

冰洗平稳增长 符合预期

增持 维持

投资要点:

- 冰箱: 关注美的、美菱在营销和渠道改善带来的机会
- 洗衣机: 美的内销、三洋出口引人注目
- 建议继续持有格力电器、美的电器、三花股份

报告摘要:

- **冰箱基数太大致增速放缓。**2011年1月冰箱出货量为599万台, 同比、环比分别增长9%、24%, 其中内销(468万台)同比、环比分别增长9%、30%。1月冰箱销售保持平稳增长, 但去年基数太大, 增速有所降低。预计一季度增速会有所减缓, 我们预计全年增速约15%。
- **洗衣机增长稳定, 在预期中。**2011年1月洗衣机出货量为536万台, 同比、环比分别增长30%、2%; 其中内销(377万台)同比、环比分别增长34%、4%。节前旺销使得库存处于低位, 经销商基于对今年洗衣机市场乐观预期, 提前备货以应对3-4月份的涨价。
- **风险提示:** 成本上涨; 人民币升值; 政策边际效应递减。
- **投资建议:** 建议继续持有格力电器、美的电器、三花股份等空调一线企业。洗衣机行业的合肥三洋(三洋品牌和中国出口?)和冰箱行业的美菱电器(营销改革效果如何?)近期值得关注。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		10E	11E	12E	11E	12E		
格力电器	21.60	1.35	1.75	2.05	12.3	10.5	0.62	买入
美的电器	20.41	1.08	1.48	1.75	13.8	11.7	0.45	买入
青岛海尔	29.79	1.44	1.83	2.20	16.3	13.5	0.56	买入
小天鹅A	20.12	0.80	1.09	1.33	18.5	15.1	0.45	增持
合肥三洋	14.27	0.56	0.80	0.97	17.8	14.7	0.71	增持
海信电器	13.65	0.87	1.00	1.13	13.7	12.1	0.62	增持
TCL集团	4.65	0.10	0.12	0.14	39.1	33.5	2.42	中性
万和电气	28.30	0.93	1.24	1.77	22.8	16.0	0.59	买入
万家乐	9.77	0.31	0.27	0.37	36.2	26.5	3.28	增持
华帝股份	15.50	0.54	0.61	0.81	25.3	19.1	1.24	增持
苏泊尔	25.27	0.75	0.92	1.16	27.5	21.8	1.15	增持
九阳股份	16.71	0.83	1.06	1.30	15.8	12.9	1.15	增持
三花股份	34.90	1.06	1.44	1.85	24.3	18.9	1.03	买入
毅昌股份	12.71	0.39	0.51	0.62	24.9	20.5	1.21	增持

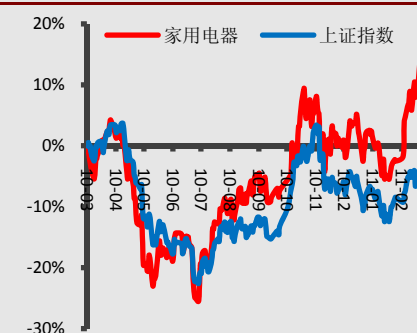
家电研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	34
总市值(亿元)	3774
流通市值(亿元)	2733
重点公司(家)	14
重点公司占行业市值比重	73%

相关研究

空调行业11年2月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期(2011.02.22)

家电下乡和以旧换新11年2月报: 三四级市场开花节节高(2011.02.14)

空调行业11年1月报: 低估值与高成长双重驱动(2011.01.20)

家电下乡12月数据点评: 农村市场高速增长符合预期(2010.01.06)

空调行业12月月报: 加速补库存, 政策扶变频(2010.12.21)

冰洗行业12月月报: 满意收官, 格局维稳(2010.12.14)

目录

一、冰箱：基数太大致增速放缓.....	4
（一）增速放缓.....	4
（二）竞争格局：变局可期？.....	5
1、关注美的、美菱在营销和渠道上的改善.....	5
2、美菱、美的内销份额上升.....	6
（三）三四级市场仍有空间.....	6
二、洗衣机：增长稳定、预期中.....	7
（一）节前旺销，渠道备货.....	7
（二）竞争格局：美的续作鲶鱼.....	9
1、美的内销、三洋出口引人注目.....	9
2、海尔、美的双寡头格局.....	9
（三）农村市场和滚筒替代为主要增量.....	10

