

评级：推荐

家电行业

行业研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电话：0755-82485007

邮件：gongxin@fcsc.cn

增长明确性与估值优势下的双向抉择

——2011 年上半年投资策略

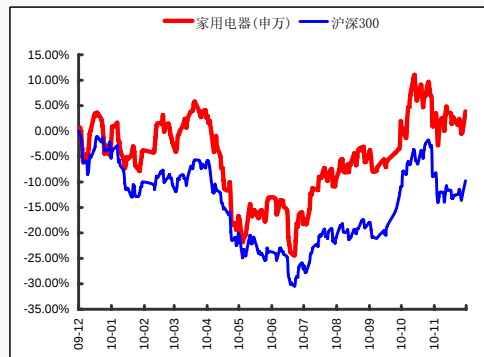
交易数据

近一年涨跌幅	3.72%
近一年最高涨幅	12.30%
近一年最大跌幅	-27.02%

行业基本数据

A 股流通市值（亿元）	2367.82
总市值（亿元）	3402.20

行业指数表现



相关报告

投资要点：

- **2010 年家电内销市场为主要推动因素 出口低基数恢复良好** 2010 年 1-9 月内销市场保持较好增长，销量同比增长率分别为：冰箱 30.5%、洗衣机 20.2%、空调 35.6%、LCD 电视 44.1%；出口低基数恢复良好，但增幅逐步趋稳，1-9 月销量同比增长率分别为：冰箱 8.3%、洗衣机 33.6%、空调 51.3%、LCD 电视 34%。各类家电内销量占比从 2008 年至今呈现上升趋势，国内市场仍将是推动行业增长的主要因素。
- **政策支持继续促进保有量和更新率提升** 家电下乡和以旧换新在 2011 年继续实施。每百户城镇居民冰洗保有量分别达到了 91.4、77.7 台，空调 05 年达到了 80.7 万台，按 8-10 年使用年限，城镇家电已经进入更新换代需求高峰。每百户农村居民对冰箱和洗衣机保有量在 09 年分别达到了 37.1 台、53.1 台，而空调只有 12.2 台，保有量提升空间还很大。从收入水平来看，09 年农村居民家庭人均纯收入为 5153.2 元，相当于城镇居民 97 年水平，农村居民收入水平的提高将会促进保有量的较快提高。
- **白电：增长明确性+估值低** 三个方面：首先，城镇居民家电处于更新需求高峰期，加上产品的推陈出新、以旧换新政策的支持将会使年更新率处于较高水平。其次，农村对白电的保有量提升空间大，收入水平提高将促进购买力和保有量的较快提高。同时，2010 年出口市场在低基数上恢复良好，虽然后续增长率逐步趋缓，但我们认为随着国内家电在出口市场的角色得以加强、新兴市场经济增长带来的消费力上升将会支撑出口市场实现稳定增长。经过测算，白电增长幅度：洗衣机>空调>冰箱，而空调具有较大超预期的可能，主要在于农村居民保有量低水平+农村电网的完善+政策支持，以及高效空调的替代+政策支持加速更新+城镇居民保有量继续提高+新增需求，以上因素使空调可稳定增长可超预期。
- **持续看好小家电的增长** 主要在于保有量提升空间大、更新换代速度较快、以及具有出口优势。
- **电视：产品升级步伐加快 先发优势很关键** 1-10 月电视销售产品结构中，LCD 电视占比达到 78.9%，是行业增长的主力军。同比增长率年初达到高点后，后期受到外资品牌价格战竞争、产品结构升级步伐加快、上游面板价格下跌压力等方面影响，增长率呈现趋缓。预计为了清理库



存，价格竞争还会持续；同时外资品牌产品升级步伐加快，厂商将通过扩大 LED 电视产品线来提高市场占有率。产品结构升级的先发优势是关键，目前国外品牌具备掌握关键零部件和产业链完善的优势，国内企业面对的成本、零部件、价格竞争压力还将存在，需待突破。

- **投资建议：**行业实现业绩稳定增长明确性较高，目前估值较低，上调行业评级为“推荐”。在投资策略上，**我们的建议结合估值“双向抉择”**。首先，从行业增长出发，选择最大程度受益行业增长、具估值优势的公司；其次，从公司自身出发，选择具备增长潜力的公司。对应第一条主线，推荐的公司为：格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、苏泊尔。对应第二条主线，建议关注：九阳股份、合肥三洋。

目 录

1、行业运行情况.....	3
1.1、内销市场是主要推动因素 出口低基数恢复良好.....	3
1.2、收入：Q1-Q3 收入同比增长 38.62% 增幅逐季趋稳.....	4
1.3、盈利能力维持稳定	5
2、2011 年展望	6
2.1、白电：收入稳定增长 产品结构升级稳定盈利.....	6
2.2、电视：产品升级步伐加快 先发优势很关键.....	14
2.3、小家电：推动因素持续存在 稳定增长可期.....	15
3、行业估值和投资建议	15
3.1、行业估值.....	15
3.2、投资建议.....	16



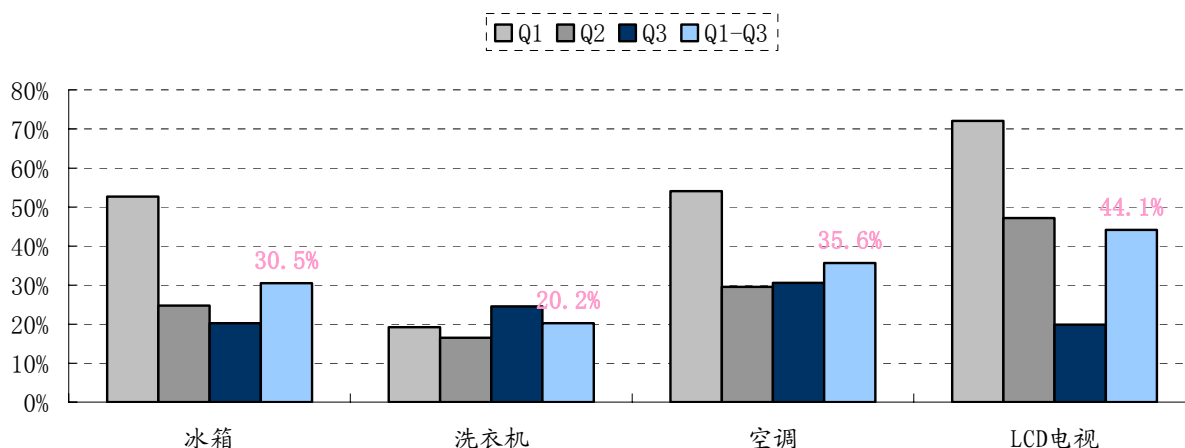
1、行业运行情况

1.1、内销市场是主要推动因素 出口低基数恢复良好

2010 年 1-9 月国内家电市场仍然保持较好增长，其中冰箱销量 1-9 月同比增长 30.5%，洗衣机同比增长 20.2%，空调增长 35.6%，LCD 电视同比增长 44.1%。整体上来看，因为基数原因，第一季度各类家电同比增长率

