

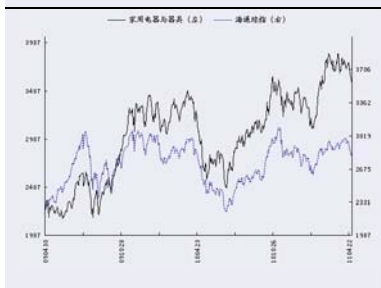
增 持 维持

家电行业 2010 年报和 2011 一季报总结 2011 年 5 月 3 日

重点公司评级

格力电器	000651	买入
美的电器	000527	买入
青岛海尔	600690	买入
苏泊尔	002032	买入
小天鹅 A	000418	买入
合肥三洋	600983	买入
老板电器	002508	增持
美菱电器	000521	增持
九阳股份	002242	增持
爱仕达	002403	增持

市场表现



相关研究

3 月冰洗行业运行数据点评: 内销增速稳定, 出口恢复增长 20110428
 3 月空调行业运行数据点评: 3 月内外销保持快速增长, 1 季度增幅创 7 年新高 20110420
 3 月家电下乡数据点评: 销售保持翻倍以上增长, 空调发力成为当月亮点 20110407
 2 月冰洗行业运行数据点评: 内销快速增长, 出口低于预期 20110328
 2 月空调行业运行数据点评: 空调 2 月增速放缓, 需求依然强劲 20110321
 2 月家电下乡、以旧换新数据点评: 下乡、换新效果好, 相关政策将延续 20110307
 1 月冰洗运行数据点评: 符合预期 20110304
 家电行业 2010 年三季报总结: 收入高速增长, 净利润率不降反升 20101103

家电行业分析师

SAC 执业证书编号: S0850210050002
 陈子仪
 电话: 021-23219244
 Email: chenzy@htsec.com

联系人
 孔维娜
 电话: 021-23219223
 Email: kongwn@htsec.com

我们对 23 家家电 A 股公司 2010 年和 11 年一季度经营状况做了概括性分析。2010 年和 2011 年一季度行业收入分别同比增长 34.58% 和 36.12%，归属于母公司的净利润增幅分别为 44.87% 和 40.32%，业绩增速高于收入增长。在原材料成本大幅上涨的情况下，2010 年及 2011 年一季度行业毛利率分别同比下滑 3.15、1.43 个百分点，但规模效益及效率提升使费用率同比下滑，补贴收入等营业外收入大幅增长致使净利润率不降反升，2010 年净利率同比提升 0.25 个百分点至 3.57%，2011 年一季度净利率环比下滑但同比提升 0.09 个百分点至 3.03%。

- 行业保持较高景气。2010 年空冰洗销量分别同比大增 44%、23%、28%；11 年 1 季度，行业仍然保持较高的景气度，空冰洗销量分别同比增长 39%、11%、21%。
- 09 年 8 月以来家电板块持续跑赢大盘与行业景气回升、企业业绩大幅增长有关，目前 PE 估值略低于历史平均，但相对大盘的估值溢价高于历史均值，维持行业“增持”评级。目前家电行业 A 股静态 PE、PS 和 PB 分别为 21.08 倍、0.78 倍和 3.36 倍，整体估值无论相对于历史还是相对于大盘均处于相对合理范畴内。
- 05 年至今家电龙头企业市场收益率及业绩增速均大幅超越行业平均，在估值底部买入并持有获取绝对和相对收益是大概率事件。10 家家电上市公司 05 年以来年复合收益率超过同期沪深 300 约 20% 的收益率水平。其中，家电龙头企业美的电器、格力电器收益率超过 50%，苏泊尔、小天鹅 A、合肥三洋、青岛海尔在内的优质白马股收益率也超过 30%。
- 2010 年报和 2011 年一季报小结：（1）23 家家电 A 股 10 年营业收入同比增长 34.58%，其中 4Q10 年增长 28.62%，1Q11 年同比增长 36.12%，超预期；（2）其中白电、小电、黑电 2010 年收入分别同比增长 44.08%、27.44%、22.11%；1Q11 分别同比增长 57.29%、29.28%、5.5%；（3）10 年综合毛利率较 09 年下降 3.15 个百分点至 19.19%，其中 4Q10 为 20.15%，1Q11 为 17.84%，我们预计今年毛利率水平同比基本持平或略有下降；（4）分子行业看，白电、小电、黑电 2010 年毛利率分别为 20.34%、30.92%、15.38%，1Q11 分别同比增长 17.87%、30.02%、15.65%；（5）10 年营管财三项费用率合计同比下降 1.83 个百分点至 15.94%，其中销售费用率下降 1.38 个百分点至 11.82%，管理费用率下降 0.38 个百分点至 3.96%，财务费用率下滑 0.08 个百分点至 0.16%；1Q11 三项费用率下降 2 个百分点至 14.4%，其中营、管分别下降 1.73 0.23 个百分点；（6）10 年利润总额和归属于母公司净利润分别增长 43.89% 和 44.87%，其中 4Q10 净利润同比增长 42.03%，1Q11 利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 36.10% 和 40.32%；我们预计行业全年增速在 30% 左右。（7）白电、小电、黑电 10 年净利润增速分别为 51.24%、40.44%、27.17%；1Q11 业绩增速分别为 29.13%、57.24%、101.39%；（8）10 年净利润率为 3.57%，同比提升 0.25 个百分点；其中 4Q10 净利润率 3.63%，1Q11 为 3.03%，同比提升 0.09 个百分点，我们预计 11 年全年净利润率同比将略有提升；
- 投资建议。从行业格局、企业竞争优势、业绩稳定增长的持续性和确定性角度以及估值的安全边际看，我们仍旧维持前期观点，推荐买入格力电器、美的电器、青岛海尔三大白电龙头企业。我们认为未来几年，行业龙头企业仍可维持快速稳健的利润增长，在估值底部买入并持有，获取绝对和相对收益是大概率事件。
- 风险提示。（1）行业增速放缓；（2）原材料价格大幅波动；（3）竞争加剧影响企业利润率。

目 录

1. 2010 年行业景气度高，2011 年政策扶持下仍将保持较好的增长态势	2
2. 海通家电指数与沪深 300 走势比较	3
3. 维持对家电行业“增持”评级，继续推荐业绩有望持续稳定增长、估值有安全边际的个股	5
3.1 PE-Band: 行业动态PE 15 倍以下是绝对收益买点	6
3.2 龙头企业业绩增速及市场收益率大幅超越市场平均，估值底部买入并持有，获取绝对及相对收益是大概率事件	7
4. 2010 年和 2011 年一季度家电行业整体运行情况分析	9
4.1 2010 年营业收入同比增长 34.58%，综合毛利率下滑 3.15 个百分点至 19.19%；4Q10、1Q11 营业收入分别同比增长 28.62%、36.1%，毛利率分别为 20.15%、17.84%，分别同比下滑 1.2、1.4 个百分点	10
4.2 2010 年销售与管理费用率同比下降 1.75 个百分点至 15.78%，反映了收入快速增长对费用节约的积极意义；（毛利率-销售费用率）为 7.37%，较去年同期下降 1.77 个百分点；财务费用占比也进一步下降	12
4.3 2010 年业绩同比大增 44.87%，净利润率（3.57%）同比提高 0.25 个百分点；2011 年一季度净利润率（3.03%）同比提升 0.09 个百分点，较 2010 年四季度（3.63%）环比下降 0.60 个百分点	12
5. 对 10 年和 11 年一季度的公司分析	14
5.1 10 年和 11 年一季度收入增速超出行业平均水平的公司分析	15
5.2 毛利率和利润率概况	16
5.3 费用比例分析	17
5.4 归属于母公司的净利润率概况	18
5.5 重点家电公司年报、季报点评及公告跟踪报告	20

图目录

图 1 家用空调内外销同比月增速 (%) (2010.01-2011.03)	3
图 2 冰箱内外销同比月增速 (%) (2010.01-2011.03)	3
图 3 洗衣机内外销同比月增速 (%) (2010.01-2011.03)	3
图 4 彩电同比月增速 (%) (2010.01-2011.03)	3
图 5 家电板块相对沪深 300 的估值溢价高于历史平均 (20050104-20110429)	4
图 6 2010 至今家电指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 7 2010 至今白电指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 8 2010 年至今黑电指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 9 2010 年至今小家电指数与沪深 300 指数走势对比	5
图 10 家电行业 (23 家公司为样本) 20070104-20110429 的 PE Band 走势图 (亿元, 倍)	7
图 11 主要家电公司 05 年以来年复合收益率 (%) (20041231-20110429)	7
图 12 主要家电公司 05 年以来收入、利润年复合增长率 (%) (20041231-20101231)	8
图 13 家电 A 股营业收入及增长 (2007-1Q2011)	11
图 14 家电 A 股营业成本及毛利率 (2007-1Q2011)	11
图 15 家电 A 股三项费用占营业收入比重 (2007-1Q2011)	12
图 16 家电 A 股营业收入、利润总额、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长率	13
图 17 家电 A 股利润总额及利润率 (2007-1Q2011)	14
图 18 家电 A 股非经营性净收益占利润总额比重 (2007-1Q11)	14
图 19 家电 A 股剔除非经营性净收益净利润增长 (2007-1Q11)	14
图 20 家电 A 股有效所得税率 (2007-1Q2011)	14
图 21 家电 A 股归属于母公司的净利润率 (2007-1Q2011)	14
图 22 家电 A 股经营性现金流及增长 (2007-1Q2011)	14

表目录

表 1 产业在线空冰洗销量增速（2004-1Q2011）	2
表 2 家电指数和沪深 300 收益对比（2005-2011Q4）（%）	3
表 3 23 家家电 A 股公司市值和主要静态相对估值指标（2011Q429）	6
表 4 海通家电行业重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（2010Q429 更新）	8
表 5 家电行业收入增长及毛利率情况（2007-1Q2011）	11
表 6 2010 年营收增长率超过平均水平及我们重点覆盖的公司营业收入及增长概况	15
表 7 2010 年利润率超过平均水平及我们重点覆盖公司毛利率及利润率概况（2007-1Q2011）	16
表 8 2010 年管营费用占营业收入比重低于行业平均水平及我们重点覆盖的公司费用比例	17
表 9 2010 年（毛利率-销售费用率）高于行业平均水平及我们重点覆盖的公司费用比例	18
表 10 2010 年扣除投资净收益后归属于母公司的净利润率情况	19
表 11 2010 年归属于母公司的净利润增长率超过平均水平及我们重点覆盖的公司概况	20

1. 2010 年行业景气度高，2011 年政策扶持下仍将保持较好的增长态势

2010 家电行业延续了 09 年下半年以来的高景气，空调累计销售 9473.50 万台，同比增长 43.84%，炎夏寒冬的气候环境以及节能惠民补贴等政策的刺激是空调全年内外销两旺的主要原因。受农村快速普及的持续拉动，2010 年冰箱销量在 2009 年高增长的基础上同比大增 23.01%至 6947.80 万台，洗衣机同比增长 28.21%，达到 5067.25 万台。2010 年彩电总销量同比增长 20.51%，其中 LCD 增长 31.82%，CRT 下滑 20.08%，PDP 增长 5.67%。表 1 及图 1-4 为主要大家电产品近年来的行业运行情况。

进入 2011 年，行业景气延续，空调销售再超预期。1 月家用空调总产量突破千万大关，内销出货量与去年旺季时出货水平相当，显示了家空市场的强劲需求；3 月家电下乡数据显示空调在农村实现销售额 36.8 亿元，同比增长 398%，成为家电下乡销售新亮点。总体而言，一季度空调内外销两旺，销量同比增长 39.04%达到 2967.30 万台，销量及增速均创下 05 年以来的新高。其中内销同比增长 28.73%，出口同比增长 48.59%。我们维持前期观点，目前我国城镇家庭空调保有量水平相较日本等发达国家仍有翻倍以上的增长空间，农村空调普及刚刚启动，海外发展中国家消费需求呈现高速增长，发达国家更新需求稳定，受全球极端天气频发影响，空调消费必然大幅增加。预计今年空调增速将呈前高后低之势，全年增速接近 20%。

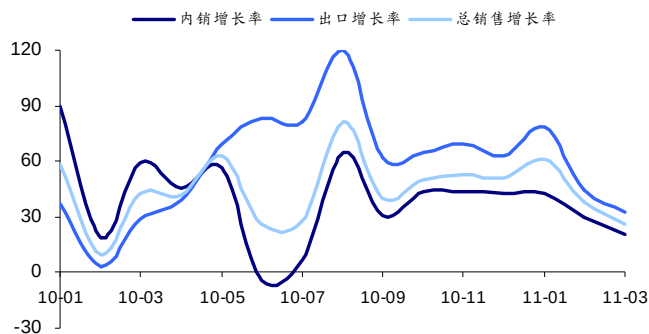
一季度冰箱销量仍同比增长 11.33%，达到 1830.01 万台，经过两年的高速增长，开始步入稳定增长阶段。其中内销增长 13.82%，出口增长 2.76%。一季度洗衣机累计销售 1387.16 万台，同比增长 20.64%。其中，内销同比增长 27.33%，出口同比增长 7.07%。一季度冰洗内销增速符合预期，出口增速较低，但伴随着全球产能转移未来保持增长的确信性较强。随着农村家庭普及率的进一步提升，我国城镇化建设不断推进，保障房建设力度加大，政策刺激将持续的前提下，我们预计洗衣机仍有望保持 20%左右的快速增长，冰箱由于前期基数较大，增速将趋缓，但仍可维持与 GDP 相当的增速。

