

2011年03月家用电器行业研究月报

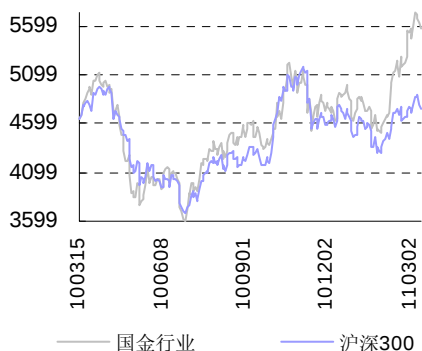
评级：增持 维持评级

行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	46.35
市场优化平均市盈率	29.70
国金家用电器指数	5564.41
沪深300指数	3247.38
上证指数	2933.80
深证成指	12848.02
中小板指数	7406.40



相关报告

- 1.《三月组合建议：格力由12倍迈向15倍》，2011.3.1
- 2.《二月组合建议：低估值+增长确定/刺激因素》，2011.2.9
- 3.《月度数据分析：12月增长预示良好环比趋势》，2011.1.20

王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青 联系人
 (8621)61357504
 suqq@gjzq.com.cn

月度数据分析：空调产量、家电下乡继续靓丽

投资建议

- 行业观点——维持3月1日《三月组合建议：格力从12倍迈向15倍》报告观点，继续建议标配/超配家电股。尽管2月至今部分公司涨幅较大，同比其他版块，龙头公司估值依然便宜、PE/G 依然 0.5 不到。陆续出台的2月数据都在印证空调内外销和三四级市场销售的超预期；政府对于保障房建设的坚定态度、以旧换新延长等有利于需求的政策面也会对冲部分投资者始终容易纠结的地产成交量影响。因此家电板块中“低估值+增长确定”的品种季报前稳中向上仍有 10-20% 的空间；成长股苏泊尔、小天鹅也到了获取 30% 稳健年收益的买点。
- 维持个股组合建议——3月组合为格力、美的、海尔、海信、苏泊尔（“低估值+增长确定或刺激因素”+股价已到获取 30% 稳健年收益买点的成长股）。另外，关注华帝管理层激励业绩目标制定、合肥三洋有关松下支持公司发展的动态、美菱电器销售体系改革效果、以及新一轮高效照明补贴政策进展。

数据点评

- 统计局 1-2 月产量数据：①2月产量依然是空调最为靓丽，我们认为在出口超预期下全年增速可能会达到 20% 以上。②冰箱的行业数据要加总家用冰箱和冰柜一起看（冰箱企业两种产品均生产），增速复合预期且 3 月可能回升。③洗衣机产量的统计局口径与产业在线口径相比，增速差距较大，可以反映集中度的上升。④彩电 1、2 月增速为负是因去年同期基数大（去年 1-2 月增速 69%），随着 3 月基数变小预计增速将上升。
- 限额以上批发零售贸易业家用电器和音像器材类商品零售数据：①2月累计增速环比下降我们认为因去年统计基数较高（超过 30%）的原因。②对于家用电器和音像器材类商品零售额增速高于汽车行业，但低于全国其他零售品总额的增长速度，我们认为这一统计口径只能反映一二级市场的情况，大部分三四级市场的网点都不在口径之内，而这部分市场才是近几年家电消费增长最快的，家电下乡数据便可以证明。
- 家电以旧换新和家电下乡数据：以旧换新截止 3 月 7 日日均销售额继续维持高位；政策对空调和电视机销量拉动效果最为显著。家电下乡 2 月同比增速 168%，增速环比又有上升，继续给力。
- 近期原材料走势：除原油上涨较快以外均平稳或下降，我们依然认为需求增长下领导企业能够化解成本压力。

行业点评

- 近期我们路演，机构对家电超配/标配/低配均有，认同我们观点的是多数，而有顾虑的主要还是两方面，一是底部上来涨幅较大、后面还有多少空间？二是担心终端需求没有企业出货增长好。相应地我们的看法是：尽管最低点上来涨幅较大，但目前 PE 和 PE/G 依然都很低；我们跟踪主要上市公司认为目前渠道库存正常，主要为了迎接 3·15 开始的家电零售小旺季。
- 日本地震可能造成液晶面板价格上行，从这一点而言对于电视机企业会有阶段性的负面影响，但是因为本来业者就预计二季度面板价格会上行，如海信也有一定的面板备货，而且另一方面来看，日资品牌在国内市场的竞争力也可能因此而受到影响，从这一点而言对于本土电视机企业又是正面的。总体而言我们认为负面影响不会太大，对此我们会保持跟踪。

