



以旧换新超预期 家电龙头更强 增持 维持

投资要点:

- 以旧换新销售超预期
- 政策刺激: 以旧换新有望延期、提高中低收入群体收入、保障房
- 继续推荐格力电器、美的电器、青岛海尔; 看好海信电器、万和电气

报告摘要:

- 家电下乡销售依旧强劲, 需求空间仍有较大空间。2011年1-2月同比分别增长98%、140%。2011年1-2月对比2010年11-12月仍分别增长9%、12%。预计上半年销售额增速仍高位运转、可超60%。
- 以旧换新春节销售好于预期, 节日效应同比呈倍数放大。1-2月份家电以旧换新日均销量约12.3万台、日均销售额约4.7亿元, 与12月相比, 日均销量和日均销售额分别增长24%、25%。保守估计2011年家电以旧换新销售额增幅将超40%。
- 政策支持: 以旧换新政策将延期, 个税起征点提高, 提高中低收入者收入; 保障房套数大幅增加。
- 投资建议。继续推荐在三四级市场有强大营销渠道的白电龙头公司如格力电器、美的电器、青岛海尔, 维持“买入”评级。推荐销售旺盛的彩电企业, 如海信电器, 估值较低(目前估值约14倍)。推荐产品性价比很高的厨卫电器如万和电气。

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

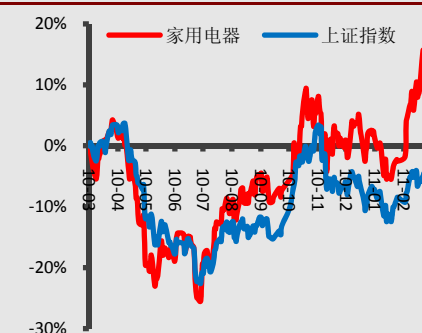
家电研究员

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

冰洗行业11年3月月报: 冰洗平稳增长 符合预期(2011.3.6)

空调行业11年2月月报: 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月月报: 三四级市场开花节节高(2011.02.14)

空调行业11年1月月报: 低估值与高成长双重驱动(2010.01.20)

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)

目录

一、家电下乡：三四级市场需求不减.....	4
（一）上半年仍可高位运转	4
（二）产品占比趋于合理	5
二、以旧换新：节日效应同比呈倍数放大.....	6
三、政策支持：以旧换新将延续、提高中低收入者收入.....	7

插图

图 1: 家电下乡销售额数据 (截止 11 年 2 月)	4
图 2: 家电下乡销量数据 (截止 11 年 2 月)	4
图 3: 家电下乡销售均价趋势 (2009-2011 年)	4
图 4: 98-10 年城镇保有量走势	5
图 5: 98-10 年农村保有量走势	5
图 6: 家电以旧换新销量数据 (截止 11.03.02)	6
图 7: 家电以旧换新销售额数据 (截止 11.03.02)	6

表格

表 1: 2011 年 2 月家电下乡销售情况	5
表 2: 2011 年 1-2 月家电下乡销售情况	5
表 3: 家电下乡主要产品占比 (销售额)	6
表 4: 以旧换新销售预测	7
表 5: 个税起征点对收入影响预测	7

一、家电下乡：三四级市场需求不减

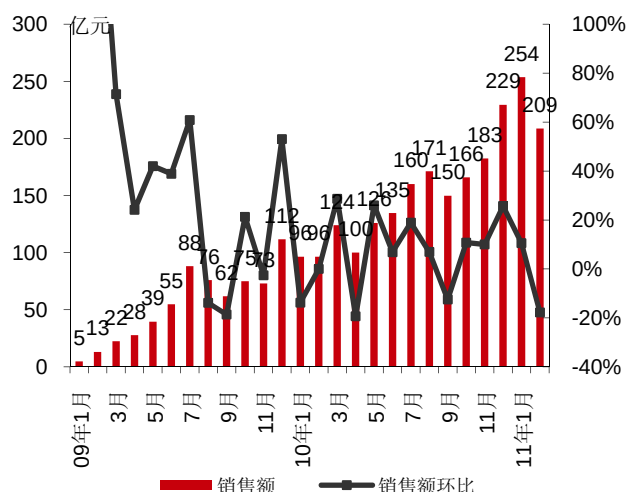
(一) 上半年仍可高位运转

2011 年 2 月份全国家电下乡产品销售 887.1 万台，实现销售额 209 亿元，同比分别增长 126%和 168%，环比分别下降 15%、18%。春节在 2 月初，环比下降是节日过后的正常回落。

