

家电行业跟踪报告

白电龙头具有抗通胀的作用，可以继续超配

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260200010112

春节前我们在上海北京广泛路演，特别强调了盈利稳定、行业需求旺盛、而估值明显偏低的白电龙头具有较强的投资价值，春节以来，白家电表现强势，三大白电分别上涨 18.1%，15.0%，15.2%，而同期沪深 300 指数仅上涨 3.9%。目前背景下，另一个问题已经凸显：经过这一段持续强势之后家电股是否还具有比较优势？我们在仔细考察了行业的基本特性和中长期家电需求之后，并结合行业景气度、市场状况，我们认为：持续跑赢沪深 300 之后，盈利稳定，行业景气的白电仍然值得超配。白电龙头也具有防通胀的作用，中长期也一定能够获得确定性的绝对收益。基本逻辑在于：

白电行业壁垒基本形成，上游成本波动和行业恶性竞争的担心基本属于多虑。白电龙头具有很强的成本转嫁能力，一定意义上讲也具备防通胀的能力。经过多年的惨烈竞争，目前白电行业竞争格局总体稳定，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，即使白电龙头的 ROE 在 25% 以上，也没有新的资本愿意进入这一领域，因为没有能力分享。在壁垒基本形成，内部品牌集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化：白电龙头对上下游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。目前 CPI 高企，终端需求旺盛，库存不多，冰箱提价，空调也在酝酿涨价应说是顺理成章的。

未来白电需求依然旺盛。1) 三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手。2) 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。3) 工程机市场潜力很大。目前已经占到总内销的 30%。4) 家电出口大有可为。

产业政策调整对行业的影响有限。家电消费的内生力量不是政策，归根结底是收入增长，家电消费习惯形成。地产调控对家电的影响更多是在心理层面。而目前保障性住房对家电需求有重要的补偿意义。

通胀背景下，配置盈利稳定的白电是一个不错的选择。在宏观层面，流动性逐步收紧非常确定。但流动性收紧对白电龙头的直接影响非常小。这样的背景下，目前估值水平还很低，博弈能力强的白电是比较好的配置品种。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
格力电器	21.21	1.03	1.47	1.86	19.5	13.7	10.8	0.41	37.2	买入
美的电器	19.90	0.61	1.13	1.46	30.6	16.5	12.8	0.44	29.2	买入
青岛海尔	30.85	0.86	1.68	2.18	33.7	17.3	13.3	0.45	43.6	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	10.26%	1.45%	2.97%
沪深 300	8.81%	-0.80%	-2.87%

目录索引

一、白电行业壁垒基本形成，龙头的成本转嫁能力确定之后，白电也具备防通胀的作用。	3
（一）关于要素成本上升和行业恶性竞争	3
（二）关于白电需求	4
（三）关于产业政策调整	5
（四）关于地产调控对家电行业的影响。	5
二、通胀背景下，配置盈利稳定的白电是一个不错的选择	6
（一）流动性逐步收紧对白电龙头的直接影响非常小。	6
（二）在微观和中观层面看，CPI 持续攀升会对整个产业链的利润分配产生影响。 ..	6

春节前我们在上海北京广泛路演，特别强调了盈利稳定、行业需求旺盛、而估值明显偏低的白电龙头具有较强的投资价值，春节以来，白家电表现强势，三大白电分别上涨18.1%，15.0%，15.2%，而同期沪深300指数仅上涨3.9%。目前背景下，另一个问题已经凸显：经过这一段持续强势之后家电股是否还具有比较优势？我们在仔细考察了行业的基本特性和中长期家电需求之后，并结合行业景气度、市场状况，我们认为：持续跑赢沪深300之后，盈利稳定，行业景气的白电仍然值得超配。白电龙头也具有防通胀的作用，中长期也一定能够获得确定性的绝对收益。基本逻辑在于：

白电行业壁垒基本形成，上游成本波动和行业恶性竞争的担心基本属于多虑。白电龙头具有很强的成本转嫁能力，一定意义上讲也具备防通胀的能力。经过多年的惨烈竞争，目前白电行业竞争格局总体稳定，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，即使白电龙头的ROE在25%以上，也没有新的资本愿意进入这一领域，因为没有能力分享。在壁垒基本形成，内部品牌集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化：白电龙头对上下游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。目前CPI高企，终端需求旺盛，库存不多，冰箱提价，空调也在酝酿涨价应说是顺理成章的。

未来白电需求依然旺盛。1) 三四级市场蕴含着很大的消费潜力，家电下乡只是推手。2) 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。3) 工程机市场潜力很大。目前已经占到总内销的30%。4) 家电出口大有可为。