表 1 产业在线空冰洗销量增速（2004-1Q2011）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1Q2011
家用空调								
总销量增速	44.33	-2.76	5.89	25.79	-6.52	0.88	43.84	39.04
内销增速	35.97	-7.06	0.47	20.65	-7.15	27.06	36.93	28.73
外销增速	54.89	2.01	11.36	30.26	-5.83	-20.89	53.07	48.59
冰箱								
总销量增速			19.97	28.54	3.66	32.58	22.84	11.33
内销增速			26.87	35.24	5.33	50.71	29.96	13.82
外销增速			11.81	19.57	1.14	4.01	6.69	2.76
洗衣机								
总销量增速				16.65	10.96	5.50	28.36	20.64
内销增速				25.92	11.57	11.55	29.38	27.33
外销增速				3.57	9.91	-5.05	30.48	7.07

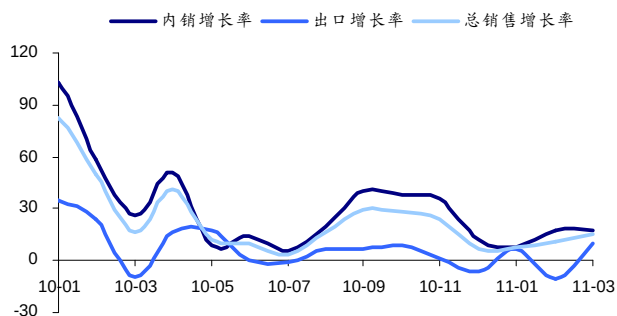
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图1 家用空调内外销同比月增速(%) (2010.01-2011.03)



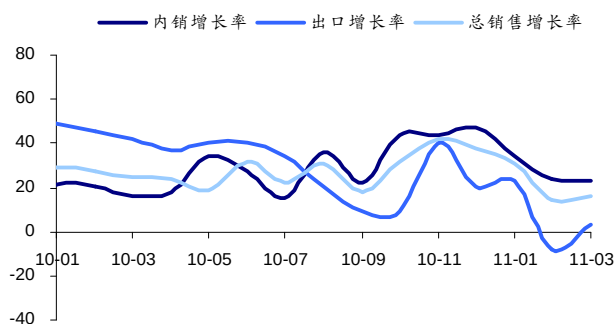
资料来源: 产业在线, 海通证券研究所

图2 冰箱内外销同比月增速(%) (2010.01-2011.03)



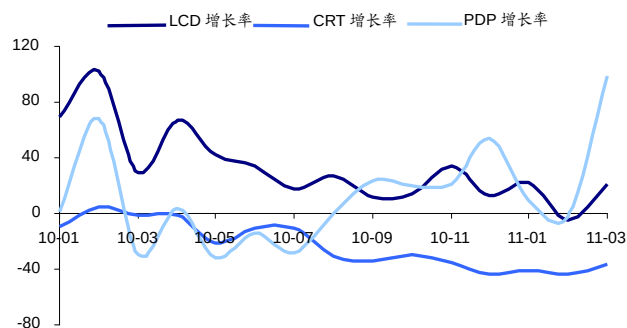
资料来源: 产业在线, 海通证券研究所

图3 洗衣机内外销同比月增速(%) (2010.01-2011.03)



资料来源: 产业在线, 海通证券研究所

图4 彩电同比月增速(%) (2010.01-2011.03)



资料来源: 产业在线, 海通证券研究所

2. 海通家电指数与沪深300走势比较

表2统计的是2005年以来家电行业指数(23个样本公司)与市场(沪深300)的收益率对比情况。由表2可以清楚的看到,自09年下半年行业景气回升以来,家电板块表现不俗,2009年8月至今的21个月中,仅2010年4月、9月、10月和2011年1月、3月、4月跑输大盘。

表2 家电指数和沪深300收益对比(2005-201104)(%)

2005年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	-4.51	8.91	-9.40	-1.04	-8.20	2.66	1.08	4.48	-1.13	-4.48	-0.28	5.68
家电指数	-5.05	9.76	-13.43	-1.88	-3.06	-1.17	-4.76	10.19	-4.68	-6.37	2.48	4.12
相对收益	-0.53	0.85	-4.02	-0.84	5.14	-3.82	-5.84	5.71	-3.55	-1.88	2.76	-1.56
2006年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	9.33	4.30	0.77	10.49	16.47	2.09	-7.15	3.43	4.82	4.36	17.06	19.06
家电指数	6.87	3.56	-3.36	-2.22	18.24	-0.07	-4.77	1.00	0.48	0.31	13.63	3.60
相对收益	-2.46	-0.74	-4.12	-12.70	1.77	-2.15	2.38	-2.42	-4.34	-4.05	-3.44	-15.46
2007	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	16.87	6.68	9.32	27.93	10.38	-4.17	18.50	18.75	5.36	1.93	-16.72	12.68
家电指数	24.50	13.50	16.68	34.69	9.18	-6.15	13.93	6.34	5.84	-10.10	-8.14	20.16
相对收益	7.64	6.83	7.36	6.76	-1.19	-1.98	-4.57	-12.41	0.48	-12.03	8.58	7.48
2008	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	-13.45	1.17	-18.91	4.45	-8.78	-22.69	0.48	-14.74	-6.19	-25.85	9.99	-0.67
家电指数	0.72	3.23	-20.16	1.82	-12.34	-24.00	8.12	-19.41	-2.17	-21.13	15.77	4.74
相对收益	14.17	2.05	-1.24	-2.63	-3.56	-1.31	7.64	-4.67	4.02	4.73	5.77	5.41

2009	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	11.83	5.30	17.16	4.59	5.22	14.74	17.94	-24.22	6.17	9.17	7.05	1.82
家电指数	2.25	15.51	15.31	12.68	2.86	3.45	10.57	-13.02	9.33	18.21	15.35	4.94
相对收益	-9.58	10.21	-1.85	8.09	-2.36	-11.28	-7.37	11.19	3.17	9.04	8.30	3.12
2010	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	-10.39	2.42	1.95	-8.32	-9.59	-7.58	11.93	1.20	1.12	15.14	-7.19	-0.28
家电指数	-9.17	7.69	2.93	-13.54	-3.79	-7.29	15.84	6.16	-1.77	13.01	-4.21	1.25
相对收益	1.22	5.27	0.98	-5.23	5.80	0.28	3.91	4.97	-2.89	-2.12	2.98	1.53
2011	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	-1.65	5.30	-0.50	-0.95								
家电指数	-5.01	17.17	-2.86	-1.31								
相对收益	-3.35	11.87	-2.35	-0.36								

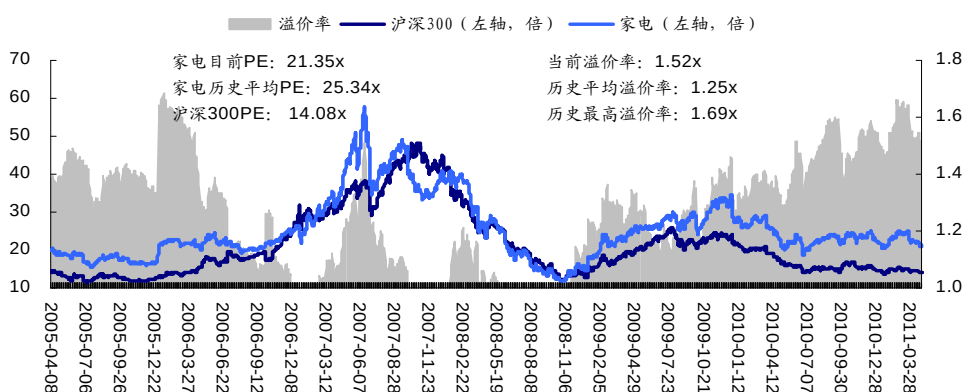
资料来源: wind, 海通证券研究所

我们比较了 2010 年以来海通家电指数与沪深 300 指数的走势并且计算了超额收益 (参见图 6-9)。总体而言, 2010 年家电板块表现较好, 仅有 3 个月份涨幅未能超越大盘, 全年看整体跑赢大盘 15 个点。进一步细分来看, 白电、小家电板块分别跑赢大盘 17 和 23 个点, 黑电则落后大盘涨幅 9 个点。

回顾 2010 年的走势, 2 月市场基于家电业绩较好的预期, 板块明显跑赢大盘; 4 月国家出台严厉的地产调控政策, 引发市场对家电需求下降的悲观预期, 家电跟随地产大幅下挫, 当月家电大幅跑输大盘, 其中白电板块跌幅最深; 5、6 月份, 超跌后估值略有修复, 但行业进一步上涨缺乏刺激因素, 初夏较低的气温引发市场对凉夏的担忧, 家电板块没有突出表现; 7、8 月份, 全国乃至全球大范围地区持续高温, 空调内外销两旺, 另外市场预期半年报业绩情况较好, 家电板块尤其是白电板块明显跑赢大盘。进入 10 月, 受三大白电龙头三季报业绩超预期的刺激, 股价随业绩提升上涨。入冬后在国内气温偏低以及国外恶劣天气频发的影响下空调内外销呈现淡季不淡的特点, 使得白电板块在年末依旧跑赢大盘。

2011 年以来板块表现不俗, 2 月在行业涨价传闻、行业公司数据靓丽、保障房力度加大等一系列利好因素的刺激下, 家电板块表现突出, 大幅跑赢大盘 12 个点, 其中业绩稳定增长的白电板块跑赢大盘约 15 个点。一季度整体而言, 家电板块跑赢大盘 5.08 个点, 其中白电、黑电、小家电分别跑赢大盘 6.58、15.46、4.70 个点。由于今年以来家电走势强于大盘, 家电相对大盘的溢价率超越历史均值 (见图 5)。

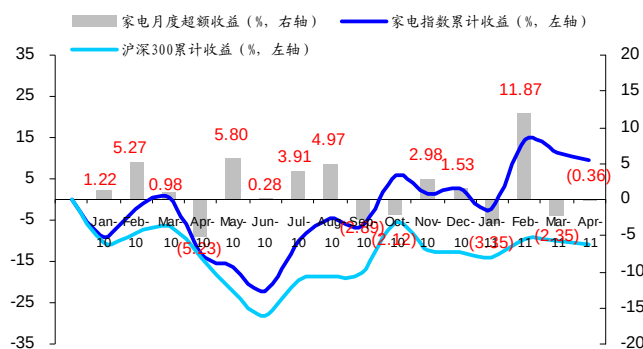
图 5 家电板块相对沪深 300 的估值溢价高于历史平均 (20050104-20110429)



注: TTM, 整体法

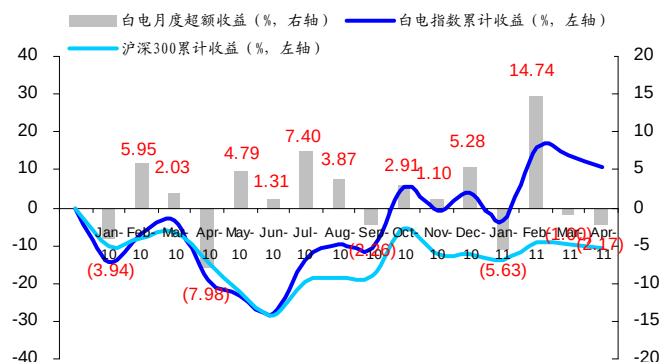
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 6 2010 至今家电指数与沪深 300 指数走势对比