2011 年 1-2 月（考虑到春节所处月份不同，对比累计前两月更有效），全国家电下乡产品累计销售 1936 万台，实现销售额 462 亿元，同比分别增长 98%、140%。2011 年 1-2 月对比 2010 年 11-12 月，仍分别增长 9%、12%，说明家电下乡销售依旧强劲，需求空间仍有较大空间。预计上半年销售额增速仍高位运转、可超 60%。

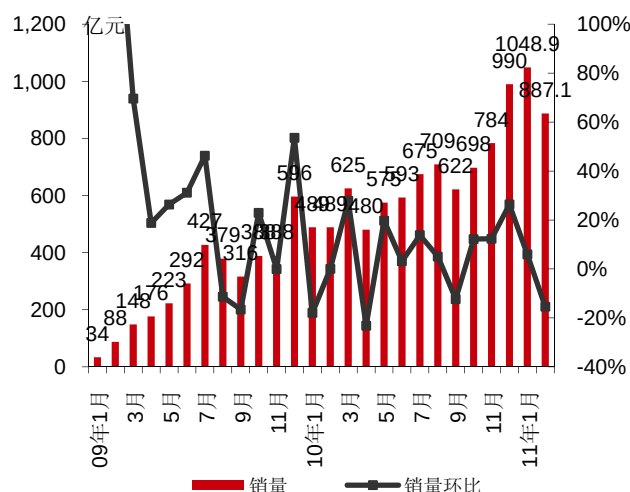
家电下乡政策截至 2011 年 2 月，累计发放补贴 320 亿元，补贴占销售总额的 11.1%，政策刺激效果良好。

图 1：家电下乡销售额数据（截止 11 年 2 月）



资料来源：商务部，宏源证券

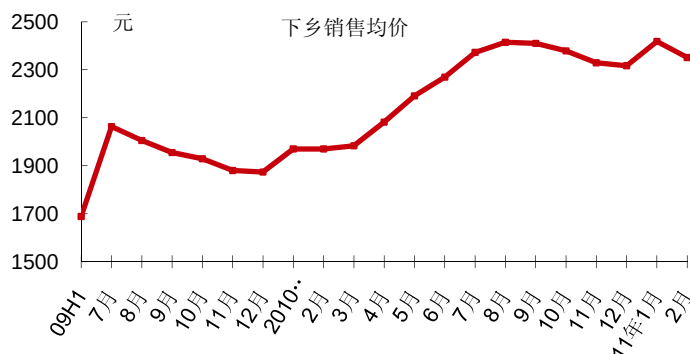
图 2：家电下乡销量数据（截止 11 年 2 月）



资料来源：商务部，宏源证券

短期回落不改涨价趋势

图 3：家电下乡销售均价趋势（2009-2011 年）



资料来源：商务部，宏源证券

2011 年 2 月均价为 2351 元，同比增长 19%，环比下降 3%，价格有所回落。由于家电下乡产品需通过招标审批，价格和型号更新存在一定时滞。随着下乡产品结构优化，长期来看价格平稳上涨态势不改。

(二) 产品占比趋于合理

2 月彩电销量额近 70 亿元，环比下降 23%，销售额占比从 1 月的 36% 下降至 34%，节后彩电销售逐步回归正常增长。

2010 年城镇每百户家庭彩电保有量为 137.4 台，相比 09 年新增了 1.8 台，保持平稳增长趋势。对应城镇销售的平稳趋势，印证了农村彩电销售仍处于快速增长和平板替代 CRT 高峰期。

表 1: 2011 年 2 月家电下乡销售情况

类别	销量(万台)	销售额(亿元)	销量同比	销售额同比	销量环比	销售额环比	零售均价(元)	价格环比	销售额占比
家电	887.1	209	126%	168%	-15.4%	-17.7%	2351	-2.7%	
冰箱		53				-7.6%			26%
彩电		70				-23.1%			34%

