

日期: 2011 年 3 月 25 日

行业: 家电



邓永康

021-53519888-1919

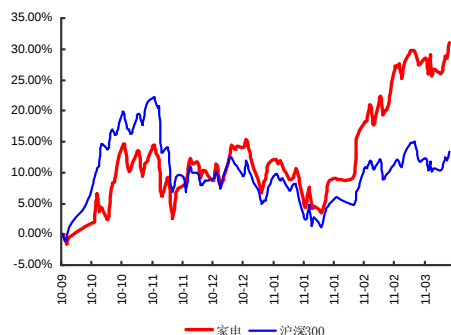
ykden@126.com

执业证书编号: S0870510120004

行业收入利润增长 (10 年 1~11 月)

销售收入 (亿元)	8,469.78
增长率	35.24%
利润总额 (亿元)	387.05
增长率	33.93%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: DYK11-AIT01

相关报告:

受益保障房建设 行业增长延续

——2011 年春季家电行业投资策略

■ 主要观点:

收入增长提升家电消费需求

我国城乡居民对主要的家庭耐用消费品家电的消费需求和消费意愿不断增长, 家电销售增速明显高于社会零售总额的增速。从中长期看, 收入增长是推动消费增长的主要因素, 而我国城乡居民收入稳定增长的趋势并没有改变。

内销继续保持较高增速

10 年, 我国主要家电产品冰箱、洗衣机、空调和彩电的内销量同比均增幅较大, 其中空调的增幅最大, 达到 37.17%; 11 年 1 月, 我国的家电内需仍保持了旺盛的势头, 部分家电产品内销量同比增幅较大, 其中增幅最大的仍然是空调。

家电出口保持高增长

我国的家电出口在 2010 复苏明显, 家电出口规模明显增长。11 年 1 月, 由于发达国家经济复苏、新兴市场需求旺盛等原因, 我国家电出口继续保持较高的增速, 其中空调出口量同比增速达到 66%。

经营状况良好、收入和利润增长较快

10 年, 在内外需求的带动下, 我国家电行业的经营状况良好, 收入和利润均增长较快。10 年 1~11 月, 我国家电行业实现收入 8,469.78 亿元, 同比增长 35.24%; 实现利润总额 387.05 亿元, 同比增长 33.93%。

受益保障房建设, 行业增长延续

此次“十二五”规划纲要提出未来五年要建设城镇保障性安居工程 3,600 万套, 今年 1,000 万套, 明年 1,000 万套, 后面三年 1,600 万套, 使保障性住房的覆盖率达到 20%。大规模的保障房建设将持续推动家电内销, 消除市场对房地产调控影响家电销量增长的担忧。

■ 投资建议:

评级未来十二个月内, 家电行业: 有吸引力。

重点关注格力电器、美的电器和青岛海尔。

■ 数据预测与估值:

家电行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
格力电器	000651	23.96	1.03	1.52	1.88	23.26	15.76	12.74	5.08	跑赢大市
美的电器	000527	20.06	0.65	1.00	1.25	30.86	20.06	16.05	5.08	跑赢大市
青岛海尔	600690	29.87	0.86	1.44	1.75	34.73	20.74	17.07	5.48	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 3 月 25 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

目 录

1、家电内销稳定增长	4
1.1、我国经济增长平稳.....	4
1.2、收入增长提升家电消费需求.....	4
1.3、内销继续保持较高的增速.....	7
2、家电出口保持高增长	8
3、经营状况良好、收入和利润增长较快	9
3.1、收入和利润均增长较快.....	9
3.2、规模效益明显、销售利润率保持平稳.....	9
4、家电行业 2011 年二季度投资策略	12
4.1、家电行业市场表现及估值比较.....	12
4.2、受益保障房建设，行业增长延续.....	13
4.3、维持“有吸引力”投资评级.....	13

图

图 1 我国近期 GDP 增速 (%)	4
图 2 我国城乡居民收入增速	5
图 3 我国社会消费品零售总额增长率	6
图 4 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率	6
图 5 我国家电行业收入和利润总额增长率	9
图 6 我国家电行业毛利率和销售利润率	10
图 7 我国家用空调制造业收入和利润总额增长率	10
图 8 我国家用制冷设备制造业收入和利润总额增长率	11
图 9 我国家用清洁卫生电器制造业收入和利润总额增长率	11
图 10 我国家用影视设备制造业收入和利润总额增长率	12
图 11 2010 年家电行业股票指数运行情况	12
图 12 家电行业相对估值比较	13

