场扩大消费的重要措施和手段，积极参与，主动协调，明显改善了农村家电的营商环境。也吸引了更多资本来参与，扩大了家电销售企业的数量、销售网点和商品种类，引导消费热情，推动消费升级。

2、家电下乡销售网络更趋完善，农村交易成本下降。通过家电下乡，充分利用了供销合作社遍布城乡的网络资源，家电生产企业和大型家电经营企业在农村当地和各方建立了更为紧密的业务联系，另外通过在渠道较为薄弱的县乡两级市场，经销代理得以提升，整体上有利于家电农村市场的培育。

3、家电下乡推动下，农村售后配套服务水平提升。通过开设家电维修部，延伸服务链条和服务功能，促进家电下乡的同时，为农村家电消费提供了长期保障。

家电下乡在各地区实施的时间统一暂定为4年。山东、青岛、河南、四川等4个省（计划单列市）执行到2011年11月底。内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等10个省（自治区、直辖市和计划单列市）从2008年12月1日开始，执行到2012年11月底。其余12个省（自治区、直辖市和计划单列市）以及新疆生产建设兵团从2009年2月1日开始，执行到2013年1月底。

图 47 城乡居民人均总收入对比（单位：元，%）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

农村家电市场的突出问题是需求不振，而需求不振的主要原因是居民可支配收入有限。国家为了鼓励农村消费出台家电下乡政策，其本质是在农村打折（87折）促销，而政府补贴这部分折扣，打折固然有一定的促销效果，但效果不具有长期持续性，容易透支未来，我们认为更关键的要看看农民收入变化。应该说随着农产品价格不断攀升，国家社会主义新农村建设的逐步推进（包括

农村税收，补贴，医疗，教育等多方面的改革。)农民可支配收入有望稳步提升。统计显示农村人均总收入落后于城镇整整 8 年，2009 年农村收入水平仅仅相当于城镇 2001 年的水平，在十二五规划中一个重要内容就是改革分配体制，促进中低收入家庭的收入水平提升，广大农村理当受益，这必将促进家电消费增长。

图 48 空调保有量 (单位: 台/百户)

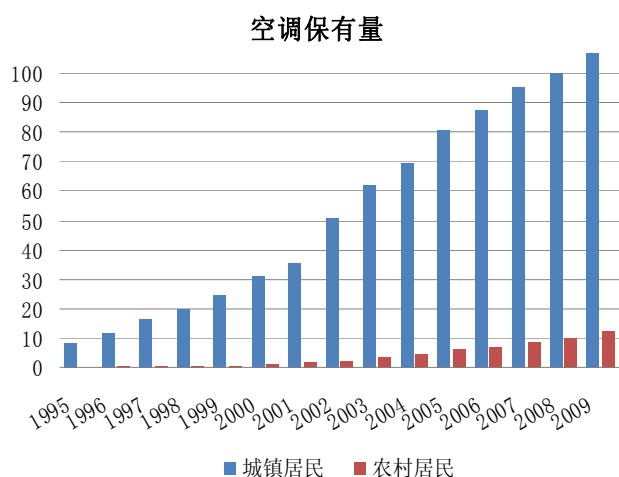


图 49 冰箱保有量 (单位: 台/百户)

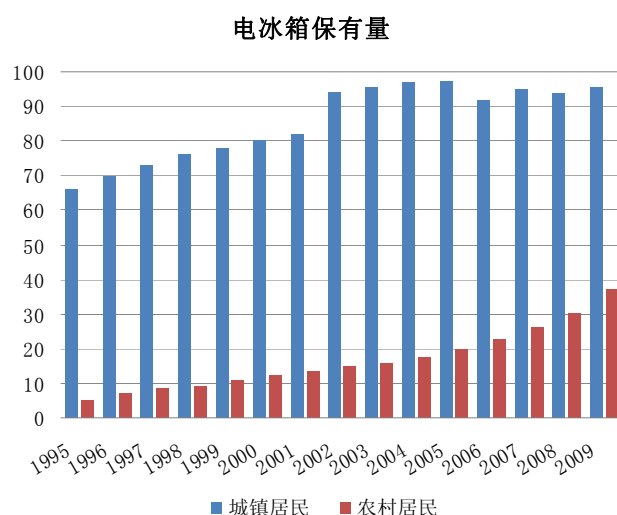


图 50 洗衣机保有量 (单位: 台/百户)

