

家用电器

— 家电行业 2010 年报及 2011 年一季报点评

投资评级 推荐

投资要点：

◆ 2010 年报及 2011 年一季报数据预览

根据申万一级家用电器行业分类统计,家用电器类上市公司实现营业收入同比增长 35.36%,利润总额同比增长 42.07%。2011 年一季报的家电类上市公司,一季度收入同比增长 34.39%,净利润同比增长 35.3%,收入增速相对稳定,利润增速有所放缓,2011 年一季报多家企业利润增速远低于收入增速。

◆ 降费用是 2010 年行业保增长的主要手段

从年报的数据来看,2010 年家电企业的利润增长主要依靠降费用,提高内部运营效率来稳定自身的盈利能力,且降费用在 2010 取得了显著成效的成效。2010 年家电企业,整体在上在毛利率同比下滑的情况下,净利率水平基本与去年同期持平。

◆ 2011 年行业展望

2011 年通胀压力犹存,宏观经济形势仍不容乐观,然而家电行业在 2010 年末,2011 年初都陆续宣布增发扩产能的计划,这说明企业对家电消费仍然很有信心,总体上讲,我们对行业 2011 的判断是:第一、行业整体毛利率水平仍将小幅下降,一季报表现较为明显。费用控制较强的龙头企业盈利能力或将依然略有提高;第二、行业集中度将进一步提高,龙头企业继续受益,寡头垄断竞争趋势加速;第三、产业升级将提升企业的整体盈利能力,产业结构调整速度加快,毛利率水平或将见底,未来龙头企业的盈利空间还很大;第四,家电消费需求依然强劲,家电企业渠道变革趋势愈演愈烈,费用率改善有一定空间;第五、在众多不利因素下,行业 2011 年仍有望超越市场的悲观预期。根据我们的判断,

◆ 2011 年投资主题

我们认为,2011 年行业投资主题在于:重点关注成本与费用控制力强的白电龙头企业;黑电头注市场消费概念高频率转换生存力强的企业;小家电关注产品细分化与渠道多样带来的集中度提高企业。

◆ 白电龙头估值提升空间较大

目前行业整个白色家电及其零部件 2011 年动态 PE 约 24 倍,黑电及其零部件 28 倍左右,小家电 28 倍。白电龙头估值 11-15 倍,行业近几年以来的低估值与高增长严重不符,我们认为,行业尤其是白电的估值水平提升空间较大。

◆ 重点推荐公司

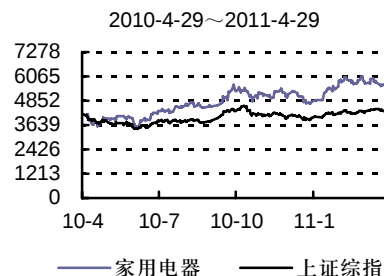
我们认为,家电行业低估值与高增长是我们看好的主要原因,重点推荐美的电器,格力电器,青岛海尔,海信电器,九阳股份。

发布时间: 2011 年 4 月 29 日

主要数据

行业指数	5417.35
上证指数/深圳成指	2887.04/12149.25
公司家数	42
总市值(百万元)	337795.78
流通市值(百万元)	252171.13

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 邹翠利
执业证书编号: S0020511030012
电 话: 021-51097188-1922
电 邮: zoucuili@gyzq.com.cn

联系人: 赵喜娟
电 话: (86-21) 51097188-1952
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

第 1 部分 2010 年报及 2011 年一季报回顾.....	3
经营回顾	3
盈利能力变动	3
2011 不利因素犹存，行业持续高增长仍可期	5
2011 年行业展望	5
2011 年全年毛利率或将继续微幅下滑，净利润率有望保持微幅增长	5
白电行业集中度进一步提高，寡头竞争时代已经到来	6
2011 年家电行业投资主题	8
估值投资建议	8
各细分子行业估值水平概况	8
白电龙头长期看好，估值明显偏低	8
黑色家电推荐海信电器.....	11
小家电推荐九阳股份	11