表

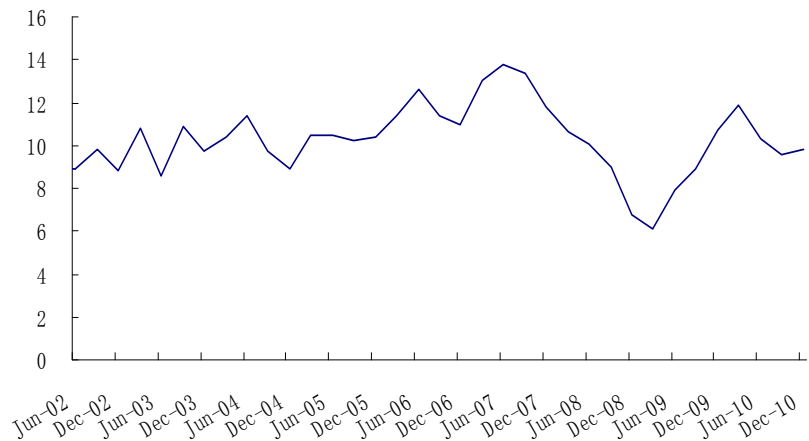
表 1 2010 年我国主要家电产品内销量	7
表 2 2011 年 1 月我国主要家电产品内销量	8
表 3 2010 年我国主要家电产品出口量	8
表 4 2011 年 1 月我国主要家电产品出口量	9
表 5 家电行业重点上市公司估值比较	14

1、家电内销稳定增长

1.1、我国经济增长平稳

2010 年第四季度，我国 GDP 同比增长 9.8%，全年 GDP 同比增长 10.3%，保持了比较平稳较快的发展，避免可能出现的过热，也避免了“二次探底”。2010 年成为我国国民经济处于由回升向好向稳定增长转变的关键一年。在积极的财政政策和稳健的货币政策的支持下，2011 年全年经济有望继续保持平稳发展。

图 1 我国近期 GDP 增速（%）



数据来源：WIND

1.2、收入增长提升家电消费需求

近年来，我国国民经济持续稳定增长，城乡居民收入稳定增长。据国家统计局公布的数据，10 年，我国城镇居民全年人均可支配收入 19,109 元，同比增长 11.9%，扣除价格因素，实际增长 7.8%；农村居民人均纯收入 5,919 元，同比增长 14.9%，扣除价格因素实际增长 10.9%。这是农村居民收入实际增速第一次超过城镇，城乡居民收入比从上年的 3.33: 1 缩小为 3.23: 1。2010 年农村居民收入增速较高的主要原因是各种来源收入均衡较快增长，特别是工资性收入和农业纯收入的大幅增长，其中工资性收入受农村劳动力务工工资水平上涨的影响，增长 17.9%；此外，受粮食、蔬菜、棉花等主要农产品价

格上涨较快的影响，农民人均农业纯收入增长 15.1%。我国经济增长的长期格局没有变化，在 2011 年，我国的经济有望保持平稳发展，为城乡居民收入的持续增长提供了坚实的基础。

图 2 我国城乡居民收入增速

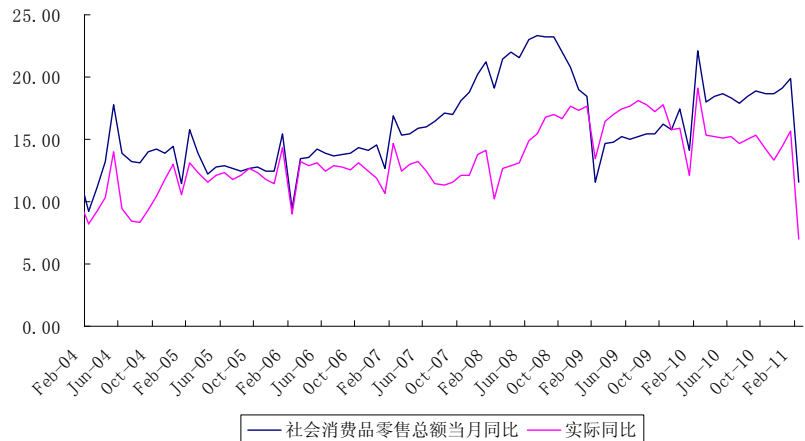


数据来源: 国家统计局

进入 2011 年，在促进消费政策及“两节”消费需求拉动下，国内消费市场保持平稳较快增长，但增幅有所回落。据国家统计局的数据 2011 年 1-2 月，社会消费品零售总额 2.9 万亿元，同比增长 15.8%，比上年同期回落 2.1 个百分点。扣除价格因素，实际增长 11.4%，比上年同期回落 4.1 个百分点。2 月份社会消费品零售总额增速较低是由于基数和春节因素，3 月份的消费增速将回升。

