

估值依然具有优势

——家电业二季度投资策略

研究员：张洪道

执业证书编号：S0570510120030

电话：025-83290887

E-mail: zhanghongdao@htsc.com.cn

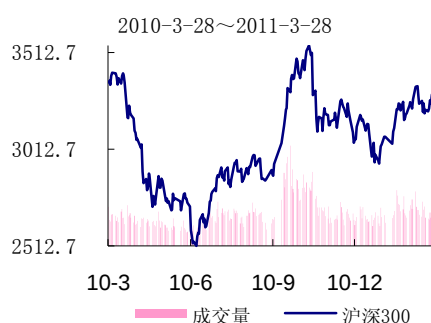
地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持(维持评级)

投资要点：

家用电器

市场走势图



相关研究

1《家用电器(3011): 家电股仍值得投资》2011.3

2《家用电器(3011): 内外销增势良好, 出口有望恢复到危机前的水平》2010.9

3《家用电器(3011): 前8月家电下乡销售破千亿, 家电股下半年业绩仍值期待》2010.9

- 根据产业在线的统计数据, 家用电器行业今年1-2月份, 主要产品的销售情况可谓涨跌互现, 出现明显的分化走势。其中, 家用空调的销售继续大幅增长, 洗衣机和冰箱稳定增长, 而电视机则出现了小幅下滑
- 本季度家电市场相对平淡, 这个成熟行业再爆出“炸弹”的可能性不大了, 我们一直认为, 家电未来将进入“默默耕耘”阶段。而在这样的阶段, 就只能靠观察行业的一些细小变化去揣摩其未来了
- 本季度家电行业的新变化有: 美的正式成为首家家电清洗服务示范企业, 拉开了服务角逐的序幕; 美的的变频空调战术或是一种产业话语权争夺的模式, 值得关注; 商用空调出现家用化趋势有利; 国内冰箱市场可能开始降温; 多项洗衣机标准将要实施以规范行业发展和传苹果将推出智能电视或使国内电视机企业承压
- 鉴于我国家电业的总体需求仍在快速增长和我国家电企业的全球竞争力不断强化, 我们在二季度继续看好家电股的走势。虽然一季度家电股涨得不错, 但相比于其它行业, 家电行业核心股票的估值依然具有优势, 个别子行业的成长依然较高, 所以, 二季度我们仍维持对家电行业的“增持”评级和对主要上市公司的投资评级

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
格力电器	23.2	推荐	1.03	1.52	1.82	2.19	22.44	15.26	12.72	10.60
美的电器	19.42	推荐	0.61	1.00	1.20	1.44	32.02	19.38	16.15	13.46
青岛海尔	28.99	推荐	0.86	1.60	1.92	2.30	33.71	18.15	15.13	12.61

一、家电行业的数据观察：主要产品的销售涨跌互现，出现明显的分化走势

根据产业在线的统计数据，家用电器行业今年 1-2 月份，主要产品的销售情况可谓涨跌互现，出现明显的分化走势。其中，家用空调的消费继续大幅增长，洗衣机和冰箱稳定增长，而电视机则出现了小幅下滑。

1、家用空调行业

就家用空调行业来看，2011 年 1-2 月份空调总销量为 1698 万台，较去年同期的 1128 万台大幅增长了 50.00%。其中外销空调 984 万台，较去年同期的 608 增长了 62.00%，而内销量为 713 万台，则较去年同期的 520 万套增长了 37.00%。而产量也同步增长了 45.00%，详细的总量指标见表 1。

家用空调子行业是今年 1-2 月份表现最好的子行业，空调内外销均已实现高增长，外销的增长主要是由于全球经济的恢复与增长，空调企业通过有效的全球化市场布局和拓展，加快拓展了发展中国家的广阔市场空间所致。

而内销市场随着人们收入水平的提升，空调产品的普及率在提升，特别是农村市场，目前家用空调产品的普及率才只有 12% 左右。而我国有近 3 千个区县、5 万个乡镇、70 万个行政村，在收入提升、家电交易成本下降、售后服务与用水、用电条件不断改善的情况下，这个市场正在成为激发空调产品快速增长的新引擎。