图表目录

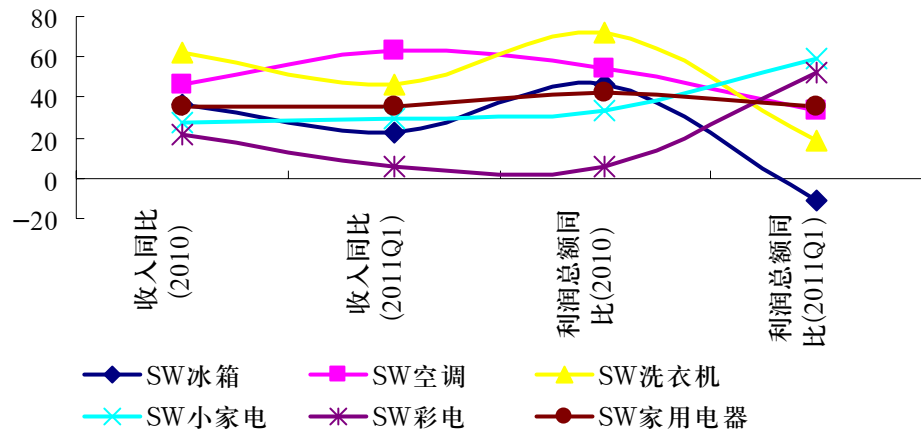
图 1 上市公司 2010 年报及 2011 一季报情况(单位：%).....	3
图 2 上市公司 2010 年盈利指标变动情况(单位：%).....	3
图 3 家电行业单季度毛利润率变动情况(单位：%).....	6
图 4 家电行业单季度净利率变动情况(单位：%).....	6
图 5 冰箱前三名市场占有率情况	7
图 6 洗衣机前三名市场占有率情况	7
图 7 空调前三名市场占有率情况	7
图 8 三大龙头近三年收入与利润增速情况(单位：%).....	9
图 9 三大龙头近三年收入与利润增速情况(单位：%).....	9
图 10 格力电器近两年 PE-BAND,PB-BAND.....	10
图 11 美的电器近两年 PE-BAND,PB-BAND	10
图 12 青岛海尔近两年 PE-BAND,PB-BAND.....	10
表 1 上市公司毛利率与净利率变动情况(单位：%).....	4
表 3 三大白电毛利率变化情况(单位：%).....	5
表 3 行业估值情况.....	8
表 4 重点推荐上市公司盈利预测与估值	11

第 1 部分 2010 年报及 2011 年一季报回顾

经营回顾

根据申万一级家用电器行业分类统计，家用电器类上市公司实现营业收入同比增长 35.36%，利润总额同比增长 42.07%。2011 一季报的家电类上市公司，一季度收入同比增长 34.39%，净利润同比增长 35.3%，收入增速相对稳定，利润增速有所放缓，一季报多家企业利润增速远低于收入增速。

图 1 上市公司 2010 年报及 2011 一季报情况(单位：%)



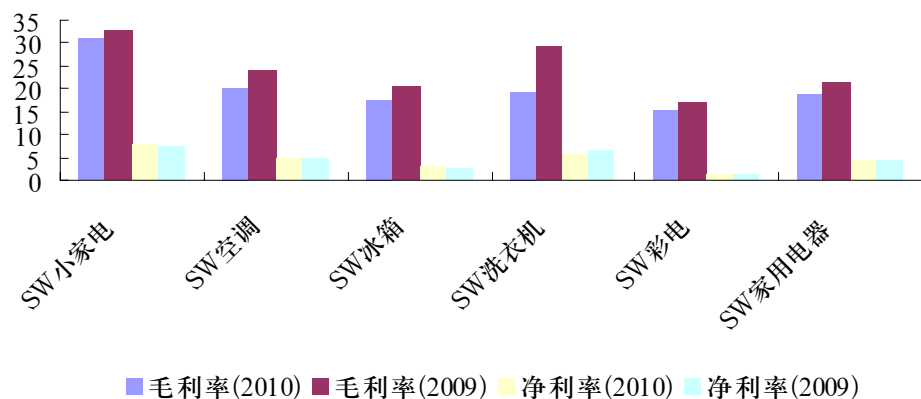
资料来源：WIND、国元证券研究中心

经历了 2009 年金融危机，以及 2010 年通胀压力，家电企业仍在市场的一再悲观预期中，依然超预期增长。2010 年家电企业在抵御成本上升风险，提高内部运营效率等方面的能力在逐步提高。同时，行业整体收入与利润呈现超预期的高增长，然行业估值水平一直低位徘徊，说明市场对于家电行业后续的持续高增长依然担忧。

盈利能力变动

从年报的数据来看，2010 年家电企业的利润增长主要依靠降费用，提高内部运营效率来稳定自身的盈利能力，且降费用在 2010 取得了显著成效的成效。2010 年家电企业，整体上在毛利率同比下滑的情况下，净利率水平基本与去年同期持平。

图 2 上市公司 2010 年盈利指标变动情况(单位：%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

申万 5 个二级家用电器子行业 2009 与 2010 年毛利率与净利率的对比情况来看，2010 年 5 个子行业毛利率同比均出现下滑，但小家电、冰箱、彩电的净利率水平却同比出现了小幅上升的态势。

表 1 上市公司毛利率与净利率变动情况(单位: %)