从中长期看，收入增长是推动消费增长的主要因素，而我国城乡居民收入稳定增长的趋势并没有改变。十七届五中全会提出今后五年“城乡居民收入普遍较快增长”的目标，必将有利地引导“十二五”期间的各种政策更加惠民、更加向中低收入群体倾斜。随着居民收入增长、消费环境改善和社会保障体系逐步完善，在相关鼓励消费政策的推动下，我国社会消费品零售总额将继续保持快速增长。

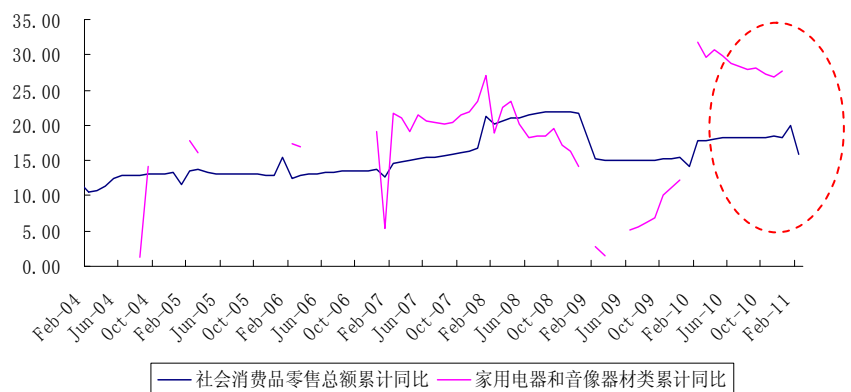
图 3 我国社会消费品零售总额增长率



数据来源: WIND

在全球金融危机爆发后,我国为了消除金融危机带来的负面影响,推出了一系列的刺激政策提升家电内需,如全面实施“家电下乡”、推广“以旧换新”加快家电升级换代、“节能产品惠民工程”加快产业升级和高能效化。在城镇化推动、城乡居民收入提升、消费升级和相关政策的刺激下,我国城乡居民对主要的家庭耐用消费品家电的消费需求和消费意愿不断增长,家电销售增速明显高于社会零售总额的增速。11年1-2月,我国家用电器和音像器材类零售额比去年同期增长17.90%,比10年12月份的增速下降9.80个百分点,但仍比社会消费品零售总额的增速高2.10个百分点。

图 4 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率



数据来源: WIND

1.3、内销继续保持较高的增速

我国加大家电下乡、家电以旧换新等家电消费优惠政策的实施力度，推动了国内家电消费的增长。截至 11 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。

11 年 1-2 月，全国家电下乡产品累计销售 1,935.9 万台，同比增长 99%；实现销售额 462.1 亿元，同比 141%。彩电和冰箱销售额居前两位，分别为 160.8 亿元和 111 亿元。

自 2009 年 6 月 1 日以来，我国在北京、天津、上海等 9 个省市开展家电以旧换新试点工作。自 2010 年 6 月 1 日起，结合各地区旧家电拆解处理能力等条件，家电以旧换新政策逐步推广到全国范围内实施，截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。家电以旧换新政策的实施，促进了城镇居民的家电消费升级，消费者“换新”的新家电多为平板电视、三门或双开门冰箱、节能空调等中高档家电，更新换代特征明显。

根据商务部公布的数据显示，截至 3 月 7 日，全国家电以旧换新销售量和回收量分别为 4,026.8 万台和 4,171.9 万台，双双突破 4,000 万台，销售额达 1,521.2 亿元。家电以旧换新五大类品种中，电视机销售量 1,434.6 万台，占比 35.6%；空调 881.6 万台，占比 21.9%；电脑 632.9 万台，占比 15.7%；冰箱 547.8 万台，占比 13.6%；洗衣机 529.9 万台，占比 13.2%。