图1：覆盖公司盈利预测及评级表

简称	评级	流通市 值（亿 元）	EPS						20110311					3 月 换手 率
			2010E	10/09 YOY	2011E	11/10 YOY	2012E	12/11 YOY	收盘价	周涨跌 幅	3 月涨 跌幅 (3.1- 3.11)	今年涨跌 幅	11PE	
沪深 300									3247.4	-0.7%	0.2%	3.8%		
格力电器	买入	611	1.41	36%	1.80	28%	2.13	18%	21.98	1.8%	3.6%	21.2%	12.2	11%
青岛海尔	买入	267	1.50	74%	2.00	33%	2.40	20%	29.7	-0.3%	-3.7%	5.3%	14.9	7%
苏泊尔	买入	105	0.71	32%	0.92	30%	1.19	29%	24.48	-3.1%	-5.7%	2.4%	26.6	3%
美的电器	买入	612	0.98	76%	1.29	31%	1.56	21%	19.6	-4.0%	-1.5%	12.6%	15.2	8%
海信电器	买入	123	0.88	53%	1.05	19%	1.25	19%	14.18	3.9%	1.4%	22.8%	13.5	21%
华帝股份	买入	34	0.46	91%	0.70	53%	0.91	29%	15.34	-1.0%	5.9%	-0.9%	21.8	53%
禾盛新材	买入	18	0.65	25%	1.17	80%	1.52	30%	30.91	-0.2%	-2.4%	-14.1%	26.5	20%
小天鹅 A	买入	70	0.81	100%	1.13	39%	1.49	32%	19.94	-0.9%	-0.4%	1.0%	17.7	11%
万和电气	买入	11	0.93	48%	1.22	31%	1.56	28%	28.38	0.3%	-2.0%	-5.4%	23.3	19%
阳光照明	买入	71	0.73	51%	0.94	29%	1.24	32%	35.97	0.5%	-5.6%	-15.0%	38.3	13%
三花股份	买入	25	1.06	32%	1.48	40%	1.82	23%	35.9	2.9%	0.3%	7.2%	24.3	8%
合肥三洋	买入	28	0.54	40%	0.75	38%	0.97	29%	14.36	0.6%	7.2%	16.5%	19.2	68%
老板电器	买入	14	0.84	65%	1.14	35%	1.50	32%	34.8	-1.6%	0.3%	-6.8%	30.6	49%
九阳股份	买入	31	0.86	8%	1.10	27%	1.29	18%	16.42	-1.7%	-3.4%	9.0%	15.0	18%
胜利精密	买入	6	0.42	1%	0.55	30%	0.68	24%	14.41	0.6%	0.3%	-3.3%	26.3	23%
爱仕达	买入	10	0.42	20%	0.57	35%	0.72	28%	16.37	-0.4%	1.6%	-1.7%	28.9	30%
毅昌股份	买入	8	0.33	10%	0.43	30%	0.55	28%	12.78	0.6%	1.8%	-3.8%	29.5	20%
康盛股份	买入	8	0.52	8%	0.68	30%	0.88	30%	21.05	-1.2%	-4.4%	-4.3%	31.1	27%
常发股份	买入	9	0.59	34%	0.78	33%	0.99	26%	24.83	4.5%	2.4%	0.0%	31.7	28%
海立美达	持有	7	0.86	39%	1.16	34%	1.44	24%	36.1	0.6%	-1.1%	-9.7%	31.1	15%
深康佳 A	持有	30	0.07	-44%	0.13	84%	0.17	31%	4.93	-0.6%	-3.3%	3.6%	37.6	19%
圣莱达	减持	6	0.41	21%	0.60	45%	0.78	30%	27.6	1.4%	-1.7%	-12.7%	46.3	35%

补充说明：1、美的电器盈利预测按定增后最新股本计算；2、格力已出公增预案，EPS 仍按增发前股本算。3、华帝股份 2010 年 EPS0.46 元是经常性业绩，含非经常性 EPS 为 0.55 元。

来源：国金证券研究所

内容目录

2 月数据汇总与点评	3
统计局 2 月数据显示，空调和冰柜产量增长较快	3
家电以旧换新数据点评：以旧换新对空调和电视机销量拉动效果最为显著 ..	4
家电下乡 2 月数据继续给力	5
近期原材料走势：我们依然认为需求增长下领导企业能够化解成本压力	7
维持 3 月投资建议	8
3 月以来板块表现	8
维持 3 月行业观点及组合建议：低估值+确定增长 & 合理估值+快速成长	9
附：行业和公司新闻摘要及点评	11

2 月数据汇总与点评

统计局 2 月数据显示，空调和冰柜产量增长较快（图表 2）

- 2 月产量依然是空调最为靓丽，我们认为在出口超预期下全年增速可能会达到 20%以上：
 - 2 月空调、冰箱+冰柜、洗衣机和彩电产量分别为 899 万台、624 万台、407 万台和 587 万台，同比增速分别为 51%、14%、3%和-9%；1-2 月累计增速分别为 55%、18%、7%、-12%。
 - 不过我们发现，如果按照统计局公布的去年同期产量数据与今年当期产量数据计算同比增速，则 2 月空调、冰箱+冰柜、洗衣机和彩电当期产量同比增速分别为 37%、10%、1%和-15%；1-2 月累计增速分别为 44%、14%、3%、-17%。
 - 统计局数据这样的误差我们无法解释理由，我们倾向于认为最新的数据口径是更准确的；而且即使谨慎的投资者关注去年同期披露的数据，那空调的增幅依然是超预期的。
- 冰箱的行业数据要加总家用冰箱和冰柜一起看（冰箱企业两种产品均生产），速度尚可，复合预期，3 月可能增速回升：
 - 2 月冰箱和冰柜产量分别为 466 万台和 158 万台，同比增速分别为 4%和 60%，1-2 月累计产量分别为 1052 万台和 287 万台，累计同比增速分别为 15%和 33%，冰柜产量增长显著快于冰箱产量增长。
- 洗衣机产量的统计局口径与产业在线口径相比增长差距较大（产业在线 1 月产量增长 30%），由于产业在线主要统计行业前 20 名企业，所以可以反映集中度的上升。
- 彩电 1、2 月由于去年同期基数大（去年 1-2 月增速为 69%），随着 3 月基数变小（去年 3 月增速为 6%）增速预计将上升。