证券简称	净利率 (2010)	毛利率 (2010)	净利率 (2009)	毛利率 (2009)	2010 年净 利率同比	2010 年毛 利率同比
合肥三洋	9.9	33.1	10.2	41.5	-0.3	-8.4
小天鹅 A	5.4	15.7	5.1	23.4	0.4	-7.7
华意压缩	1.7	11.5	5.3	17.9	-3.6	-6.4
圣莱达	14.5	28.1	17.9	34.4	-3.4	-6.3
康盛股份	6.9	19.5	9.6	24.7	-2.8	-5.2
美的电器	5.4	16.7	5.3	21.8	0.1	-5.1
澳柯玛	1.8	19.7	1.8	24.3	0.0	-4.6
常发股份	5.2	11.9	6.7	15.8	-1.4	-3.9
美菱电器	4.0	23.8	4.8	27.6	-0.8	-3.8
禾盛新材	9.0	15.5	11.7	18.9	-2.8	-3.5
格力电器	7.1	21.5	6.9	24.7	0.2	-3.2
深康佳 A	0.6	15.6	1.1	18.8	-0.5	-3.2
苏泊尔	7.9	28.0	8.6	31.0	-0.8	-3.1
青岛海尔	4.7	23.4	4.2	26.4	0.5	-3.0
ST 厦华	1.5	10.7	2.5	13.7	-1.0	-3.0
丹甫股份	9.8	20.8	15.5	23.6	-5.8	-2.8
ST 科龙	3.4	16.4	1.6	18.8	1.8	-2.5
三花股份	12.2	25.2	14.1	27.5	-1.9	-2.4
九阳股份	12.6	36.4	15.4	38.6	-2.8	-2.3
四川长虹	1.1	16.3	1.7	18.5	-0.6	-2.2
爱仕达	3.3	28.7	5.6	30.9	-2.3	-2.2
海信电器	3.9	17.3	2.7	19.0	1.2	-1.7
万和电气	8.6	28.2	7.7	29.4	1.0	-1.3
TCL 集团	0.9	14.1	1.6	15.2	-0.7	-1.1
毅昌股份	7.9	17.7	8.9	18.4	-1.0	-0.7
老板电器	10.9	54.6	8.8	55.1	2.1	-0.5
盾安环境	7.7	21.3	9.2	20.9	-1.5	0.4
海立股份	3.3	14.0	2.1	13.5	1.2	0.5
华帝股份	7.6	35.4	3.9	34.3	3.6	1.0
伊立浦	1.6	16.2	-6.2	11.7	7.8	4.5

资料来源: WIND 国元证券研究中心

从上市公司的财务数据来看，29 家上市公司，毛利率同比上升仅有 4 家，净利润率同比上升的 12 家。其中，龙头企业的净利润率都同比保持了微幅的增长。

表 3 三大白电毛利率变化情况(单位: %)

	营业外收入/营业收入 (2010)	营业外收入/营业收入 (2009)	营业外收入/营业收入 (2010-2009)	毛利率(2010)	毛利率(2009)
格力电器	3.9	1.0	2.9	21.5	24.7
美的电器	3.4	0.8	2.6	16.7	21.8
青岛海尔	1.2	0.4	0.9	23.4	26.4

资料来源: WIND 国元证券研究中心

空调节能惠民工程从 2009 年 6 月 1 日开始执行, 国家把补贴以营业外收入的方式补贴给空调生产企业, 因此, 这也是 2009 年下半年, 以及 2010 全年空调企业毛利率同比下滑的又一主要原因, 我们用 2010 年营业外收入/营业收入 - 2009 年营业外收入/营业收入的比值作为衡量补贴政策对企业毛利率的影响, 扣除该因素的影响, 格力 2010 年毛利率基本上与 2009 年基本持平。美的与海尔的毛利率分别同比下滑 2.5, 2.1 个百分点, 三大龙头的寡头垄断局面基本形成, 规模化使得企业在原材料采购, 产品定价话语权方面等优势越来越突出, 白电行业进入寡头垄断的时代, 企业抵御原材料价格上涨风险能力将得到加强。