表 1：家用空调行业 2011 年 1-2 月的总量指标

期间	项目/年度	2011 年	2010 年	同比增长
累计 1-2 月	产量	1759	1213	45%
	销量	1698	1128	50%
	出口	984	608	62%
	内销	713	520	37%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

2、冰箱行业

再来看冰箱行业，2011 年 1-2 月份冰箱产品的销量增长了 10.00%，总的销量达到了 1123 万台（见表 2）。其中，主要是内销增长，实现销售 917 万台，较去年同期的 792 万台增加了 16%。而出口只有 226.0 万台，较去年同期的 230 万台下降了 2.00%。而产量也几乎同步增长了 12.00%。

今年 1-2 月份冰箱的销售形势明显回到了稳定增长的轨道上，前两年的高增长可能已经结束，今年恐将难现往年的高增长了。

表 2：冰箱行业 2011 年 1-2 月的总量指标

期间	项目/年度	2011 年	2010 年	同比增长
累计 1-2 月	产量	1137	1019	12%
	销量	1123	1022	10%
	出口	226	230	-2%
	内销	917	792	16%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

3、洗衣机行业

至于洗衣机行业，2011 年 1-2 月份的销量，则达到了 924 万台（见表 3），与去年同期的 746 万台相比，增长了 24.00%。增长的动力主要来自于内销，内销实现了 676 万台，较去年同期的 519 万套增长了 30%，而外销 248 万台，增长了 9%。可喜的是，洗衣机行业的增长依然保持了 20%以上，估计今年全年还有望保持类似于去年的高增长势头。

表 3：洗衣机行业 2011 年 1-2 月的总量指标

期间	项目/年度	2011 年	2010 年	同比增长
累计 1-2 月	产量	899	725	24%
	销量	924	746	24%

	出口	248	226	9%
	内销	676	519	30%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

4、电视机行业

2011 年 1-2 月份,电视机的总销量达到 1605 万台,较去年同期的 1630 万台下滑了 1.5%,其中,下滑幅度最大的是 CRT 电视,达到了 42%,而 LCD 电视和 PDP 电视则分别增长了 10.9% 和 5.20%。若从内外销的结构上来看,内销只有 808 万台,下滑了 7.1%;外销实现 797 万台。略增 4.9%。电视机行业今年的销售形势令人担忧。

表 4: 电视机行业 2011 年 1-2 月的总量指标

项目	年度	CRT 电视	LCD 电视	PDP 电视	总计
产量	2011 年	205	1351	51	1607
	2010 年	391	1196	44	1632
	同比	-47.5%	12.9%	15.5%	-1.5%
销量	2011 年	220	1337	48	1605
	2010 年	379	1205	45	1630
	同比	-42.0%	10.9%	5.2%	-1.5%
内销	2011 年	63	703	42	808
	2010 年	146	686	38	870
	同比	-56.8%	2.5%	11.2%	-7.1%
出口	2011 年	157	634	6	797
	2010 年	233	519	8	760
	同比	-32.6%	22.1%	-23.8%	4.9%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

二、家电行业的最新特征及趋势之追踪：成熟行业的“默默耕耘”

本季度家电市场相对平淡，这个成熟行业再爆出“炸弹”的可能性不大了，我们一直认为，家电未来将进入“默默耕耘”阶段。而在这样的阶段，就只能靠观察行业的一些细小变化去揣摩其未来了！

1、美的正式成为首家家电清洗服务示范企业，拉开了服务角逐的序幕

2011年3月初，中国家电维修服务协会会长刘秀敏宣布，美的领衔制定的冰箱、洗衣机、中央空调清洗服务标准即将颁布，加上此前已实施的家用空调清洗标准，美的成为全国首家家电清洗服务示范企业。届时国内所有的冰洗企业及服务维修企业均可以参考这一标准，为用户提供统一标准的上门清洗保养服务。

