

2011年05月家用电器行业研究月报

评级：增持 维持评级

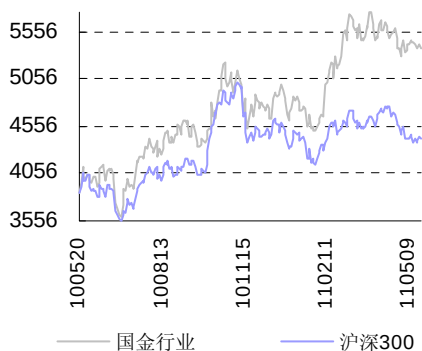
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

月度数据分析：空调旺盛，5月产销继续乐观

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	41.32
市场优化平均市盈率	24.88
国金家用电器指数	5375.64
沪深300指数	3120.64
上证指数	2859.57
深证成指	12158.11
中小板指数	6758.85



相关报告

- 1.《家电下乡 4月下降勿担忧;空调近期销售旺盛》，2011.5.9
- 2.《家电年报一季报总结及5月组合建议》，2011.5.6
- 3.《家电一季报前瞻;2Q重个股,全年震荡上行》，2011.4.12

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

投资建议

- 维持5月6日《家电年报一季报总结及5月组合建议》中的5月行业观点：家电板块目前估值安全边际很高，向下风险不大，全年还将震荡向上（个股空间可达30-50%）；不过5月部分投资者担心的不确定性依然存在（空调节能补贴5月底退出），因此5月家电板块我们认为如大盘下跌则具备防御性（目前已得到印证），如大盘上涨则进攻性欠缺。
- 5月的推荐组合不变：格力、美的、海尔、华帝、海信；另外追求全年绝对收益的投资者还布局有安全边际的个股苏泊尔（SEB 增持价格30元，现价24.05元），三花股份（股权激励行权价为35.69元，现价35.02元）；并继续建议积极关注TCL集团。

数据点评

- **空调产销旺盛，库存处于低位，展望5月依然乐观：**产业在线口径4月空调销量1339万台、同比增长30%；其中内销665万台同比增速36.1%、出口674万台同比增速24.7%；4月库存依然不是压力而是瓶颈。近期我们跟踪空调配件企业5月份的生产状况，也感到需求依然非常旺盛；另外从去年的增长基数来看，2Q空调销量的增长基数压力的确依然不大；加上今年5月全国各地气温普遍高于去年，大部分地区过去一周平均气温比去年同期高2度以上，上海、杭州、南昌、济南等地都已确认今年提前入夏，气温较早升高有利于推动空调的销售，也给予我们空调内销将继续超预期的期望。
- **洗衣机和电视机4月单月产量增速环比上升、冰箱冰柜增速环比下降：**今年除了空调保持着高速增长以外，我们从行业数据和调研中都感到冰洗电视的城市需求逐渐开始反应出房地产调控政策的影响，行业里经过五一后的体会更具普遍性，不过对于基层劳动者收入普遍20-30%水平提升后对家电购买力的提升依然有期待，但由于洗衣机和电视机已经进入淡季，所以检验这一推动力的作用程度还需等到四季度；而冰箱已经在09、10年经历了两年爆发性增长基数庞大，所以也难有超预期增长。所幸黑电毛利率大幅提升，因此还能期待优秀黑电企业2Q继续大幅的利润增长。
- **家电下乡和以旧换新：**家电下乡零售额同比下降13%，但不需因此担心三四级市场消费增速。4.15-5.11期间，全国日均以旧换新销售额为4亿元/天，仍维持高位。
- **1Q统计局行业财务数据分析：**1-2月，空调行业的销售收入增长41%，但是毛利率下降2个点，财务费用同比增长211%，侵蚀约10%利润。影视设备制造业的销售收入增长乏力，但毛利率提高4个点。
- **原材料价格：**铜、铝、原油和钢材价格近期都有不同程度下跌，有助于2Q白电企业毛利率的环比提升。各尺寸液晶面板价格5月上小幅上涨0-3美元不等，预计下半年面板价格将温和上涨，相信企业可以应对。

行业点评

- **空调销量增长全年还有超预期可能：**空调今年的高速增长得益于气候极端化和消费升级带来的存量房中保有量的快速上升（详见我们10年10月月报），因而尽管空调城镇需求占比80%但并没有受到房地产调控政策的影响。4月内销增速环比上升属于超预期，由此看来我们对空调全年增速达到20%出头的判断（基于内销量15-20%增长、出口25-30%增长）还有超预期的可能性。