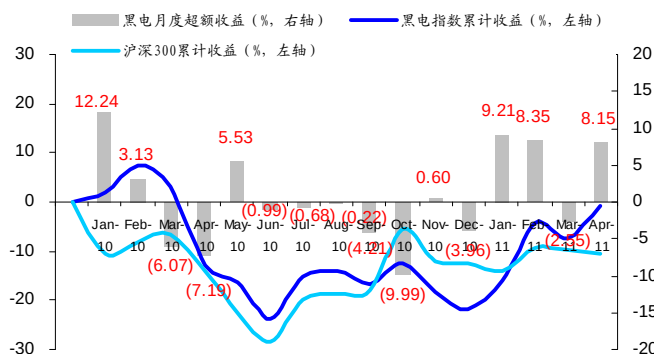
资料来源：wind，海通证券研究所

图 7 2010 至今白电指数与沪深 300 指数走势对比



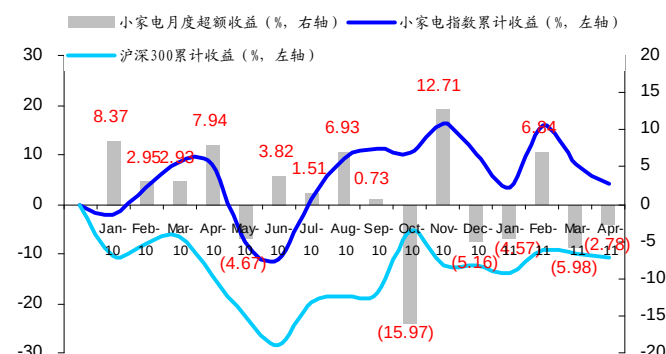
资料来源：wind，海通证券研究所

图 8 2010 年至今黑电指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：wind，海通证券研究所

图 9 2010 年至今小家电指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：wind，海通证券研究所

3. 维持对家电行业“增持”评级，继续推荐业绩有望持续稳定增长、估值有安全边际的个股

目前行业估值水平处于合理范围，PE 低于历史均值，但相对大盘的溢价水平高于历史平均，我们维持对行业“增持”的投资评级。我们回顾了家电主要上市公司 2005 年以来的市场表现及业绩情况，发现如美的电器、格力电器等行业龙头、白马股的业绩复合增速以及年均市场收益率均大幅超越市场平均水平。我们认为未来几年，行业龙头企业仍可维持快速稳健的利润增长，在估值底部买入并持有，获取绝对和相对收益是大概率事件。

海通家电 23 家 A 股上市公司静态 PE、PS 和 PB 分别为 21.1 倍、0.8 倍和 3.4 倍，整体估值处于相对合理范畴

表 3 是 23 家家电公司的市值以及静态相对估值指标情况，我们使用的是 2011 年 4 月 29 日的价格，2011 年 3 月 31 日的股东权益，以及 2010 年度的营业收入和归属于母公司的净利润。表 3 中的上市公司根据市值大小自上而下排序。红色标注的是相对估值指标低于行业平均水平的静态 PE、PS 或者 PB。

目前家电行业 A 股静态 PE、PS 和 PB 分别为 21.08 倍、0.78 倍和 3.36 倍，整体估值无论相对于历史还是相对于大盘均处于相对合理范畴内，我们仍旧推荐关注竞争优势愈发明显、业绩有望持续稳定增长、具备估值优势的白电龙头企业。

表 3 23 家家电 A 股公司市值和主要静态相对估值指标（20110429）

代码	简称	总股本(万股 20110429)	收盘价(元 20110429)	总市值(亿元 20110429)	所有者权益 (亿元 20110331)	营业收入(亿元, 2010)	归属于母公司的 净利润(亿元, 2010)	静态相对估值指标（倍）		
								市净率	市销率	市盈率
000651	格力电器	281789	21.98	619.37	142.49	608.07	42.76	4.35	1.02	14.49
000527	美的电器	338435	18.26	617.98	173.44	745.59	31.27	3.56	0.83	19.76
600690	青岛海尔	133996	28.31	379.34	75.85	605.88	20.35	5.00	0.63	18.64
000100	TCL 集团	423811	5.66	239.88	105.24	518.70	4.33	2.28	0.46	55.46
002032	苏泊尔	57725	22.78	131.50	25.96	56.22	4.04	5.07	2.34	32.55
600060	海信电器	86665	14.62	126.70	59.45	212.64	8.35	2.13	0.60	15.18
600839	四川长虹	284732	4.36	124.14	99.86	417.12	2.92	1.24	0.30	42.48
002242	九阳股份	76095	15.33	116.65	30.32	53.47	5.91	3.85	2.18	19.74
000418	小天鹅 A	63249	18.00	113.85	31.92	112.02	5.07	3.57	1.02	22.46
000921	ST 科龙	135405	7.60	102.91	6.48	176.90	5.85	15.88	0.58	17.58
002005	德豪润达	48320	16.53	79.87	23.59	25.95	1.96	3.39	3.08	40.81
600983	合肥三洋	53280	12.34	65.75	11.39	30.51	3.02	5.77	2.16	21.77
000016	深康佳 A	120397	4.77	57.43	39.11	171.11	0.84	1.47	0.34	68.41
000521	美菱电器	53037	10.80	57.28	27.55	82.27	3.26	2.08	0.70	17.58
002543	万和电气	20000	25.45	50.90	20.57	22.93	1.86	2.47	2.22	27.38
002508	老板电器	16000	30.16	48.26	14.03	12.32	1.34	3.44	3.92	35.92
002403	爱仕达	24000	15.05	36.12	15.66	20.50	0.62	2.31	1.76	58.04
600854	ST 春兰	51946	6.64	34.49	18.29	10.43	(3.29)	1.89	3.31	(10.49)
600870	ST 厦华	37082	7.65	28.37	-9.12	42.92	0.61	(3.11)	0.66	46.19
600336	澳柯玛	34104	8.01	27.32	5.70	36.95	0.69	4.80	0.74	39.36
002035	华帝股份	22330	11.96	26.71	4.87	16.36	1.21	5.48	1.63	21.99
002260	伊立浦	15600	13.65	21.29	3.18	7.69	0.12	6.70	2.77	176.37
002473	圣莱达	8000	26.40	21.12	4.38	2.34	0.33	4.82	9.03	64.01
合计				3127.23	930.20	3988.89	143.43	3.36	0.78	21.08

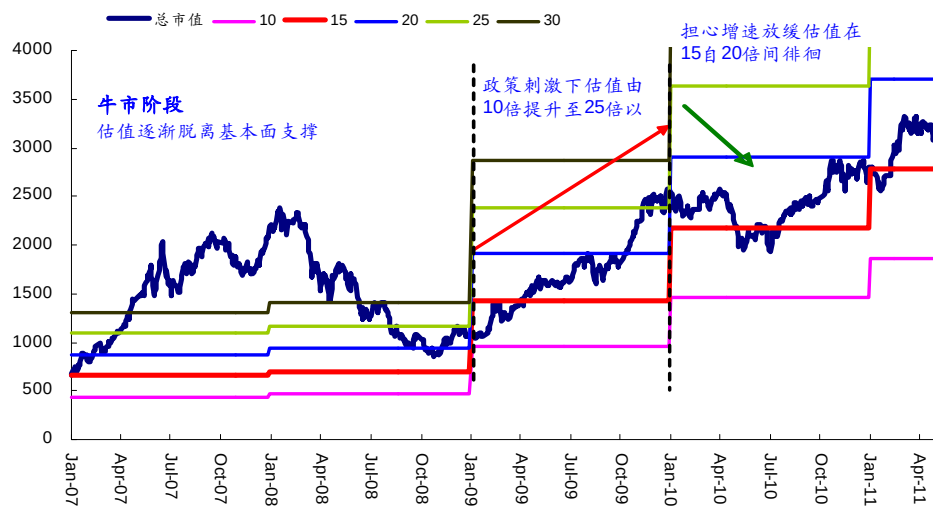
资料来源：wind，海通证券研究所

3.1PE-Band：行业动态PE 15 倍以下是绝对收益买点

图 10 为 2007 年以来的家电行业 PE-Band 图（2005 年至 2006 年行业利润总额为负）。2007 至 2008 年两年间，市场经历了一轮牛熊市，家电板块估值在牛市期间跟随大盘快速攀升，逐渐脱离基本面支撑，在随后的熊市中又快速回落至 20 倍左右。2009 年，在一系列政策刺激下（家电下乡、以旧换新、节能惠民以及四万亿投资拉动等），行业景气度大幅改善，板块估值也从 10 倍大幅提升至 25 倍以上。进入 2010 年，一方面由于 09 年末板块累积了较大涨幅，另一方面市场担心地产调控及政策透支将拖累行业未来增长，板块估值有所回落，估值在 15-20 倍 PE 间徘徊。回顾 2007 年至今的估值情况，行业动态估值很少处于 15 倍以下，11 倍是行业估值历史底部，15 倍可视为绝对收益买点。

行业当前市值对应 2011 年业绩的动态 PE 在 17 倍附近，低于行业平均水平，近两年在政策支持下行业景气度较高，龙头企业增长确定性较强，目前行业估值水平处于合理范围，但低于历史均值，我们维持对行业“增持”的投资评级。

图 10 家电行业（23 家公司为样本）20070104-20110429 的 PE Band 走势图（亿元，倍）

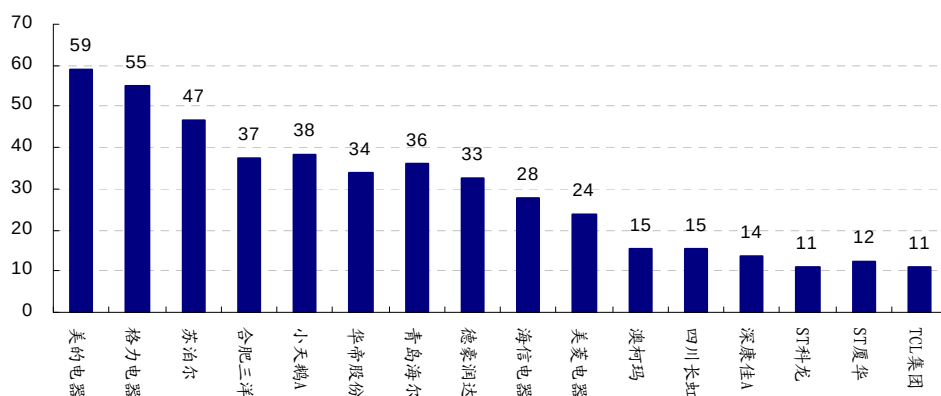


注：以行业 23 家代表公司为样本
资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 龙头企业业绩增速及市场收益率大幅超越市场平均，估值底部买入并持有，获取绝对及相对收益是大概率事件

图 11 统计了 2005 年以来的主要家电个股表现，有 10 家上市公司年复合收益率超过同期沪深 300 约 20% 的收益率水平。其中，家电龙头企业美的电器、格力电器的年复合收益率超过 50%，其他包括苏泊尔、小天鹅 A、合肥三洋、青岛海尔在内的优质白马股收益率也超过 30%。

图 11 主要家电公司 05 年以来年复合收益率（%）（20041231-20110429）

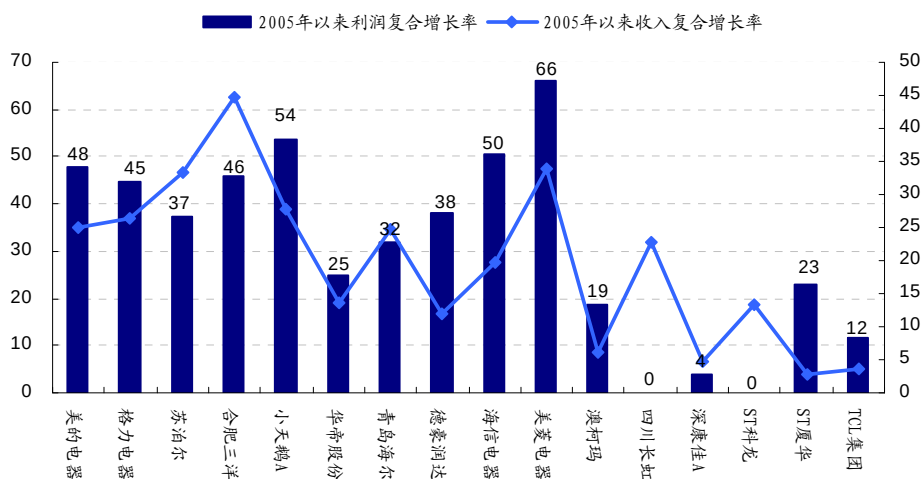


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 是上图中所列公司同期收入及净利润复合增长率的情况。美的电器 2005 年以来股价复合收益率为 59%，同期收入及业绩复合增速为 25% 和 48%；格力电器 2005 年以来股价复合收益率为 55%，同期收入及业绩复合增速为 26% 和 45%；苏泊尔 2005 年以来股价复合收益率为 47%，同期收入及业绩复合增速为 33% 和 37%；小天鹅 A 2005 年以来股价复合收益率为 38%，同期收入及业绩复合增速为 28% 和 54%。由此可见，

2005 年以来家电行业龙头企业业绩增速及市场收益率均大幅超越市场平均,我们认为未来几年,行业龙头企业仍可维持快速稳健的利润增长,在估值底部买入并持有,获取绝对和相对收益是大概率事件。

图 12 主要家电公司 05 年以来收入、利润年复合增长率 (%) (20041231-20101231)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 中是我们覆盖的主要公司的业绩预测, 估值水平及投资评级。

