

湘财证券研究所

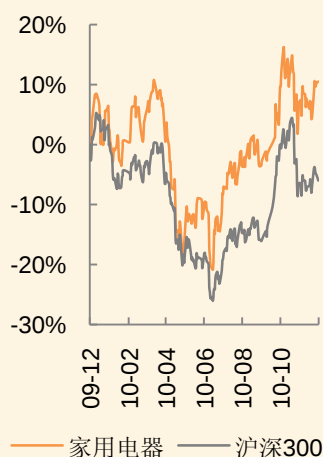
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

家电板块最近一年走势：



结论与观点

- **政策和产业升级是明年行业增长主要动力** 我们认为家电行业明年的增长主要来自政策和家电行业自身的产业升级双重驱动。具体而言，政策继续拉动家电内需，产业升级将调整家电需求结构，高端化趋势已经确立，滚筒洗衣机、变频空调、大容量多门冰箱、LED 电视将成为新的主流。此外家电行业一直被认为是与房地产关联度较大的行业，但我们坚持认为房地产对家电总需求的影响有限。
- **成本压力转嫁是关键** 2011 年影响家电行业成本的因素主要两个，一是居高不下的原材料价格，二是明年可能开始征收的废旧家电处理基金。我们认为向下游消费者转嫁成本是最有可能也是家电企业最易成功的方式，6 月份空调的涨价向市场证明了家电企业超预期的成本转嫁能力。原材料价格上涨和废旧家电处理基金的征收均是面临整个行业，那么向下游转嫁成本压力也是行业整体趋势，我们有理由相信相对于企业而言行业性的涨价更加容易。
- **白强黑弱或将延续至明年上半年** 我们认为国内彩电企业走出困境尚需一定时日，与外资品牌抗衡则需要 LED 液晶电视、互联网电视、3D 电视等新的趋势产品上把握先机，彩电行业的恢复性增长可能要到明年下半年。冰箱、空调在农村市场的普及推广以及洗衣机的更新换代则为白电行业带来较大增长空间，我们预计家电行业白强黑弱的格局或将延续至明年上半年。
- **投资策略** 综合考虑明年家电行业需求增长的动力以及面临的成本压力，子行业的推荐顺序为：洗衣机、小家电、空调、冰箱。主推产业升级进入加速期的洗衣机行业和成本转嫁能力较强的小家电行业。个股方面建议关注：在看好的子行业中选择增长潜力较大的公司，如小天鹅、九阳股份、苏泊尔；在产业升级推动下有望快速增长的龙头企业，如美的电器、青岛海尔；在节能、新材料趋势下优势较为明显的公司，如格力电器、合肥三洋、禾盛新材。

重点公司盈利预测及评级

股票 代码	公司 简称	最新价 (元)	EPS				PE			评 级
			09	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
000651	格力电器	17.9	1.55	1.36	1.59	1.86	13.2	11.3	9.6	买入
000521	美的电器	17.5	0.97	1.00	1.22	1.45	17.5	14.3	12.0	买入
600690	青岛海尔	27.2	0.86	1.43	1.87	2.21	19.0	14.6	12.3	买入
000418	小天鹅 A	19.3	0.41	0.87	1.11	1.40	22.2	17.4	13.8	买入
600983	合肥三洋	13.5	0.62	0.58	0.78	0.97	23.3	17.3	13.9	买入
002032	苏泊尔	24.6	0.70	0.73	0.96	1.23	33.7	25.6	20.0	买入
002242	九阳股份	16.6	1.20	0.86	1.03	1.16	19.3	16.1	14.3	买入

数据来源：湘财证券研究所

注：最新价为 2010 年 12 月 20 日收盘价

目 录

回顾：2010 家电行业出现白强黑弱格局	5
行业继续保持高增长，白强黑弱逐渐显现.....	5
板块走势一波三折	6
需求：政策和产业升级	7
家电行业政策：仍将拉动需求增长	8
家电下乡：政策区域性退出对明年影响有限	8
以旧换新：对新增地区的家电消费的拉动明年将体现	10
节能惠民工程：补贴下调利空已消化，看好变频空调	10
产业升级：调节家电需求结构	11
城镇化带来高端家电需求，推动产业升级	11
房地产：对家电需求影响有限	13
成本：压力再现，转嫁能力是关键	15
原材料价格居高带来持续成本压力	15
废旧家电处理基金的征收：增加额外成本	17
成本转嫁能力将经受考验	18
趋势：节能、新材料	19
子行业：白强黑弱或将延续至明年上半年	20
洗衣机：升级换代推动效果明显	20
空调：城市换代、农村普及	22
冰箱：增速或将放缓	24
彩电：走出低谷尚需时日	25
投资策略	27
风险提示	28

图目录

图 1	2010 年空调总销量增长情况.....	5
图 2	2010 年冰箱总销量增长情况.....	5
图 3	2010 年洗衣机总销量增长情况.....	6
图 4	2010 年液晶电视总销量增长情况.....	6
图 5	2010 年家电板块相对于大盘的走势.....	6
图 6	2010 年白电和黑电相对于板块走势.....	6
图 7	2010 年家电板块分季度走势.....	7
图 8	2010 年家电子板块分季度走势.....	7
图 9	2010 年家电下乡月度销量增长情况.....	9
图 10	2010 年家电下乡销售均价变化.....	9
图 11	2010 年 1-10 月家电下乡各省销售结构.....	9
图 12	空调内销量增长情况.....	11
图 13	我国城镇化率进程.....	12
图 14	各省市城镇化水平比较.....	12
图 15	商品房销售面积及增速.....	14
图 16	住宅销售面积及增速.....	14
图 17	现房住宅销售面积及增速.....	14
图 18	期房住宅销售面积及增速.....	14
图 19	铜、铝价格走势.....	15
图 20	冷轧钢板价格走势.....	15
图 21	我国废弃电器电子产品处理基金的主要征收对象.....	17
图 22	洗衣机内销增长情况.....	21
图 23	洗衣机出口销售增长情况.....	21
图 24	滚筒洗衣机内销增长情况.....	21
图 25	滚筒洗衣机出口销售增长情况.....	21
图 26	最近一年城镇市场洗衣机销售结构变化.....	22
图 27	空调内销增长情况.....	22
图 28	空调出口销售增长情况.....	22
图 29	最近一年城镇市场销售结构变化.....	23
图 30	农村每百户空调保有量.....	23
图 31	冰箱内销增长情况.....	24
图 32	冰箱出口销售增长情况.....	24
图 33	近两年城镇市场高端冰箱销售比例变化.....	25
图 34	农村每百户冰箱保有量.....	25
图 35	液晶面板价格走势.....	25
图 36	液晶电视内销增长情况.....	26
图 37	液晶电视出口销售增长情况.....	26
图 38	液晶电视对 CRT 电视的替代.....	26
图 39	LED 液晶电视销量及占比.....	26

图 40	LED 液晶电视与 CCFL 液晶电视的比例	27
图 41	网络电视和非网络电视的比例	27

表目录

表 1	家电下乡政策实施进程	8
表 2	以旧换新政策进展	10
表 3	空调节能补贴政策变化	11
表 4	新旧能效标准下补贴金额对比	11
表 5	城镇化水平的提升将带来城镇人口的大幅增长	13
表 6	2011 年新增城镇家庭数量	13
表 7	2011 年新增城镇家庭户数对家电需求的拉动测算	13
表 8	商品房住宅成交量拉动的 2011 年各类家电需求	14
表 9	家电公司今年毛利率和净利率变化情况	16
表 10	主要家电产品成本对铜价的敏感性	16
表 11	主要国家和地区按基金征收方式分类	17
表 12	主要上市公司拟缴纳的废弃电器处理费用对净利润影响的估算	18
表 13	家电行业“十二五”规划主要指标	19
表 14	针对不同指标可能采取的不同措施	20
表 15	重点上市公司盈利预测表	29

回顾：2010 家电行业出现白强黑弱格局

行业继续保持高增长，白强黑弱逐渐显现

家电行业继 2009 年强劲复苏后继续保持了高增长的态势。2010 年 1-8 月，冰箱、洗衣机、空调、彩电 4 类主要家电的销售总量同比增长 28.06%；其中，在家电政策的持续对需求的拉动下，内销增长 27.53%；而出口销量也随国际消费市场的复苏出现较高增速，下半年由于高基数原因增速略有放缓，但 1-8 月累计增速仍有 28.70%。

分产品来看，家电行业 2010 年出现了白强黑弱的格局。

- ✓ 洗衣机：行业增长有突破平稳增长的态势，我们认为洗衣机行业今年较高的增速是得益于洗衣机行业的升级换代、以及产品结构的调整，高端滚筒洗衣机的销量高增长拉升行业整体增长。
- ✓ 空调：节能补贴政策的变化仅使 6 和 7 月的销量产生暂时抑制，并未影响空调刚性需求，7、8 月份在高温天气的刺激下，被价格压制的空调需求得到快速释放；空调出口市场的强劲复苏态势也超出我们预期。
- ✓ 冰箱：冰箱是家电下乡中销量最大的产品，自家电下乡政策实施以来，冰箱在农村家庭的普及率出现显著提升；由于同期基数较高，今年下半年以来冰箱总销量的增速有所放缓，但冰箱在农村市场的加速普及仍将拉动冰箱销量的持续增长。
- ✓ 彩电：彩电是今年表现较弱的子行业。延续去年升级换代带来的高增长，一季度彩电行业依然呈现火爆需求。而二季度以来液晶面板价格的持续下跌对彩电企业的高库存无疑是重大打击；外资彩电品牌对中国市场积极拓展带来的价格竞争对国内彩电企业更是雪上加霜。在价格优势被逐渐弱化的情况下，国内品牌的销量增速出现显著放缓。

图 1 2010 年空调总销量增长情况

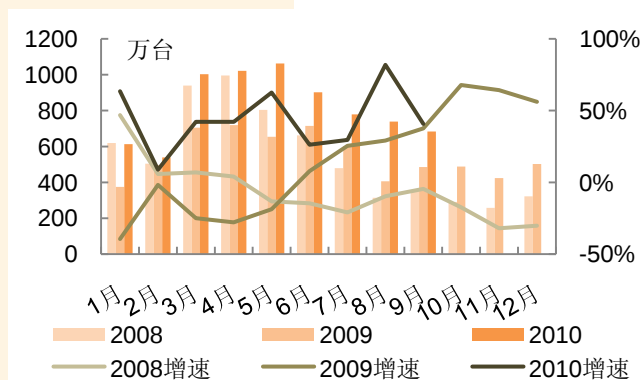
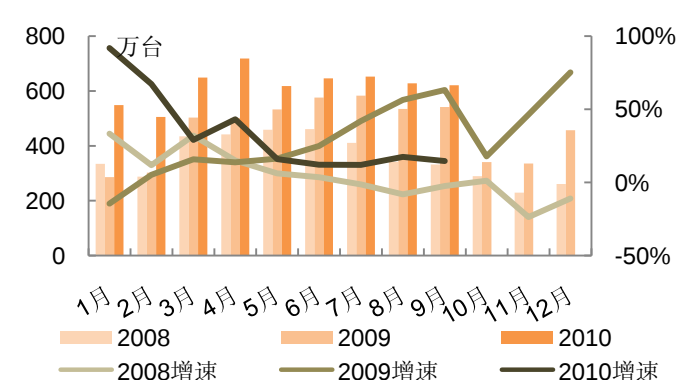