插图

图 1: 09-11 年冰箱出货量(月度).....	4
图 2: 09-11 年冰箱产量(月度).....	4
图 3: 08-10 年冰箱销量(季度).....	4
图 4: 08-10 年冰箱产量(月度).....	4
图 5: 09-11 年冰箱内销量(月度).....	5
图 6: 09-11 年冰箱出口量(月度).....	5
图 7: 08-11 年冰箱厂家库存(月度)	5
图 8: 09-11 年冰箱市场份额(总销量).....	6
图 9: 09-11 年冰箱市场份额(内销).....	6
图 10: 09-11 年冰箱市场份额(出口).....	6
图 11: 98-10 年冰箱保有量走势(城乡对比).....	7
图 12: 99-10 年冰箱保有量同比增量走势(城乡对比).....	7
图 13: 09-11 年洗衣机出货量(月度).....	7
图 14: 09-11 年洗衣机产量(月度).....	7
图 15: 08-10 年洗衣机销量(季度).....	8
图 16: 09-11 年洗衣机产量(月度).....	8
图 17: 09-11 年洗衣机内销量(月度).....	8
图 18: 09-11 年洗衣机出口量(月度).....	8
图 19: 08-11 年洗衣机厂家库存(月度)	8
图 20: 09-11 年洗衣机市场份额(总销量).....	9
图 21: 09-10 年洗衣机市场份额(内销).....	9
图 22: 09-10 年洗衣机市场份额(出口).....	9
图 23: 98-10 年洗衣机保有量走势(城乡对比).....	10
图 24: 99-10 年洗衣机保有量同比增量走势(城乡对比).....	10
图 25: 09-10 年滚筒洗衣机占比(国内大中城市).....	10
图 26: 08-10 年滚筒洗衣机占比(出货量).....	10

表格

表 1: 2011 年 1 月冰箱企业销售情况.....	5
表 2: 2011 年 1 月洗衣机企业销售情况.....	9

一、冰箱：基数太大致增速放缓

(一) 增速放缓

1月冰箱销售保持平稳增长，但去年基数太大，增速有所降低。从排产计划来看，今年景气不如去年。由于基数原因，预计一季度增速会有所减缓，我们预计全年增速约15%。

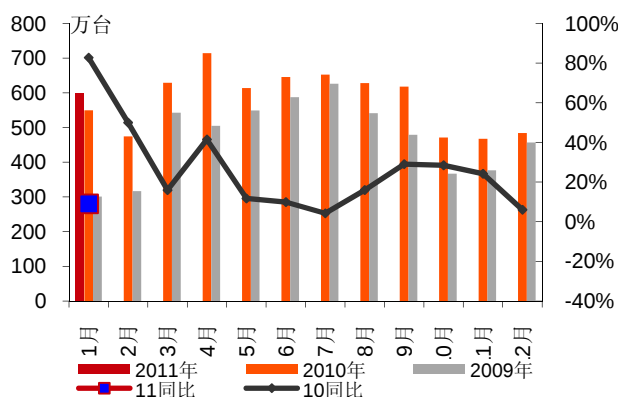
冰箱仍以内销为主，内销9%增长，主要是一二级市场保有量正逐步趋于饱和，新增需求有限，更新需求以新房拉动为主，城镇化速度和保障房建设速度决定了更新需求增速；同时由于存在家电下乡政策递减效应，继去年高速增长之后，三四级市场短时间内会表现平稳。

具体产销数据：

2011年1月冰箱出货量为599万台，同比、环比分别增长9%、24%，其中内销（468万台）同比、环比分别增长9%、30%，出口（129万台）同比、环比分别增长7%、3%。产量为624万台，同比、环比分别增长17%、11%。

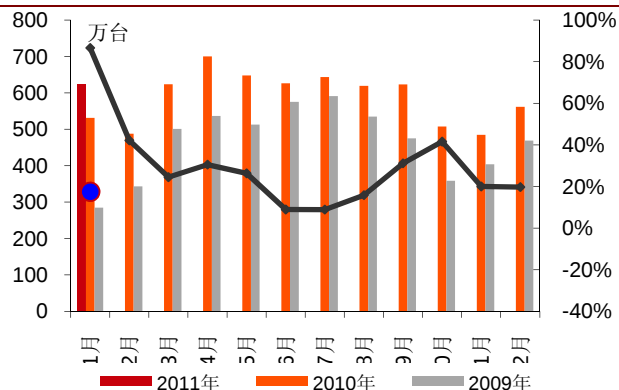
国家统计局公布的2010年全年冰箱产量7546万台，销量7434万台，分别同比分别增长27%、24%。

图 1：09-11 年冰箱出货量(月度)