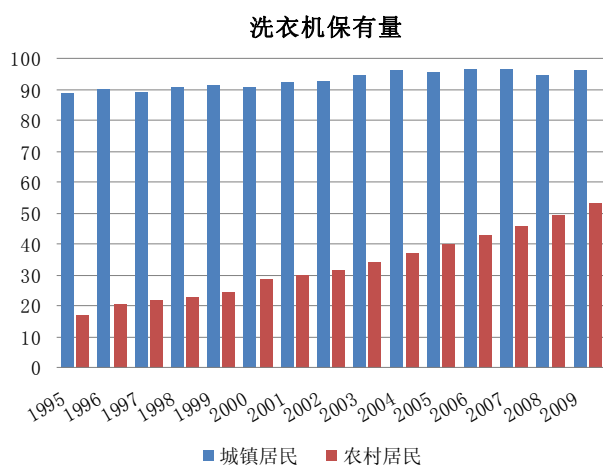
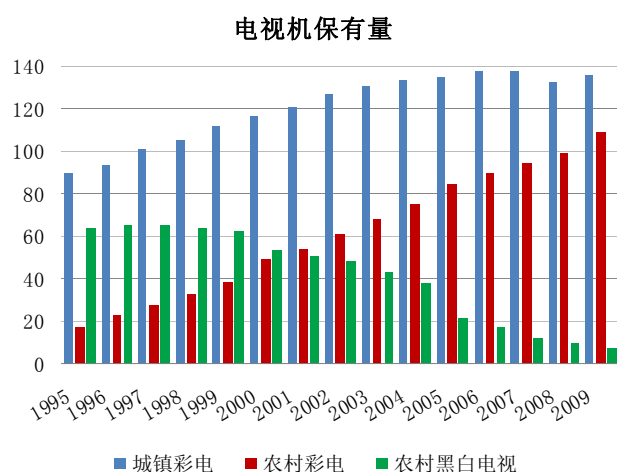


图 51 彩电保有量 (单位: 台/百户)



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

家电下乡以来, 冰箱契合当前农村的消费热点, 是家电下乡产品中最受欢迎的品种, 2010 年 1-10 月累积登记销售金额已经达到 462 亿元, 在所有下乡家电产品中占据了 35% 的比例。

表 6 家电下乡产品销售统计（2010 年 1-10 月）

类别	销售量 (万台)	占比	销售额 (亿元)	占比	均价 (元)
冰箱	2080	35%	462	35%	2223
彩电	1390	23%	361	27%	2600
洗衣机	925.3	16%	109	8%	1180
空调	492	8%	145	11%	2947
热水器	473.3	8%	111	8%	2337
计算机	326.9	5%	117	9%	3591
手机	116.8	2%	9.2	1%	788
微波炉	73.8	1%	5.1	0%	691
电磁炉	73.7	1%	2.9	0%	393
总计	5951		1323		

资料来源：家电下乡信息系统

4.2 以旧换新

2009 年 5 月 19 日国务院常务会议决定，在北京等 7 省二市开展电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类家电产品“以旧换新”试点。对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的 10% 给予补贴，分品种确定最高补贴额度（补贴上限为：电视机 400 元/台，冰箱 300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台）；对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴。补贴总额度 20 亿元。

2009 年 6 月，商务部、财政部和环境保护部联合宣布，自 2010 年 6 月 1 日起，结合各地区旧家电拆解处理能力等条件，家电以旧换新政策逐步推广到全国范围内实施，截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。

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、青海等 19 省（区市）从 6 月 1 日起开始实施家电以旧换新政策。家电以旧换新三个环节实行财政补贴。消费者交售旧家电并购买新家电，可享受家电补贴，即新家电销售价格的 10%；中标家电回收企业可享受运费补贴，根据回收旧家电类型、规格、运输距离分类分档实行定额补贴；家电拆解处理企业可享受拆解处理补贴。财政补贴资金大幅增加，主要是考虑到家电以旧换新新增 19 个省市，另外内蒙古、广西等地也将要启动，最后会在全国铺开。

数据显示，2009 年家电以旧换新 9 个试点省市共销售新家电 360.2 万台，销售额 140.9 亿元，受惠家庭超过 360 万户，享受补贴总额超过 14 亿元。

根据“家电以旧换新信息管理系统”数据统计，截至 11 月 4 日，家电以旧换新政策带动新家电销售 2672 万台，销售额突破 1000 亿元，进一步释放了国内居民的消费需求。

显然，家电以旧换新政策对家电行业属于重大利好。最主要是促进了更新需求提前，而且激发出来的大多是高价值量，高毛利的销售。

从消费者层面去理解，彩电，冰箱正处于消费升级时代（彩电升级为 LCD，

冰箱升级为三门，多门），新产品单位价值量比较高，百姓以旧换新的内在需求比较高，会下意识地产生参与的冲动，所以彩电，冰箱以旧换新会非常受欢迎，受本次政策正面影响较大，而洗衣机受益次之，另外空调、电脑单位价值高，也有相当的吸引力。

此项政策固然可以刺激更新需求，但是如果收入不能持续增长，消费信心不能有效提振，整个行业性的机会是有限的。再者，家电行业的竞争特点决定，一个事件对上市公司的短期盈利贡献是有限的，最主要是还在于企业本身的长期竞争能力。

表 7 家电下乡与家电以旧换新政策对比

	家电下乡	家电以旧换新
实施范围	全国	19 省市
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、手机、空调、热水器、电磁炉、微波炉、电脑	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑
补贴比例	13%	10%
补贴方式	凭购买发票向当地财政部门申领	从产品销售价格中扣除
限购数量	2 台	不限
实施周期	4 年	到 2011 年 12 月 31 日
厂商选择	对家电厂商、流通企业进行招标	对销售企业和回收企业进行招标
限价	限制产品价格：彩电单价不超过 3500 元；壁挂式空调 2500 元，落地式空调 4000 元；电冰箱(含冷柜)单价不超过 2500 元；手机单价不超过 1000 元；洗衣机单价不超过 2000 元。	
	设补贴上限：电视 400 元/台，冰箱(含冰柜)300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台	

资料来源：家电下乡信息系统，以旧换新信息系统，中投证券研究所

4.3 对高效节能空调销售实现直补

为了进一步推进国家节能减排的政策，2009 年 5 月中旬发改委、财政部发起了“节能惠民工程”，并率先发布了《“节能惠民工程”高效节能房间空调器推广实施细则》，决定对销售能效等级 2 级以上分体式空调企业进行财政补贴。自 2009 年 6 月 1 日，具体实施后，高效节能空调市场份额快速增长，产品整体能效水平显著提升，对促进节能减排、拉动国内消费、推动产业升级起到了重要作用。

2010 年 5 月，财政部、国家发改委印发了《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》，决定结合新能效标准实施，对高效节能空调补贴推广政策进行相应调整。《通知》明确，高效节能空调补贴推广政策从 2010 年 6 月 1 日起再延长一年，中央财政将按新能效标准对能效等级 2 级及以上产品继续给予补贴，实施期限到 2011 年 5 月 31 日。补贴产品范围为额定制冷量 7500w 及以下的机型。新能效标准实施后，1、2 级能效空调补贴标准调整为 150-250 元。同时，将研究适时推广变频空调。

调整后的方案不仅提高了补贴产品的门槛，而且还大幅削减了补贴力度，

补贴标准从此前的 300~850 元下调至 150~250 元。

通过实施节能产品惠民工程，大幅度提高空调产品能效标准，推广普及高效节能空调，根本改变了我国低能效空调消费占市场主导的局面。通过政策推广，整个行业的生产、消费都提升了一个层次，而这是不可逆的，这将带来全行业的产品结构调整和平均单价提升。

从前期推广的情况看，国产一线品牌在推广产品型号数量上优势明显，市场的覆盖面广，有望在销售量上有良好的表现，龙头企业如格力、美的在渠道、品牌及技术上的优势决定了其在国家政策中的受益程度，目前格力、美的的节能产品的销售已占一半以上，节能补贴政策出台会更加强化空调行业强者恒强的格局。

另外，随着定速空调补贴力度的减小，也让变频空调与定速空调的价差得到进一步缩小，变频空调在国内将迎来一轮新的发展良机。这又将会导致主流空调品牌的优势得到凸显。

当然，应该指出的是，补贴政策只是促进了高等级产品的市场竞争能力，并不能大幅改善该种产品的毛利率水平，厂商很自然地会和消费者、经销商来分享这部分政府给予的补贴。

4.4 提高出口退税率

家电行业出口销售比例较大，出口退税政策将显著影响公司出口产品的成本控制与定价策略，因此政策调整对家电公司的出口业务带来一定的不确定性。

根据《财政部、国家税务总局关于调整出口货物退税率的通知》规定，从 2004 年 1 月 1 日起，原来适用 17% 退税率的家用电产品，退税率降为 13%。

根据《财政部、国家税务总局关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》规定，2008 年 12 月 1 日起，包括空调、冰箱、洗衣机等在内的家电产品退税率从 13% 提升至 14%。

根据《财政部、国家税务总局关于进一步提高部分商品出口退税率通知》规定，2009 年 6 月起，包括空调、冰箱等在内的家电产品退税率从 14% 提升至 17%，电风扇上调至 15%。

我国家电的出口多为 OEM 加工出口，每一次的出口退税上调所产生的利益，必定是在产业链中来分享的，如果企业竞争力不足，国际经销商会迅速蚕食这部分利润。从这个意义讲，出口退税虽好，更关键还是外围需求转暖，本身核心竞争力增加。

4.5 对政策的综合看法

总体而言，我们认为：作为一个充分竞争的行业，在家电日益普及的背景下，家电产业尤其自身的运作规律，某些临时性的政策（即使政策实施跨度超过三年，也属于临时性）不能根本改变行业运作规律和行业格局。当然在政策推行时，会利好行业，可能暂时扰动行业格局，阶段性也有利于提振对家电股的投资热情，提升家电股估值。

五、估值比较

5.1 盈利高增长与个股低估值形成反差。

表 8 白电三巨头估值比较

	单位: 亿元, 元, %	格力电器	美的电器	青岛海尔
	总股本 (亿股)	28.18	31.20	13.39
	最新 A 股股价 (20101203)	17.3	15.61	25.73
	总市值(亿元) (20101203)	487	487	344
2010H1 利润	归属母公司净利润	15.7	17.9	10.8
	对应增长率	27.7%	56.1%	51.8%
	对应 EPS(元)	0.56	0.57	0.81
2010Q3 利润	归属母公司净利润	28.9	27.2	16.0
	对应增长率	45.1%	75.3%	50.3%
	对应 EPS(元)	1.03	0.87	1.20
PE 估值比较	09 年净利润	29.1	18.9	11.5
	09 年 EPS	1.03	0.61	0.86
	PE (09 年)	16.7	25.7	30.0
	10 年预计净利润	40.15	35.19	20.04
	10 年预计 EPS	1.42	1.13	1.50
	预计 10 年 PE	12.1	13.8	17.2

数据来源: 中投证券研究所

格力、美的和青岛海尔作为白电三大龙头, 在各自领域占有领先的市场份额, 对产业链上下游把控能力较强, 成本转嫁能力较强, 一直保持很强的抗风险能力, 经济企稳后又具有很好的增长。

2008 年和 2009 年上半年, 白电三巨头也不同程度受到金融危机影响。2009 年下半年开始, 以美的为首, 三巨头净利润大幅增长, 2009 年, 白电三巨头实现 40% 以上净利润增长, 2010 年 1-3 季度, 三家营收均在 30% 以上, 净利润增长也在 40% 以上。其中, 营业收入上, 美的、格力和海尔同比增长分别为 60%, 44% 和 33%, 净利同比增长分别为 75%, 40% 和 50%。

然而白电三巨头盈利高增长与个股低估值形成强烈反差。参照格力、美的和海尔 2010 年前三季度盈利情况, 我们预计 2010 年三家 EPS 分别为 1.42, 1.13 和 1.50, 对应 2010 年 12 月 3 日股价, PE 分别为 12.1, 13.8 和 17.2, 股价低估明显。

市场给予三巨头较低估值的主要原因是: 在普遍的投资者心中, 家电行业历来竞争惨烈, 盈利水平低下, 行业增长有限。而事实上, 家电行业经过多年的充分竞争, 市场已相对成熟, 以白电龙头为代表的白电企业在市场低预期中不断演绎着超预期的增长。家电企业在去年下半年高速增长后, 市场普遍预期高基数下今年难有高增长, 然而从白电三巨头营收和净利润增长情况看, 普遍

超出市场预期，未来也是具有超预期的可能。

图 52 白电三巨头营业收入同比增长

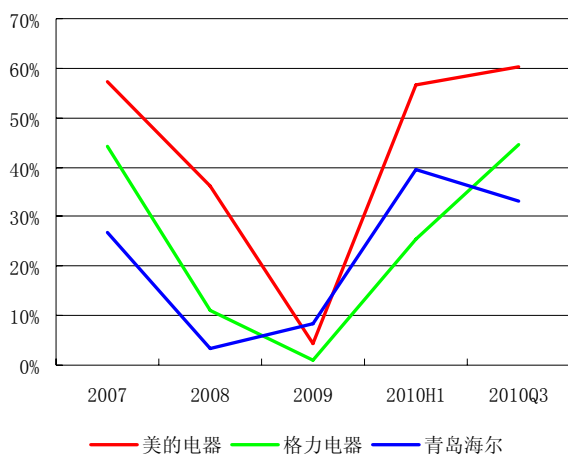
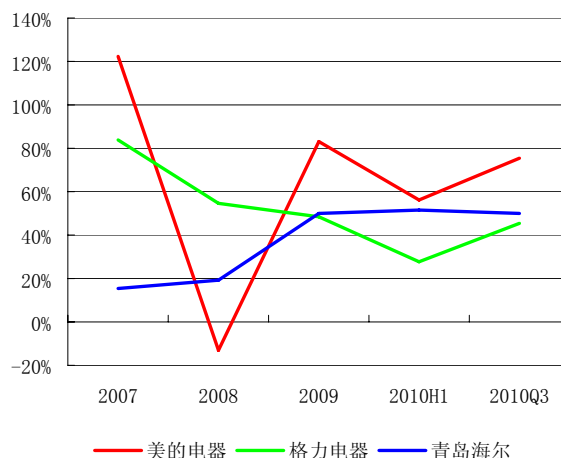


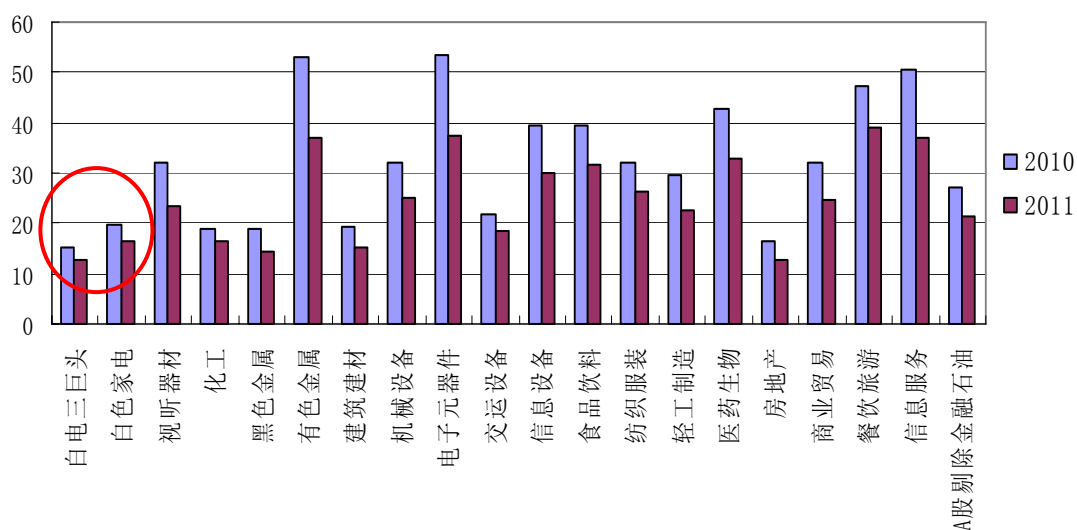
图 53 白电三巨头净利润同比增长



数据来源：Wind，中投证券研究所

5.2 白电三巨头估值水平和其他行业比较

图 54 家电板块估值比较 (TTM，整体法)