图 2 2010 年冰箱总销量增长情况



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 3 2010 年洗衣机总销量增长情况

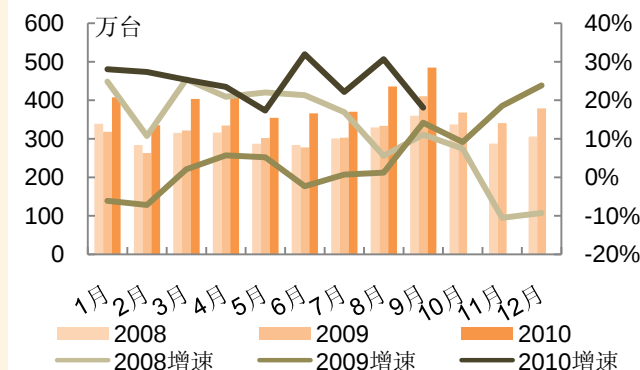
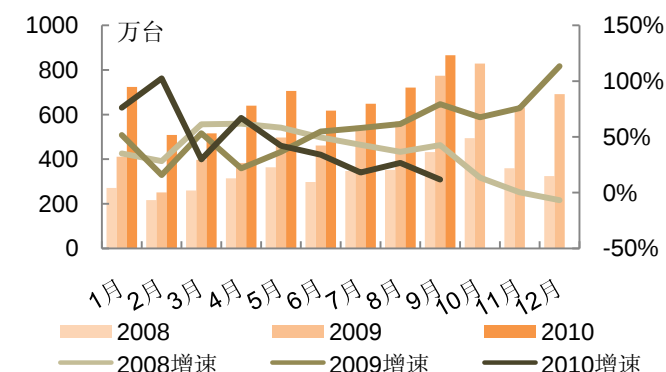


图 4 2010 年液晶电视总销量增长情况



数据来源：wind，湘财证券研究所

板块走势一波三折

2010 年初至今，家电板块跑赢大盘 10.47 个百分点。但分季度来看，起伏较大。一季度随着上市公司年报披露，展现了行业的靓丽业绩，推动家电板块走出跑赢大盘的走势；二季度受一季报毛利率下降、以及政府对房地产调控的开始，致使投资者对家电后期需求产生担忧，板块出现恐慌性下跌；三季度以来家电需求的快速增长基本消除市场的悲观预期，家电板块走出新一轮强势。

分子板块来看，今年的表现出现了分化，即白强黑弱的格局。主要是由于今年彩电行业出现了高库存、外资品牌竞争激烈等多重因素的影响，使得国内彩电企业的经营面临一定压力，市场对彩电行业后期仍具担忧。而几类白电基本保持较快的增长，白电板块走势略强于家电板块。

图 5 2010 年家电板块相对于大盘的走势



图 6 2010 年白电和黑电相对于板块走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 7 2010 年家电板块分季度走势

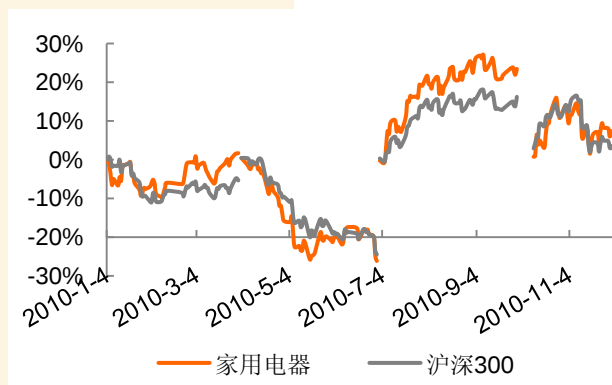
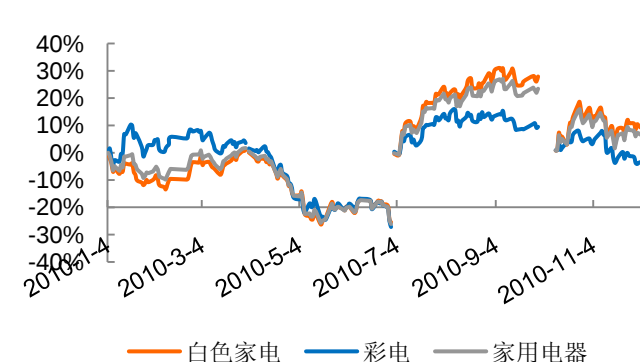


图 8 2010 年家电电子板块分季度走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

需求：政策和产业升级

在即将过去的 2010 年，家电行业出现了白强黑弱的格局。这一格局是否会延续到 2011 年？明年行业需求增长的推动因素是什么？我们认为主要是政策和家电行业自身的产业升级双重驱动。具体而言，政策继续拉动家电内需，产业升级将有效调整需求结构。此外，家电行业一直被看做是与房地产关联度较大的行业。受政策调控影响，今年房地产市场出现了较长一段时间的成交低迷期，房地产市场的低迷是否会影响到明年家电的需求，这也是市场较为关心的一个问题，我们坚持认为房地产对家电总需求的影响有限。

- ✓ **政策：**家电下乡、以旧换新、节能惠民工程等行业政策仍将继续实施，对家电行业需求的增长仍有较大的拉动作用，但短期尚难有新的刺激政策出台，2011 年政策对板块刺激的新动力略显不足。
- ✓ **产业升级：**目前各类家电产品均进入了产业升级的不同阶段。空调行业面临的是变频空调对定频空调的替代；洗衣机是滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代以及洗衣机变频化趋势的发展；大容量多门冰箱对传统双门冰箱的替代趋势也将逐渐确立；彩电则在引领了液晶对 CRT 电视大规模替代后，再次掀起了 LED 液晶电视对 CCFL 液晶电视的替代趋势。产业升级的趋势将对传统的家电需求将进行大规模的结构调整，高端产品的比例将会逐年增加。
- ✓ **房地产：**2010 年受到政策调控，房地产成交量出现相当一段时间的低迷期。今年房地产成交的下降，也使市场出现了对明年家电需求的悲观预期。我们认为房地产对家电需求的影响较小且存在滞后期，更多的影响是停留在心里层面。对房地产弹性最大的家电产品——空调的淡季高增长也在一定程度印证了我们观点。

家电行业政策：仍将拉动需求增长

家电下乡：政策区域性退出对明年影响有限

家电下乡政策自 2007 年底试点实施以来已经三年时间，全国推广也已持续两年，在 2009 年农村市场家电销量的快速增长之后，很多人就在质疑家电下乡政策的持续效果。我们一直认为农村市场家电需求潜力巨大，家电下乡政策的持续效果无需担忧，2010 年在高基数的情况下家电下乡产品销售再次出现高增长，也印证了我们的观点。

2010 年 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%。考虑到 12 月份存在元旦节前促销的因素，我们预计今年全国家电下乡销量有望较去年增长 100%。

今年以来家电下乡产品最高限价的大幅提高，刺激了高端产品在农村市场的销售。从销售均价同比环比均持续上升的态势即可看出，农村市场对家电产品的需求也在逐渐高端化。随着农村收入水平的提高以及消费观念的升级，预计明年销售均价仍将持续保持稳定上升的趋势。

表 1 家电下乡政策实施进程

政策实施时间	政策变更内容	受益人口 (亿)	产品范围及限价调整	政策持续时间
2007.12	山东、河南、四川三省试点，对农民购买纳入补贴范围的家电下乡产品给予产品销售价格 13% 的财政补贴	2	彩电 2000 元、冰箱（含冰柜）2500 元、手机 1000 元；	2011.11
2008.12	推广至四川、河南、山东（含青岛）、内蒙古、辽宁（含大连）、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西 14 省市，并将洗衣机纳入补贴范围；	4.94	新增补贴品种：洗衣机 2000 元	2012.11
2009.02	全国推广，新增部分补贴品种；	8.4	新增补贴品种：空调（壁挂式 2500 元、落地式 4000 元）、热水器（储水式 1500 元、燃气 2500 元、太阳能 4000 元）、电脑 3500 元	2013.01
2009.05	彩电限价上调，新增微波炉、电磁炉两类小家电补贴品种；	8.4	彩电最高限价上调至 3500 元； 新增产品：微波炉 1000 元、电磁炉 600 元； 最高限价大幅上调：	2013.01
2010.01	各类产品最高限价大幅提高	8.4	彩电 7000 元、冰箱（含冰柜）4000 元、手机 1000 元、洗衣机 3500 元、空调（壁挂式 3500 元、落地式 6000 元）、储水式热水器 2500 元、微波炉 1500 元、电磁炉 1000 元；	2013.01
2010.03	印发《新增家电下乡补贴品种实施方案》，在现有 9 类家电下乡补贴品种的之外，允许各省市自主选择一个新增品种纳入家电下乡政策补贴范围。	8.4	新增 6 类自主选择品种补贴限额：电动自行车 260 元；电饭煲 65 元；燃气灶 195 元；抽油烟机 338 元；电压力锅 78 元；DVD 影碟机 65 元；	2013.01

数据来源：湘财证券研究所

图 9 2010 年家电下乡月度销量增长情况

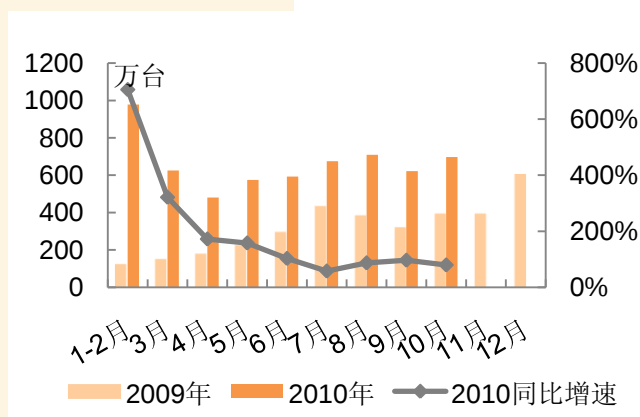
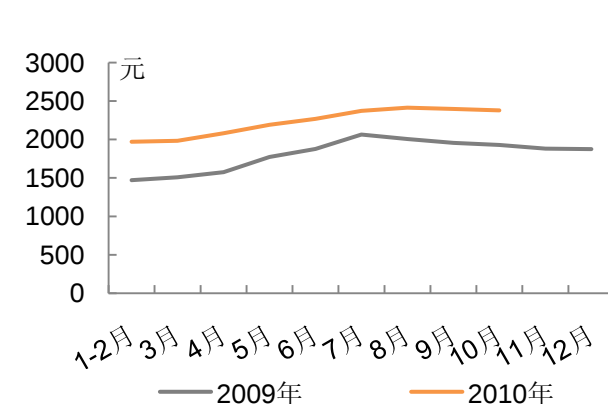