我们看好家空行业的增长前景(城镇保有率有翻倍增长空间、农村普及刚刚启动、海外发展中国家需求爆发), **格力电器 (000651)** 产品力、品牌、渠道、规模等竞争优势突出、发力中央空调业务快速增长空间大、对上游产品的拓展有助稳定产品质量提升利润率水平。我们预计 2011-13 年 EPS 分别为 1.95 元、年 2.19 元、2.60 元, 公司成长性好估值低安全边际高, 维持“买入”评级。

我们看好**美的电器 (000527)** 综合白电龙头竞争优势明显, 充分受益各子行业的快速增长; 国内外营销渠道整合将继续拉动冰洗渠道覆盖率、市占率快速提升, 保持快于行业的增长; 另外, 公司运营效率、盈利能力仍有较大提升空间。公司 2011-13 年盈利预测为 1.25 元、1.56 元、1.80 元, 目前公司股价对应 2011 年 14 倍 PE, 维持“买入”评级。

青岛海尔 (600690) 白电产品优势依然明显, 三四级市场渠道业务快速增长, 集团家电资产将陆续注入, 公司规模将持续快速增长。另外效率提升下费用率走低, 代理费用率、少数股东权益等方面仍有较大改善空间, 公司盈利能有望持续提升。我们预计公司 2011-13 年的业绩为 2.00 元、2.52 元、2.94 元。未来三年, 公司业绩符合增速可达 25%, 增长确定性强(资产注入、两期股权激励), 维持“买入”评级, 目标价 36 元。

对于这些公司更深入的分析, 敬请参考近期我们对这些公司的个股分析报告。

表 4 海通家电行业重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价 (20100429 更新)

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB	收盘价(元, 04 月 29 日)	6M 目标 价(元)
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
000651	格力电器	买入	619.37	1.52	1.95	2.19	14.46	11.27	10.04	1.02	4.35	21.98	32.00
000527	美的电器	买入	617.98	0.92	1.25	1.56	19.85	14.61	11.71	0.83	3.56	18.26	25.00
600690	青岛海尔	买入	379.34	1.52	2.00	2.52	18.63	14.16	11.23	0.63	5.00	28.31	36.00
002032	苏泊尔	买入	131.50	0.70	0.93	1.23	32.54	24.49	18.52	2.34	5.07	22.78	30.00

000418	小天鹅 A	买入	113.85	0.80	1.05	1.45	22.50	17.14	12.41	1.02	3.57	18.00	26.00
600983	合肥三洋	买入	65.75	0.57	0.70	0.90	21.65	17.63	13.71	2.16	5.77	12.34	17.00
002242	九阳股份	增持	116.65	0.78	0.90	1.04	19.65	17.03	14.74	2.18	3.85	15.33	16.20
000521	美菱电器	增持	57.28	0.61	0.45	0.60	17.70	24.00	18.00	0.70	2.08	10.80	11.25
002508	老板电器	增持	48.26	0.84	1.10	1.42	35.90	27.42	21.24	3.92	3.44	30.16	33.00
002403	爱仕达	增持	36.12	0.26	0.34	0.46	57.88	44.26	32.72	1.76	2.31	15.05	10.20
002473	圣莱达	中性	21.12	0.41	0.50	0.61	64.39	52.80	43.28	9.03	4.82	26.40	12.50

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

注：（1）PS 的计算以 2010 年销售收入为计算基准；（2）PB 的计算以 20110331 归属母公司权益为计算基准；

4. 2010 年和 2011 年一季度家电行业整体运行情况分析

- 23 家家电 A 股上市公司 2010 年营业收入同比增长 34.58%，其中一、二、三、四季度分别同比增长 50.64%、34.74%、32.64%和 28.62%；2011 年一季度在白电大幅增长的带动下行业收入同比增长 36.12%
- 白电板块 2010 年收入同比增长 44.08%，一、二、三、四季度分别同比增长 49.01%、38.67%、51.39%和 41.55%；2011 年一季度在空调销售超预期的带动下白电收入增长再次提速，实现 57.29%的高增长，超出市场预期；
- 小家电板块 2010 年收入同比增长 27.44%，一、二、三、四季度分别同比增长 57.62%、66.48%、33.22%和 12.12%，四季度略低于预期；2011 年一季度收入同比增长 29.28%，符合市场预期；
- 黑电板块 2010 年收入同比增长 22.11%，一、二、三、四季度分别同比增长 52.14%、22.90%、8.76%和 16.22%；2011 年一季度收入同比增长 5.5%。
- 受成本上涨影响 2010 年行业综合毛利率较 2009 年下降 3.15 个百分点至 19.19%，但仍旧维持在近年较高的水平上；一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 19.27%、18.47%、18.86%、20.15%；2011 年一季度行业综合毛利率 17.84%
- 2010 年白电毛利率为 20.34%，同比下降 4.53 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 21.01%、19.22%、20.63%、20.69%。2011 年一季度毛利率 17.87%；
- 2010 年小家电毛利率 30.92%，同比下降 1.82 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 30.51%、33.63%、29.47%、30.19%。2011 年一季度毛利率 30.02%。
- 2010 年黑电行业毛利率 15.38%，同比下降 1.76 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 15.08%、14.08%、13.92%、17.91%；2011 年一季度毛利率 15.65%
- 2010 年营管财三项费用率合计同比下降 1.83 个百分点至 15.94%，其中销售费用率同比下降 1.38 个百分点至 11.82%，管理费用率同比下降了 0.38 个百分点至 3.96%，财务费用率同比下滑 0.08 个百分点至 0.16%；2011 年一季度三项费用率下降 2 个百分点至 14.4%，其中营、管分别下降 1.73 0.23 个百分点
- 23 家家电 A 股公司 10 年利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 43.89%和 44.87%，其中四季度净利润同比增长 42.03%；2011 年一季度利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 36.10%和 40.32%

- 2010 年白电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 57.82%和 51.24%；其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 106.58%、23.95%、57.18%、56.60%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 27.99%和 29.13%
- 2010 年小家电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 41.91%和 40.44%；其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 70.23%、46.59%、80.52%、-8.76%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 58.97%和 57.24%
- 2010 年黑电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 1.96%和 27.17%，其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 66.21%、2.16%、4.23%、40.81%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 59.45%和 101.39%
- 2010 年行业净利润率为 3.57%，同比提高 0.25 个百分点，其中一、二、三、四季度分别为 2.94%、3.76%、3.81%、3.63%；2011 年一季度净利润率 3.03%，同比提升 0.09 个百分点
- 2010 年白电净利润率为 4.52%，同比提高 0.20 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 4.00%、4.77%、4.77%、4.38%。2011 年一季度净利润率 3.28%，同比下降 0.72 个百分点；
- 2010 年小家电净利润率为 7.99%，同比提高 0.17 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 6.99%、7.37%、10.77%、6.70%。2011 年一季净利润率 8.14%，同比提升 1.45 个百分点。
- 2010 年黑电行业净利润率为 1.25%，同比提高 0.05 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 0.83%、0.92%、0.94%、2.12%；2011 年一季度净利润率 1.58%，同比提升 0.75 个百分点。

4.1 2010 年营业收入同比增长 34.58%，综合毛利率下滑 3.15 个百分点至 19.19%；4Q10、1Q11 营业收入分别同比增长 28.62%、36.1%，毛利率分别为 20.15%、17.84%，分别同比下滑 1.2、1.4 个百分点

23 家家电上市公司（计算时剔除小天鹅）2010 营业收入同比增长 34.58%，其中一、二、三、四季度分别同比增长 50.64%、34.74%、32.64%和 28.62%，受 2009 年基数前低后高的影响，2010 年增速逐季下滑。2011 年一季度在白电大幅增长的带动下行业收入同比增长 36.12%。

其中，白电板块上市公司表现突出，超越行业平均水平，全年营业收入同比增长 44.08%，一、二、三、四季度分别同比增长 49.01%、38.67%、51.39%和 41.55%，全年均保持了很高的收入增速；2011 年一季度在空调销售超预期的带动下白电收入增长再次提速，实现 57.29%的高增长，超出市场预期；

小家电板块上市公司 2010 年营业收入同比增长 27.44%，一、二、三、四季度分别同比增长 57.62%、66.48%、33.22%和 12.12%，四季度略低于预期；2011 年一季度收入同比增长 29.28%，符合市场预期；

黑电板块上市公司 2010 年营业收入同比增长 22.11%，一、二、三、四季度分别同

比增长 52.14%、22.90%，8.76%和 16.22%；2011 年一季度收入同比增长 5.5%。

表 5 家电行业收入增长及毛利率情况（2007-1Q2011）

	营业收入同比增长（%）					毛利率（%）				
	2007	2008	2009	2010	1Q11	2007	2008	2009	2010	1Q11
家电行业	15.29	7.08	16.46	34.58	36.12	17.90	19.48	22.34	19.19	17.84
白电	36.84	9.89	18.13	44.08	57.29	18.49	20.29	24.86	20.34	17.87
小家电	56.45	34.32	1.06	27.44	29.28	26.38	28.68	32.74	30.92	30.02
黑电	-6.79	-0.11	16.82	22.11	5.53	16.03	16.70	17.14	15.38	15.65

资料来源：wind，海通证券研究所

受成本上涨影响，2010 年行业综合毛利率较 2009 年下降 3.15 个百分点至 19.19%，但仍旧维持在近年较高的水平上；一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 19.27%、18.47%、18.86%、20.15%。2011 年一季度行业综合毛利率同比继续下滑 1.4 个百分点至 17.84%。

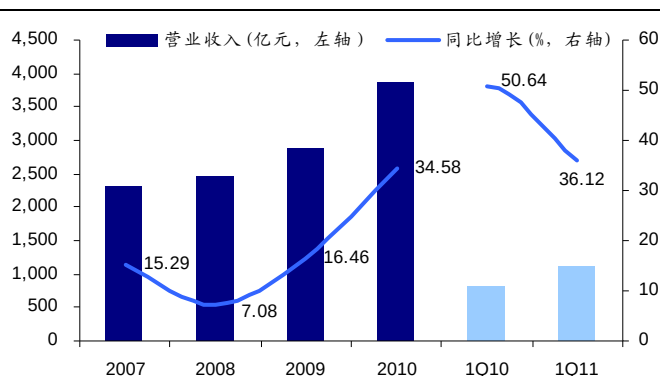
分子行业看，2010 白电毛利率为 20.34%，同比下降 4.53 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 21.01%、19.22%、20.63%、20.69%。2011 年一季度毛利率继续同比下滑 3.1 个百分点至 17.87%；

2010 小家电毛利率 30.92%，同比下降 1.82 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 30.51%、33.63%、29.47%、30.19%。2011 年一季度毛利率继续同比下滑 0.5 个百分点至 30.02%。

黑电行业 2010 毛利率 15.38%，同比下降 1.76 个百分点；其中一、二、三、四季度的综合毛利率分别为 15.08%、14.08%、13.92%、17.91%。2011 年一季度毛利率同比提升了 0.6 个百分点至 15.65%。

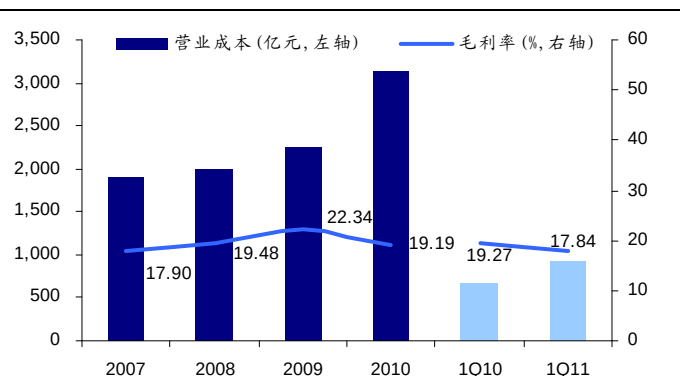
总体而言，2010 年原材料成本同比大幅增长，行业价格竞争激烈，产品提价幅度有限，对毛利率构成了压力；其次，受部分公司渠道变革影响，毛利率与销售费用率均同比大幅下滑，2010 年（毛利率-销售费用率）为 7.37%，较去年同期下降 1.77 个百分点，降幅明显小于毛利率降幅；另外，受空调节能补贴政策的影响，部分收入计入营业外收入，导致白电毛利率同比有明显下滑，拖累了行业指标。考虑到目前家电企业尤其是龙头企业在上下游产业链中的谈判地位，我们认为目前的综合毛利率处于合理的水平，是多方长期博弈的结果，未来行业水平仍将在这一水平上小幅波动。