得益于城乡居民收入的稳步提高和各种扩大内需政策的推动，10 年，我国主要家电产品冰箱、洗衣机、空调和彩电的内销量同比增幅较大，其中空调的增幅最大，达到 37.17%；增长最慢的是彩电，增幅为 12.56%，这主要是由于 CRT 将被替代，销量仅为 465.8 万台，同比下降 51.50%，而增长最快的 LCD 电视的内销量达到 3,346.6 万台，同比增长 37.68%。

表 1 2010 年我国主要家电产品内销量

产品类别	累计内销量（万台）	同比增长
空调器	5,153.52	37.17%
冰箱	5,128.96	30.51%
洗衣机	3,389.66	27.98%
彩电	4,022.56	12.56%

数据来源：产业在线，上海证券研究所

11 年 1 月，我国的家电内需仍保持了旺盛的势头，部分家电产

品内销量同比增幅较大,其中增幅最大的仍然是空调,增幅达到 36.64 %;增幅最小的是彩电,仅为 1.94 %,但其中的 LCD 电视内销量达到 495.3 万台,同比增长 13.52 %。

表 2 2011 年 1 月我国主要家电产品内销量

产品类别	累计内销量(万台)	同比增长
空调器	710.3	36.64%
冰箱	468.1	9.08%
洗衣机	377.3	34.08%
彩电	557.9	1.94%

数据来源:产业在线,上海证券研究所

十一届人大四次会议的政府工作报告就“家电以旧换新政策”给出了明晰回应,称将积极扩大消费需求,继续增加政府用于改善和扩大消费的支出,增加对城镇低收入居民和农民的补贴。而商务部副部长则明确透露,家电以旧换新政策明年肯定要继续进行,不仅家电以旧换新政策要延续,而且家电下乡政策中还将针对具体需求增加新的家电品种。我们认为,相关刺激家电消费的政策将得以延续,将有效的推动城镇家庭的家电消费升级和农村家电消费的普及。

2、家电出口保持高增长

我国的家电出口在全球金融危机期间大幅萎缩。随着全球经济的复苏和新兴市场的需求增长,我国的家电出口在 2010 复苏明显,家电出口规模明显增长。10 年,我国的空调出口量达到 4,339.1 万台,同比增长了 53.91%;洗衣机出口量达到 1,229.4 万台,同比增长 33.58%;彩电出口量达到 6,628.0 万台,同比增长 2.76 %,其中 LCD 电视出口 5,148.5 万台,同比增长 28.26 %。

表 3 2010 年我国主要家电产品出口量

产品类别	累计出口量(万台)	同比增长
空调器	4,339.1	53.91%
冰箱	1,828.1	6.36%
洗衣机	1,229.4	33.58%
彩电	6,628.0	20.76%

数据来源:产业在线,上海证券研究所

11 年 1 月，由于发达国家经济复苏、新兴市场需求旺盛等原因，我国家电出口继续保持较高的增速，其中空调出口量同比增速达到 66%。

表 4 2011 年 1 月我国主要家电产品出口量

产品类别	累计出口量（万台）	同比增长
空调器	540.0	66.00%
冰箱	128.8	6.85%
洗衣机	158.4	22.65%
彩电	358.1	15.02%

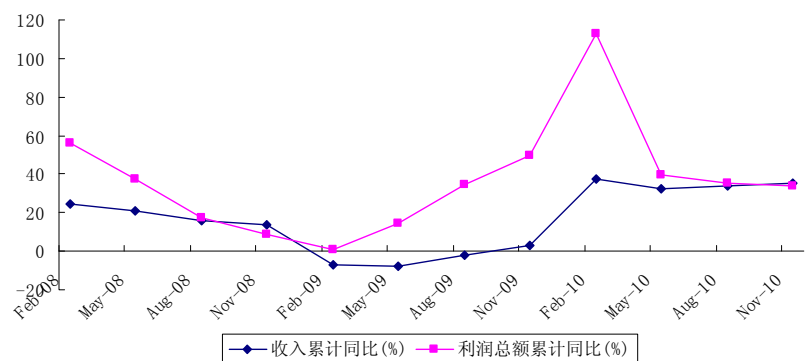
数据来源：产业在线，上海证券研究所

3、经营状况良好、收入和利润增长较快

3.1、收入和利润均增长较快

根据国家统计局的数据，10 年 1~11 月，我国家电行业实现收入 8,469.78 亿元，同比增长 35.24%；实现利润总额 387.05 亿元，同比增长 33.93%。10 年，在内外需求的带动下，我国家电行业的经营状况良好，收入和利润均增长较快。

