

四月维夏，六月徂暑，催生旺季行情

——家电行业 2011 年二季度投资策略报告——

强于大市

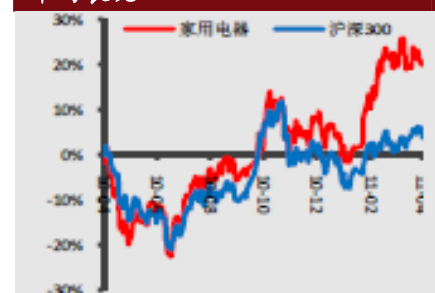
内容摘要:

- **政策持续拉动，微调助推家电行业格局转换** 2011 年 2 季度政策面还将持续拉动家电行业，政策微调和能效标准提高，家电高端化趋势日趋明朗。对于节能产品，新能源替代的政策鼓励，将给高效节能照明产品及布局多晶硅、可再生能源领域的寡头部件公司带来发展的小阳春。
- **传统销售旺季叠加“五一”因素，白电龙头产销两旺可期** 家电行业在二季度将迎来传统销售旺季，加之“五一”节日因素影响，预计产品销量将继续保持稳定增长，白电产品产销两旺可期。洗衣机因受季节性因素较小，空调销售有较强的季节特征，3-7 月销量占全年销售 50%以上。伴随着全球极端天气频发，冷暖空调销售旺盛，呈现淡季不淡的特征，未来三年空调将保持年均 12%-16%的复合增长。城镇化的提速及被迅速打开的三四级市场极低的白电保有率，给予大白电行业龙头进一步成长的空间；强势公司的增长会明显高于行业增长。
- **变频化替代加速，提振毛利率增长** 白电领域产业升级明显，变频空调更是呈现了爆发增长态势，占据了近四分之一的空调市场份额；今年以来，洗衣机变频化已经开始，相关产品将由变频技术带动进行新一轮升级换代。家电行业具有独步技术和开发多层次产品能力的龙头公司将直接受益于结构性增长机会，保持高毛利率水平，从而进一步挤压市场。农村家电消费呈现热点品类轮换、产品结构升级的新特点，具有农村消费特点的升级型产品具有结构性增长机会。定价能力强的龙头公司借助精准掌控农村消费者需求，充分重视适农产品设计，实现产品差异化定位将充分享受农村市场的增长空间。
- **家电龙头公司渠道变迁，降低费用率** 在家电行业无缝化竞争的态势下，既要降低成本，又要在销售规模和市场占有率上有所突破，渠道变迁成为必然。新兴渠道不断出现，网络渠道等模式使得销售结构更趋于立体化。借助品牌规模优势，家电龙头公司渠道变迁从多极渠道向渠道扁平化，渠道下沉方向发展。强势龙头公司借助“家电下乡”的政策契机，快速抢占全国三四级市场，正在打破专业零售连锁业态在家电流通领域的垄断格局。有能力进行渠道深耕的公司，将持续提升渠道盈利能力，提高公司毛利率水平，降低三费。
- **具有渠道优势的龙头白电将持续受益于保障房建设** 保障房建设带来了家电需求并推动家电更新换代，对于市场份额大，定价能力强的龙头公司，关注保障性住房消费群体的需求特点，开发适合其需求的家电产品能力强的公司，上游部件寡头和具有刚需特性的小家电公司无疑是利好。竞争力强的公司通过与大型房地产公司合作，为房地产工程提供配套产品，享受稳定的市场份额。

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

市场表现



数据来源：西南证券研发中心

行业数据

股票家数(家)	34
总市值(亿元)	3792
占A股比例	0.83%
流通市值(亿元)	2702

数据来源：西南证券研发中心

- **行业龙头规模优势得以应对成本之殇** 行业龙头公司及具有寡头特性的部件公司对于大宗原材料采购议价能力强，成本优势明显。此类公司有能力进行大宗商品套期保值，进一步锁定上游成本价格，保持毛利率水平。
- **行业估值具有吸引力** 2011 年一季度家电板块大幅跑赢大盘，估值得到一定修复。二季度初的适度回调，使得行业估值更具有吸引力。对比其他版块，家电板块相比 A 股平均估值依旧较低，作为消费板块的高弹性将提升家电行业的估值水平。其中盈利确定性强且具有持续性的白电龙头估值更低，与其未来的业绩增长水平不符合，存在估值修复的空间。具有寡头特色且涉足新能源领域的部件公司，因其具有高成长预期应享受一定的溢价空间。
- **风险提示** 上游成本提高超过预期；人民币升值过快可能影响到家电公司出口利润。
- **2011 年二季度投资逻辑** 二季度是白电行业传统销售旺季，叠加“五一”节日因素，龙头公司产销两旺可期。关注家电行业格局转换和渠道变迁，雁阵格局明晰过程中的绝对龙头。直接受益于变频替代加速的白电龙头公司：美的电器，格力电器，小天鹅 A；确定性业绩向好空间大的公司：小天鹅 A，ST 科龙；具有刚需凸性的厨卫小家电龙头公司：老板电器，华帝股份；趋势推动的高效节能照明产品公司：阳光照明；布局多晶硅，可再生能源领域的寡头部件公司：盾安环境；黑电销售增长超预期可能带来的阶段性交易机会：海信电器。

公司 代码	公司 名称	EPS			股价 4-21	PE			投资 评级
		11	12	13		11	12	13	
000418	小天鹅 A	1.18	1.67	2.19	19.25	16	11	9	买入
000527	美的电器	1.27	1.52	1.85	18.19	14	12	10	买入
000651	格力电器	1.98	2.29	2.64	22.14	11	9	8	买入
000921	ST 科 龙	0.49	0.56	0.64	8.16	16	14	12	买入
002508	老板电器	1.11	1.29	1.58	33.48	30	26	21	增持
002035	华帝股份	0.62	0.76	0.96	13.36	21	17	14	增持
002011	盾安环境	0.94	1.22	1.78	32.49	34	26	18	增持

目 录

政策持续拉动，微调助推行业格局转换.....	1
传统销售旺季叠加“五一”因素，白电龙头产销两旺可期.....	2
变频化替代加速，提振毛利率增长.....	3
家电龙头公司渠道变迁，降低费用率.....	5
具有渠道优势的龙头白电将持续受益于保障房建设.....	6
行业龙头规模优势得以应对成本之殇.....	7
行业估值具有吸引力.....	8
风险提示.....	9
2011 年二季度投资逻辑.....	9
重点公司列表.....	9
重点公司介绍.....	10
小天鹅 A（000418）.....	10
ST 科龙（000921）.....	10
美的电器（000527）.....	11
格力电器（000651）.....	12
老板电器（002508）.....	12
华帝股份（002035）.....	13
盾安环境（002011）.....	13

插图目录

图 1: 城镇及乡村家电分品类保有量区别	2
图 2: 家电下乡总销量	2
图 3: 家电下乡总销售额	2
图 4: 2010 年空调品牌市占率	3
图 5: 2010 年洗衣机品牌市占率	3
图 6: 2010 年冰箱品牌市占率	3
图 7: 家电下乡销售均价变化	3
图 8: 家电高端化趋势	4
图 9: 家电行业毛利率和销售利润率	4
图 10: 人均年收入与可支配收入	4
图 11: 城乡人均收入支出对比	4
图 12: 目前基本家电渠道	5
图 13: 强势家电品牌在一二级市场销售终端的进店率	5
图 14: KA 各级市场渗透率区别 (参照苏宁)	6
图 15: 渠道变化实例 (美的电器)	6
图 16: 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率	6
图 17: 商业企业零售指数	6
图 18: 商品房销售面积增速与销售额增速	7
图 19: 商品住宅销售与家电产品消费相关性分析	7
图 20: 上海有色金属铜价格走势	7
图 21: 上海冷轧卷 1mm 价格走势	7
图 22: 塑料价格走势	8
图 23: 原油期货结算价走势	8
图 24: 各行业估值 (PE TTM 整体法)	8
图 25: 消费板块历史估值	9
图 26: 家电细分行业历史估值	9