图 13 家电 A 股营业收入及增长（2007-1Q2011）



资料来源：wind，海通证券研究所

图 14 家电 A 股营业成本及毛利率（2007-1Q2011）



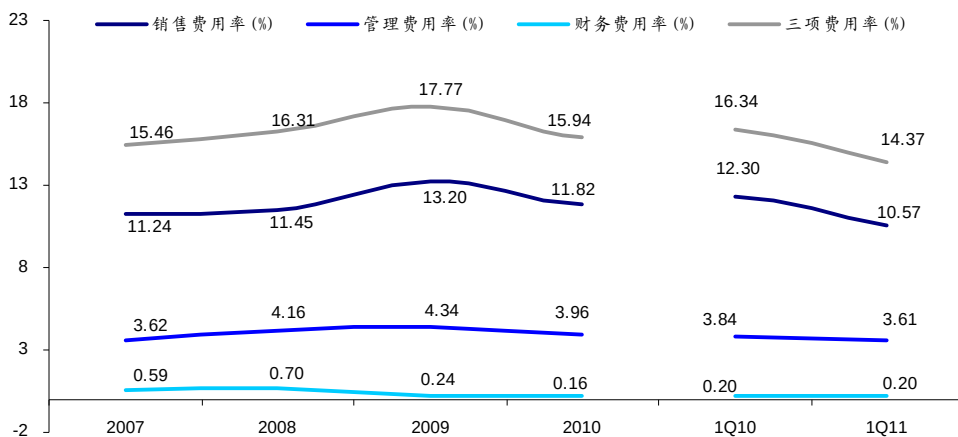
资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 2010 年销售与管理费用率同比下降 1.75 个百分点至 15.78%，反映了收入快速增长对费用节约的积极意义；（毛利率-销售费用率）为 7.37%，较去年同期下降 1.77 个百分点；财务费用占比也进一步下降

从三项费用来看（参见图 15），2010 年 23 家电上市公司销售费用率同比下降 1.38 个百分点至 11.82%；受销售费用率下降影响，（毛利率-销售费用率）较去年同期仅下降 1.77 个百分点。2010 年管理费用率同比下降了 0.38 个百分点至 3.96%，财务费用率同比下滑 0.08 个百分点至 0.16%。2010 年营管财三项费用率合计同比下降 1.83 个百分点至 15.94%。

2011 年一季度三项费用率同比、环比均下降了 2 个百分点至 14.4%，其中销售费用率同比下降 1.73 个百分点至 10.57%，管理费用率同比、环比分别下滑 0.23、1.41 个百分点至 3.61%，财务费用率基本同比持平。

图 15 家电 A 股三项费用占营业收入比重（2007-1Q2011）



资料来源：wind，海通证券研究所

4.3 2010 年业绩同比大增 44.87%，净利润率（3.57%）同比提高 0.25 个百分点；2011 年一季度净利润率（3.03%）同比提升 0.09 个百分点，较 2010 年四季度（3.63%）环比下降 0.60 个百分点

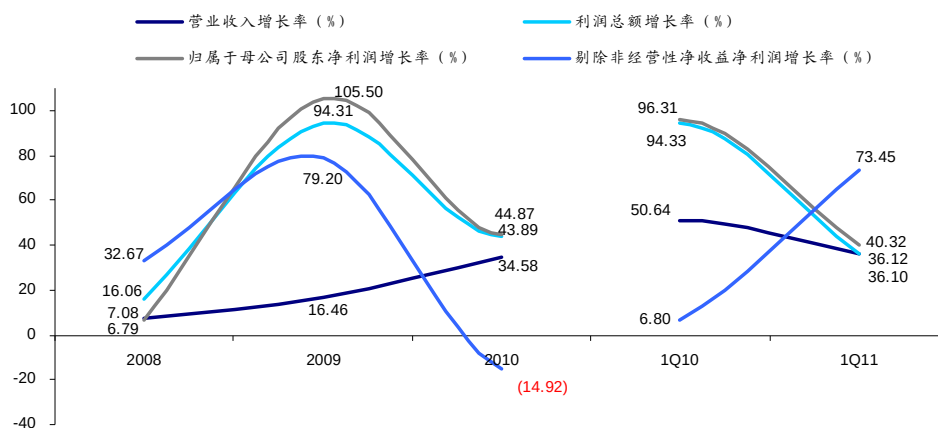
2010 年家电上市公司在收入增长 34.58% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 43.89% 和 44.87%；剔除非经常性收益后，2010 年归属于母公司的净利润同比下滑 14.92%（主要是营业外收入中包含了大量本应计入营业收入的节能惠民补贴款）；若还原补贴的影响，剔除非经常性收益（不包括节能补贴）的净利润增速在为 27.80%。

2010 年白电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 57.82% 和 51.24%；其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 106.58%、23.95%、57.18%、56.60%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 27.99% 和 29.13%

2010 年小家电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 41.91% 和 40.44%；其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 70.23%、46.59%、80.52%、-8.76%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 58.97% 和 57.24%

2010 年黑电行业利润总额和归属母公司净利润增速分别为 1.96%和 27.17%，其中一、二、三、四季度的净利润增速分别为 66.21%、2.16%、4.23%、40.81%。2011 年一季度利润总额和归属母公司净利润同比分别增长 59.45%和 101.39%

图 16 家电 A 股营业收入、利润总额、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长率(2007-1Q11)



资料来源：wind，海通证券研究所

从净利润率指标看，2010 年家电行业整体归属于母公司的净利润率为 3.57%（图 16），同比提升 0.25 个百分点；其中 2010 年一、二、三、四季度归属母公司股东的净利润率分别为，2.94%、3.76%、3.81%、3.63%，分别同比提升 0.68、降低 0.33、提升 0.53 个百分点、提升 0.33 个百分点。

受惠民补贴计入营业外收入影响，2010 年剔除非经常性收益后归属于母公司的净利润率（1.84%）同比降低了 1.07 个百分点；若还原补贴的影响，剔除非经常性收益（不包括节能补贴）的净利润率为 3.00%，同比下降 0.17 个百分点。

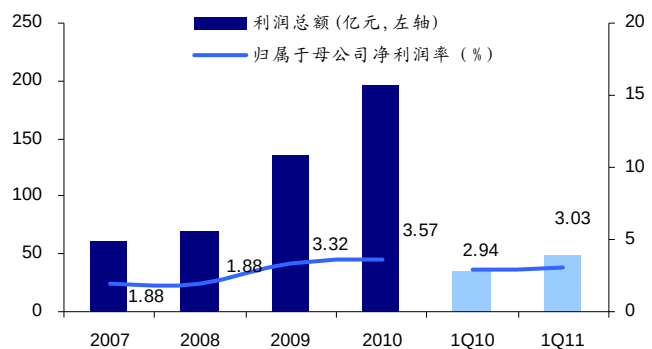
2011 年一季度净利润率（3.03%）和剔除非经常性收益的归属于母公司的净利润率（2.06%）分别提升 0.09 和 0.44 个百分点。

分子行业看，2010 年白电净利润率为 4.52%，同比提高 0.20 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 4.00%、4.77%、4.77%、4.38%。2011 年一季度净利润率 3.28%，同比下降 0.72 个百分点；

小家电行业净利润率为 7.99%，同比提高 0.17 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 6.99%、7.37%、10.77%、6.70%。2011 年一季净利润率 8.14%，同比提升 1.45 个百分点。

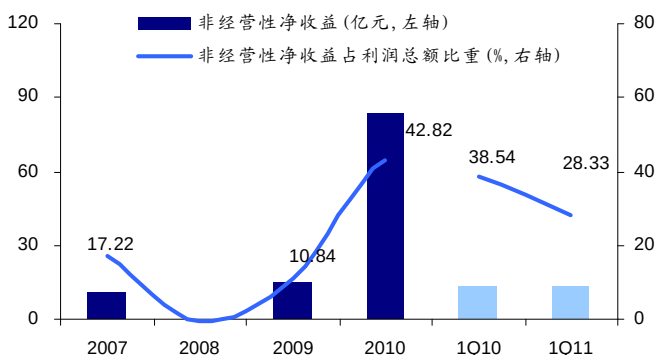
年黑电行业净利润率为 1.25%，同比提高 0.05 个百分点；其中一、二、三、四季度的净利润率分别为 0.83%、0.92%、0.94%、2.12%；2011 年一季度净利润率 1.58%，同比提升 0.75 个百分点。

图 17 家电 A 股利润总额及利润率 (2007-1Q2011)



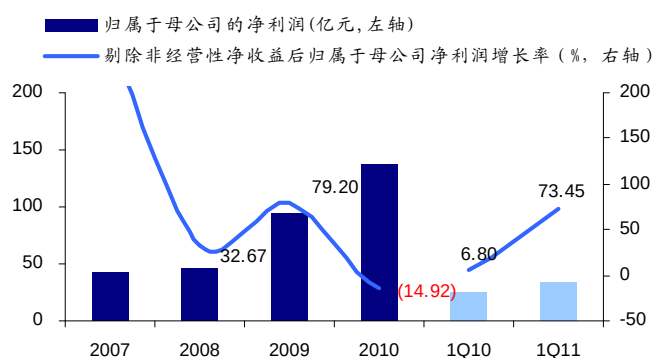
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 18 家电 A 股非经营性净收益占利润总额比重(2007-1Q2011)



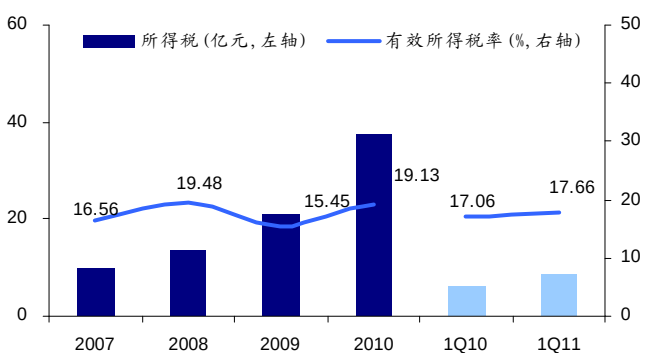
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 19 家电 A 股剔除非经营性净收益净利润增长(2007-1Q2011)



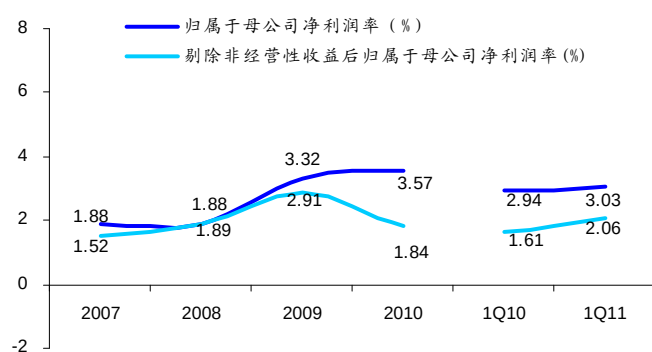
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 20 家电 A 股有效所得税率 (2007-1Q2011)



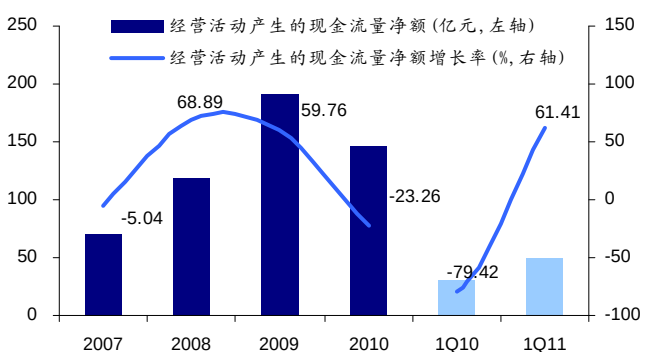
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 21 家电 A 股归属于母公司的净利润率 (2007-1Q2011)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 22 家电 A 股经营性现金流及增长 (2007-1Q2011)



资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 对 10 年和 11 年一季度的公司分析

- 23 家家电企业中, 有 10 家 2010 年营业收入增长率超过行业平均水平 (34.58%), 均为白电和小家电企业; 其中增速超过 50% 的公司有 4 家, 前三名的小天鹅 (65.74%)、美的电器 (57.70%)、合肥三洋 (50.89%) 均为白电企业
- 2011 年一季度白电龙头企业销售规模大幅增长超越此前预期, 高增长的实现一方

面源于空调、洗衣机行业的高景气，另一方面得益于企业渠道覆盖率的大幅提升。

- 2010 年 13 家上市公司毛利率超过行业平均 (19.19%)，其中毛利率在 30% 以上的公司有四家，分别为老板电器 (54.60%)、九阳股份 (36.35%)、华帝股份 (35.36%) 和合肥三洋 (33.12%)，这也是 2011 年一季度毛利率保持在 30% 以上的四家公司
- 10 家公司 2010 年营管费用率的比重低于行业平均水平 (15.78%)，5 家黑电企业均位列其中，另有白电 3 家，小家电 2 家
- 2010 年 13 家公司的归属于母公司股东净利润率超过 (3.57%) 行业平均水平，其中净利润率超过 10% 的三家企业均为厨房家电企业 (圣莱达 14.11%、九阳股份 11.05%、老板电器 10.91%)，其余 10 家公司中，厨房家电 4 家，白电 5 家，黑电 1 家