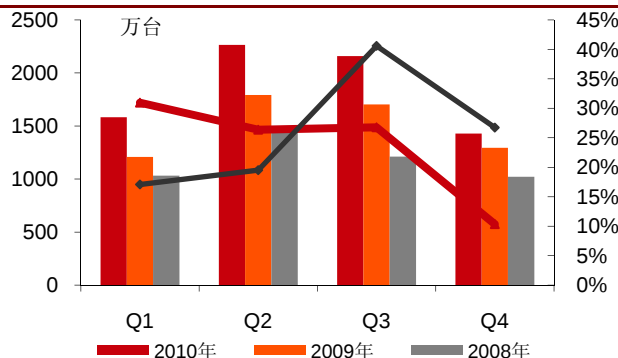
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：09-11 年冰箱产量(月度)



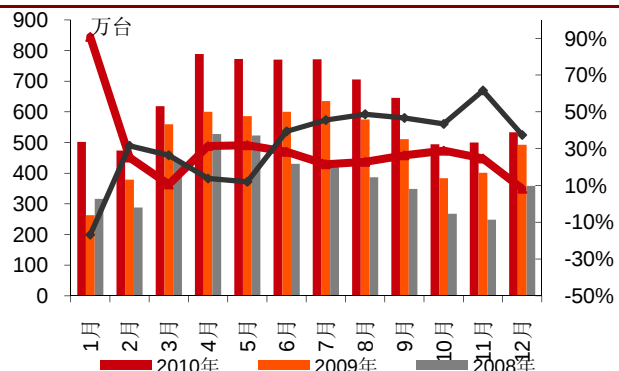
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：08-10 年冰箱销量(季度)



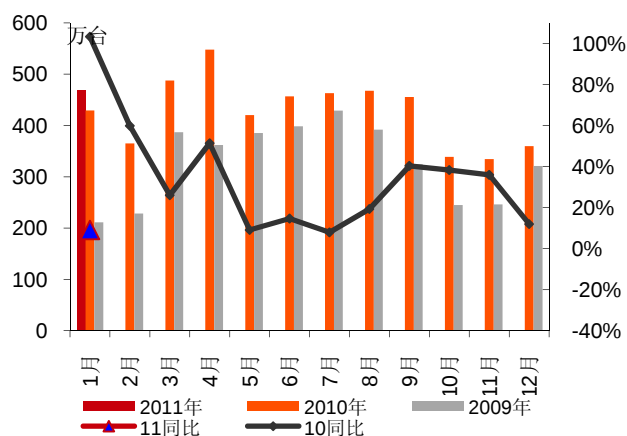
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 4：08-10 年冰箱产量(月度)



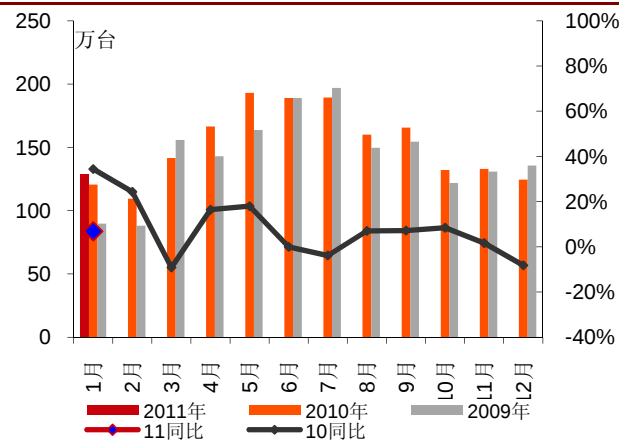
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 5: 09-11 年冰箱内销量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 6: 09-11 年冰箱出口量(月度)

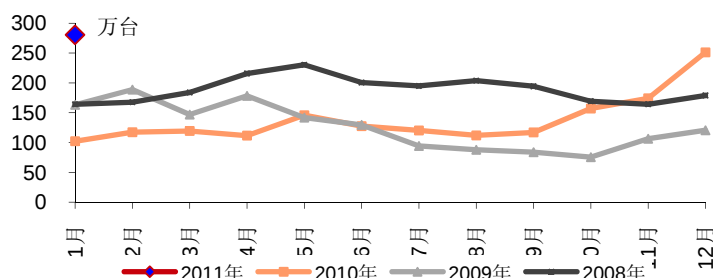


资料来源：产业在线，宏源证券

库存增加

1 月冰箱库存为 281 万台，环比增长 12%；1 月产量明显高于销量，库存继续增长，创历史新高。

图 7: 08-11 年冰箱厂家库存(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

（二）竞争格局：变局可期？

1、关注美的、美菱在营销和渠道上的改善

表 1: 2011 年 1 月冰箱企业销售情况

企业	销量同比	内销同比	出口同比
海尔	5%	7%	-12%
美的系	9%	8%	9%
海信科龙	-24%	-32%	-4%
美菱	16%	16%	26%
康佳	7%	6%	-81%
TCL	-33%	-37%	-12%