美的对空调、冰箱、洗衣机产品开展“春季保养大行动”，免费上门为用户提供深度清洗与保养服务，并开创出“一人上门多品类一站式服务”新模式，改变了以往单一品类单独上门服务的模式，充分放大了强大渠道、网点优势，降低消费者使用成本，构建了服务一体化体系。

另外，美的还对空、冰、洗十年包修。空调包修期一般为6年，冰箱和洗衣机包修期一般为1-3年，家电的使用寿命一般是十年左右，美的推出的“十年包修”相当于为产品赠送了“终身保险”，再开先河。

同时，美的还对下乡冰箱实行12年全免费包修、下乡洗衣机整机三年无条件包修。针对家电下乡，美的冰箱将传统3年保修政策升级为12年包修，购买美的冰箱的用户可享受13大主要部件12年全免费包修，树立了冰箱服务的行业标杆。此前洗衣机行业服务的国家标准是洗衣机整机包修一年，包括电机、离合器等在内的核心部件包修三年，美的的洗衣机家电下乡产品全部享受“整机三年无条件包修”的尊贵服务，大大延长包修时间和包修范围，为用户提供全程无忧的消费体验。

作为一个标杆，美的的服务水平对同行来说无疑是个压力，可能会把竞争引向服务领域，并可能使得新的服务模式诞生，它对家电行业的影响或可用“意义深远”来表达。

2、美的的变频空调战术或是一种产业话语权争夺的模式

美的宣布将于3年内全面淘汰定速空调生产，此举可谓一石激起千层浪。对于停产定速空调的计划，美的方面表示这是企业自己的选择，每个空调企业的产品市场布局都基于企业自身掌握的资源与实力，每个企业在变频核心技术上掌握的程度不一样。就美的来说，一些变频核心零部件的产能已经上量（指与美芝等企业的合作）。并预计美的变频空调在去年35%国内市场份额的基础上，今年将增长至50%的份额，达到800万台的量是没有问题的。

目前我国的家电企业并不掌握变频产品的核心资源，而且国内企业整体对变频空调技

术积累、安装、售后服务等方面仍不健全，全面推广存在很多瓶颈。比如：模块、控制器和芯片等都基本掌握在外资企业手里。例如芯片提供商有 TI、NEC、东芝、瑞萨、摩托罗拉等，模块提供商有飞兆半导体、三菱、三洋、IR 等，几乎是日美企业的天下。国内空调企业绝大部分依赖进口，美的背后是东芝，海尔、海信背后是日立和 NEC。另外，变频空调也背负着一旦产品在使用一段时间后出现问题，可能无法修复的风险。

那么美的“明知山有虎，却偏向虎山行”的原因何在呢？是想弯道超车，还是另有深意？有市场人士和媒体认为：美的此举的目的在于探索并建立了通过整合产业链下游的生产销售规模化优势，聚焦了千万台以上的话语权面向全球，整合全球技术创新资源能力，向核心部件供应商进行平等合作的筹码，实现了深度创新的突围。也就是美的制冷家电集团家用空调事业部总裁吴文新所言的：“我们就是要以变频空调为机会，扭转并最终确立中国企业在全球空调技术和产品趋势上的话语权。推动变频空调普及只是第一步，美的最终目标是全球白电市场上建立起对产业未来发展趋势的话语权，其突破口正是要通过新技术产品构建一套有利于中国企业的产业新体系。”

表 5：空调类上市公司 1-2 月的主要指标 单位 万台

企业/项目	累计 1-2 月			
	2011 年	2010 年	同比	2009 年
美的	500.0	304.0	64%	236.0
格力	490.0	308.0	59%	237.0
海尔	106.0	87.8	21%	59.0
志高	75.0	53.7	40%	42.0
科龙	44.0	27.0	77%	15.5
TCL	39.5	22.3	63%	11.9
海信	17.5	12.4	41%	5.9
长虹	19.8	13.3	49%	7.3
其他	405.7	299.7	35%	251.3