5.1 10 年和 11 年一季度收入增速超出行业平均水平的公司分析

从表 6 可以看到，在 23 家家电企业中，有 10 家公司 2010 年营业收入增长率超过行业平均水平 (34.58%)，均为白电和小家电企业；其中增速超过 50% 的公司有 4 家，前三名的小天鹅 (65.74%)、美的电器 (57.70%)、合肥三洋 (50.89%) 均为白电企业。

得益与空调、洗衣机的旺销，在 2010 年收入增速超越行业平均的 10 家企业中，3 家白电企业 (美的电器、格力电器、小天鹅) 2011 年一季度继续保持了超出行业平均水平 (36.12%) 的增速。美的、格力、小天鹅分别同比大增 96.13%、68.91%、49.01%。

2011 年一季度白电龙头企业销售规模大幅增长超越此前预期，高增长的实现一方面源于空调、洗衣机行业的高景气，另一方面得益于企业渠道覆盖率的大幅提升。

表 6 2010 年营业收入增长率超过平均水平及我们重点覆盖的公司营业收入及增长概况 (2007-1Q2011)

序号	代码	简称	营业收入 (万元)					同比增长 (%)				
			2007	2008	2009	2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2011
1	000418.SZ	小天鹅 A	50.01	42.93	67.59	112.02	38.31	1.00	-14.15	1.92	65.74	49.01
2	000527.SZ	美的电器	332.97	453.13	472.78	745.59	304.81	57.28	28.77	4.34	57.70	96.13
3	600983.SH	合肥三洋	6.35	10.83	20.22	30.51	10.35	24.25	70.60	86.73	50.89	35.26
4	002473.SZ	圣莱达	1.45	1.53	1.55	2.34	0.46		5.94	1.29	50.54	-7.02
5	000651.SZ	格力电器	380.41	422.00	426.37	608.07	172.74	44.33	10.93	1.04	42.62	68.91
6	600336.SH	澳柯玛	16.40	20.17	26.38	36.95	8.61	32.76	22.97	30.82	40.05	11.68
7	002032.SZ	苏泊尔	29.34	36.22	41.16	56.22	19.17	39.37	23.48	13.62	36.60	35.95
8	000921.SZ	ST 科龙	88.22	86.35	129.72	176.90	46.31	26.43	-2.12	8.41	36.38	24.44
9	600690.SH	青岛海尔	294.69	304.08	446.92	605.88	164.78	26.94	3.19	8.46	35.57	23.09
10	002005.SZ	德豪润达	19.35	25.23	19.22	25.95	4.91	7.04	30.33	-23.81	35.04	10.95
行业			2309.95	2473.55	2880.61	3876.87	1117.05	15.29	7.08	16.46	34.58	36.12
11	600839.SH	四川长虹	230.47	279.30	314.58	417.12	105.38	21.99	20.14	12.63	32.60	19.46
12	002543.SZ	万和电气	13.14	15.42	17.34	22.93	6.88		17.29	12.45	32.27	34.78
13	002508.SZ	老板电器	7.38	8.66	9.34	12.32	3.02		17.34	7.81	31.84	28.73
14	000521.SZ	美菱电器	39.05	43.36	63.24	82.27	22.14	34.51	7.00	31.38	30.09	13.41
15	000016.SZ	深康佳 A	121.69	122.05	132.59	171.11	33.40	-4.41	0.30	8.63	29.06	-21.73
16	002403.SZ	爱仕达	14.75	17.38	15.90	20.50	5.19	8.52	17.80	-8.51	28.96	6.10
17	600854.SH	ST 春兰	19.75	9.41	8.33	10.43	0.88	-17.98	-52.39	-11.46	25.20	2.49

18	002260.SZ	伊立浦	7.93	7.28	6.16	7.69	1.61	26.81	-8.24	-15.37	24.91	26.13
19	002035.SZ	华帝股份	13.11	14.13	13.86	16.36	4.09	7.93	7.81	-1.95	18.04	19.09
20	000100.SZ	TCL 集团	390.68	384.19	442.95	518.70	133.74	-19.80	-1.66	15.29	17.10	12.23
21	600060.SH	海信电器	148.39	134.07	184.07	212.64	49.94	7.72	-9.65	37.29	15.52	-4.50
22	002242.SZ	九阳股份	19.43	43.23	46.36	53.47	12.25	108.05	122.54	7.24	15.32	44.70
23	600870.SH	ST 厦华	64.99	35.51	41.58	42.92	6.40	-23.32	-45.35	17.07	3.23	-30.95

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.2 毛利率和利润率概况

2010 年 23 家上市公司的平均毛利率为 19.19%，13 家上市公司毛利率超过行业平均，其中毛利率在 30% 以上的公司有四家，分别为老板电器（54.60%）、九阳股份（36.35%）、华帝股份（35.36%）和合肥三洋（33.12%），这也是 2011 年一季度毛利率保持在 30% 以上的四家公司。

表 7 2010 年利润率超过平均水平及我们重点覆盖的公司毛利率及利润率概况（2007-1Q2011）

序号	代码	简称	毛利率（%）						利润率（利润总额/营业收入，%）					
			2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011
1	002473.SZ	圣莱达	27.53	29.59	34.43	28.13	30.43	23.27	17.51	17.47	20.70	16.93	16.40	13.87
2	002242.SZ	九阳股份	36.40	38.15	38.64	36.35	33.83	34.53	21.36	16.97	16.94	15.52	12.21	13.80
3	002508.SZ	老板电器	47.18	52.36	55.06	54.60	55.08	51.03	11.15	7.46	10.08	12.68	12.10	12.42
4	600983.SH	合肥三洋	43.38	40.11	41.50	33.12	33.36	33.96	12.32	12.42	11.73	11.45	12.37	10.36
5	002543.SZ	万和电气	15.80	19.08	29.45	28.18	27.19	29.65	2.04	3.92	9.28	10.49	9.87	10.51
6	002005.SZ	德豪润达	16.55	13.79	21.33	20.87	22.09	14.11	2.35	-2.72	4.83	10.25	3.68	19.36
7	002032.SZ	苏泊尔	26.76	27.66	31.02	27.96	29.53	29.13	8.26	9.56	10.38	9.32	10.01	9.44
8	002035.SZ	华帝股份	29.81	33.00	34.34	35.36	32.60	33.02	1.75	-0.49	4.85	9.08	4.53	5.21
9	000651.SZ	格力电器	18.13	19.74	24.73	21.55	21.92	16.75	3.75	5.70	7.93	8.32	7.63	6.42
10	000527.SZ	美的电器	18.62	19.16	21.79	16.69	15.35	14.74	5.62	3.87	5.82	6.66	6.01	3.70
11	000418.SZ	小天鹅 A	19.92	18.58	23.38	15.68	16.16	16.24	8.38	0.92	5.68	6.44	6.33	5.14
12	600690.SH	青岛海尔	19.01	23.13	26.43	23.38	26.91	24.42	2.99	3.74	5.35	6.13	4.60	5.29
行业			17.90	19.48	22.34	19.19	19.27	17.84	2.61	2.83	4.73	5.06	4.30	4.30
13	600060.SH	海信电器	16.05	17.76	19.03	17.34	16.83	21.39	1.96	2.01	3.34	4.61	3.25	6.34
14	000521.SZ	美菱电器	14.20	22.54	27.64	23.79	25.71	20.73	0.58	0.69	5.66	4.58	6.53	2.18
15	002403.SZ	爱仕达	25.10	26.40	30.86	28.70	29.33	28.57	6.50	5.75	6.40	3.64	5.74	5.86
16	000921.SZ	ST 科龙	16.48	15.31	18.83	16.36	16.68	14.88	2.56	-2.64	1.51	3.55	2.66	2.22
17	002260.SZ	伊立浦	19.01	18.24	11.68	16.16	15.41	15.76	5.77	3.65	-7.02	2.11	-2.73	2.21
18	600336.SH	澳柯玛	19.64	19.49	24.30	19.71	18.75	17.91	-33.74	0.99	2.34	2.07	1.45	0.89
19	600839.SH	四川长虹	15.59	17.49	18.48	16.32	16.08	13.89	2.19	1.04	2.19	1.61	1.34	1.43
20	600870.SH	ST 厦华	8.23	8.68	13.73	10.70	10.62	11.53	-5.96	-28.41	2.53	1.54	1.73	1.10
21	000100.SZ	TCL 集团	16.52	15.72	15.21	14.08	14.00	15.10	1.16	1.72	2.20	1.49	1.47	3.28
22	000016.SZ	深康佳 A	19.43	19.15	18.77	15.60	14.88	15.62	2.11	2.42	1.10	0.51	1.17	-2.06
23	600854.SH	ST 春兰	18.92	7.41	17.66	10.21	6.95	-9.03	-22.72	-3.49	-0.14	-41.46	-54.74	-28.22

资料来源: wind, 海通证券研究所

老板电器（002508）31 年专注中国高端厨电行业，在原材料成本上涨的背景下，公司新品毛利率维持高位，凸显其高端品牌的定价能力和良好的盈利水平。2011 年一季度，公司毛利率同比、环比分别下滑 4.05、3.04 个百分点至 51.03%，主要源于：1）与代理商结算的模式（在三种结算模式中毛利率、费用率最低）占比提升；2）向代理商以产品折扣方式开票，毛利率、销售费用率相应下降；3）原材料成本上涨。我们认

为，公司拥有较强的自主定价权，成本转嫁能力强，毛利率水平有望维持高位。

受原材料成本上涨影响，九阳股份（002242）2010 年毛利率同比下滑 2.29 个百分点至 36.35%，其中 4 季度毛利率同比下滑（2.4 个百分点）至历史最低点（34.25%）。得益于产品结构的调整，公司 1 季度公司毛利率同比、环比分别提升 0.71、0.28 个百分点至 34.53%。随着公司厨电多元化和产品线的不断拓展，我们认为未来几年公司综合毛利率可能会小幅下降。

合肥三洋（600690）2010 年毛利率（33.36%）为近年低点（2007-2009 年毛利率均在 40%以上），2011 年一季度毛利率略微会升至 33.96%。毛利率的明显下降一方面体现出成本上涨及行业竞争激烈对公司经营的压力，但另一方面也与公司会计处理及营销模式的变革有关（表现为毛利率与销售费用率同步下降）。我们认为，一方面公司洗衣机产品线继续向下覆盖、材料成本持续上涨以及行业竞争加剧对公司业务毛利率构成一定的压力，但随着洗衣机变频化、滚筒化的推进，以及高毛利率的新生活电器业务的贡献加大，公司毛利率有望维持在目前的水平上。

12 家公司 2010 年利润总额占营业收入的比率超过行业平均水平（5.06%），其中厨房大小家电的排名靠前，占据前 8 位中的 7 席，其余的 5 家均为白电行业龙头。

5.3 费用比例分析

在 23 家家电上市公司中，有 10 家公司 2010 年销售费用和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平（15.78%），5 家黑电企业均位列其中，另有白电 3 家，小家电 2 家。