图 5 我国家电行业收入和利润总额增长率



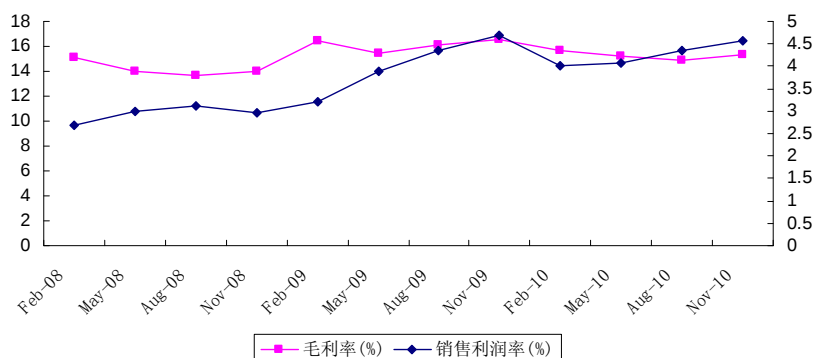
数据来源：ACMR

3.2、规模效益明显、销售利润率保持平稳

10 年 1~11 月，由于原材料等要素价格上涨和节能补贴直接抵扣销售收入等因素的影响，我国家电行业主营业务成本比上年同期增长 36.46%，增幅略超过收入的增幅，毛利率也因此下降到 15.33%，

比上年同期下降 1.26 个百分点；但由于期间费用同比仅增长了 27.26 %，增幅比收入增幅低 7.98 个百分点，规模效益明显。10 年 1~11 月，家电行业的期间费用率仅为 10.48%，同比下降 0.59 个百分点；销售利润率达到 4.57%，仅比上年同期略低 0.11 个百分点。

图 6 我国家电行业毛利率和销售利润率

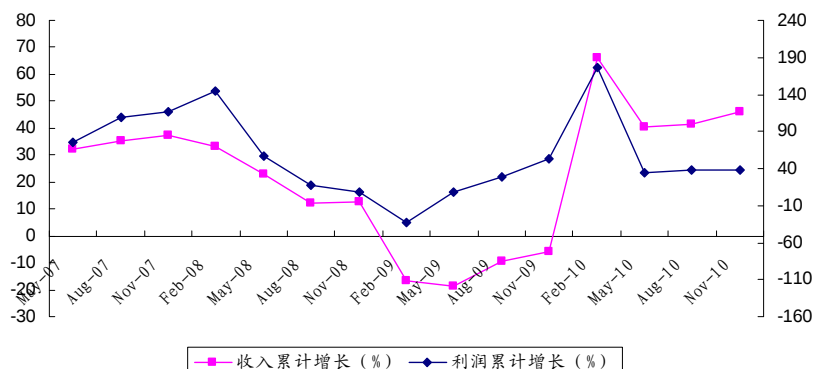


数据来源: ACMR

家电各主要子行业经营状况良好，收入均出现不同程度的增长；部分子行业的利润增速超过了收入的增速，如家用制冷设备制造行业，但家用影视设备制造行业的利润增速明显低于收入增速。

10 年 1~11 月，我国家用空调制造业行业实现收入 3,034.13 亿元，同比增长 46.33%；实现利润总额 149.33 亿元，同比增长 37.56%。

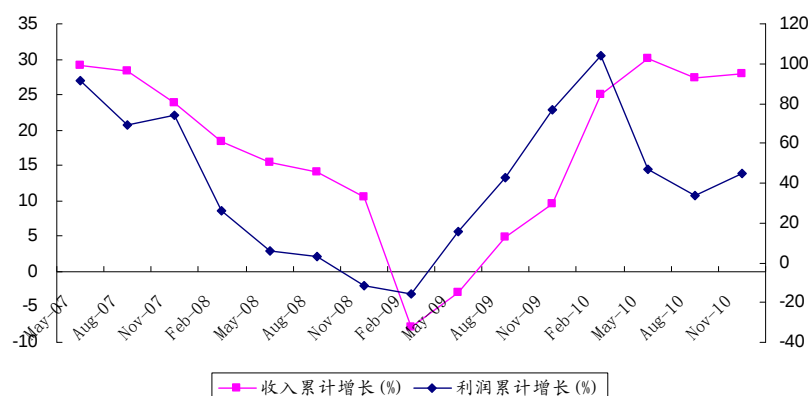
图 7 我国家用空调制造业收入和利润总额增长率



数据来源: ACMR

10 年 1~11 月，我国家用制冷设备制造业行业实现收入 1,986.12 亿元，同比增长 27.95%；实现利润总额 91.56 亿元，同比增长 45.00%。

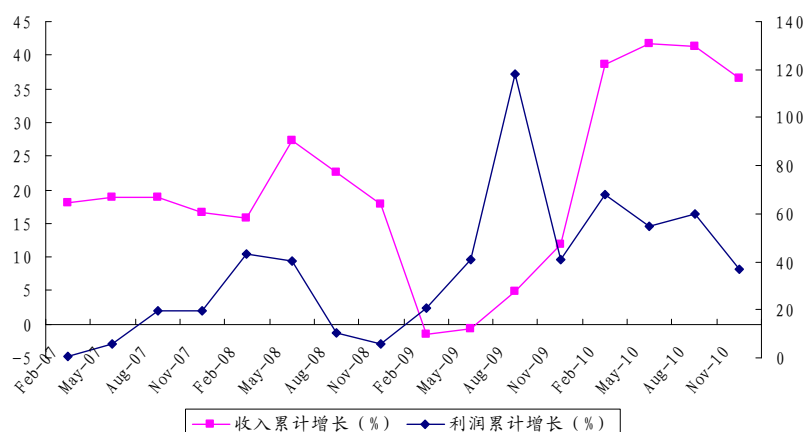
图 8 我国家用制冷设备制造业收入和利润总额增长率



数据来源: ACMR

10 年 1~11 月,我国家用清洁卫生电器具制造业实现收入 678.80 亿元,同比增长 36.51%;实现利润总额 37.32 亿元,同比增长 37.00%。