达到高点，之后逐步趋稳。

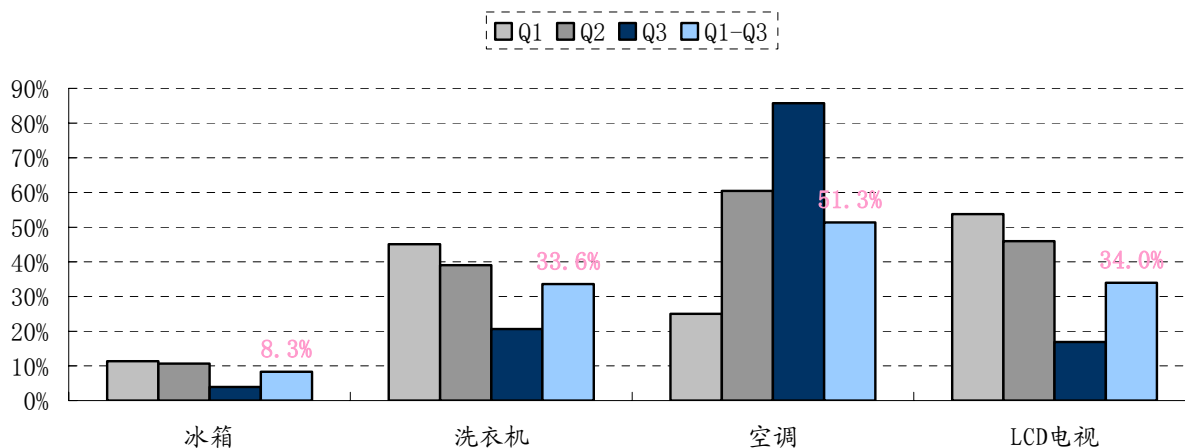
图 1、内销季度增长率：1-9 月 20%以上增长



数据来源：产业在线，第一创业研究所

从出口来看，2010 年 1-9 月冰箱同比增长 8.3%，洗衣机同比增长 33.6%，空调同比增长 51.3%，LCD 电视同比增长 34%。空调同比增长幅度较大，特别是第三季度达到了 85.7%，主要出口地区期间持续高温天气影响、渠道库存前期较好消化、以及亚非拉等部分国家空调市场随着经济较快增长进入了较快增长期。除空调外，冰箱、洗衣机和 LCD 电视出口增长率呈现逐季收窄，出口市场在经过前期的低基数恢复后将会逐步趋稳。

图 2、出口季度增长率：低基数恢复

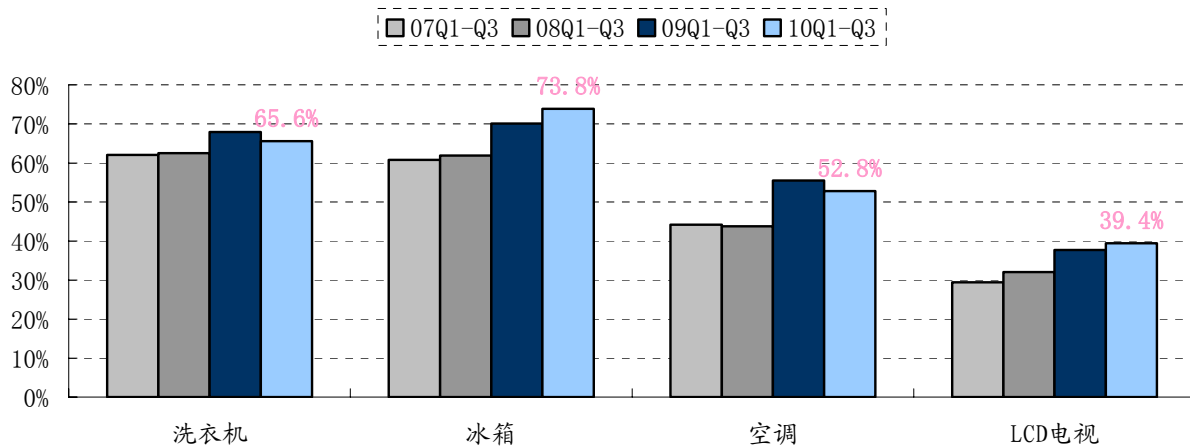


数据来源：产业在线，第一创业研究所



各类家电内销量占比从 2008 年至今呈现上升趋势，出口市场低基数恢复良好，但增幅将逐步趋稳，目前来看国内市场仍将是推动行业增长的主要因素。

图 3、内销占比变化



数据来源：产业在线，第一创业研究所

1.2、收入：Q1-Q3 收入同比增长 38.62% 增幅逐季趋稳

从家电行业整体收入情况来看，前三季度收入同比增加 38.62%。子行业中，洗衣机和空调前三季度实现收入同比增长幅度最大，增幅分别为 82.37% 和 46.63%，其中洗衣机收入同比增长主要在于相关上市公司市场份额的较快上升、滚筒洗衣机销售占比提高提升整体收入等方面；而空调第三季度实现的收入增幅是超预期的，7-9 月份表现良好，主要受到高温天气的影响，同时经历了 2010 年冷年的炎热夏季，空调渠道库存消耗迅速，大部分空调采购商补货积极，在出口市场方面，亚非拉等部分国家空调市场随着经济较快增长进入了较快增长期。

收入同比增长幅度最小的是彩电，除了基数原因之外，外资品牌低价冲击彩电市场，抢夺国内品牌市场份额，以及上游面板价格出现持续下跌使得国内彩电厂商被迫降价跟进，影响了整体收入水平增长。



表 1、家电行业及子行业收入季度累计情况：收入同比增长 38.62%

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	17.39	13.99	-1.41	38.62
冰箱	30.96	11.18	-0.49	39.18
空调	45	18.79	-6.55	46.63
洗衣机	17.56	-7.7	1.77	82.37
小家电	14.8	53.42	-1.26	34.3
彩电	-6.55	6.86	5.89	23.86

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从单季度数据来看,全行业第一季度收入同比增长幅度最大为 54.63%,第二季度和第三季度收入分别同比增长 45.39%、40.75%,从收入增幅来看是逐季收窄,主要是基数原因影响。

其中,除彩电以外,各子行业第三季度收入同比增幅都达到了 30%以上,小家电同比增长 34.86%,属于表现较为稳定的品种,而白电增长情况较好。

表 2、家电行业及子行业单季度收入情况：收入同比增幅逐季收窄

单位: %	2008Q1	2009Q1	2010Q1	2008Q2	2009Q2	2010Q2	2008Q3	2009Q3	2010Q3
家用电器	30.09	-17.34	54.63	9.47	-2.75	45.39	10.67	19.86	40.75
冰箱	31.56	-21.75	73.2	7.82	-3.78	79.13	0.24	29.15	52.68
空调	56.01	-21.67	58.03	11.37	-7.71	48.85	10.87	20.1	68.39
洗衣机	-15.35	0.35	76.32	0.22	-13.54	101.67	-7.31	21.36	71.54
小家电	59.64	-1.11	29.49	55.57	3.52	36.82	53.23	-5.13	34.86
彩电	7.07	-13.59	50.06	4.52	6.66	22.09	9.33	22.96	8.45

数据来源：公司公告、第一创业研究所

1.3、盈利能力维持稳定

家用电器全行业在 2009 年前三季度综合毛利率达到了近几年的高点,主要是去年同期新产品的推陈出新在加速、原材料价格同比下降、以及行业内上市公司的配套能力增强使综合毛利率同比得到明显提高。2010 年前三季度实现综合毛利率为 18.3%,较去年同期降低 3.23%。除了上游原材料价格上升之外,新旧产品的快速更替使库存加速消化、行业竞争引起的产品价格下跌也是综合毛利率下降的原因,同时小天鹅 A 销售渠道整合导致综合毛利率下降在全行业统计上也会有所影响