图表1：覆盖公司盈利预测及评级表

简称	评级	流通市值 (亿元)	EPS						20110519				
			2011E	11/10 YoY	2012E	12/11 YoY	2013E	13/12 YoY	收盘价	周涨跌幅	月涨跌幅	今年涨跌幅	11PE
沪深 300									3120.64	-0.2%	-5.4%	-0.2%	
美的电器	买入	587	1.29	39%	1.56	21%	1.88	21%	18.80	-0.3%	3.0%	8.1%	14.6
格力电器	买入	634	1.94	28%	2.34	20%	2.88	23%	22.80	-1.5%	3.7%	25.8%	11.7
华帝股份	买入	27	0.70	53%	0.91	29%	1.16	28%	12.19	4.6%	1.9%	-19.3%	17.4
青岛海尔	买入	366	2.04	34%	2.42	19%	2.85	18%	27.30	-0.3%	-3.6	-3.2%	13.4
海信电器	买入	121	1.30	35%	1.55	19%	1.82	17%	13.92	0.4%	-4.8%	20.5%	10.7
小天鹅A	买入	38	1.13	39%	1.49	32%	1.76	18%	17.42	-0.5%	-3.2%	-11.8%	15.5
三花股份	买入	24	1.48	40%	1.82	23%	2.22	22%	35.04	6.6%	9.8%	4.6%	23.7
苏 泊 尔	买入	103	0.92	31%	1.20	30%	1.55	29%	24.05	3.0%	5.6%	0.6%	26.1
禾盛新材	买入	13	0.89	43%	1.23	39%	1.75	42%	22.70	-0.4%	-1.7%	-36.5%	25.5
九阳股份	买入	26	1.10	27%	1.29	18%	1.52	18%	13.85	0.5%	-6.4%	-4.8%	12.6
万和电气	买入	13	1.22	31%	1.56	28%	1.89	21%	25.47	-0.8%	0.1%	-8.2%	20.9
老板电器	买入	11	0.70	33%	0.91	30%	1.17	30%	17.67	-4.2%	-5.3%	-23.5%	25.3
合肥三洋	买入	25	0.72	26%	0.96	35%	1.24	29%	12.79	4.2%	3.7%	3.7%	17.9
阳光照明	买入	61	0.63	29%	0.82	32%	1.07	30%	20.62	-5.9%	2.6%	-26.5%	33.0
常发股份	买入	8.1	0.77	33%	1.05	36%	1.41	35%	22.00	0.3%	-7.0%	-11.4%	28.6
海立美达	持有	7.4	1.16	34%	1.44	24%	1.72	20%	29.55	-0.1%	-7.5%	-24.9%	25.5
胜利精密	持有	5.3	0.36	4%	0.45	24%	0.54	20%	13.13	0.0%	-1.8%	-11.4%	36.3
康盛股份	持有	6.9	0.68	28%	0.86	26%	1.06	23%	19.13	-2.4%	0.8%	-13.1%	28.1
毅昌股份	持有	7.2	0.43	10%	0.55	28%	0.69	25%	11.45	-2.5%	-2.0%	-13.8%	26.4
爱 仕 达	持有	14	0.39	50%	0.49	25%	0.63	30%	15.13	-1.2%	0.5%	-9.2%	38.8
深康佳A	持有	31	0.00	-106%	0.09	-2419%	0.18	92%	5.12	7.6%	7.3%	7.6%	-1280.0
圣 莱 达	减持	5.8	0.49	20%	0.58	17%	0.66	15%	29.00	9.6%	9.9%	-8.3%	58.9

说明：1、格力、三洋、禾盛、阳光已出增发预案；EPS 仍按增发前股本算。2、华帝股份 2010 年 EPS0.46 元是经常性业绩，含非经常性的预期为 0.55 元。

来源：国金证券研究所

内容目录

空调产销旺盛，库存处于低位，展望 5 月依然乐观	3
空调 4 月统计局口径产量增长 33%；产业在线口径销量增长 36%	3
多地提前入夏，展望 5 月空调产销依然旺盛	3
其他家电：洗衣机、电视 4 月单月产量增速环比上升	6
五一彩电城市零售量尽管下降，3D 和 LED 增长超预期	7
家电下乡：4 月下降勿担忧	8
家电以旧换新：日均销售额维持高位	9
一季度空调行业利润平稳增长，影视设备行业利润下滑	10
投资建议	12

空调产销旺盛，库存处于低位，展望 5 月依然乐观

空调 4 月统计局口径产量增长 33%；产业在线口径销量增长 36%

- 根据产业在线 5 月 19 日披露的 4 月空调产销数据（图表 2）：
 - 4 月份空调销量 1339 万台、同比增长 30%，创下历史新高（历史上单月最高销量不到 1100 万台）；其中，内销 665 万台同比增速 36.1%、出口 674 万台同比增速 24.7%。
 - 1-4 月累计产量 4229 万台、同比增长 32.3%；累计销量 4309 万台，同比增长 36.2%；其中，累计内销量 1990 万台同比增长 31.3%，累计出口 2320 万台累计增长 40.8%。
 - 4 月库存/4 月销量为 0.8，4 月库存/当月内销为 1.8，均处于历史低位，表明库存压力依然很小（图表 4），这与我们的上市公司跟踪情况吻合。
- 统计局产量数据 5 月 11 日已公布，空调 4 月产量同样靓丽（图表 5），当时我们在点评中就认为从上市公司跟踪判断 4 月内销增速还有比一季度上升的可能性，本次果然被产业在线数据所验证。这说明内销超预期，说明我们对空调全年增速达到 20%出头的判断还有超预期的可能性。

多地提前入夏，展望 5 月空调产销依然旺盛

- 近期我们跟踪空调配件企业 5 月份的生产状况，也感到需求依然非常旺盛。另外从去年的增长基数来看，2Q 空调销量的增长基数压力的确依然不大（图表 3，以 2010 年销量较历史同期最高销量的增幅为指标）
- 今年 5 月初，全国各地气温普遍高于去年，大部分地区过去一周平均气温比去年同期高 2 度以上（图表 6），上海、杭州、南昌、济南等地都已确认今年提前入夏。气温较早升高有利于推动空调的销售，也给予我们空调内销将继续超预期的期望。