图 10 2010 年家电下乡销售均价变化

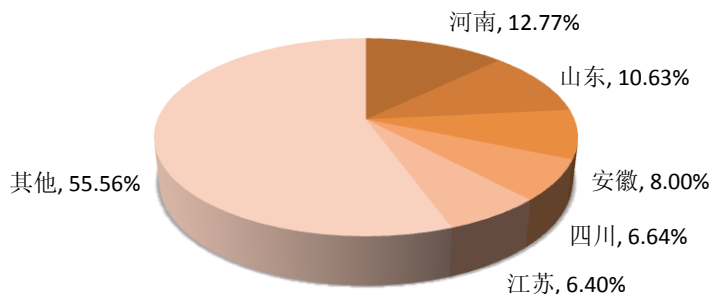


数据来源：商务部，湘财证券研究所

山东、河南、四川三个农业大省是最先试点家电下乡的省份，也是家电下乡实施以来销售情况最好的几个省份。2010 年 1-10 月，河南、山东、四川三省的销售总额分别达 168.9 亿元、140.7 亿元和 87.9 亿元，同比增长 148.6%、112.2%和 37.4%，分别位居第一、第二和第四名；在全国家电下乡总销售额中的比重分别为 12.77%、10.63%和 6.64%，累计占比达 30.04%。

对于 2011 年的家电下乡，市场较为关注的是山东、河南、四川三省家电下乡政策的退出对销量是否会产生较大影响？我们的观点是家电下乡区域性退出对明年销量的影响较为有限，主要原因有：其一，山东、河南、四川三省家电下乡政策会持续至 2011 年 11 月，仅仅影响 12 月份一个月的销售，相对全年而言，影响有限；其二，我们认为根据中国消费者的购物习惯，在政策退出的前几个月可能会刺激三省消费者抓紧在最后的优惠期限内购买家电，甚至很有可能会出现新一轮销售高峰。

图 11 2010 年 1-10 月家电下乡各省销售结构



数据来源：商务部，湘财证券研究所

以旧换新：对新增地区的家电消费的拉动明年将体现

2009 年我国城镇家庭洗衣机、冰箱、彩电、空调每百户保有量分别为 96.01 台、95.35 台、135.65 台和 106.84 台，这与目前新房标配的洗衣机、冰箱每户 1 台，彩电、空调每户 2 台还有较大差距。此外我国城镇各类家电超龄服役现象已比较严重，我们认为我国城镇家庭家电更新换代潜力巨大，保有量也有较大提升空间。

以旧换新政策的推广实施激发了城镇家电的更新换代需求，正式由于试点省市以旧换新政策对家电消费的拉动效果显著，自 2010 年 6 月新增 19 个省市推广该政策。目前在新增地区中，山西、大连、安徽、江西、湖南、重庆和甘肃等地已经正式启动以旧换新政策，其他地区的招标工作也在进行中。此次没有推广的内蒙古、广西、海南、云南、西藏、宁夏和新疆等 7 个省市具备旧家电拆解能力等条件后也将适时启动以旧换新政策。

虽然以旧换新政策的推广在今年 6 月份就已经启动，但由于招标以及前期推广宣传等工作需要一定时间，我们认为政策对新增地区家电消费的真正拉动要到明年才能显现。

表 2 以旧换新政策进展

政策实施时间	政策实施内容	受益人口(亿)	产品范围及补贴额度	政策持续时间
2009.06	以旧换新在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、广东、长沙、福州 9 地试点，消费者在交售旧家电并购买新家电时，按新家电销售价格的 10% 给予补贴。	2.2	电视机 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。	2010.05
2010.06	新增河北、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 个省市。	5.3	同上	2011.12

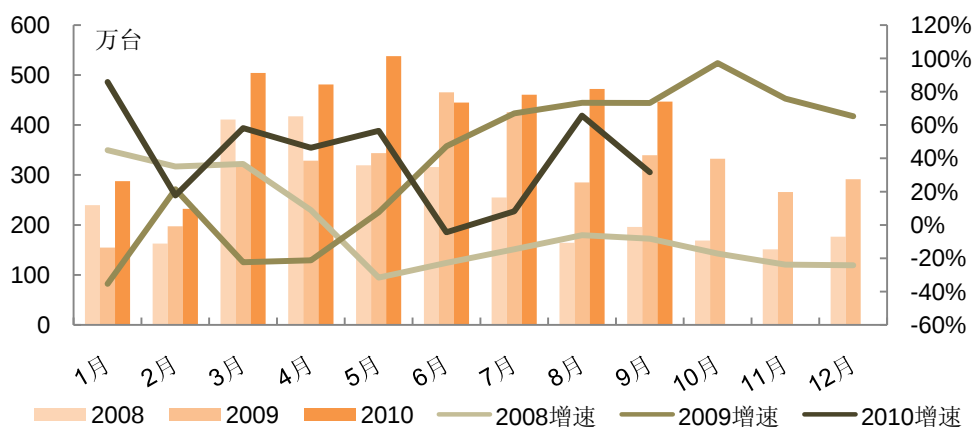
数据来源：湘财证券研究所

节能惠民工程：补贴下调利空已消化，看好变频空调

空调节能补贴金额的下降对 6 月和 7 月空调的需求产生一定抑制，但很快这个负面消息就被高温炎夏天气的拉动抵消完毕，在高温天气的刺激下，前两个月积压的潜在需求得到充分释放，8 月份空调内销增速达 66%。

我们坚持认为空调节能补贴的降低有利于空调行业洗牌，中小企业可能面临生存压力，龙头企业优势更加明显；同时使得变频和定频空调之间的价差缩小，对更加舒适、更加节能的变频空调而言，无疑是一个利好。

图 12 空调内销量增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

表 3 空调节能补贴政策变化

政策实施时间	政策实施内容	产品范围及补贴额度	政策持续时间
2009.05	对能效比达到定频 1、2 级的高能效定频空调进行销售补贴和推广限价。	根据额定制冷量不同,最高限价范围 3500 元-4000 元,补贴标准为 300 元-850 元。	2010.05
2010.05	自 2010 年 6 月,空调整能补贴延长一年,但范围是对新能效等级下定频 1、2 级空调给予财政补贴;变频空调能效补贴后期将列入考虑范围。	补贴标准下降,根据额定制冷量不同,1 级空调 200-250 元,2 级空调 150-200 元。	2011.05

数据来源：湘财证券研究所

表 4 新旧能效标准下补贴金额对比

旧能效标准	补贴金额	新能效标准	补贴金额
1 级	500-850 元	1 级	200-250 元
2 级	300-650 元	2 级	150-200 元
		3 级	无

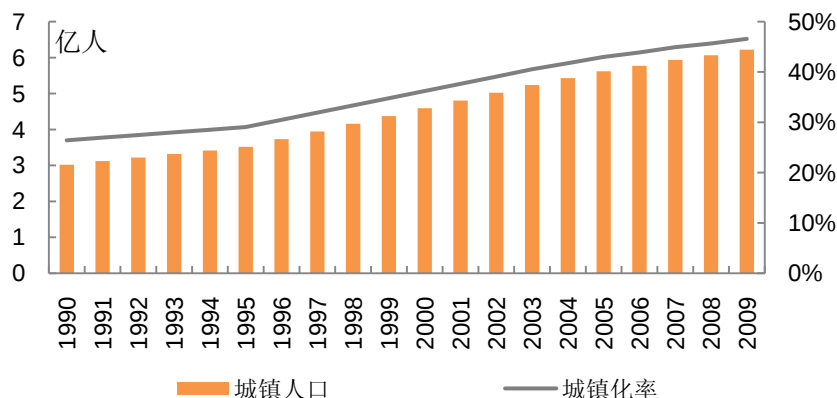
数据来源：湘财证券研究所

产业升级：调节家电需求结构

城镇化带来高端家电需求，推动产业升级

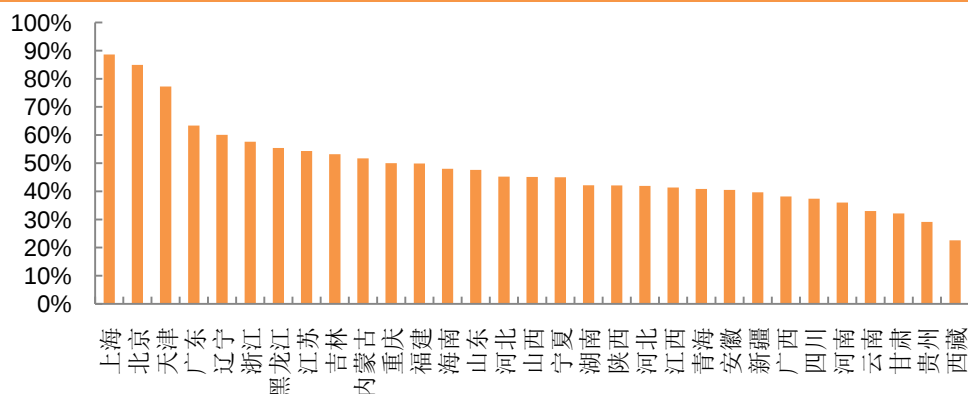
2009 年我国城镇化率为 46.59%，同比提升 0.91 个百分点。自 2000 年以来，我国城镇化率平均每年增加 1.15% 个百分点。2009 年我国城镇人口数量为 6.22 亿人，2000 年以来 9 年的复合增长率达 3.43%。而各省市的城镇化率又有较大差别，北京、上海、天津、广东等发达地区的城镇化水平已经较高，达到 60% 以上；而中西部省市，如河南、云南、甘肃、贵州等地的城镇化率较低，不足 40%，存在较大的提升空间。

图 13 我国城镇化率进程



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 14 各省市城镇化水平比较



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

我们对每年新增城镇人口数量对城镇化率增幅以及全国人口的增量做了敏感性分析，测算出不同假设下 2011 年新增城镇人口数量。参照近几年我国人口增长以及城镇化进程速度，我们认为 2011 年全国新增 700 万人口、城镇化率提升一个百分点的情况比较合理，由此得出明年将新增城镇人口 1668 万人。历史数据表明，我国城镇户均人口呈现下降趋势，但保守估计，我们假设城镇户均人口保持 3.27 人不变，则根据测算结果 2011 年我国将新增城镇家庭 510 万户。

按照目前我国城镇家庭家电保有量进行保守估算，2011 年新增城镇家庭将拉动几类主要家电 2213 万台的需求。其中空调 545 万台、冰箱 691 万台、洗衣机 486 万台、彩电 490 万台。