表格目录

表 1: 替代白炽灯时间表	1
表 2: 政策三架马车	1
表 3: 家电行业渠道变迁回溯	5
表 4: 商品房销售和家电产品销售增速相关性分析	7
表 5: 家电产品与成本敏感性分析	8

政策持续拉动，微调助推行业格局转换

2011 年 2 季度政策面还将持续拉动家电行业，政策微调和能效标准提高，家电高端化趋势日趋明朗。对于节能产品，新能源替代的政策鼓励，将给高效节能照明产品及布局多晶硅，可再生能源领域的寡头部件公司带来发展的小阳春。2011 年一季度中经家电产业景气指数达 100.4 点，较上季度有所上升，家电业整体运行向好。家电消费需求趋旺，推动家电产业销售收入、利润总额保持较高增长。元旦、春节销售旺季，呈现购销两旺的态势。商务部监测显示，2011 年春节假期，家电销售额同比增长 20.5%。一季度，生产、出口等项指标增速有所回落，主要是由于去年基数较高。二季度“家电下乡”、“以旧换新”、和“节能惠民”政策持续拉动家电内需，《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》将高端家电确定为中国家电行业转型升级的重要发展方向；工信部发布的《关于加快我国家用电器行业自主品牌建设的指导意见》，提出到 2015 年，行业 80%以上企业制订、实施明确的品牌战略。政策面上进一步明确家电行业进入高端化、品牌化发展通路。商务部发布家电下乡数据：今年一季度，全国家电下乡产品销售 3626 万台，实现销售额 857.8 亿元。截至 2011 年 3 月底，全国家电下乡产品累计销售 1.5 亿台，实现销售额 3273.5 亿元，累计发放补贴额 375.6 亿元。从产品品类来看，空调产品 3 月份实现销售额 36.8 亿元，同比增长 398%，成为家电下乡新的增长亮点。从销售地区来看，河南、山东、河北占据前三位，合计实现销售额 115.9 亿元，占全国总销售额比例超过 1/3。2011 年 5 月 31 日到期的节能惠民政策或将微调，从而进一步拉动空调变频化。在一致通胀预期下，全球能源价格高企，高效节能照明产品的政策导向将更为明确，照明行业本身集中度不高，节能照明及相关新能源领域会迎来新的发展拐点。

表 1：替代白炽灯时间表

古巴	2006 年和 2007 年，已全面淘汰白炽灯,成为首个淘汰白炽灯的国家
澳大利亚	2007 年 2 月 20 日宣布,到 2010 年将在全国范围内逐步淘汰低效率白炽灯
阿根廷	2007 年 12 月开始实施全国节能行动,在全国范围内全面推广节能灯
中国	2008 年始，补贴推广高效照明产品，08 年推广 5000 万个，09 年推广 1.2 亿
新西兰	2009 年开始,禁止使用白炽灯
日本	2008 年 4 月 5 日宣布，到 2012 年为止,停止制造并销售高能耗白炽灯
台湾	2008 年 4 月 7 日宣布,将用 5 年时间全面淘汰白炽灯
欧盟	2010 年 9 月 1 日起全面淘汰 100 瓦以上的炽灯，到 2012 年底淘汰所有白炽灯
加拿大	2012 年开始在全国范围内禁止销售白炽灯
美国	2012 年 1 月至 2014 年 1 月逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 的白炽灯

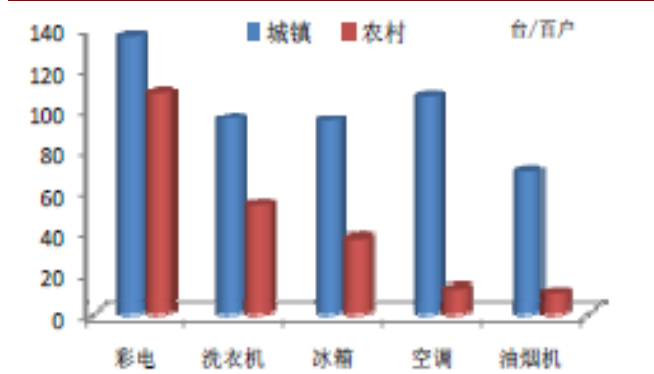
数据来源：万维家电网

表 2：政策三架马车

政策	起止时间	力度变化
家电下乡	2007/12-2010/12	范围变广；限价提高
以旧换新	2009/6-2011/12	范围变广；已延续
节能惠民	2009/6-2011/6	效能或调整；或延续