图表2：分上市公司按累计销量排序的空调产销数据

企业	月份	产量(万台)			销量(万台)			内销(万台)			出口(万台)			库存(万台)		
		2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比
总量	1月	1013	665	52%	950	589	61%	410	288	43%	540	302	79%	1145	852	34%
	2月	74	548	35%	744	539	38%	301	232	29%	444	307	45%	1144	861	33%
	3月	1237	958	29%	1273	1006	27%	612	507	21%	661	499	33%	1105	813	36%
	4月	1232	1025	20%	339	1029	30%	665	488	36%	674	540	25%	1037	809	28%
	小计	4223	3195	32%	4306	3163	36%	1987	1515	31%	2319	1648	41%			
格力	1月	300	172	74%	280	170	65%	150	117	28%	130	53	145%	312	262	19%
	2月	210	141	49%	210	138	52%	100	86	16%	110	52	112%	312	265	18%
	3月	50	232	51%	355	236	50%	175	153	14%	180	83	117%	307	261	18%
	4月	350	233	50%	400	235	70%	260	155	68%	140	80	75%	262	259	1%
	小计	1210	778	56%	1245	779	60%	685	511	34%	560	268	109%			
	累计份额	29%	24%		28.9%	25%		34%	34%		24%	16%		25%	32%	
美的	1月	310	19	83%	275	156	76%	115	82	40%	160	74	116%	373	269	39%
	2月	225	138	63%	225	148	52%	95	68	40%	130	80	63%	33	259	44%
	3月	340	246	38%	345	263	31%	160	133	20%	185	130	42%	368	242	52%
	4月	350	250	40%	390	270	44%	170	135	26%	220	135	63%	333	222	50%
	小计	1225	03	53%	1235	837	48%	540	418	29%	695	419	66%			
	累计份额	29%	25%		28.7%	26%		27%	28%		30%	25%		32	2	%
海尔	1月	60	45	33%	55	48	15%	25	20	25%	30	28	7%	34	30	14%
	2月	45	43	5%	51	40	28%	20	20	1%	31	20	55%	28	33	-15%
	3月	86	77	12%	92	79	16%	55	46	20%	37	33	12%	22	31	-29%
	4月	85	78	9%	95	81	17%	55	50	10%	40	31	29%	18	28	-36%
	小计	276	243	14%	293	248	18%	155	136	14%	138	112	23%			
	累计份额	7%	8%		6.8%	8%		8%	9%		6%	7%		2%	3%	
志高	1月	45	37	22%	45	29	55%	25	15	67%	20	14	43%	35	19	79%
	2月	28	27	4%	30	25	22%	14	10	44%	16	15	7%	33	22	51%
	3月	70	50	40%	74	64	16%	36	36	0%	38	28	36%	29	8	273%
	4月	58	63	-	65	62	5%	30	25	20%	35	37	-5%	26	9	196%
	小计	201	177	14%	214	180	19%	105	86	23%	109	94	16%			
	累计份额	5%	6%		5.0%	6%		5%	6%		5%	6%		2%	1%	
海信+科龙	1月	38	26	48%	35	22	60%	15	9	70%	20	13	53%	61	24	155%
	2月	28	22	29%	27	18	51%	12	5	122%	15	12	20%	62	8	122%
	3月	49	38	29%	49	41	20%	30	20	52%	19	21	-11%	62	25	149%
	4月	47	51	-8%	50	39	28%	32	23	39%	18	16	11%	59	37	61%
	小计	162	136	19%	161	120	34%	89	57	56%	72	63	14%			
	累计份额	4%	4%		3.7%	4%		4%	4%		3%	4%		6%	5%	

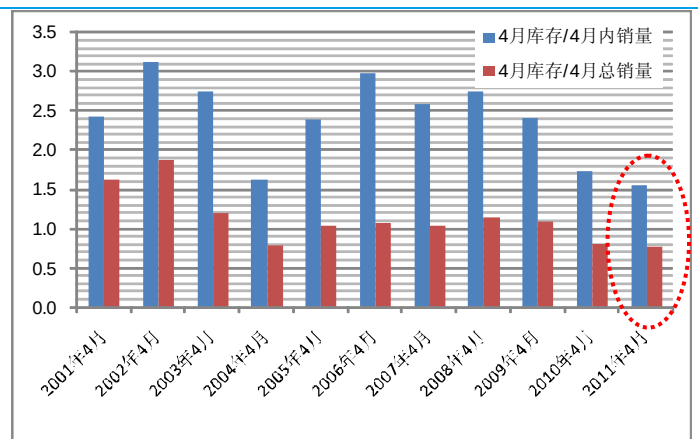
来源：产业在线，国金证券研究所

图表3: 2Q 空调销量的增长基数压力依然不大

	2010年当月内销量/历史最高当月内销量	2010年当月内销量/历史最高当月内销量
1-2月	29%	-12%
3月	23%	-11%
4月	15%	-4%
5月	14%	11%
6月	-5%	28%
7月	6%	3%
8月	65%	54%
9月	32%	51%
10月	44%	65%
11月	43%	48%
12月	43%	50%