前三季度行业销售净利率维持稳定,同比提高了 0.02 个百分点。分子行业来看,冰箱同比提高了 0.03%,小家电同比提高了 0.43%;空调、洗



衣机和彩电分别同比降低了 0.15%、0.4%、0.21%。

表 3、行业及子行业销售毛利率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	同比
家用电器	16.87	18.53	21.53	18.3	-3.23
冰箱	12.77	16.54	20.14	17.79	-2.35
空调	18.98	19.86	24.54	20.03	-4.51
洗衣机	21.33	21.76	28.51	20.3	-8.21
小家电	24.12	27.57	32.13	30.09	-2.04
彩电	14.72	16.06	16.72	14.29	-2.43

数据来源：公司公告、第一创业研究所

备注：洗衣机毛利率下降幅度较大与小天鹅 A 渠道整合相关

表 4、行业及子行业销售净利率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	同比
家用电器	2.37	2.95	4.03	4.05	0.02
冰箱	1.15	1.23	3.32	3.35	0.03
空调	3.43	4.19	5.79	5.64	-0.15
洗衣机	5.67	4.77	6.88	6.48	-0.4
小家电	6.33	7.73	8.69	9.12	0.43
彩电	0.81	0.94	1.3	1.09	-0.21

数据来源：公司公告、第一创业研究所

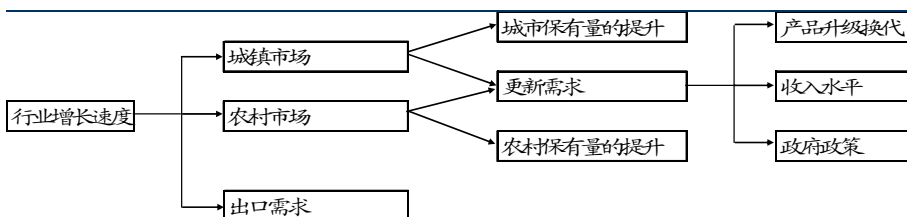
2、2011 年展望

2.1、白电：收入稳定增长 产品结构升级稳定盈利

我们从三个方面展望 2011 年白电的增长情况：城镇市场、农村市场和出口市场。国内市场来自于城镇和农村保有量的提升需求以及更新需求，以上需求推动因素在于产品升级换代、收入水平提高和政府政策。从政府政策来看，家电下乡和以旧换新政策在 2011 年具备持续性。经过分析，整体上我们认为 2011 年白电仍然可以实现稳定增长，而产品结构升级有望抵御上游原材料价格的上涨，从增长幅度上看，洗衣机>空调>冰箱，而空调具有较大超预期的可能性。



图 4、行业增长速度分三个方面：城镇市场、农村市场和出口需求



资料来源：第一创业研究所

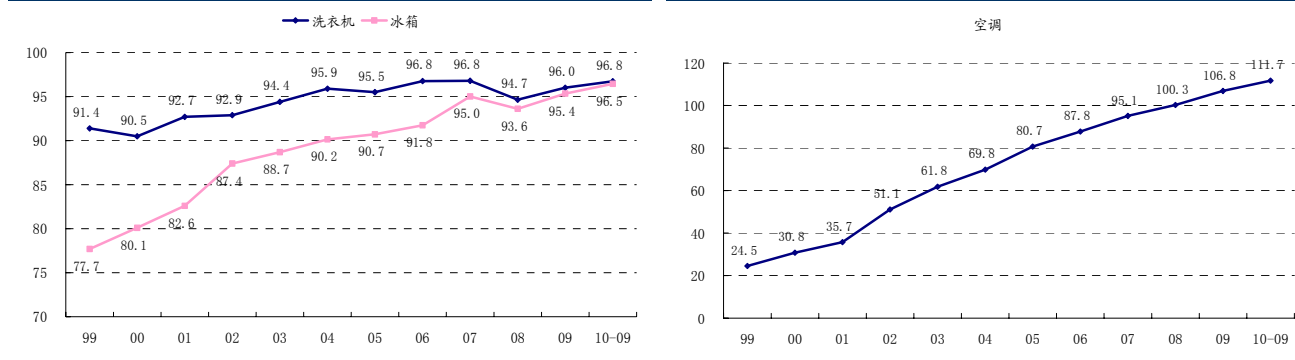
表 5、政策支持实施范围及期限

	实施范围	开始时间	实施期限
家电下乡	1、山东、河南、四川	2007年12月	3年
	2、范围扩大到包括安徽、湖北、重庆等12个	2008年12月	3年
	3、全国推广实施	2009年2月	3年
以旧换新	1、北京、上海、广东等9个省市	2009年6月	至2011-12-31
	2、范围扩大到包括河北、大连、辽宁等19个	2010年6月	

资料来源：商务部，第一创业研究所

每百户城镇居民冰洗保有量在 99 年分别达到了 91.4 台、77.7 台，空调为 24.5 万台，在 05 年达到了 80.7 万台。按平均 8-10 年使用年限，城镇家电已经逐步进入了更新换代需求高峰。

图 5、城镇家电保有量（台/百户）

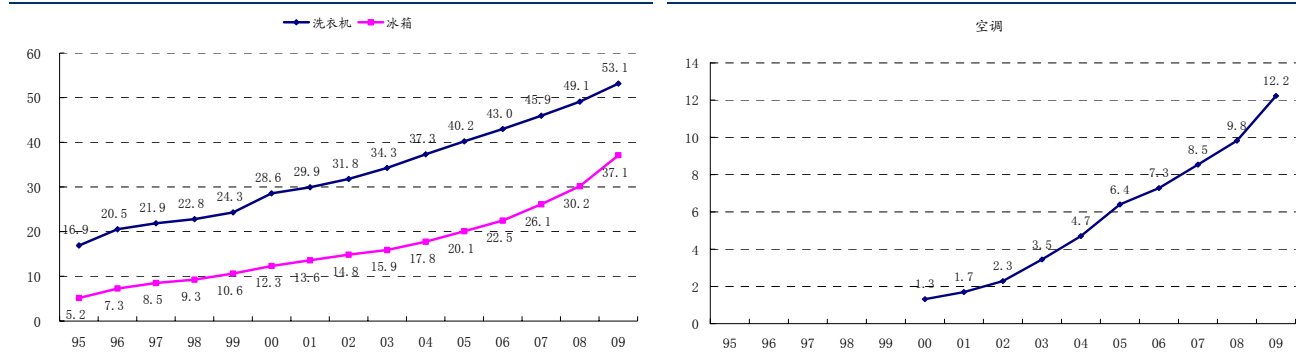


数据来源：WIND，第一创业研究所

每百户农村居民对冰箱和洗衣机保有量在 09 年分别达到了 37.1 台、53.1 台，而空调只有 12.2 台，保有量提升空间还很大。从收入水平来看，09 年农村居民家庭人均纯收入为 5153.2 元，相当于城镇居民 97 年水平，农村居民收入水平的提高将会促进购买力和保有量的较快提高。

