

胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

寻找保障房拉动下的电器投资机会

—2011 年下半年家电行业年度策略报告

行业策略

同步大市（下调）

发布日期: 2011 年 5 月 31 日

盈利预测和投资评级

公司	10EPS	11EPS	10PE	评级
格力电器	1.52	1.95	11.69	买入
青岛海尔	1.52	1.78	15.33	买入
美的电器	1.00	1.33	14.14	买入
海信电器	0.98	1.18	11.80	增持
TCL 集团	0.10	0.19	34.42	增持
九阳股份	0.78	0.88	15.85	买入

家用电器行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

2011 年下半年, 在“家电下乡”“家电以旧换新”等刺激政策退出预期下, 板块估值难有大幅提高, 主要大家电产品 (包括白电与家用视听电器板块) 需求增速也已出现放缓征兆, 大家电板块难有趋势性投资机会。相对于受政策退出影响较大的大家电产品, 厨房小家电未来有望受益于保障房集中交付拉动的需求大幅增长, 或有望迎来一轮高增长。

投资要点:

- 2011 年下半年, 白电行业营业收入增速将回归常态, 毛利率较 2010 年也略有下降, 全行业盈利增速不容乐观。“以旧换新”政策与“家电下乡”政策退出预期下, 行业估值也难以大幅提升, 下半年白色家电行业难言趋势性机会。
- 2011 年下半年, 在内需增长乏力、面板价格存在上涨预期背景下, 家用视听电器板块难言趋势性机会。而改善产品结构, 提高 LED 等高端产品在液晶电视中的占比将是家用视听电器上市公司提升毛利率的关键。
- 相对于受需求刺激政策退出困扰的白色家电与家用视听电器, 前期未受益于全国性需求刺激政策的小家电公司有望受益于保障房集中交付。同时, 居住环境改善、独用厨房比例上升, 也使厨房小家电在中低收入消费者中普及成为可能, 预计厨房家电有望受益于 2012 年-2014 年保障房集中交付所带来的电器需求增长。
- 2011 年下半年在诸多利好政策退出预期下, 整个家电板块难言趋势性机会, 下调板块估值至“同步大市”。建议关注下列三条投资主线: 1、关注受益于保障房集中交付且估值具有优势的小家电企业; 2、低估值背景下关注具有长期增长潜力白电龙头 3、关注产品结构良好并具有较强的研发能力的家用视听电器龙头。
- 风险提示: (1) 政策退出, 需求增速放缓超出预期; (2) 保障房交付量低于预期。