表 8 2010 年销售费用加管理费用占营业收入比重低于行业平均水平及我们重点覆盖的公司费用比例（2007-1Q2011）

序号	代码	简称	销售费用/营业收入 (%)						管理费用/营业收入 (%)						(销售费用+管理费用)/营业收入 (%)					
			2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011
1	600870.SH	ST 厦华	10.39	15.28	6.51	4.65	5.59	5.88	2.00	2.67	1.93	1.95	2.30	2.91	12.39	17.95	8.44	6.60	7.90	8.79
2	000418.SZ	小天鹅 A	11.86	11.94	11.53	6.59	6.06	6.93	3.35	5.43	4.29	2.91	3.94	5.09	15.21	17.37	15.82	9.50	10.00	12.02
3	600060.SH	海信电器	11.68	12.76	13.64	10.63	10.97	12.45	1.96	2.34	1.99	1.74	1.93	2.36	13.64	15.10	15.63	12.37	12.89	14.80
4	000527.SZ	美的电器	9.81	10.18	12.12	9.31	9.58	8.23	3.15	3.81	3.51	3.57	2.73	2.89	12.96	13.99	15.63	12.88	12.31	11.12
5	002260.SZ	伊立浦	3.23	3.54	4.53	4.34	7.12	5.57	8.06	8.84	12.04	8.69	10.45	8.03	11.29	12.39	16.57	13.03	17.57	13.61
6	002473.SZ	圣莱达	1.34	1.44	2.10	2.34	2.18	1.82	6.87	10.04	11.68	11.14	11.16	12.60	8.21	11.48	13.78	13.47	13.34	14.42
7	000100.SZ	TCL 集团	10.48	9.45	8.78	9.83	8.86	8.91	5.23	4.70	4.46	4.17	3.78	3.91	15.71	14.16	13.25	14.00	12.64	12.82
8	600839.SH	四川长虹	9.88	10.69	11.50	10.37	10.77	8.20	3.70	4.11	4.12	3.88	3.79	4.03	13.58	14.80	15.62	14.25	14.57	12.22
9	600336.SH	澳柯玛	11.25	8.95	10.50	9.49	9.26	9.41	9.21	8.37	6.09	5.23	5.68	5.27	20.46	17.32	16.59	14.72	14.94	14.68
10	000016.SZ	深康佳 A	13.09	12.46	12.60	11.77	10.79	14.48	3.44	3.54	3.44	3.16	2.84	3.54	16.52	16.00	16.04	14.92	13.64	18.02
行业平均			11.24	11.45	13.20	11.82	12.30	10.57	3.62	4.16	4.34	3.96	3.84	3.61	14.87	15.61	17.53	15.78	16.14	14.17
11	000651.SZ	格力电器	11.43	10.43	13.60	13.83	15.06	9.75	2.28	3.01	3.67	3.25	3.21	2.78	13.72	13.45	17.27	17.08	18.27	12.54
12	002543.SZ	万和电气	9.98	10.72	15.89	12.72	13.03	14.16	2.90	2.90	3.41	4.47	3.87	4.01	12.88	13.62	19.30	17.18	16.90	18.17
13	000921.SZ	ST 科龙	12.66	12.52	13.40	14.27	12.22	11.75	3.53	3.90	3.48	2.99	3.00	2.95	16.19	16.43	16.88	17.26	15.22	14.70
14	002005.SZ	德豪润达	4.66	5.29	7.32	9.11	6.25	6.57	7.87	7.10	8.38	8.16	10.03	10.79	12.53	12.39	15.70	17.26	16.28	17.36
15	600690.SH	青岛海尔	11.89	13.40	15.11	12.90	16.22	14.49	4.03	5.56	6.42	5.64	6.39	4.91	15.92	18.96	21.53	18.54	22.60	19.40
16	002032.SZ	苏泊尔	12.93	13.19	16.70	14.73	15.41	15.19	4.18	5.71	4.55	3.85	3.10	2.67	17.11	18.90	21.26	18.57	18.52	17.86
17	002242.SZ	九阳股份	9.76	16.09	16.09	14.80	13.44	12.45	5.53	5.56	7.05	6.86	8.82	7.96	15.29	21.66	23.14	21.67	22.26	20.41
18	600983.SH	合肥三洋	23.63	23.94	25.14	17.27	17.71	18.32	5.14	4.07	4.70	4.77	3.69	4.56	28.77	28.02	29.84	22.04	21.40	22.88
19	002403.SZ	爱仕达	12.29	13.10	16.61	17.94	16.03	15.37	4.48	4.25	5.49	5.42	4.82	6.84	16.77	17.35	22.10	23.36	20.85	22.21
20	000521.SZ	美菱电器	9.92	16.77	22.01	20.58	22.68	15.85	2.72	3.30	2.92	2.82	1.87	2.81	12.64	20.07	24.92	23.40	24.56	18.66
21	002035.SZ	华帝股份	22.40	24.95	21.69	19.99	20.24	20.04	4.26	6.21	6.32	7.18	7.25	8.65	26.66	31.16	28.01	27.17	27.49	28.69
22	002508.SZ	老板电器	30.24	38.19	36.43	34.18	34.78	31.95	4.63	6.72	7.50	7.30	7.52	6.73	34.87	44.91	43.93	41.49	42.30	38.68
23	600854.SH	ST 春兰	26.95	20.28	23.57	35.00	34.73	20.14	5.66	14.36	16.18	10.15	29.61	27.11	32.61	34.64	39.76	45.15	64.34	47.25

资料来源：wind，海通证券研究所

黑电企业中，海信电器、四川长虹在规模效益及效率提升下，2010 年销售费用率分别同比下降 3.01、1.13 个百分点。由于营销渠道变革，合肥三洋、小天鹅、美的电器 2010 年均呈现出毛利率和销售费用率大幅同步下降的情况，上述三家公司 2010 年销售费用率分别同比下降了 7.88、4.94、2.81 个百分点。得益于规模和效率的提升，青岛海尔销售费用率也同比下降了 2.21 个百分点。另外，厨房家电企业中销售费用率降幅超过一个点的公司有万和电器（-3.18pt）、老板电器（-2.25pt）、苏泊尔（-1.98pt）、华帝股份（-1.70pt）和九阳股份（1.29pt）。

得益于管理效率的提升，2010 年小天鹅、青岛海尔、苏泊尔的管理费用率同比下降 1.38、0.78、0.71 个百分点。

费用率的节约弥补了毛利率下滑的影响，2010 年受成本上涨的影响，（毛利率-销售费用率）指标的行业均值同比下降了 1.77 个百分点，下降幅度远小于毛利率的降幅（3.15 个百分点）。其中有 5 家公司（老板电器、万和电气、华帝股份、伊立浦和海信电器）的（毛利率-销售费用率）同比逆势提升。

表 9 2010 年（毛利率-销售费用率）高于行业平均水平及我们重点覆盖的公司费用比例（2007-1Q2011）

序号	代码	简称	毛利率 (%)						销售费用率 (%)						(毛利率-销售费用率) (%)					
			2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011
1	002473.SZ	圣莱达	27.53	29.59	34.43	28.13	30.43	23.27	1.34	1.44	2.10	2.34	2.18	1.82	26.19	28.16	32.33	25.79	28.25	21.45
2	002242.SZ	九阳股份	36.40	38.15	38.64	36.35	33.83	34.53	9.76	16.09	16.09	14.80	13.44	12.45	26.64	22.05	22.55	21.55	20.38	22.08
3	002508.SZ	老板电器	47.18	52.36	55.06	54.60	55.08	51.03	30.24	38.19	36.43	34.18	34.78	31.95	16.94	14.17	18.63	20.42	20.30	19.07
4	600983.SH	合肥三洋	43.38	40.11	41.50	33.12	33.36	33.96	23.63	23.94	25.14	17.27	17.71	18.32	19.75	16.16	16.36	15.85	15.65	15.64
5	002543.SZ	万和电气	15.80	19.08	29.45	28.18	27.19	29.65	9.98	10.72	15.89	12.72	13.03	14.16	5.82	8.36	13.55	15.46	14.16	15.49
6	002035.SZ	华帝股份	29.81	33.00	34.34	35.36	32.60	33.02	22.40	24.95	21.69	19.99	20.24	20.04	7.41	8.05	12.65	15.37	12.36	12.98
7	002032.SZ	苏泊尔	26.76	27.66	31.02	27.96	29.53	29.13	12.93	13.19	16.70	14.73	15.41	15.19	13.82	14.47	14.32	13.23	14.12	13.94
8	002260.SZ	伊立浦	19.01	18.24	11.68	16.16	15.41	15.76	3.23	3.54	4.53	4.34	7.12	5.57	15.78	14.70	7.15	11.82	8.29	10.19
9	002005.SZ	德豪润达	16.55	13.79	21.33	20.87	22.09	14.11	4.66	5.29	7.32	9.11	6.25	6.57	11.89	8.50	14.01	11.77	15.84	7.53
10	002403.SZ	爱仕达	25.10	26.40	30.86	28.70	29.33	28.57	12.29	13.10	16.61	17.94	16.03	15.37	12.82	13.30	14.26	10.77	13.29	13.20
11	600690.SH	青岛海尔	19.01	23.13	26.43	23.38	26.91	24.42	11.89	13.40	15.11	12.90	16.22	14.49	7.12	9.73	11.32	10.49	10.69	9.93
12	600336.SH	澳柯玛	19.64	19.49	24.30	19.71	18.75	17.91	11.25	8.95	10.50	9.49	9.26	9.41	8.39	10.54	13.80	10.22	9.50	8.50
13	000418.SZ	小天鹅 A	19.92	18.58	23.38	15.68	16.16	16.24	11.86	11.94	11.53	6.59	6.06	6.93	8.06	6.64	11.84	9.09	10.10	9.32
14	000651.SZ	格力电器	18.13	19.74	24.73	21.55	21.92	16.75	11.43	10.43	13.60	13.83	15.06	9.75	6.70	9.31	11.14	7.72	6.86	7.00
15	000527.SZ	美的电器	18.62	19.16	21.79	16.69	15.35	14.74	9.81	10.18	12.12	9.31	9.58	8.23	8.81	8.98	9.67	7.38	5.77	6.51
行业平均			17.90	19.48	22.34	19.19	19.27	17.84	11.24	11.45	13.20	11.82	12.30	10.57	6.66	8.02	9.14	7.37	6.98	7.27
16	600060.SH	海信电器	16.05	17.76	19.03	17.34	16.83	21.39	11.68	12.76	13.64	10.63	10.97	12.45	4.37	5.00	5.38	6.71	5.86	8.94
17	600870.SH	ST 厦华	8.23	8.68	13.73	10.70	10.62	11.53	10.39	15.28	6.51	4.65	5.59	5.88	(2.16)	(6.60)	7.22	6.04	5.02	5.65
18	600839.SH	四川长虹	15.59	17.49	18.48	16.32	16.08	13.89	9.88	10.69	11.50	10.37	10.77	8.20	5.71	6.80	6.98	5.95	5.30	5.69
19	000100.SZ	TCL 集团	16.52	15.72	15.21	14.08	14.00	15.10	10.48	9.45	8.78	9.83	8.86	8.91	6.04	6.27	6.43	4.25	5.14	6.19
20	000016.SZ	深康佳 A	19.43	19.15	18.77	15.60	14.88	15.62	13.09	12.46	12.60	11.77	10.79	14.48	6.35	6.69	6.17	3.83	4.09	1.15
21	000521.SZ	美菱电器	14.20	22.54	27.64	23.79	25.71	20.73	9.92	16.77	22.01	20.58	22.68	15.85	4.28	5.77	5.63	3.21	3.03	4.88
22	000921.SZ	ST 科龙	16.48	15.31	18.83	16.36	16.68	14.88	12.66	12.52	13.40	14.27	12.22	11.75	3.82	2.79	5.43	2.09	4.46	3.12
23	600854.SH	ST 春兰	18.92	7.41	17.66	10.21	6.95	(9.03)	26.95	20.28	23.57	35.00	34.73	20.14	(8.03)	(12.88)	(5.91)	(24.79)	(27.78)	(29.18)

资料来源：wind，海通证券研究所

5.4 归属于母公司的净利润率概况

费用率的节约（三项费用率合计下降 1.83 个百分点）一定程度上弥补了毛利率下滑（3.15 个百分点）的影响，营业外收入（其中很大部分来自空调节能惠民补贴）的大幅增长使得行业净利润率同比提升 0.25 个百分点至 3.57%；其中，12 家公司净利润率

水平同比提升。

2010 年在 23 家家电上市公司中有 13 家公司的归属于母公司股东净利润率超过 (3.57%) 行业平均水平, 其中净利润率超过 10% 的三家企业均为厨房大、小家电企业 (圣莱达 14.11%、九阳股份 11.05%、老板电器 10.91%)。其余 10 家公司中, 厨房大、小家电企业占 4 家, 白电企业 5 家, 黑电企业 1 家。

表 10 2010 年扣除投资净收益后归属于母公司的净利润率情况 (2007-1Q2011)