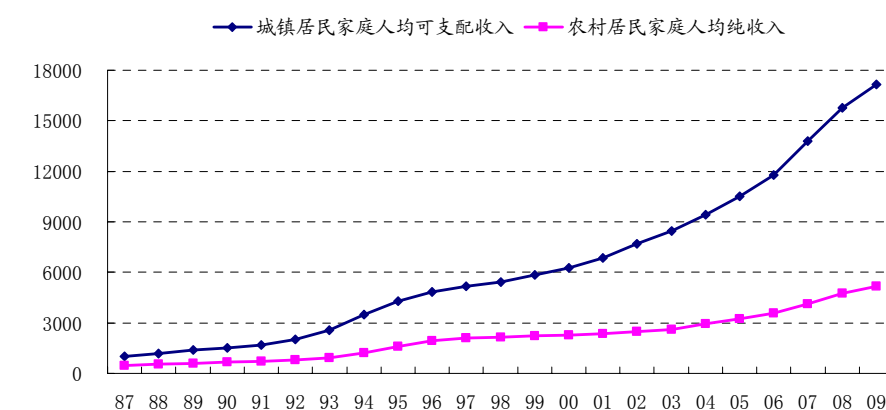


图 6、农村家电保有量（台/百户）



数据来源：WIND，第一创业研究所

图 7、城镇、农村居民收入情况对比



数据来源：WIND，第一创业研究所

洗衣机：有望继续维持良好增长

由于洗衣机 93 年城镇保有量为 87 台，按 8 年使用年限来看，更新需求分别从 00 年和 08 年开始，而此轮更新需求的推动因素除了产品升级换代之外，还有以旧换新政策的支持。按 1.5 亿户城镇居民、更新率 12% 计算，更新需求约 1629 万台。

同时，按 2.2 亿户农村居民、2011 年每年保有量提升 5% 计算，农村新增需求约 1200 万台。

此外，根据民政部统计数据，国内每年登记结婚人口约 1000 万对，假设这部分每百户家电保有量为 80 台，则带来新增需求为 800 万台。

因此，我们预计 2010 年洗衣机国内销量约 3100 万台，2011 年有望达到 3629 万台。

1-10 月，洗衣机内销增长率在 5 月淡季为 6.34%，随后呈上升趋势，10 月份为 39.88%，整体而言内销增长率维持在良好水平。出口方面，1-10 月增长率前高后低，逐步趋稳，分区域来看，目前占比较大的包括欧洲、美

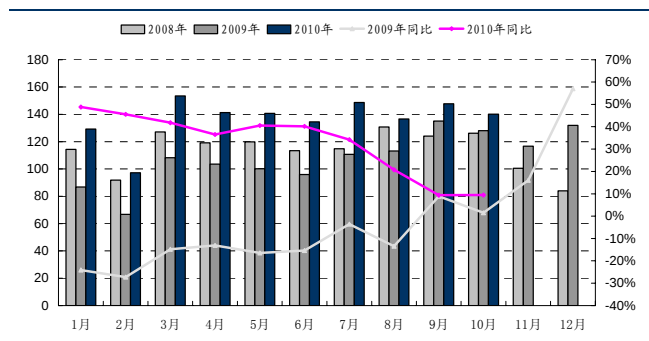


洲，而非洲和亚洲占比较小，今年以来，欧洲、美洲低基数情况下增速较快造就出口整体增速较大，1-9月分别增长了71.24%、36.23%，从最近几个月增速来看，增长幅度是逐步收窄的。我们预计2010年出口量约1634万台，2011年有望达到1960万台。

结合内外销市场，整体而言，洗衣机2011年销量有望达到5600万台，同比增长约17%。

同时滚筒洗衣机维持着高增长，产品结构升级继续演绎。

图 8、洗衣机出口情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 9、洗衣机内销情况

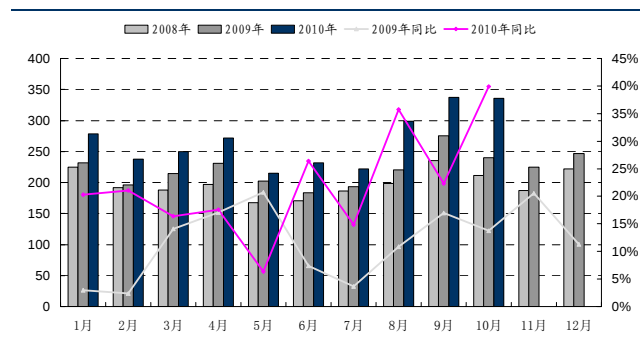
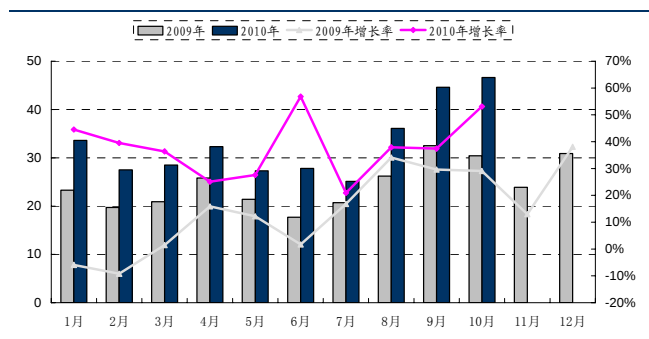


图 10、滚筒洗衣机内销



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 11、滚筒洗衣机出口

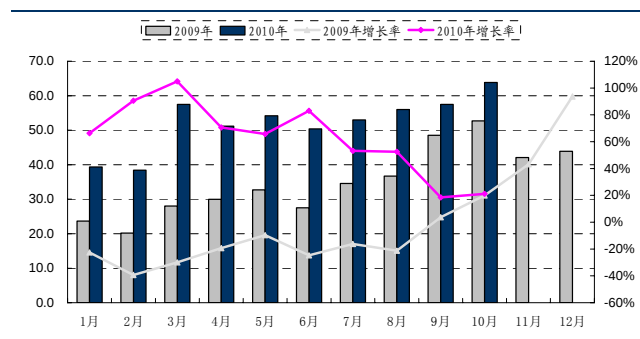
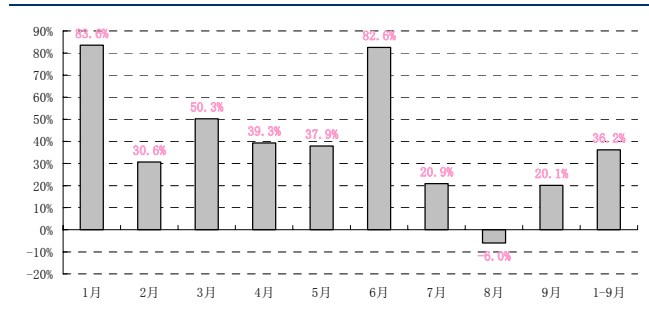


图 12、洗衣机美洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 13、洗衣机大洋洲 1-9 月出口增长情况

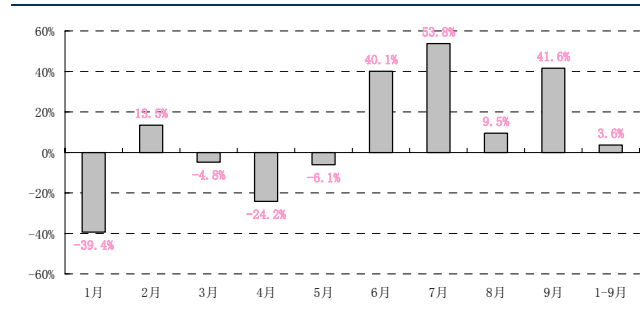
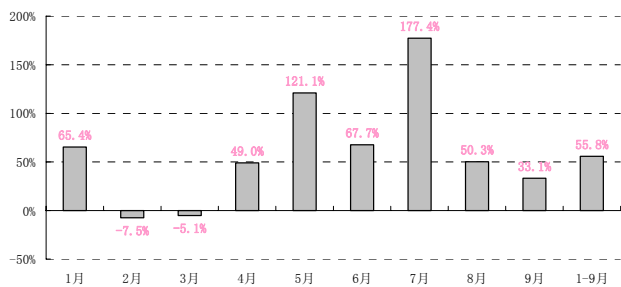




图 14、洗衣机非洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 15、洗衣机亚洲 1-9 月出口增长情况