城镇化进程主要拉动高端家电产品的增长，对推动家电产业升级贡献较大。我们关注未来几年城镇化的持续推进为高端节能家电产品带来的机会，如变频空调、滚筒洗衣机、多门冰箱。

表 5 城镇化水平的提升将带来城镇人口的大幅增长

城镇人口增加 数量 (万人)	全国人口增加数量 (万人)					
	500	600	700	800	900	1000
0.5%	903	950	997	1044	1091	1138
0.6%	1037	1084	1131	1178	1226	1273
0.7%	1171	1218	1265	1313	1360	1407
0.8%	1305	1352	1400	1447	1494	1542
0.9%	1439	1486	1534	1581	1629	1676
1.0%	1573	1620	1668	1715	1763	1811
1.1%	1707	1754	1802	1850	1897	1945
1.2%	1841	1888	1936	1984	2032	2080
1.3%	1975	2023	2070	2118	2166	2214
1.4%	2109	2157	2205	2253	2301	2349
1.5%	2243	2291	2339	2387	2435	2483

数据来源：湘财证券研究所

表 6 2011 年新增城镇家庭数量

2011 年城镇人口增加数量 (万人)	1668
户均人口数 (人)	3.27
2011 年新增城镇家庭数量 (万户)	510.09

数据来源：湘财证券研究所

表 7 2011 年新增城镇家庭户数对家电需求的拉动测算

	每百户城镇家庭家 电保有量	每户家庭的平均拥 有家电的数量	2011 年新增城镇家 庭拉动的家电需求
空调	106.84	1.07	544.98
冰箱	135.65	1.36	691.94
洗衣机	95.35	0.95	486.37
彩电	96.01	0.96	489.74
合计			2213.03

数据来源：湘财证券研究所

房地产：对家电需求影响有限

在政策调控下，今年房地产成交量出现了一定时期的低迷。而城镇市场中的家电新增需求则受到房地产成交量的影响。关于房地产对家电总需求影响的测算，我们坚持中期策略的逻辑和观点，此处不再赘述，仅给出我们的测算结果，详细请参见我们的中期投资策略报告。我们假设现房成交对家电需求的影响滞后 6 个月，期房成交对家电需求的影响滞后 18 个月。根据我们测算结果，2011 年房地产带来的家电新增需求分别为：空调 749 万台、彩电 561 万台、冰箱和洗衣机均为 374

万台。粗略估算，空调、彩电、冰箱、洗衣机四类主要产品，由房地产带来的新增需求在家电总销量中的占比仅为 5%-9% 之间。换言之，房地产对家电行业总需求的实际影响是有限的。

图 15 商品房销售面积及增速

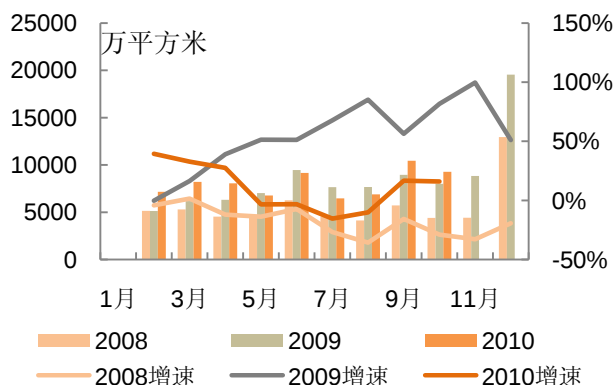
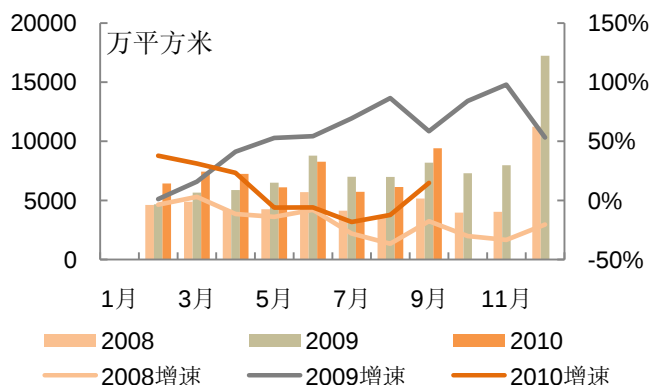


图 16 住宅销售面积及增速



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 17 现房住宅销售面积及增速

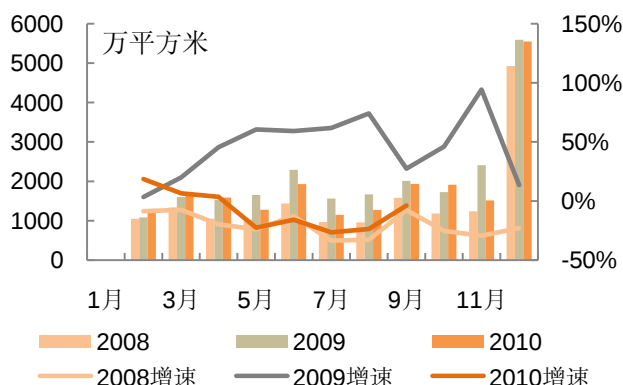
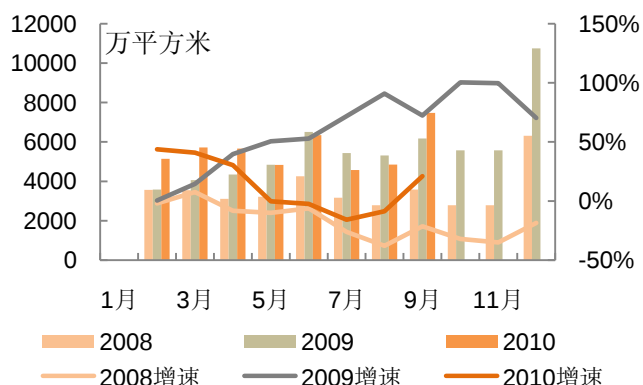


图 18 期房住宅销售面积及增速



数据来源：wind，湘财证券研究所

表 8 商品房住宅成交量拉动的 2011 年各类家电需求

	有效套数（万套）			所拉动家电需求（万台）			
	2011	2010	同比	空调	彩电	冰箱	洗衣机
现房	89.12	97.54	-8.63%	178.24	133.68	89.12	89.12
期房	285.14	191.82	48.65%	570.28	427.71	285.14	285.14
合计	374.26	289.36	29.34%	748.52	561.39	374.26	374.26
需求占比预测				8.51%	5.10%	5.50%	8.32%

数据来源：湘财证券研究所

成本：压力再现，转嫁能力是关键

我们认为 2011 年影响家电行业成本的主要有两大因素，一是居高不下的原材料价格，二是明年可能开始征收的废旧家电处理基金也将增加家电成本。

原材料涨价预期：大宗原材料价格的居高不下给家电制造企业带来较大成本压力，2010 年家电企业毛利率水平大都出现不同程度下降。在原材料涨价的预期下，根据我们测算结果，空调是对原材料价格最敏感的产品，其次是冰箱、洗衣机。

废旧家电处理基金的征收：预计废弃家电处理基金将从 2011 年 1 月 1 日起征收。冰箱、洗衣机、空调、彩电四类大家电全部纳入征收范围。我们预计此部分处理基金面向家电制造企业征收的可能性较大，那么家电企业每售出一台家电就需缴纳一定的费用，即意味着家电制造成本的增加。

原材料价格居高带来持续成本压力

2010 年大宗原材料价格出现较大幅度的上涨，其中截至 11 月 16 日，今年铜均价同比上涨 45%、铝价上涨 15%，冷轧钢板和镀锌钢板分别上涨 21%和 12%。大宗原材料在白电成本中占比较高，尤其是空调，钢和铜在原材料成本中的占比合计已达到 60%左右；冰箱中这一比例也达约 40%；洗衣机约为 29%。

图 19 铜、铝价格走势

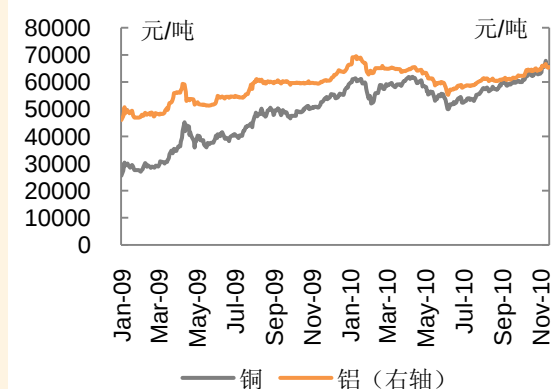
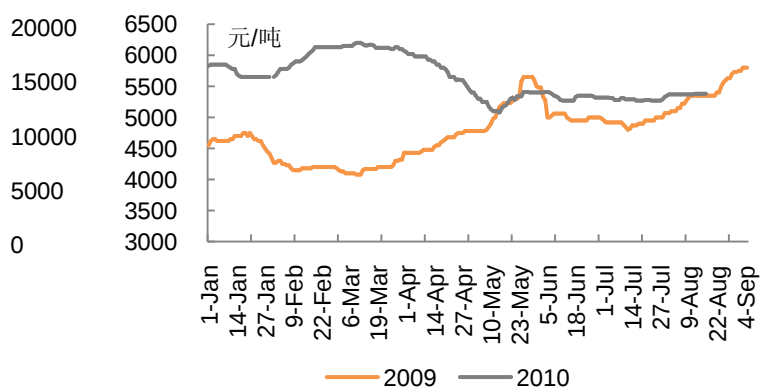


图 20 冷轧钢板价格走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

今年大宗原材料价格的大幅上涨使家电制造企业面临较大的成本压力，家电行业毛利率水平均出现一定程度的下滑。但不得不提的是，除原材料价格上涨的因素外，各子行业下滑又有自身不同的因素。比如空调行业是由于节能补贴计入营业外收入同时调减营业收入；彩电行业是由于市场竞争加剧、库存压力较大；合肥三洋有渠道下沉的因素；小天鹅则是由于和美的渠道整合的原因。

根据我们有色和钢铁研究员的观点，对于铜而言，供不应求的局面仍可能持续，明年铜价位于高位的可能性较大，预计全年均价涨幅约为 10%-12%；而钢铁可能会出现小幅上涨，但由于供应量大，上涨动力不足，很难再出现今年一季度飙升

的局面。因此我们认为明年家电企业面临的成本压力主要来自铜价的持续上涨。根据我们的测算结果，如果铜价上涨 10%，空调、冰箱、洗衣机的成本将分别上升 2.1%、1.0%和 0.7%；如果铜价涨幅达到 12%，三类产品的成本将分别上升 2.52%、1.20%和 0.84%。那么家电企业的成本转嫁能力将是我们关注的重点。