图表2：不同比较方法下，空调和冰箱+冰柜产量增长都较喜人

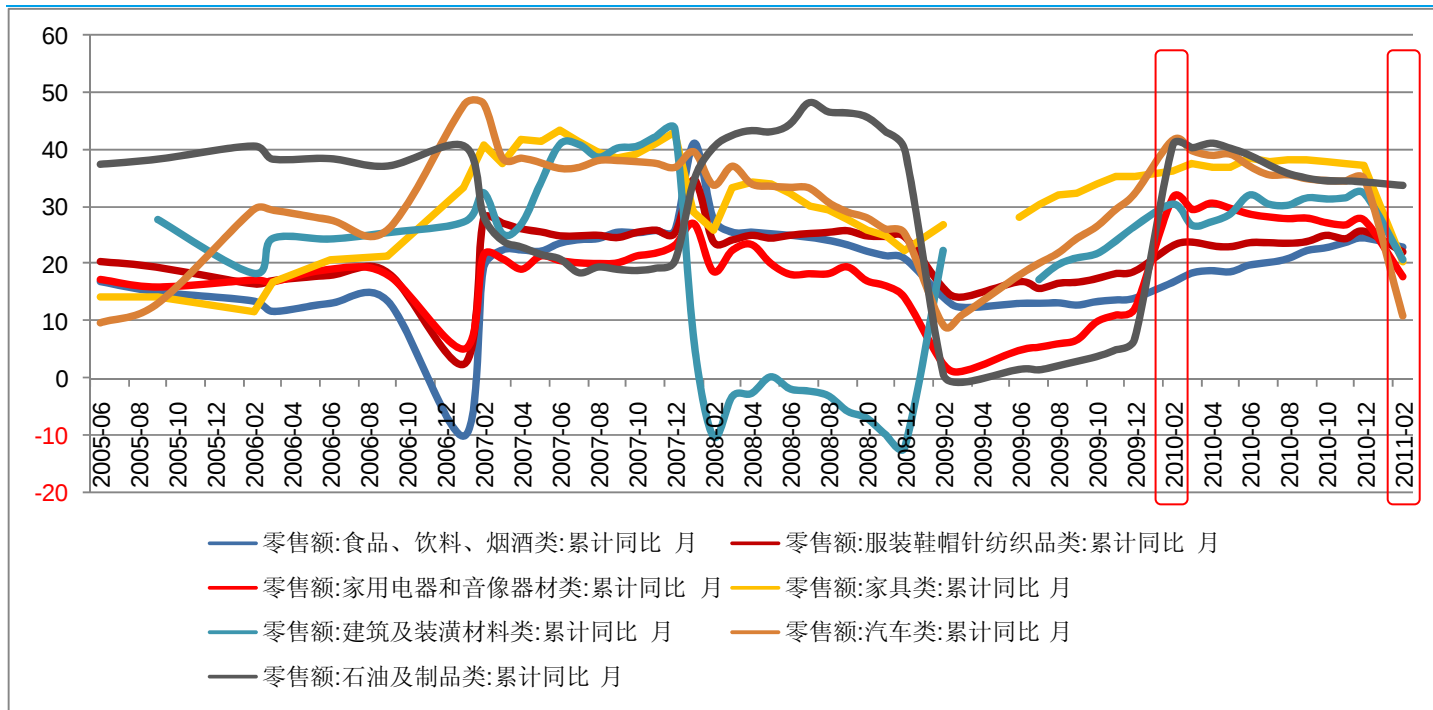
(万台)		房间空气调节器	家用电冰箱+冷柜	家用洗衣机	彩色电视机	其中：	家用电冰箱	冰柜
2011 年 1 月		11 4	715	565	910		587	129
2011 年 2 月		899	624	407	587		466	158
2011 年 1-2 月累计		2073	1339	972	1497		1052	287
按统计局 本次披露 的同比增 长	1 月 YOY	58%	22%	9%	-14%		25%	10%
	2 月 YOY	51%	14%	3%	-9%		4%	60%
	1-2 月累 计 YOY	55%	18%	7%	-12%		15%	33%
按统计局 去年同期 披露的数 据计算而 得的同比 增长	1 月 YOY	49%	17%	4%	-18%		17%	18%
	2 月 YOY	37%	10%	1%	-15%		-2%	72%
	1-2 月累 计 YOY	44%	14%	3%	-17%		8%	42%

来源：华通人，国金证券研究所

- 限额以上批发零售贸易业家用电器和音像器材类商品零售数据解读（图表 3）：
 - 2 月累计增速环比下降我们认为是因去年统计基数较高（超过 30%）的原因。
 - 对于家用电器和音像器材类商品零售额增速高于汽车行业，但低于全国其他零售品总额的增长速度，我们认为这一统计口径只能反映一二

级市场的情况（限额以上企业标准：批发业企业指年营业收入 2000 万元及以上和从业人员 20 人及以上的企业；零售业企业指年营业收入 500 万元及以上和从业人员 60 人及以上的企业），大部分三四级市场的网点都不在统计口径之内，而这部分市场才是近几年家电消费增长最快的，家电下乡数据便可以证明。