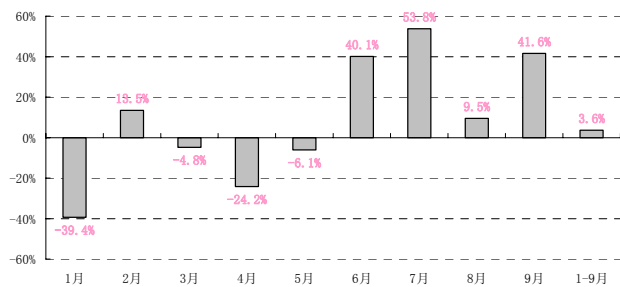
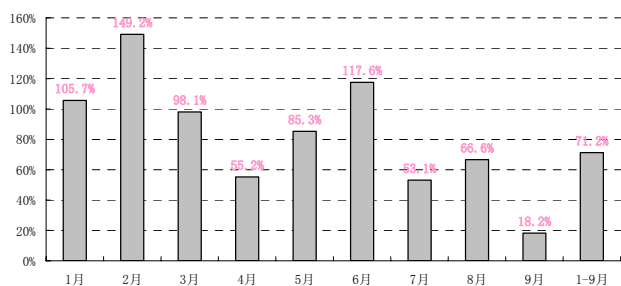
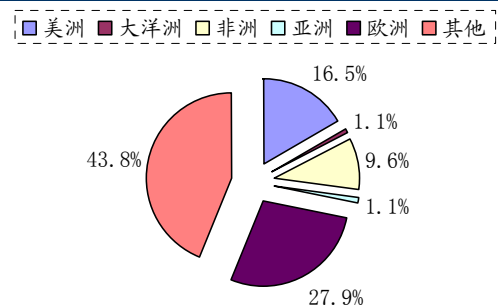


图 16、洗衣机欧洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

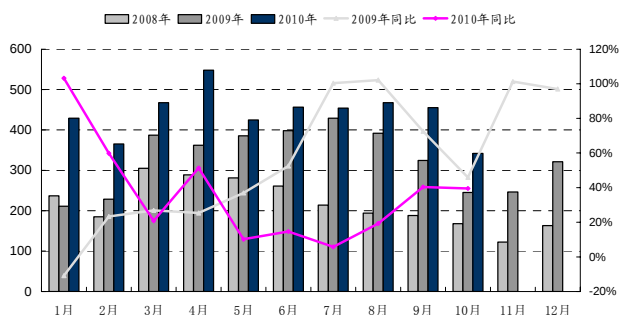
图 17、分地区出口额占比情况



冰箱：竞争继续向高端产品集中和深化

2010 年 1-9 月冰箱销售总量同比增长 30.48%，单月增速除 7 月份为 5.82%之外，均维持较好增长。出口方面，1-9 月冰箱销售总量同比增长 8.3%。与对洗衣机 2011 年增长率的预测一样，我们分城镇和农村保有量提升及更新需求、出口市场的预测，预计 2011 年冰箱同比增长率约为 12%。

图 18、冰箱内销



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 19、冰箱出口

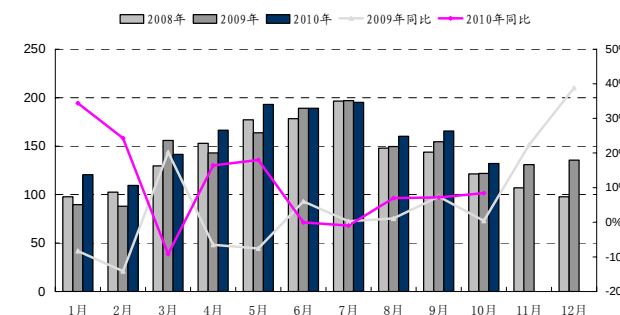
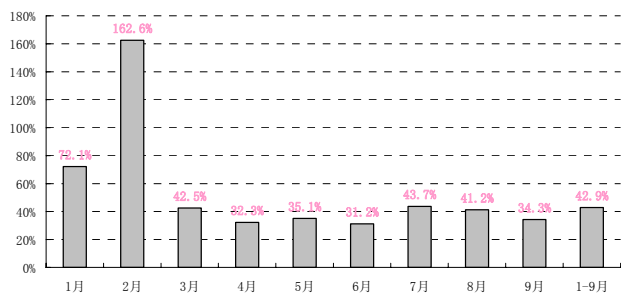




图 20、冰箱美洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 21、冰箱大洋洲 1-9 月出口增长情况

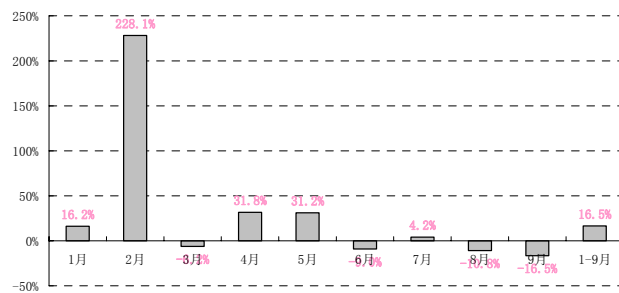
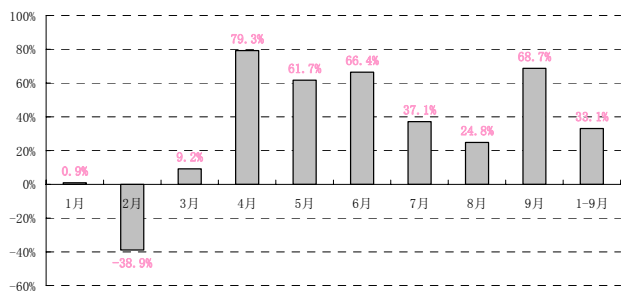


图 22、冰箱非洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 23、冰箱亚洲 1-9 月出口增长情况

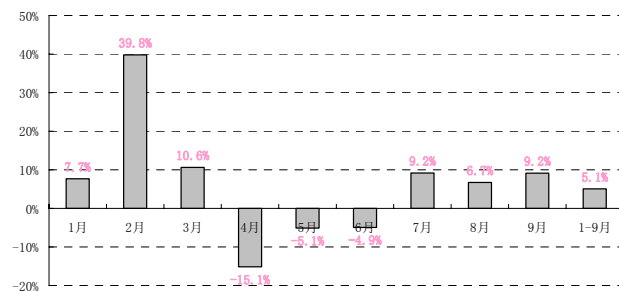
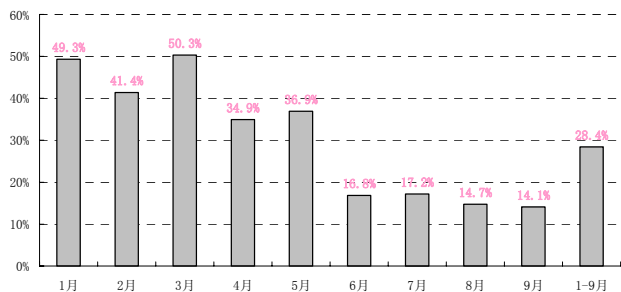
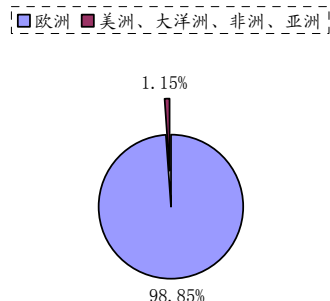