来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表4: 库存处于历史低位

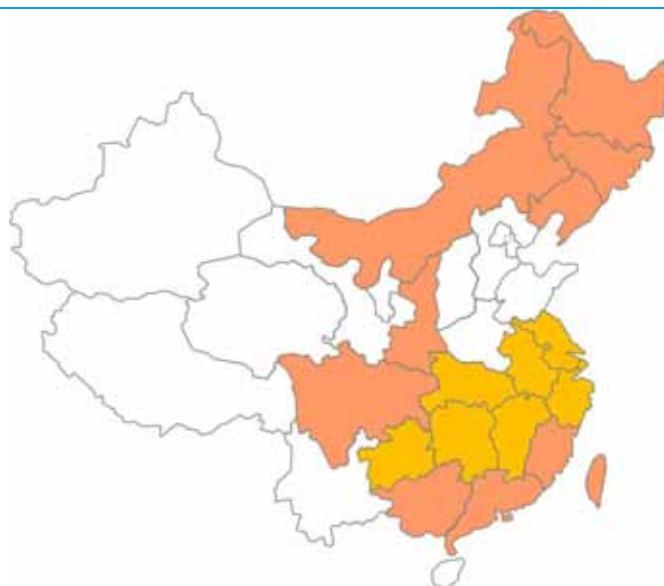


图表5: 空调产量继续靓丽, 洗衣机电视机产量增速环比上升

红色为新数据 (万台)		房间空气调节器	家用电冰箱+冷柜	家用洗衣机	彩色电视机	其中	家用电冰箱	冰柜
1月		1174	715	565	910		58	129
2月		899	624	407	587		466	158
3月		1463	906	568	779		739	167
4月		1761	1037	590	906		853	183
1-4月累计 (根据披露的累计值。尽管与我们把1-4月单月产量相加之和有偏差, 尤其是冰柜和冰箱的偏差较大, 但合计以后正好基本抵消, 偏差+12)		5297	3294	2131	3188		2697	597
按统计局本次披露的同比增长	1月 YOY	58%	22%	9%	-14%		25%	10%
	2月 YOY	51%	4%	3%	-9%		4%	60%
	3月 YOY	41%	18%	22%	3%		25%	-3.70%
	4月 YoY	33%	8%	32%	5.7%		11%	-2.1%
	1-4月累计 YoY	4%	15%	17%	3.8%		18%	3.5%
按统计局历史数据计算而得的同比增长	1月 YOY	49%	17%	4%	-18%		17%	18%
	2月 YOY	37%	10%	1%	-15%		-2%	72%
	3月 YOY	41%	15%	15%	-2%		19%	-1%
	4月 YoY	46%	7%	6%	-1%		8%	0%
	1-4月累计 YOY	44%	12%	12%	-9%		13%	8%

来源: 华通人, 国金证券研究所

图表6：全国大部分地区气温升高有利于空调销售



注：其中黄色表示当地过去一周平均气温比去年同期高 5 度以上，红色表示当地过去一周平均气温比去年同期高 2 度以上、5 度以下

来源：Bloomberg，国金证券研究所

其他家电：洗衣机、电视 4 月单月产量增速环比上升

- 统计局 4 月洗衣机和彩电的产量增速也实现环比上升（前文图表 5），电视机 1-4 月尽管累计产量尚未实现正增长，但由于价格不降成本下降、产品结构向上的原因，盈利能力大幅提升。从创维和 TCL 集团披露的 4 月销量数据来看，总销量增长不明显主要是由于 CRT 电视内销和出口都出现下降所致，平板电视销量的增速较高。

图表7：从 TCL 和创维来看，CRT 内外销均下降导致电视机销量增长不明显

项目（千台）		10 年 4 月	11 年 4 月	同比 YoY	10 年 1-4 月	11 年 1-4 月	累计 YoY
TCL 集团	LCD 电视	561	789	41%	2483	2717	9%
	其中：LED 液晶电视		301			900	
	CRT 电视	454	423	-7%	2064	1586	-23%
	合计	1016	1212	19%	4547	4303	-5%
创维数码	中国市场合计	510	548	7%	2159	2028	-6%
	平板电视	456	546	20%	1935	2009	4%
	—LED 液晶电视	39	212	441%	99	666	574%
	—3D LED 液晶电视		16				
	—其他 LED 液晶电视		196				
	—其他平板电视机	417	334	-20%	1836	1343	-27%
	—3D CCFL 液晶电视		35				
	—其他平板电视		299				
	CRT 电视机	54	2	-97%	224	19	-91%
	海外市场合计	182	200	10%	715	634	-11%
	平板电视	29	61	112%	104	243	133%
	—LED 液晶电视		49			125	
	—其他平板电视机		11		104	118	13%
	CRT 电视机	153	139	-9%	610	391	-36%
	电视机销售总量	692	748	8%	2874	2662	-7%

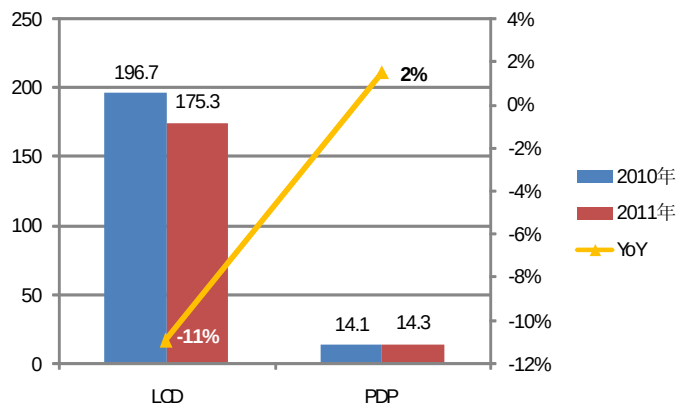
来源：公司公告，国金证券研究所

- 今年除了空调保持着高速增长以外，我们从行业数据和调研中都感到冰洗电视的城市需求逐渐开始反应出房地产调控政策的影响，行业里经过五一后的体会更具普遍性，不过对于基层劳动者收入普遍 20-30%水平提升后对家电购买力的提升依然有期待，但由于洗衣机和电视机已经进入淡季，所以检验这一推动力的作用程度还需等到四季度；而冰箱已经在 09、10 年经历了两年爆发性增长基数庞大，所以也难有超预期增长。所幸黑电毛利率大幅提升，因此还能期待优秀黑电企业 2Q 继续大幅的利润增长。