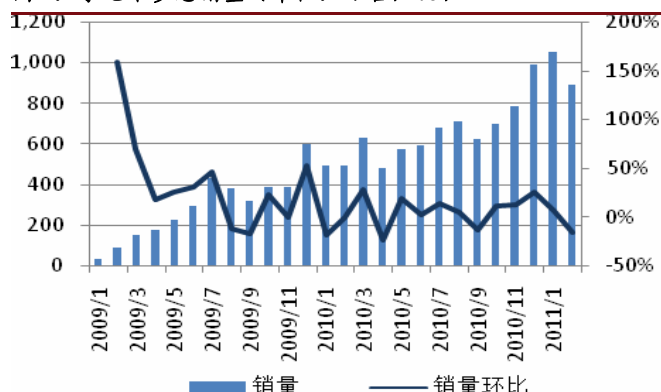
数据来源：西南证券研发中心

图 1：城镇及乡村家电分品类保有量区别



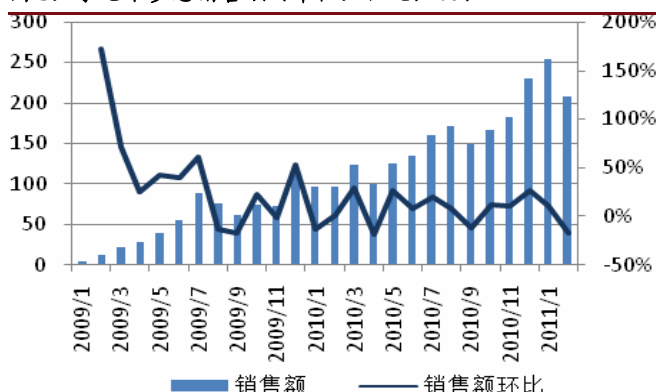
数据来源：产业在线

图 2：家电下乡总销量（单位：万台，%）



数据来源：家电下乡信息网

图 3：家电下乡总销售额（单位：亿元，%）



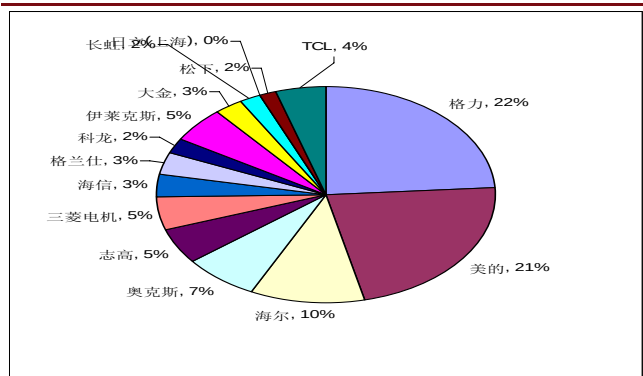
数据来源：家电下乡信息网

传统销售旺季叠加“五一”因素，白电龙头产销两旺可期

家电行业在二季度将迎来传统销售旺季，加之“五一”节日因素影响，预计产品销量将继续保持稳定增长，白电产品产销两旺可期。2011年1至2月，家用空调累计销量1694.2万台，同比增长46.8%；空调出口增长明显，环比增长57.47%，主要因为南美地区炎热气候时间延长。冰箱累计销量1143.71万台，同比增长8.38%；出口同比下降12.9%，内销同比增长15.27%；冰箱总销量主要靠内销贡献，内销总体保持稳定，出口增速有所放缓。洗衣机累计销量923.62万台，同比增长26.26%；出口、内销同比分别增长14.89%、31.01%；与其他产品相比，洗衣机因受季节性因素较小，总销量增速稳步上行。空调销售有较强的季节特征，3-7月销量占全年销售50%以上。从历史销售情况看，8月份后，空调销售进入淡季。伴随着全球极端天气频发，以2010年8月为例，在高温天气影响下，冷暖空调销售旺盛，呈现淡季不淡的特征。从2009年7月起，空调呈现持续旺销态势。在旺盛需求支撑下，未来三年空调将保持年均12%-16%的复合增长。内生性因素上，目前我国空调的保有量相对不高，地区差别较大。随着空调销售企业价格调整到位，未来空调内销市场仍会保持15%左右稳定增长。出口强劲恢复可期，2009年下半年，随着外围经济的转暖，出口逐渐恢复以及恶劣天气影响，外销同比增速保持在40%左右的水平。从2010年全年看，除2月份由于春节因素，全年各月均保持35%以上出口增长，5月份后逐月均保持60%以上高速增长。外围经济转暖和极端气候的增加，拉动出口持续恢复。

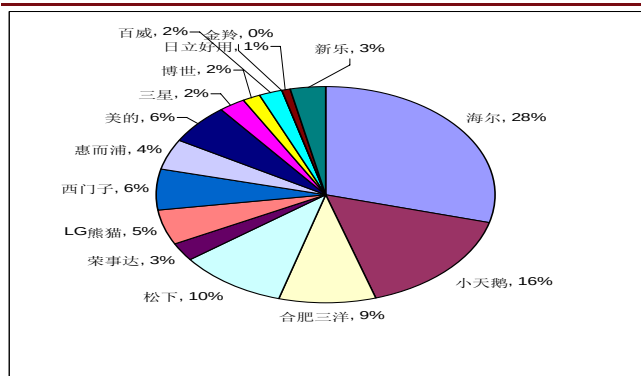
预计未来三年空调出口仍将保持 5-10% 的复合增长。城镇化的提速及被迅速打开的三四级市场极低的白电保有率，给予大白电行业龙头进一步成长的空间。家电行业龙头和寡头部件公司受季节性因素影响将逐步减弱；淡季不淡的特性会愈来愈突出；龙头强势公司的增长会明显高于行业增长。

图 4：2010 年空调品牌市占率



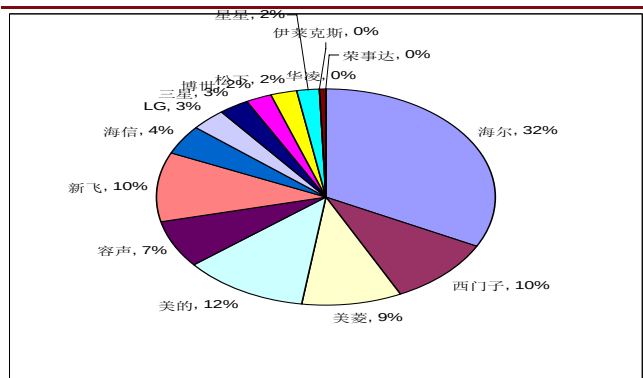
数据来源：产业在线 西南证券研发中心

图 5：2010 年洗衣机品牌市占率



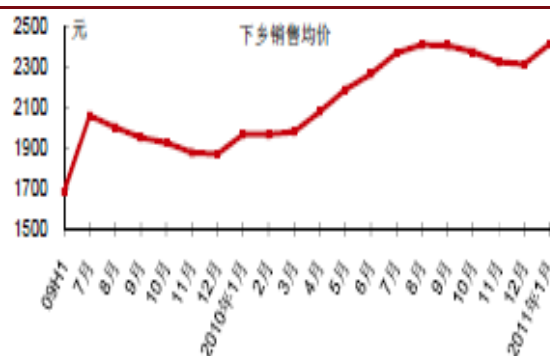
数据来源：产业在线 西南证券研发中心

图 6：2010 年冰箱品牌市占率



数据来源：产业在线 西南证券研发中心

图 7：家电下乡销售均价变化



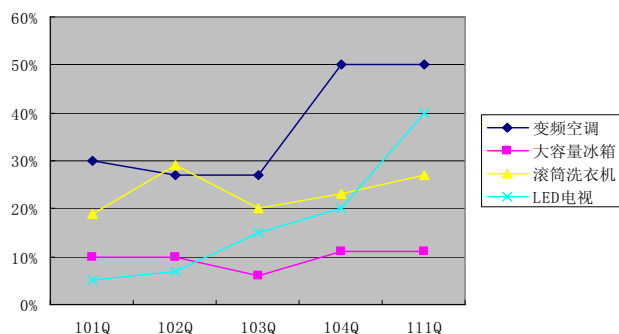
数据来源：家电下乡信息网

变频化替代加速，提振毛利率增长

家电行业具有独步技术和开发多层次产品能力的龙头公司将直接受益于结构性增长机会，在一致通胀预期下，家电行业中具有品牌化、高端化等消费升级特征的品种有望保持量价同步增长的态势，从而会以超过中低端消费产品的速度增长，调整产品结构，减少原材料成本在价格中的占比，将成为家电行业向更高的价值链转移的关键。高端家电产品已经进入发展提速期，体现在分行业上，冰箱行业的多开门大容量产品；洗衣机行业的滚筒大容量产品；空调行业的无氟变频产品；电视行业的大屏幕 LED 平板电视产品；小家电及个人护理领域的品牌化，美观人性化设计产品。行业龙头有能力通过不断推出新产品来转嫁上有成本压力，保持高毛利率水平，从而进一步挤压市场。《2010~2011 年度中国家电高端市场消费者调查报告》显示，超过九成的人两三年内有购买高端家电的打算，其中半年内打算购买高端家电的占 27.05%，另 35.14% 的人打算一年内购买。白电领域产业升级明显，变频空调更是呈现了爆发增长态势，占据了近四分之一的空调市场份额；今年以来，洗衣机变频化已经开始，相关产品