图 24、冰箱欧洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 25、分地区出口额占比情况



从产品结构来看，2010 年 1-9 月大容积、三门、多门及对开门及变频空调增长迅速，增长率均在 30%以上，冰箱市场竞争向高端产品集中和过渡。在城市消费升级的同时，预计未来三四级市场也将呈现产品结构的变化，因此，2011 年冰箱市场的竞争将进一步向高端产品集中和深化。



表 6、2010 年冰箱零售量分产品结构增长情况

产品类型		9月			1-9月累计		
		结构比例	同比	均价	结构比例	同比	均价
分容积段	160升及以下	10.2%	4.7%	1159	14.4%	12.9%	1194
	161-180升	9.4%	3.6%	1621	12.2%	6.2%	1664
	181-210升	28.1%	-0.8%	2068	33.0%	2.6%	2114
	211-230升	26.9%	33.5%	2764	22.5%	33.6%	2898
	231-250升	6.1%	50.2%	3431	4.9%	51.8%	3492
	251-300升	7.4%	42.1%	4697	5.4%	37.4%	4730
	301-400升	2.4%	73.3%	7257	1.5%	80.8%	7025
	401-500升	1.1%	135.6%	5970	0.6%	118.0%	7744
	501升以上	8.4%	66.7%	7478	5.5%	78.6%	7795
分类型	单门	2.8%	-0.6%	833	3.2%	-2.7%	851
	双门	56.1%	-1.0%	2032	68.6%	5.3%	2012
	三门	29.8%	69.8%	3426	21.1%	73.0%	3658
	多门	2.0%	77.2%	8325	1.2%	70.0%	8659
	对开门	9.3%	75.0%	7189	5.9%	82.2%	7610
分是否变频	变频	7.6%	7.2%	6547	6.3%	41.2%	6581
	非变频	92.5%	21.3%	2734	93.7%	17.0%	2475

数据来源：产业在线，第一创业研究所

空调：增长潜力大 可稳定增长可超预期

2010 年 1-9 月空调内销总量同比增长 35.64%，出口总量同比增长 51.34%，内外销市场表现良好，特别是第三季度出口同比增长率达到 85.7%。分别对城镇和农村保有量提升需求及更新需求、出口市场进行预测后，我们预计 2011 年增长率约 15%。农村市场的推动因素主要有：农村保有量低水平+农村电网的完善+政策支持，城镇市场的推动因素主要有：高效空调的替代+政策支持加速更新+保有量继续提高+新增需求，以上因素造就空调较大增长潜力和空间，使之可稳定增长可超预期。

图 26、空调内销

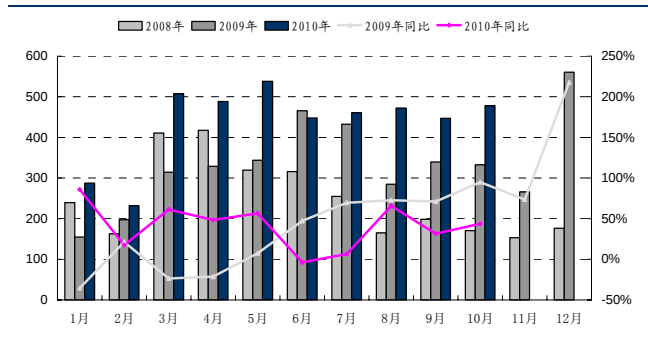
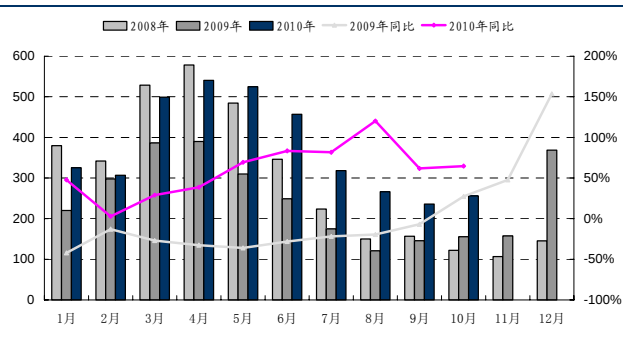


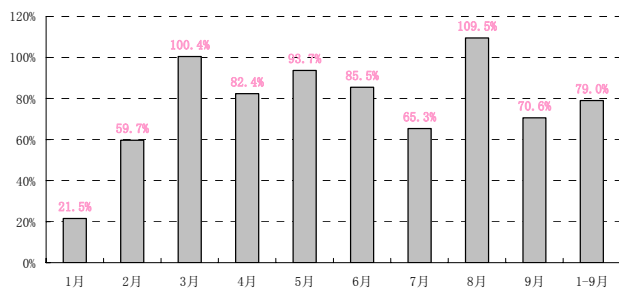
图 27、空调出口



数据来源：产业在线，第一创业研究所



图 28、空调欧洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 29、空调拉丁美洲 1-9 月出口增长情况

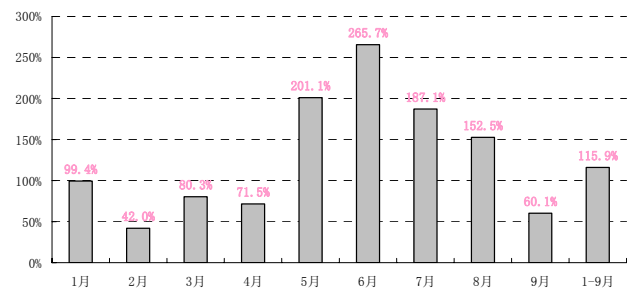
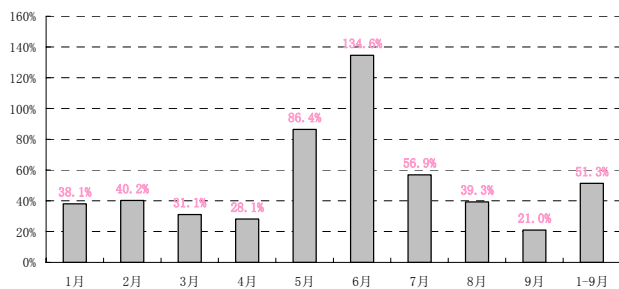


图 30、空调非洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 31、空调大洋洲 1-9 月出口增长情况

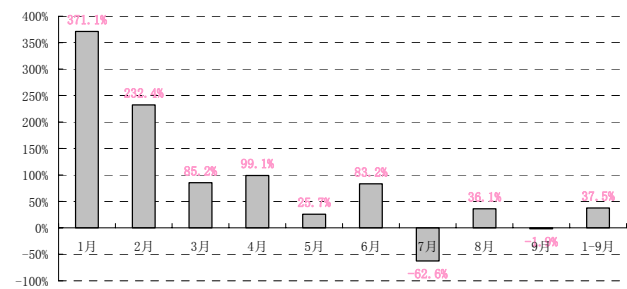
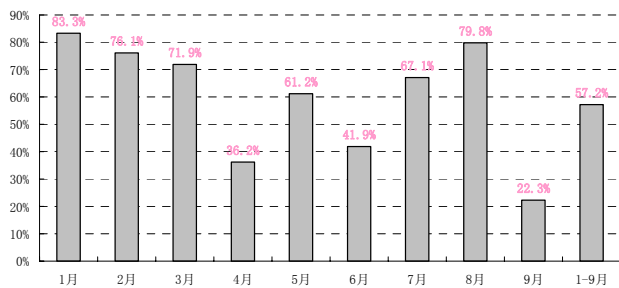