表 9 家电公司今年毛利率和净利率变化情况

证券代码	证券简称	毛利率			净利率		
		2010 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	增幅	2010 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	增幅
000527.SZ	美的电器	16.1%	22.2%	-6.2%	5.9%	5.6%	0.3%
000651.SZ	格力电器	20.1%	25.2%	-5.1%	6.6%	6.5%	0.0%
600854.SH	ST 春兰	10.7%	20.7%	-10.0%	-31.6%	8.4%	-40.0%
600690.SH	青岛海尔	24.9%	27.1%	-2.2%	4.6%	4.4%	0.2%
000521.SZ	美菱电器	24.5%	29.6%	-5.1%	4.3%	4.4%	-0.1%
000921.SZ	ST 科龙	17.5%	19.3%	-1.8%	3.4%	2.5%	1.0%
600336.SH	澳柯玛	18.9%	24.8%	-5.9%	1.5%	1.8%	-0.2%
000418.SZ	小天鹅 A	15.4%	22.9%	-7.5%	5.1%	4.6%	0.5%
600983.SH	合肥三洋	33.2%	41.2%	-7.9%	10.1%	11.9%	-1.8%
600060.SH	海信电器	16.0%	20.1%	-4.1%	3.0%	2.4%	0.6%
000016.SZ	深康佳 A	15.5%	18.5%	-3.1%	0.6%	1.2%	-0.6%
000100.SZ	TCL 集团	13.0%	15.3%	-2.3%	0.1%	0.8%	-0.7%
600839.SH	四川长虹	15.1%	17.2%	-2.1%	1.1%	1.7%	-0.6%
600870.SH	ST 厦华	10.2%	14.3%	-4.1%	1.9%	3.1%	-1.2%
002032.SZ	苏泊尔	28.3%	31.4%	-3.1%	7.5%	8.2%	-0.6%
002035.SZ	华帝股份	33.1%	34.3%	-1.2%	4.8%	0.4%	4.3%
002242.SZ	九阳股份	37.1%	39.4%	-2.3%	13.2%	16.6%	-3.4%
600619.SH	海立股份	13.6%	11.8%	1.8%	2.8%	2.0%	0.8%
002011.SZ	盾安环境	20.8%	22.8%	-2.0%	7.7%	11.2%	-3.5%
002050.SZ	三花股份	26.6%	24.1%	2.5%	13.2%	12.8%	0.4%
002260.SZ	伊立浦	16.3%	11.9%	4.4%	1.5%	-7.0%	8.5%
002290.SZ	禾盛新材	17.4%	19.7%	-2.2%	9.9%	12.7%	-2.7%
000404.SZ	华意压缩	11.0%	14.2%	-3.2%	2.4%	5.0%	-2.5%

数据来源：wind，湘财证券研究所

表 10 主要家电产品成本对铜价的敏感性

各类产品 成本涨幅	铜价涨幅				
	6%	8%	10%	12%	14%
空调	1.26%	1.68%	2.10%	2.52%	2.94%
冰箱	0.60%	0.80%	1.00%	1.20%	1.40%
洗衣机	0.42%	0.56%	0.70%	0.84%	0.98%

数据来源：湘财证券研究所

废旧家电处理基金的征收：增加额外成本

根据发改委发布的《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》、以及《废弃电器电子产品回收处理管理条例》，废弃家电的处理基金将于 2011 年 1 月 1 日起实施。冰箱、空调、洗衣机和彩电四类主要家电都将纳入基金征收的范围。

而废弃电器处理基金究竟如何征收是问题关键所在。通过将欧洲、亚洲主要国家和地区废弃电器处理基金征收办法的对比，我们将基金的征收途径总结为三类。其一，由生产商和进口商承担，即生产商延伸责任制，相关国家有荷兰、韩国、中国台湾等；其二，由消费者支付，如比利时、瑞士、奥地利、日本等；其三，由各相关方共同承担，如德国、法国等。

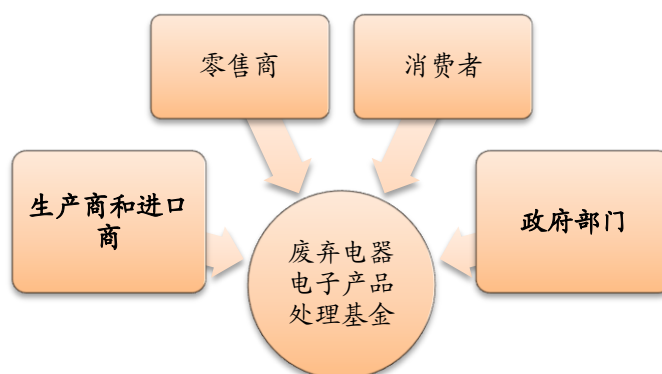
表 11 主要国家和地区按基金征收方式分类

处理基金征收对象	国家
生产商和进口商承担	荷兰、韩国、中国台湾
消费者承担	比利时、瑞士、奥地利、日本
各相关方共同承担	德国、法国

数据来源：湘财证券研究所

考虑到消费者支付不符合中国人认为旧物可卖钱的传统观念，而向零售商实施难度较大，我们认为目前国内比较可行的征收方式是生产商及进口商承担，即引进台湾和韩国的生产者延伸责任制，易于操作，易于监管。在政策推出初期，我们认为废弃电器处理费用不一定会由生产商全额承担，政府很可能进行一定财政补贴以加快政策推广。因此我们判断我国很有可能采取生产商、进口商部分支付与政府补贴相结合的形势。这也就意味着，家电生产企业每销售出一台家电就需支付一定处理费用，相对于目前而言，废旧家电处理基金的征收相当于使家电生产企业额外增加了一笔成本。

图 21 我国废弃电器电子产品处理基金的主要征收对象



数据来源：湘财证券研究所

照以旧换新政策中对废旧家电回收和处理的补贴，我们测算出不同情形下家电企业所面临的成本压力，以及对公司净利润的影响。详细过程请参见我们此前发出

的废弃电器电子处理基金报告《成本转嫁能力可期，长期增长趋势不改》。在这种情况下，我们认为家电企业只有通过转嫁成本压力保持盈利水平。

我们相信企业转嫁该部分成本的能力，但是自政策出台至涨价后消费者普遍接受尚需一定过程，我们也不能排除相关政策细则出台可能对市场预期产生较大影响，家电行业可能会随政策细则出台出现短期的下行，请投资者注意短期波动的风险。

表 12 主要上市公司拟缴纳的废弃电器处理费用对净利润影响的估算

	2009 年销量 (万台)				拟缴纳费用 (亿元)				合计	对净利润影响
	空调	冰箱	洗衣机	彩电	空调	冰箱	洗衣机	彩电		
格力电器	1858	-	-	-	2.23	-	-	-	2.23	7.65%
美的电器	1716	586	590	-	2.06	0.82	0.65	-	3.53	14.04%
青岛海尔	441	1360	-	-	0.53	1.90	-	-	2.43	17.70%
ST 科龙	-	595	-	-	-	0.83	-	-	0.83	55.46%
小天鹅 A	-	-	251	-	-	-	0.28	-	0.28	12.43%
合肥三洋	-	-	175	-	-	-	0.19	-	0.19	9.32%
TCL 集团	-	-	-	1423	-	-	-	1.57	1.57	33.30%
四川长虹	-	-	-	550	-	-	-	0.61	0.61	52.24%

数据来源：湘财证券研究所

成本转嫁能力将经受考验

原材料价格的居高不下、废旧家电处理基金的征收都给家电企业带来一定的成本压力。我们认为通常家电企业缓解成本压力的方式有三种：

1. 向上游转移：议价能力较强的龙头企业，可将部分成本压力与供应商一起分担。
2. 向下游转移：成本加成定价模式下的配件类企业，会将部分成本压力转嫁至整机企业；定价能力较强的整机企业，将通过持续推出新品保持较高的终端售价，将部分成本压力转嫁至消费者。
3. 调整产品结构、提升技术水平：调整产品结构、提高高毛利率水平产品的比例，或提升技术以降低成本，均能提高公司毛利率水平，缓解一定成本压力。

对于以上三种成本转嫁方式，我们认为向下游消费者转嫁是最有可能也是家电企业最容易成功的方式，尤其是对于废旧家电处理基金带来的成本增加。因此向下游消费者转嫁成本能否成功也是明年家电企业盈利水平的问题。

我们相信家电企业的成本转嫁能力，6 月份空调的涨价向市场证明了家电企业超预期的成本转嫁能力。此外，原材料价格上涨和废旧家电处理基金的征收均是面临整个行业，那么向下游转嫁成本压力也是行业整体趋势，我们有理由相信相对于企业而言行业性的涨价更加容易。此外，对于技术领先的龙头企业，我们认为除向下游转嫁外，其技术降本也是非常有效的降低成本的途径之一，在明年成本压力普遍存在于家电行业中的情况下，技术领先的企业更具竞争优势。

趋势：节能、新材料

我们认为家电行业发展已相对成熟，各类家电产品在新的替代技术实现量产以前，行业增长的突破口应该在于节能。比如说变频空调、LED 电视、滚筒洗衣机等等，我们认为绿色节能将会成为家电行业的趋势。这恰恰与家电行业“十二五”规划中节能减排、新材料等主题相符。随着人们节能环保意识的不断增强，或将为节能家电带来更大的市场空间。

2010 年 11 月，中国家用电器协会发布了《中国家用电器工业“十二五”规划的建议》，该《建议》以中国由家电大国成为家电强国为目标。针对这一目标，该规划从技术创新、质量、节能环保、国家化等几个方面提出了“十二五”末要达到具体指标以及主要任务是结构调整、产业转型升级和实现发展方式转变。现将主要指标列举如下：

表 13 家电行业“十二五”规划主要指标

主要指标	具体细节
经济指标	“十二五”末家电工业总产值达到 1.1 万亿元，年均增长 8%-10%；出口额达到 500 亿美元，年均增长 8%-10%；在全球出口市场的比重达到 32%-35%。
技术创新指标	“十二五”时期，家电行业平均研发投入在销售收入中的比重将达到 3%；拥有 20 个以上国家认定的企业技术中心；全行业发明专利拥有量年均增长 8%。
质量指标	产品质量水平和质量管理水平稳步提高，特别是要提高出口产品质量；产品返修率降低 20%，主要家电产品抽查合格率超过 95%，小家电的安全、性能和可靠性进一步改进。
节能环保指标	“十二五”末，中国主要家电产品节能环保水平接近国际先进水平，产品的绿色设计水平和资源综合利用水平明显提高；新能源产品应用要有重大突破，主要家电产品能效水平平均提高 10%，建立兼顾产品使用和产品制造的总能效指标体系。
国际化指标	“十二五”时期，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，在国际市场中销售的比重达 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。

数据来源：中国家电协会，湘财证券研究所

表 14 针对不同指标可能采取的不同措施

主要指标	预计可能采取的措施
经济指标	继续推广实施拉动家电需求的相关政策。
技术创新指标	增加对行业共性技术和关键行技术的投入；鼓励通过零部件技术的提升来支撑整机产品的结构调整和产业升级。
质量指标	完善修订各类零部件和整机产品的国家标准化，尤其是目前尚存空白的部分小家电。
节能环保指标	制定新的能效标准，逐渐淘汰低能效产品。
国际化指标	鼓励出口，进行相关政策扶持。