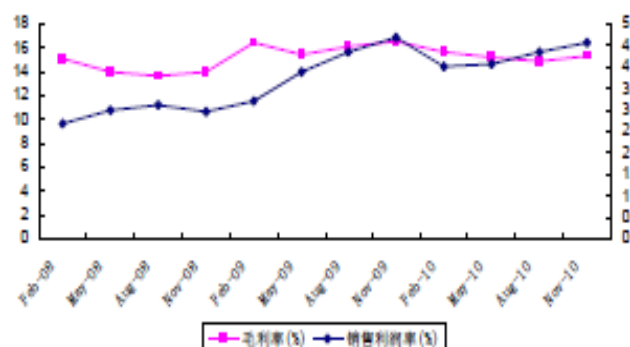
将由变频技术带动进行新一轮升级换代。

图 8: 家电高端化趋势



数据来源: 产业在线

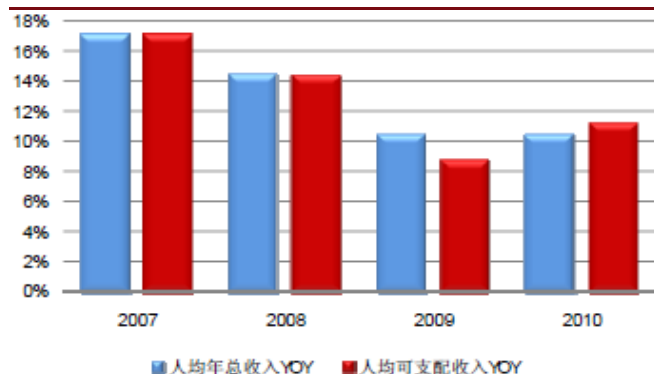
图 9: 家电行业毛利率和销售利润率



数据来源: 产业在线

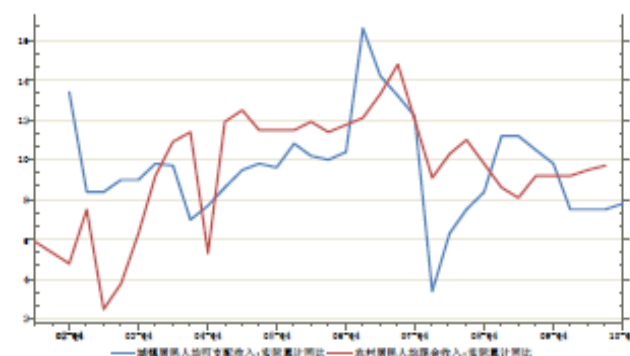
此外,多样性的农村市场消费升级显现,三四级市场家电需求将充分释放。在新农村建设逐步推进以及城镇化建设带动下,农村新增楼房增加,使得农村市场对家电的需求将会不断增加。在家电下乡政策影响下,渠道将进一步下沉。当前农村家电消费呈现热点品类轮换、产品结构升级的新特点,具有农村消费特点的升级型产品具有结构性增长机会。从家电品类上讲,农村市场继彩电、冰箱、洗衣机三大品类的快速普及后,开始出现空调、电脑等品类热销。目前,每百户农村家庭冰洗产品保有量约 50 台至 60 台,空调保有量只有 15 台左右,空调在农村市场有很大的增长潜力。今年 3 月份,空调下乡产品实现销售额 36.8 亿元,同比增长 398%,相当于 2010 年空调下乡销售额的 20%。从产品结构看,农村消费者对于产品档次的要求也在提升。龙头公司借助技术,品牌先声优势,把适农设计覆盖到产品细节,未来,农村市场将在政策的引导下进一步扩大。定价能力强的龙头公司借助精准掌控农村消费者需求,充分重视适农产品设计,实现产品差异化定位将充分享受农村市场的增长空间。

图 10: 人均年收入与可支配收入



数据来源: 彭博资讯

图 11: 城乡人均收入支出对比



数据来源: CEIC

家电龙头公司渠道变迁，降低费用率

在家电行业无缝化竞争的态势下，既要降低成本，又要在销售规模和市场占有率上有所突破，原有的渠道模式势必被打破，渠道变迁成为必然。新兴渠道不断出现，网络渠道等模式使得销售结构更趋于立体化。借助品牌规模优势，家电龙头公司渠道呈现扁平化趋势，渠道层次逐渐减少。渠道变迁从多极渠道向渠道扁平化，渠道下沉方向发展。网络相关的新型渠道，将成为新的增长极。目前，家电消费倾向于选择传统渠道购买。特别是选择传统渠道购买高端家电仍是主流。苏宁、国美等家电大卖场成为购买高端家电的首选渠道，其次是大型百货商场、超市，品牌专卖店排名第三。而网络商城这种新兴渠道还没有完全被接受，只有 8.09% 的人选择网购高端家电，网购渠道有待扩展。

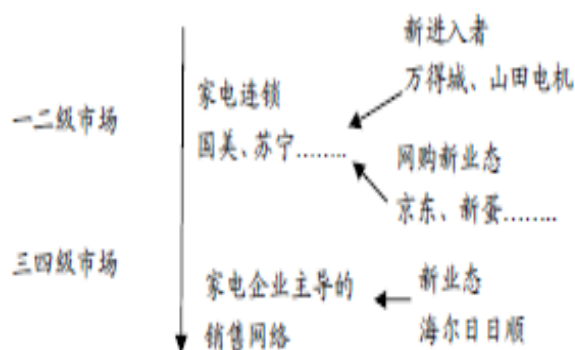
表 3：家电行业渠道变迁回溯

阶段	业态形式	资本主体	市场状况
80-90 年代初	百货、五交化	国营	行业整体利润高，消费者意识传统，制造商对终端的控制较弱，商业职能亦很弱化。
90 年代初-2001 年	专营店、百货店	民营、国有	行业利润下降，品牌林立，产品多元化，竞争激烈，价格战成为主要洗牌手段。
2001 年-（加入 WTO 以后）	专营店、大型连锁超市	民营、国有、外资	行业利润回升，市场形成垄断竞争模式，品牌成为市场竞争的焦点。

数据来源：中国家电网

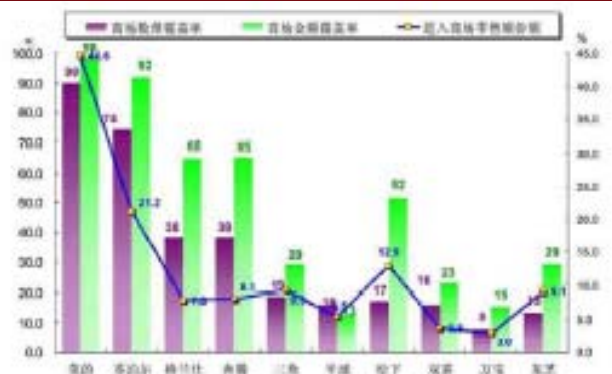
在三四级市场，受制于规模效益，大连锁、大卖场进入不可能太快，而完全由厂商自建门店则成本太高，根据奥维咨询对未来两至三年中国家电市场的研究预测，仅四级市场的容量就在 1200 亿元至 1400 亿元之间，这就给三四级市场渠道的变革留下了巨大的空间。强势龙头公司借助“家电下乡”的政策契机，快速抢占全国三四级市场，正在打破专业零售连锁业态在家电流通领域的垄断格局。有能力进行渠道深耕的公司，将持续提升渠道盈利能力，提高公司毛利率水平，降低三费。竞争力强的公司将通过生活体验馆模式；新建和改造现有专卖店；提升 KA 渠道的进店数量；与大型房地产公司合作，为房地产工程提供配套产品等动作，积极应对渠道变迁。通过协同效应，提高市场份额，降低费用率。

图 12：目前基本家电渠道



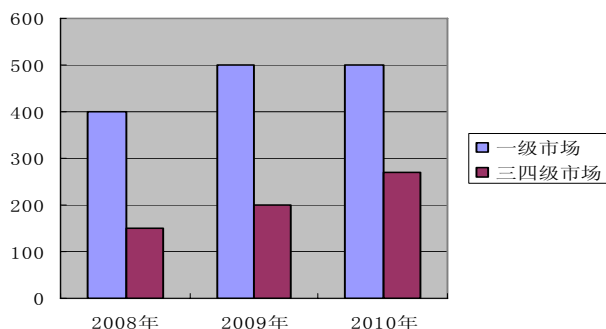
数据来源：奥维咨询

图 13：强势家电品牌在一二级市场销售终端的进店率



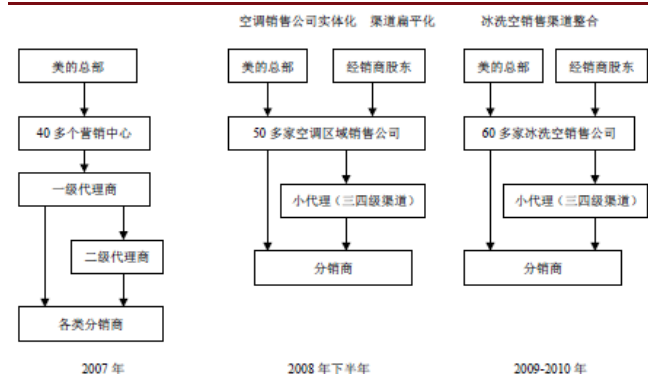
数据来源：奥维咨询

图 14: KA 各级市场渗透率区别 (参照苏宁)



数据来源: 奥维咨询

图 15: 渠道变化实例 (美的电器)

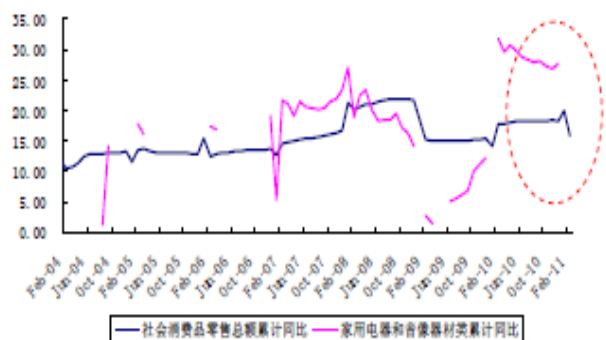


数据来源: 公司公开信息

具有渠道优势的龙头白电将持续受益于保障房建设

持续高通胀会使城镇居民实际收入水平增速持续放缓,进而影响到房地产销售,但历史数据表明,房产销售面积增速与家电销售增速之间呈现非常弱的相关性,房地产销售增速下滑对家电销售增速的影响幅度不会太大。“十二五”规划纲要提出的大规模的保障性住房建设给家电业龙头带来新的增长极,未来五年要建设城镇保障性安居工程 3600 万套,2011 年全国将开工建设保障性住房和棚户区改造住房 1000 万套,比上年增长 70%以上。明年 1000 万套,后三年 1600 万套,使保障性住房的覆盖率达到 20%。保障房建设带来了家电需求并推动家电更新换代,对于市场份额大,定价能力强的龙头公司,关注保障性住房消费群体的需求特点,开发适合其需求的家电产品能力强的公司,上游部件寡头和具有刚需特性的小家电公司无疑是利好。竞争力强的公司通过与大型房地产公司合作,为房地产工程提供配套产品,享受稳定的市场份额。

图 16: 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率



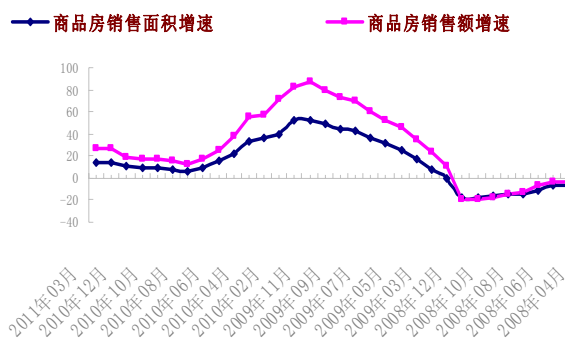
数据来源: CEIC

图 17: 商业企业零售指数



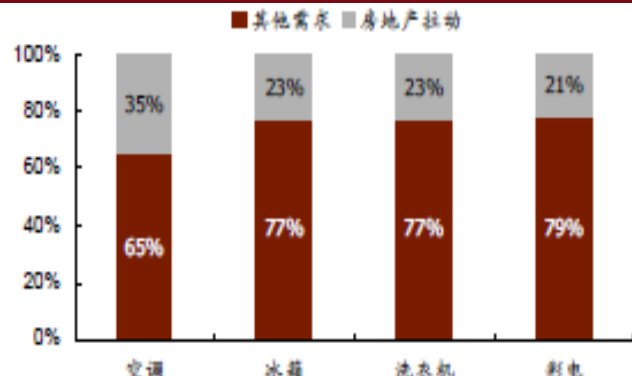
数据来源: CEIC

图 18: 商品房销售面积增速与销售额增速



数据来源: 西南证券研发中心房地产研究组

图 19: 商品住宅销售与家电产品消费相关性分析



数据来源: 彭博资讯

表 4: 商品房销售和家电产品销售增速相关性分析

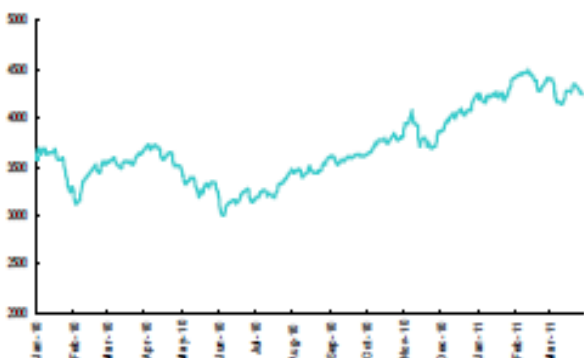
	商品房		空调		冰箱		洗衣机	
	销售面积	同比增速	内销量	同比增速	内销量	同比增速	内销量	同比增速
2005 年	55,769	15.30%	2,633	-7.25%	1,445		1,836	
2006 年	60,628	12.20%	2,647	0.50%	1,978	36.87%	1,694	-7.74%
2007 年	76,193	23.20%	3,171	19.81%	2,476	25.16%	2,120	25.13%
2008 年	62,089	-19.70%	2,978	-6.09%	2,608	5.37%	2,380	12.27%
2009 年	93,713	42.10%	3,749	25.92%	3,843	47.35%	2,677	12.49%

数据来源: 彭博资讯

行业龙头规模优势得以应对成本之殇

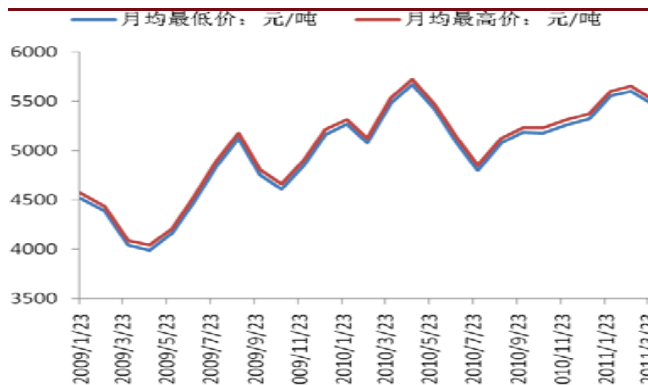
行业龙头公司及具有寡头特性的部件公司借助规模优势,对于大宗原材料采购议价能力强,成本优势明显。此类公司有能力进行大宗商品套期保值,进一步锁定上游成本价格,保持毛利率水平。龙头公司有能力通过不断推出新功能和新产品来提高利率水平,对冲成本压力。下游定价能力强的部件寡头和推新速度快的行业龙头将在此轮洗牌中胜出。

图 20: 上海有色金属铜价格走势



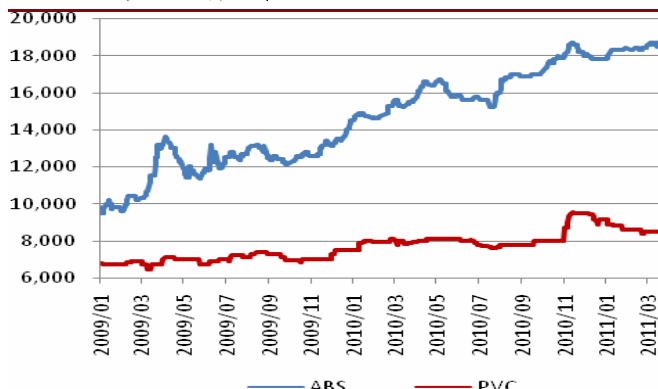
数据来源: 彭博资讯

图 21: 上海冷轧卷 1mm 价格走势



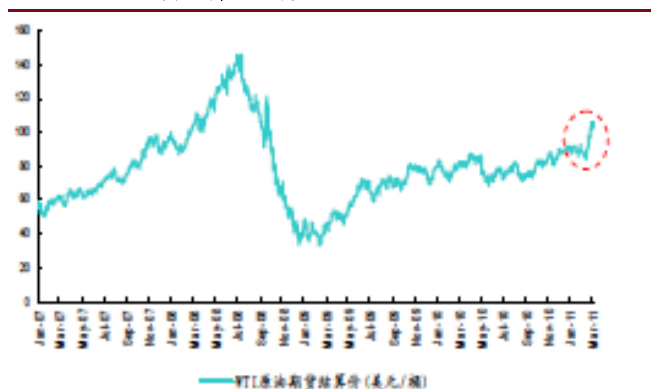
数据来源: 彭博资讯

图 22: 塑料价格走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 彭博资讯

图 23: 原油期货结算价走势



数据来源: 彭博资讯

表 5: 家电产品与成本敏感性分析

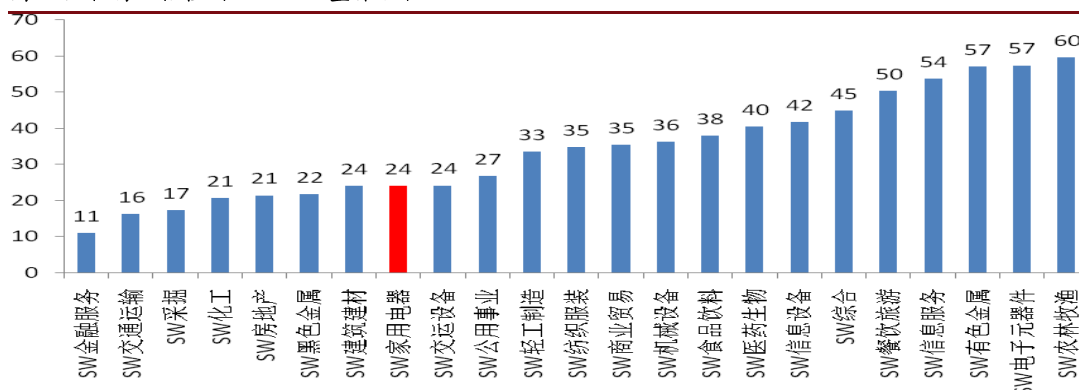
2010 年原材料价格变化	冷轧板	铜	铝	原油
YOY	11%	46%	30%	29%
对应计算成本上涨比率:	空调	冰箱	洗衣机	
YOY	2%	26%	10%	

数据来源: 西南证券研发中心

行业估值具有吸引力

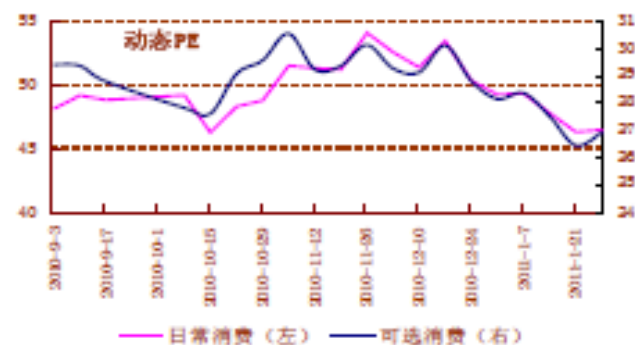
2011 年一季度家电板块大幅跑赢大盘, 估值得到一定修复。二季度初的适度回调, 使得行业估值更具有吸引力。对比其他板块, 家电板块相比 A 股平均估值依旧较低, 作为消费板块的高弹性将提升家电行业的估值水平。其中盈利确定性强且具有持续性的白电龙头估值更低, 与其未来的业绩增长水平不符合, 存在估值修复的空间。具有寡头特色且涉足新能源领域的部件公司, 因其具有高成长预期应享受一定的溢价空间。

图 24: 各行业估值 (PE TTM 整体法)



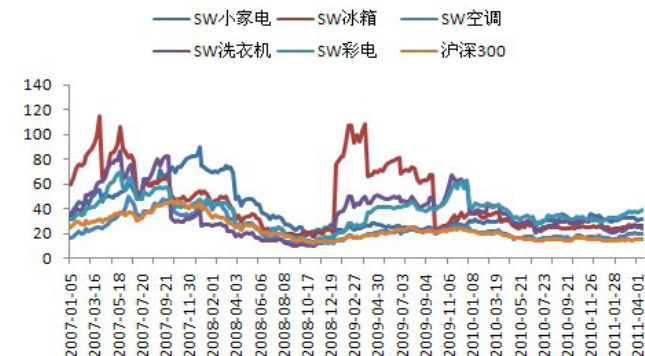
数据来源: WIND

图 25: 消费板块历史估值



数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

图 26: 家电细分行业历史估值



数据来源: Wind 资讯, 西南证券研发中心

风险提示

上游成本提高超过预期; 人民币升值过快可能影响到家电公司出口利润。

2011 年二季度投资逻辑

二季度是白电行业传统销售旺季, 叠加“五一”节日因素, 龙头公司产销两旺可期。关注家电行业格局转换和渠道变迁, 雁阵格局明晰过程中的绝对龙头。直接受益于变频替代加速的白电龙头公司: 美的电器, 格力电器, 小天鹅 A; 确定性业绩向好空间大的公司: 小天鹅 A, ST 科龙; 具有刚需凸性的厨卫小家电龙头公司: 老板电器, 华帝股份; 趋势推动的高效节能照明产品公司: 阳光照明; 布局多晶硅, 可再生能源领域的寡头部件公司: 盾安环境; 黑电销售增长超预期可能带来的阶段性交易机会: 海信电器。

重点公司列表

公司 代码	公司 名称	EPS			股价 4-21	PE			投资 评级
		11	12	13		11	12	13	
000418	小天鹅 A	1.18	1.67	2.19	19.25	16	11	9	买入
000527	美的电器	1.27	1.52	1.85	18.19	14	12	10	买入
000651	格力电器	1.98	2.29	2.64	22.14	11	9	8	买入
000921	ST 科 龙	0.49	0.56	0.64	8.16	16	14	12	买入
002508	老板电器	1.11	1.29	1.58	33.48	30	26	21	增持
002035	华帝股份	0.62	0.76	0.96	13.36	21	17	14	增持
002011	盾安环境	0.94	1.22	1.78	32.49	34	26	18	增持

重点公司介绍

小天鹅 A (000418)

公司作为高端洗衣机龙头公司将步入发展快行轨道，洗衣机行业品牌集中度将进一步提高，公司作为行业龙头将充分分享稳定成长空间。

整合收官，基本面得以改善，净利润规模增长快速 公司是世界上同时拥有波轮、滚筒、搅拌三项洗衣机技术的少数企业之一。经过重组，美的电器的绝大部分洗衣机业务都归入小天鹅之中，结束了两公司之间的同业竞争关系。荣事达洗衣机成为小天鹅的控股子公司，小天鹅高中低档洗衣机产品实施错位竞争，大比例提高市场份额。公司 2009 年整体毛利率水平由 2008 年的 18.58% 提升到 23.42%。

公司出口盈利能力进一步提振 公司拟投资约 7.4 亿元在广州南沙建工业园，新增洗衣机和干洗机合计产能 900 万台。目前公司洗衣机出口以 OEM 为主，未来将借助美的完善的全球营销网，在规模效应的基础上提高盈利能力。

滚筒比例的不断攀高，进一步提振公司毛利率水平 滚筒洗衣机市场增量前景可观。公司销量在 2010 年二三季度的传统销售淡季仍然保持良好增长，公司计划用三年时间将小天鹅产品结构中滚筒的比例提升至 30%；借助美的优质资源平台，2011 年滚筒占比有望迅速提升，进一步提振毛利率水平，中高端滚筒销售将呈现放量态势。

家电下乡既是公司长板又是持续增长极 公司借助“家电下乡”攻城略地，增加了三、四级市场投入，在家电下乡限价提高的推动下，激发了高端产品在农村市场的销售，销售额的增速远超过销量增速，销售均价持续提升。

公司渠道得以进一步整合优化 并入美的销售渠道后，公司未来销售网点数目也将大幅提升。公司费用水平呈现显著下降趋势，公司存货周转率和应收账款周转率不断改善。

公司成本控制能力增强 公司借助美的规模优势，在部分大宗原材料采购商议价能力得到增强，成本优势明显。

ST 科龙 (000921)

高端市场排兵布阵 公司业绩改善空间大，冰箱业务收入占总营业额 50.46%，收入同比增长 21.72%；空调业务收入占总营业额 37.77%，收入同比增长 46.20%；内销业务实现营业收入 111.16 亿元，同比增长 28.21%，外销业务实现营业收入 47.15 亿元，同比增长 43.35%。公司海信、科龙、容声三大品牌在白电领域的合力还将逐步显现。公司空调业务目前排在行业第五位，本身变频空调制造比率较高（接近 45%），伴随着空调行业向变频升级趋势明朗，生产商通过扩大毛利较高的中高端产品销售来保持营收和利润水平成为竞争成败的关键因素。2011 年 1000 万套保障性住房投入市场，将进一步拉动空调市场增长。

积极应对渠道变迁的行业发展路径 公司优化市场网络，加大三、四级市场投入力度，建立专卖店，增加 B2C 等销售渠道，公司冰箱、空调产品的销售规模增幅均位于行业前列，销售渠道尤其是三四级市场网点拓展快速增加。资产重组后，公司冰箱业务规模效应更为显著，

根据中怡康相关统计数据,公司 2010 年冰箱市场占有率为 14.12%,位居行业国内品牌前两位。出口方面,公司通过积极开展自主品牌销售,开拓新市场新客户。根据海关统计数据,公司 2010 年冰箱出口量稳居行业前两位。公司的空调业务增长快于行业平均水平。

整合效应还存在释放空间 公司完成了重大资产重组,资产质量和财务结构得到大幅度优化。随着规模和产品结构的优化改进,利润率不断提升。公司拥有三大空调基地,六大冰箱基地,预计冰箱产能 1000 万台/年,空调产能 600 万台/年。公司同惠而浦合资的海信惠而浦公司拥有大容积冰箱产能 100 万台/年,滚筒洗衣机产能 200 万台/年。

长效激励机制确立 公司公告了首次股权激励草案。拟授予激励对象 2290 万份股票期权,占公司总股本的 1.691%,行权价 7.65 元,行权对象包括公司董事、高管、中层管理人员、营销技术管理骨干人员。股票来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股。对中层骨干人员的激励将其与公司利益绑定,有利于激发骨干人员的潜力,从而提升公司在技术和产品上的竞争力。行权条件高,股票期权有效期内要求净利润复合增长率不低于 20%,净资产收益率不低于 15%。

美的电器 (000527)

全线产品市占率强势扩张 2010 年,公司空调、冰箱、洗衣机三大业务组合优势得以进一步凸显,促进了销售收入的较快增长。空调及零部件实现收入 482.59 亿元,同步增长 50.63%,冰箱及零部件实现收入 99.39 亿元,同比增长 57.45%,洗衣机及零部件实现收入 97.29 亿元,同比增长 63.10%。公司五年复合增长率达到 29%,各类产品市场份额均有不同程度上升。

家电战国时代 得高端者得天下 公司变频空调、多门冰箱、滚筒洗衣机等产品结构持续优化,2010 年公司直流变频空调内销占比约为 30%,同比销售增长近 100%,占据市场领先地位;滚筒洗衣机、多门冰箱及对开门冰箱均同比数倍增长。公司盈利水平不断提升,同时净利润增速优于收入增速。2010 年公司整体业务毛利率同比下降了 5.10 个百分点,缘于公司一贯以积极的价格手段攻城掠地。

持续增长确定性强 产业布局初步完成,形成有效覆盖华南、华东、华中、西南、华北五大区域市场的九大区域制造基地。邯郸空调、荆州冰箱、芜湖整体机和压缩机、华南空调、冰箱基地、中央空调华东基地等六大基地项目进展顺利,白电龙头规模优势将持续显现。

渠道整合,销售费用率同比大幅度下降 公司渠道建设全面铺开,成立了 60 多家空冰洗产品销售公司;专卖店总数超过 10,000 家;推动“千县万镇工程”项目,大力拓展乡镇市场渠道网点,网点总数近 60,000 个;在前期巴西、马来西亚销售合资公司的经验基础上,成立泰国、印尼合资销售公司,直接掌控渠道。收购了开利在埃及的子公司 Miraco 的部分股权,推动公司中东非的业务拓展。

非公开增发项目加速龙头战略 目前公司拥有家用空调产能 2600 万台、冰箱产能 1200 万台、洗衣机产能 1100 万台、空调压缩机产能 2100 万台。公司非公开增发项目不仅大幅提升公司家用空调、中央空调、冰箱以及压缩机的产能,而且丰富了公司高附加值产品线。

格力电器（000651）

公司高附加值产品增长稳健 公司拥有变频和中央空调领域的核心技术优势,大力提升公司产品附加价值和盈利能力.变频空调占比快速上升,占比 25.79%。商用空调市场份额为 9.6%,内资品牌排第一,商用空调收入占比显著提升。变频和商用系列将提升公司的盈利水平,公司变频空调出货比例已经达到 50%,带动公司毛利水平提高。公司保持了一贯的淡季优势,四季度产销两旺。公司 10 年 4 季度实现营业收入 164 亿,同比增长 38%;实现净利润 14 亿,同比增长 50%。伴随着空调行业的产品升级,高端技术产品发力放量将使行业更为集中,公司作为龙头企业将充分分享市场成长空间。