2011 不利因素犹存, 行业持续高增长仍可期

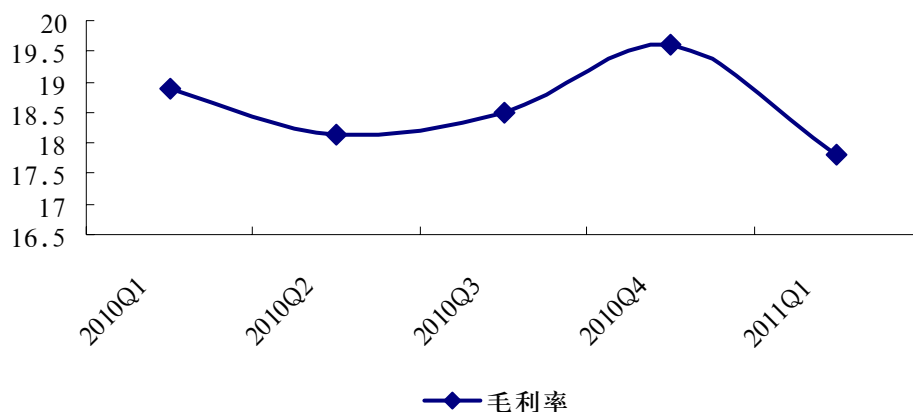
2011 年行业展望

2011 年通胀压力犹存, 宏观经济形势仍不容乐观, 然而家电行业在 2010 年末, 2011 年初都陆续宣布增发扩产能的计划, 这说明企业对家电消费仍然很有信心, 总体上讲, 我们对行业 2011 的判断是: 第一、行业整体毛利率水平仍将小幅下降, 一季报表现较为明显。费用控制较强的龙头企业盈利能力或将依然略有提高; 第二、行业集中度将进一步提高, 龙头企业继续受益, 寡头垄断竞争趋势加速; 第三、产业升级将提升企业的整体盈利能力, 产业结构调整速度加快, 毛利率水平或将见底, 未来龙头企业的盈利空间还很大; 第四, 家电消费需求依然强劲, 家电企业渠道变革趋势愈演愈烈, 费用率改善有一定空间; 第五、在众多不利因素下, 行业 2011 年仍有望超越市场的悲观预期。

2011 年全年毛利率或将继续微幅下滑, 净利润率有望保持微幅增长

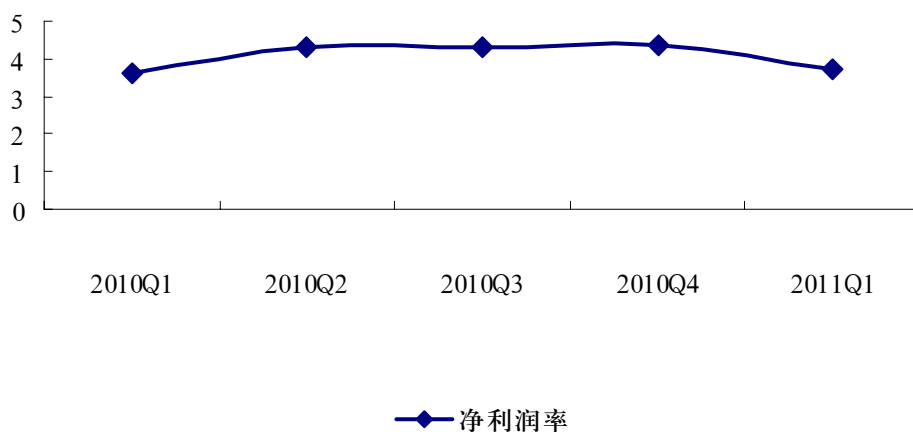
家电销售受季节需求变动影响具有一定的周期性, 从行业单季度毛利率变动趋势来看, 二季度毛利率仍将有进一步下降的趋势, 2011 通胀压力仍然较大, 全年毛利率水平同比下滑的可能性依然较大。

图3 家电行业单季度毛利润率变动情况(单位: %)



资料来源: WIND、国元证券研究中心

图4 家电行业单季度净利率变动情况(单位: %)



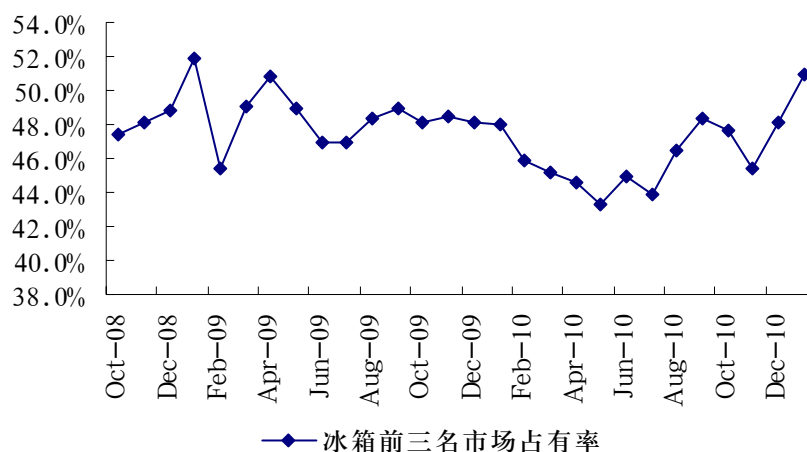
资料来源: WIND 国元证券研究中心

一季度净利率水平是全年的最低点,且全年净利率的波动幅度并不大,2011年一季度毛利润率同比下滑一个百分点的情况下,净利率却同比微幅上升0.14个百分点,企业应对成本上涨压力的能力在不断增强,我们预计,2011年全年,行业的净利润水平将依然会维持相对平稳,或同比略有增长的态势。