数据来源：湘财证券研究所

我们认为此次家电行业“十二五”规划的主线是节能环保。家电行业正是处于这样的阶段：目前主流技术较为成熟稳定，比如说 LED 电视、滚筒洗衣机、变频空调，短期内替代技术尚难成气候。我们认为在这种情况下，节能将会是家电行业未来的发展趋势。相比较而言，白电的耗电量超过黑电，因此白电的节能也将是重点中的重点。从各类产品来看，我们认为空调行业未来的发展重点是变频空调，直流变频压缩机也会随着变频空调的普及带来快速增长；对于定频空调将通过压缩机、两器等持续提高能效比。冰箱行业的重点是大容量、多门多温区以及通过压缩机、换热器、门体隔热技术等综合实现的整机节能技术，变频压缩机在冰箱上的应用比例也会逐渐提升。洗衣机行业的发展趋势将是滚筒洗衣机和大容量高端全自动波轮洗衣机，变频化也将是洗衣机的趋势，变频电机在洗衣机中应用的推广有望出现突破性增长。

子行业：白强黑弱或将延续至明年上半年

由于彩电行业今年外资品牌的竞争尤为激烈，加上企业年初对今年的需求判断过于乐观，导致年内出现高位库存，致使国内彩电行业今年面临较大的压力。各企业的净利润出现不同程度的下降。相比较而言，白电保持了较快的增长。其中空调行业在夏季高温的刺激下不但消除了节能补贴减少带来的负面影响，还推动了行业出现较快增长；洗衣机更新换代的趋势已逐渐确立，滚筒的渗透率不断提升；家电下乡政策继续推动了冰箱在农村市场加速普及。我们认为国内彩电企业走出困境尚需一定时日，与外资品牌抗衡则需要 LED 液晶电视、互联网电视、3D 电视等新的趋势产品上把握先机，彩电行业的恢复性增长可能要到明年下半年。我们预计家电行业白强黑弱的格局或将延续至明年上半年。

洗衣机：升级换代推动效果明显

洗衣机行业近两年的增速较为平稳，甚至在去年家电下乡全国推广的拉动下，洗衣机内销增速也仅有 11.55%。而今年 1-9 月洗衣机内销增长达 20.48%，出口市场的恢复性增长更是出现了高达 33.58% 的增幅，突破了洗衣机行业平稳增长的格局。

图 22 洗衣机内销增长情况

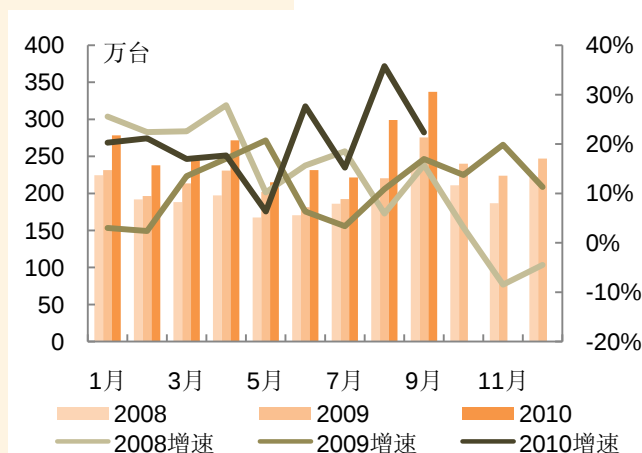
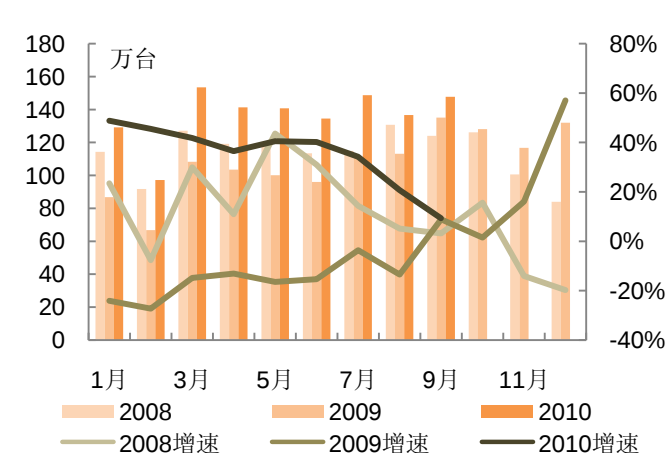


图 23 洗衣机出口销售增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

我们认为洗衣机行业的快速增长主要是由于洗衣机行业逐渐进入升级换代期，在农村市场，逐步出现波轮洗衣机对双缸洗衣机的替代，从洗衣机下乡销售均价持续提升即可看出这一趋势；在城镇市场，则是掀起了滚筒洗衣机对波轮洗衣机的替代潮，根据中怡康数据，2010年1-9月城镇市场滚筒洗衣机在销量中的比重已达23.56%，替代趋势已逐渐确立。

出口方面，洗衣机主要销往亚洲、欧美等地区，而日本、欧美等国家滚筒洗衣机的普及程度高，我国滚筒洗衣机出口空间更大，1-9月滚筒出口同比增长高达62.33%，出口销量为457.64万台；出口销量中滚筒的比重提升更明显，由去年同期的30.63%提升至37.22%。

我们认为在国内市场消费升级以及出口的恢复性增长的双动力下，我国洗衣机行业有望突破此前的平稳增长态势。明年洗衣机出口增速由于高基数原因或将有所放缓，但整体增长依然可期。

图 24 滚筒洗衣机内销增长情况

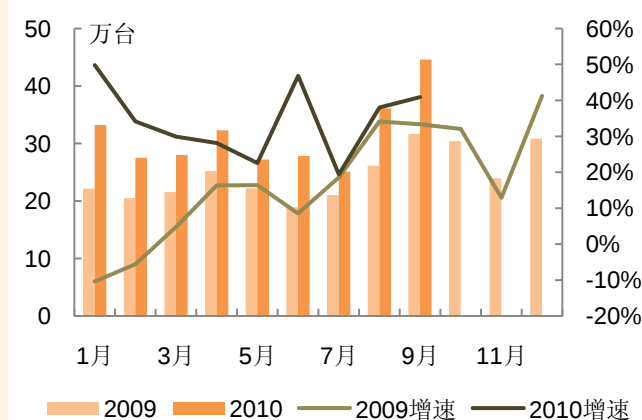
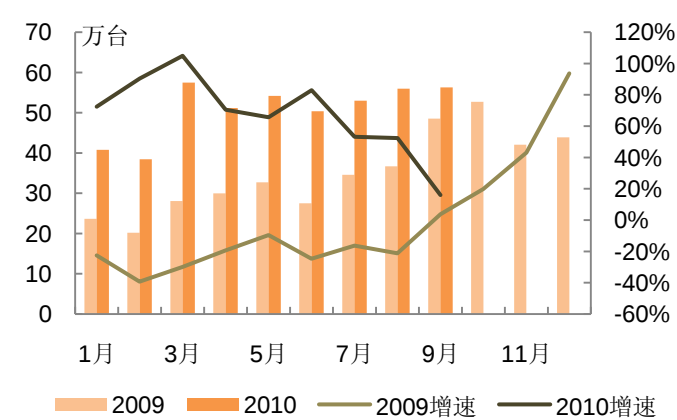
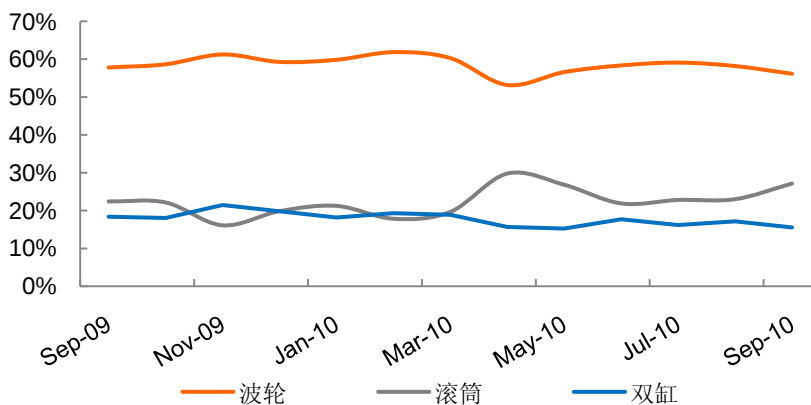


图 25 滚筒洗衣机出口销售增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 26 最近一年城镇市场洗衣机销售结构变化



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

空调：城市换代、农村普及

空调行业是今年增长最快的子行业，2010 年 1-9 月空调内销量达 3867.87 万台，同比增长 35.27%；出口销量达 3473.43 万台，同比增长 51.32%；增速超出我们年初的预期。空调内销的增长主要来自 7、8 月份高温天气刺激了空调的销售高峰，我们认为节能补贴政策调整对空调市场产生的悲观预期已经消化完毕；除此之外，我们认为空调行业之所以出现高增长的另一个重要原因在于，空调在农村市场的普及已经悄然开始。我们将家电下乡中空调销量与空调内销总量进行比较发现，2009 年这一比例仅为 8.04%，而 2010 年 1-10 月这一比例或将达到 11.4%。空调在农村市场的普及将推动空调行业保持未来几年的快速增长。出口的增长则由于去年同期基数较低，有恢复性增长的成分，预计明年这一增速会有所放缓。

图 27 空调内销增长情况

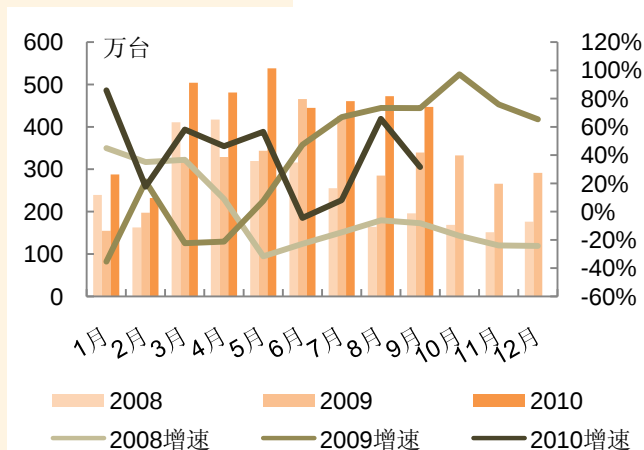
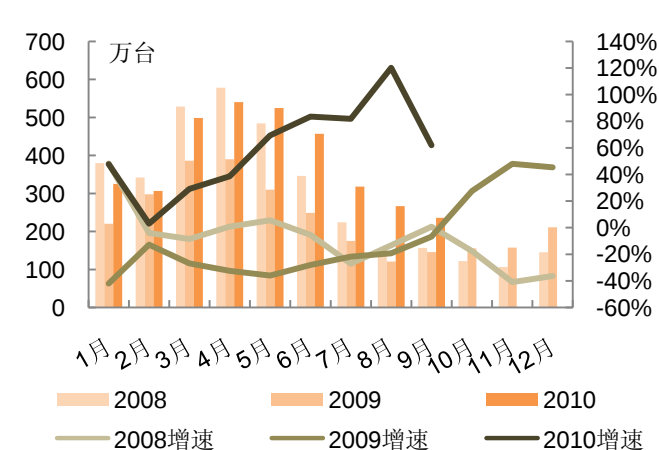