总计	1698	1128	50%	866
----	------	------	-----	-----

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

3、商用空调出现家用化趋势

最近几年城区住房空间逐渐扩大，别墅、洋房、跃层……“一般来说，30~40 平米的客厅须得 4P 才游刃有余，40 平米以上的面积需要 5P。尤其是空高较高的客厅更需要大 P 数的空调，因为热空气都往上走，如果功率不够大，冬天空调制热的时候聚集在地面上的仍然是偏冷的空气，实际上达不到空调设定的温暖效果。在这种情况下，就出现了商用空调家用化的趋势，以前多用于商业办公场所的大 P 数空调开始走进住宅的大客厅。我们预计，这种趋势可能会对中央空调的推广会更有利些。

4、国内冰箱市场可能开始降温

如前所述，今年 1-2 月份冰箱产品的销售增长速率有所下降。近两年由于受国家政策部门推行的“家电下乡”、“以旧换新”等刺激消费政策因素影响，国内冰箱市场持续维持高位增长态势，但今年 1-2 月份的数据却使我们有所担心：会不会冰箱市场开始降温？根据一些咨询机构的看法，2010 年城镇家庭冰箱已经达到 95.3 台每百户，农村家庭也达到 47.8 台每百户（农村家庭剔除消费力不足的偏远地区和用电受限制地区，这一数字实际已相当高）。外加近两年各项刺激政策将消费需求提前释放，2010 年市场总销量已经逐步接近年度内销市场总容量，2011 年市场呈现出稳定的饱和状态。

表 6：冰箱类相关上市公司的销售情况 单位 万台

企业/项目	累计 1-2 月			
	2011 年	2010 年	同比	2009 年
海尔	215.2	202.0	7%	166.5
美的	134.6	121.0	11%	47.7
海信科龙	81.3	101.8	-20%	61.0
美菱	70.7	63.1	12%	33.0
康佳	11.9	8.8	35%	8.1

TCL	7.1	13.3	-47%	4.5
其他	601.9	512.3	17%	296.6
总计	1123	1022	10%	617

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

5、多项洗衣机标准将要实施

首先，家电院发表的 JDYB001-2010《洗衣机漂洗率》规范将于 2011 年 6 月 18 日发布并实施。该技术规范适用于单相额定电压不超过 250V，在家庭、商店、学校等场所由非专业人员使用的家用电动洗衣机。也就是说，所有家用洗衣机都在该技术规范范围内。该技术规范在参考 GBT4288-2008《家用和类似用途电动洗衣机》国家推荐性能标准的基础上，首次提出了洗衣机漂洗率、洗衣粉残留量的术语、定义及相关试验方法。

另外，洗衣机净化标准九月将实施。国家标准化管理委员会批准发布《家用和类似用途电器的抗菌、除菌、净化功能洗衣机的特殊要求》。这意味着标识或使用说明书中明示具有抗菌、除菌功能的洗衣机必须通过标准检测合格后才能在市场上销售。据国家家用电器质量监督检验中心相关负责人介绍，新出台的国家标准规定具有除菌功能的电动洗衣机的除菌率应不小于 96.0%。此外，为了保证洗衣机除菌功能的长期稳定性，即洗衣机在整个使用周期中都应保持较高、有效的除菌率，该标准还对洗衣机除菌率的衰减度也作出了相应要求。

除此之外，洗衣机零部件：水阀和排水泵行业标准即将实施。2011 年 1 月 13 日，洗衣机零部件行业标准《洗衣机进水阀技术要求》和《洗衣机排水泵技术要求》的审定会议在广东深圳举行。会上，全国家用电器标准化技术委员会清洁器具分技术委员会秘书长鲁建国透露，通过审定后的两项标准将立刻向工业和信息化部报批，预计 2011 年年底到 2012 年年初正式实施。

总之，各类标准的陆续出台，将对洗衣机行业的规划发展起到促进作用。

表 7：洗衣机类上市公司 1-2 月数据 单位 万台

企业/项目	累计 1-2 月			
	2011 年	2010 年	同比	2009 年
海尔	222.7	174.9	27%	145.5

小天鹅	103.3	75.0	38%	38.6
荣事达	91.0	77.4	17%	34.4
合肥三洋	46.1	40.0	15%	26.0
美菱	7.9	8.5	-6%	10.0
TCL	13.4	8.6	56%	5.3
其他	439.2	361.1	22%	318.9
总计	924	746	24%	579