白电行业集中度进一步提高,寡头竞争时代已经到来

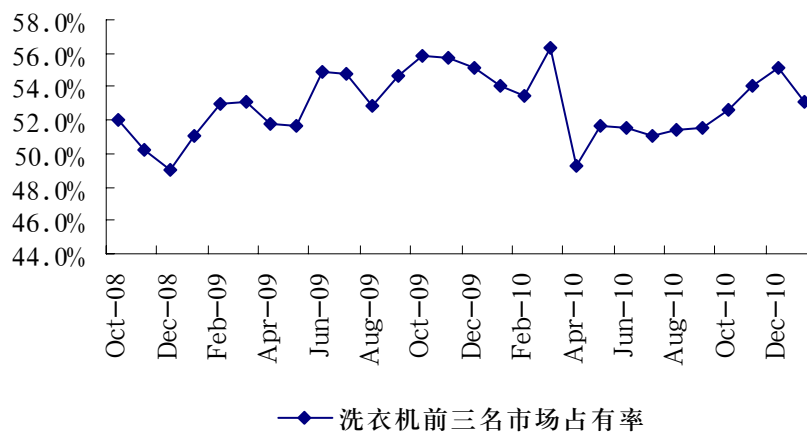
三大白电行业集中度进一步提高,冰箱市场前三名市场占有率稳步攀升,前三名零售市场占有率已达50%,洗衣机第三位竞争依然激烈,集中在三洋与松下之间,整体趋势良好,前三的市场占有率比冰箱更高。空调基本已经进入寡头垄断竞争,格力、美的、海尔前三的地位无法撼动,前三名市场占有率波动较小,行业前三市场占有率接近60%。白电寡头竞争时代已经到来,伴随着寡头竞争时代的到来,家电行业抗通胀的能力将显著提高,家电行业将步入感受通胀,穿越通胀的发展阶段。

图 5 冰箱前三名市场占有率情况



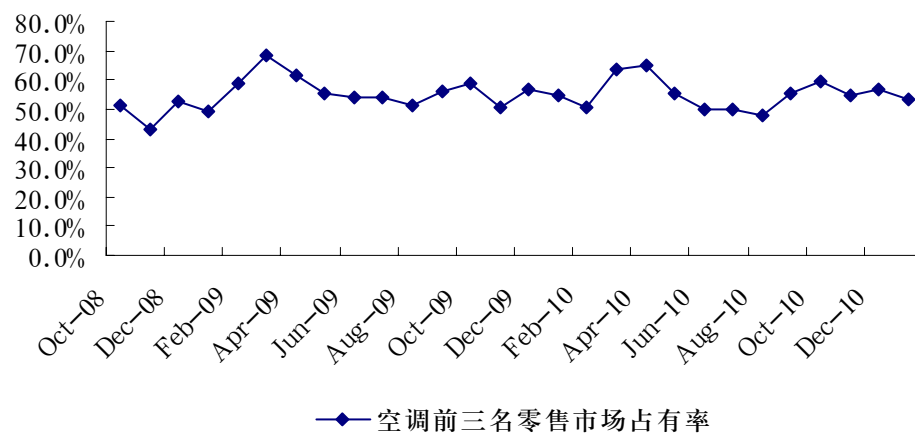
资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

图 6 洗衣机前三名市场占有率情况



资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

图 7 空调前三名市场占有率情况



资料来源：国家信息中心 国元证券研究中心

2011 年家电行业投资主题

根据我们的判断，我们认为，2011 年行业投资主题在于：重点关注成本与费用控制力强的白电龙头企业；黑电关注市场消费概念高频率转换生存力强的企业；小家电关注产品细分化与渠道多样带来的集中度提高企业。

估值投资建议

各细分子行业估值水平概况

目前行业整个白色家电及其零部件 2011 年动态 PE 约 24 倍，黑电及其零部件 28 倍左右，小家电 28 倍。具体到上市公司，白电龙头估值 11-15 倍，白电龙头增长与其估值水平不匹配，随着竞争结构与产业结构优化，白电盈利能力将稳步上升，估值水平仍将有进一步上升空间。黑电由于其区别于白电的娱乐消费需求，行业近几年增速与需求均波动较大，对行业的技术变革和企业的经营战略提出更高的挑战，未来行业估值提升将是伴随着新技术，新需求的快速提升；小家电行业比较分散，龙头企业市场产品细分化与市场占有率的提升空间较大，上市公司盈利力较高，未来行业集中度的提高，或将带来进一步推高估值。