1、 大家电需求增速回归平稳

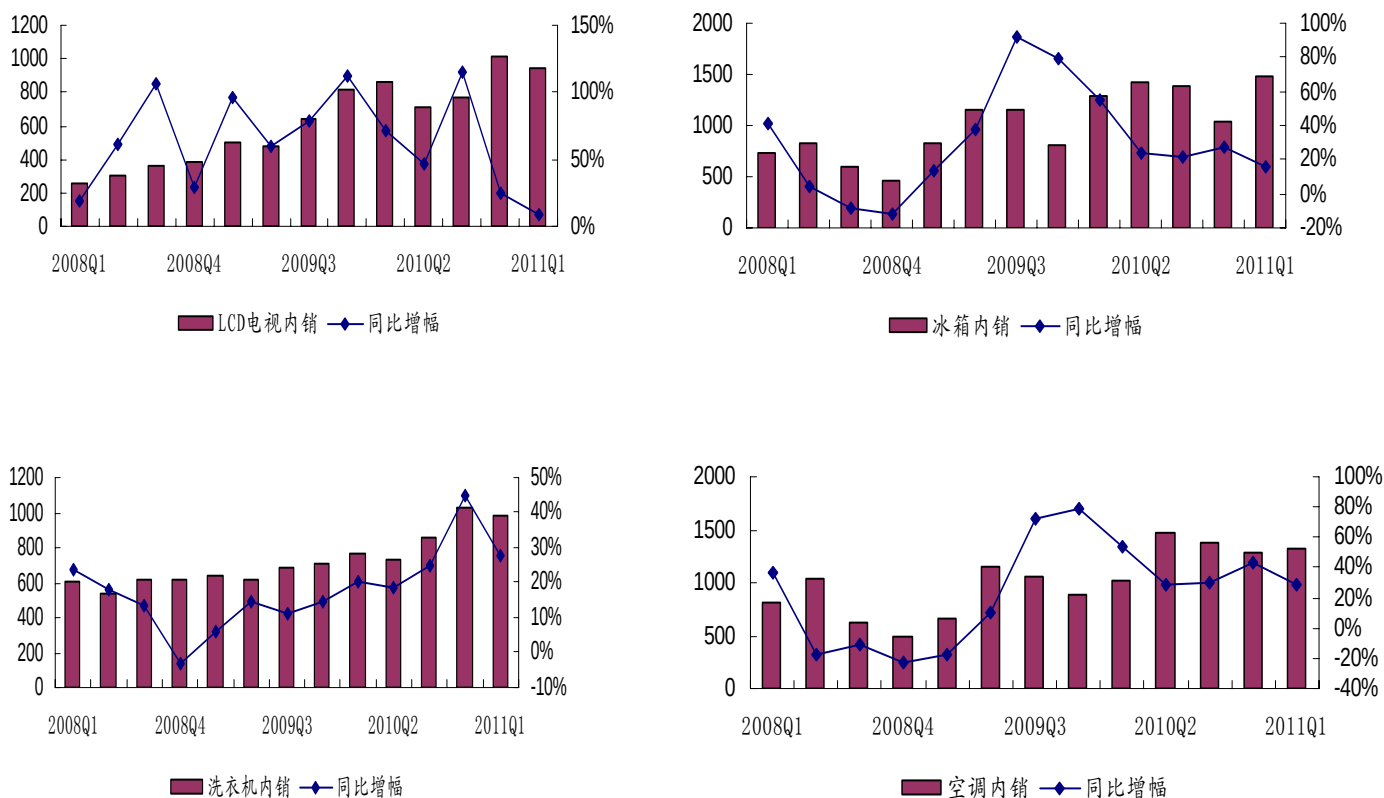
1.1 内销增速回归平稳

2008年年底至今，大家电产品在“家电下乡”、“家电以旧换新”以及“空调节能补贴”政策推动下，内销连续二年出现爆发式增长。数据显示2010年“家电下乡”零售量与零售额同比增幅均超过100%。产业在线数据也显示2010年，除洗衣机出货增速为27%外，冰箱、空调与LCD、LED电视增幅均超过30%。

但随着“家电下乡”销量基数提高与房地产调控政策效应逐步显现，2011年一季度，主要大家电内销增速明显呈现回归平稳态势。产业在线数据（图1）显示，一季度主要大家电内销出货已出现下滑迹象。

中怡康数据显示一季度除空调零售量增速降至12%外，冰箱、洗衣机的零售增速已下滑至4%与8%，中怡康数据显示城市更新需求增速下滑已是不争的实施。尽管一季度“家电下乡”依旧火爆，但从全年度看，需求增速将回归平稳。

图1：主要大家电季度出货变动趋势



资料来源：中原证券、产业在线

资料来源：中原证券、产业在线

1.2 政策退出加大需求波动

2008年年底以来,受益众多利好政策,大家电行业经历了一轮高速增长期。2011年5月底,一系列利好政策将逐步退出。首先是今年5月31日到期的空调节能补贴政策,其补贴力度(见表1)约占高效节能空调销售价格的3%-8%,该政策退出将增强高效节能空调价格上调预期;2011年11月底,先行试点的山东、河南和四川三省“家电下乡”政策将到期终止,此三省“家电下乡”零售量约占到全国总量的30%左右,政策退出必将在短期内对此三省农村市场零售量造成负面影响。2011年年底,利好城市更新需求的大家电“以旧换新”政策到期终止的可能性极大,这也将对城市更新需求带来一定的负面影响。

政策集中退出除对短期需求有一定负面影响外还将加大月度销量波动。受政策退出影响,部分消费需求将会被提前,出现政策截止前集中消费与截止期后需求冷淡的情况,预计2011年市场需求月度波动将明显增大。政策退出预期也是当前抑制板块估值最要因素。

表1: 2010年调整后的空调节能补贴标准

额定制冷量(W)	财政补贴标准(元/台(套))	
	能效等级1级	能效等级2级
额定制冷量≤4500	200	150
4500<额定制冷量≤7500	250	200

资料来源: 国家发改委网站

文件链接: <http://www.sdpc.gov.cn/zcfb/zcfbqt/2010qt/t20100511-346219.htm>

表2: 三试点省份家电下乡销量全国占比

单位: 万台

	山东	河南	四川	三省总计	全国	三省占比
家电下乡销量	761	996	494	2251	7718	29.17%
家电下乡销售额	178	220	110	508	1732	29.33%

资料来源: 中原证券、国家商务部、省商务厅

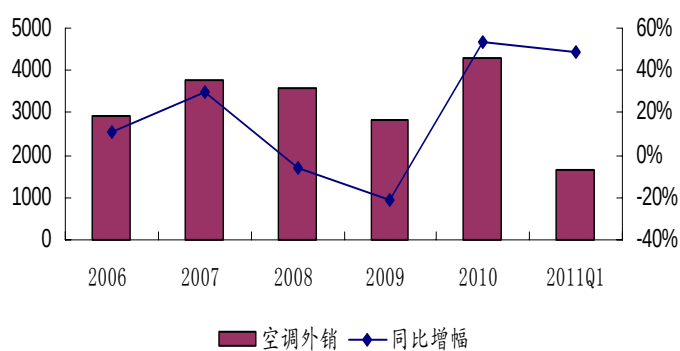
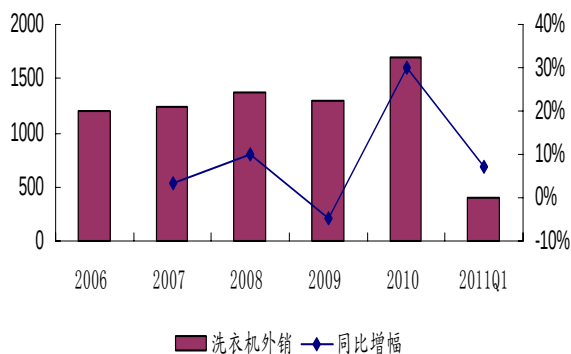
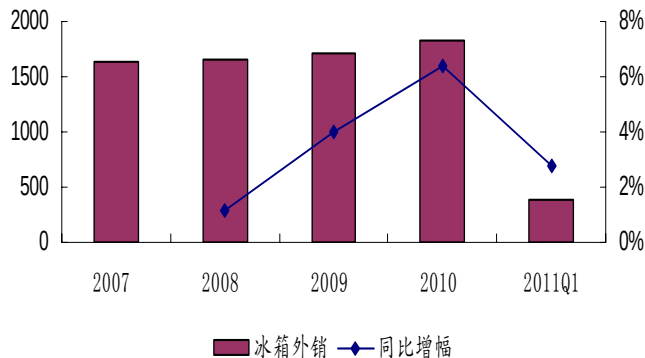
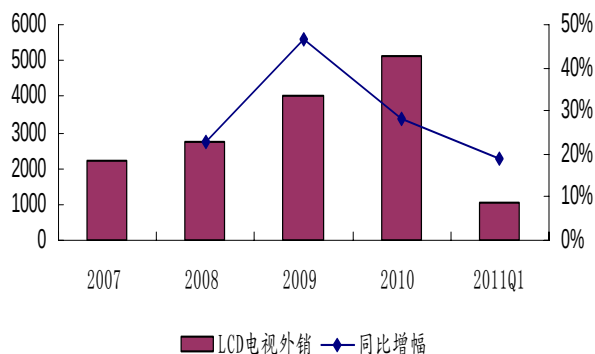
1.3 欧美加库存周期结束或致出口增速放缓

2010年,大家电出口强劲增长,主要大家电产品出口量均已超过金融危机前的2007-2008年水平,对新兴市场出口强劲增长和欧美补库存需求是推动2010年大家电出口增长的主要动力。

当前欧美市场虽然零售量尚未恢复至金融危机前水平,但已明显呈现出复苏迹象,更为重要的是随着零售复苏,电子产品批发零售商信心快速恢复,库存/销售比已恢复至危机前水平。欧美国家补库存需求是拉动我国家电出口的重要因素,随着欧美国家库存/销售恢复到金融危机前水平,本轮补库存周期已接近尾声。未来数月除了空调产品由于季节性因素,补库存周期结束稍晚外,主要大家电产品出口增速或将下滑。

图2: 主要大家电出口量变动情况

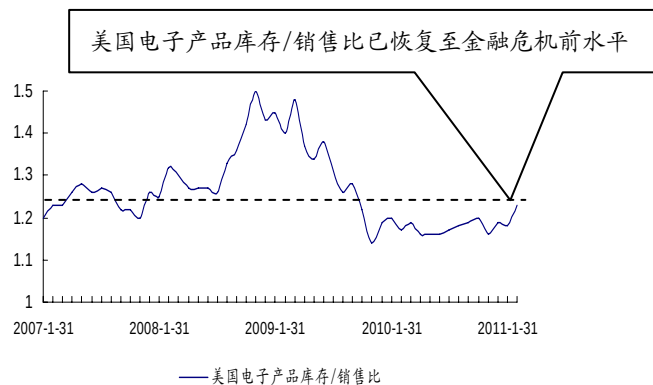
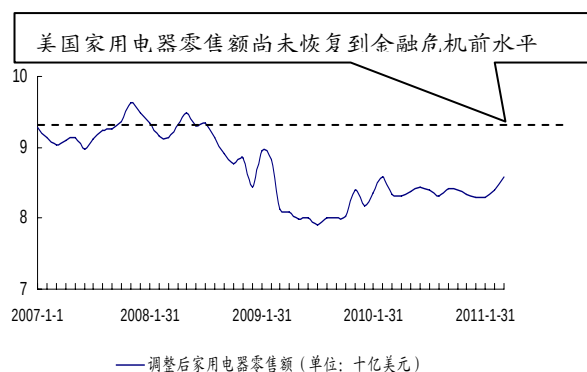
单位: 万台



资料来源: 产业在线、中原证券

资料来源: 产业在线、中原证券

图3: 美国家用电器零售额与批发商库存/销售比波动情况



资料来源: 中原证券、BLOOMBERG

资料来源: 中原证券、BLOOMBERG

2、 白电：毛利率下滑，一季度或为全年低点

2.1 白电：主要生产要素价格上涨推高生产成本

相对于2010年，2011年主要白电产品的生产成本上涨明显。2010年下半年以来，主要大宗原材料价格一路上涨，对空调、冰箱成本极为敏感的铜价已接近金融危机前的高点；制冷剂、压缩机价格也已创出历史新高；2011年通货膨胀与用工荒导致一线生产工人平均工资上涨10%左右；提前到来的电荒预示下半年电价极有可能上调，主要生产要素价格上涨直接推高白电产品的生产成本。

图4：铜期货价格变动趋势

单位：元

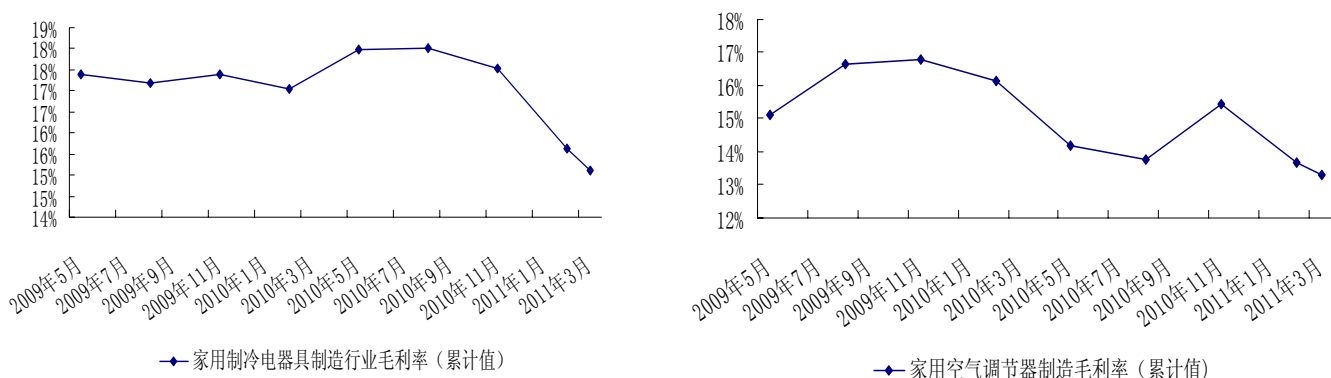


资料来源：中原证券、WIND

2.2 白电：一季度或为全年毛利率低点

一季度，受生产要素价格上升推动，主要白电龙头企业均不同程度的上调了终端零售价格，整个白电行业终端零售价格上涨5%-10%，二季度起，白电销售均价与毛利率将相应上涨。考虑到铜价已接近金融危机前的历史高点，在当前经济环境下大宗原材料价格再进一步上涨的可能性不大，行业一季度毛利率水平或为全年低点。但由于行业内主要龙头公司年内执行“规模优先”策略，在此竞争环境下，行业整体毛利率较难超越去年水平。

图5: 统计局公布家用制冷行业与家用空气调节器行业毛利率变动情况



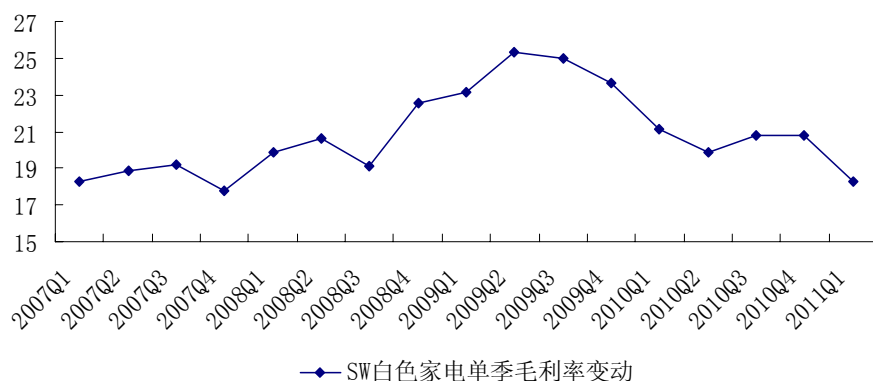
资料来源: 中原证券、国家统计局

资料来源: 中原证券、国家统计局

备注: 2011年2月前该数据每季度公布, 2011年三月起该数据改为每月公布

图6: 整体法下白色家电行业单季毛利变动情况

单位: %



资料来源: 中原证券、WIND

2.3 白电行业: 难言趋势性机会, 关注个股特质

在营业收入增速回归常态与毛利率较2010年略降背景下, 全行业盈利增速不容乐观。在2011年年底家电“以旧换新”政策与2012年年底“家电下乡”政策退出预期下, 行业估值也难以得到大幅提升, 下半年白色家电行业难言趋势性机会。

尽管下半年白电行业难言趋势性机会, 但在白电行业产品同质性较高的竞争环境下, 通过规模优势与协同效应获得成本领先的龙头公司将最终获得核心竞争能力。

3、 家用视听电器：行业盈利能力持续改善

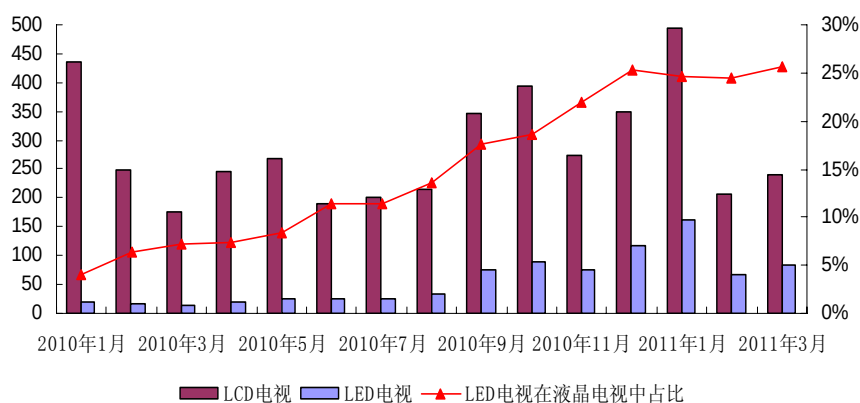
3.1 一季度行业毛利率持续提高

2010年下半年，平板电视毛利率进入上升通道。一方面均价较高的LED液晶电视在液晶电视中占比迅速提高，有效提高了液晶电视平均销售单价。更为重要的是国内主要电视制造商2009、2010年新建液晶模组生产线时均已介入LED模组组装领域，LED产业链整合度远高于LCD商品化早期。与此同时国内电视制造商在3D电视，智能电视商品化步伐与国际巨头差距迅速缩小，都有力支撑了内资品牌的销售均价。

新技术、新产品支撑液晶电视均价稳步提升的同时，液晶电视主要零部件价格处于下降通道中。液晶电视最核心的零部件液晶面板与背光模组价格稳步下降。

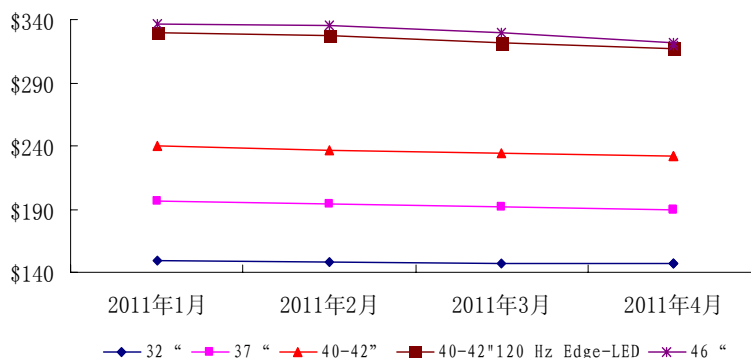
在产品结构改善与主要零部件价格一路下滑背景下，国内家用视听电器上市公司毛利率水平获得不同程度的改善。

图7：LED电视在液晶电视中比例稳步提高



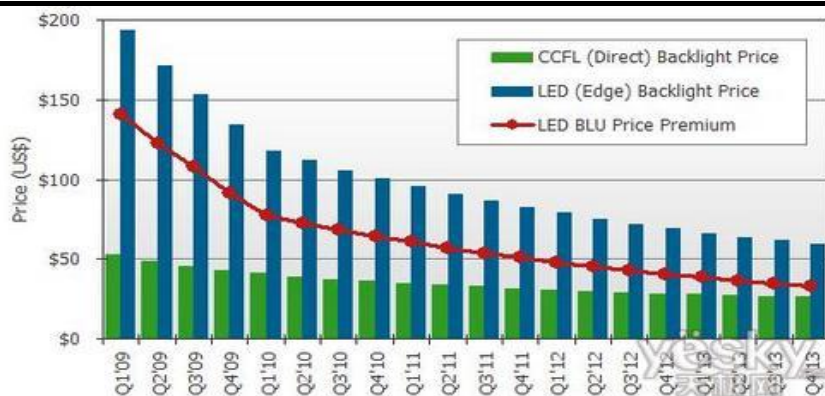
资料来源：中原证券、产业在线

图8：主流尺寸液晶电视液晶面板价格变动态势



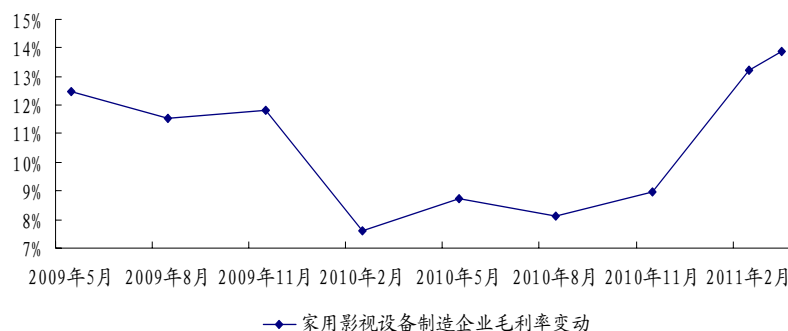
资料来源：DISPLAY SEARCH、中原证券

图9: CCFL、LED背光模组价格波动及预测



资料来源: DISPLAY SEARCH、中原证券

图10: 家用影视设备制造企业毛利变动情况



资料来源: 国家统计局、中原证券

备注: 2011年2月前该数据每季度公布, 2011年三月起该数据改为每月公布

3.2 短期液晶面板价格短期或有反弹

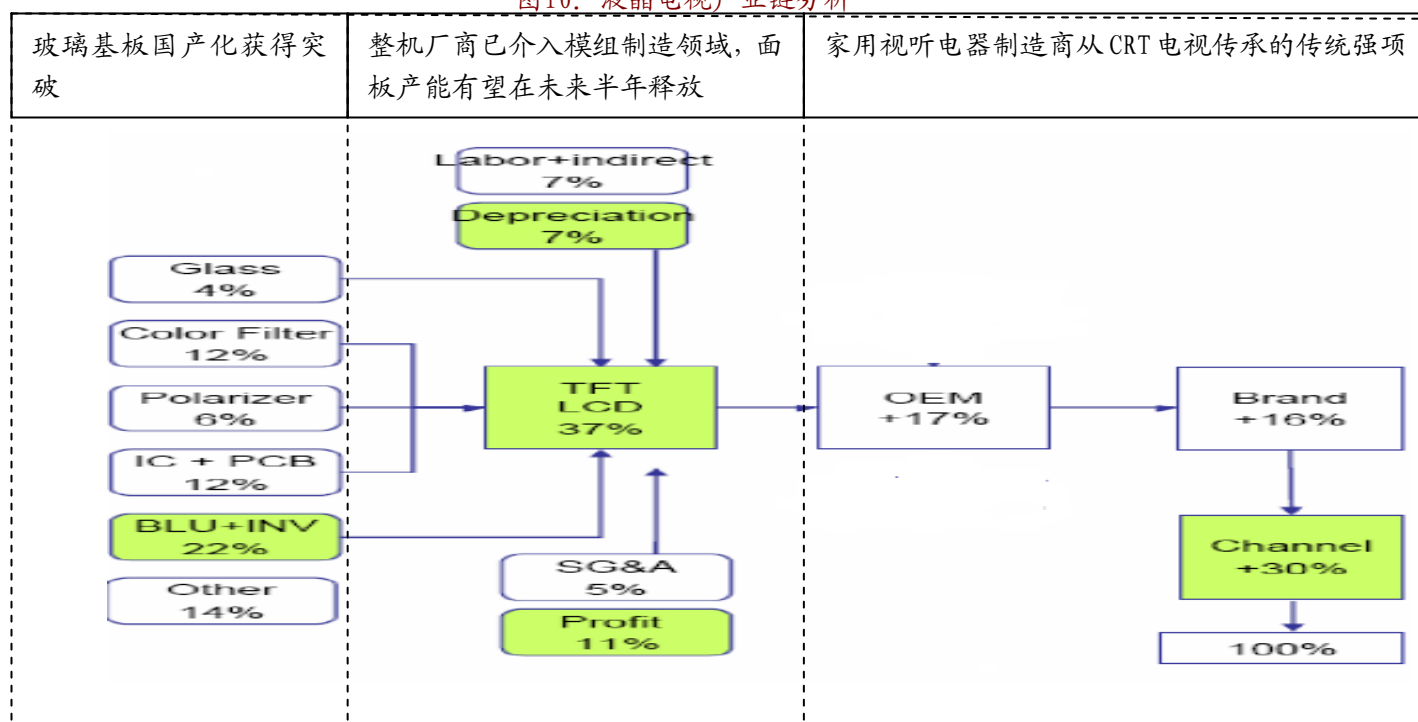
自2010年二季度以来,液晶面板价格连续下降,目前已经低于成本。今年一季度财报显示,面板企业不但连续亏损,且亏损幅度大幅扩大。二季度,面板企业可能会控制市场供给,提高面板价格,减少亏损幅度。DISPLAYSEARCH数据显示42寸以下液晶面板价格已连续二个月持平。同时,彩电整机企业库存低位运行,主要面板厂电视面板库存大约在1周左右。而其他应用产品库存水平也偏低。据群智咨询统计,四月中国电视厂商备货计划可达三百万片,环比上升20%。而面板厂商库存继续走低,市场供应无法满足市场需求快速增加,面板价格可能止跌回升。

3.3 国内大尺寸液晶面板产能释放或对行业发展产生重大影响

长期以来,缺屏少芯一直是困扰国内液晶电视行业的老大难问题。2009年起,以海信、TCL为代表的国内家用视听电器企业均投入巨资建设液晶电视背光模组生产线,并已形成产能。2011年下半年起,国内一批大尺寸液晶面板项目陆续建成投产,以及国内液晶面板用玻璃基板研发成功并形成产能,国内液晶电视产业链长期缺屏少芯的局面有望扭转。

未来半年随着国内大尺寸面板逐步建成投产,国产液晶电视面板产能将逐步释放,预计从2011年四季度起,国产液晶面板将逐步能为国产液晶电视配套。未来一年,液晶面板国内产能的集中释放;国内液晶面板及其配套产业的崛起将迅速突破当前液晶电视产业链瓶颈,弱化国际竞争对手的面板资源优势。国内家用视听电器企业在**品牌、渠道和成本上的优势有机会得到体现**,进而使液晶电视产业链加速向国内转移。国内家用视听电器企业无疑有望成为此次产业转移的受益者。

图10: 液晶电视产业链分析



资料来源: 中原证券

表3: 国内大尺寸液晶面板项目投资立项情况

投资方	所在地	参股方	规格	总投资	技术来源	产能	投产时间	当前状态
京东方	合肥	合肥市政府	6代线	175亿	京东方	9万/月	2010Q4	投产并完成产能爬坡
京东方	北京	北京市政府	8代线	280亿	京东方	6万/月	2011Q4	2011年6月可试生产
LG	广州	创维	8.5代线	40亿美元	LD	12万/月	2012年	2010年12月获批
三星	苏州	苏州市政府	7.5代线	120亿	三星	9万/月	2011Q4	投产时间延至2012年
TCL	深圳	深圳市政府	8.5代线	245亿	群创	9万/月	2011Q4	2011年8月试生产

资料来源: 中原证券

3.4、产品结构改善是下半年家用视听电器龙头增长主要动力

下半年，在内需增长乏力、面板价格存在上涨预期的情况下，家用视听电器板块难言趋势性机会。而改善产品结构，提高LED等高端产品在液晶电视中的占比将是家用视听电器上市公司提升毛利率的关键。中长期看，随着国内液晶电视产业链日趋完善，国内家用视听电器上市公司毛利率的提升将更多的依赖于在3D电视、智能电视等新技术应用领域缩小与国际巨头的技术差距。