资料来源：产业在线，宏源证券

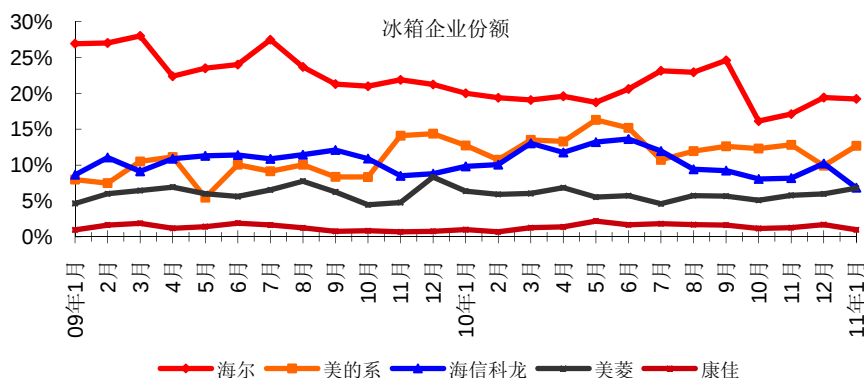
1 月份美菱 (16%) 销量增长快于行业 (9%), 美的 (9%) 与行业持平。在去年快速扩张后, 增速逐步回归正常。美的渠道整合效果完成 65%, 今年渠道整合带来的增长值得期待, 看好庞大营销体系和品牌优势, 预计美的冰箱增速超行业增长不存在问题。关注美菱电器营销创新和售后服务提高带来的销售效果。

2、美菱、美的内销份额上升

美的份额稳步上升, 逐步向海尔看齐。海尔、美的 1 月份份额分别为 19.2%、12.8%, 竞争格局基本稳定。

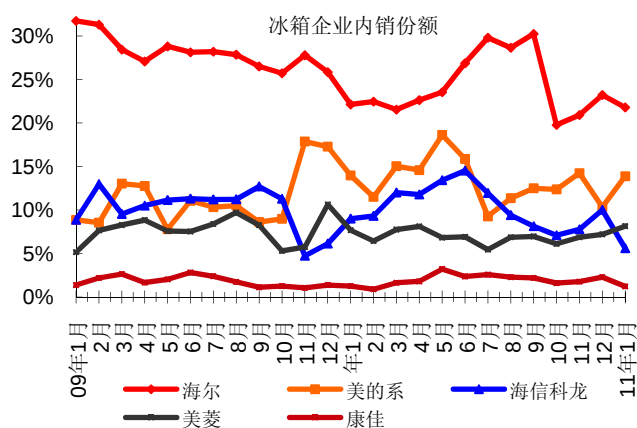
1 月美的、美菱的内销份额上升, 其中美菱电器份额上升明显, 从 2010 年的 7% 上升到 2011 年 1 月的 8.1%。

图 8: 09-11 年冰箱市场份额(总销量)



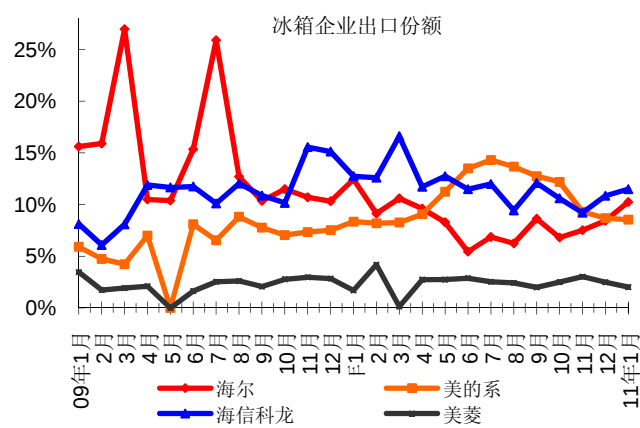
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 9: 09-11 年冰箱市场份额(内销)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 10: 09-11 年冰箱市场份额(出口)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

(三) 三四级市场仍有空间

三四级市场需求平稳。2010 年城镇每百户家庭冰箱保有量为 96.6 台, 比 09 年新增了 1.3 台。从家电下乡数据看冰箱在三四级市场需求仍旧旺盛, 预计 2010 年农村保有量会增加 8-9 个百分点。

图 11: 98-10 年冰箱保有量走势(城乡对比)