表 3 行业估值情况

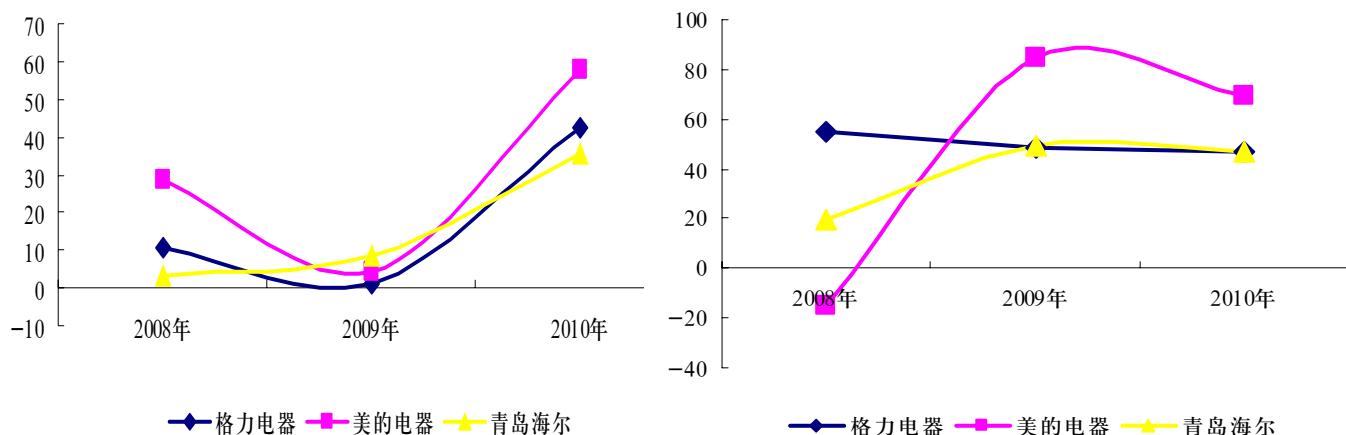
板块名称	2011E	2012E	2013E
SW 家用电器	26	22	16
SW 白色家电	24	19	15
SW 冰箱	25	20	17
SW 空调	20	16	12
SW 洗衣机	17	13	10
SW 小家电	28	22	17
SW 彩电	28	33	22

资料来源：WIND 国元证券研究中心

白电龙头长期看好，估值明显偏低

三大白电龙头在过去年三年中，2008-2010 年三大白电净利润年均增长率分别为格力 50%左右，美的 40%，海尔 50%。在市场一再的悲观预期中超预期，龙头企业的净利润增长率甚至超越了同行的中小企业，但白电龙头的估值水平近两年一直徘徊在 11-19 倍之间。我们认为，2011 年假如市场波动水平不大，白电或将突破其传统的估值区间束缚，估值中枢与估值水平将有望大幅提升。

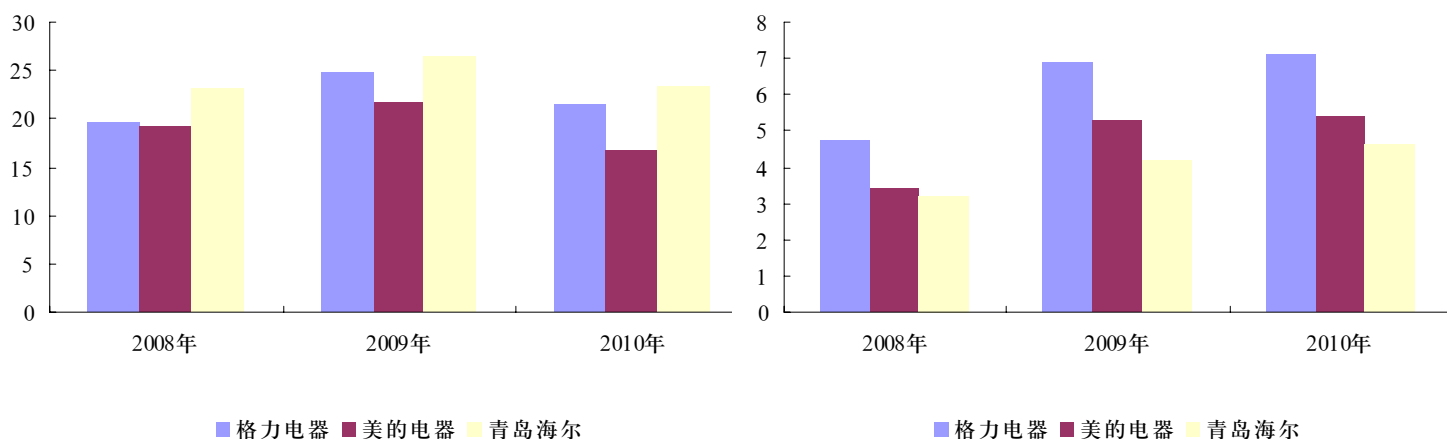
图 8 三大龙头近三年收入与利润增速情况(单位: %)