图表3：限额以上批发零售贸易业家用电器和音像器材类商品零售额2月累计增速高于汽车，但低于其他商品



来源：wind，国金证券研究所

家电以旧换新数据点评：以旧换新对空调和电视机销量拉动效果最为显著

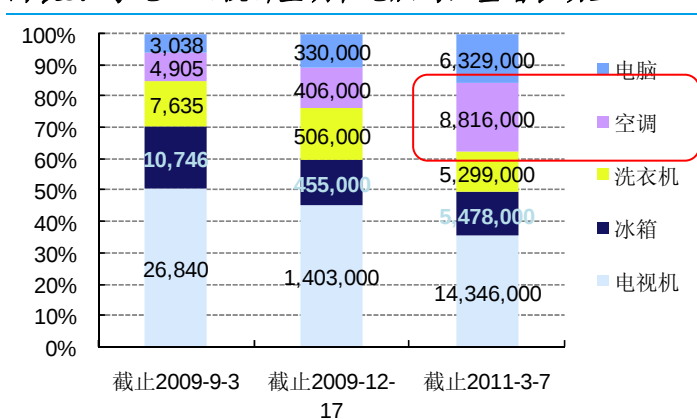
- 截止 3 月 7 日的一周内，以旧换新平均日消费额为 4.2 亿元/天，这一数据还是处于以旧换新日销售额的历史高位。
- 从以旧换新销售额结构看，空调和电脑销售额比重提升显著：
 - 截止 2009 年 9 月 3 日以旧换新销售额组成为：电脑、空调、洗衣机、冰箱和电视机贡献以旧换新销售额占比分别为 6%、9%、14%、20%和 50%；
 - 截止 2011 年 3 月 7 日以旧换新销售额组成为：电脑、空调、洗衣机、冰箱和电视机贡献以旧换新销售额占比分别为 16%、22%、13%、14%和 36%；
 - 上述两组数据对比可见，电脑和空调销售额占比显著提升，成为拉动以旧换新继续增长的重要品种。
- 此外，我们还分析了以旧换新占中怡康销量比重，发现电视机和空调中怡康销量主要来自于以旧换新的贡献：
 - 电视机以旧换新销量占中怡康总销量比重约为 56.4%，主要是由于近两年电视机处于平板电视替代传统 CRT 电视机的高峰年；
 - 空调以旧换新销量占中怡康总销量比重约为 60.7%，是三个品种中以旧换新对中怡康贡献最高的品种。

图表4：家电以旧换新在不同阶段的日均销售额



来源：商务部，家电以旧换新信息系统，国金证券研究所

图表5：家电以旧换新空调和电脑的比重增长明显



单位：台

来源：商务部，家电以旧换新信息系统，国金证券研究所

图表6：以旧换新销量占中怡康比重

2009.12.17-2011.3.7 VS 2009.12-2011.2 月中怡康（2011.1-2 月中怡康数据尚未拿到，先用 2010.1-2 月 *110%）	电视机	冰箱	洗衣机	空调
期间中怡康口径零售量（万台）	294	1386	1434	1386
期间以旧换新售新（万台）	29	50	479	841
以旧换新 VS 中怡康	56.4%	36.2%	33.4%	60.7%

家电下乡 2 月数据继续给力

- 从总体销售金额来看，2 月同比增速 168%，增速环比又有上升（见下图）；这里面没有春节的噪音干扰（2010 年春节 2 月 14 日、2011 年春节 2 月 1 日），能够充分证明 2011 年的家电下乡在去年同期爆发性增长后依然保持着良好的环比趋势，符合我们前期的预判，能够继续提振市场对家电的信心。
- 2 月份，全国家电下乡产品销售 887.1 万台，实现销售额 208.6 亿元，同比分别增长 126%和 168%。

- 截至 2011 年 2 月，全国累计销售家电下乡产品 1.34 亿台，实现销售额 2879.58 亿元，累计发放补贴 320 亿元。

图表7：2 月家电下乡销售额增长 164%，累计增长 140%

全国家电下乡销售额 (万元)	2009 年	2010 年	2010 月度 YOY	2010 累计 YOY	2011 年	2011 月度 YOY	2011 累计 YOY
1 月	47,942	1,137,220	2272%	2272%	2,536,000	123%	123%
2 月	82,605	789,780	856%	1376%	2,086,000	164%	140%
3 月	223,843	1,240,000	454%	794%			
4 月	277,849	1,000,000	260%	559%			
5 月	394,613	1,260,000	219%	429%			
6 月	548,107	1,346,000	146%	330%			
7 月	881,703	1,601,000	82%	241%			
8 月	759,561	1,712,000	125%	214%			
9 月	617,816	1,158,400	87%	193%			
10 月	749,285	1,659,000	121%	182%			
11 月	730,047	1,825,000	150%	177%			
12 月	1,117,416	2,294,000	105%	165%			
合计	6,430,788	17,323,000	169%	165%			

来源：商务部，国金证券研究所

- 分品类来看（只披露了绝对额最大的彩电和冰箱），彩电和冰箱的 1、2 月销售额合计已经分别超过了去年整个一季度的销售额 23% 和 42%，显示彩电在农村市场继续高速增长，冰箱经历了 09、10 年的高速增长后也依然相当景气：
- 彩电和冰箱销售额居前两位，分别为 69.9 亿元和 53.3 亿元，两类产品销售额占总销售额的 59%。

图表8：2 月冰箱和彩电家电下乡销售额累计增长分别为 77% 和 229%

销售额 (亿元)	冰箱	彩电
2010 年累计	567.4	488.5
累计 YOY	77%	229%
2010 年 1-3 月	90	113
2011 年 1 月	57.7	90
2011 年 2 月	53.3	69.9
今年 1-2 月/去年 1-3 月	123%	142%

来源：商务部，国金证券研究所

- 分地区来看，尽管缺乏同期数据，但对照我们掌握的 2010 年 1-3 月累计金额，已经进入家电下乡第四年的河南和山东依旧保持着高速增长（1-2 月销售已经超过去年 1-3 月的 30-40%！），更不用说刚进入第三年的地区：
- 销售额前五位的地区是安徽 23.4 亿元，河南 22.7 亿元，山东 19.8 亿元，江苏 15.2 亿元，河北 13.3 亿元。今年 1-2 月，全国家电下乡产品累计销售 1935.9 万台，实现销售额 462.1 亿元，同比分别增长 99% 和 141%。

图表9：家电下乡代表省份2月份销售额数据及增长情况对比

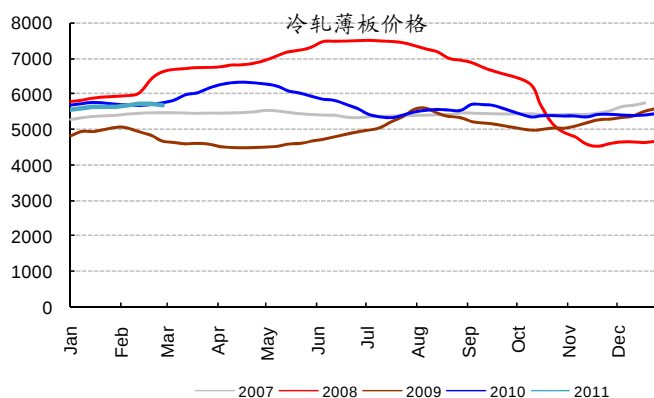
	安徽	江苏	河北	河南	山东
家电下乡实施时间	09 年开始，今年第三年	09 年开始，今年第三年	09 年开始，今年第三年	08 年开始，今年第四年	08 年开始，今年第四年
2009 全年销售额	38	34	383	100	85
2010 全年销售额	42	110	116.7	220	180
YOY	278%	225%	205%	119%	111%
2010 年 1-3 月	25.0	19.8		38.4	34.7
2011 年 1-2 月	48.1	30.9		49.9	48.1
今年 1-2 月/去年 1-3 月	192%	156%		130%	139%
今年 1-2 月/去年全年	34%	28%		23%	27%

来源：商务部，国金证券研究所

近期原材料走势：我们依然认为需求增长下领导企业能够化解成本压力

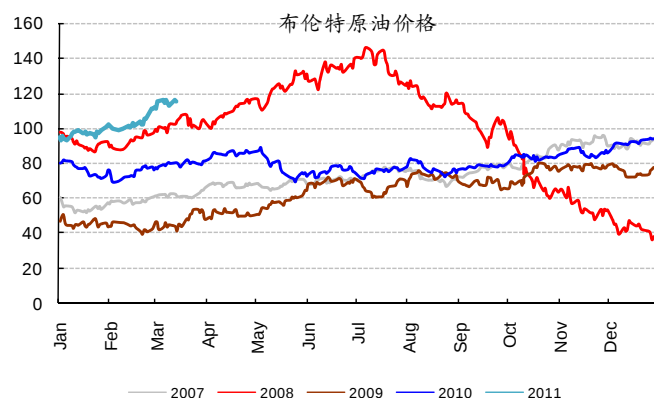
- 截止 3 月中旬，钢价同比和环比均出现负增长，而铜和铝价则是同比增加环比降低，布伦特原油价格依然同比和环比正增长。无论如何，距离我们的原材料成本悲观测算（图表 6）还有一定空间：
- 3 月中旬，冷轧薄板、伦敦铜现货价格、伦敦铝现货价和布伦特原油价格分别同比增长-4%、29%、16%和 44%；
- 3 月中旬，冷轧薄板、伦敦铜现货价格、伦敦铝现货价和布伦特原油价格分别环比增长-1%、-2%、2%和 11%。
- 此外，32 寸、42 寸和 46 寸液晶电视面板价格近期同比和环比均出现继续下滑趋势，液晶电视成本继续下滑。但由于日本地震可能导致全球液晶面板短期供应趋紧，预计二季度往后面板价格有可能环比回升，电视机厂商可能面临较大的成本压力。