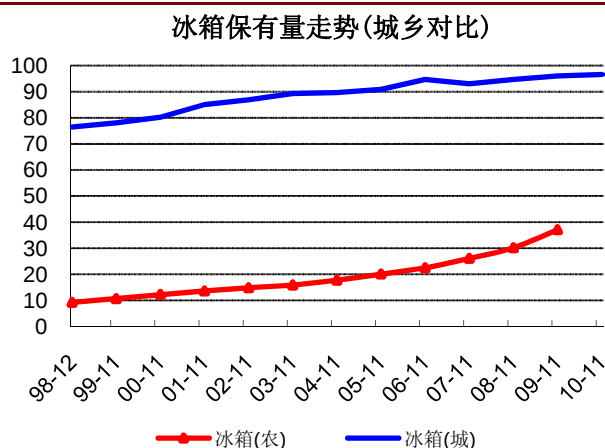
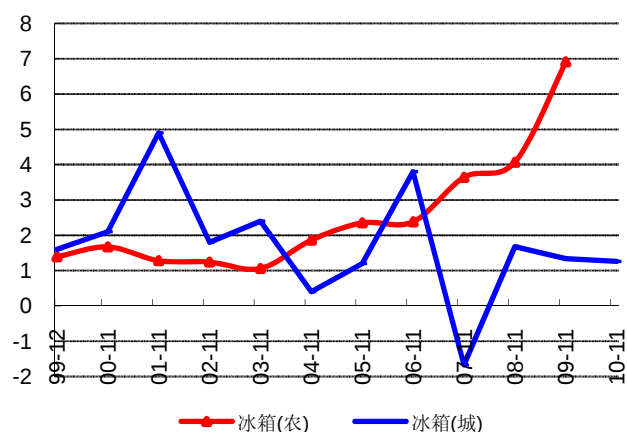


图 12: 99-10 年冰箱保有量同比增量走势(城乡对比)



二、洗衣机: 增长稳定、预期中

(一) 节前旺销, 渠道备货

洗衣机产销维持较快增长, 同比增幅基本符合预期。

内销: 1 月贡献明显, 较 2010 年增速小幅上升。居民收入大幅增长, 节前纷纷购置家电, 内销量再创历史新高。

出口: 增速稳定。洗衣机出口以亚洲地区为主, 新兴市场快速发展对出口刺激明显; 随着欧美经济复苏, 出口增长有望保持稳定。

库存: 节前旺销使得库存相比往年处于低位; 同时经销商基于对今年洗衣机市场的乐观预期, 提前备货以应对 3-4 月份的涨价。

图 13: 09-11 年洗衣机出货量(月度)

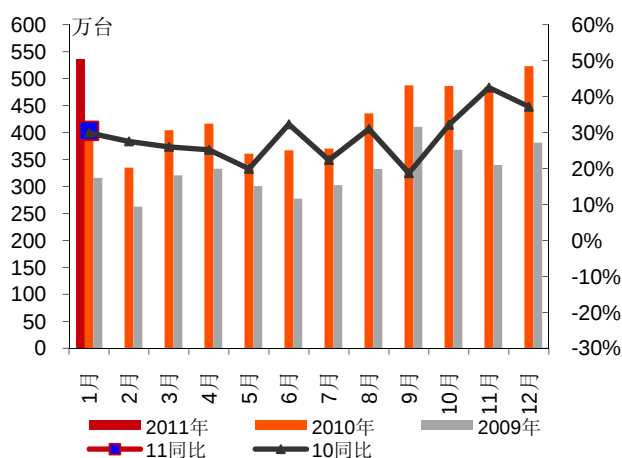
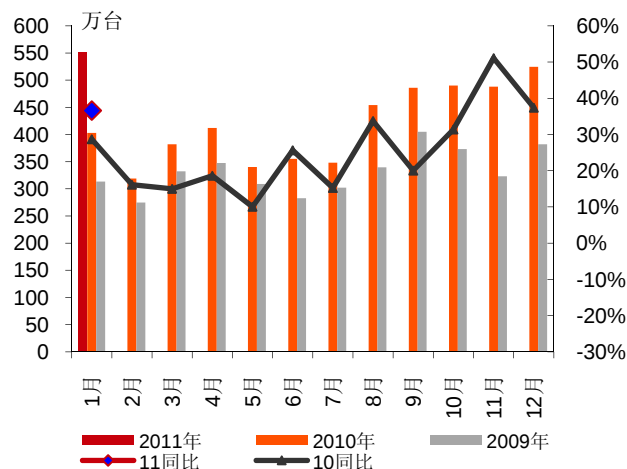


图 14: 09-11 年洗衣机产量(月度)