五一彩电城市零售量尽管下降，3D 和 LED 增长超预期

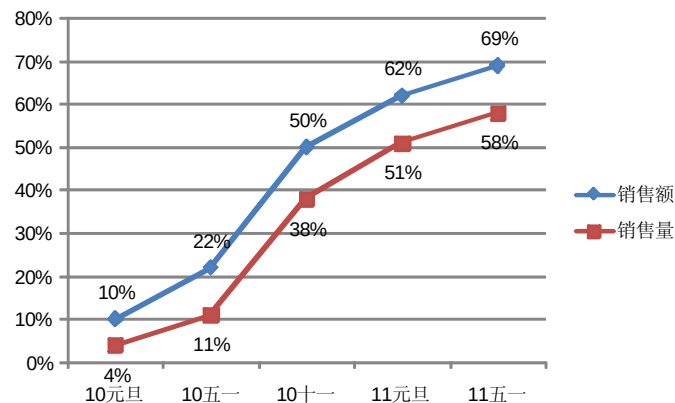
- 根据奥维咨询数据，五一周（4.25-5.1）期间，液晶电视销量同比下降 11%，等离子彩电销量同比微幅上升 2%。LED 液晶在城市市场的渗透率继续上升，销售额份额达 69%，销售量份额达 58%。3D 电视的渗透率快速提高，零售量份额从元旦期间不足 3%攀升至 10.8%，其中 3D 液晶为 9.5%，3D 等离子为 1.3%。
- 价格方面，五一期间售价比元旦有不同程度下降，其中大尺寸降价幅度超过小尺寸，外资品牌降价幅度超过内资品牌。

图表8：五一周LCD 电视销量下滑（单位：万台）

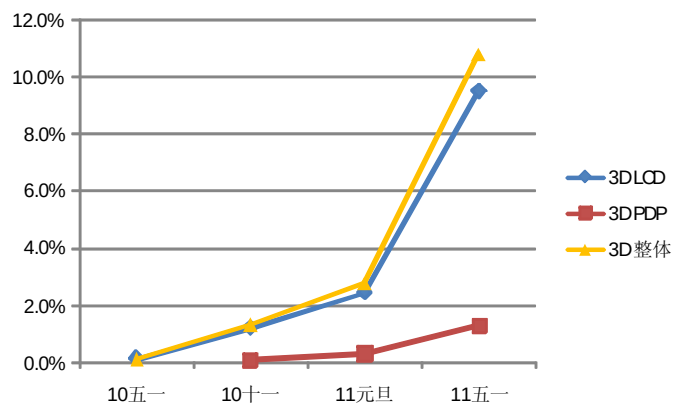


来源：奥维咨询，国金证券研究所

图表9：LED 的城市渗透率继续提高

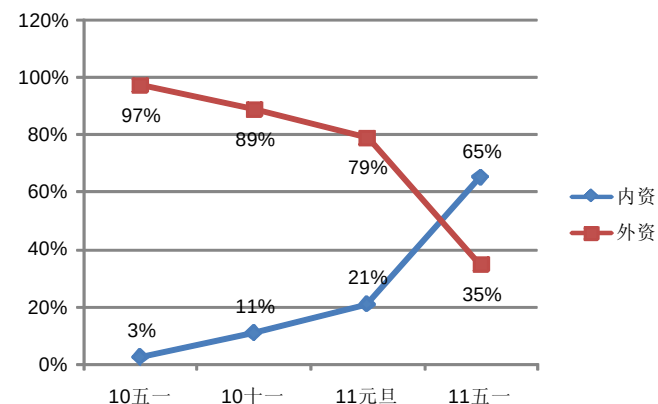


图表10：3D 的城市渗透率快速攀升

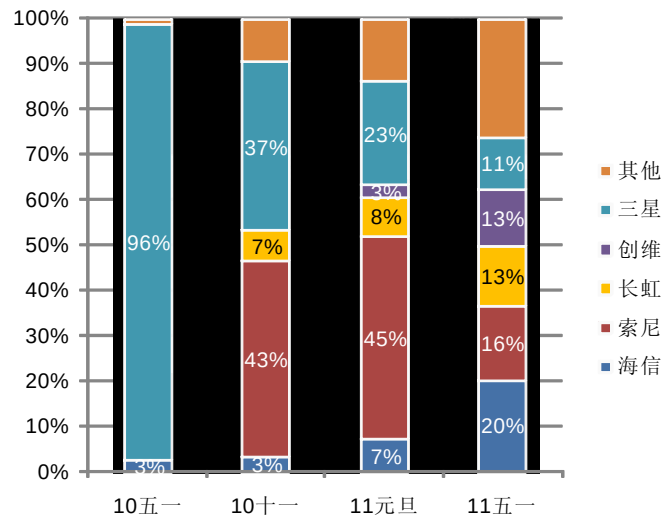


来源：奥维咨询，国金证券研究所

图表11：3D 市场内资品牌销量份额超过外资品牌



图表12: 3D 市场上海信的零售量份额已达最高



来源：奥维咨询，国金证券研究所

- 整体液晶市场，外资品牌份额从元旦的 40%回升到 46%，主要由于外资品牌的降价幅度更大的原因。LED 市场，外资品牌的份额也有提高，从 24%升到 36%。3D 市场上，内资品牌份额超过外资品牌，达到 65%，品牌格局也从三星独占 96%销量变为百花齐放，海信、索尼、长虹、创维、三星为前五强，分别为 20%、16%、13%、13%和 11%，合计份额 74%。

家电下乡：4 月下降勿担忧

- 4 月家电下乡销售量额均同比下降、绝对额环比 3 月的 345 亿也大幅下降，是家电下乡换标和监管加强的影响，不用因此担心三四级市场的消费增速。我们预计 5 月家电下乡销售量额会环比上升，同比也会正增长，当然同比增长的幅度不会再出现 1-3 月那样翻番式的增长，估计增速会在 30%-50%的水平，回归正常。另外，在监管加强后，补贴发放流程将回归繁琐，企业会加大推广非家电下乡产品的力度，因此家电下乡占农村市场消费的比重会下降，在此之前比重曾经上升到 80-90%，而在此之后我们估计会逐渐下降。因此今后家电下乡数据对于三四级市场消费的代表性会较之前减小。（详见 5 月 9 日报告《家电下乡 4 月下降勿担忧；空调近期销售旺盛》）

图表13：家电下乡销售额环比同比均下降

全国家电下乡销售额 (亿元)	2009 年	2010 年	2010 月度 YO	2010 累计 YOY	2011 年	2011 月度 YOY	2011 累计 YOY
1 月	5	114	2 72%	2272%	254	123%	123%
2 月	8	79	856%	1376%	209	164%	140%
3 月	22	124	454%	794%	345	178%	155%
4 月	28	100	260	559%	87	-13%	115%
5 月	39	126	219%	429%			
6 月	55	135	46%	330%			
7 月	88	160	82%	241%			
8 月	76	171	125%	214%			
9 月	62	116	87%	193%			
10 月	75	166	121%	182%			
11 月	73	183	150%	177%			
12 月	112	229	105%	165%			
合计	643	1,732	169%	165%			

来源：国金证券研究所

图表14：冰箱彩电增长良好

家电下乡销售额（亿元）	冰箱	彩电
2010 年 1-4 月	122	45
2011 年 1-4 月	547.7	
YOY	105%	

来源：国金证券研究所

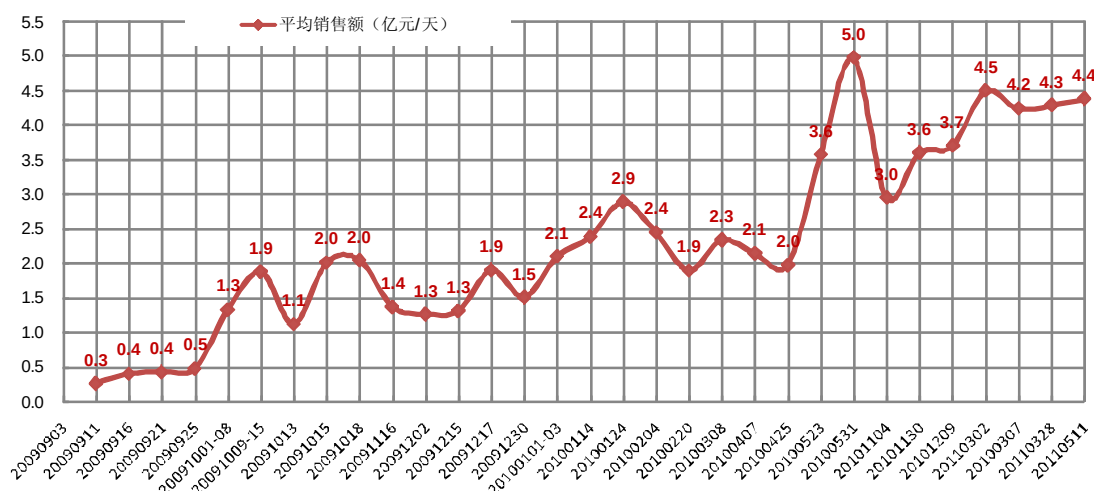
图表15：河南山东合计销售额占全国 1/4

家电下乡销售额（亿元）	河南	山东
2010 年 1-4 月	54.4	42.3
2011 年 1-4 月	225.9	
YOY	134%	

家电以旧换新：日均销售额维持高位

- 截止今年 5 月 11 日，全国家电以旧换新累计拉动家电消费 1803.8 亿元，销售新家电 4805 万台，回收旧家电 4994 万台。今年前 4 个月，全国家电以旧换新销售新家电 1432 万台，销售额 539 亿元，回收旧家电 1473 万台。以旧换新日均销售额略有下滑，但仍维持高位。

图表16：以旧换新日均销售额维持较高水平（单位：亿元/天）



来源：国金证券研究所

一季度空调行业利润平稳增长，影视设备行业利润下滑

- 今年统计局的行业财务数据进行了两项调整，一是统计对象由原来的收入500万元以上企业调整为2000万元以上企业，图表17中的增速已经经过调整；二是公布数据的月份由原来的2、5、8、11月调整为3、6、9、12月。
- 从销售收入看，除影视设备外，各行业的销售增速都比较高，特别是燃气、太阳能及类似能源的器具制造业（燃气灶属于此类）和空调行业的收入增速高达55%和41%。影视设备行业的收入增长比较乏力，仅为8%。
- 毛利率方面，影视设备行业的毛利率提高了4个百分点，空调则下降了2个百分点。空调行业的财务费用增长迅速，侵蚀了约10%的利润。利润总额增长方面，空调增长平稳，影视设备行业则出现下滑。

图表17：1Q11 空调行业利润平稳增长，影视设备行业利润下滑

行业	销售收入	销售收入YoY	毛利率	毛利率同比增减	财务费用	财务费用YoY	利润总额	利润总额YoY
3951-家用制冷电器具制造	55,330	24%	15.1%	0%	235	-1%	1,741	-2%
3952-家用空气调节器制造	78,077	41%	13.3%	-2%	480	211%	3,862	16%
3953-家用通风机具制造	8,924	36%	14.4%	-2%	4	27%	297	80%
3954-家用厨房电器具制造	31,579	24%	11.9%	0%	239	61%	473	-17%
3955-家用清洁卫生电器具制造	20,563	28%	14.8%	-1%	92	41%	1,091	20%
3961-燃气、太阳能及类似能源的器具制造业	21,936	55%	17.2%	-2%	113	-8%	1,786	94%
3971-电光源制造	17,648	18%	16.0%	1%	105	22%	1,200	19%
3972-照明灯具制造	25,563	25%	15.0%	0%	223	43%	1,009	3%
4071-家用影视设备制造	76,249	8%	13.9%	4%	250	-32%	1,422	-14%

单位：百万元

注：毛利率同比增减是指增减的百分点数

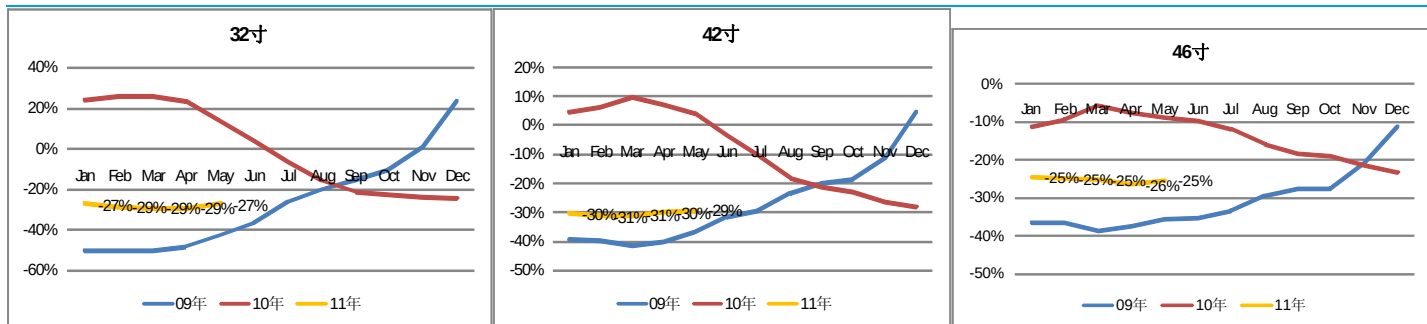
来源：华通人，国金证券研究所

原材料价格：液晶面板价格小幅上升，大宗商品价格均有下降

2009 年 3 月-8 月，32 寸和 42 寸面板价格在 5 个月内上涨 50 美元，涨幅分别达 30%和 16%。

- 5 月上液晶面板价格环比小幅上升，各尺寸面板价格上升 0-3 美元不等；但从同比来看，主流尺寸 32、42、46 寸面板的降幅依然在 25-30%的区间（图表 18），该降幅远大于终端价格的降幅，因此 2Q 电视机企业的毛利率预计能够保持 1Q 的高位水平。DisplaySearch 预计下半年面板价格可能上升 6-10 美元，涨幅约 3-5%。和历史数据相比，该涨幅较为温和，相信企业可以应对。