资料来源: WIND、国元证券研究中心

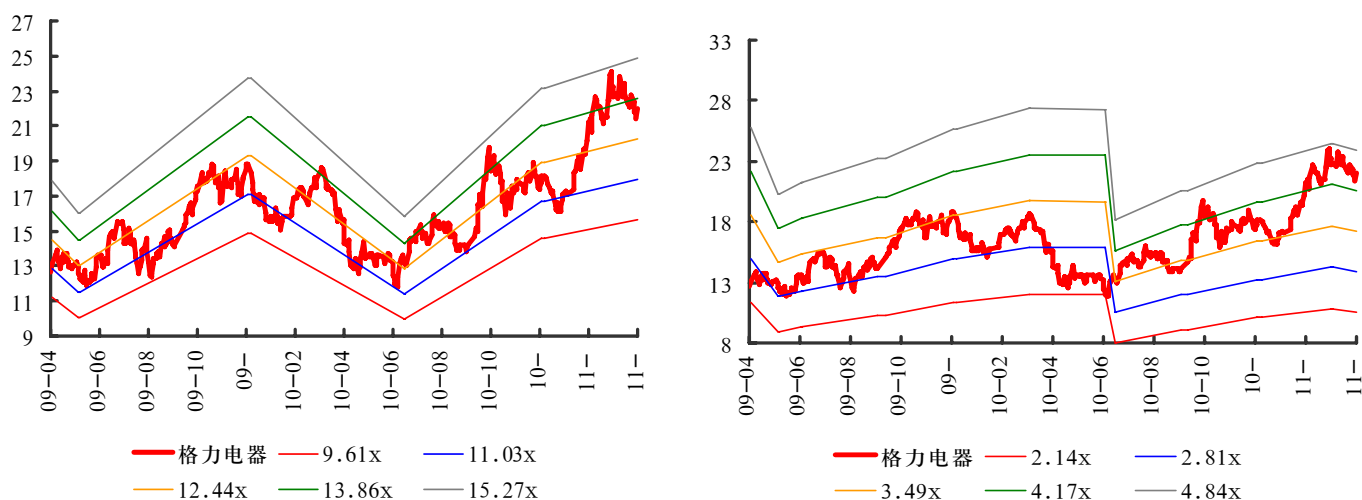
受原材料价格波动的影响, 2010 年家电整体毛利率出现了小幅下滑, 三大白电龙头的毛利率也在下滑, 但净利润率 2010 年仍保持了微幅增长, 近三年企业的净利润率水平在稳步上升。因此, 我们认为, 无论是从成长性, 还是盈利能力提升的角度来考虑, 长期被低估的白电龙头企业未来的估值水平都应当步入上升通道,

图 9 三大龙头近三年收入与利润增速情况(单位: %)