图 28 空调出口销售增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

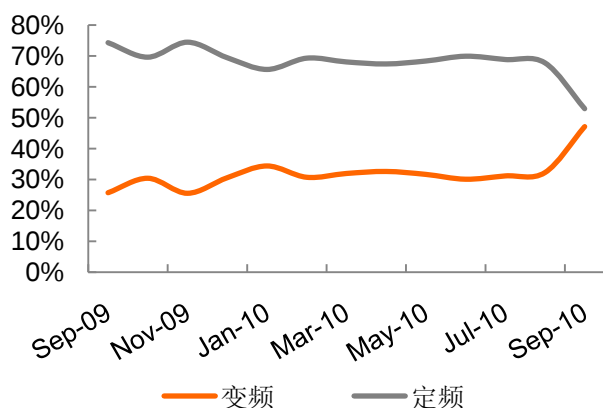
关于目前格力和美的的扩产计划，市场对空调行业产能是否会过剩产生了担忧。我们认为产能过剩的情况不太可能出现。两家公司增发募投项目的需要 1-2 年的建设周期，合计将新增的家用空调 1200 万台产能是逐步释放的过程，不会出现产能激增的情况，而且考虑到格力和美的最近几年快速稳健的增长，我们应该相信国内两大空调龙头对市场的判断力。

对于空调行业明年的增长，我们认为主要来自两个方面：一是城镇市场变频对定频空调的替代；二是农村市场空调逐渐普及而产生的新增需求。

根据中怡康的监测数据，城镇市场中变频空调的渗透率呈现逐渐提升的趋势。2010 年 1-9 月，变频空调的销量占比为 32.85%；从单月的数据更能看出增长趋势，9 月份单月变频占比达 47.10%，较去年同期大幅提升。由于今年节能补贴政策的调整，定频空调普遍涨价，缩小了与变频空调之间的价格差，而变频空调由于更舒适、更节能等优点，在城市家庭颇受欢迎。城镇家庭存在大量潜在的空调更新需求，我们看好今年变频空调的增长。

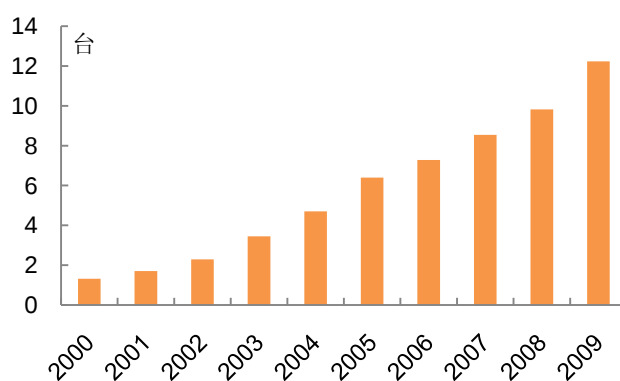
对于农村市场而言，与其他大家电相比，目前空调的保有量较低，2009 年每百户农村家庭的空调拥有量为 12.23 台，有巨大增长空间。目前农村市场空调的购买需求主要有两部分：一是新房装修需求、二是婚嫁购买需求。与彩电、冰箱、洗衣机一起，空调在农村市场也已经成为婚嫁的必备家电；而且根据我国农村消费者的攀比心理，新房新装空调也已成为农村的趋势。随着收入的增长和消费观念的更新，我们认为空调在农村市场有望迎来普及期。

图 29 最近一年城镇市场销售结构变化



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

图 30 农村每百户空调保有量



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

冰箱：增速或将放缓

冰箱最近两年出现了快速增长，在 2009 增速高达 35.03% 基数上，今年 1-9 月冰箱的内销达 4101.28 万台，再次实现了 33.17% 的高增长；出口的复苏也较为明显，1-9 月出口销量增幅为 24.55%。其中内销的高增长是带来行业整体快速增长的主要原因。

而内销增长的主要贡献者是农村市场，1-10 月冰箱下乡销量同比增长高达 75.7%，占总内销量的比例预计达 46% 左右。我们认为家电下乡政策推动了冰箱在农村市场的快速普及，由此才出现冰箱行业最近两年一直保持高增长的情况。冰箱在农村市场的普及率仍在进一步增加，2009 年冰箱在农村市场的普及率为 37.11%，预计今年可能会超过 40%，且今年基数已经较高，预计冰箱行业明年增速将会有所放缓。

对于城镇市场而言，冰箱行业也出现了高端化趋势，为了方便说明，我们此处将三门冰箱、多门冰箱、对开门冰箱统称为高端冰箱。根据中怡康的监测数据，在我国城镇市场，高端冰箱的比例正在逐步提升。和空调一样，冰箱也有淡旺季。一般旺季购买空调的消费者通常对价格较为敏感，看重产品的性价比；而淡季购买冰箱的消费者则更加追求产品品质；因此淡季时中低端冰箱的销量要好于高端冰箱，旺季时恰好相反。为了便于比较，我们将高端冰箱的比例进行了同比比较，则发现非常明显的提升趋势。2010 年 9 月，高端冰箱比例达 61.53%，同比提升约 11 个百分点。随着消费者对生活品质和冰箱装饰功能的追求，我们认为高端冰箱在城镇市场中的比例仍有较大上升空间。

图 31 冰箱内销增长情况

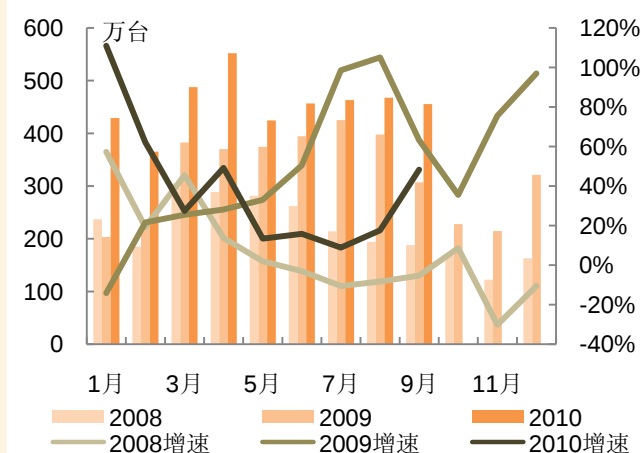
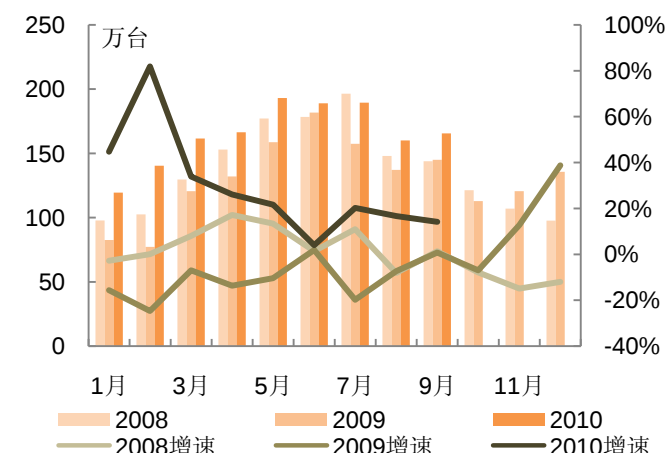
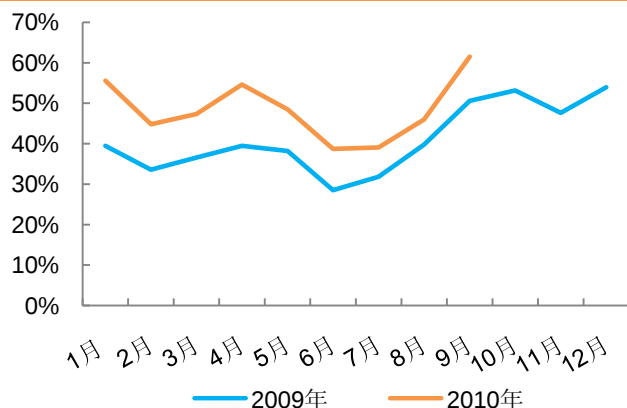


图 32 冰箱出口销售增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

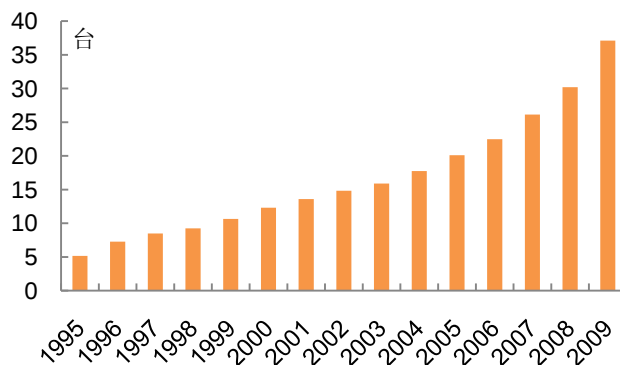
图 33 近两年城镇市场高端冰箱销售比例变化



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

注：此处高端冰箱包含三门、多门和对开门冰箱。

图 34 农村每百户冰箱保有量



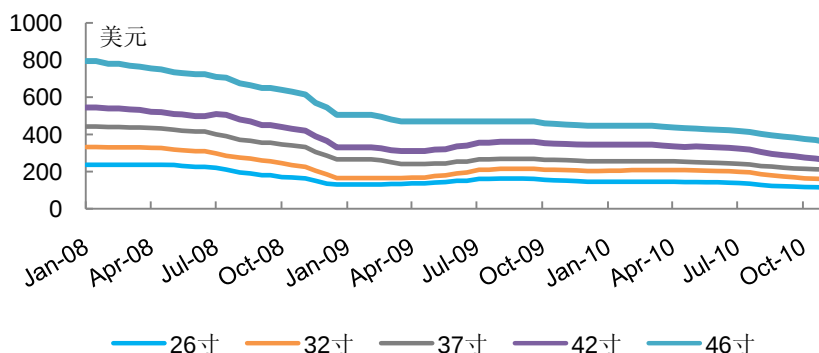
数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