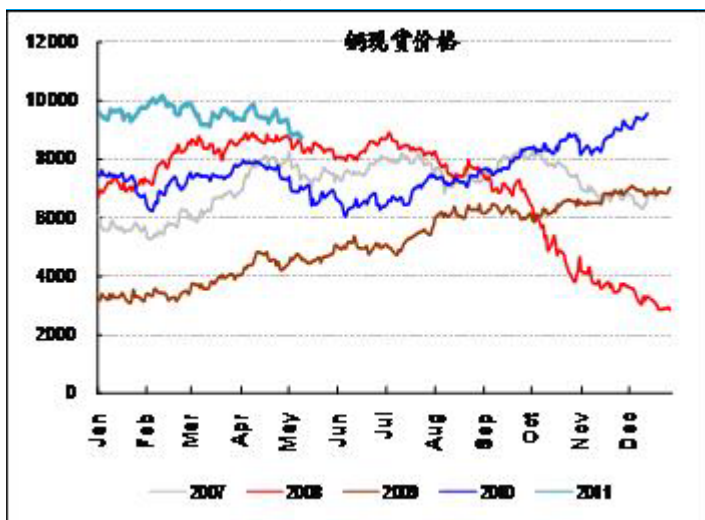
图表18：主流尺寸 32、42、46 寸面板的降幅依然在 25-30%的区间



来源：国金证券研究所

- 铜、铝、原油和钢材价格近期都有不同程度下跌，有助于 2Q 白电企业毛利率的环比提升。

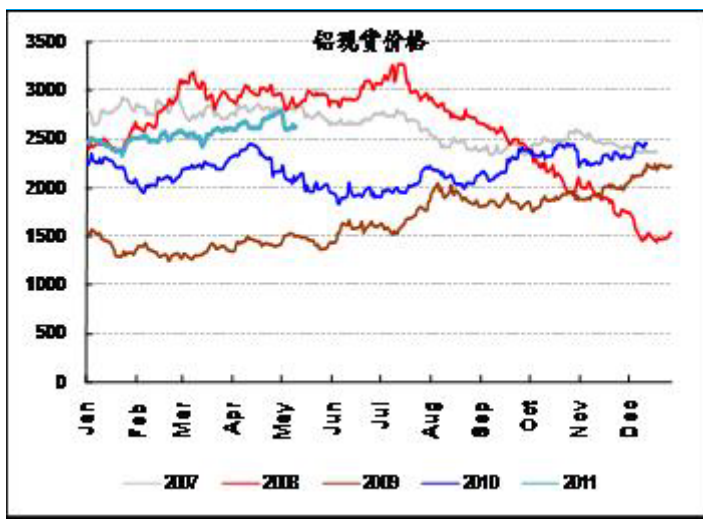
图表19：铜价近期显著下跌



单位：美元/吨

来源：国金证券研究所

图表20：铝价创新高后有所回调



单位：美元/吨

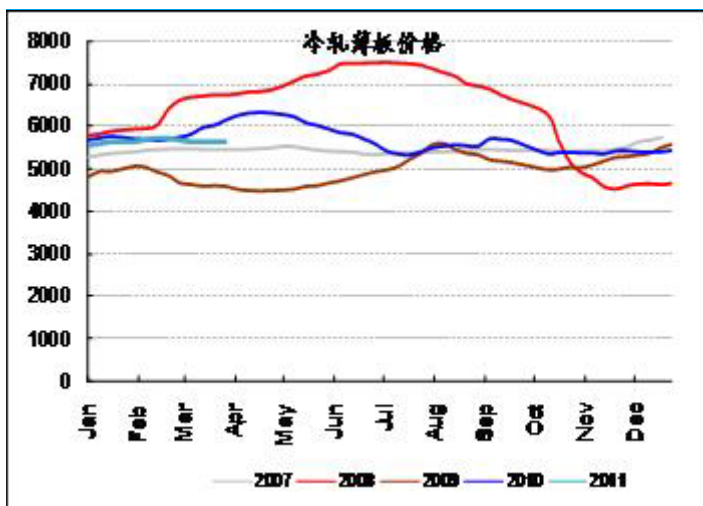
图表21：原油价格近期显著下跌



单位：美元/桶

来源：国金证券研究所

图表22：钢材价格稳中有降



单位：元/吨

投资建议

- **维持 5 月 6 日《家电年报一季报总结及 5 月组合建议》中的 5 月行业观点：**家电板块目前估值安全边际很高，向下风险不大，全年还将震荡向上（个股空间可达 30-50%）；不过 5 月部分投资者担心的不确定性依然存在（空调节能补贴 5 月底退出），因此 5 月家电板块我们认为如大盘下跌则具备防御性（目前已得到印证），如大盘上涨则进攻性欠缺。
- **5 月的推荐组合不变：**格力、美的、海尔、华帝、海信；另外追求全年绝对收益的投资者还布局有安全边际的个股苏泊尔（SEB 增持价格 30 元，现价 24.05 元），三花股份（股权激励行权价为 35.69 元，现价 35.02 元）；并继续建议积极关注 TCL 集团。
- **格力：**公司专业化的发展道路还有很大空间，未来五年复合增速 15-18% 完全可期；股东大会上以及我们近期对其供应商的调研也感到 5 月销售依然旺盛，铜价下跌对公司毛利率是正面影响。3-6 个月合理价位 29 元，对应 15 倍 PE。
- **美的：**尽管 1Q 利润增速低于预期，但净利率预期逐季转好，全年利润增长 30-40% 的预期不变。小家电回归成为新的期待。年内目标价 1.29X20 倍 PE，即 25.8 元。
- **华帝：**上半年预期利润增速 40% 水平。公司目前估值 17X11PE，比老板电器和万和电气都低。公司在股东要求、同行上市的压力、管理层激励需要下，在收入达成考核目标下期间费用可控规模效应明显，改善利润率水平的动力和能力兼备。因此我们认为公司合理价格为 30X11PE/20X12PE，即 18.2-21.0 元，12 个月目标价维持 21 元不变，当前价格极具安全边际，维持买入建议。短期关注管理层考核现金激励方案的推出。
- **海尔：**2Q 收入增速还有望环比上升，5、6 月关注上游装备部品等资产注入的兑现。已披露年报 10 转增 10；短、中期投资均是好标的。2010 年收入 606 亿的综合白电龙头，目前市值 375 亿，P/S=0.62，与美的 P/S=0.83 之间的差距是向上的空间；而向上的动力来自于①创新能力（产品创新、商业模式创新），市场份额稳定；②净利率持续提升，源于公司定价能力强、流程再造效果持续体现、加上集团、管理层、资本市场、消费者四方利益一致；③今年 1 月已披露海尔集团家电产业以 A 股为

平台整体上市的规划，因此资产注入还将增厚业绩。12 个月目标 40 元，对应 20X11PE。

- **海信：**未来 2-3 年电视需求将保持 15%左右的量增，产业链布局和竞争格局均向有利于本土电视机企业的方向发展，且本土企业间的强弱差距将拉开，因此这一阶段黑电龙头的估值起码可以与大白电相同（动态 15-18 倍）。海信电器的竞争力在本土企业数一数二，LED 电视模组自制对盈利能力提升贡献显著，2010 年净利率已提升至 4%。但目前市场预期依然悲观（我们预计今年净利润增速 35%，市场多为 20%），因此预期差将带来 EPS 和 PE 双升的空间。年内目标价 21.7 元，对应 14X12PE。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室