渠道掌控力度强 公司实行区域销售公司渠道模式,在全国拥有 28 家区域销售公司,销售终端有 20000 多家,其中有 10000 家左右的专卖店。

通过套期保值对冲上游风险 2010 年国内大宗原材料价格的持续上涨在一定程度上使得公司毛利率有所下滑。公司拟开展外汇资金业务来规避本币升值过快所带来的风险。公司为了应对材料价格波动,主动调整生产计划、原材料及成品库存量。

海外业务持续回暖 公司出口产品盈利能力也将逐步增强,公司 2010 年共实现外销 784.5 万台,同比增长 99.36%,远高于行业 55.68%的增速。其中上、下半年分别同比增长 76.05%、145.28%。公司外销增速显著高于行业平均,2010 年外销份额同比提升 3.92%。预计未来几年公司出口业务将保持较好的增长态势。

老板电器（002508）

高毛利率产品占比有所提升 公司顺应行业高端化发展趋势,作为行业龙头充分分享行业洗牌带来的发展空间。报告期内主力产品吸油烟机继续保持行业第一,燃气灶和嵌入式消毒柜也继续保持行业前二,公司整体领先优势得到继续扩大。公司营业利润、利润总额、净利润分别实现了 61.87%、65.84%、64.17%的大幅增长,源于公司进一步调整了产品结构,高毛利率产品占有比有所提升。

顺应渠道变迁,KA 与非 KA 两手抓 2010 年度公司进一步加大渠道拓展与结构调整力度,进一步提升 KA 进店率,加大专卖店开店速度,实现了专卖店“千店工程”目标的提前完成,完成了 10 家旗舰店,100 家形象店与 1000 家普通专卖店的目标。公司迅速开设专卖店的能力较强,主要源于公司代销模式使经销商风险很低,及家族式企业的执行力。目前公司专卖店成活率已达到 90%。公司进一步加大渠道结构调整,努力开拓如工程、专卖店、网络及电视购物等新兴渠道。公司新兴渠道占比提升,住房精装修和电子商务也将是公司重点拓展的新型渠道。预计未来 3 年公司精装修渠道的销售比例将由目前的 4%提高至 15%。对于精装修房工程渠道,公司目前已与恒大、珠江等房地产企业合作,预计 2010 年有望完成 5 万套(烟+灶),2011 年合作有望拓展到万科、招商、绿城等大型房地产商,工程渠道销售有望持续翻番。公司销售收入的 95%为代销。在这种模式下,公司承担了较大的存货与资金压力,但同时也赋予了公司快速扩张的可能性,公司的终端渠道结构中,大约 50%是 KA,地方家电商场百货及专卖店分别占 15%左右,工程精装修 4%。公司计划到 2013 至少与其中 10 家企业建立战略合作关系。前公司在二三级市场的渠道覆盖率约 80%,销售收入贡献率约为 65%;三四级市场的渠道覆盖率约 55%,销售收入贡献率约为 35%。随着我国城镇化程度的不断提高,三四级市场消费者的购买

力日益增强。在未来三到五年内，公司一二级市场渠道覆盖率预期可提升至 90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至 80%，渠道覆盖率的提升将为公司产品销售规模带来较大的增长空间，渠道覆盖率的提升将有效拉动公司的销售增长。

成本控制能力强 受厨房电器产品特点决定，原材料在公司营业成本中所占比重相对较大，原材料成本占公司营业成本的 85% 以上。其中产品外壳、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成、厨用锅架等产品零部件大量使用冷轧板、不锈钢板、铜、铝为主要原材料。2010 年度采购价格与前一年度相比比较稳定，公司努力通过扩大规模、技术改进等手段降低成本变化带来的压力。

应收账款周转率有明显提升 公司在 2010 年度，存货周转率基本不变，但应收账款周转率有明显提升，表明公司在账款回收方面成效显著。

华帝股份（002035）

公司厨电一体化的销售进度将加快 网上销售的增长可期，聚能灶销售将持续高速增长。产品结构的调整对终端零售价占主导因素，今年华帝的产品方向将以市场一二三线发展相匹配，出厂价方面会根据材料的成本和产品自身的改造有所变动。

公司将继续加大专卖店建设的力度 包括二三级市场的专卖店和一级市场的生活体验店。同时，公司将进一步加大大客户（KA）的进店率。2011 年新建专卖店的增长率和 KA 进店增长率将会在 20% 以上。

直供房地产销售模式是行业新型渠道 公司将在未来重点推广和扶持该渠道建设，公司将全力打造该渠道使其贡献率达到公司主营业务占比 30% 以上。

3000 万套保障房将成为行业新的增长极 国家十二五规划计划建设 3000 万套保障房对行业构成实质性利好，目前房地产业务受控主要是针对高端商品房，经济适用房及保障房的建设将会冲淡房地产不景气的影响，目前公司已针对行业发展机遇和房地产受控状况制定了专门的销售方案。

目前订单数量较以前有所增长 公司目前出口全部为 OEM 模式，预计 2011 年东欧以及北美市场预期会有占比增长。

盾安环境（002011）

制冷配件行业双寡头之一，成本控制能力强 公司是我国空调阀门双寡头之一，生产的截止阀和四通阀全球份额超过 40% 和 30%，受益于 2010 年家用空调行业快速增长，公司空调配件全年增速达 56%。公司与三花股份两分天下，两家公司在截止阀等主导产品上市场份额达到 70% 以上，形成了相对稳定的竞争格局。寡头格局使得公司可持续分享未来家用空调市场稳定增长带来的收益。

在手订单稳定，增长确定性强 公司制冷配件产业主要通过与客户签属长期战略合作协议方式确立供求关系，日常生产按客户实际需求计划排单，鉴于客户群涵盖国内外行业知名空调生产厂家，订单相对稳定，生产周期约 10 天；2010 年产品订单数与上年度相比增加约 30%，

不存在已签署订单在以后年度跨期执行的金额达到订单金额总数 10%以上的情形。热交换器与制冷配件产品销售方式相似，具有稳定的客户群，订单基本稳定；中央空调及末端产品的销售基本通过招投标方式获取订单；商用空调的生产周期约 30 天，特种空调的生产周期相对较长，根据具体合同确定。2010 年制冷设备订单与上年度相比增加超过 30%，不存在已签署订单在以后年度跨期执行的金额达到订单金额总数 10%以上的情形。

公司处于新利润增长点释放的前夜 公司核电空调业务大幅拓展，累计中标国内已建和在建的 13 个核电站中 12 个核电站的 20 个项目；从 2010 年核电招标的情况来看，公司已经获得了 70% 招标项目的核电空调主机订单，在收购大通风机后，公司将具备整个核电站 HVAC 系统全套设备的生产能力，预计大通风机将在 2011 年 3-4 月份获得核级风机生产资质，核电业务的盈利能力将得以大幅提振。通信行业特种节能空调获得中国移动、中国联通的集采资格及相应订单 2010 年公司中标中国移动基站通风系统项目，份额超过 20%。2011 年公司此项业务将伴随 3G 业务的发展稳步增长。公司 3000 吨多晶硅项目计划于 2011 年第三季度建成投产，生产用电价较低使得多晶硅项目成本优势明显。

并表因素贡献 EPS 0.20 元 公司收购诸暨盾安换热器（26%股权）、盾安禾田金属（40%股权）、赛富特机电设备（30%股权）、珠海华宇金属（30%股权）少数股东权益在 2011 年并表，将增厚公司 2011 年 EPS 0.20 元。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易,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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>