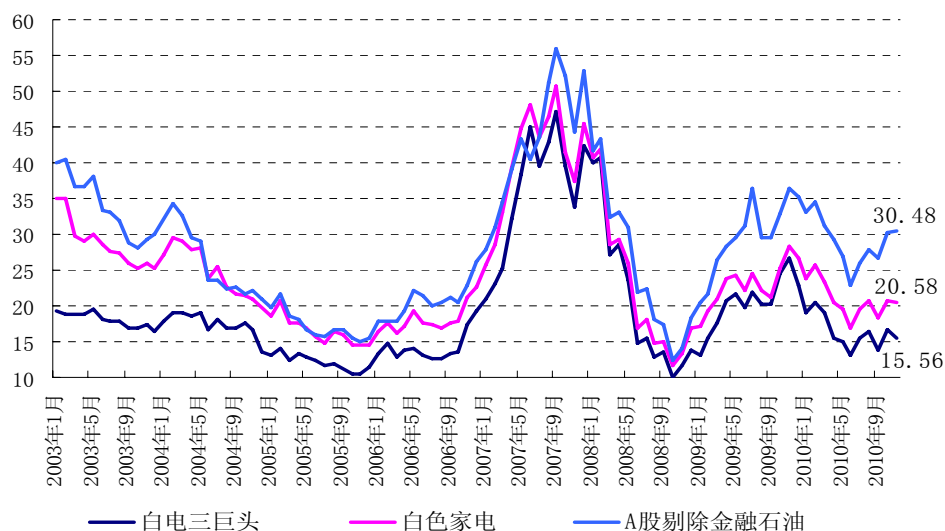


数据来源：Wind，中投证券研究所

比照其他版块，家电板块估值相比 A 股平均估值 (27 倍) 较低。其中格力、美的和青岛海尔白电三巨头估值相比白色家电又更低一些。按照盈利的一致预期估算，2010 年白色家电估值只有 19.7 倍 PE 估值，白电三巨头估值仅有 15.3 倍 PE，而同期大盘 (剔除金融和石油板块) PE 绝对估值为 27 倍。更进一步，2011 年白电三巨头和白电板块绝对估值只有 12.8 倍和 16.3 倍，相比大盘 21.5 倍，盈利确定性很强，持续高增长的白电龙头 PE 估值明显偏低。

5.3 白电三巨头估值水平同过往历史比较

图 55 白电绝对估值比较（TTM，整体法）



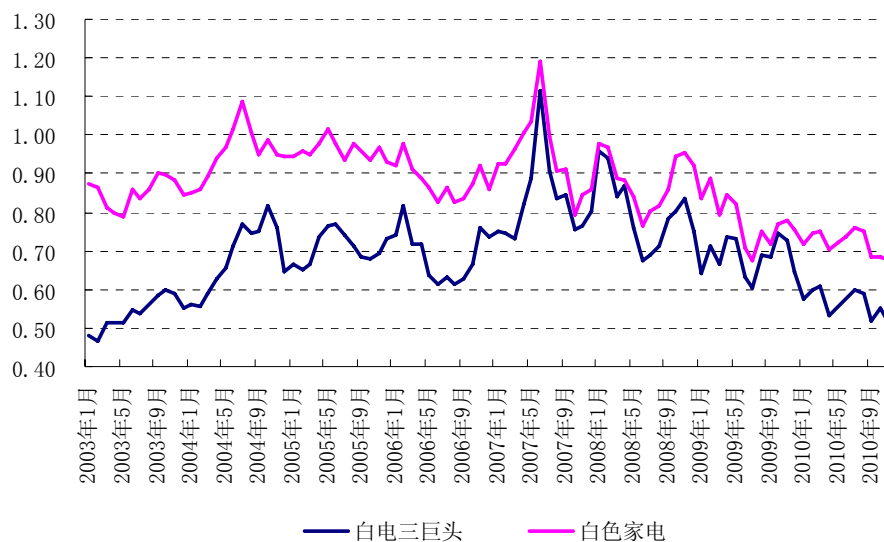
数据来源：Wind，中投证券研究所

从白电三巨头和白色家电历史估值来看，白电版块以及白电三巨头绝对估值长期低于 A 股大盘的估值，但随着市场情绪以及企业本身业绩超预期等因素，估值水平也在不断修复和调整中。2007 年下半年至 2008 年，白电以及三大龙头估值曾经一度与 A 股大盘估值基本一致，板块低估的现象有所缓解。而当前 A 股剔除金融、石油板块估值约为 30 倍左右，白电板块（包含了白电上游配件企业以及小家电）估值在 21 倍左右，而三大白电龙头企业估值仅有不足 16 倍，基本接近 2005 年和 2008 大盘指数最低时的板块估值。