彩电：走出低谷尚需时日

2010 年对于彩电行业而言是充满波折的一年。其一，由于去年液晶电视对传统 CRT 电视的替代处于高峰期，液晶电视出现了火爆销售，国内彩电企业在年初对今年行业的判断普遍过于乐观，导致彩电行业库存较高。其二，正是在这种情况之下，外资品牌为抢滩中国彩电市场而发起了激烈竞争，致使国产彩电品牌的价格优势不再明显。其三，液晶面板价格出现长期的持续下跌，这对于国内彩电行业的高库存来说无异于雪上加霜。就在这样的多重夹击下，彩电行业边清库存边对战外资品牌，企业利润受到严重压缩，大部分企业前三季度的净利润出现明显下滑，有些企业彩电业务甚至出现亏损。

我们认为外资品牌因看好中国市场而发起的激烈竞争，明年可能会有所缓解，但断然退去的可能性较小。而这种情况下，中国彩电企业若想在竞争中较好地生存，我们认为需从新技术和新产品的角度去出击，因为国内消费者购买家电不再是简单的价格导向，而是更加追求品质和质量。综合来看，我们认为中国彩电企业仍将面临一定压力，随着库存消化以及 LED 产品的加速普及，彩电行业可能会在明年下半年有所好转。

图 35 液晶面板价格走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

图 36 液晶电视内销增长情况

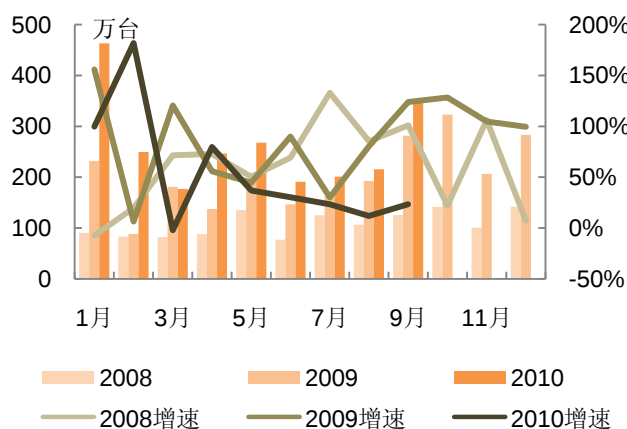
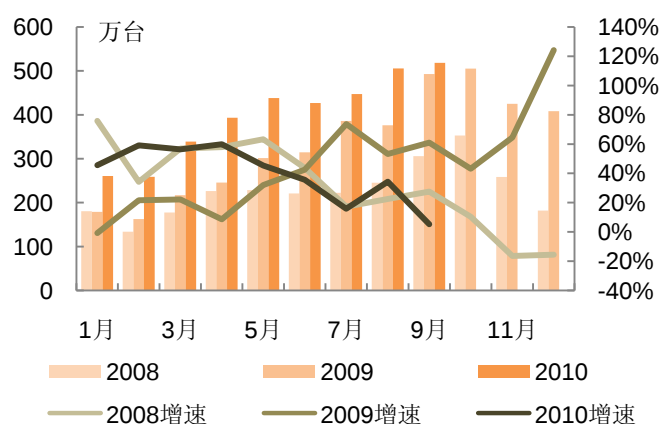


图 37 液晶电视出口销售增长情况



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

经过近两年液晶电视对 CRT 电视的替代，目前液晶电视已在国内彩电的销售中占据绝对的主导地位，2010 年 9 月，液晶电视内销比例已达 82.82%，较去年同期提升 5.16 个百分点。如果说去年是液晶电视对 CRT 电视的替代高峰，我们认为未来两年将是液晶电视自身的升级高峰期。目前网络电视、LED 电视和 3D 电视是彩电市场的几个热点。

LED 液晶电视对 CCFL 液晶电视的替代已经明显出现。根据中怡康的监测数据，2010 年 9 月，LED 液晶电视在城市市场中的渗透率已达到 40%，并呈逐渐上升的趋势，1-9 月的累计占比为 20%左右。网络电视对非网络电视的替代趋势也已逐渐形成，9 月份，互联网电视的占比为 29.01%；1-9 月的累计数据为 20.25%。LED 电视和互联网电视有相当一部分是重叠的，换言之，随着三网融合的推进，我们认为带网络功能的 LED 电视可能是今后的方向。对于 3D 电视而言，我们认为目前由于技术尚不成熟、价格偏高、需佩戴眼镜以及片源稀缺等问题，短期内尚难在中国家庭普及。

图 38 液晶电视对 CRT 电视的替代

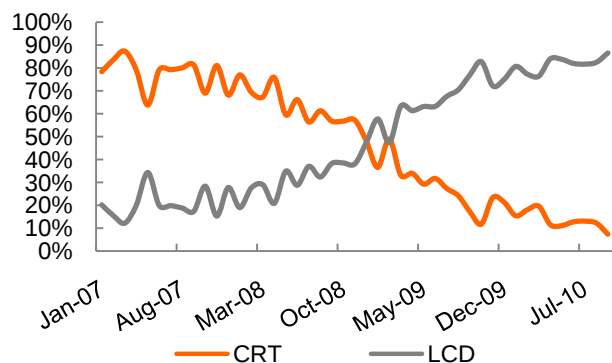
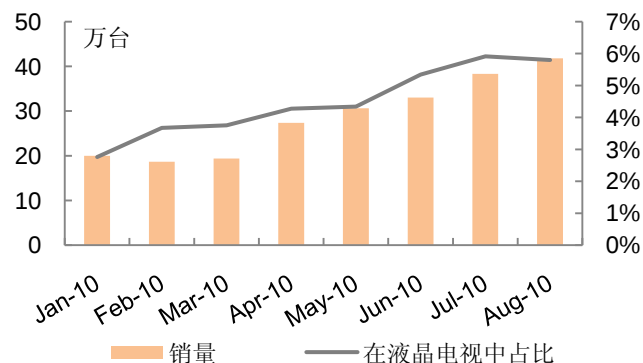


图 39 LED 液晶电视销量及占比



数据来源：产业在线，湘财证券研究所

图 40 LED 液晶电视与 CCFL 液晶电视的比例

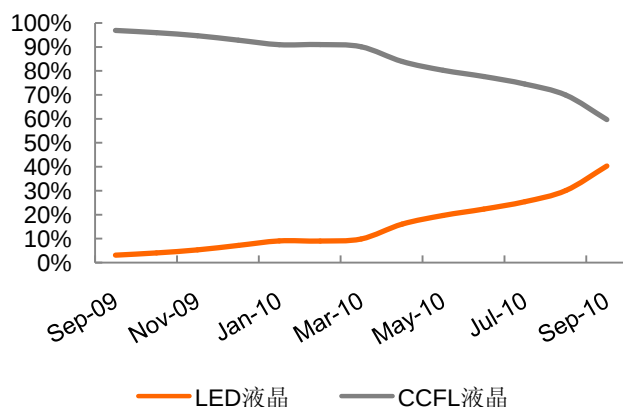
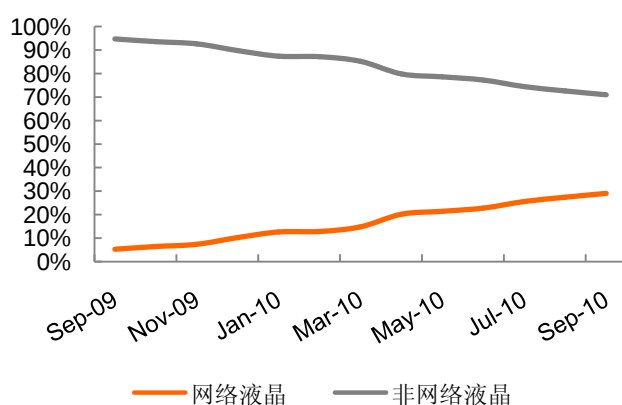


图 41 网络电视和非网络电视的比例



数据来源：中怡康，湘财证券研究所

投资策略

综合来看，明年家电行业需求增长的主要推动力来自政策和子行业的产业升级；而面临的压力主要是来自原材料价格上涨以及废旧家电处理基金征收带来的成本压力。各子行业的推荐顺序为：洗衣机、小家电、空调、冰箱、彩电。我们主要推荐洗衣机和小家电两个子行业，理由如下：

洗衣机行业逐步进入产业升级周期，类似两年前的彩电行业，以旧换新政策拉动滚筒洗衣机在城市市场的突破性增长，家电下乡则继续刺激波轮洗衣机在农村市场的快速增长。

推荐小家电行业的理由主要是，相对于大家电而言，其一废旧家电处理基金的征收暂不包含小家电；其二小家电产品的创新较强，通过新产品间接提价的方式易于转嫁原材料上涨带来的成本压力。

个股的选择方面，我们遵循以下几个逻辑：

首先，在我们看好的洗衣机和小家电两个子行业中选择增长潜力较大的公司，如受益渠道整合及产能扩张而快速增长的小天鹅，豆浆机行业龙头地位逐步稳定并不断靠新产品取胜的九阳股份、业绩增长较为确定的苏泊尔。

其二，在产业升级推动下有望快速增长的龙头企业，如美的电器、青岛海尔、以及即将上市的厨电龙头老板电器；

其三，在节能、新材料趋势下优势较为明显的公司，如主推节能空调的格力电器、正逐渐强化变频洗衣机的合肥三洋、以及 PCM、VCM 环保材料的家电配件制造商禾盛新材；

此外，建议投资者关注具有业绩改善预期的个股，如主业逐渐恢复增长的美菱电器；以及由于股东重组而将被定位为三洋品牌在中国白电资产平台的合肥三洋。

风险提示

原材料价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；房地产持续低迷可能给市场带来悲观预期的风险；

表 15 重点上市公司盈利预测表

股票代码	公司简称	最新价 (元)	EPS				PE		
			2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000651	格力电器	17.9	1.55	1.36	1.59	1.86	13.2	11.3	9.6
000527	美的电器	17.5	0.97	1.00	1.22	1.45	17.5	14.3	12.0
600690	青岛海尔	27.2	0.86	1.43	1.87	2.21	19.0	14.6	12.3
000521	美菱电器	12.8	0.73	0.98	0.85	1.10	13.1	15.1	11.7
000418	小天鹅 A	19.3	0.41	0.87	1.11	1.40	22.2	17.4	13.8
600983	合肥三洋	13.5	0.62	0.58	0.78	0.97	23.3	17.3	13.9
600060	海信电器	12.8	1.01	0.75	0.94	1.15	17.1	13.7	11.2
000100	TCL 集团	3.5	0.17	0.08	0.11	0.17	44.0	32.0	20.7
000016	深康佳 A	5.2	0.13	0.08	0.12	0.16	64.9	43.3	32.4
600839	四川长虹	3.9	0.06	0.07	0.10	0.13	55.9	39.1	30.1
002032	苏泊尔	24.6	0.70	0.73	0.96	1.23	33.7	25.6	20.0
002242	九阳股份	16.6	1.20	0.86	1.03	1.16	19.3	16.1	14.3
002290	禾盛新材	38.4	1.12	0.75	1.29	1.75	51.2	29.8	22.0

数据来源：湘财证券研究所

注：最新价采用 12 月 20 日收盘价

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。