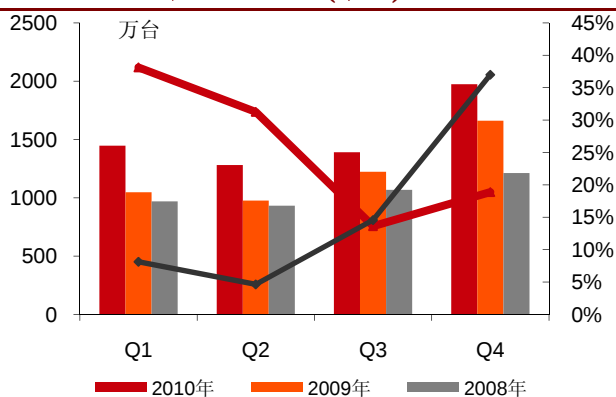


具体产销数据:

2011年1月洗衣机出货量为536万台,同比、环比分别增长30%、2%;其中内销(377万台)同比、环比分别增长34%、4%,出口(158万台)同比、环比分别增长23%、下降0.5%。产量为551万台,同比、环比分别增长37%、5%。库存为310万台,同比、环比分别下降12%、增长6%。

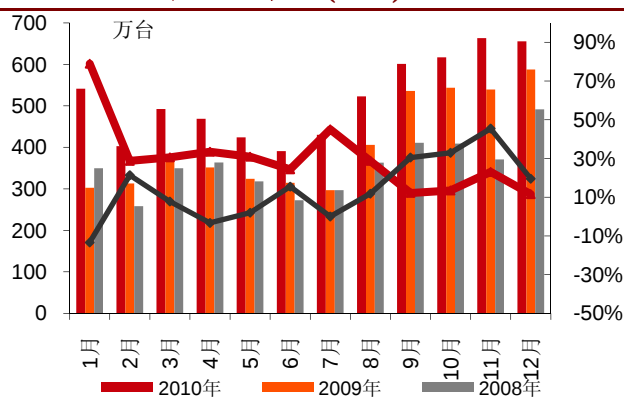
国家统计局公布的2010年全年冰箱产量6211万台,销量6092万台,分别同比分别增长27%、24%。

图 15: 08-10 年洗衣机销量(季度)



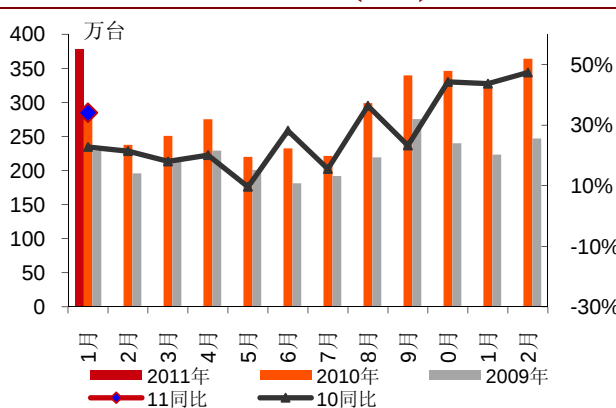
资料来源: 国家统计局, 宏源证券

图 16: 09-11 年洗衣机产量(月度)



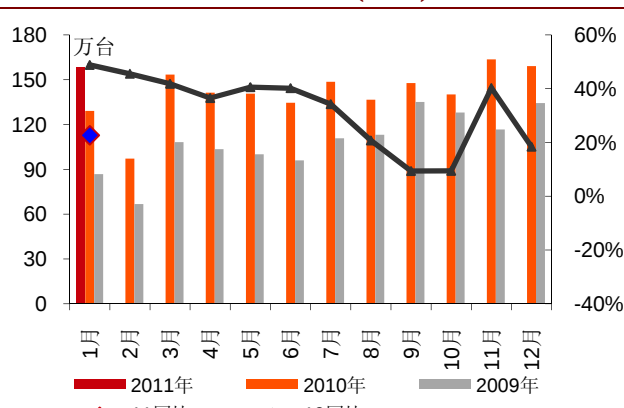
资料来源: 国家统计局, 宏源证券

图 17: 09-11 年洗衣机内销量(月度)