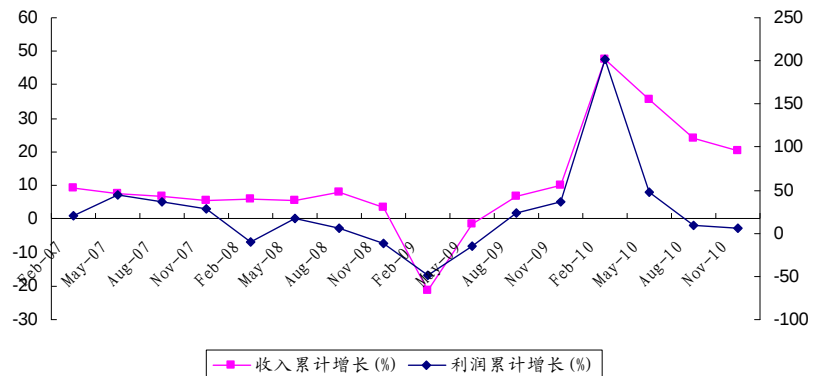
图 9 我国家用清洁卫生电器具制造业收入和利润总额增长率



数据来源: ACMR

10 年 1~11 月,我国家用影视设备制造业实现收入 3,039.58 亿元,同比增长 20.27%;实现利润总额 80.14 亿元,同比增长 6.74%。

图 10 我国家用影视设备制造业收入和利润总额增长率



数据来源: ACMR

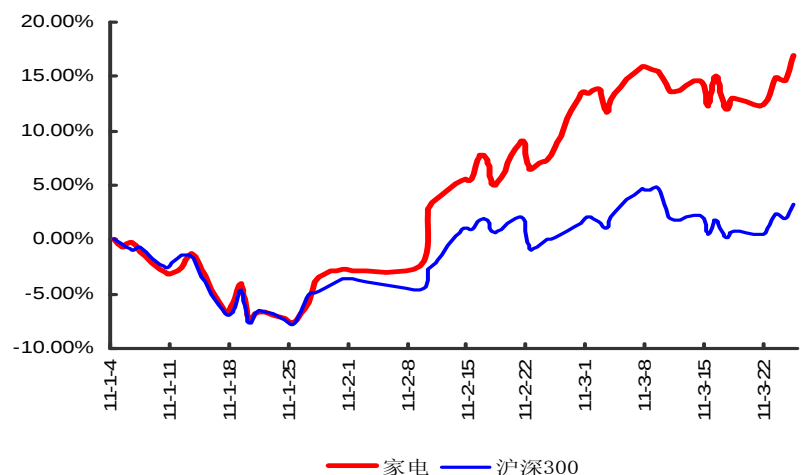
4、家电行业 2011 年二季度投资策略

4.1、家电行业市场表现及估值比较

■ 家电行业指数跑赢沪深 300 指数。

截至 2011 年 3 月 25 日, 家电行业指数上涨 17.61%, 明显跑赢沪深 300 指数 (上涨 5.31%)。

图 11 2011 年家电行业股票指数运行情况

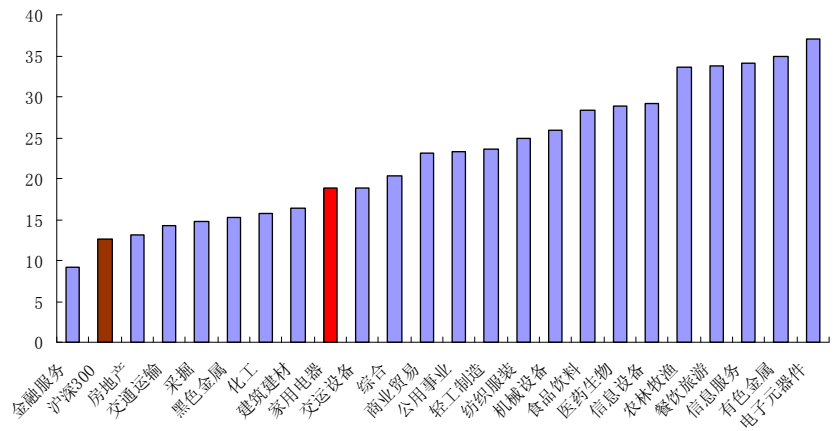


数据来源: WIND, 上海证券研究所 (截至 2011 年 3 月 25 日)

家电行业上市公司目前的 11 年平均动态市盈率为 18.84 倍, 高于沪深 300 的 11 年平均市盈率 12.55 倍, 但与其他行业相比, 仍处

于较低的估值水平。

图 12 家电行业相对估值比较



数据来源: WIND, 上海证券研究所 (截至 2011 年 3 月 25 日)

4.2、受益保障房建设，行业增长延续

从去年开始，我国的宏观调控政策持续出台，对房地产市场出台包括房产税试点、“新国八条”等调控政策。这些对房地产市场的调控政策使市场担心未来家电的需求，家电行业上市公司的整体估值水平较低。而此次“十二五”规划纲要提出未来五年要建设城镇保障性安居工程 3,600 万套，今年 1,000 万套，明年 1,000 万套，后面三年 1,600 万套，使保障性住房的覆盖率达到 20%。大规模的保障房建设将持续推动家电内销，消除市场对房地产调控影响家电销量增长的担忧。家电行业上市公司股票也因此出现估值修复，估值水平有所提高。

4.3、维持“有吸引力”投资评级

由于我国家电制造业比较优势明显，全球家电制造向我国转移，我国家电将实现全球制造、全球销售。受家电下乡等促内需政策的拉动，我国农村家电需求被激发，农村家电普及率在提升。由于我国城乡居民收入的提升、以旧换新和“节能惠民”等政策的推动和，我国家电产业消费结构升级，如多门冰箱、滚筒洗衣机、变频空调和平板电视等高端产品的销售比重不断上升。这些因素都使得我国家电制造行业产销两旺、销售规模不断扩大。

我国的城镇化进程的继续推进、居民收入水平的提高、住房条件的改善特别是保障房的建设都是家电内销中长期平稳增长的有力保

障，2011 年第二季度直至下半年，我国家电内销有望继续保持稳定的增速。全球经济整体仍在复苏的过程中，我国的家电产业将继续保持在全球产业布局中的优势地位，未来的家电出口规模还将稳步增长。

基于以上的判断，我们维持家电行业的投资评级为：**未来十二个月内，有吸引力。**

我们对家电行业上市公司的投资策略首选业绩增长稳定的白电行业龙头上市公司，维持**格力电器**、**美的电器**和**青岛海尔**的投资评级为：**未来六个月内，跑赢大市。**

表 5 家电行业重点上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
格力电器	000651	23.96	1.03	1.52	1.88	23.26	15.76	12.74	5.08	跑赢大市
美的电器	000527	20.06	0.65	1.00	1.25	30.86	20.06	16.05	5.08	跑赢大市
青岛海尔	600690	29.87	0.86	1.44	1.75	34.73	20.74	17.07	5.48	跑赢大市

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。