当前白电龙头盈利水平和盈利增长都有较好表现，大盘估值也在 30 倍左右，白电龙头理应享有更高的估值水平。

5.4 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较

图 56 白电相对估值 PE 倍数 (TTM, 整体法)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

*相对估值为相对 A 股剔除金融、石油板块后相对 PE

*板块划分采用申万一级和申万二级分类

白色家电估值低估明显, 历史相对 PE 最高在 1.2 倍左右, 过往年平均相对估值也在 0.8 倍左右, 当前白色家电相对 PE 还不足 0.7, 创历史新低。

而白电中, 格力、美的和青岛海尔白电三巨头相对估值还在白色家电板块之下。三巨头相对估值在 2007 年最高达到 1.1 倍 PE, 往年正常情况下一般也在 0.7 倍左右。从相对估值角度, 目前白电三巨头估值仅有 0.5 倍, 也已接近 03 年最低情况。

考虑到盈利的确定性以及可能的成长性, 目前的估值水平下当然还可以超配。

六、2010 年年度投资策略

6.1 整体投资策略

针对行业发展趋势和公司的实际经营情况，结合目前的估值水平，我们的投资策略是：继续超配大白电；积极参与小天鹅等洗衣机公司以及增长明确的小家电公司，持股待涨；关注黑电经营环境改善下的明确受益品种，寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。

行业评级为“看好”。

重点关注以下公司：

1. 估值合理的空调龙头：格力 美的 海尔
2. 大企业整合推动小企业整合发展：小天鹅 美菱 ST 科龙
3. 受益于行业大发展的冰箱企业：海尔 美菱 ST 科龙
4. 确定性成长的小家电公司：苏泊尔 九阳 老板电器 华帝股份
5. 黑电大发展重点受益品种：海信电器 康佳
6. 节能减排概念：龙头空调 浙江阳光 德豪润达

其中白电龙头面临业绩和估值的双重提升，后市强烈看好。

1. 行业目前运行特征：

1.1 白电消费表现出淡季不淡，虽然同比增速相对前期有所下滑，但更主要是去年基数的提升，而绝对额相对于旺季，相对于历年数据，都相对可观，特别是内销都是创历史新高。

1.2 从家电企业发布的三季报来看，白电龙头收入和利润和同比增长都较好，（格力、美的、海尔，1-3 季度收入分别增长 44%，60%，33%，而利润分别增长 45%，75%，50%，

如是而观，家电的成长性质疑应该消除，在大盘估值水平稳步提升的背景下，家电的估值不应该停留目前的水平，下一阶段，白电龙头将面临业绩和估值的双重提升。

1.3 近段时间，有色金属，原油等大宗商品价格有所上升（但钢材价格基本平稳），对行业集中度很高的空调行业影响比较小，龙头空调企业具有较强的成本转嫁能力，但是材料涨价对品牌集中度不太高的冰箱、洗衣机行业还是会形成一定的压力。

2. 从更长期看：

2.1 下游需求仍然潜力巨大：

A）三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手，未来随着农民收入提升，农村家电交易成本的下降，家电农村消费将成为重要的市场增量。

B）城镇化的持续推进，居民可支配收入的不断提高，将有效增加城镇居民家电更新需求，而且升级特征明显。

C) 家电出口不但不会萎缩, 而且大有可为。一方面, 家电产品单位价值量较低, 与宏观经济环境联系不紧密, 更具有消费品而非耐用品特征。另一方面, 我国家电具有多方面长期竞争力, 轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的实际负面影响有限。因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力, 还具备以下几个优势: 依托巨大的国内家电市场, 规模优势明显; 具有比较完整的产品集群和产品配套; 适应于劳动力密集型行业, 拥有较高的组织管理水平和上佳的营商环境。上述优势是短期内不可复制或转移的。

2.2 行业生态不断优化:

经过多年的惨烈竞争, 目前行业竞争格局基本稳定, 包括品牌、渠道、规模、研发等竞争因素在内, 家电行业已经形成了一定的软壁垒, 没有新的资本能够或者愿意寻求进入家电行业, 特别是白电领域, 在行业集中度不断提高的背景下, 白电龙头企业对上游和终端的掌控能力已经非常强, 具有很强的成本转嫁能力和抗风险能力。未来白电龙头的市场份额会更高, 产品平均单价会不断上升, 综合盈利水平会稳步向上。美的、格力等基础扎实, 布局良好的企业能够长期看好。