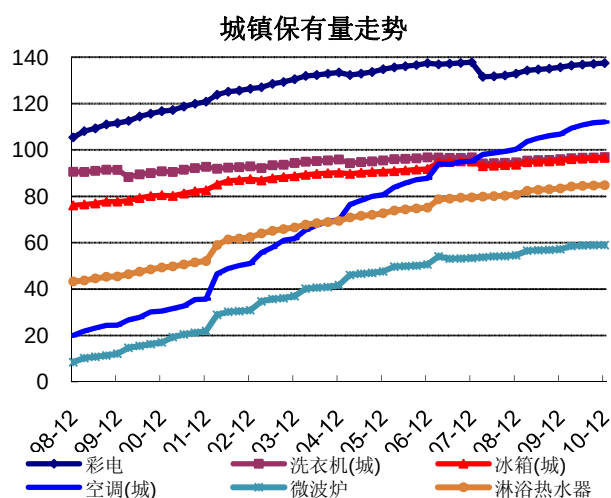
资料来源：商务部，宏源证券

表 2: 2011 年 1-2 月家电下乡销售情况

类别	销量(万台)	销售额(亿元)	销量同比	销售额同比	销量环比	销售额环比	零售均价(元)	价格环比	销售额占比
家电	1936	462		140%	98%		2387	-1..3%	
冰箱		111							24%
彩电		161							35%

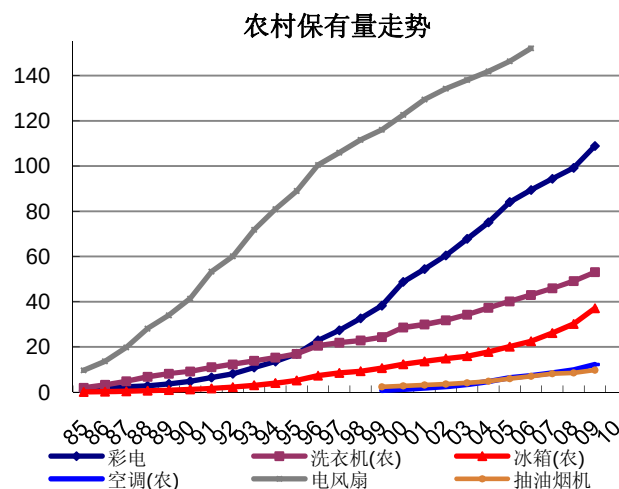
资料来源：商务部，宏源证券

图 4: 98-10 年城镇保有量走势



资料来源：商务部，宏源证券

图 5: 98-10 年农村保有量走势



资料来源：商务部，宏源证券

1 月冰箱销售额超 53 亿元，环比下降 7.6%。冰箱占比在经历 6 个月的下降后出现上升，由 23% 提高到 26%，各

种产品销售额差距逐步缩小,说明农村需求逐步多元化,下乡产品结构正趋于合理。我们预计 2011 年彩电、冰箱占比均会下降,其余占比缓慢上升(空调>热水器>洗衣机)。

表 3: 家电下乡主要产品占比(销售额)

产品	2009 年	2010 年	2011 年 1 月	2011 年 2 月
冰箱	44%	33%	23%	26%
彩电	21%	28%	36%	34%
洗衣机	9%	8%		
空调	12%	11%		
热水器	4%	9%		
计算机	7%	9%		