图 32、空调亚洲 1-9 月出口增长情况



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 33、空调北美洲 1-9 月出口增长情况

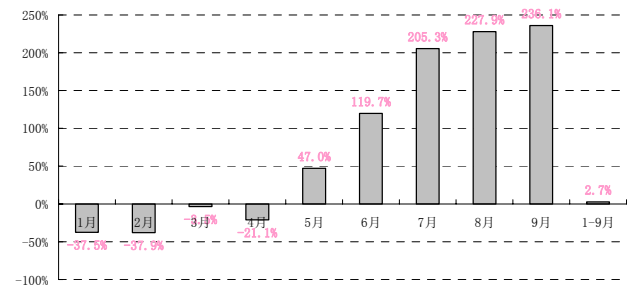


表 7、2010 年空调零售量分产品结构增长情况：变频快速增长

产品类别	9 月			1-9 月累计		
	结构比例	同比	均价	结构比例	同比	均价
变频	42.7%	155.9%	3902	26.5%	137.0%	3604
定频	57.3%	-21.5%	3270	73.5%	8.2%	2658

数据来源：产业在线，第一创业研究所



2.2、电视：产品升级步伐加快 先发优势很关键

1-10月电视销售产品结构中，LCD电视占比达到78.9%，是行业增长的主力军。1-9月LCD电视内销总量同比增长44.12%，出口同比增长33.97%，同比增长率在年初达到高点后，后期受到外资品牌价格战竞争、产品结构升级步伐加快、上游面板价格下跌压力等方面影响，增长率呈现趋缓。国际电视厂商在财报中表示，预计为了清理库存，价格竞争还会持续；同时外资品牌产品升级步伐加快，Samsung预计LED电视占比会继续提升，2010年第四季度有望达到28%，厂商将通过扩大LED电视产品线来提高市场占有率，LED电视成为新的增长点和竞争点。短期内，上游面板供给过剩的形势还会持续，下游电视厂商成本控制难度仍然较大。产品结构升级的先发优势是关键，目前国外品牌具备掌握关键零部件和产业链完善的优势，国内企业面对的成本、零部件、价格竞争压力还将存在，需待突破。

图 34、LCD 电视内销

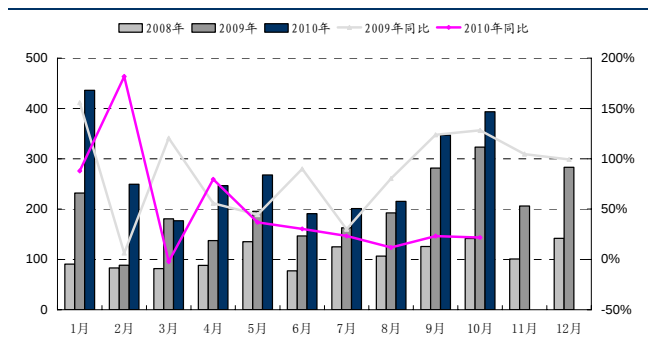
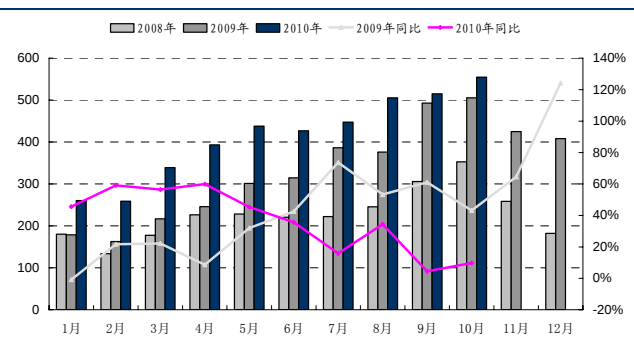


图 35、LCD 电视出口



数据来源：产业在线，第一创业研究所

图 36、2010 年 1-10 月电视销售产品结构

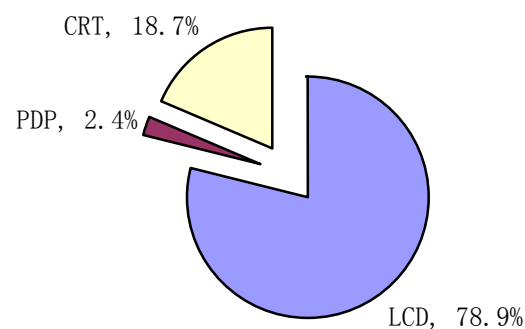
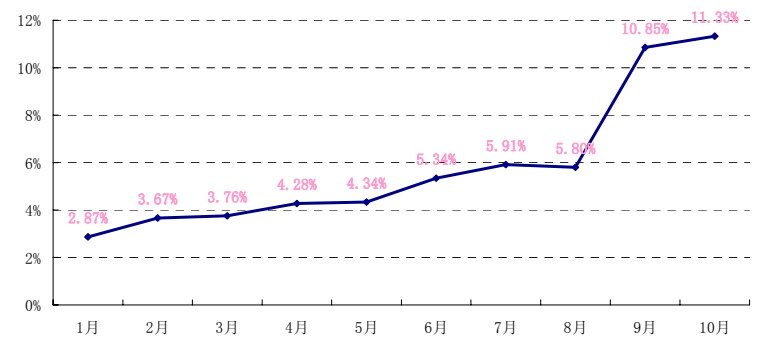


图 37、LED 销量对 LCD 电视占比变化



数据来源：第一创业研究所



2.3、小家电：推动因素持续存在 稳定增长可期

小家电推动因素主要在于以下方面：

- 保有量提升空间大：目前我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于发达国家每户拥有小家电 30-40 件的水平。
- 更新换代速度较快：由于小家电产品价格远低于大家电产品，消费者对价格敏感度较低，同时小家电生命周期只有 3-5 年，产品更新换代速度较快，消费者对小家电有持续的换购需求，在普及率不断提高、新产品推出及更新换代等因素推动下，小家电产品销量有望持续增长。
- 具备出口优势：我国小家电出口市场主要集中在欧洲、北美和亚洲，从欧美市场来看，平均每户家庭拥有小家电 30 件以上，市场容量大且使用周期短，个性化和市场化使小家电换购需求市场空间巨大。目前大多数世界品牌通过 OEM\ODM 方式购买产品，自身只是做品牌和营销推广，中国则具有比较优势成为小家电的生产制造基地。对于国内已经建立了牢固客户关系以及品质优势的龙头企业，将会接受到大量的 OEM\ODM 订单，从而具备较强的大客户选择能力以及产品定价能力。与国外产品相比，我国小家电出口优势在于价格相对低廉，这为小家电参与国际市场竞争创造了条件。

