

家电行业 2 季度投资策略

——黑电弱势难改，关注空调及上游配件类企业投资机会

可选消费/家用电器

投资要点：

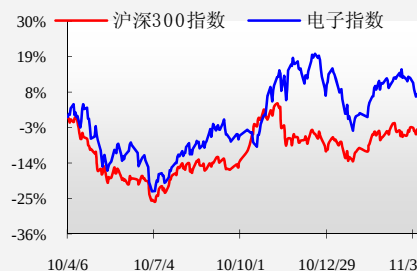
- 空调板块 2 季度看点多：**2 季度，空调行业开始进入传统的销售旺季，同时在农村市场潜在需求释放、消费升级和厂商推动下的变频空调发力、更新需求、保障房建设以及日本灾后重建等诸多因素的推动之下，空调行业仍将持续良好的增长态势，成为白电行业中增长最显著的子行业；我们对 2 季度空调、冰箱和洗衣机三大白电子行业依次持乐观、谨慎乐观和中性看法；**建议重点关注格力电器。**
- 彩电板块弱势短期难改，关注上游配件企业：**国内平板显示上游产业本土化进程较慢，未来一段时期内，内资彩电厂商仍将继续面临关键零配件缺失的现实，预计 2011 年的国内彩电企业仍将面临更多的挑战。我们认为国内平板显示产业链的上游企业更值得关注，特别是一直被国外垄断的玻璃基板行业的本土化将迫在眉睫，建议重点关注具有玻璃基板技术的国内厂商；**上市公司中建议重点关注彩虹股份。**
- 原材料涨价，配件企业相对受益：**我们预计 1 季度原材料涨价影响下，家电整机厂商盈利状况将会面临下滑风险，且 2 季度铜价和钢价继续攀升的可能性均较大；而相对整机厂商，上游配件厂商的盈利状况相对则处于较有利地位。通常情况下，上半年，空调配件需求旺盛，配件供应吃紧，配件厂商具有较强的成本转嫁能力，盈利能力甚至会实现较好的提升；**建议重点关注的配件类上市公司有：盾安环境、三花股份、禾盛新材。**
- 变频空调热销，关注变频空调产业链：**今年变频空调将成为市场推广的主力，其市场份额将迎来快速攀升，这同时也将给其相关行业带来较多投资机会；我们看好变频压缩机、直流无刷电机以及电子膨胀阀等相关零配件类生产企业，**建议重点关注的上市公司有拓邦股份、盾安环境、三花股份等。**
- 行业估值水平处于相对地位：**无论相对其他行业还是相对历史水平，家电行业当前估值水平仍处于相对低位，其中，当前空调子行业估值水平最低，具有较高安全边际；个股来看，格力电器、九阳股份、小天鹅 A、合肥三洋、三花股份在其相应子行业中估值相对较低，但盾安环境未来新项目的成功拓展有利于提升其估值溢价，也值得给予关注。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 4 月 3 日

走势图



子行业

评级

重要公司

评级

格力电器	推荐
小天鹅 A	谨慎推荐
华帝股份	谨慎推荐
青岛海尔	谨慎推荐
合肥三洋	谨慎推荐
苏泊尔	谨慎推荐

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621) 6336 7000-270

FAX: (8621) 6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

内容目录

一、 白强黑弱延续，空调行业表现更优	4
(一) 2 季度空调销售旺季会有更好表现	4
1. 内外销保持良好增长态势，2 季度旺季会有更优表现	4
2. 变频空调市场渗透率将继续大幅攀升	5
3. 空调产品终端价格涨势形成	6
4. 继续看好空调行业 2 季度表现	6
(二) 冰箱行业保持平稳增长	6
1. 出口下滑拖累行业销量增速	6
2. 2 季度旺季销量增长增速预计超过 15%	7
(三) 洗衣机内销增长显著，出口出现 18 个月来首次下滑	7
(四) 彩电行业增长前景依然堪忧	9
1. 春节影响 2 月份销量，预计 2 季度会逐渐有所恢复	9
2. 内资彩电企业再遭缺屏之痛，经营效益下滑	10
3. 国内彩电行业长远发展，须实现上游关键配件产业的本土化	11
二、 2 季度投资看点及投资策略	11
(一) 政策刺激效果持续显著	11
(二) 日本强震后重建、国内保障房建设对家电需求的拉动	13
(三) 原材料涨价压力大，配件厂商对材料涨价相对更受益	13
(四) 关注产品结构优化水平高的整机企业	14
(五) 变频空调产业链受益节能变频空调热销	15
三、 行业估值水平相对处于低位	15
四、 风险提示	17

图表目录

图 1: 空调内外销走势	4
图 2: 空调(库存/销量)走势	4
图 3: 变频空调销量及份额	5
图 4: 变频空调内外销及份额	5
图 5: 各品牌变频空调 11 年销量目标	5
图 6: 空调零售价格与铜价走势对照	6
图 7: 各大厂商空调毛利率走	6
图 8: 冰箱内外销走势	7
图 9: 冰箱库存/销量比	7
图 10: 洗衣机内外销走势	8
图 11: 洗衣机(库存/销量)走势	8
图 12: 全国 36 个城市冰箱月均零售价格走势	8
图 13: 全国 36 个城市洗衣机月均零售价格走势	8
图 14: 各类彩电内销走势	9
图 15: 各类彩电出口走势	9
图 16: 11 年前两月各类彩电内销和出口占比情况	9
图 17: 10 年全年各类彩电内销和出口占比情况	10

图 18: 全国 36 个城市彩电月均零售价格走势	10
图 19: 液晶电视面板价格走势	10
图 20: 主要厂商彩电毛利率走势	11
图 21: 家电下乡销量及增长	12
图 22: 家电下乡销量及增长	12
图 23: 家电“以旧换新”销售情况	12
图 24: 电解铜价格走势	14
图 25: 冷轧卷 1mm (上海) 价格走势	14
图 26: 原材料价格与空调配件厂商盈利能力	14
图 27: 空调各类阀门内销量走势	15
图 28: 变频压缩机内外销	15
图 29: 各行业当前估值水平 (PE TTM 整体法) 对照	16
图 30: 家电各子行业当前估值水平 (PE TTM 整体法) 对照	16
图 31: 家电行业及各子行业历史估值水平 (PE TTM 整体法) 对照	16
图 32: 家电类主要上市公司 11 年估值水平对照	17
表 1: 家电下乡 & “以旧换新”政策实施及变化情况	13
表 2: 家电类上市公司 2010 年主要财务指标	18
表 3: 机构预测 2011 年业绩主要指标及最新估值	19

一、 白强黑弱延续，空调行业表现更优

(一) 2 季度空调销售旺季会有更好表现

1. 内外销保持良好增长态势，2 季度旺季会有更优表现

预计 1 季度销量同比增幅将超过 40%，2 季度旺季将有更好表现

今年前两个月，空调总销量为 1694.2 万台，同比增长 47.1%，继续保持较好的增长，无淡季淡销表现；其中 1 月份和 2 月份销量分别为 949.8 万台和 744.4 万台，分别同比增长 54.97%和 38.13%。2 月份销量增速略有放缓，主要受到春节因素的影响；从往年数据来看，3 月单月空调销量往往要超过 1 季度总销量的 45%，那么，我们预计今年 3 月份空调销量至少会实现 1386 万台，同比增长 38%左右；1 季度空调销量将达到 3100 万台左右，同比增长 40%以上。

近两年，受政策等方面的影响，空调销售的季节性表现越来越弱，2 季度销量环比增幅也由过去的 50%以上逐步回落至 30%至 40%。但考虑今年各大企业变频空调推广力度的加大，预计在 2 季度旺季到来之时，各大空调企业会比往年有更大的促销力度，销量有望继续实现较好增长。

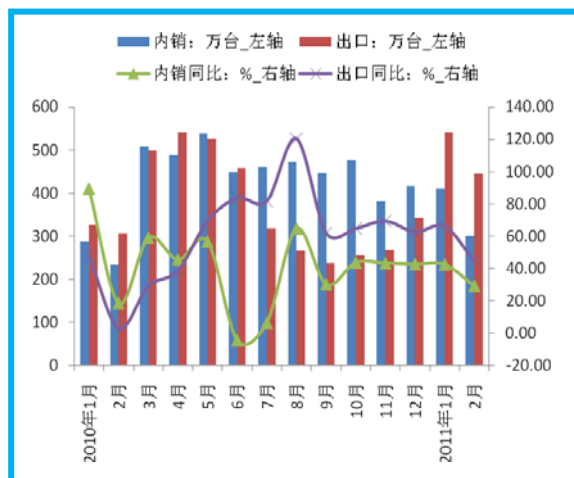
海外市场复苏显著，出口增长表现优异

今年前两个月，空调内销和出口销量分别为 710.3 万台和 983.9 万台，分别同比增长 36.64%和 55.69%；其中 1 月份内销和出口销量分别为 409.8 万台和 540 万台，分别同比增长 42.49%和 66%，2 月份内销和出口销量分别为 300.5 万台和 443.9 万台，分别同比增长 29.39%和 44.76%。从前两个月内销和出口数据来看，内销和出口均有良好增长，表现了国内外空调市场需求持续旺盛，特别是出口更加优异的表现，也表明了海外市场持续显著的复苏。

库存状况保持良好

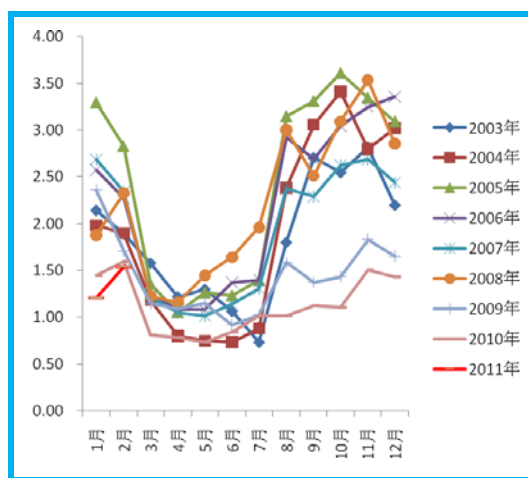
截止 2 月末，空调库存为 1143.66 万台，库存销量比仅为 1.54，较去年同期降低 0.06，也处于历史同期最低点，库存状况保持良好。

图 1：空调内外销走势



数据来源：产业在线，东北证券。

图 2：空调（库存/销量）走势



数据来源：产业在线，东北证券。

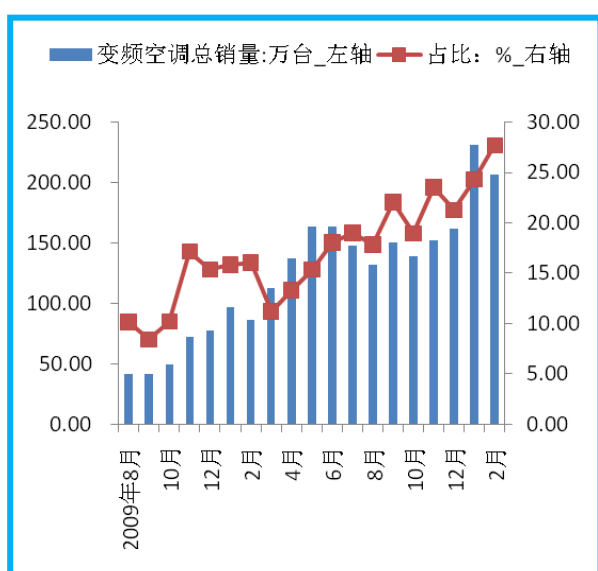
2. 变频空调市场渗透率将继续大幅攀升

今年前两个月，变频空调总销量为 437.3 万台，渗透率由去年年底的 21.28% 上升至 25.8%；其中 1 月份和 2 月份，变频空调销量分别为 231 万台和 206.3 万台，分别同比增长 135.7% 和 139.2%，渗透率分别为 24.3% 和 27.7%。

但出口主要还是以定频空调为主，变频空调出口渗透率 1 月和 2 月分别为 10.4% 和 10.3%；而国内市场变频空调渗透率则有显著攀升，1 月和 2 月分别达到了 42.6% 和 53.4%，较去年年底有大幅提升。

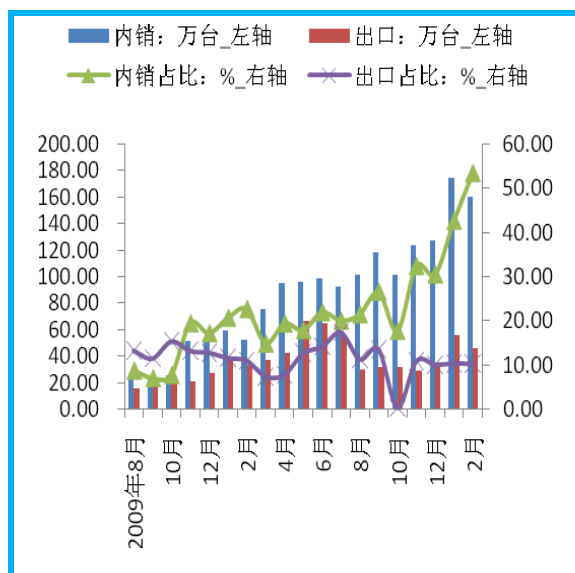
另外，各大空调厂商今年将大力推广变频空调，并且在定频空调能效补贴政策的结束，以及变频空调促销力度加大的双重影响下，定频和变频空调之间的价差也将越来越小，更有利于变频空调的市场推广，同时，变频空调已经列入家电下乡产品，也将推动变频空调在国内市场的渗透率大幅攀升。

图 3：变频空调销量及份额



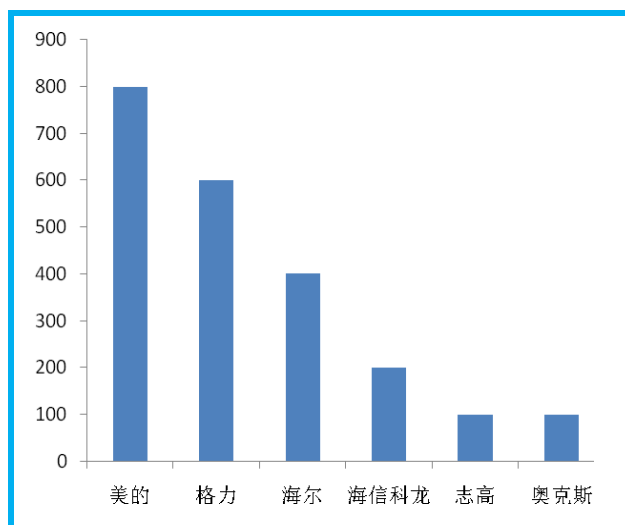
数据来源：产业在线，东北证券。

图 4：变频空调内外销及份额



数据来源：产业在线，东北证券。

图 5：各品牌变频空调 11 年销量目标



数据来源：奥维咨询，东北证券。

3. 空调产品终端价格涨势形成

我们认为，当材料涨价态势形成时，空调终端价格会随之上调，但材料价格回落时，空调终端价格则会保持相对稳定，这也使得厂商毛利率在低材料成本下保持更高的毛利率；而在高材料成本下，企业毛利率会遭受一定的损失，但对于有能力的企业而言，这种损失会在一定程度上得到较好的控制；除了通过调整产品结构之外，产品终端价格上调也是企业往往需要采取的一种保持盈利的手段。那么，我们认为，2 季度，铜价如果持续保持上扬，空调价格进一步调高的可能性较大。

图 6：空调零售价格与铜价走势对照

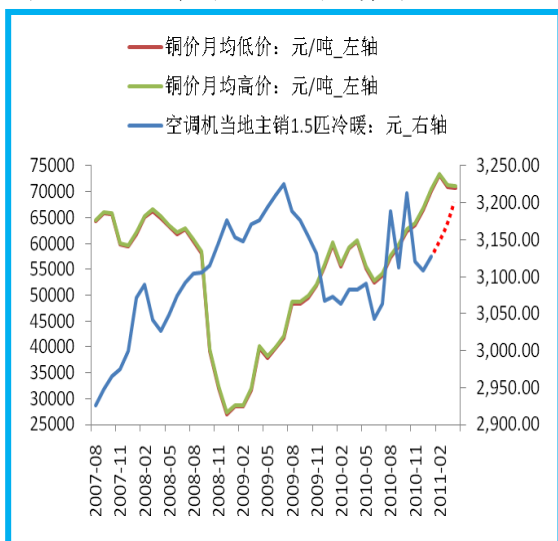
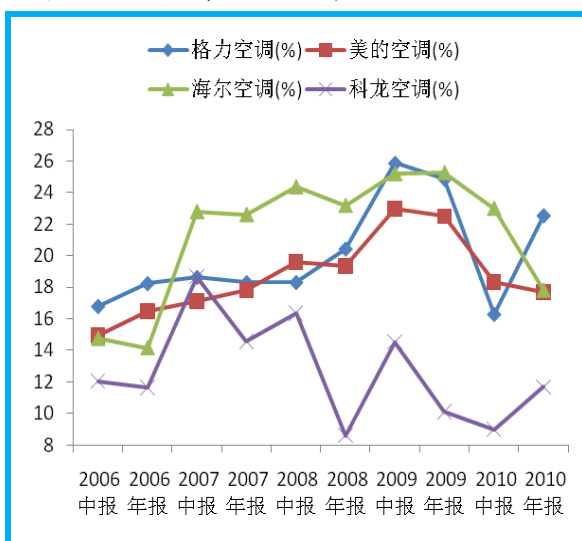


图 7：各大厂商空调毛利率走



数据来源：中怡康，亚洲金属网，东北证券。 数据来源：各公司年报，东北证券。

4. 继续看好空调行业 2 季度表现

2 季度，空调行业开始进入传统的销售旺季，同时在农村市场潜在需求释放、消费升级和厂商推动下的变频空调发力、更新需求、保障房建设以及日本灾后重建等诸多因素的推动之下，空调行业仍将持续良好的增长态势，成为白电行业中增长最显著的子行业。从投资角度来看，我们对 2 季度的空调行业继续保持乐观。

(二) 冰箱行业保持平稳增长

1. 出口下滑拖累行业销量增速

今年前两个月，冰箱总销量 1143.71 万台，同比增长 11.66%；其中 1、2 月份销量分别为 608.81 万台和 534.9 万台，分别同比增长 10.75%和 12.71%。

前两个月冰箱内销完成 917.17 万台，同比增长 13.4%，其中 1、2 月份分别为 479.82 万台和 437.35 万台，分别同比增长 11.81%和 19.78%。前两个月冰箱出口完成 226.36 万台，同比下滑 1.6%，其中 1 月份同比增长 6.84%，2 月份同比下滑 10.86%。

分企业来看，今年 2 月份，各大冰箱出口厂商中，仅海尔和美的实现了同比增长，其余各冰箱厂商出口量均出现了不同程度的下滑，其中占出口总量超过 10%的海信科龙，2 月份冰箱出口量较去年同期减少了 3.4 万台，同比下滑 25%，美菱冰箱出口减少了 1.8 万

台，同比下滑 39%。

海信科龙冰箱除了出口下滑之外，2 月份内销也出现了 11.8% 的下滑，内销量减少 4 万台；相比之下，美菱内销 3.7 万台的增量，对其出口量的下滑在某种程度上起到了一定的弥补，使其总销量实现了 6.8% 的小幅增长。我们认为，春节假期是 2 月份冰箱出口下滑的因素之一。

2. 2 季度旺季销量增长增速预计超过 15%

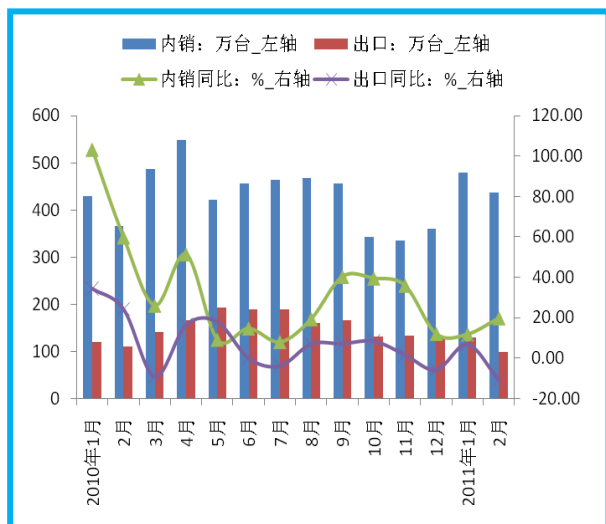
从往年销售情况来看，冰箱每年 3 月至 8 月这半年的销量占全年总销量的比重在 65% 左右，其中，2 季度销量占全年总销量的比重一般在 30% 左右；不过这种季节性特征也自去年开始越来越淡化。我们预计，今年在刺激政策持续的情况下，冰箱全年销量的季节性特征也将继续有所淡化，而且未来几年，随着消费升级和更新换代成为市场需求最主要部分的时候，冰箱季节性特点将更加不明显。

我们判断，今年 1 季度冰箱销量预计完成 1863 万台左右，同比增长 12.73%；预计 3 月份冰箱出口会有所好转，但内销仍是冰箱行业增长的最主要贡献部分；同时预计，日本灾后重建以及全球经济持续复苏将有利于冰箱出口，预计 3 季度出口会有显著好转。

预计今年 2 季度冰箱销量将完成 2290 万台左右，同比增长约 16% 左右，约占全年总销量的 28.5% 左右；全年来看，在农村市场需求释放、更新需求以及保障房建设等推动下，冰箱销量将继续保持平稳增长，全年增幅预计保持在 15% 左右。

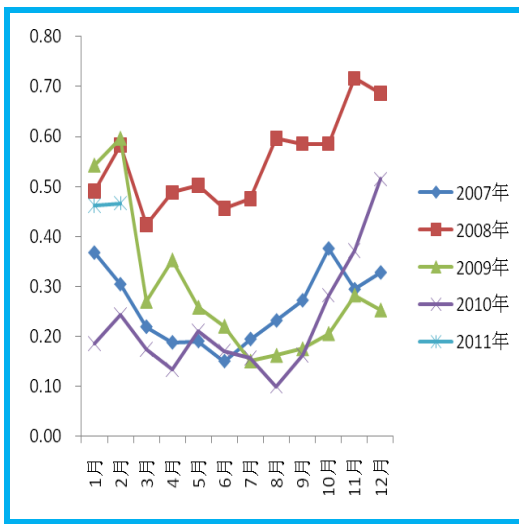
从投资角度来看，我们认为，2 季度是冰箱需求的传统旺季，我们对该子行业 2 季度持谨慎乐观。

图 8：冰箱内外销走势



数据来源：产业在线，东北证券。

图 9：冰箱库存/销量比



数据来源：产业在线，东北证券。

（三）洗衣机内销增长显著，出口出现 18 个月来首次下滑

今年前两个月洗衣机销量完成 923.62 万台，同比增长 19.28%；其中 1、2 月份销量分别完成 535.71 万台和 387.91 万台，分别同比增长 30.48% 和 15.81%。

今年前两个月内销和出口分别完成 675.9 万台和 247.72 万台，分别同比增长 30.18%

和 9.46%；其中 1、2 月内销分别为 377.3 万台和 298.6 万台，分别同比增长 34.08%和 25.57%；1、2 月份出口分别为 158.41 万台和 89.31 万台，分别同比增长 22.65%和-8.07%。

今年 2 月份，洗衣机出口出现了自 2009 年 9 月份以来的首次下滑，其中海尔、美菱、小天鹅等品牌洗衣机出口分别同比下滑了 44.6%、13.3%、51.7%，其他品牌洗衣机也出现了 14%的下滑。我们认为，春节假期是 2 月份洗衣机出口下滑的因素之一。

我们认为 3 月份至 5 月份，受日本地震的影响，洗衣机出口短期内会难以得到较好的恢复，但伴随 5 月份日本灾后重建的开始以及全球经济的持续复苏，洗衣机出口有望得到实现显著复苏。内销方面，受更新需求以及农村市场需求持续释放等因素的影响，国内洗衣机销量仍将保持较好增长态势，且保障房建设将在下半年对洗衣机需求产生一定的拉动效果。

从投资角度来看，我们对 2 季度洗衣机行业表现持中性态度，但认为下半年会有较好的表现。

图 10：洗衣机内外销走势

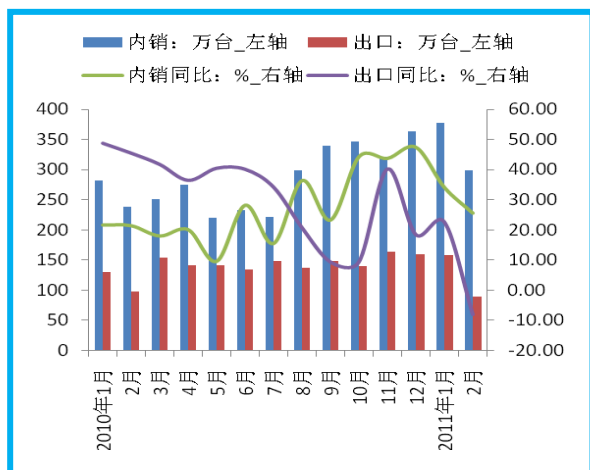
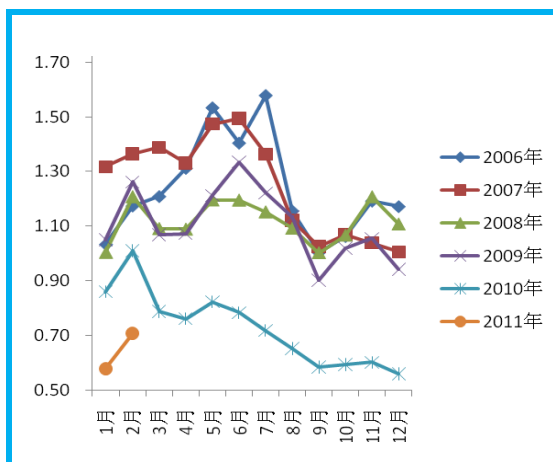


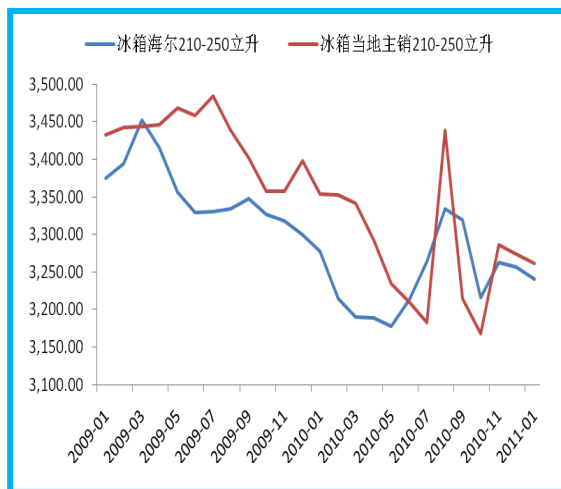
图 11：洗衣机（库存/销量）走势



数据来源：产业在线，东北证券。

数据来源：产业在线，东北证券。

图 12：全国 36 个城市冰箱月均零售价格走势



数据来源：中怡康，东北证券。

图 13：全国 36 个城市洗衣机月均零售价格走势



数据来源：中怡康，东北证券。

(四) 彩电行业增长前景依然堪忧

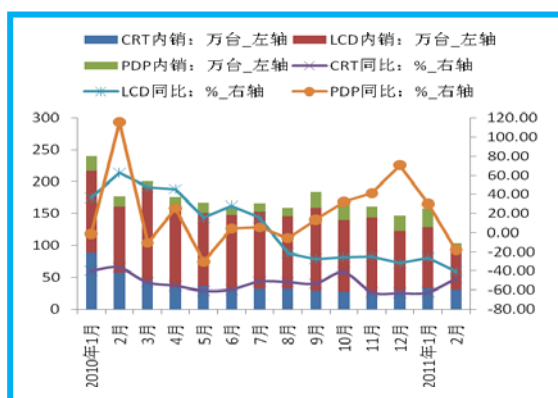
1. 春节影响2月份销量，预计2季度会逐渐有所恢复

今年前两个月 CRT、LCD、PDP 电视销量分别为 220.13 万台、1337 万台、47.72 万台，分别同比增长-41.96%、10.94%、5.16%。单月来看，今年1月份，CRT、LCD、PDP 电视销量分别为 128.66 万台、853.41 万台、30.72 万台，分别同比增长-40.98%、22.48%、10.03%；2 月份 CRT、LCD、PDP 电视销量分别为 91.47 万台、483.59 万台、17 万台，分别同比增长-43.3%、-4.87%和-2.63%，较1月份均有大幅下滑。

从国内外市场来看，今年前两个月 CRT、LCD、PDP 电视内销同比增长分别为-56.79%、-32.63%、11.17%，出口同比增长分别为-32.63%、22.13%和-23.91%；单月来看，1 月 CRT、LCD、PDP 电视内销同比增长分别为-62.52%、-26.31%、30.24%，出口同比增长分别为 26.31%、37.49%、-76.85%；2 月 CRT、LCD、PDP 电视内销同比增长分别为-48.08%、-40.59%、-17.73%，出口分别同比增长为-40.59%、6.67%、87.25%。

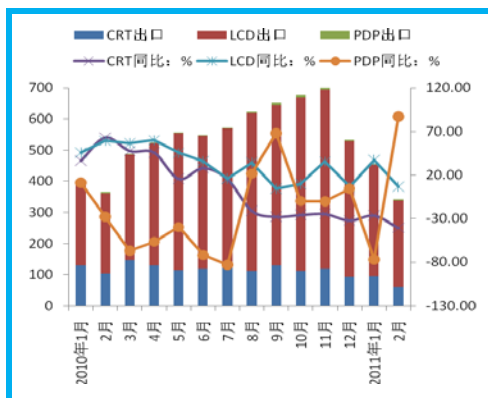
2 月份各类彩电销量同比和环比均出现了较明显下滑，特别是内销下滑幅度更为显著；主要在于今年农历新年是 2 月 3 日开始，而去年则是在 2 月 14 日。一般情况下，国内彩电市场在农历新年假期前的时间通常有较好的销售量，而在该假期内及之后的一段时期内的销售量通常较低。

图 14: 各类彩电内销走势



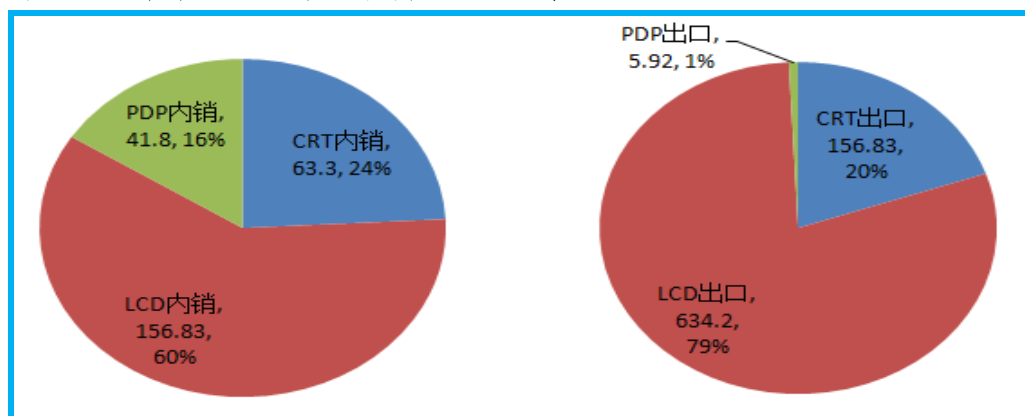
数据来源：产业在线，东北证券。

图 15: 各类彩电出口走势



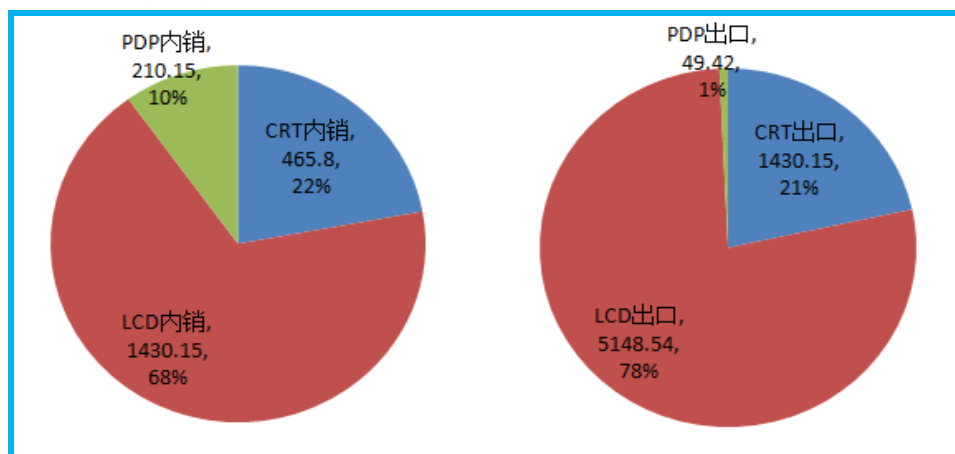
数据来源：产业在线，东北证券。

图 16: 11 年前两月各类彩电内销和出口占比情况



数据来源：产业在线，东北证券。

图 17: 10 年全年各类彩电内销和出口占比情况

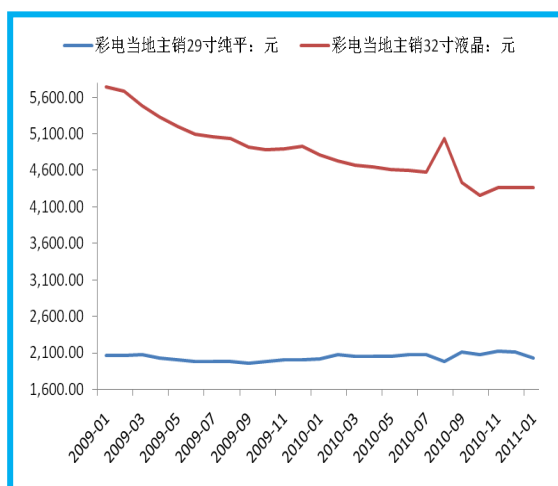


数据来源: 产业在线, 东北证券。

2. 内资彩电企业再遭缺屏之痛, 经营效益下滑

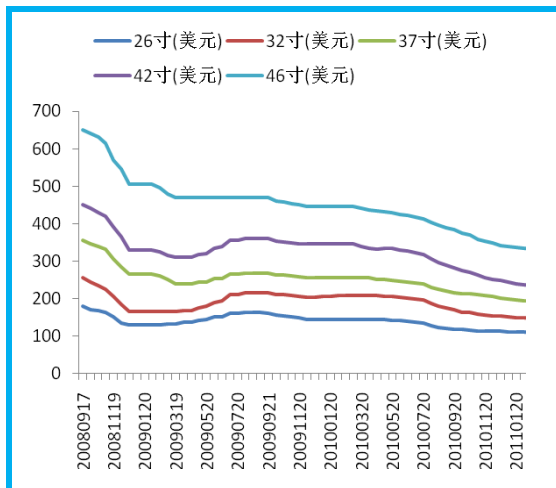
2010 年以来, 内资彩电厂商经营效益遭遇明显下滑, 由于各厂商 10 年初基于对全年彩电销量的乐观预期, 采购了大量的 CCFL 液晶面板, 造成较多的面板库存积压; 而掌握面板资源的外资彩电厂商的价格战, 内资企业面板成本较高的劣势明显, 面板降价带来的库存跌价以及整机市场价格战的双重挤压下, 内资彩电企业盈利能力大幅下滑, 经营效益下降显著。

图 18: 全国 36 个城市彩电月均零售价格走势



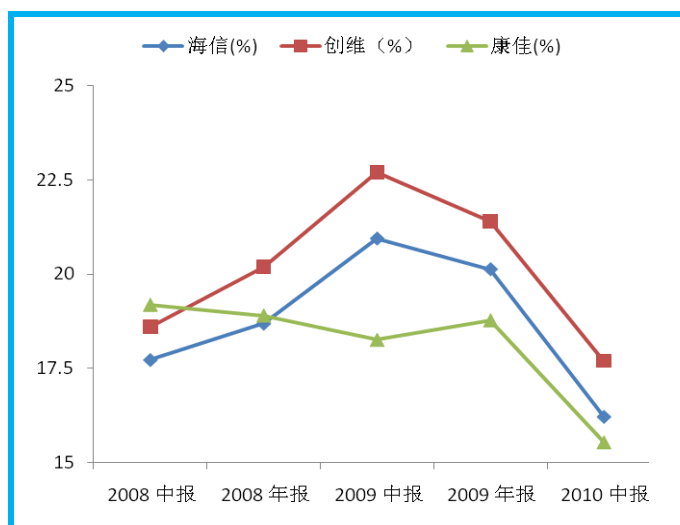
数据来源: 中怡康, 东北证券。

图 19: 液晶电视面板价格走势



数据来源: displaysearch, 东北证券。

图 20: 主要厂商彩电毛利率走势



数据来源: 各公司财报, 东北证券。

3. 国内彩电行业长远发展, 须实现上游关键配件产业的本土化

国内平板显示上游产业本土化进程较慢, 未来一段时期内, 内资彩电厂商仍将继续面临关键零配件缺失的现实。目前, 在 CCFL 背光液晶电视向 LED 背光液晶电视逐步过渡的时期, 尽管国内彩电厂商对此有较早的反应, 但由于关键配件缺失的问题依然存在, 预计 2011 年的国内彩电企业仍将面临更多的挑战。

我们认为, 国内平板电视行业要彻底走出困境, 需要从源头上着手才能解决最根本的问题, 不但要防止屏殇之痛重演, 还要未雨绸缪, 解决基板等面板上游材料的缺失问题, 减少关键配件过多的对外依赖程度。因此, 我们判断, 政府将对平板显示领域上游产业的发展给予大力的扶持, 加大对平板显示屏和玻璃基板企业的政策支持力度。

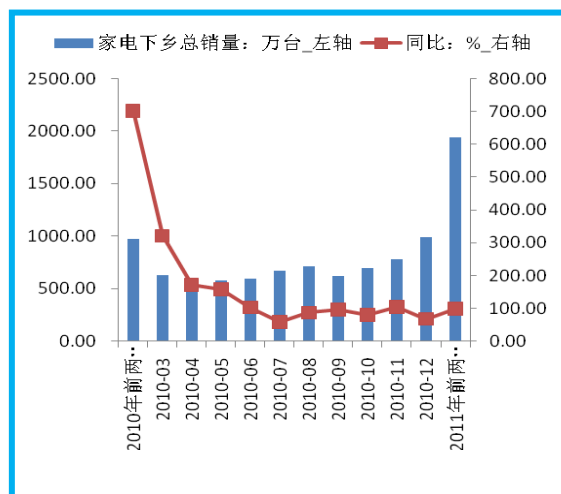
从投资角度来看, 我们认为国内平板显示产业链的上游企业更值得关注, 特别是一直被国外垄断的玻璃基板行业的本土化将迫在眉睫, 建议重点关注具有玻璃基板技术的国内厂商; 上市公司中建议重点关注彩虹股份。

二、 2 季度投资看点及投资策略

(一) 政策刺激效果持续显著

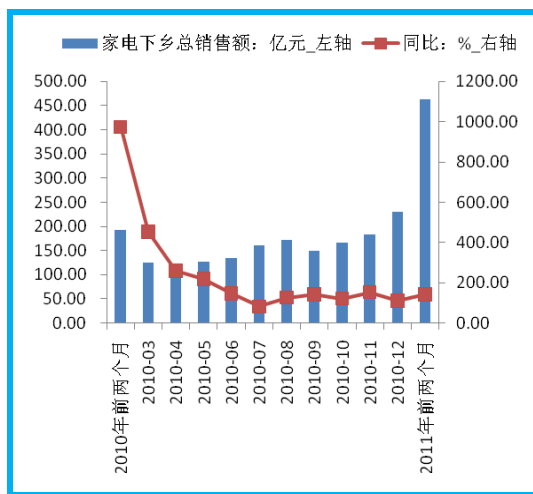
商务部数据显示, 今年前两个月, 全国家电下乡产品销量累计完成 1935.9 万台, 完成销售额 462.1 亿元, 同比增长分别为 99%和 141%。截至今年 2 月份, 全国家电下乡产品销量累计完成 1.34 亿台, 累计完成销售额 2879.58 亿元, 累计发放补贴额 320 亿元。其中, 今年 2 月份, 全国家电下乡产品销量完成 887.1 万台, 完成销售额 208.6 亿元, 同比增长分别为 126%和 168%; 其中销售额居前两位的产品为彩电和冰箱, 分别为 69.9 亿元和 53.3 亿元, 两类产品销售额所占总销售额比重高达 59%。

图 21: 家电下乡销量及增长



数据来源：商务部，东北证券。

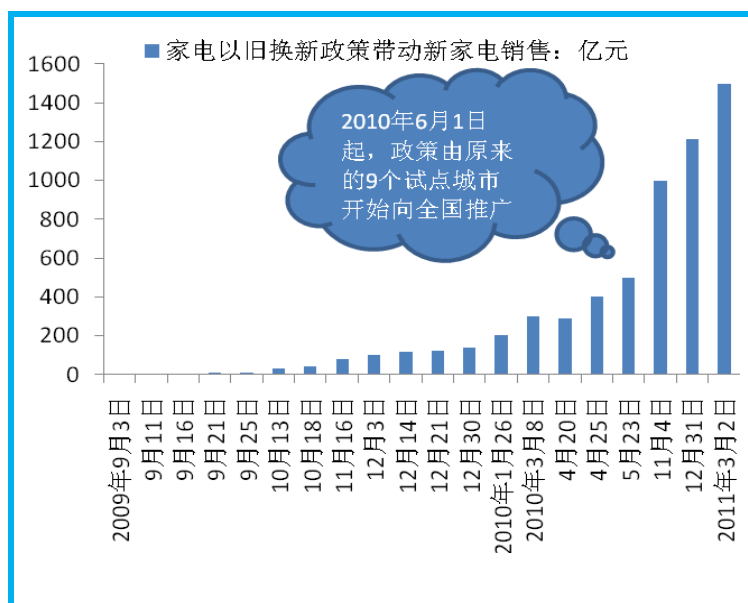
图 22: 家电下乡销量及增长



数据来源：商务部，东北证券。

与家电下乡政策效果相比，家电“以旧换新”政策同样收到了不错的效果。据商务部统计，截至今年3月2日，家电以旧换新所拉动全国家电销售额已经突破1500亿元，销售新家电达3971.5万台，回收旧家电4116.1万台。其中前两个月，家电以旧换新所拉动的新家电销量、销售额和回收旧家电数量分别较去年11-12月增长27.2%、28.9%和26.9%。

图 23: 家电“以旧换新”销售情况



数据来源：商务部，东北证券。

从以上数据来看，家电下乡政策较好的刺激了农村市场对家电需求的释放，家电以旧换新政策也较好的刺激了家电市场更新需求的释放。我们认为，2季度，随着冰箱和空调旺季的到来，冰箱和空调下乡销量将会有更好的表现，以旧换新对更新需求的刺激效果也会更加显著；另外，家电以旧换新政策将于年底到期，预计在最后一年的实施阶段，消费者为搭乘政策末班车效应将会在今年下半年有更明显的体现，这也将会带来下一年更新需求的提前释放。

表 1: 家电下乡 & “以旧换新” 政策实施及变化情况

	开始时间	实施范围	实施力度
家电下乡	2007 年 12 月	以山东、河南、四川三省为试点	补贴产品为彩电、冰箱（冰柜）和手机 3 类产品
	2008 年 12 月 1 日	试点范围扩大到内蒙古、辽宁、黑龙江、安徽、山东、河南、湖北、湖南、广西、重庆、四川、陕西等 12 个省市	补贴产品增加洗衣机。
	2009 年 2 月 1 日	余下的 19 个省（区、市）及新疆生产建设兵团全面启动	补贴产品增加了摩托车、电脑、热水器和空调。
	2010 年 1 月 1 日	家电下乡产品最高限价大幅提高，彩电、手机的最高限价提高至 7000 元、2000 元，冰箱、空调等 10 类产品的最高限价均有 25%-5% 的提高幅度。	
	预计家电下乡政策将在 2012 年年底结束		
家电以旧换新	2009 年 6 月	以北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州和长沙等 9 省市为试点	
	2010 年 6 月 1 日	增加 19 个实施省市，并逐渐向全国推广，新增省市包括河北、山西、辽宁、大连、吉林、黑龙江、安徽、福建、厦门、江西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海等。	
	政策到期日由 2010 年 5 月 31 日延长至 2011 年 12 月 31 日		

数据来源：商务部，东北证券。

（二） 日本强震后重建、国内保障房建设对家电需求的拉动

2 季度，除了空调、冰箱步入销售旺季的增长因素之外，日本强震后的灾后重建也将加大对中国家用电器的需求，但推动需求增长的同时，日本强震灾后重建还将带来对钢铁需求的增加，且在全球通胀预期之下，2 季度钢铁价格有望继续攀升。因此，我们对于日本灾后重建对家电行业的利弊影响需要权衡利弊。结合前文分析，我们认为，日本强震在增加对家电需求的同时，也将带来原材料价格的上涨，这种情况下，**配件企业相对整机企业更加受益；但家电整机销量的增长也将带来更多的交易性机会。**

另外，今年，国家大力推行保障性住房，且以首长问责制的形势来确保保障性住房建设进度，10 月 31 日之前在全国范围内开工建设 1000 万套保障性住房；**保障性住房建设对家电行业的需求拉动效果将在今年下半年开始逐步显现。**

（三） 原材料涨价压力大，配件厂商对材料涨价相对更受益

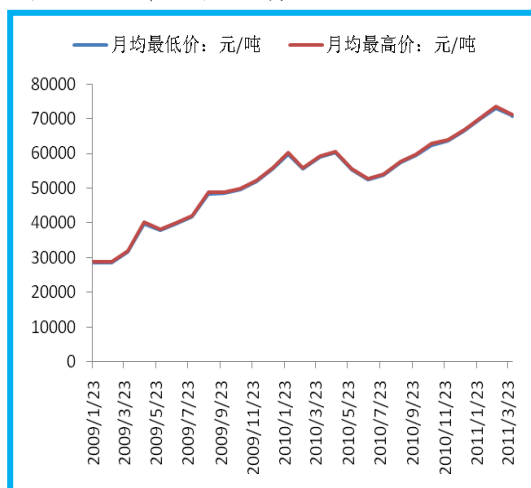
亚洲金属网数据显示，今年前三个月铜价较去年同期同比上涨超过 22%，较去年第四季度环比上涨 11%。2 季度，受下游需求旺季的推动影响、以及日本灾后重建的影响将有望继续成为铜价上涨的重要影响因素，同时根据巴克莱所估计的今年 2 季度全球铜供应缺口仍将达到 40.2 万吨，那么，2 季度铜价上涨的压力仍然较大。

亚洲金属网数据显示，今年前三个月冷轧卷 1. mm（上海）均最低价和最高价分别较去年同期同比上涨 5.03% 和 4.98%，分别较去年第四季度环比上涨 5.43% 和 5.38%。根据兰格钢铁信息研究中心市场监测数据，截止 4 月 1 日，全国钢材社会库存量为 1860.84 万吨，较上周减少 45.61 万吨；其中冷轧卷板社会库存量 151.89 万吨，较上周减少 3.39%，较上月增加 1.7%，较去年同期增加 12.7%。预计第 2 季度钢价将再度攀升。

结合前文分析，我们预计 1 季度家电整机厂商盈利状况将会面临下滑风险。而相对整机厂商，上游配件厂商的盈利状况相对则处于较有利地位。通常情况下，上半年，空调配件需求旺盛，配件供应吃紧，配件厂商具有较强的成本转嫁能力，盈利能力甚至会实现较好的提升。

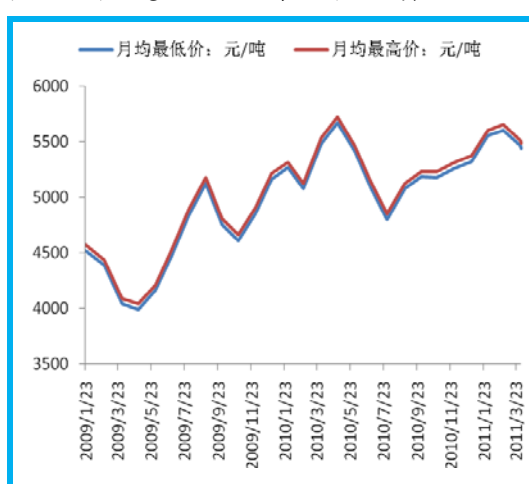
建议重点关注的配件类上市公司有：盾安环境、三花股份、禾盛新材。

图 24：电解铜价格走势



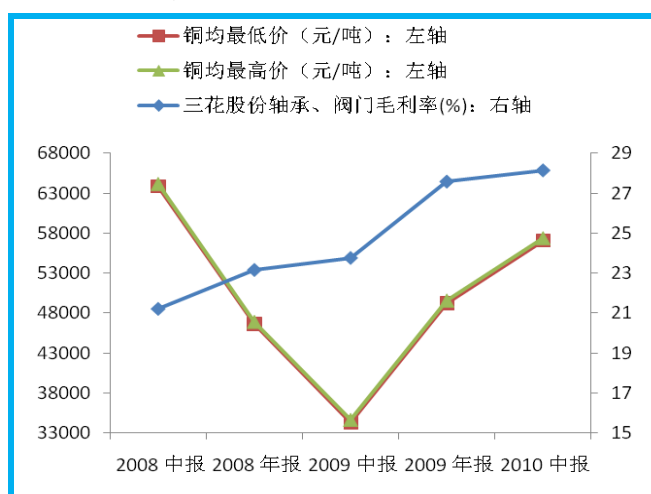
数据来源：亚洲金属网，东北证券。

图 25：冷轧卷 1mm（上海）价格走势



数据来源：亚洲金属网，东北证券。

图 26：原材料价格与空调配件厂商盈利能力



数据来源：三花财报，亚洲金属网，东北证券。

（四） 关注产品结构优化水平高的整机企业

结合前文分析，我们认为，在全球通胀预期下，对于家电行业而言，除了选择从中受益的关键配件类企业之外，具有配件生产能力或者具有较强成本控制能力的整机企业也同样值得给予重点关注。具体分析来看，在原材料成本高企的环境之下，企业自身的盈利能力保持需要其较强的成本控制能力和产品结构优化能力的；因此，我们继续看好配件自给率高的企业和技术创新能力强的企业。

建议重点关注的上市公司有：格力电器、美的电器、合肥三洋、小天鹅 A、海信电器。

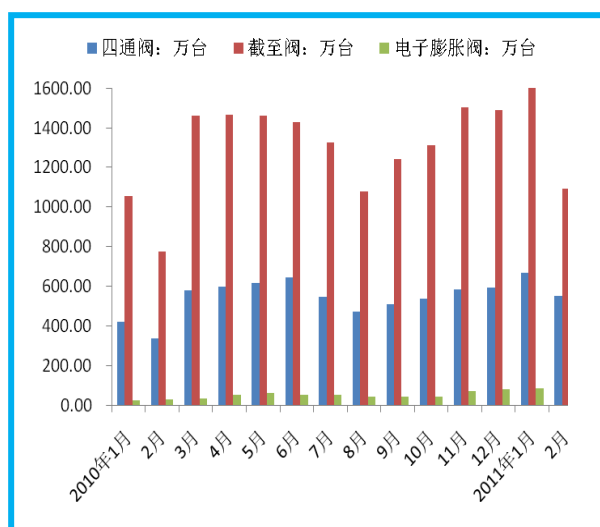
其中 2 季度建议重点关注格力电器和美的电器。

(五) 变频空调产业链受益节能变频空调热销

今年空调旺季到来之时，各大品牌空调厂商将主推变频，同时在定频空调能效补贴政策结束后，定频和变频空调之间的价格差异也将越来越小，更有利于变频空调的市场推广，此外，变频空调已经列入家电下乡产品，也将推动变频空调在国内市场的渗透率大幅攀升。

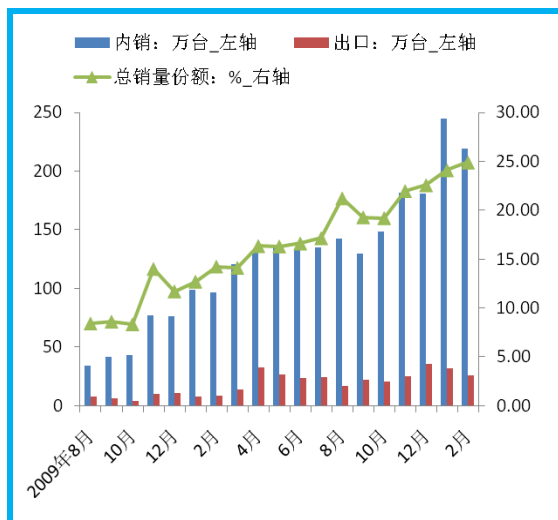
我们认为，变频空调市场份额的快速攀升，将有力地拉动变频空调产业链上的相关子行业，我们看好变频压缩机、直流无刷电机以及电子膨胀阀等相关零配件类生产企业，**建议重点关注的上市公司有拓邦股份、盾安环境、三花股份等。**

图 27：空调各类阀门内销量走势



数据来源：产业在线，东北证券。

图 28：变频压缩机内外销



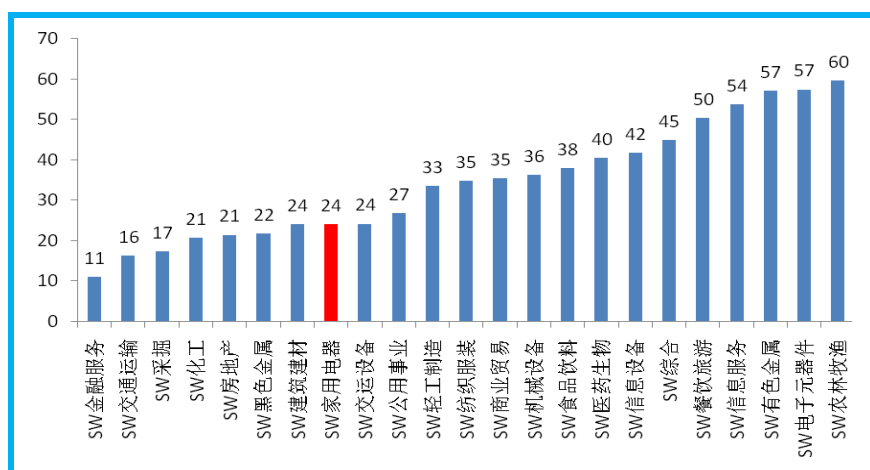
数据来源：产业在线，东北证券。

三、 行业估值水平相对处于低位

根据 WIND 统计数据，无论相对其他行业还是相对历史水平，家电行业当前估值水平仍处于相对低位。家电各子行业对比来看，当前空调子行业估值水平最低，具有较高安全边际。

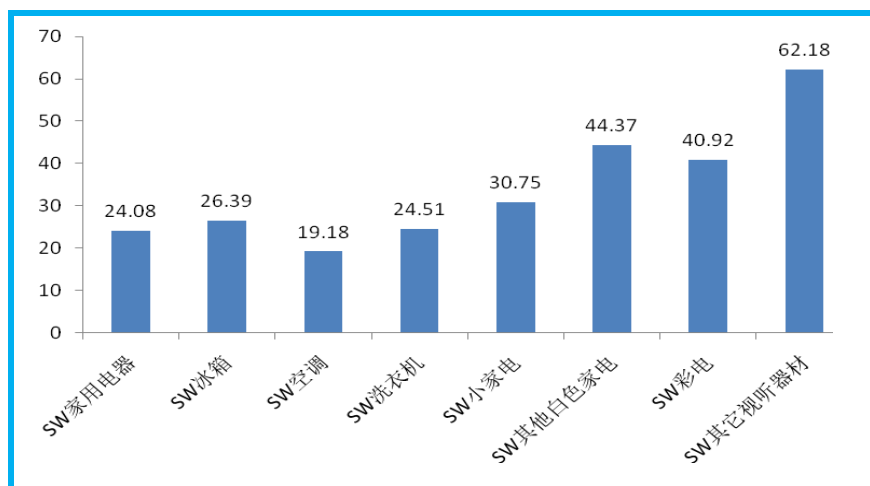
我们根据各机构对所有公司 11 年盈利预测数据进行测算的结果显示，格力电器、美的电器、青岛海尔三家空调类上市公司的估值水平均相对较低，其中格力电器估值水平最低；小家电板块估值优势较显著的上市公司是九阳股份；两家洗衣机上市公司小天鹅 A 和合肥三洋估值水平也均不到 20 倍，处于相对较低水平；空调配件类上市公司中，三花股份估值水平相对较低，但盾安环境未来新项目的成功拓展有利于提升其估值溢价，也值得给予关注。

图 29: 各行业当前估值水平 (PE TTM 整体法) 对照



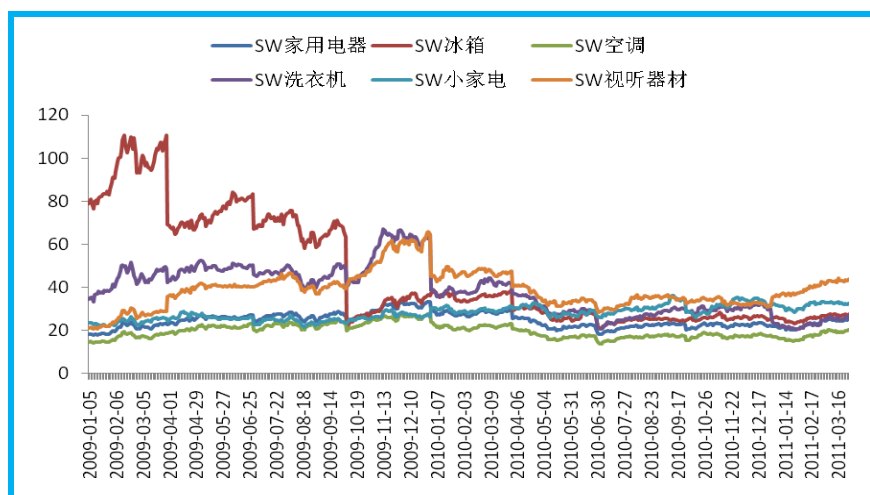
数据来源: WIND, 东北证券。

图 30: 家电各子行业当前估值水平 (PE TTM 整体法) 对照



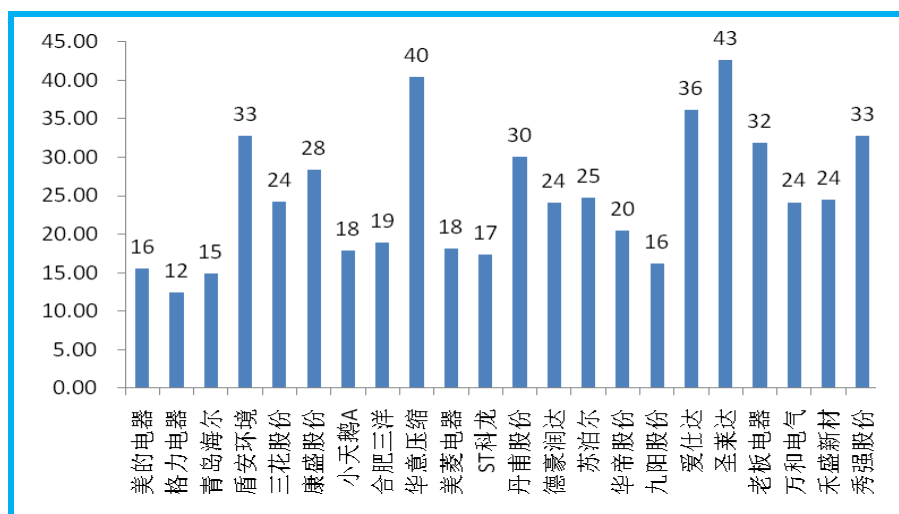
数据来源: WIND, 东北证券。

图 31: 家电行业及各子行业历史估值水平 (PE TTM 整体法) 对照



数据来源: WIND, 东北证券。

图 32：家电类主要上市公司 11 年估值水平对照



数据来源：WIND，东北证券。

上述数据基于 WIND 统计的 11 年机构预测 EPS。

四、 风险提示

我们认为，2 季度投资家电行业需注意如下风险因素：原材料价格上涨、房地产调控、保障房建设进度低于预期等。

表 2: 家电类上市公司 2010 年主要财务指标

所属子行业	证券代码	证券简称	营业总收入: 亿元	归属母公司股东的净利润: 亿元	稀释每股收益: 元	净资产收益率 ROE (加权): %	销售毛利率: %	销售净利率: %	营业总收入 (同比增长率): %	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益 (同比增长率): %
空调	000527.SZ	美的电器	745.59	31.27	1.00	29.54	16.69	5.42	57.70	62.34
	000651.SZ	格力电器	608.07	42.76	1.52	36.51	21.55	7.12	42.62	46.15
	600690.SH	青岛海尔	605.88	20.35	1.51	24.28	23.38	4.66	35.57	66.08
空调零部件	002011.SZ	盾安环境	36.95	2.18	0.58	11.53	21.32	7.74	61.95	35.63
	002050.SZ	三花股份								
	002413.SZ	常发股份	16.23	0.85	0.65	11.03	11.85	5.24	67.98	20.53
	002418.SZ	康盛股份	11.03	0.76	0.59	10.07	19.49	6.88	53.44	15.92
洗衣机	000418.SZ	小天鹅 A	112.02	5.07	0.80	18.09	15.68	5.44	65.74	151.82
	600983.SH	合肥三洋	30.51	3.02	0.57	32.78	33.12	9.90	50.89	44.70
冰箱及零部件	000404.SZ	华意压缩	46.17	0.19	0.06	3.42	11.46	1.67	41.81	-90.29
	000521.SZ	美菱电器	82.27	3.26	0.79	23.08	23.79	3.97	30.09	168.24
	000921.SZ	ST 科龙	176.90	5.85	0.44	293.26	16.36	3.37	36.38	69.82
	002366.SZ	丹甫股份	6.49	0.63	0.53	12.78	20.78	9.76	34.41	-3.17
	600336.SH	澳柯玛								
	600619.SH	海立股份								
小家电	002005.SZ	德豪润达								
	002032.SZ	苏泊尔	56.22	4.04	0.70	17.58	27.96	7.88	36.60	32.78
	002035.SZ	华帝股份	16.36	1.21	0.54	28.47	35.36	7.55	18.04	93.19
	002242.SZ	九阳股份	53.47	5.91	0.78	21.62	36.35	12.64	15.32	1.19
	002260.SZ	伊立浦								
	002403.SZ	爱仕达								
	002473.SZ	圣莱达								
	002508.SZ	老板电器								

	002543.SZ	万和电气	22.93	1.86	1.24	38.23	28.18	8.64	32.27	48.42
其他	002290.SZ	禾盛新材	10.60	0.95	0.63	10.90	15.47	8.96	59.33	28.23

数据来源：WIND，东北证券。

表 3：机构预测 2011 年业绩主要指标及最新估值

所属子行业	证券代码	证券简称	每股收益 预测机构 家数：家	预测每股 收益平均 值：元	预测每股 收益最大 值：元	预测每股 收益最小 值：元	预测主营业 务收入增长 率：%	预测净利润增 长率：%	收盘价[4 月 1 日]：元	PE（平均）
空调	000527.SZ	美的电器	21	1.22	1.35	1.12	26.69	31.55	18.91	15.56
	000651.SZ	格力电器	23	1.83	2.55	1.59	23.62	20.87	22.82	12.44
	600690.SH	青岛海尔	23	1.90	2.18	1.75	20.27	24.88	28.16	14.85
空调零部件	002011.SZ	盾安环境	10	0.93	1.13	0.80	29.14	58.44	30.38	32.72
	002050.SZ	三花股份	3	1.45	1.48	1.40	39.60	32.43	35.20	24.26
	002413.SZ	常发股份							24.21	
	002418.SZ	康盛股份	3	0.76	0.92	0.63	39.90	43.05	21.48	28.33
洗衣机	000418.SZ	小天鹅 A	14	1.10	1.25	0.82	29.80	37.11	19.66	17.89
	600983.SH	合肥三洋	15	0.73	0.86	0.65	38.58	29.50	13.88	18.90
冰箱及零部件	000404.SZ	华意压缩	3	0.22	0.27	0.17	14.19	267.28	8.73	40.44
	000521.SZ	美菱电器	4	0.65	0.87	0.45	19.02	5.05	11.67	18.08
	000921.SZ	ST 科龙	4	0.46	0.50	0.35	21.34	6.02	7.96	17.37
	002366.SZ	丹甫股份	1	0.57	0.57	0.57	26.62	19.92	17.09	30.02
	600336.SH	澳柯玛							8.90	
	600619.SH	海立股份							9.10	
小家电	002005.SZ	德豪润达	2	0.76	0.77	0.75	36.29	58.61	18.34	24.11
	002032.SZ	苏泊尔	20	0.93	0.99	0.89	26.62	32.62	23.00	24.78
	002035.SZ	华帝股份	13	0.66	0.73	0.61	25.04	21.24	13.47	20.42
	002242.SZ	九阳股份	20	0.94	1.20	0.84	22.99	21.53	15.32	16.23
	002260.SZ	伊立浦							12.95	

	002403.SZ	爱仕达	5	0.44	0.54	0.35	26.23	19.45	16.00	36.13
	002473.SZ	圣莱达	10	0.60	0.69	0.50	34.70	43.08	25.77	42.62
	002508.SZ	老板电器	18	1.01	1.21	0.86	27.05	32.41	32.27	31.88
	002543.SZ	万和电气	17	1.15	1.22	1.07	27.09	24.21	27.89	24.16
其他	002290.SZ	禾盛新材	10	1.12	1.40	0.92	68.40	77.96	27.44	24.42

数据来源：WIND，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。