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

6、传苹果将推出智能电视

据国外媒体传闻说，苹果正在打造一款智能电视原型机。该智能电视将可整合影像内容，游戏，硬盘录像机，应用程序，FaceTime 视频通话功能于一体，有望成为苹果打造的新产品。并有分析师预料苹果将在未来 2-4 年内跨入支持网络功能的高清晰度电视(HDTV)市场，预计 2012 年苹果可望卖出 140 万台支持宽带网络的电视机。根据消息人士称，苹果主管 1 月 18 日在电话会议上宣布了三笔总值 39 亿美元的神秘零组件采购合约，很可能就是要巩固液晶面板货源供应。

目前三星是智能电视（具备上网功能）市场主要品牌厂商，并且在开发适用于手机和电视机的单一操作系统平台，以期吸引更多软体开发商为三星产品开发应用程序。相对于国内电视机企业来说，这些都算不上是好消息。

表 8：电视机类上市公司 2 月份的同比增长 单位 万台

2 月									
企业	CRT 电视			LCD 电视			PDP 电视		
	2011 年	2010 年	同比	2011 年	2010 年	同比	2011 年	2010 年	同比
海信	2.4	11.1	-78%	39.2	46.9	-16%	1.0	1.3	-20%
创维	2.6	12.8	-79%	42.1	34.9	21%	0.1	0.1	54%
TCL	19.0	34.4	-45%	32.3	31.6	2%			
康佳	8.8	14.6	-40%	26.8	29.9	-10%	0.1	0.1	64%

长虹	6.1	14.9	-59%	30.7	32.9	-6%	6.6	5.7	16%
海尔	1.3	7.3	-82%	17.9	28.5	-37%	0.2	0.1	50%
其他	51.2	66.3	-23%	294.5	303.7	-3%	9.0	10.3	-12%
总计	91.5	161.3	-43%	483.6	508.3	-5%	17.0	17.5	-3%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

三、二季度家电行业的投资策略：增持（维持）

今年一季度，家电行业的股票是市场的热点之一，格力电器、TCL 集团等股票都走出了一波不错的行情。在目前比较纠结的大盘走势下，能有这样的上涨幅度已让投资者兴奋不已了。

鉴于我国家电业的总体需求仍在快速增长和我国家电企业的全球竞争力不断强化，我们在二季度继续看好家电股的走势。

随着我国居民收入与消费能力不断增长，三四级市场蕴含巨大消费潜力；而持续城镇化与消费观念逐步转变，更新改善需求成为家电消费增长的强劲动力。城镇人口的增加及收入增长带来的生活品味和消费观念的提升，推动家电消费从价格关注转向对品牌、品质、节能、舒适以及时尚外观的关注，城镇家电市场在发展二十余年后，已进入更新换代密集期；在国际上，中国制造的空调、冰箱、洗衣机占全球需求的比重达到了 85%、45%和 30%左右。中国家电的竞争力不只有成本优势，更具有庞大内需与规模支持、完整的产业集群与产品配套等长期优势，中国家电企业，特别是国内龙头企业，面对全球经济的恢复与增长，通过有效的全球化市场布局和拓展，加快拓展发展中国家的广阔市场空间，重塑全球化品牌形象和品牌价值，正在具备全球范围内的长期竞争优势。

总之，我们认为相比于其它行业，家电行业的估值依然具有优势（今年格力电器等公司的市盈率在 15 倍附近，见封面表格），个别子行业的成长依然较高（比如，家用空调行业），所以，二季度我们仍维持对家电行业的“增持”评级和对主要上市公司的投资评级（见封面）。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持: 超越大盘;

中性: 基本与大盘持平;

减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5%~20%;

观望: 市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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,不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:Z23032000。