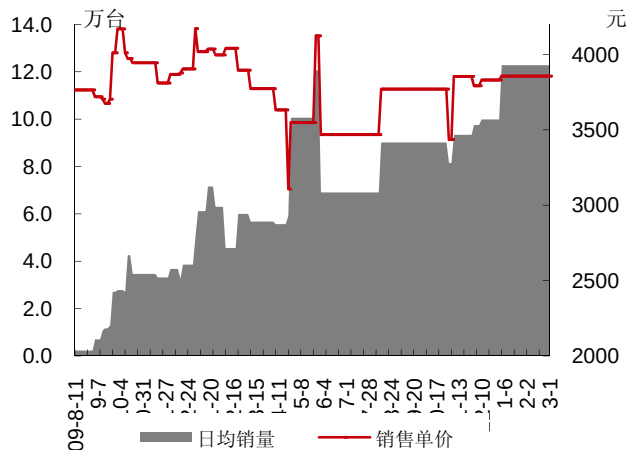
资料来源:商务部,宏源证券

注:空调、热水器的 2010 年占比是 1-11 月的;洗衣机和计算机 2010 年占比是 1-10 月的(不是 1-12 月)。

二、以旧换新: 节日效应同比呈倍数放大

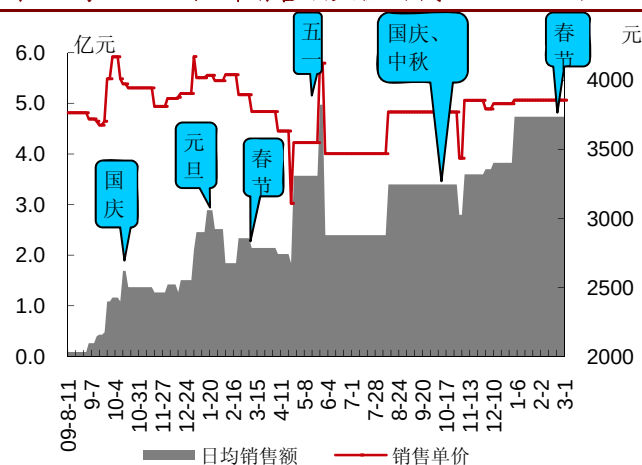
商务部近期公布的家电以旧换新销售数据:截至 2011 年 3 月 2 日,全国家电以旧换新产品累计销售 3971.5 万台,销售额突破 1500 亿元,回收旧家电 4116.1 万台。1-2 月份家电以旧换新产品销售量约为 750 万台,销售额约为 290 亿元,较 2010 年 11-12 月分别增长 27.2%、28.9%。

图 6: 家电以旧换新销量数据(截止 11.03.02)



资料来源:商务部,宏源证券

图 7: 家电以旧换新销售额数据(截止 11.03.02)



资料来源:商务部,宏源证券

以旧换新春节销售好于预期。1-2 月份家电以旧换新日均销量约 12.3 万台、日均销售额约 4.7 亿元。与 12 月相比,日均销量和日均销售额分别增长 24%、25%。以旧换新销售数据环比均有超 20% 增长,原因分析如下:

(1) 消费能力增强和节日效应双重拉动。家电以旧换新销售节日旺销已成为行业共识。更重要的是去年居民名义收入较快增长(家电价格增幅不及 CPI)、家电必须消费品属性增强和政策深化等因素,节日效果较往年得到倍数放大(2010 年春节日均销售额在 2.5-2.9 亿元,2011 年春节日均销售额为 4.7 亿元)。

(2) 推广地区需求逐步释放。经过半年的政策磨合期,推广地区以旧换新的相关政策逐步到位(手续简化、招标进程等),需求将会在今年集中释放。

我们保守估计 2011 年家电以旧换新销售额增幅将超 40% (假设 2011 年日均销量为 11.6 万台、日均销售额为 4.2 亿元)。

表 4: 以旧换新销售预测

		2009(A)	2010H1(A)	2010H2	2010	2011(E)
试点地区	销量(万台)	360	1049	1460	2509	
	销售额(亿元)	141	399	520	919	
新推广地区	销量	0	0	330	330	
	销售额	0	0	145	145	
全国	销量	360	1049	1813	2862	4228
	销售额	141	399	671	1070	1526
	日均销量		7.0	8.5	7.8	11.6
	日均销售额		2.7	3.1	2.9	4.2

资料来源: 宏源证券, 商务部

三、政策支持: 以旧换新将延续、提高中低收入者收入

(1) **家电优惠政策延续预期。**近日商务部副部长魏建国表示, 以旧换新政策 2012 年要持续进行, 同时家电下乡政策中要针对具体需求增加新的家电品种。

(2) **个税起征点将上调。**起征点上调大幅提高中低收入人群收入。2009 年农村人均收入为 6270 元, 预计 2010 年可达 7000 元。初步测算, 若个税起征点上调为 4000 元, 对居民收入有实质性提升, 增长率为 3%-4%。居民实际消费能力将会显著提高, 为三四级市场高速增长提供收入保障。

表 5: 个税起征点对收入影响预测

起征点	工薪收入	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000
2500 元	缴税额	25	125	250	400	550	725	925
3000 元	缴税额	0	75	175	325	475	625	825
	收入增长率	0.9%	1.3%	1.6%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%
4000 元	缴税额	0	0	75	175	325	475	625
	收入增长率	0.9%	3.2%	3.7%	4.0%	3.5%	3.4%	3.7%

资料来源: 宏源证券

(3) **保障房套数大幅增加。**2011-2012 年每年投资建设 1000 万套, 2013-2015 年共投资建设 1600 万套。从中央政府决心来看, 执行力度会强于往年。初步测算, 保障房增量不仅能抵消商品房调控的负面影响, 还能为家电销量增加 3-4 个百分点。

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。