产业政策调整对行业的影响有限。家电消费的内生力量不是政策，归根结底是收入增长，家电消费习惯形成。地产调控对家电的影响更多是在心理层面。而目前保障性住房对家电需求有重要的补偿意义。

通胀背景下，配置盈利稳定的白电是一个不错的选择。在宏观层面，流动性逐步收紧非常确定。但流动性收紧对白电龙头的直接影响非常小。这样的背景下，目前估值水平还很低，博弈能力强的白电是比较好的配置品种。

一、白电行业壁垒基本形成，龙头的成本转嫁能力确定之后，白电也具备防通胀的作用。

市场对白电几个关键问题的看法过于悲观。

(一) 关于要素成本上升和行业恶性竞争

白电行业壁垒基本形成，上游成本波动和行业恶性竞争的担心基本属于多虑。一定意义上讲也具备防通胀的能力。经过多年的惨烈竞争，目前白电行业竞争格局总体稳定（如果说有变化，就是核心龙头的市场份额变得更高），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，即使白电龙头的ROE在25%以上，也没有新的资本愿意进入这一领域，因为没有能力分享。在壁垒基本形成，内部品牌集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化：白电龙头对上下游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，并不会受要素成本波动的太大影响。未来白电龙头的市场份额会更高，产品平均单价会稳步上升，综合盈利水平也会逐步向上。从这个意义上讲白电龙头也具备防通胀的能力。而且从实证检验来看，过往几年，铜价大幅波动，现在相较6年前上涨4倍，一度铜价，原油价格上涨2倍，但是白色家电龙头的盈利水平不但没有下降反而持续上升。目前CPI高企，终端库存不多，冰箱提价，空调也在酝酿涨价应说是顺理成章的，这是行业发展到一定阶段很自然的产物，转嫁成本是迟早的，必然的。

（二）关于白电需求

过往几年白电需求持续超预期大幅增长，特别是2010年空、冰、洗全年分别增长44.8%，22.7%和28.8%，导致市场对未来需求增长的担心，我们认为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，目前农村空调、冰箱、洗衣机的保有量只有12%，37%和52%。保有量有很大的提升空间，而且农村也存在发展不均衡的问题，多年前农村先富家庭的家电产品也处在更新换代期，未来随着农民收入的提升，家电消费习惯的形成，以及农村营销网络和售后服务网络的完善，用水用电条件改善，农村家电保有量还有较大增长空间，家电农村消费未来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。（2010年，变频空调比例从09年年底的12%提高到10年底的17%，城市已经超过30%以上，三门冰箱从09年27%上升到了36%，而该部分产品的平均售价是传统产品的2倍以上。）

自1982年至2009年，中国城镇化率由20%迅速跃升至46%，但与发达国家城市化率相比，仍有较大提升空间。据中国指数研究院预计，2020年中国城市化率将达到60%，未来10多年，预计中国城市化水平将保持年均百分之一的增长速度，约有3亿农村人口转为城镇人口，一个城镇家庭的家电消费是远远高于农村家庭的。进一步城镇化会带来大量新增家电需求。

另一方面，中国目前46%的城镇化率存在一定“伪城镇化”的问题。中国城镇人口中，还包含大量进城务工的农民工（含家属约1.7亿人口）。该人群虽然身居城市，但因为公共服务没有落实到位，后续担心非常高，因而储蓄高，而消费倾向很小。未来随着刘易斯拐点的到来，城镇化进入深化阶段，上述人群的收入会加速上涨，另外相关制度的逐步改善，会极大地提高他们的消费倾向，而且成长经历，年龄结构的变化也会促进这部分人群的收入倾向提升。而这部分人群的总人数高达1.6亿以上，这将成为未来中低端消费的重要增量，家电也会充分受益。

C) 工程机市场（非居民家电需求）潜力很大。目前已经占到总内销的30%。

实际上由于收入水平的提升，消费升级有多种表现形式，出门度假，外出就餐的增多，会促进中低端招待所、小饭馆大量增加，而这些地方都需要新装空调。另外县、镇办公场所，学生宿舍等，以往空调使用率很低，也会带来大量的新增需求。目前，学生宿舍，学校教室，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，各种站场等地方空调需求增长很快。

D) 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，更具有日常消费品特征。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，我国家电龙头拥有较高的组织管理水平，另外，由于政府对于GDP，税收的追求，总体上我国家电大企业拥有上佳的营商环境。这些从世界范围来看还是有非常强的比较优势。而不仅仅局限于要素成本低廉这一项。