6.2 重点公司列表

表 9 重点关注公司一览

公司代码	重点公司	EPS09	EPS10	EPS11	股价 12.03	PE09	PE10	PE11	投资评级
000527	美的电器	0.61	1.13	1.41	15.61	25.75	13.84	11.03	强烈推荐
000651	格力电器	1.03	1.42	1.85	17.30	16.73	12.14	9.34	强烈推荐
600690	青岛海尔	0.86	1.50	2.10	25.73	29.96	17.19	12.28	强烈推荐
000418	小天鹅 A	0.41	0.81	1.11	18.51	45.63	20.57	11.57	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.54	0.76	1.00	23.47	43.64	31.00	23.44	强烈推荐
600261	浙江阳光	0.48	0.85	1.19	35.01	72.59	41.42	29.49	强烈推荐
600983	合肥三洋	0.39	0.62	0.80	13.12	33.83	21.31	16.49	推荐
002050	三花股份	0.90	1.30	1.42	33.00	36.63	25.38	23.24	推荐
600060	海信电器	0.57	0.78	0.95	12.45	21.66	16.03	13.10	推荐
002242	九阳股份	0.80	0.88	1.07	16.00	19.97	18.18	14.95	推荐
000921	ST 科龙	0.11	0.28	0.36	7.38	66.53	26.36	20.50	中性
002035	华帝股份	0.24	0.50	0.62	16.30	67.78	32.60	26.29	中性
002413	常发股份	0.44	0.78	1.03	23.35	53.17	29.94	22.67	推荐
002011	盾安环境	0.43	0.57	0.83	25.20	58.51	44.21	30.36	推荐
000521	美菱电器	0.73	0.80	0.70	11.40	15.66	14.25	16.29	中性
000016	深康佳 A	0.13	0.28	0.40	5.04	40.16	18.00	12.60	中性
002005	德豪润达	0.15	0.69	1.33	18.09	119.34	26.22	13.60	推荐
002508	老板电器	0.68	0.80	1.04	36.83	54.39	45.91	35.29	中性

数据来源: 中投证券研究所

七、重点公司介绍

7.1 格力电器：下有安全边际，上有持续超预期的可能

空调行业技术进步一直很少。在这样的背景下，国产空调企业能够充分发挥本身的成本优势、营销优势，使得外资品牌空调企业缺乏全面竞争力，纷纷退出该领域或者仅仅固守在局部区域。

对于国产品牌而言，经过多年的血拼，相当部分企业因为缺乏足够的规模和一定的品牌影响力也逐步被市场淘汰，特别是从内销来讲，整个空调行业已经成为了格力美的两强主导的双寡头垄断阶段。

基于行业逐步走向寡头垄断的判断，（实际上是世界范围的寡头垄断，中国空调制造已经占全世界 85%），行业龙头公司的毛利率下降的可能性不大，格力电器在空调行业内的超强地位促成了在空调产业链中强大的掌控能力。公司有能力在成本上下波动中始终处于主动有利的地位。而公司独特的渠道模式也是对手很难复制的成功利器。通过股权与经销商绑在一块紧密合作有利于渠道畅通，避免过分依赖家电连锁企业，对新增三四级市场表现出更强的渗透力。另外公司具有很强的品牌号召力，决定了其超强的提价能力，而整体物价水平提升加上消费结构的变化，家电消费支出占居民总消费的比例大降，客观上形成了居民对格力空调的提价承受能力。

前期市场给予格力等家电股较低估值主要是担心公司增长不足，但从实际业绩来看，城镇化以及消费升级有效推动市场总容量增长。在近似寡头垄断背景下，公司盈利水平稳步提升，未来有望迎来盈利和估值的双调升。

公司增长可拓展的领域包括：

- 1 家用空调尚有较大拓展空间，无论是在城镇，农村还是在出口领域。
- 2 未来格力产品平均单价会不断上升。
- 3 中央空调上，公司目前发展势头良好。
- 4 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。
- 5 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头
- 6 不排除横向拓展向冰箱行业

7.2 美的电器：野蛮生长 终成参天大树

由空调行业的竞争特点，我们高度看好空调行业龙头的投资机会。除了格力电器，空调另一位龙头美的电器也会受益于行业良性发展，加上公司在冰洗上的逐步壮大，值得长期投资。

美的电器的长期竞争优势表现为：

- (1) 优秀的体制、机制和管理

绝对利润最大化的民营体制

执着务实的掌舵人

勤勉专业的职业经理人团队

明确到位的约束激励机制，高效灵活的反应体系

良好的治理结构

重视投资者关系，强调市值管理

(2) 超强的行业地位与无可比拟的规模优势（冰洗空都已是行业第二）

(3) 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度

(4) 完整的白色家电产业链

(5) 上佳的技术优势和品质保障

(6) 多年的品牌积累

公司 2010 年 1-9 月公司实现营业收入 572 亿元，同比增长 60.3%。实现净利润 27.2 亿元，同比增长 75.3%，EPS 0.87 元。目前公司空调、冰箱、洗衣机都已是行业第二，本年冰箱、洗衣机都完成翻倍增长，后续增长势头良好。

随着销售收入大幅增长，公司的规模效益也有所体现。另外公司内部加强渠道整合、营销变革促进资源共享，效率提升，期间费用率同比大幅下降，其中销售费用率 9.1%，同比下降 3%，管理费用率 2.5%，同比下降 0.5%。综合形成净利润率保持在 4.6% 的水平，未来还有提升空间。

美的作为综合性白电巨头已现雏形，2009 年公司成功实现高 PB 增发推动公司发展，2010 年中公司又宣布非公开发行方案，发行不超过 3.7 亿 A 股，拟募集 43.6 亿元全面扩产，以适应公司雄心勃勃的快速扩张，也有利于调整产业结构、优化区域布局。为适应未来的变频发展趋势，公司也作好的相应的研发和制造准备。公司规划，未来五年再造一个美的。展望未来，冰箱产能扩充、洗衣机业务整合加速、后续可能的股权激励等都让人充满期待，我们坚定看好公司未来。