序号	代码	简称	归属于母公司的净利润率 (%)						扣除投资净收益后归属于母公司的净利润率 (%)					
			2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011	2007	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011
1	002473.SZ	圣莱达	14.13	14.97	17.52	14.11	13.03	11.82	10.85	15.33	16.98	11.77	13.15	9.69
2	002242.SZ	九阳股份	13.85	12.44	13.15	11.05	9.79	9.98	13.43	12.42	12.30	10.80	9.52	9.92
3	002508.SZ	老板电器	8.16	6.25	8.76	10.91	10.20	10.46	2.23	5.95	8.74	10.59	10.02	10.17
4	600983.SH	合肥三洋	10.71	10.61	10.22	9.90	10.65	8.86	10.65	10.70	9.79	9.39	10.36	8.80
5	002543.SZ	万和电气	1.89	3.25	7.26	8.11	7.87	8.82	1.72	3.12	7.06	7.92	7.73	8.19
6	002005.SZ	德豪润达	1.60	-2.47	3.36	7.54	2.05	13.33	1.10	-2.56	1.72	-0.05	1.90	-6.75
7	002035.SZ	华帝股份	1.13	-0.79	3.94	7.43	3.52	4.18	1.05	-1.00	3.62	6.03	3.52	3.07
8	002032.SZ	苏泊尔	5.86	6.53	7.54	7.18	7.51	7.41	5.78	5.81	6.95	6.76	7.78	7.36
9	000651.SZ	格力电器	3.34	4.66	6.83	7.03	6.25	5.41	2.91	4.86	6.46	6.62	5.66	5.42
10	000418.SZ	小天鹅 A	6.67	0.93	4.20	4.53	4.44	3.53	3.24	2.03	2.20	3.31	3.07	2.76
11	000527.SZ	美的电器	3.58	2.28	3.91	4.19	3.90	2.33	3.16	2.52	3.95	3.97	4.01	2.01
12	000521.SZ	美菱电器	0.45	0.59	4.76	3.96	5.67	1.72	-0.93	0.50	1.09	2.25	0.77	1.66
13	600060.SH	海信电器	1.37	1.68	2.71	3.93	2.62	5.28	0.75	1.32	2.09	3.65	2.48	5.10
	行业		1.88	1.88	3.32	3.57	2.94	3.03	1.52	1.89	2.91	1.84	1.61	2.06
14	600690.SH	青岛海尔	2.18	2.53	3.10	3.36	2.69	3.22	2.20	2.60	2.39	3.02	1.75	3.10
15	000921.SZ	ST 科龙	2.84	-2.63	1.21	3.31	2.65	2.30	-1.00	-2.89	0.84	1.05	0.20	1.70
16	002403.SZ	爱仕达	4.16	4.33	5.27	3.04	4.30	4.74	3.70	4.24	4.99	3.01	4.40	4.72
17	600336.SH	澳柯玛	-33.91	0.65	1.97	1.88	0.87	0.58	-34.26	-4.82	1.83	1.37	0.89	0.42
18	002260.SZ	伊立浦	5.19	2.98	-6.24	1.57	-2.73	1.65	5.20	2.73	-6.15	1.03	-2.86	1.67
19	600870.SH	ST 厦华	-6.02	-28.42	2.46	1.43	1.61	0.94	-6.74	-28.70	2.42	0.89	1.00	-0.37
20	000100.SZ	TCL 集团	1.01	1.30	1.06	0.83	0.54	1.67	0.35	0.18	0.48	-0.45	0.28	0.69
21	600839.SH	四川长虹	1.46	0.11	0.38	0.70	0.06	0.98	1.11	0.10	0.12	0.13	-0.37	0.49
22	000016.SZ	深康佳 A	1.70	2.19	1.14	0.49	0.83	-2.30	1.73	2.09	0.90	0.19	0.57	-2.67
23	600854.SH	ST 春兰	-15.96	1.28	3.53	-31.53	-52.60	-21.92	-15.60	-24.73	-23.59	-31.56	-55.87	-21.34

注: 红色字体标注的为净利润率同比提升的公司

资料来源: wind, 海通证券研究所

厨房大家电 (烟灶消等) 及厨房小家电行业上市公司目前整体呈现规模小 (除九阳、苏泊尔收入在 50+ 亿元外, 其余基本都在 10-20 来亿元的规模)、盈利水平高 (毛利率均在 25% 以上, 净利润率基本在 7% 以上)。圣莱达以 14.11% 的净利润率高居榜首, 一是公司所处的小家电行业毛利率较高, 二是由于公司直接对口下游整机厂商, 销售费用率非常低, 因此净利润率水平很高。九阳股份受益于豆浆机的高毛利率以及较好的费用控制, 净利润率仍然维持在 11.05% 的高位。老板电器得益于其自身的高端定位以及规模效益和效率提升下费用率的节约, 净利润率同比提升至 10.91%。

白电行业由于集中度较高, 行业竞争格局也相对稳定, 三大龙头企业收入规模在 600-700 亿元左右, 第二梯队企业收入规模也在百亿元左右。除合肥三洋盈利水平较高外, 毛利率基本都在 15%-25% 波动, 净利润率基本都在 3-7% 之间。得益于外资品牌的定价能力合肥三洋 (9.90%) 的净利润率依然排在白电之首; 格力电器 (7.03%)、小天鹅 (4.53%)、美的电器 (4.19%) 虽然毛利率下滑明显 (主要受补贴收入计入营业外以及渠道调整的影响), 但在费用率大幅下降、补贴收益到账的影响下, 净利润率水

平同比有所提升。

2010 年行业整体维持了较高的景气度，收入大幅增长。虽然在生产成本大幅上涨、价格竞争激烈以及部分企业渠道调整（体现为毛利率和销售费用率的同步下降）的影响下，行业销售毛利率同比明显下滑，但从净利润率指标看，受益于规模效益、运营效率的提升以及补贴收益的到账，行业净利润率水平较生产要素成本很低的 09 年同比提升。

表 11 2010 年归属于母公司的净利润增长率超过平均水平及我们重点覆盖的公司概况（2007-1Q2011）

序号	代码	简称	利润总额同比增速（%）					净利润同比增速（%）					归属于母公司的净利润同比增速（%）				
			2007	2008	2009	2010	1Q11	2007	2008	2009	2010	1Q11	2007	2008	2009	2010	1Q11
1	000921.SZ	ST 科龙	55569.81	-200.90	-186.01	219.74	4.13	912.07	-207.89	-174.47	244.53	113.81	494.57	-190.54	-169.01	274.10	7.67
2	002005.SZ	德豪润达	439.70	-250.65	-235.36	186.75	484.13	468.54	-294.51	-198.58	168.06	381.90	345.82	-301.57	-203.55	202.91	621.34
3	600839.SH	四川长虹	40.21	-42.55	136.63	-2.38	27.64	41.48	-40.59	105.29	-11.48	16.36	47.14	-90.77	281.48	146.21	1734.12
4	000418.SZ	小天鹅 A	1120.63	-90.54	868.46	159.95	20.97	1023.97	-92.79	1142.90	175.04	19.10	868.30	-87.99	608.66	128.15	18.54
5	002035.SZ	华帝股份	-42.70	-130.12	-1071.49	120.69	37.00	-50.64	-170.66	-620.67	128.13	41.36	-46.17	-175.07	-591.03	122.40	41.51
6	000527.SZ	美的电器	124.70	-6.11	56.81	80.29	20.54	108.24	-7.36	62.07	60.84	17.58	122.60	-13.44	78.87	69.24	17.53
7	600060.SH	海信电器	49.99	-7.45	128.36	59.45	86.50	44.88	-0.44	137.52	67.25	87.45	56.13	10.37	121.47	67.57	92.46
8	002508.SZ	老板电器		-21.55	45.82	65.84	32.19		-10.03	50.97	64.17	32.00		-10.09	51.08	64.17	32.00
9	002543.SZ	万和电气		125.02	166.18	49.54	43.50		111.78	147.54	49.21	40.60		102.04	151.09	47.76	43.24
10	600690.SH	青岛海尔	9.14	29.20	110.32	55.22	41.49	18.27	29.75	91.96	50.33	45.07	15.74	19.35	80.10	47.07	47.17
11	000651.SZ	格力电器	68.05	68.70	40.48	49.58	42.11	83.36	54.74	47.18	46.78	46.96	83.56	54.87	48.15	46.76	46.27
12	600983.SH	合肥三洋	28.72	72.00	76.25	47.34	13.32	31.77	69.06	79.79	46.18	12.45	31.77	69.06	79.79	46.18	12.45
		行业		16.06	94.31	43.89	36.10		12.00	104.04	37.63	35.11		6.79	105.50	44.87	40.32
13	600336.SH	澳柯玛	451.58	-103.61	209.15	23.76	-31.19	401.58	-101.90	344.32	43.58	-29.64	427.33	-102.34	298.00	33.77	-25.28
14	002032.SZ	苏泊尔	65.36	43.03	23.34	22.62	28.21	67.31	39.06	18.66	24.64	34.79	71.98	37.55	31.25	30.12	34.13
15	002473.SZ	圣莱达		5.67	19.99	23.13	-21.39		3.67	17.55	21.73	-21.93		12.27	18.52	21.24	-15.66
16	000521.SZ	美菱电器	88.48	31.36	1095.99	5.27	-62.14	97.13	44.73	1074.81	8.41	-65.00	105.35	45.53	1072.94	8.18	-65.56
17	002242.SZ	九阳股份	857.73	76.73	7.07	5.63	63.59	736.84	76.41	11.61	-5.37	55.87	520.91	99.94	13.32	-3.09	47.49
18	000100.SZ	TCL 集团	-113.47	45.66	47.85	-20.71	150.31	-109.33	34.12	59.71	-32.85	180.65	-121.27	26.60	-6.19	-7.98	245.34
19	002403.SZ	爱仕达	41.72	4.30	1.85	-26.61	8.16	31.85	22.00	9.16	-24.20	11.23	30.01	22.61	11.40	-25.76	16.93
20	600870.SH	ST 厦华	-28.55	160.52	-110.44	-37.17	-56.23	-28.64	159.47	-110.29	-38.11	-58.35	-28.33	157.93	-110.12	-39.85	-59.90
21	000016.SZ	深康佳 A	120.89	15.25	-50.64	-39.88	-237.48	103.25	31.08	-46.94	-31.34	-289.19	113.99	29.26	-43.34	-44.65	-315.75
22	002260.SZ	伊立浦	31.55	-42.04	-262.97	-137.53	-202.12	36.21	-47.27	-277.05	-131.43	-176.32	35.80	-47.26	-277.05	-131.43	176.32
23	600854.SH	ST 春兰	193.57	-92.69	-96.44	36907.98	-47.16	223.11	-83.96	-73.86	2451.53	-42.76	156.88	-103.83	143.24	-1218.70	57.29

资料来源：wind，海通证券研究所

5.5 重点家电公司年报、季报点评及公告跟踪报告

我们之前已经对重点公司的 2010 年报和 2011 一季报情况进行了点评，对公司未来的业绩增长、盈利情况做出了预测，并给予了投资建议。如需获得更详细的分析，敬请参考下列我们 3、4 月份推出的重点公司年、季报点评及跟踪。报告名单和推出时间如下：

- 1) 美的电器 2011 年一季报点评：收入增长 96%利润增长 18%略低于预期，买入维持 20110428
- 2) 爱仕达 2011 年一季报点评：一季度业绩复苏，增持维持 20110327
- 3) 青岛海尔 2011 年一季报点评：费用率大幅下降带动业绩超预期，买入维持 20110427
- 4) 美菱电器 2011 年一季报点评：剔除投资收益影响净利润同比增长 32%，增持维持 20110426

- 5) 小天鹅 2011 年一季报点评: 费用率上升致业绩未能同步收入增长, 买入维持 20110426
- 6) 苏泊尔调研报告: 增长确定性强, 重申“买入”评级, 买入维持 20110425
- 7) 合肥三洋 2011 年一季报点评: 费用率走高, 业绩略低于预期, 买入维持 20110422
- 8) 格力电器 2011 年一季报点评: 1 季报业绩靓丽, 重申“买入”评级, 买入维持 20110422
- 9) 老板电器 2011 年一季报点评: 业绩符合预期, 增持维持 20110420
- 10) 九阳股份 2011 年一季报点评: 收入高速增长, 业绩略超预期, 增持维持 20110419
- 11) 老板电器 2010 业绩说明会及甘肃青海地区调研纪要: 3 年再造一个老板, 增持维持 20110412
- 12) 圣莱达 2010 年报点评: 业绩符合预期, 中性维持 20110408
- 13) 老板电器 2010 年报点评: 业绩靓丽, 厨电龙头快速成长, 增持维持 20110407
- 14) 苏泊尔 2010 年报点评: 业绩符合预期, 未来增长确定性强, 买入维持 20110328
- 15) 格力电器 2010 年报点评: 4Q 业绩再超预期, 净利率创历史新高, 买入维持 20110324
- 16) 美的电器 2010 年报点评: 未来三年业绩 CAGR 为 25%, 维持“买入”评级, 买入维持 20110317
- 17) 九阳股份 2010 年报点评: 四季度负增长拖累全年业绩, 增持维持 20110316
- 18) 小天鹅 2010 年报点评: 业绩符合预期, 未来 3 年业绩 CAGR 达到 30%, 估值偏低, 重申“买入”评级, 买入维持 20110316
- 19) 美菱电器 2010 年报点评: 收入符合预期, 毛利率拖累业绩不达预期, 增持调低 20110308
- 20) 爱仕达 2010 年业绩快报点评: 毛利率下滑、广告费用大增, 2010 业绩低于预期, 增持维持 20110228
- 21) 九阳股份业绩快报点评: 4 季度再陷负增长, 全年业绩低于预期, 增持调低 20110222

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

联系人
荀玉根 (021) 23219658
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

xyg6052@htsec.com
wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
联系人
徐益璠 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
刘惠莹 (021) 23219441
联系人
朱洪波 (021) 23219438

liuhy@htsec.com
zhhb6065@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
王茹远 (010) 58067935
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
lyy5991@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业
陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业
蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业
张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com

银行业

联系人
刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

联系人
徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 caitq@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com