从实证检验来看，05年汇改以来，人民币已经累计升值20%以上，土地、劳动力等要素成本价格相较国外同期都大幅上升，中间还经历了08年的金融危机，但至今中国家电企业的出口规模，出口盈利水平都没有下降，相反都是曲折中总体提升。展望未来，同样不用过分担心，特别是对于中国家电产品在世界范围内的竞争力，市场份额不要担心。从需求总量的考量出发，目前欧美国家的家电需求仅恢复到金融危机之前的2/3水平，后面还有较大恢复性的上升空间，随着道琼斯指数重上新高，其家电需求也会逐步回复。而对于新兴经济体而言，其家电消费正在蓬勃发展，有着非常大的潜力。

（三）关于产业政策调整

A) 家电下乡政策退出。

这个历经三年的政策，不可能有所谓的透支需求，后续的需求还是靠农民收入增长，家电消费风气培养，农村家电使用条件改善，与政策本身关系不大。而且家电下乡推行几年之后大大改善了农村的营销网络，售后服务体系，也推动了农村家电消费风气。目前国家正在积极推进农网改造。这些都为农村家电消费增长提高了长期坚实的基础，从中长期看，家电下乡政策的退出并不会导致市场低迷。

B) 空调补贴退出，去年年初还引起过一波较大的调整（当然也与4月份的超预期地产调控相关），但问题是8月份的空调提价反映了企业的应对能力，说明前期是过度反应，而另外

从我们调研的实际情况来看，格力美的都希望空调补贴快些退出，对他们这些龙头企业而言没有政府补贴反而更好！

C) 以旧换新的分析考虑类同家电下乡政策退出。本质都是政府出钱的打折措施消除。家电消费的内生力量不是政策，归根结底是收入增长，家电消费习惯形成。

（四）关于地产调控对家电行业的影响。

多年的实际反复证明了，地产调控对家电的影响更多是在心理层面，尤其地产调控对冰、洗行业基本无影响，只是对空调的内销稍有影响（与商品房相关的空调销售仅占全部空调的20%以下）

另外，家电的销售中长期只与房屋的刚性需求紧密联系，而房屋的刚性需求中期基本恒定，一段时间压抑的需求必将会在下一个阶段补偿性爆发。如果稍微拉长来看，夸大地产调控对家电行业的影响是不恰当的。

在打压商品楼市的同时，国家也在大力扶持安居房，这实际相对于跷跷板的效应。而房屋实际入住总量相对均衡。我们一直认为：如果考察家电的中长期需求，地产的波动不必太过纠缠。

二、通胀背景下，配置盈利稳定的白电是一个不错的选择

（一）流动性逐步收紧对白电龙头的直接影响非常小。

在宏观层面，通胀会导致流动性收紧，关于紧缩的方式、节奏、力度在市场上有各种各样的揣测。以一个家电行业分析师的认知水平，我们认为流动性逐步收紧应该是非常确定的。而与此同时，我们可以判断：流动性逐步收紧对白电龙头的直接影响非常小。

A) 白电龙头的贷款依赖很小，基本没有什么长期借款，短期借款也非常少，手持现金充裕，美的格力即将实施的再融资会带来40亿左右的净资产增加，这为应对流动性紧缩提供了充足的财务基础。

B) 从白电需求来看，随着住房、服务业价格的大幅上涨，白电显得相当“便宜”，其日用消费品特性越来越明显，而周期性特征越来越弱，换句话说，流动性紧缩对白电需求的负面影响比较小。实际上，在这过往几年都表现得非常明显。

C) 从下游经销商来讲，流动性逐步收紧会对部分经销商产生压力，部分导致影响渠道不畅，交易成本提升，间接影响家电销售，但是负面影响有限，而且从动态的角度看，紧缩压力下，很多经销商由于资金压力会更依赖龙头家电厂商，而中小家电厂商自身压力就很大，不可能对经销商产生大的影响力，很可能出让出更多市场份额。

（二）在微观和中观层面看，CPI持续攀升会对整个产业链的利润分配产生影响。

在微观和中观层面看，CPI持续攀升会对整个产业链的利润分配产生影响。必然导致一系列的上下游博弈，因而形成企业盈利，行业景气发生变化，相应风险提高，从理论上讲，资本市场上会要求较高的风险溢价，WACC的上升导致估值水平走低。

这样的背景下，目前估值水平还很低，上下游博弈能力又很强的白电是非常好的配置品种，因为白电行业行业壁垒已经形成，内部竞争格局稳定，品牌集中度很高，成本转嫁能力较强，是很好的防通胀的品种，又不地产等敏感产业，受到政策的高度关注甚至打压。从这个意义上讲，白家电是高CPI时期资产配置非常好的选择。

广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

1 月家电下乡数据点评_行业跟踪分析报告	王俊爽	2011-02-15
家电行业四季度投资策略_行业跟踪分析报告	王俊爽	2010-09-29

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。