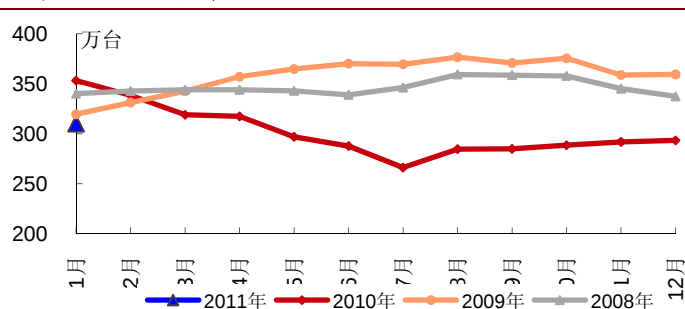
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 18: 09-11 年洗衣机出口量(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 19: 08-11 年洗衣机厂家库存(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

(二) 竞争格局：美的续作鲶鱼

1、美的内销、三洋出口引人注目

1 月份美的系（34%）销量增长快于行业（30%），内销（47%）贡献明显，也快于行业（34%）。其中美的系中的小天鹅增长明显快于荣事达，小天鹅定位中高端，说明美的的洗衣机产品结构不断优化。合肥三洋出口同比增长翻番，出口不断增长。松下收购三洋对合肥三洋的定位将有明确思路，出口有望进一步做大。

表 2：2011 年 1 月洗衣机企业销售情况

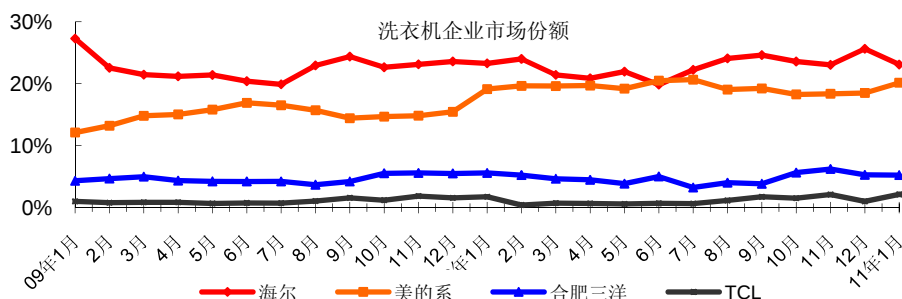
企业	销量同比	内销同比	出口同比
海尔	29%	29%	29%
美的系	34%	47%	-8%
合肥三洋	22%	14%	110%
TCL	58%	58%	

资料来源：产业在线，宏源证券

2、海尔、美的双寡头格局

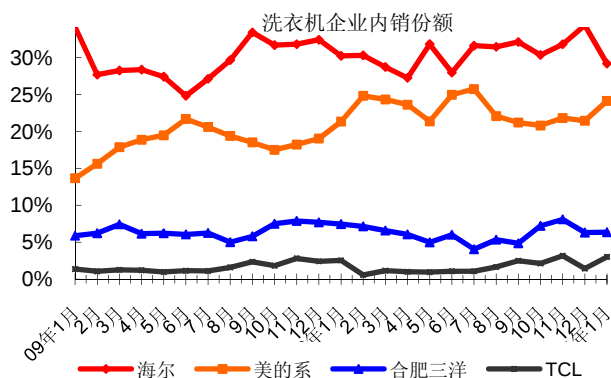
1 月份继续维持海尔、美的系双寡头格局，两品牌合计占比达 43.3%。美的系（20.2%）正逐步靠近海尔（23.1%），美的内销份额从 2010 年 12 月的 21.4% 提高至 1 月的 24.1%，节前份额提升，印证了美的强大的营销优势。海尔出口份额有所提高，其品牌优势会继续维护行业第一地位。

图 20：09-11 年洗衣机市场份额(总销量)



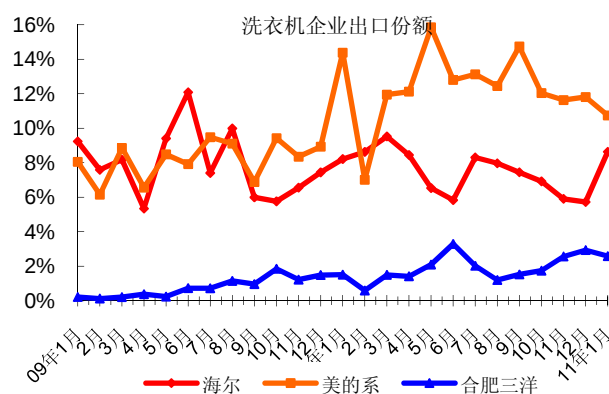
资料来源：产业在线，宏源证券

图 21：09-10 年洗衣机市场份额(内销)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 22：09-10 年洗衣机市场份额(出口)