图表10：冷轧薄板价格近期基本平稳

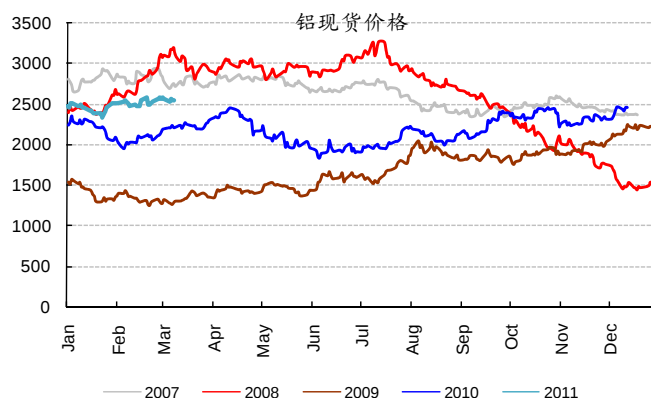


来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表11：布伦特原油价格近期上涨较多

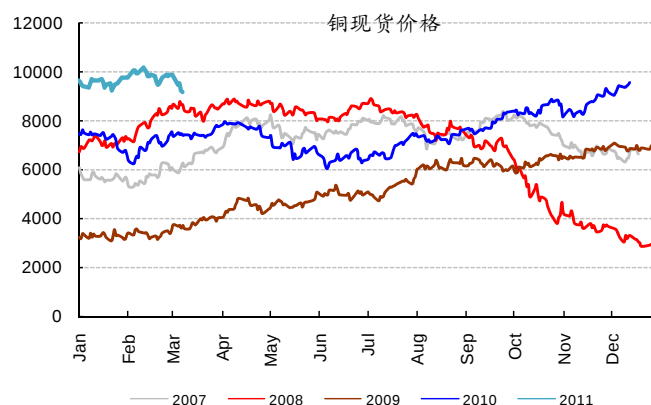


图表12: 伦敦金属交易所铝现货价格近期基本平稳

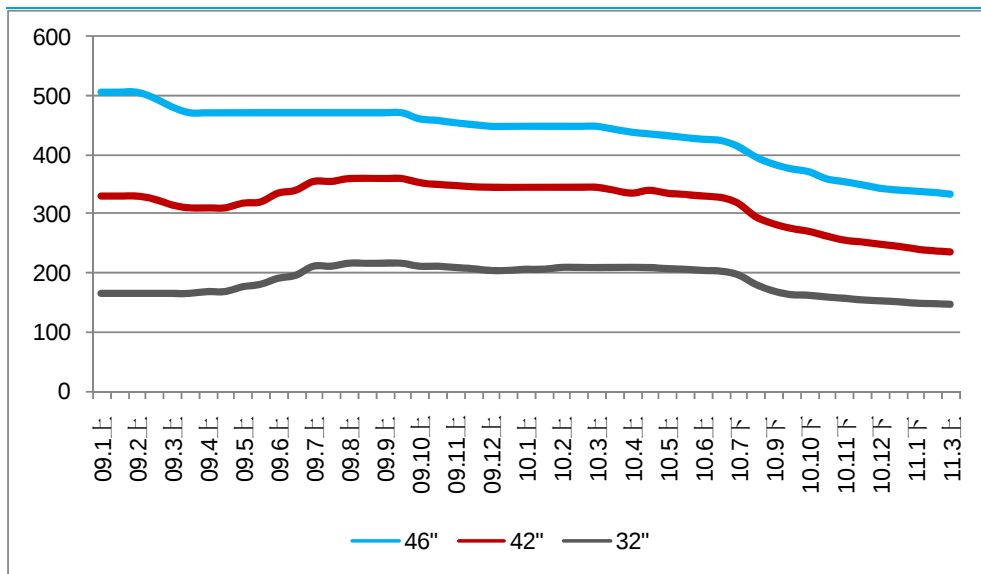


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 伦敦金属交易所铜现货价格近期小幅下降



图表14: 液晶面板价格延续下降趋势, 但降幅放缓

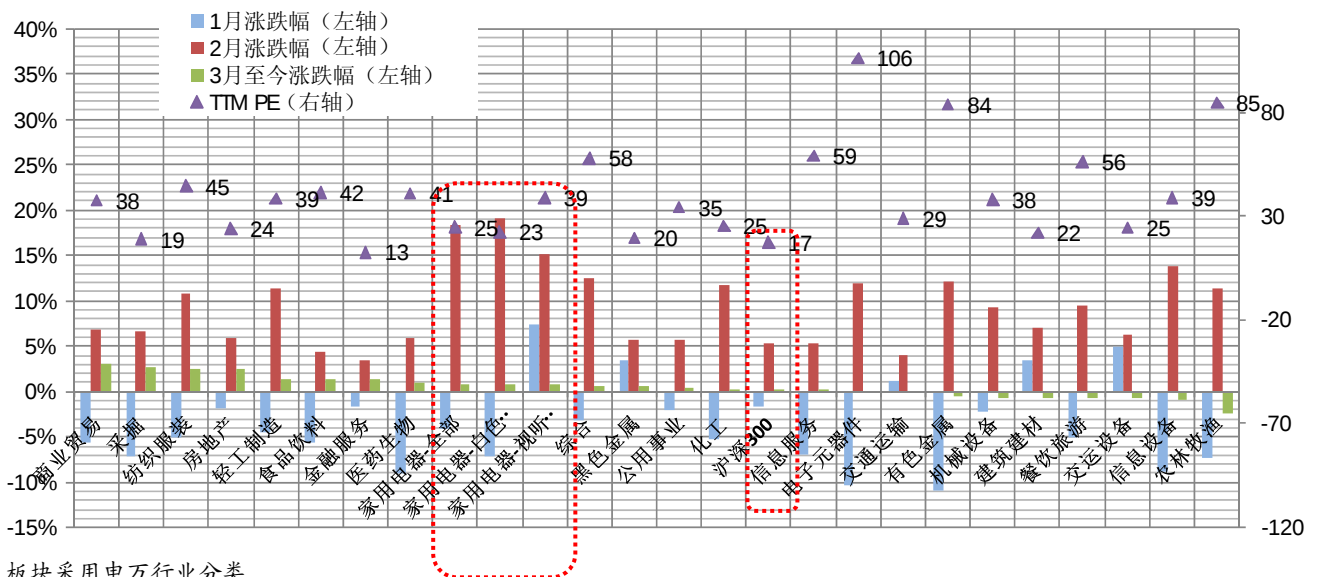


来源: DisplaySearch, 国金证券研究所

维持 3 月投资建议

3 月以来板块表现

图表15：家用电器板块3月至今跑赢沪深300



图表16：家电板块个股今年以来股价表现

序号			1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月至今涨跌幅	序号			1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月至今涨跌幅
1	000921	ST 科 龙	-5.6%	6.9%	9.7%	19	000541	佛山照明	-16.6%	13.4%	-0.6%
2	600983	合肥三洋	-10.5%	21.4%	7.2%	20	002537	海立美达	-12.5%	4.3%	-1.1%
3	002035	华帝股份	-18.2%	14.4%	5.9%	21	000527	美的电器	-5.9%	21.6%	- .5%
4	000404	华意压缩	-17.2%	12.5%	5.1%	22	002473	圣 莱 达	-16.7%	6.6%	-1.7%
5	000651	格力电器	-5.0%	23.1%	3.6%	23	600336	澳 柯 玛	-1.2%	10.9%	-1.8%
6	002413	常发股份	-6.8%	4.7%	2.4%	24	002543	万和电气	-2.4%	5.9%	-2.0%
7	002420	毅昌股份	-7.5%	2.3%	1.8%	25	002290	禾盛新材	-17.9%	7.2%	-2.4%
8	002403	爱 仕 达	-6.4%	3.3%	1.6%	26	600839	四川长虹	4.1%	5.7%	-2.7%
9	002076	雪 莱 特	-10.4%	8.4%	1.4%	27	002429	兆驰股份	-11.1%	4.4%	-3.1%
10	600060	海信电器	0.3%	20.7%	1.4%	28	000100	TCL 集团	16.0%	21.1%	-3.3%
11	600854	ST 春 兰	-0.6%	-0.8%	1.2%	29	000016	深康佳 A	-4.6%	12.3%	-3.3%
12	000521	美菱电器	-5.1%	13.9%	0.8%	30	002242	九阳股份	1.9%	10.7%	-3.4%
13	002508	老板电器	-9.5%	2.6%	0.3%	31	600690	青岛海尔	-12.7%	25.3%	-3.7%
14	002426	胜利精密	-7.9%	4.7%	0.3%	32	002260	伊 立 浦	-6.0%	13.8%	-4.4%
15	002050	三花股份	-1.9%	9.0%	0.3%	33	002418	康盛股份	-9.0%	9.9%	-4.4%
16	600619	海立股份	-4.6%	12.3%	-0.1%	34	600261	阳光照明	-17.8%	9.6%	-5.6%
17	002005	德豪润达	-5.4%	11.4%	-0.3%	35	002032	苏 泊 尔	-7.2%	17.0%	-5.7%
18	000418	小天鹅 A	-7.8%	10.0%	-0.4%	36	600870	ST 厦 华	16.3%	7.5%	-9.1%

说明：按 3 月至今涨跌幅排序；黄色底为我们 3 月组合建议个股；蓝色底为我们 3 月组合报告建议关注个股。