以上推动因素将持续存在，小家电的稳定增长的潜力可持续看好。

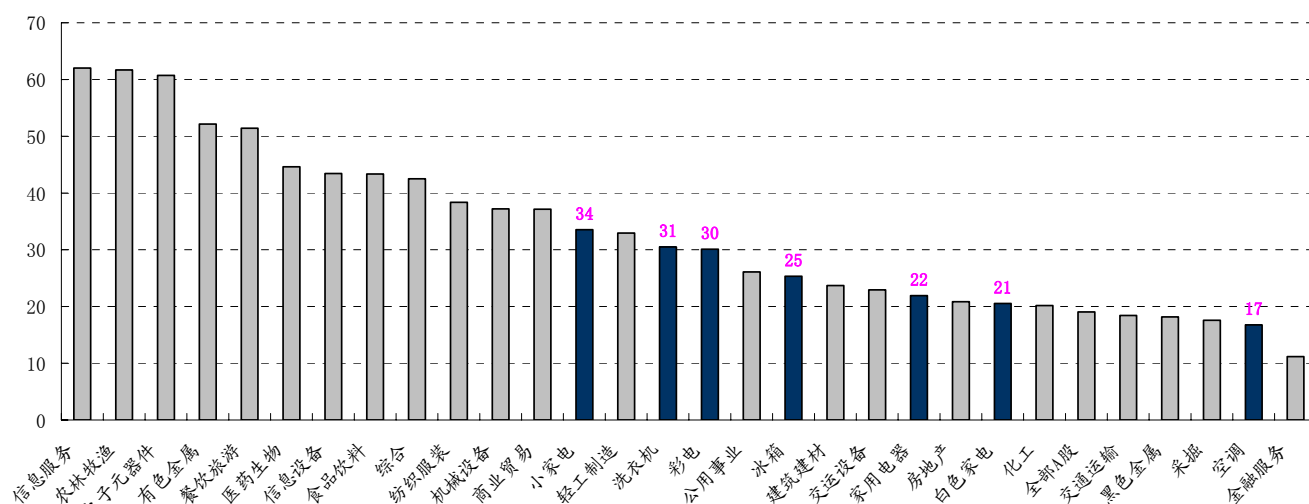
3、行业估值和投资建议

3.1、行业估值

目前家电行业的动态 PE 为 22 倍，在各行业中处于较低水平。子行业中白色家电估值为 21 倍，空调估值最低为 17 倍，洗衣机和冰箱分别为 31 和 25 倍；小家电和彩电估值分别为 34、30 倍。



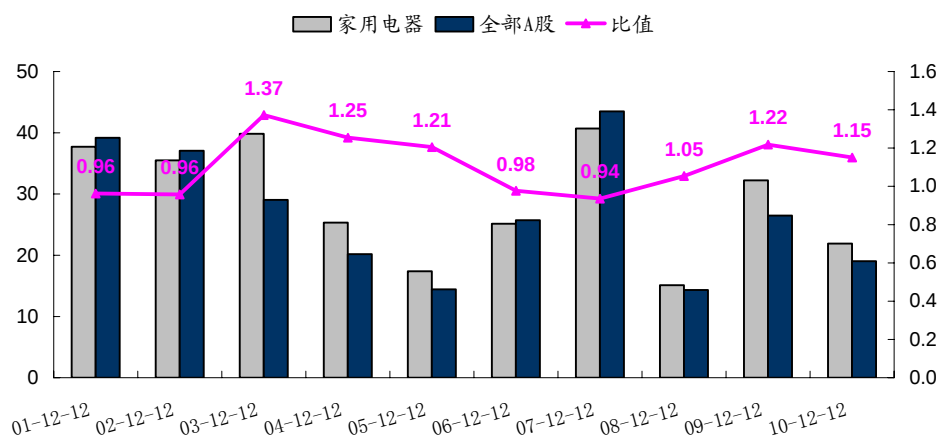
图 38、目前家电估值整体偏低



数据来源：WIND，第一创业研究所

和 2001 年以来行业估值水平相比，目前估值仅高于 05 年及 08 年同期水平。与全部 A 股的 PE 比值为 1.15 倍，处于均值水平。

图 39、家电历年 PE 及行业 PE/A 股 PE



数据来源：WIND，第一创业研究所

3.2、投资建议

整体上，我们看好白电具备增长明确性较高和低估值带来的投资机会。主要在于：

- 城镇居民家电处于更新需求高峰期，加上产品的推陈出新、以旧换新政策的支持将会使年更新率处于较高水平。



- 农村居民对白电的保有量并不高，截至 2009 年洗衣机、冰箱和空调每百户保有量分别为 53.1、37.1 和 12.2 万台，提高空间还很大。从收入水平来看，09 年农村居民家庭人均收入为 5153.2 元，相当于城镇居民 1997 年水平，不管从保有量还是收入水平来看农村市场都有较大的增长潜力。
- 出口市场有望稳定增长：我们看到各类家电内销量占总销量占比从 2008 年至今呈现上升趋势，国内市场是推动行业增长的主要因素，但出口市场在低基数上恢复良好，虽然后续增长率逐步趋缓，但我们认为随着国内家电在出口市场的角色得以加强、新兴市场经济增长带来的消费力上升将会促进出口市场实现稳定增长。
- 经过测算，白电增长幅度：**洗衣机>空调>冰箱，而空调具有较大超预期的可能**，主要在于农村保有量低水平+农村电网的完善+政策支持，以及高能效空调的替代+政策支持加速更新+保有量继续提高+新增需求，以上因素使空调可稳定增长可超预期。

同时，持续看好小家电的增长。主要在于

- 保有量提升空间大：目前我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于发达国家每户拥有小家电 30-40 件的水平。
- 更新换代速度较快：由于小家电产品价格远低于大家电产品，消费者对价格敏感度较低，同时小家电生命周期只有 3-5 年，产品更新换代速度较快，消费者对小家电有持续的换购需求，在普及率不断提高、新产品推出及更新换代等因素推动下，小家电产品销量有望持续增长。
- 具备出口优势：我国小家电出口市场主要集中在欧洲、北美和亚洲，从欧美市场来看，平均每户家庭拥有小家电 30 件以上，市场容量大且使用周期短，个性化和市场化使小家电换购需求市场空间巨大。目前大多数世界品牌通过 OEM\ODM 方式购买产品，自身只是做品牌和营销推广，中国则具有比较优势成为小家电的生产制造基地。对于国内已经建立了牢固客户关系以及品质优势的龙头企业，将会接受到大量的 OEM\ODM 订单，从而具备较强的大客户选择能力以及产品定价能力。与国外产品相比，我国小家电出口优势在于价格相对低廉，这为小家电参与国际市场竞争创造了条件。

行业实现业绩稳定增长明确性较高，同时目前估值较低，给予“推荐”投资评级。

在投资策略上，**我们的建议结合估值“双向抉择”**。首先，从行业增长出发，选择最大程度受益行业增长、具估值优势的公司；其次，从公司自身出发，选择具备增长潜力的公司。对应第一条主线，推荐的公司为：格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、苏泊尔。对应第二条主线，建议关注：九阳股份、合肥三洋。



表 8、重点关注上市公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	股价(元)		EPS			PE		
		2010-12-13	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000651	格力电器	18.18	1.03	1.35	1.59	17.7	13.5	11.4	
000527	美的电器	16.68	0.61	0.95	1.20	27.3	17.6	13.9	
600690	青岛海尔	26.23	0.86	1.41	1.76	30.5	18.6	14.9	
600060	海信电器	12.82	0.67	0.75	0.95	19.1	17.1	13.5	
600983	合肥三洋	13.52	0.62	0.58	0.81	21.8	23.3	16.7	
002032	苏泊尔	24.30	0.54	0.73	0.91	45.0	33.3	26.7	
000016	深康佳A	5.12	0.13	0.07	0.10	39.4	73.1	51.2	
000418	小天鹅A	19.12	0.41	0.74	0.95	46.6	25.8	20.1	
002242	九阳股份	16.49	0.80	0.91	1.09	20.6	18.1	15.1	
000521	美菱电器	11.64	0.73	0.81	0.71	15.9	14.4	16.4	
000921	ST科龙	7.62	0.15	0.42	0.47	50.8	18.1	16.2	
002035	华帝股份	16.41	0.31	0.42	0.55	52.9	39.1	29.8	
000100	TCL集团	3.57	0.17	0.11	0.15	21.0	32.5	23.8	
600839	四川长虹	3.97	0.06	0.06	0.09	66.2	66.2	44.1	
002403	爱仕达	17.42	0.47	0.34	0.53	37.1	51.2	32.9	
000801	四川九洲	16.26	0.01	0.22	0.34	1626.0	73.9	47.8	

数据来源：公司公告，第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120