7.3 小天鹅：美的扶持下长期发展值得期待

小天鹅原本是洗衣机行业的龙头之一，在行业内有很深的积累，08 年初被美的收购之后业务经过两年多的整合，已经成为美的旗下的重要组成部分，特别是公司将合肥荣事达主要洗衣机资产注入到小天鹅后，小天鹅已经成为了美的旗下唯一的洗衣机业务平台，协同效应明显，2010 年销售和利润都有翻倍增长，市场份额大幅提高，行业话语权大幅提升。

具体表现为：1) 美的系冰、洗、空渠道融合，公司作为美的的洗衣机平台，渠道整合优势正在显现，协同效应正在发挥。公司销售费用率和管理费用率大幅下降，具体来源包括：a) 人员整合，特别管理人员减少，一线人员人均销售增加。b) 小天鹅，荣事达并入美的原来的空调销售渠道，渠道整合带来销售费用率大降。c) 研发队伍整合后，研发效率提升，研发费用反而降低。2) 进

一步发挥小天鹅本身的技术优势，通过产品结构调整，不断巩固和提高全自动洗衣机销售，另外大力开发滚筒洗衣机新品，采取研发和营销双轮驱动公司高端产品迅速上量。3) 规模优势逐渐形成，2010 年 1-3 季度，销售净利润率从 09 年同期的 3.5% 上升到 5% 左右，未来尚有较大提升空间。

而外销方面，借助美的强大的出口渠道，公司出口销量增长迅猛。1-9 月出口同比大增 130% 以上，未来出口量的大幅增长是公司业务增长的重要贡献点。无论是在滚筒洗衣机，还是在工业洗衣机方面公司在产品上有很好的储备。

美的雄厚实力加小天鹅本身的技术是小天鹅未来持续增长的坚强后盾。一直以来，我们高度看好小天鹅的发展。美的控股小天鹅，公司能够实现优势互补，扬长补短，特别是小天鹅原先在体制、营销、内部管理等方面的短板可以迅速改善。具体表现为：1) 销售方面，通过进入美的 3 万多个终端以及海外完整的营销网络，收入有望持续快速增长。2) 通过美的管理输出，公司经营效率、盈利水平逐步提高。3) 荣事达资产注入后，公司能够合理规划产业布局，规模迅速扩张，从而带来规模效益。

未来成长空间仍然巨大。1) 目前洗衣机行业内销景气度高涨，农村洗衣机保有量每百户 50 多台，在农村收入不断提高，家电消费倾向增长的背景下，农村洗衣机销售持续旺盛。城市消费升级特征明显，带动产品平均单价上升。2) 产品结构优化，高端产品增加促进毛利提升；3) 外销方面，美的强大的海外渠道尚未被小天鹅充分利用，依托美的海外优势，小天鹅出口增长将成为未来公司增长的重要动力。4) 相比空调市场，洗衣机行业集中度仍偏低，未来随着行业集中度的提高，海尔、美的等行业龙头的市场份额有望进一步提升。在集中度提高的背景下，龙头企业的净利润率水平也会提升。

考虑到公司未来的发展，小天鹅在美的扶持下，逐步整合到位后，未来增长空间较大。考虑资产注入，按照 6.31 亿股本计算公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.90 元、1.60 元和 2.18 元，按照 11 年 20 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价在 32 元左右，维持“强烈推荐”评级。

7.4 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多

青岛海尔作为最大的综合性白电制造商，冰箱优势十分明显，从规模、成本控制、渠道建设等方面具备较大的市场竞争力。今年以来，抓住冰箱发展的大好形势，销售全面开花，从高端的对开门、多门冰箱，到家电下乡的普通品种都取得了良好的销售业绩。

公司施行股权激励方案后，非常重视投资者关系，注意倾听资本市场声音，及时落实了一系列有利于上市公司的措施，诸如：降低关联交易总额；降低关联交易的采购代理费费率；增持海尔电器股份；注入海尔物流。未来还有后续的动作。

公司 10 年前三季度累计实现营业收入 454 亿元，同比增长 33.3%。实现净利润 16 亿元，同比增长 50.3%，EPS 1.20 元。其最重要产品冰箱同比增长近 40%，增长一方面源于公司在农村市场销售旺盛，另一方面公司持续进行产

品创新，加上本身品牌优势明显，高端产品销售稳步上升，三门及多门、对开门冰箱销售占比从年初的 20%提升至 30%。市场份额稳居第一。同期，空调收入同比增长 30%以上，空调市占率有所回升。

公司 09 年以来，推行人单合一和自主经营机制，经营效率不断改善，三项费用率合计下降 0.9 个百分点，促成净利润率提高，达 3.6%。相比格力、美的等同行，仍有一定的提升空间。

公司一直推行“渠道下沉 精耕网络”的网络发展战略。目前在全国县级市场建立了 7000 多家日日顺销售网络，县级覆盖率 90%以上；3 万个乡镇网络，镇覆盖率达到 65%以上网络遍布全国各个角落，这些将为未来扩大农村市场奠定坚实基础。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434