来源：聚源数据，国金证券研究所

维持 3 月行业观点及组合建议：低估值+确定增长 & 合理估值+快速成长

- 行业观点——维持 3 月 1 日《三月组合建议：格力从 12 倍迈进 15 倍》报告观点，继续建议标配/超配家电股。尽管 2 月至今部分公司涨幅较大，同比其他版块，龙头公司估值依然便宜、PE/G 依然 0.5 不到。陆续出台的 2

月数据都在印证空调内外销和三四级市场销售的超预期；政府对于保障房建设的坚定态度、以旧换新延长等有利于需求的政策面也会对冲部分投资者始终容易纠结的地产成交量影响。因此家电板块中“低估值+增长确定”的品种季报前稳中向上仍有 10-20%的空间；成长股苏泊尔、小天鹅也到了获取 30%稳健年收益的买点。

- 近期我们路演，机构对家电超配、标配、低配均有，认同我们观点的是多数（不赘述），而有顾虑的主要还是两方面，一是底部上来涨幅较大、后面还有多少空间？二是担心终端需求没有企业出货增长好。相应地我们的看法是：一尽管最低点上来涨幅较大，但目前 PE 和 PE/G 依然都很低（eg.: 格力 12 倍对应 30%的增长且业绩还有超预期可能）；二是我们跟踪主要上市公司认为目前渠道的库存是正常的，主要为了迎接 3•15 开始的家电零售小旺季。
- 日本地震可能造成液晶面板价格上行，从这一点而言对于电视机企业会有阶段性的负面影响，但是因为本来业者就预计二季度面板价格会上行，如海信也有一定的面板备货，而且另一方面来看，日资品牌在国内市场的竞争力也可能因此而受到影响，从这一点而言对于本土电视机企业又是正面的。总体而言我们认为负面影响不会太大，对此我们会保持跟踪。
- **白电龙头股价创出新高之后，估值仍低：**在 2 月的上涨中，除美的电器以外，格力、海尔均超越 2008 的高点创出新高（美的电器主要因为 08 年初受股权激励预案的刺激涨幅大）；这正证明了白电龙头绝非周期性，而是消费品属性。平心而论，以估值最低的格力电器为典型，去年二季度以来一直被市场给予 10-12 倍的估值水平是不公平的，此轮在市场终于转向风险厌恶的投资偏好下，格力的估值应该得到合理的修复，以未来五年复合 15-18%的增速预期，对应 15 倍的估值水平才算合理：
 - 格力成长性没有问题：1）内需从大方向来说，城市空调保有量还有一倍的提升空间，而农村空调消费还未启动（建材下乡已经开始试点），这些都是格力未来成长的确定性机会；从小的方向来讲，今年保障性住房有 1000 万套，而 2010 年全国各类保障性住房和棚户区改造住房开工 590 万套，基本建成 370 万套。随着保障房建设力度的加大以及逐步建成，足以对冲城市商品房成交量的萎缩。2）出口方面格力坚持自主品牌建设及发展，厚积薄发，近期出口份额上升明显。3）中央空调是一个更为广阔的发展平台，行业五年容量扩到千亿以上没有悬念，我们相信届时格力美的两个家用空调双寡头在中央空调的市场份额将能分别达到 20%以上。结合以上三点来看，未来五年格力的规模还有翻番的空间，现在担心格力的成长受限还为时太早。
 - 回顾去年一季度，当时市场对公司 2010 年 EPS 的一致预期仅为 1.2 元（按目前股本除权），而非现在的 1.4 元，因此当时在大盘 3000-3100 点的情况下格力曾经达到接近 16X10PE，高于目前（12X11PE）。
 - 环顾全球，业务与格力最相似的大金工业在日本市场上估值达到 16 倍、已经谈不上成长性的惠而浦在美国市场上的估值也达到 9 倍；足以见得 A 股投资者对于格力的低估。
- **维持个股组合建议——3 月组合为格力、美的、海尔、海信、苏泊尔（“低估值+增长确定或刺激因素”+股价已到获取 30%稳健年收益买点的成长股）。**另外，关注华帝管理层激励业绩目标制定、合肥三洋有关松下支持公司发展的动态、美菱电器销售体系改革效果、以及新一轮高效照明补贴政策的进展。
 - 格力：未来五年增速保持 15-18%完全可期，目前依然仅为 12.2X11PE，低于大金等国外同类公司的估值水平；1Q 如补贴到位（4Q10 的应收补贴）季报净利润增速预计将超过 50%；数据好、业绩好、估值低，将支持股价继续向上。按公增可能扩大股本 11 年 EPS 预计为 1.72 元（还有超预期可能），合理价位 1.72X15 倍=25.8 元。