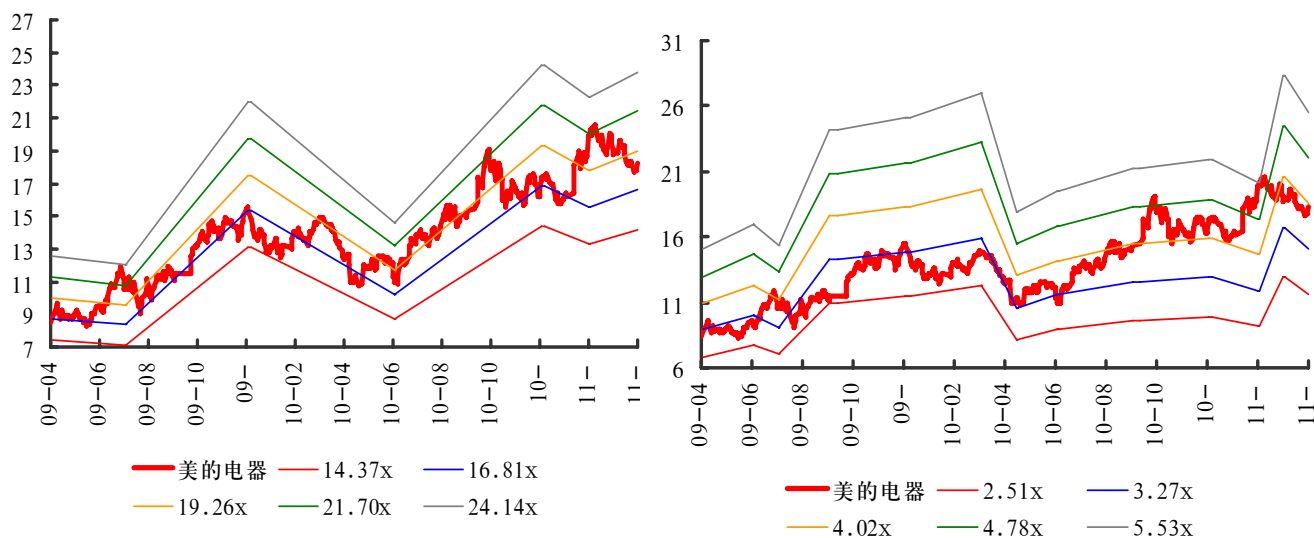
资料来源: WIND、国元证券研究中心

图 10 格力电器近两年 PE-BAND,PB-BAND



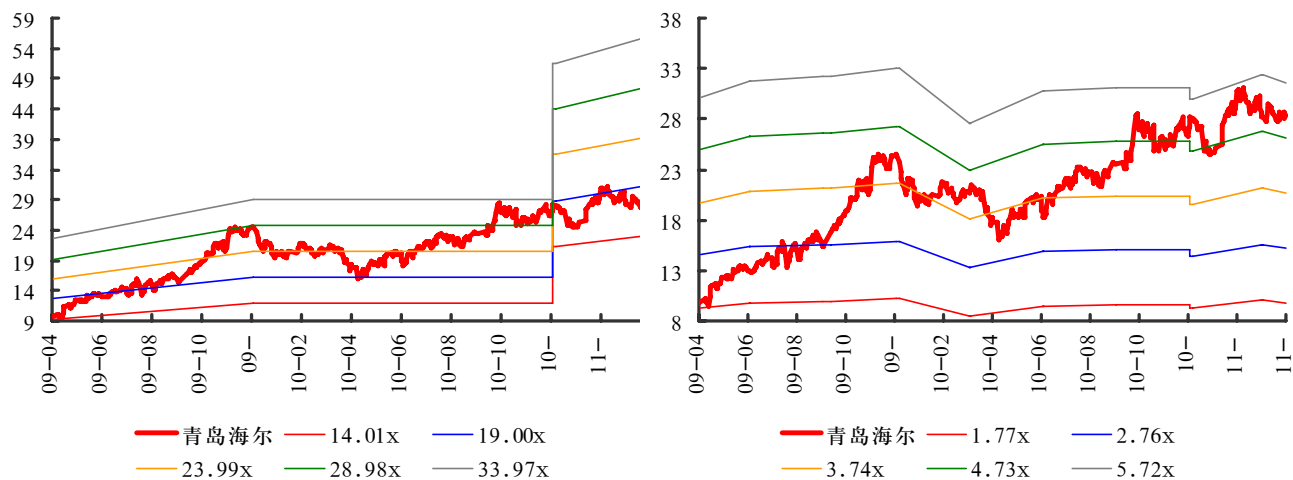
资料来源: WIND、国元证券研究中心

图 11 美的电器近两年 PE-BAND,PB-BAND



资料来源: WIND、国元证券研究中心

图 12 青岛海尔近两年 PE-BAND,PB-BAND



资料来源: WIND、国元证券研究中心

我们长期看好白电龙头的投资价值，推荐三大白电龙头，美的电器，格力电器，青岛海尔。

黑色家电推荐海信电器

彩电的作用是提供娱乐，近几年娱乐消费的快速崛起带动了彩需求的快速增长，且增长是伴随着，市场热点的快速切换，从 CRT-LCD-LED-3D，彩电的需求转变速度越来越快，并且受制于面板供货及价格的转变，企业经营利润及盈利能力均出现较大波动，对企业应对市场转变的能力提出了更高的要求，经过近几年市场激烈竞争，龙头的竞争优势正在逐步显示，我们推荐海信电器。

小家电推荐九阳股份

小家电行目前处于竞争相对健康，盈利能力较高，经营稳健的家电细分子行业，我们认为，行业未来的增长主要来自于产品的不断细分化与市场集中度的不断提高。九阳作为小家电企业的代表，2010 年不仅稳住了豆浆机的市场份额，而且多元化战略也取得了明显的效果，从我们近期对公司调研的了解，公司 2011 年新品储备方面做了全方位的研发及投入，坚定了多元化健康饮食小家电企业的发展目标，我们看好公司在多元化拓展方面的能力，维持推荐评级。

表 4 重点推荐上市公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	评级	EPS			PE		
			11E	12E	13E	11E	12E	13E
000651	格力电器	强烈推荐	2.18	2.86	3.27	10	8	7
000527	美的电器	推荐	1.24	1.56	1.94	15	12	10
600690	青岛海尔	推荐	1.97	2.35	2.84	14	12	10
600060	海信电器	推荐	1.18	1.42	1.71	12	10	9
002242	九阳股份	推荐	0.83	0.95	1.12	19	17	14

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn