

家用电器

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

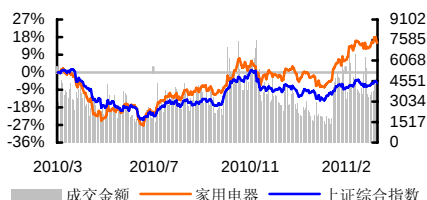
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	33
总市值(亿元)	3941
占A股比例(%)	0.83%
平均市盈率(倍)	64.72

行业表现

(%)	1M	3M	6M
家用电器	1.78	18.74	28.50
上证综合指数	2.72	9.18	14.27



相关报告

《家用电器-通胀背景下, 盈利稳定的白电值得超配》

2011-2-10

《家用电器-五因素寻求家电股投资机会》

2010-12-13

《白电三巨头上半年经营数据及估值比较-看好》2010-8-30

家用电器行业 2011 年二季度策略

看好

短期压力不改长期向上趋势

投资要点:

- 2010 年家电行业十一完美收官。根据产业在线的数据, 2010 年空调实现销量 9500 万台, 同比增长 44%, 冰箱销量近 7000 万台, 同比增长 22%, 洗衣机销量 5000 万台, 同比增长 29%, 彩电销量超 1 亿台, 同比增长 20%。2011 年开年, 空、冰、洗三大白电增长基本符合预期, 特别是空调持续高增长。1-2 月空冰洗总销量分别增长 50%, 12% 和 24%。预计今年空调仍是三大白电中增长最可能超预期的品类。黑电消费由于受高基数调整以及外资影响, 内资品牌销售增长仍然持续低迷, 1-2 月全行业总销量同比减少 1.5%, 主要是内销需求大幅减少所致。2011 年黑电行业竞争状态受日本地震影响利弊兼有, 但内需增长仍是决定行业走势的关键。
- 2009 年下半年后空、冰、洗大白电以及小家电需求持续超预期大幅增长, 导致市场开始担心 2011 年高增长动力能否延续, **我们认为下游需求仍然潜力巨大**: 1) 城市家电存量中更新换代需求持续加码。2) 城镇化持续推进带来新增城镇需求。3) 三四级市场蕴含着很大的消费潜力, 家电下乡只是推手。4) 工程机市场 (非居民家电需求) 潜力很大。5) 家电出口不但不会萎缩, 而且大有可为。十二五规划将增收入、扩内需、促消费做为重点, 节能环保、技术升级以及国际化将指导家电行业下个五年稳定增长。当前的高速增长远未满足巨大的消费市场, 即便短期需求有波折, 中长期持续向上的趋势不会改变。
- **成本短期存压力, 龙头企业转嫁能力强**。去年下半年开始, 伴随全球流动性的增加, 大宗原材料出现大幅上涨, 用工成本也在不断上升, 市场上担心原材料价格上涨会给家电整机企业盈利能力带来较大压力。我们认为, 市场上对于成本上涨对家电企业的影响过于悲观。1) 短期看成本有压力。上游原材料成本上涨向下游传导需要一定滞后期, 春节过后主要家电品牌已通过各种方式涨价。预计一季度盈利能力还会承受一定压力。二季度后, 上游成本上涨压力能够得到部分消化。2) 中期看, 原材料成本从年初最高点已经出现部分回调。3) 长期看, 在品牌集中度不断提高, 行业生态不断优化的背景下, 市场壁垒较高, 白电行业龙头均不同程度实现一定的垄断, 白电龙头已经具备了较强的成本转嫁能力, 保证其盈利水平稳步提升。
- 行业政策上, “下乡” 目标已达, “换新” 有望延续。家电下乡经过三年的执行, 效果显著, 更重要的是培养了农村市场家电消费习惯, 三四级市场交易成本大为降低, 即便政策退出, 农村市场家电需求仍会持续释放。以旧换新政策有望持续, 带动城市更新换代。另外, 1000 万台保障性住房也对地产调控给家电消费的负面影响。
- 通胀背景下, 配置盈利稳定的白电仍是较好的选择。1) 白电龙头信用贷款很少, 紧缩政策影响有限。2) 白电产品价值占比下降, 消费品特征加强。3) 家电估值水平仍然较低, 白电行业竞争格局稳定, 品牌集中度很高, 白电龙头博弈能力强。
- 我们的投资策略是: 配置具备较强成本转嫁能力的大白电; 关注小天鹅、苏泊尔等增长确定公司, 持股待涨; 参与具有驱动因素的合肥三洋、三花股份等配件公司; 寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。
- 风险提示: 通胀下消费倾向降低, 原材料成本持续上扬。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	股价 03.29	10PE	11PE	12PE	投资评级
000527	美的电器	1.00	1.32	1.84	19.42	19.42	14.71	10.55	强烈推荐
000651	格力电器	1.52	1.98	2.50	23.20	15.26	11.72	9.28	强烈推荐
600690	青岛海尔	1.50	2.10	2.90	28.99	19.33	13.80	10.00	强烈推荐
000418	小天鹅 A	0.80	1.16	1.59	20.99	26.24	18.09	13.20	强烈推荐
002508	老板电器	1.07	1.65	2.34	32.00	29.91	19.42	13.68	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.70	0.95	1.31	23.58	33.69	24.82	18.00	推荐
600983	合肥三洋	0.57	0.65	0.96	14.08	24.70	21.66	14.67	推荐
002050	三花股份	1.19	1.42	1.70	35.00	29.41	24.61	20.65	推荐
600060	海信电器	0.78	0.95	1.17	13.99	17.94	14.73	11.95	推荐
002543	万和电气	1.24	1.29	1.76	28.02	22.60	21.72	15.92	推荐
002242	九阳股份	0.78	0.89	1.01	15.90	20.38	17.87	15.74	推荐

目 录

一、需求持续增长，下游仍有空间	4
1.1 十一五完美收官	4
1.2 十二五促发展保民生，下游需求潜力巨大	7
二、成本短期存压力，龙头企业转嫁能力强	10
2.1 竞争格局稳定，行业生态优化	10
2.2 短期成本有压力，龙头具备很强的成本转嫁能力	12
三、“下乡”目标已达，“换新”有望延续	15
3.1 家电下乡目标已达，年底政策逐步退出	16
3.2 以旧换新有望延续	17
3.3 节能惠民工程期待向变频倾斜	19
3.4 1000 万台保障性住房对冲地产调控负面影响	19
四、通胀背景下，配置盈利稳定的白电是较好的选择	20
五、估值比较	21
5.1 一季度整体大幅跑赢大盘	21
5.2 家电估值水平和其他行业比较	23
5.3 白电三巨头估值水平同过往历史比较	23
5.4 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较	24
六、2011 年二季度投资策略	25
6.1 整体投资策略	25
6.2 重点公司列表	26
七、重点公司介绍	27
7.1 格力电器：高通胀时代 龙头风范尽显	27
7.2 美的电器：野蛮生长 终成参天大树	27
7.3 小天鹅：渠道、效率、结构：三轮驱动持续增长	29
7.4 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多	29

表目录

表 1: 空调年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	4
表 2: 冰箱年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	5
表 3: 洗衣机年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	6
表 4: 年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	6
表 5: 空调材料成本结构 (单位: %)	12
表 6: 冰箱材料成本结构 (单位: %)	12
表 7: 家电下乡政策 (单位: %)	16
表 8: 以旧换新政策	17
表 9: 高效定频空调补贴	19
表 10: 重点关注公司一览	26

图目录

图 1: 城乡居民人均总收入对比 (单位: 元, %)	9
图 2: 空调保有量 (单位: 台/百户)	9
图 3: 冰箱保有量 (单位: 台/百户)	9
图 4: 洗衣机保有量 (单位: 台/百户)	10
图 5: 彩电保有量 (单位: 台/百户)	10
图 6: 空调分品牌总销量市占率变化	11
图 7: 冰箱分月各品牌总销量市场占有率	11
图 8: 洗衣机分月度品牌总销量市占率	12
图 9: 铜铝价格走势 (单位: 美元/吨)	13
图 10: 钢材价格走势 (单位: 元/吨)	13
图 11: 塑料价格走势 (单位: 元/吨)	13
图 12: 空、冰、洗城市价格走势 (单位: 元)	14
图 13: 铜材价格走势 (右) 与格力、美的销售净利率比较	15
图 14: 家电下乡总销量 (单位: 万台, %)	17
图 15: 家电下乡总销售额 (单位: 亿元, %)	17
图 16: 以旧换新累积销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)	18
图 17: 以旧换新日均销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)	18
图 18: 截止 2011 年 3 月以旧换新品类销量 (单位: 万台, 亿元)	18
图 19: 家电板块一季度跑赢大盘超过 10% (2011 年 3 月 23 日收盘价/流动股本加权)	21
图 20: 家电板块估值比较 (TTM, 整体法/2011 年 3 月 23 日收盘价)	22
图 21: 主要公司收益与大盘对比 (2011 年 3 月 23 日收盘价)	22
图 22: 家电板块估值比较 (TTM, 整体法/2011 年 3 月 23 日收盘价)	23
图 23: 白电绝对估值比较 (TTM, 整体法)	23
图 24: 白电相对估值 PE 倍数 (TTM, 整体法)	24

一、需求持续增长，下游仍有空间

1.1 十一五完美收官

随着人民生活水平的提高，人均可支配收入的增多，家电单品价值占收入比重减低，家电消费的周期性和耐用消费品特征逐渐淡化，开始越来越多的具有日用消费品的特征。家电消费的日用化，家电迅速在城镇家庭普及，主要家电在城镇保有量均达到 100%以上，更新需求旺盛，同时农村的保有量也有大幅提高。尽管经历了百年一遇的金融危机，家电消费增长虽有起伏，但是整体上呈稳步提升态势。2010 年全年，冰、洗、空为代表的白色大家电和彩电为代表的黑电均延续去年下半年开始的高速增长。根据产业在线的数据，2010 年全年空调实现销量 9500 万台，同比增长 44%，冰箱销量近 7000 万台，同比增长 22%，洗衣机销量 5000 万台，同比增长 29%，彩电销量超 1 亿台，同比增长 20%。

2011 年开年，冰、洗、空三大白电增长良好，特别是空调持续高增长。

空调总销量从 2005 年 5234 万台，到 2010 年销量接近 1 亿台，同比大幅增长 40%以上，增速创历史新高，是 2005 年销量 1.8 倍。2011 年 1-2 月，空调内外销均已实现高增长开年，内外销累计分别增长 36.6%和 61.7%。受内销需求释放，外围经济回暖以及极端天气变化影响，空调销售持续 20 个月高速增长。一方面空调农村需求已步入释放拐点，另一方面，城镇空调在消费升级和更新换代需求下，预计未来空调仍是三大白电中增长最可能超预期的品类。未来三年空调复合增长会在 15%左右。

表 1: 空调年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)

1-2 月	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2011 年	1694	984	710	58.1%	41.9%
同比增长	50.2%	61.7%	36.6%		
2010 年	1128	608	520	53.9%	46.1%
全年数据					
2010 年	9521	4389	5132	46.1%	53.9%
同比增长	44.6%	55.7%	36.3%		
2009 年	6,586	2,819	3,766	43%	57%
同比增长	0.9%	-20.9%	27.0%		
2008 年	6,528	3,563	2,965	54%	46%
同比增长	-6.5%	-5.9%	-7.3%		
2007 年	6,981	3,785	3,197	54%	46%
同比增长	25.7%	30.3%	20.8%		

资料来源：产业在线

冰箱消费体量增长更为迅猛。总销量从 2003 年的 3000 万台增长到 2010 年近 7000 万台。拉动冰箱增长的主要动力是国内冰箱需求旺盛。冰箱内销量

在 2006 年不足 2000 万台，2010 年已超过 5000 万台，在去年的高基数下实现 30% 的增长。

随着基数的不断抬高，加上前期高增长部分透支现有需求，2011 年 1-2 月冰箱销售增长基本符合预期，总销量 1144 万台，同比增长 11.9%，其中内销 915 万台，同比增长 15.5%，外销 229 万台，同比下滑 0.6%。相比前两年的高速增长增速下降明显，实际上从去年下半年开始，行业增长就开始放缓，这种趋势将贯穿 11 年整个年度。但也应看到，10 年较高基数以及淡季的影响下，绝对量仍是不断创下单月新高。10% 左右的增长奠定了全年稳定增长的基础。

表 2: 冰箱年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)

1-2 月	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2011 年	1,144	915	229	80%	20%
同比增长	11.9%	15.5%	-0.6%		
2010 年	1,022	792	230	77%	23%
全年数据					
2009 年	6,928	5096	1831	74%	26%
同比增长	22.7%	29.7%	6.6%		
2009 年	5,648	3930	1718	70%	30%
同比增长	32.6%	50.7%	4.0%		
2008 年	4,260	2,608	1,653	61%	39%
同比增长	3.7%	5.3%	1.1%		
2007 年	4,110	2,476	1,634	60%	40%
同比增长	28.5%	35.2%	19.6%		
2006 年	3,197	1,831	1,367	57%	43%

资料来源: 产业在线

相比空调和冰箱的高增长，整体来看，洗衣机增长平稳，每年保持 10-15% 左右增长。2005 年洗衣机总销量 2739 万台，至 2010 年已达 5000 万台，大幅增长 85%。内外销均有较好表现，内销同比增长近 30%，出口受去年低基数影响，同比增长超过 30%。

节因素影响，2011 年 1-2 月内外销增长出现分化。内外销累积实现销售 924 万台，同比增长 23.9%，其中出口 248 万台，同比增长 9.5%，内销 676 万台，同比增长 30.2%，内销增长更为明显，相比 2010 年整体增速又有提高。

表 3: 洗衣机年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)

1-2 月累计	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2011 年	924	676	248	73%	27%
同比增长	23.9%	30.2%	9.5%		
2010 年	746	519	226	70%	30%
全年数据					
2010 年	5082	3390	1692	67%	33%
同比增长	28.8%	28.1%	30.2%		
2009 年	3946	2646	1300	67%	33%
同比增长	5.3%	11.1%	-4.8%		
2008 年	3,749	2,382	1,366	64%	36%
同比增长	11.0%	11.7%	9.9%		
2007 年	3,376	2,133	1,243	63%	37%
同比增长	16.7%	25.9%	3.6%		
2006 年	2,894	1,694	1,200	59%	41%
同比增长	5.7%	-7.6%	32.6%		
2005 年	2,739	1834.07	904.93	67%	33%

资料来源: 产业在线, 中投证券研究所

2010 年彩电全行业销售 1 亿台, 同比增长 20%。彩电销售以出口为主, 全年出口 6768 万台, 同比增长 24.4%, 出口占比 63%。内销 4052 万台, 同比增长 13.4%。应该说行业需求也十分旺盛, 遗憾的是由于本年以来外资品牌市场份额上升很快, 相反, 海信、TCL、康佳以及创维等国产品牌市场份额下降较多。实际上这些国产品牌销量增长都低于行业。2011 年 1-2 月, 彩电在高基数下, 需求增长不足, 全行业实现销售 1605 万台, 总销量同比减少 1.5%, 主要是内销需求大幅减少所致。2011 年黑电行业竞争状态受日本地震影响利弊兼有, 但内需增长仍是决定行业走势的关键。

展望下一阶段, 受日本地震影响, 黑电由于核心部件 LCD 屏, 国内彩电整机厂商仍是主要通过进口方式采购。国内京东方和 TCL 高世代屏生产线目前还在建设中, 最快也要在 2012 年建成量产。目前主要的 LCD 屏供应商主要是台湾的友达、奇美和韩国的三星、LG 等厂商。但是, LCD 显示屏上游中最核心部件, 芯片, 滤光片以及模组中的 IC 芯片等仍有较大量从日本生产, 主要是索尼和松下以及东芝等。地震带来的厂商停产, 以及物流受阻等各方面影响, 可能会带来面板供应紧张, 引起面板价格上涨。对我国彩电行业产生一定压力。不过另一方面, 在日本黑电需求增加的背景下, 外资会将重心移往日本重建, 可能会减少对国内黑电厂商的压力, 可能会带来内资厂商短期机会。

表 4: 年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)

1-2 月累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2011 年	1605	797	808	49%	51%
同比增长	-1.5%	4.9%	-7.1%		
2010 年	1630	760	870	42%	58%
全年数据					
2010 年	10,820	6768	4052	63%	37%
同比增长	20.0%	24.4%	13.4%		
2009 年	9,014	5,440	3,574	60%	40%
同比增长	0.1%	10.2%	-12.2%		
2008 年	9,007	4,935	4,072	55%	45%
同比增长	0.2%	3.5%	-3.5%		
2007 年	8,987	4,768	4,219	53%	47%

资料来源：产业在线，中投证券研究所

1.2 十二五促发展保民生，下游需求潜力巨大

2009 年下半年家电需求持续超预期大幅增长，特别是空冰洗大白电 2010 年内外销均实现 30%以上的增长，导致市场开始担心 2011 年需求增长的动力，我们认为下游需求仍然潜力巨大：

1) 城市家电存量中更新换代需求持续加码。

2009 年，我国城镇家庭电冰箱、洗衣机和空调器的百户拥有量分别为 95.4 台、96.0 台和 106.8 台，城市中冰箱、洗衣机、空调器已完成普及，拥有量已趋于饱和，词汇市场将进入大批量更新期。“十二五”规划将节能环保和技术升级作为重要目标之一，随着促发展，保民生的深入，居民收入会有实质性增长。保守计算，预计未来几年约有 6000 万台的冰箱、6500 万台洗衣机和 12000 万台空调器超过使用寿命，平均每年至少更新量电冰箱 1200 万台、洗衣机 1300 万台、空调器 2400 万台。此外，空调器的需求特性为一户多机，城市市场仍有较大上升空间。

考虑到以旧换新以及家电回收等政策补贴下，还能进一步加大家电产品升级力度。“十二五”期间，将积极推行节能减排政策，国内外市场对节能家电和绿色家电的需求将迅速增长。家电业在变频技术、新能源技术、新材料与材料替代技术、智能化和网络化技术等高新技术方面将得到突破。这些技术创新将显著地提高家电产品的性能和品质，创造新的市场需求。十二五目标将变频空调销量占比从 15%提升到 40%；全自动洗衣机占比从 52%提升到 70%；大容量冰箱占比从 10%提升到 30%。

随着居民消费水平不断提高，社会保障体系的逐步完善，追求时尚的年轻一代消费支出的快速提高，节能环保健康、高端家电产品的需求将迅速增长，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。高端占比提升有利于实现家电销售量价齐升，保证收入持续稳定增长。

2) 城镇化持续推进带来新增城镇需求。

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。

“十二五”时期的城镇化水平的进一步提高将为家电工业的发展提供良好的机遇。预计“十二五”期末，将达到 52%，保守估计“十二五”时期将增加 8000 多万城镇人口，新增 2000 多万户城镇家庭。这将平均每年新增千万套各类家电产品的需求。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。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。随着 3600 万套保障性住房的实施以及其他相关制度的逐步改善，会极大地提高市场中低收入者消费倾向。而这部分人群的总人数高达 1.7 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。

同时，“十二五”时期我国将逢婚龄期人口的上升期，平均每年进入婚龄期的人口近 0.25 亿人，比“十一五”时期高出 420 万人，折合每年组成上千万个新家庭，又将产生上千万套大家电需求。

3) 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%。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。

随着农民收入提高和政府的政策激励，家电产品在农村将快速普及并实现消费升级，农村消费者对高品质家电的需求将大大增加。目前农村居民收入落后城镇居民十年。“十二五”将增加农民收入作为重中之重，“十二五”期末农村家庭收入有望接近城市 90 年代中后期水平。农村家电保有量也会相应提升到对应水平，即冰洗空保有量分别达到 75%、80% 和 40% 左右的水平。农村家电市场会在现有基础上继续快速发展。预计“十二五”时期农村市场新增电冰箱、洗衣机和空调器的年均需求量分别为 1400 万台、1300 万台和 1100 万台。

4) 工程机市场（非居民家电需求）潜力很大。消费升级推动下，工程机市场蓬勃发展，如学生宿舍，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，娱乐场所，各种站场等，目前这些场所空调需求增长很快，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

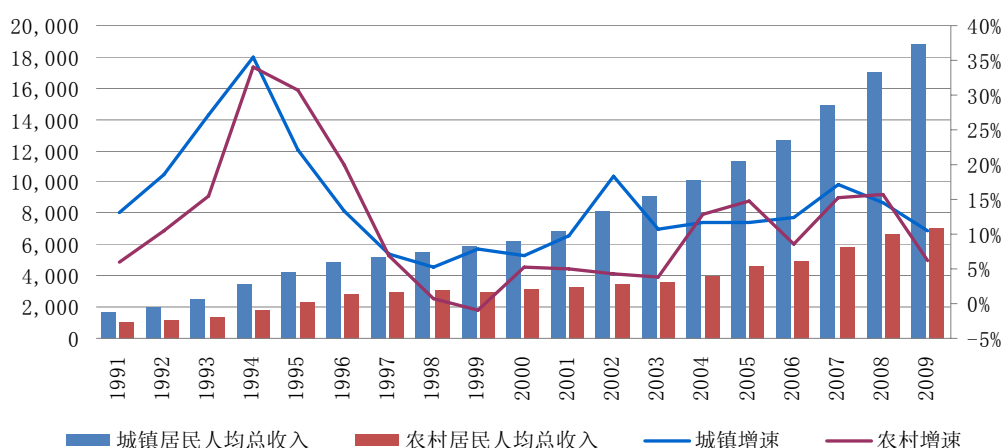
带来大量的新增需求。目前，学生宿舍，学校教室，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，各种站场等地方空调需求增长很快。

5) 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，但至今我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，家电业十二五规划建议上，国际化是除节能环保、技术升级之外的另一重点。美国、欧盟和日本为主的发达国家的家电市场需求规模将保持稳定，但通过改善产品结构，仍具有巨大的提升空间。同时，俄罗斯、巴西、印度、拉美以及中东、和东盟等新兴经济体的快速发展将带来更多的市场机遇，给我国的家电出口带来更多的机会。

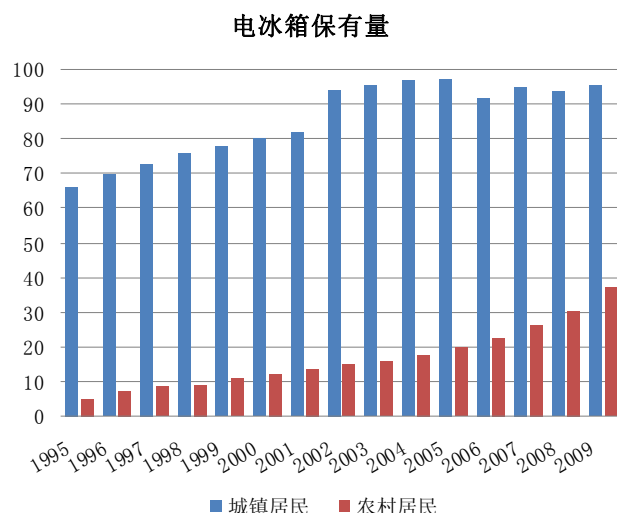
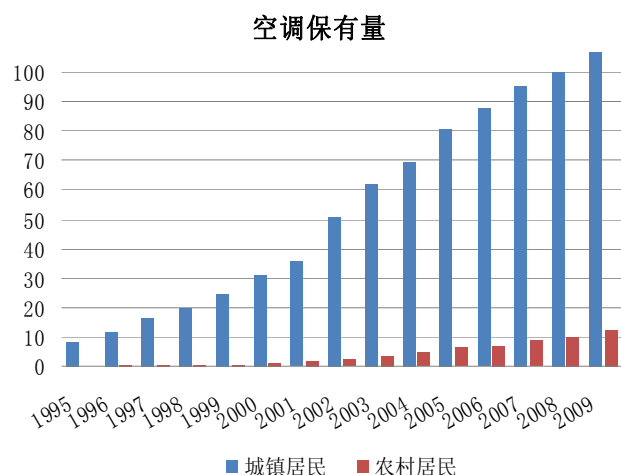
图 1：城乡居民人均总收入对比（单位：元，%）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

图 2：空调保有量（单位：台/百户）

图 3：冰箱保有量（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

图 4：洗衣机保有量（单位：台/百户）

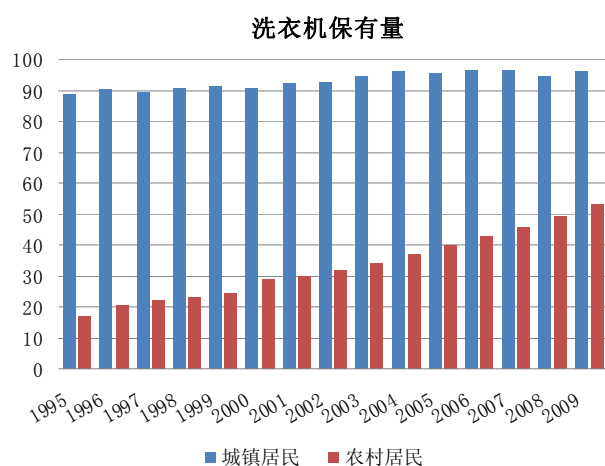
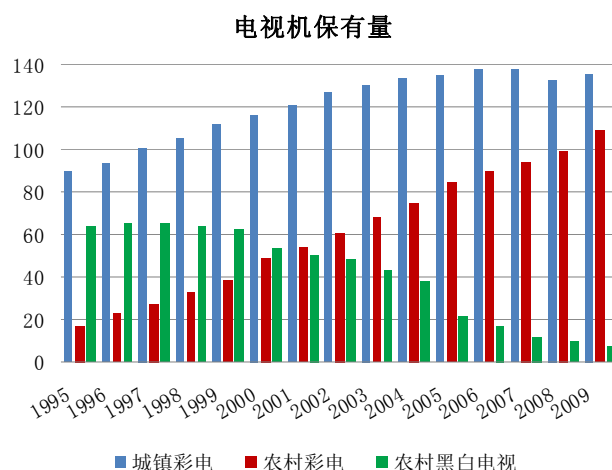


图 5：彩电保有量（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

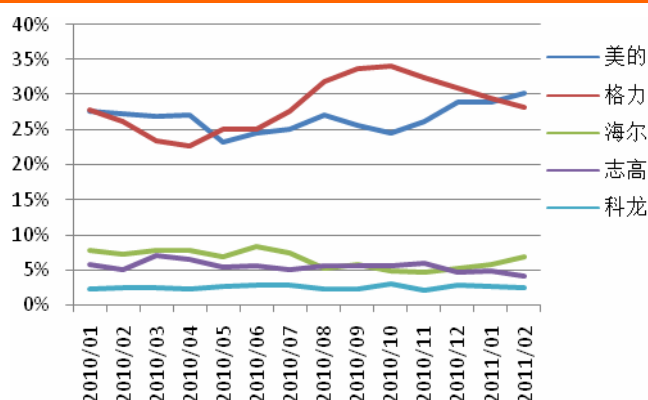
二、成本短期存压力，龙头企业转嫁能力强

2.1 竞争格局稳定，行业生态优化

经过多年的惨烈竞争，目前行业竞争格局基本稳定，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，没有新的资本愿意进入家电行业，特别是白电领域，在行业集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化：白电龙头企业对上游和终端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。海尔、美的、格力等基础扎实，布局良好的企业能够长期看好。

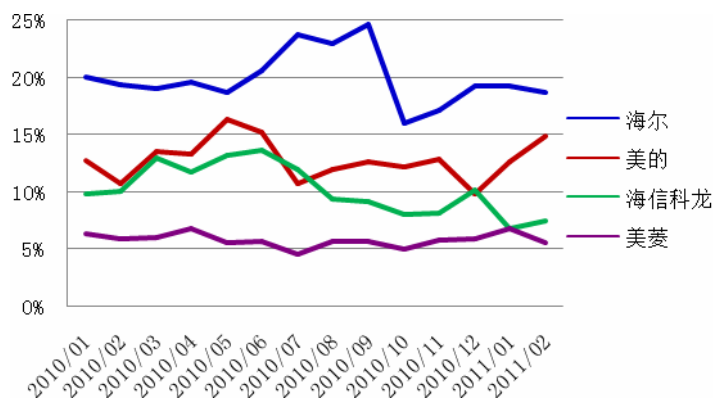
图 6：空调分品牌总销量市占率变化



资料来源：产业在线，中投证券研究所

空调行业经过充分的竞争后，品牌集中度较高。随着市场竞争的不断成熟，行业格局日趋稳定。2011 年 1-2 月累积各品牌市占率基本与上年持平。前四家市占率合计超 69%。格力、美的全年总销量分别为 490 万台和 500 万台，市占率分别为 28.9%和 29.5%，双寡头销量合计已占近 60%。

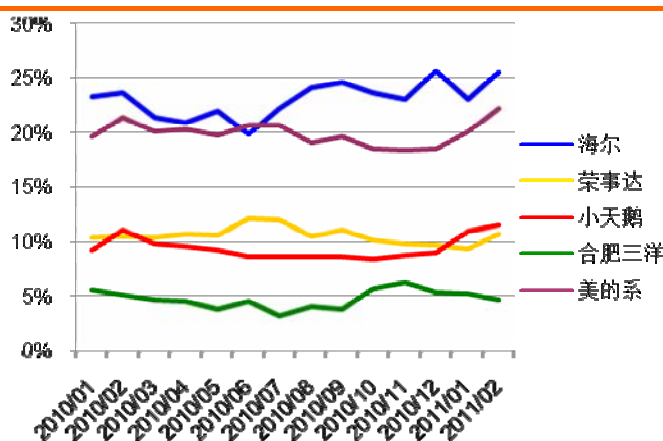
图 7：冰箱分月各品牌总销量市场占有率



资料来源：产业在线，中投证券研究所

冰箱行业经过连续多年的价格战以及产业整合，品牌集中度正逐步提升。整体来看海尔、美的和海信科龙三家国内品牌市占率合计约在 44%左右。海尔市占率最高时接近 25%，但在 10 年 10 月出现较大下滑，经过内部调整市占率也在不断提升中，到 2010 年底和 2011 年初市占率恢复到 20%左右水平。美的系继续快速扩张，10 年市占率一度高达 15%。美的系作风激进，淡旺季销售差别明显。10 年 12 月淡季后销量同比有所下滑，2011 年后春节效应带动下，市占率也有较明显增长。科龙市占率在 10%左右波动较大，美菱市占率维持在 5%，11 年首月略有上升。

图 8: 洗衣机分月度品牌总销量市占率



资料来源: 产业在线, 中投证券研究所

国产品牌中, 海尔和美的洗衣机占据鳌头, 二者市占率合计在 45% 左右, 对市场有重大影响。2010 年上半年美的系低价战略对洗衣机市场形成一定冲击, 美的系市占率上升到 20% 以上。美的规模优先的营销策略较为激进, 低价促销后下半年市占率稍有回落, 但在年底旺季来临后前期市场效应开始显现, 市占率稳步回升, 1 月后已恢复到 20% 以上。海尔市占率保持在 24-25% 左右的水平, 2010 年上半年受美的洗衣机营销策略营销, 市占率一度跌至 20%, 其后公司积极调整策略, 下半年后市占率逐步恢复到 25% 左右水平, 依然占据市场第一的位置。美的营销策略对市场的冲击同样营销到合肥三洋, 其市占率上半年初夏下滑, 年末后受益于旺季行情, 市占率有所回升, 基本维持在 5% 左右水平。

2.2 短期成本有压力, 龙头具备很强的成本转嫁能力

白色家电的主要原材料包括压缩机、电机、钢板、铜以及塑料等, 其中铜材和钢材占原材料成本 50% 以上。原材料价格的波动会对家电制造企业的盈利形成一定影响。家电制造处在产业链中游, 企业所处的行业地位和对上下游的议价能力决定了公司成本转嫁能力。

表 5: 空调材料成本结构 (单位: %)

材料成本	成本占比
压缩机	25%-30%
电机	7%-9%
侧板钢材	20%-25%
铜材	20%-25%
铝材	5%-8%
ABS 塑胶件	5%-7%

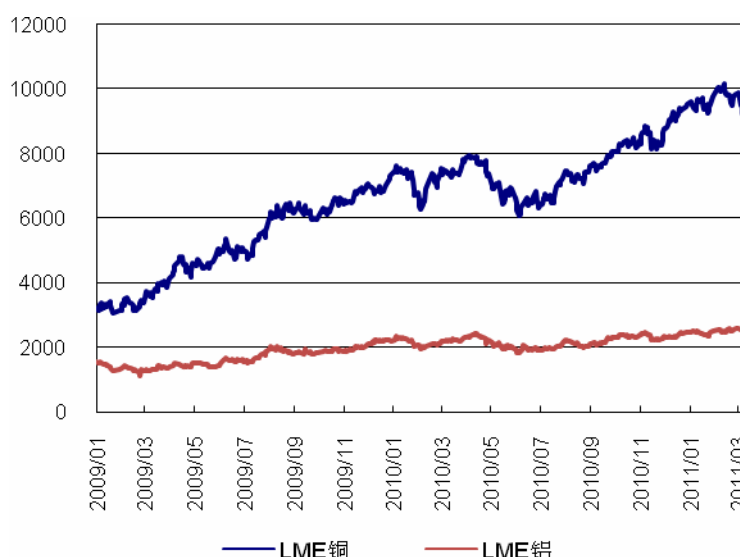
表 6: 冰箱材料成本结构 (单位: %)

材料成本	成本占比
压缩机	25%-30%
蒸发器、冷凝器	15%-20%
塑胶件	10%-15%
电路板	10%-15%
侧板钢材	20%-25%
异氰酸酯	7%-10%

资料来源: 家电网, 中投证券研究所

去年下半开始，伴随全球流动性的增加，铜、石油等大宗原材料出现大幅上涨，铜价一度上涨到 1 万美元/吨，相比 2010 年中 6000 多美元上涨 50%，塑料和钢材也均有较大幅度上涨。同时，用工成本也在不断上升，市场上担心原材料价格成本上涨会给家电整机企业盈利能力带来较大压力。我们认为，市场上对于成本上涨对家电企业的影响过于悲观。

图 9：铜铝价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，中投证券研究所

图 10：钢材价格走势（单位：元/吨）

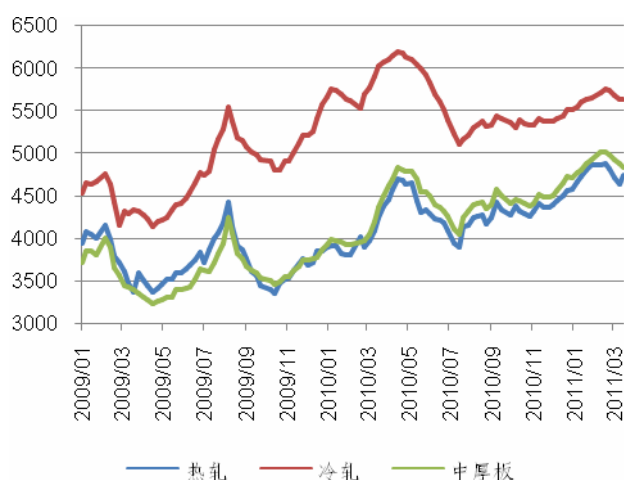
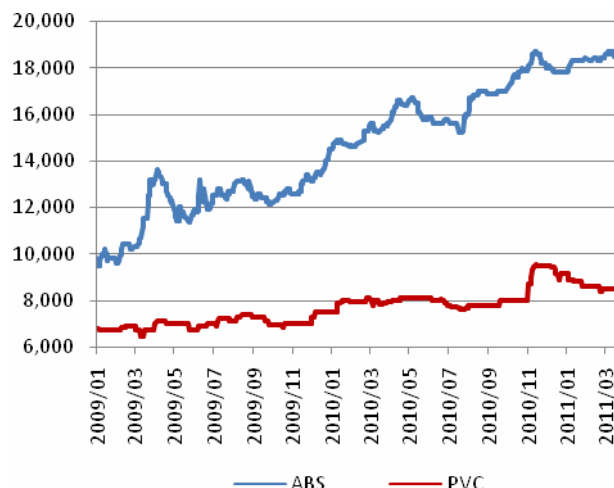


图 11：塑料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中投证券研究所

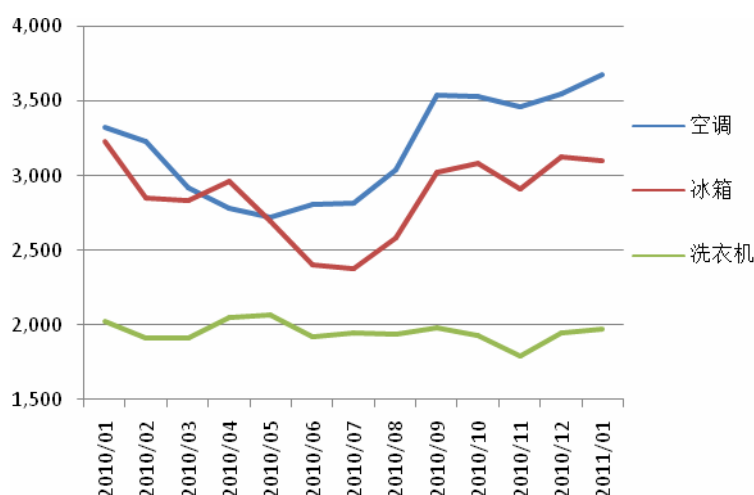
短期看成本有压力。从部分家电公司公布的年报看，盈利能力都受到不同程度的影响。家电产品消费占居民总消费比重越来越低，伴随着人均收入的增

长，家电消费的价格弹性也会越来越低。从1月份中怡康数据看，空调和冰箱均价从10年下半年就开始上调，冰洗空在10年底11年初价格均呈现上扬趋势，说明行业已开始酝酿并实施向下游转嫁成本。

春节过后，主要品牌纷纷因原材料价格上涨等因素通过各种方式涨价。预计未来随着行业竞争加剧，盈利水平将会承受压力。行业整体价格的上扬对终端销量有一定影响，但企业主要通过推出新品等方式消化消费终端的反应。另一方面高端产品并未提价，行业内产品结构还在逐渐调整，整个提价和新品推出的过程也是行业盘整和洗牌的过程。

考虑到上游原材料成本上涨向下游传导需要一定滞后期，一般大白电2-3个月，小家电1-2个月，2月底小家电产品已开始进行5%-10%不同程度涨价，白电整机厂商也开始酝酿并实施出厂价上调计划，主要通过推新品方式进行价格上调。预计一季度家电整机企业盈利能力还会承受一定压力。二季度后，上游成本上涨压力能够得到部分消化。

图 12: 空、冰、洗城市价格走势（单位：元）



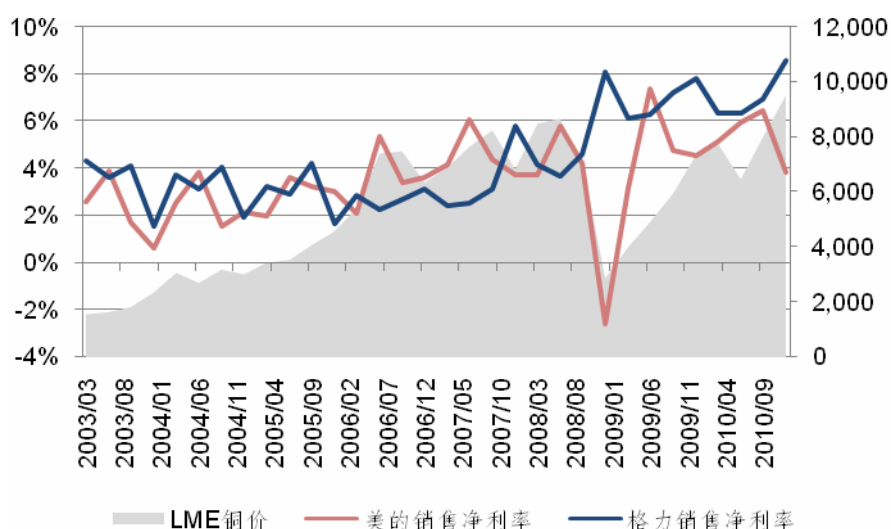
资料来源：中怡康，中投证券研究所

中期看，原材料成本从年初最高点已经出现部分回调。受日本地震影响，中期上涨难有更大幅度上涨。假设原材料上涨10-20%，整机厂商调整相应幅度出厂价，足矣覆盖成本上涨带来的压力。1) 由于住房、服务等价格上涨更快，家电消费占居民总消费的比例下降，20%的涨价仅对应几百元，消费者的承受能力和心理接受能力不断提高，对家电产品消费的价格敏感性有所降低。随着居民收入的稳步增长，消费者的不断成熟，越来越多的关注产品性能、质量和品牌，更有利于行业龙头企业。2) 消费升级带动产品结构优化。中国特有的二元经济下，一二级市场具有较强消费能力，消费升级特征明显，高端家电产品需求不断增加。家电龙头拥有较强市场引导能力和反应能力，能够最快优化产品结构，盈利能力也稳步提升。3) 成本上涨将挤压行业中弱小品牌盈利，迫使其让出更多空间，这也是利好龙头企业。

长期看，在品牌集中度不断提高，行业生态不断优化的背景下，市场壁垒较高，白电行业龙头均不同程度实现一定的垄断，白电龙头已经具备了较强的成本转嫁能力，保证其盈利水平稳步提升。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，一度钢价，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。

03 年以来，铜、钢等原材料价格均出现过较大幅度调整。市场上普遍存在误解，认为“家电制造处在充分竞争中，大宗商品的价格调整对公司盈利形成向下压力”。而实际情况并不完全如此，白电龙头的成本转嫁能力远超市场预期。

图 13: 铜材价格走势（右）与格力、美的销售净利率比较



资料来源：Wind，中投证券研究所

我们比较了 03 年至今家电主要原材料价格波动和格力、美的电器销售净利率变化的走势，不难看出，钢、铜等主要原材料在 06 年和 07 年出现过大幅上涨，LME 铜目前价格已接近 03 年的 5 倍。而美的的销售利润率从 03 年不足 3%，提高到 10 年三季度接近 6%，销售净利率整体呈稳步增长趋势，原材料价格波动对公司盈利水平影响有限。

实际上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。在这一点上市场还是有一定共识的。

三、“下乡”目标已达，“换新”有望延续

08 年以来，为了刺激消费，促进节能减排，推动家电出口，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，总体上这些政策都是有利于行业的。

总体而言，家电下乡政策的实施效果最好，以旧换新次之，调整出口退税

率对行业的影响最小。而高效空调节能补贴的效果最为显著和直接，但是持续性不强。

我们一直认为：由于家电这个行业的特征决定，不管何种政策都很难改变行业整体的运行规律和运行大方向，归根结底，都要看公司的核心竞争力，和对各种政策的适应能力。家电行业经过多年的竞争，已经很少有长期的大范围的行业机会，企业的利润更多地来自于行业上下游，包括消费者在内的各方博弈，还有行业内的彼消此涨。积极进取，措施正确得力就能超越行业，否则就有如逆水行舟，不进则退。所谓的行业政策对其影响也非常小，决不是普惠制。

3.1 家电下乡目标已达，年底政策逐步退出

表 7：家电下乡政策（单位：%）

家电下乡			
受益对象	农村居民		
实施地区	鲁豫蜀	10 省市直辖市	其余 22 个省市及新疆建设兵团
实施时间	2007.12-2011.11	2008.12-2012.11	2009.2-2013.1
受益人数	1.7 亿人	2.4 亿人	3 亿人
补贴产品	彩电、冰箱、手机、洗衣机、空调、电脑、电磁炉、微波炉、热水器、摩托车、电脑、电动车		
补贴比例	售价×13%		

资料来源：商务部，中投证券研究所

家电下乡经过三年的执行，效果显著。2010 年全年下乡销售额超 1700 亿元，同比大幅增长 150%以上。

除了直接的销售推动之外，还有几个方面值得我们关注：

1、政府高度重视家电下乡工作。将家电下乡作为启动农村市场扩大消费的重要措施和手段，积极参与，主动协调，明显改善农村家电的营商环境。也吸引了更多资本来参与，扩大了家电销售企业的数量、销售网点和商品种类，引导消费热情，推动消费升级。下乡补贴刺激农村家电消费的同时，也培养并形成农村家电消费风气和习惯。

2、家电下乡销售网络更趋完善，农村交易成本下降。通过家电下乡，充分利用了供销合作社遍布城乡的网络资源，有力地促进了家电企业开拓农村市场的力度，企业纷纷加大了对农村市场的投入，将销售渠道由城市向农村延伸，推动了农村销售网络的建设。目前已初步建成了覆盖全国县、乡镇甚至村的销售网络、物流配送网络和售后服务网络，正逐步改变农村市场销售渠道和售后服务薄弱、落后的局面。

3、家电下乡推动下，农村售后配套服务水平提升。通过开设家电维修部，延伸服务链条和服务功能，促进家电下乡的同时，为农村家电消费提供了长期保障。

家电下乡的政策目标已基本实现，按照计划今年底开始逐步退出。十二五期间，农民收入会得到持续增长，农村居民用水用电条件还将持续改善。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和习惯。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，家电下乡不会透支后期家电需求，下乡政策的退出也不会导致市场低迷。

图 14: 家电下乡总销量 (单位: 万台, %)

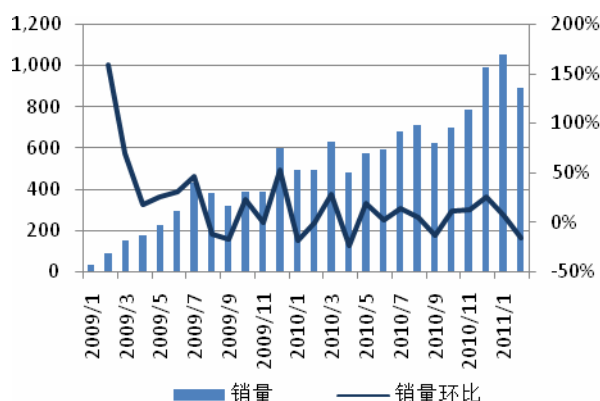
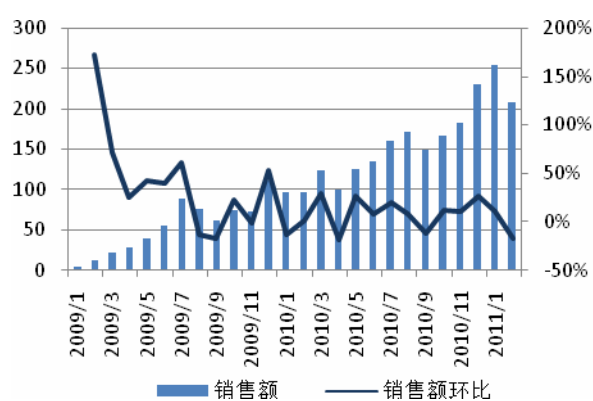


图 15: 家电下乡总销售额 (单位: 亿元, %)



资料来源: 商务部, 中投证券研究所

3.2 以旧换新有望延续

表 8: 以旧换新政策

以旧换新		
受益对象		城镇居民
实施地区	京津沪等 9 省市	晋冀徽等 19 省市
实施时间	2009.6-2011.12	2010.6-2011.12
受益人数	2.6 亿人	3.5 亿人
换新品种	电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑	
补贴比例	售价×10%	

资料来源: 商务部, 中投证券研究所

2009 年 5 月开始分步实施家电以旧换新政策。主要补贴品种电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类家电产品点。对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者，原则上按新家电销售价格的 10% 给予补贴，分品种确定最高补贴额度（补贴上限为：电视机 400 元/台，冰箱 300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台）；对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用，给予定额补贴。补贴总额度 20 亿元。

2009 年 6 月，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。温总理以及发改委领导均多次表示，以旧换新在十二五期间将持续执行。

数据显示，截止到 2011 年 3 月，家电以旧换新共销售新家电 4027 万台，销售额 1521 亿元，受惠家庭超过 450 万户，进一步释放了国内居民的消费需求。

显然，家电以旧换新政策对家电行业属于重大利好。最主要是促进了更新需求提前，而且激发出来的大多是高价值量，高毛利的销售，也是顺应扩大内需的政策。从消费者层面去理解，彩电，冰箱正处于消费升级时代（彩电升级为 LCD，冰箱升级为三门，多门），新产品单位价值量比较高，百姓以旧换新的内在需求比较高，会下意识地产生参与的冲动，所以彩电，冰箱以旧换新会非常受欢迎，受本次政策正面影响较大，而洗衣机受益次之，另外空调、电脑单位价值高，也有相当的吸引力。

图 16：以旧换新累积销售量、销售额（单位：万台，亿元）

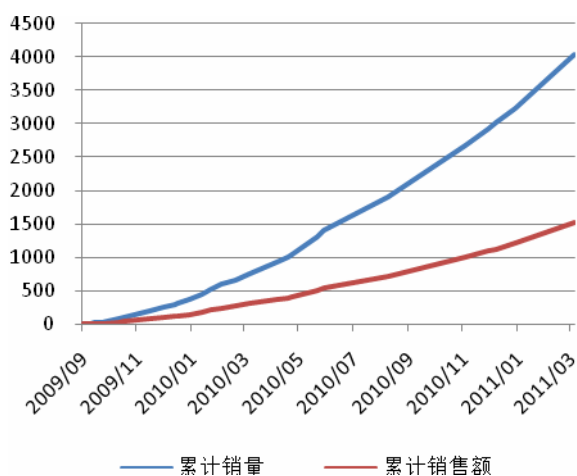
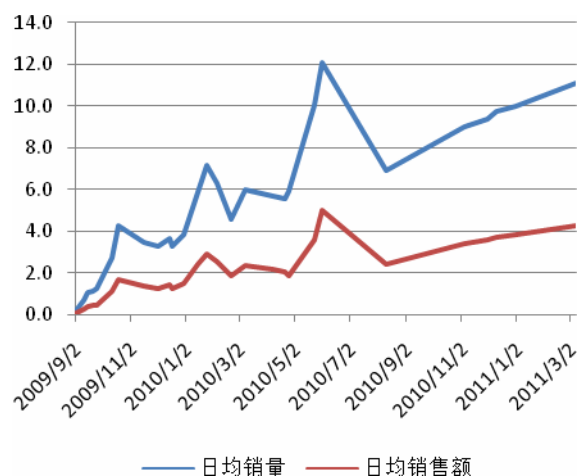
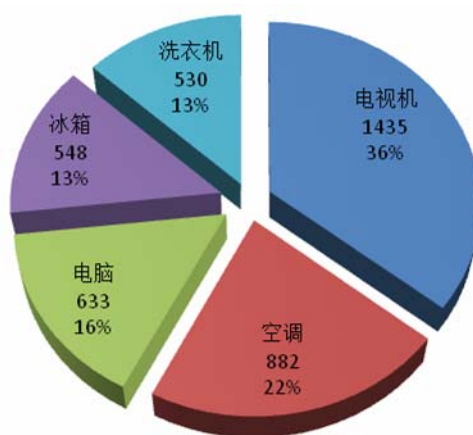


图 17：以旧换新日均销售量、销售额（单位：万台，亿元）



资料来源：国家商务部，中投证券研究所

图 18：截止 2011 年 3 月以旧换新品类销量（单位：万台，亿元）



资料来源：国家商务部，中投证券研究所

3.3 节能惠民工程期待向变频倾斜

表 9: 高效定频空调补贴

节能惠民	
受益对象	全国
实施时间	2009.06-2011.06
受益人数	13 亿
换新品种	高能效定频空调
补贴比例	2009.06-2010.06, 300-850 元 2010.06-2011.06, 150-250 元
政策细则	2 级以上

资料来源: 国家商务部, 中投证券研究所

为了进一步推进国家节能减排的政策, 2009 年 5 月中旬发改委、财政部发起了“节能惠民工程”, 针对能效等级 2 级以上分体式空调企业进行财政补贴。政策实施后, 高效节能空调市场份额快速增长, 产品整体能效水平显著提升, 对促进节能减排、拉动国内消费、推动产业升级起到了重要作用。

2010 年 5 月, 高效节能空调补贴推广政策延长至 2011 年 5 月底。补贴产品范围为额定制冷量 7500w 及以下的机型。调整后的方案不仅提高了补贴产品的门槛, 而且还大幅削减了补贴力度, 补贴标准从此前的 300~850 元下调至 150~250 元。

定频空调的高能效补贴将在今年 5 月底结束, 目前针对推广变频空调的政策尚未出台。从前期推广的情况看, 国产一线品牌在推广产品型号数量上优势明显, 市场的覆盖面广, 有望在销售量上有良好的表现, 龙头企业如格力、美的在渠道、品牌及技术上的优势决定了其在国家政策中的受益程度, 目前格力、美的的节能产品的销售已占一半以上, 节能补贴政策出台会更加强化空调行业强者恒强的格局。

另外, 随着定速空调补贴力度的减小, 也让变频空调与定速空调的价差得到进一步缩小, 变频空调在国内将迎来一轮新的发展良机。这又将会导致主流空调品牌的优势得到凸显。

从十二五规划建议上, 以及国家对节能减排和核心零部件未来发展的态度和规划上, 针对变频的能效评定和变频补贴也是箭在弦上。目前以美的、格力为首的主要空调厂商均已将着力点放在变频上, 变频在一二线城市的销售占比也达到 50%。空调变频化将会成为未来引领空调销售发展的重要特征。

3.4 1000 万台保障性住房对冲地产调控负面影响

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)。

地产调控从 2010 年上半年开始不断加码, 即便考虑对家电影响的时滞, 2010 年下半年空、冰、洗销售持续火爆, 并没有收到地产交易萎缩的影响。

这也从侧面证明了，目前家电更新需求以及刚性新增需求是主力，地产调控的影响有限。另一方面，1000 万套保障性住房计划预计会强力执行，能够部分对冲地产调控的影响。

四、通胀背景下，配置盈利稳定的白电仍是较好的选择

2.1 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，很多经销商会更依赖龙头家电厂商，而中小家电厂商自身压力更大，会让出更多市场。

2.2 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，博弈能力强的白电是比较好的配置品种，因为白电行业竞争格局稳定，品牌集中度很高，成本转嫁能力较强（白电龙头拥有很强的上下游谈判权），又不象很多敏感产业，收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。

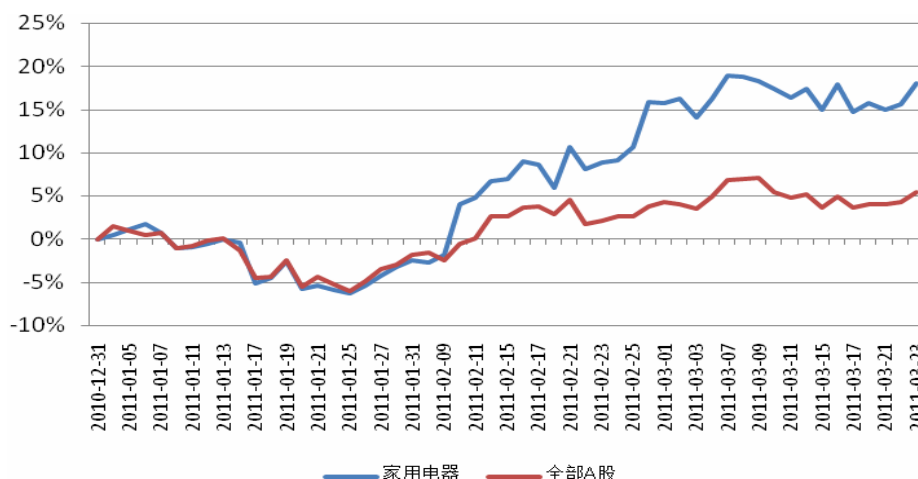
五、估值比较

5.1 一季度整体大幅跑赢大盘

一季度家电板块整体跑赢大盘 13% 左右，其中，白色家电在 2010 年四季度销售数据持续超预期下，实现业绩估值的双轮提升，一季度累积上涨 14% 左右，跑赢大盘 10 个百分点。其中白电三大龙头，格力、美的、海尔整体累积实现累积收益 15% 左右，跑赢大盘 11%。格力、美的、海尔分别实现累积收益 24%，11% 和 4% 左右。格力、美的 2010 年中期启动增发预案，目前美的已完成增发，格力预计在上半年完成增发。海尔在一季度分别公告了股权激励方案和资产注入方案，但均在市场预期之中，并没有太多催化因素。

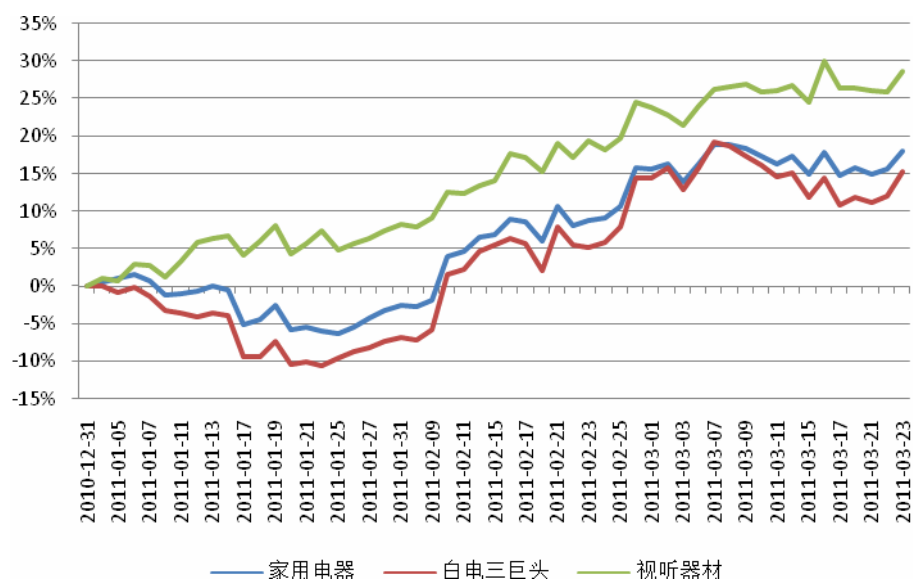
黑色家电板块的高增长，主要由于 TCL 以及海信电器带动，黑电板块证券估值水平得到提升。TCL 增长更多来自事件驱动，一季度分别公告了股权激励方案和 10 送 10 分配方案。海信电器在受内困外扰的黑电行业独树一帜，收入和盈利不断超市场预期，二级市场上也走出较为独立的行情。

图 19: 家电板块一季度跑赢大盘超过 10% (2011 年 3 月 23 日收盘价/流动股本加权)



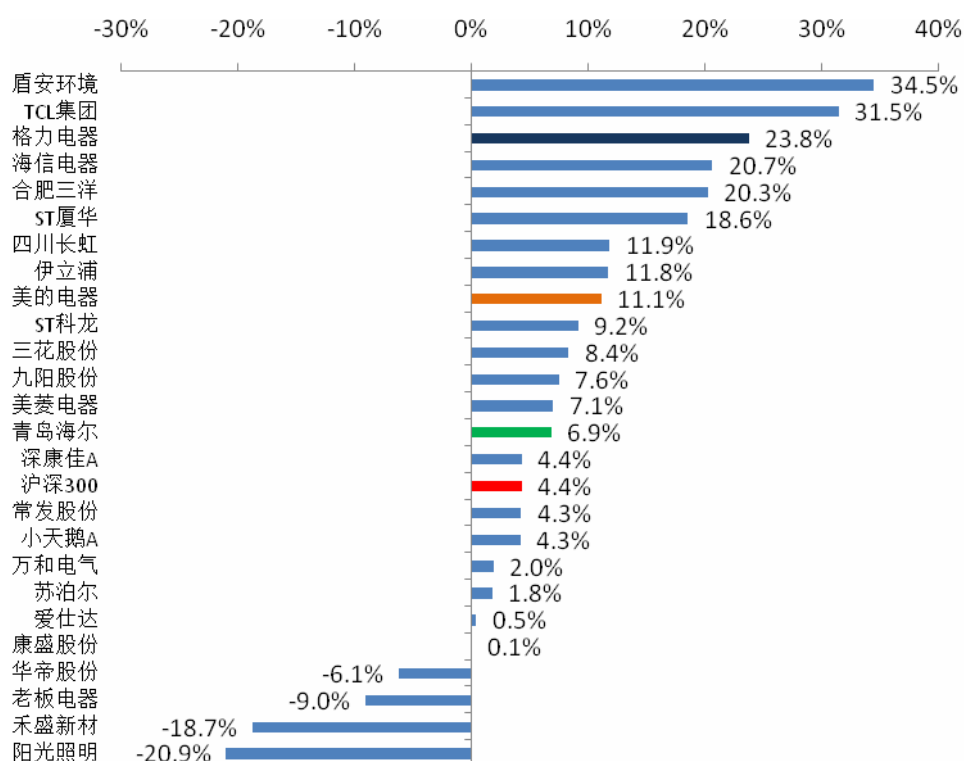
数据来源: Wind, 中投证券研究所

图 20: 家电板块估值比较 (TTM, 整体法/2011 年 3 月 23 日收盘价)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

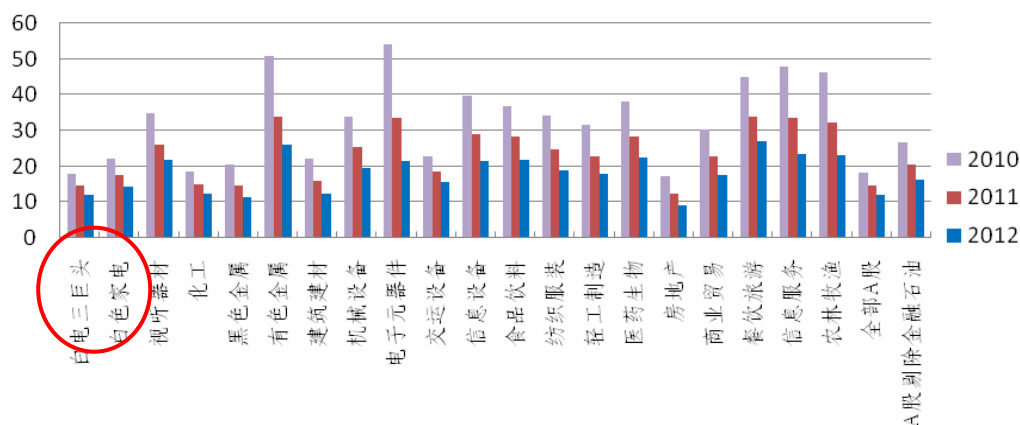
图 21: 主要公司收益与大盘对比 (2011 年 3 月 23 日收盘价)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

5.2 家电估值水平和其他行业比较

图 22：家电板块估值比较（TTM，整体法/2011 年 3 月 23 日收盘价）

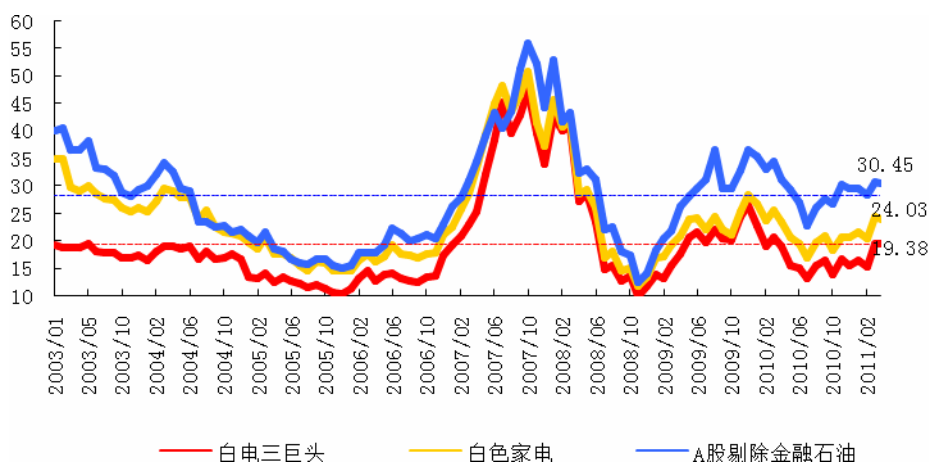


数据来源：Wind，中投证券研究所

2011 年一季度家电板块大幅跑赢大盘，估值得到一定修复。家电板块低估值是长期以来一直存在的问题，经过 1 季度估值修复，仍有一定上升空间。比照其他版块，家电板块相比 A 股平均估值（2011 年 20 倍）仍然较低。其中格力、美的和青岛海尔白电三巨头估值相比白色家电又更低一些。按照盈利的一致预期估算，2011 年白色家电估值只有 17.6 倍 PE 估值，白电三巨头估值仅有 14.6 倍 PE，而同期大盘（剔除金融和石油板块）PE 绝对估值为 20 倍。更进一步，2012 年白电三巨头和白电板块绝对估值只有 12 倍和 14 倍，相比大盘 16 倍，盈利确定性很强，持续高增长的白电龙头 PE 估值仍然偏低。

5.3 白电三巨头估值水平同过往历史比较

图 23：白电绝对估值比较（TTM，整体法）

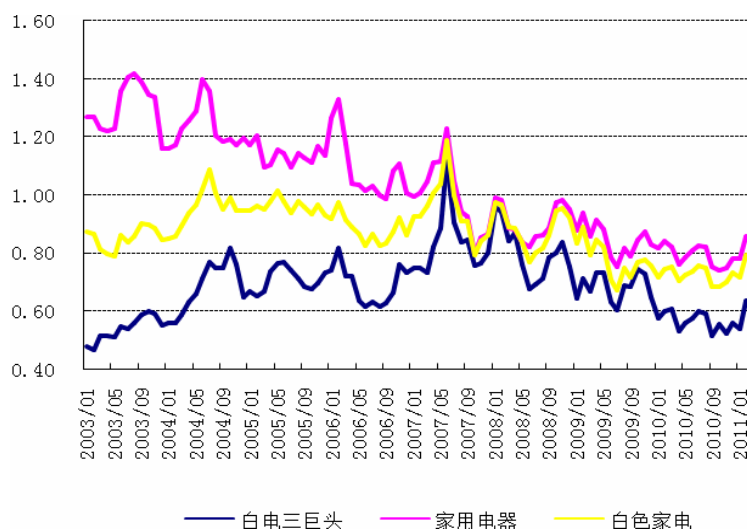


数据来源：Wind，中投证券研究所

从白电三巨头和白色家电历史估值来看，白电版块以及白电三巨头绝对估值长期低于 A 股大盘的估值，但随着市场情绪以及企业本身业绩超预期等因素，估值水平也在不断修复和调整中。2007 年下半年至 2008 年，白电以及三大龙头估值曾经一度与 A 股大盘估值基本一致，板块低估的现象有所缓解。而当前 A 股剔除金融、石油板块估值约为 30 倍左右，白电板块（包含了白电上游配件企业以及小家电）估值在 24 倍左右，而三大白电龙头企业估值经过 1 季度修复后，仍不足 20 倍，基本与均值持平。

5.4 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较

图 24：白电相对估值 PE 倍数（TTM，整体法）



数据来源：Wind，中投证券研究所

*相对估值为相对 A 股剔除金融、石油板块后相对 PE

*板块划分采用申万一级和申万二级分类

白色家电估值低估明显，历史相对 PE 最高在 1.2 倍左右，过往年平均相对估值也在 0.9 倍左右，当前白色家电相对 PE 0.8 倍左右，仍低于均值。

而白电中，格力、美的和青岛海尔白电三巨头相对估值还在白色家电板块之下。三巨头相对估值在 2007 年最高达到 1.1 倍 PE，往年正常情况下一般也在 0.7 倍左右。从相对估值角度，目前白电三巨头估值在 0.6 倍左右，仍有一定上升空间。

预计 2 季度家电板块继续上涨会有一定压力。但在大通胀背景下，家电股，特别是龙头企业以及增长确定的白电和小家电股是较好的选择，股价调整即为买入的时机。

六、2011 年二季度投资策略

6.1 整体投资策略

针对行业发展趋势和公司的实际经营情况，结合目前的估值水平，我们的投资策略是：配置具备较强成本转嫁能力的大白电；关注小天鹅、苏泊尔等增长确定公司，持股待涨；参与具有驱动因素的合肥三洋、三花股份等配件公司；关注黑电经营环境改善下的明确受益品种，寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。

行业评级为“看好”。

重点关注以下公司：

1. 估值合理的空调龙头：格力 海尔 美的
2. 期待盈利能力改善，费用率下降：小天鹅 美菱 ST 科龙
3. 受益于保障性住房厨卫企业：万和 华帝 格力 海尔 美的
4. 确定性成长的小家电公司：苏泊尔 九阳 老板电器 华帝
5. 黑电大发展重点受益品种：海信电器 康佳
6. 节能减排概念：龙头空调 浙江阳光 三花股份 合肥三洋

近段时间，有色金属，原油等大宗商品价格有所上升（但钢材价格基本平稳），对行业集中度很高的空调行业影响比较小，龙头空调企业具有较强的成本转嫁能力，但不同企业，由于处在不同行业以及行业地位不同，转嫁的程度以及速度各有不同。其中格力表现最为突出，其 2010 年年报显示，在全行业面临成本压力时，其较高的毛利率依然得到保持。材料涨价对品牌集中度不太高的冰箱、洗衣机行业还是会形成一定的压力。

春节过后，主要品牌纷纷因原材料价格上涨等因素通过各种方式涨价。预计未来随着行业竞争加剧，盈利水平将会承受压力。行业整体价格的上扬对终端销量有一定影响，但企业主要通过推出新品等方式消化消费终端的反应。另一方面高端产品并未提价，行业内产品结构还在逐渐调整，整个提价和新品推出的过程也是行业盘整和洗牌的过程。

从更长期看：

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，未来随着农民收入提升，农村家电交易成本的下降，家电农村消费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。

C) 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，更具有消费品而非耐用品特征。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，还具备以下几个优势：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，拥有较高的组织管理水平和上佳的营商环境。上述优势是短期内不可复制或转移的。

行业生态不断优化：

经过多年的惨烈竞争，目前行业竞争格局基本稳定，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，没有新的资本能够或者愿意寻求进入家电行业，特别是白电领域，在行业集中度不断提高的背景下，白电龙头企业对上游和终端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。未来白电龙头的市场份额会更高，产品平均单价会不断上升，综合盈利水平会稳步向上。美的、格力等基础扎实，布局良好的企业能够长期看好。