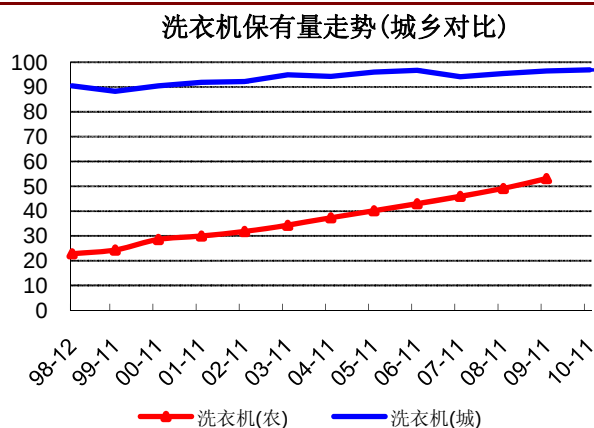
资料来源：产业在线，宏源证券

(三) 农村市场和滚筒替代为主要增量

城镇更新需求可持续。城镇 2010 年城镇每百户家庭洗衣机保有量为 96.9 台，比 09 年新增了 0.9 台。城市保有量趋于饱和，其需求主要来自产品结构的优化替代，如双筒洗衣机更新为滚筒洗衣机等。

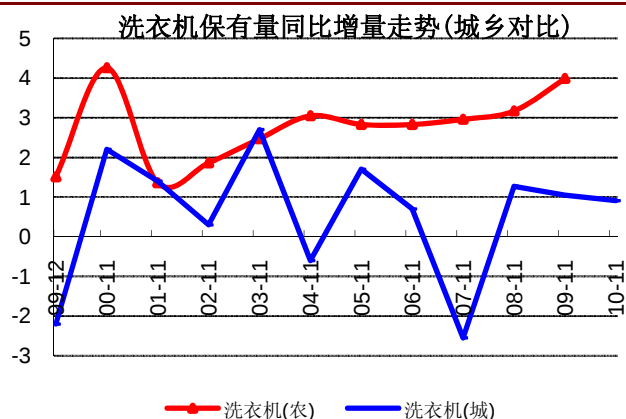
农村需求空间较大。相比城镇保有量，农村保有量还处于较低水平。09 年农村保有量增加了 4 台，呈加速上升态势，农村进入了普及阶段。随着家电下乡政策的延续，农村需求会进一步得到释放。

图 23: 98-10 年洗衣机保有量走势(城乡对比)



资料来源：国家统计局，宏源证券

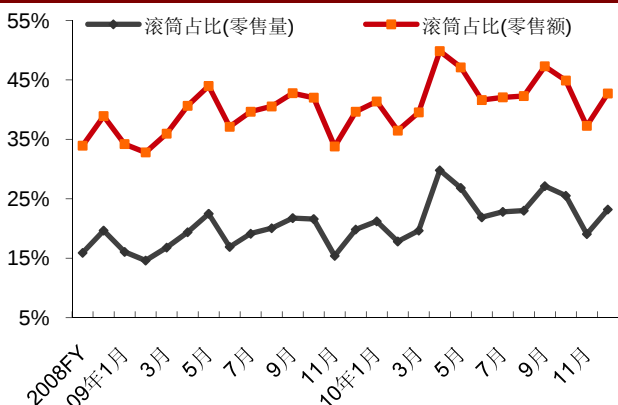
图 24: 99-10 年洗衣机保有量同比增量走势(城乡对比)



资料来源：国家统计局，宏源证券

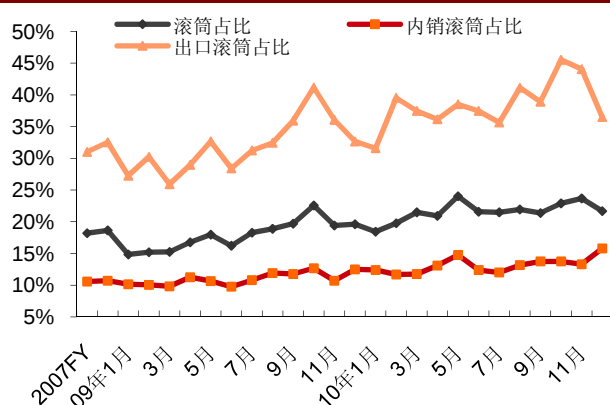
2010 年大中城市的零售量、零售额滚筒洗衣机占比分别为 23%、43%，占比不高。虽然城镇保有量增速放缓，但内销依旧强劲，说明洗衣机正处于更新换代高峰期，更新需求可持续。

图 25: 09-10 年滚筒洗衣机占比(国内大中城市)



资料来源：中怡康，宏源证券

图 26: 08-10 年滚筒洗衣机占比(出货量)



资料来源：产业在线，宏源证券

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、万家乐、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。