- 海尔：短、中期投资均是好标的。利润率改善+资产注入提升业绩，渠道业务发展提升估值；从 PS 角度目前市值与格力美的的差距还有近 150 亿。12 个月内合理价位 40 元，对应 20X11PE。
- 苏泊尔：公司是优良的价值投资品种，未来除了 SEB 采购订单的继续转移（估计 2011 年的订单增长应可在 30%以上），还有品牌线、产品线多元化的增长空间。公司的消费品属性更加显著，12 个月内合理价格为 35X11PE-30X12PE，即 32.3-35.8 元。
- 美的：预计 1 季度收入增长将在 50%以上，令全年利润增长 30%的预期确定性强。增发完成后小家电注入成为新的期待。按最新股本 11 年 EPS 预计 1.29 元，合理价位 1.29X18-20 倍=23.5-25.8 元。
- 海信：短期日本地震对于公司股价或有一定影响，但应能很快消化。未来 2-3 年电视需求将保持 15%左右的量增，竞争格局起码不会变得更差，因此黑电估值区间可与白电相同。我们认为公司竞争力在本土企业数一数二，LED 模组自制率高，在盈利能力上能主动，前期市场判断过于悲观，还有 15%的估值修复空间；年内合理价位 16-19 元，对应 15-18X11PE。

附：行业和公司新闻摘要及点评

图表17：本期家电行业动态资讯表

3.1 起至今	日期	关键词	原文摘要	国金简评及投资建议
行业	3月3日	家电更新	“十一五”期间，合肥冰箱、洗衣机、空调、彩电四大件家用电器产量由 1300 万台(套)上升到 4224.2 万台(套)，跃居全国三大家电产业基地之首”。“十二五”期间，中国将有 2.3 亿台家电达到使用寿命。合肥家电产业总产值将超 2000 亿元，冰箱、洗衣机、空调和彩电产量达 1.2 亿台套。	城市家电消费主要由更新拉动，这一数据给出了家电未来更新需求的市场容量
	3月8日	以旧换新	政协委员、商务部副部长魏建国表示，家电以旧换新明年将继续进行，而且家电下乡还要针对具体需求增加新的家电品种。按照规定，家电以旧换新将在今年底正式结束，业界对此也有很多争论。两会期间，不少家电行业代表都积极谏言，全国政协委员、苏宁电器董事长张近东向政协十一届四次会议递交提案，建议今年应持续推进家电以旧换新，培育再生产业发展，同时建议把手机、厨卫等家用电器业纳入以旧换新名单中，并取消家电下乡产品认证。	对家电行业形成板块性利好
	3月10日	保障房	未来 5 年，新增 3600 万套保障性住房的政策还是让家电行业受到了明显的震荡，公开资料显示，到 2015 年，全国城镇保障性住房覆盖率将从 7%-8%提升到 20%以上。	
	3月11日	厨卫电器	近日，在由国美电器、中国五金协会、中国家电协会联手主办的“2011 年厨卫家电战略研讨会”上，国美电器宣布，从 2011 年 3 月起将在业内率先采取行动在全国范围自行开展厨卫家电以旧换新补贴行动，由企业出资为消费者提供产品售价 10%的公益补贴。	无论商家还是政府出手，厨卫电器以旧换新将对需求形成刺激。
公司	3月9日	格力	十一届全国人大代表、格力电器副董事长兼总裁董明珠日前接受中国证券报记者专访时表示，格力自主品牌空调在美国市场的年销售量达到 150 万台，计划在美国建立工厂，目前正处于调研阶段。董明珠还表示，中央空调未来的市场空间很大，未来随着产能规模的扩大，公司中央空调成本会逐步下降，竞争力也会随之提升。	我们认为走专业化道路的格力未来成长性不亚于多品类企业。
	3月9日	美的	(非上市公司业务)美的日电集团目前正进行日电芜湖基地二期项目电热水器、吸油烟机从顺德到芜湖的搬迁计划，预计年内将全部完成，届时美的厨卫芜湖基地将实现产能 470 万台，预计年产值将达到 25 亿元。到 2015 年项目全部建设完成后，产能更将达 860 万台，实现工业产值 60 亿元，有望成为全球最大厨卫生产基地。	美的一直想要整合小家电业务，目前正在兑现预期
	3月10日	科龙	海信科龙同时公布了 2011 年的营销策略和目标：海信科龙副总裁、营销公司总经理王云利表示，2011 海信科龙内销目标是冰箱产品销量增幅要在 40%以上，空调要在 50%以上，洗衣机要在 150%以上。海信科龙总裁周小天表示，面对国际国内上游原材料和用工在内的企业运营成本持续上涨，以及白电市场总体需求增长势头趋缓，2011 年白电市场竞争将会进一步白日化。海信科龙要通过技术变革、产品创新、营销优化来赢得更大的话语权。	2010 年科龙与海信完成了白电资产整合，预计 2011 年是科龙的发力期。

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室