6.2 重点公司列表

表 10：重点关注公司一览

公司代码	重点公司	EPS10	EPS11	EPS12	股价 03.29	PE10	PE11	PE12	投资评级
000527	美的电器	1.00	1.32	1.84	19.42	19.42	14.71	10.55	强烈推荐
000651	格力电器	1.52	1.98	2.50	23.20	15.26	11.72	9.28	强烈推荐
600690	青岛海尔	1.50	2.10	2.90	28.99	19.33	13.80	10.00	强烈推荐
000418	小天鹅 A	0.80	1.16	1.59	20.99	26.24	18.09	13.20	强烈推荐
002508	老板电器	1.07	1.65	2.34	32.00	29.91	19.42	13.68	强烈推荐
002032	苏泊尔	0.70	0.95	1.31	23.58	33.69	24.82	18.00	推荐
600983	合肥三洋	0.57	0.65	0.96	14.08	24.70	21.66	14.67	推荐
002050	三花股份	1.19	1.42	1.70	35.00	29.41	24.61	20.65	推荐
600060	海信电器	0.78	0.95	1.17	13.99	17.94	14.73	11.95	推荐
002242	九阳股份	0.78	0.89	1.01	15.90	20.38	17.87	15.74	推荐
002543	万和电气	1.24	1.29	1.76	28.02	22.60	21.72	15.92	推荐
000921	ST 科龙	0.28	0.36	0.47	8.45	30.18	23.47	18.06	中性
002035	华帝股份	0.54	0.72	0.95	13.84	25.63	19.22	14.57	中性
002413	常发股份	0.58	0.74	0.93	25.99	44.81	35.01	28.01	中性
002011	盾安环境	0.58	0.85	1.22	30.38	52.38	35.95	24.97	中性
000521	美菱电器	0.80	0.70	0.84	11.76	14.70	16.80	14.00	中性
000016	深康佳 A	0.28	0.40	0.52	5.05	18.04	12.63	9.71	中性
600261	阳光照明	0.73	0.92	1.24	33.63	46.07	36.55	27.12	中性

数据来源：中投证券研究所

七、重点公司介绍

7.1 格力电器：高通胀时代 龙头风范尽显

空调行业技术进步一直很少。在这样的背景下，国产空调企业能够充分发挥本身的成本优势、营销优势，使得外资品牌空调企业缺乏全面竞争力，纷纷退出该领域或者仅仅固守在局部区域。

对于国产品牌而言，经过多年的血拼，相当部分企业因为缺乏足够的规模和一定的品牌影响力也逐步被市场淘汰，特别是从内销来讲，整个空调行业已经成为了格力美的两强主导的双寡头垄断阶段。

基于行业逐步走向寡头垄断的判断，（实际上是世界范围的寡头垄断，中国空调制造已经占全世界 85%），行业龙头公司的毛利率下降的可能性不大，格力电器在空调行业内的超强地位促成了在空调产业链中强大的掌控能力。公司有能力在成本上下波动中始终处于主动有利的地位。而公司独特的渠道模式也是对手很难复制的成功利器。通过股权与经销商绑在一块紧密合作有利于渠道畅通，避免过分依赖家电连锁企业，对新增三四级市场表现出更强的渗透力。另外公司具有很强的品牌号召力，决定了其超强的提价能力，而整体物价水平提升加上消费结构的变化，家电消费支出占居民总消费的比例大降，客观上形成了居民对格力空调的提价承受能力。

前期市场给予格力等家电股较低估值主要是担心公司增长不足，但从实际业绩来看，城镇化以及消费升级有效推动市场总容量增长。2010 年公司实现收入 608 亿元，同比增长 42.6%，其中，国内收入 466 亿元，同比增长 40%；海外收入 97.5 亿元，同比增长 67%。实现净利润 43 亿元，同比增长 46.8%，EPS 1.52 元，超市场预期。2011 年空调行业在农村市场需求突破后，增长依然有超预期的可能。

在高通胀情况下，格力独特的销售和占款模式，强大的上下游谈判能力，能够快速、有效的转移成本。从目前来看，公司是一季度盈利最有超预期可能的龙头。

公司增长可拓展的领域包括：

- 1 家用空调尚有较大拓展空间，无论是在城镇，农村还是在出口领域。
- 2 未来格力产品平均单价会不断上升。
- 3 中央空调上，公司目前发展势头良好。
- 4 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。
- 5 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头
- 6 不排除横向拓展向冰箱行业

7.2 美的电器：野蛮生长 终成参天大树

由空调行业的竞争特点，我们高度看好空调行业龙头的投资机会。除了格

力电器，空调另一位龙头美的电器也会受益于行业良性发展，加上公司在冰洗上的逐步壮大，值得长期投资。

美的电器的长期竞争优势表现为：

(1) 优秀的体制、机制和管理

绝对利润最大化的民营体制

执着务实的掌舵人

勤勉专业的职业经理人团队

明确到位的约束激励机制，高效灵活的反应体系

良好的治理结构

重视投资者关系，强调市值管理

(2) 超强的行业地位与无可比拟的规模优势

(3) 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度

(4) 完整的白色家电产业链

(5) 上佳的技术优势和品质保障

(6) 多年的品牌积累

2010 年公司实现收入 746 亿元，同比增长 58%，其中，国内收入 540 亿元，同比增长 60%；海外收入 206 亿元，同比增长 51%。实现净利润 31.3 亿元，同比增长 69.2%，EPS 1.0 元。目前公司空调、冰箱、洗衣机都已是行业第二，本年冰箱、洗衣机都完成翻倍增长，后续增长势头良好。

随着销售收入大幅增长，公司的规模效益也有所体现。另外公司内部加强渠道整合、营销变革促进资源共享，效率提升，期间费用率为 13.51%，同比下降 2.6%，其中销售费用率 9.3%，同比下降 2.8%，管理费用率 3.6%，略有上升，主要为研发费用增加所致。当期实现净利润率 4.2%，同比提高 0.3%。公司洗衣机业务受原材料成本影响，2010 年下半年盈利收到部分影响，随着 3 月份后白电普遍提价，公司盈利水平未来还有提升空间。

美的作为综合性白电巨头已现雏形，211 年初公司完成 43 亿再融资，加大在全国五大区域、九大基地产能，扩充规模优势，产业布局初步完成。国内建有超 60 家销售公司和 6 万家终端网点，同时公司开始积极拓展新兴市场，着手布局全球白电产业。未来或通过收购或合资，完善全球制造布局，进一步充分发挥规模优势。公司规划，未来五年再造一个美的。展望未来，冰箱产能扩充、洗衣机业务整合加速、后续可能的股权激励等都让人充满期待，我们坚定看好公司未来。

7.3 小天鹅：渠道、效率、结构：三轮驱动持续增长

小天鹅原本是洗衣机行业的龙头之一，在行业内有着较深的积累，08 年初被美的收购之后业务经过两年多的整合，已经成为美的旗下的重要组成部分，特别是公司将合肥荣事达主要洗衣机资产注入到小天鹅后，小天鹅已经成为了美的旗下唯一的洗衣机业务平台，协同效应明显，2010 年销售和利润都有翻倍增长，市场份额大幅提高，行业话语权大幅提升。

具体表现为：1) 美的系冰、洗、空渠道融合，公司作为美的洗衣机平台，渠道整合优势正在显现，协同效应正在发挥。公司销售费用率和管理费用率大幅下降，具体来源包括：a) 人员整合，特别管理人员减少，一线人员人均销售增加。b) 小天鹅，荣事达并入美的原来的空调销售渠道，渠道整合带来销售费用率大降。c) 研发队伍整合后，研发效率提升，研发费用反而降低。2) 进一步发挥小天鹅本身的技术优势，通过产品结构调整，不断巩固和提高全自动洗衣机销售，另外大力开发滚筒洗衣机新品，采取研发和营销双轮驱动公司高端产品迅速上量。3) 规模优势逐渐形成，盈利水平不断提高。

借力美的销售渠道，规模优势还会初步扩大。具体表现为：1) 三四级市场需求仍有较大空间，小天鹅目前在美的 5 万个终端渗透率在 60%，公司利用美的三四级市场渠道优势尚有较大提升余地。2) 公司目前出口占比不足 25%，借力美的拥有强大的海外渠道资源，出口销量大幅增长能够更有效的发挥公司规模优势。3) 荣事达资产注入后，公司能够合理规划产业布局，规模迅速扩张，从而带来规模效益。

未来成长空间仍然巨大。1) 目前洗衣机行业内销景气度高涨，农村洗衣机保有量每百户 50 多台，在农村收入不断提高，家电消费倾向增长的背景下，农村洗衣机销售持续旺盛。城市消费升级特征明显，带动产品平均单价上升。2) 产品结构优化，高端产品增加促进毛利提升；3) 外销方面，美的强大的海外渠道尚未被小天鹅充分利用，依托美的海外优势，小天鹅出口增长将成为未来公司增长的重要动力。4) 相比空调市场，洗衣机行业集中度仍偏低，未来随着行业集中度的提高，海尔、美的等行业龙头的市场份额有望进一步提升。在集中度提高的背景下，龙头企业的净利润率水平也会提升。

7.4 青岛海尔：冰箱优势明显，上涨催化剂较多

青岛海尔作为最大的综合性白电制造商，冰箱优势十分明显，从规模、成本控制、渠道建设等方面具备较大的市场竞争力。今年以来，抓住冰箱发展的大好形势，销售全面开花，从高端的对开门、多门冰箱，到家电下乡的普通品种都取得了良好的销售业绩。

公司施行股权激励方案后，非常重视投资者关系，注意倾听资本市场声音，及时落实了一系列有利于上市公司的措施，诸如：降低关联交易总额；降低关联交易的采购代理费率；增持海尔电器股份；注入海尔物流。未来还有后续的动作。

公司 10 年前三季度累计实现营业收入 454 亿元，同比增长 33.3%。实现

净利润 16 亿元，同比增长 50.3%，EPS 1.20 元。其最重要产品冰箱同比增长近 40%，增长一方面源于公司在农村市场销售旺盛，另一方面公司持续进行产品创新，加上本身品牌优势明显，高端产品销售稳步上升，三门及多门、对开门冰箱销售占比从年初的 20%提升至 30%。市场份额稳居第一。同期，空调收入同比增长 30%以上，空调市占率有所回升。

公司 09 年以来，推行人单合一和自主经营机制，经营效率不断改善，三项费用率合计下降 0.9 个百分点，促成净利润率提高，达 3.6%。相比格力、美的等同行，仍有一定的提升空间。

公司一直推行“渠道下沉 精耕网络”的网络发展战略。目前在全国县级市场建立了 7000 多家日日顺销售网络，县级覆盖率 90%以上；3 万个乡镇网络，镇覆盖率达到 65%以上网络遍布全国各个角落，这些将为未来扩大农村市场奠定坚实基础。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、阳光照明、ST 科龙、华帝股份、老板电器、万和电器。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434