4、保障房建设中长期利好厨房电器

今年2月24日，国务院副总理李克强出席全国保障性安居工程工作会议并讲话指出：国务院的决策部署，大规模实施保障性安居工程，要求保质保量完成今年开工建设1000万套保障房的任务，十二五期间要完成保障房建设3600万套。会上李副总理还特别强调2011年保障性安居工程建设1000万套是硬任务，各地必须完成。

家电作为住房交付后的后续消费，无疑将极大受益于此轮大规模保障房建设。预计（表4）2012-2014年将出现保障房交付高峰，在此期间，每年家庭装修总需求将比2010年增加45-60%，较2010年装修需求将净增500-700万套。作为住房交付的后续消费，装修建材、家具、家用电器等可选消费品蕴含着巨大的消费潜力。

表4：十二五期间住房交付、装修需求预测

	商品房			保障房			总计		
	建设	销售	装修需求	建设	交付	装修需求	建设	交付	装修需求
2008 (A)	799	559	447.2	195					
2009 (A)	925	862	689.6	320	195	191.1	1120	1057	881
2010 (A)	1295	930	744	580	320	313.6	1875	980	1058
2011 (E)	600	600	570	800	580	568.4	1400	1180	1138
2012 (E)	800	800	760	1000	800	784	1800	1600	1544
2013 (E)	800	800	760	1000	1000	980	1800	1800	1740
2014 (E)	800	800	760	800	1000	980	1600	1800	1740
2015 (E)	800	800	760	/	800	784	?	1600	1544

资料来源：中原证券，国家住房和城乡建设部、国家统计局

主要假设：1、由于投资需求装修率较低，2008年-2010年商品房装修率为80%，2011年住房大规模限购后，住房装修率提高到95%。

2、假设保障房装修需求为98%

3、保障房开工后建设至交付周期为1年

4.1 具有装修材料属性的厨房家电率先受益

随着住房交付量的增加，装修需求在未来2-3年将大幅增加，兼具装修材料属性的厨房、卫浴家电将率先受益，其产品主要包括油烟机、灶具、热水器（电、煤气、太阳能）、浴霸、中央空调、家用智能网络、水净化设备和灯具等。该类产品普遍具有装修材料属性，具体表现为这些产品在房屋装修设计阶段就需要考虑安装问题，装修结束前该部分电器必须安装到位。与

普通家电相比, 这些产品维修、更换都较困难、有些产品维修更换还要涉及到装修设计调整, 因此消费者更为关注此类产品品质, 价格敏感度相对较低。

由于此类产品需求与装修直接相关, 预计2012年-2014年即将迎来此类产品的消费高峰。

4.2 装潢后续消费中厨房小家电受益最大

十二五期间开工建造3600万套保障房将解决占城镇总人口20%的中低收入人群住房问题。住房环境的改善必将会拉动各类家电消费需求。由于2011年年底“家电以旧换新”政策退出可能性极大, 2012年年底“家电下乡”政策将退出。这二项政策的退出将部分对冲保障房大量交付对相关大家电产品利好作用。同时, 自2009年开始执行的“家电以旧换新”政策也使部分城市更新需求提前发生, 也将会在一定程度上减弱保障房大量交付对城市更新需求的正面影响。因此, 相对于大家电产品, 小家电、特别是厨房小家电受益更大。

尽管大家电品种受需求刺激政策退出困扰, 但未来二年我们依旧看好当前保有量较低的空调需求。

相对于受需求刺激政策退出困扰的白色家电与家用视听电器, 前期未受益于全国性需求刺激政策的小家电受益程度将更高。同时, 厨房环境改善、独用厨房比例上升, 也使厨房小家电在中低收入消费者中普及成为可能。

表5: 住房装修需求激增对家电各子行业影响分析

消费品类	行业受益度	相关上市公司
装潢消费	****	华帝股份、老板电器、万和电气、青岛海尔、九阳股份
厨房、卫浴电器、净水器	**	江苏阳光、佛山照明
灯具、节能灯	****	九阳股份、苏泊尔、老板电器、
厨房小家电	**	格力电器、美的电器、青岛海尔
白色电器	**	海信电器、TCL 集团、深康佳
家用视听电器	*	爱仕达、苏泊尔
厨具		

资料来源: 中原证券

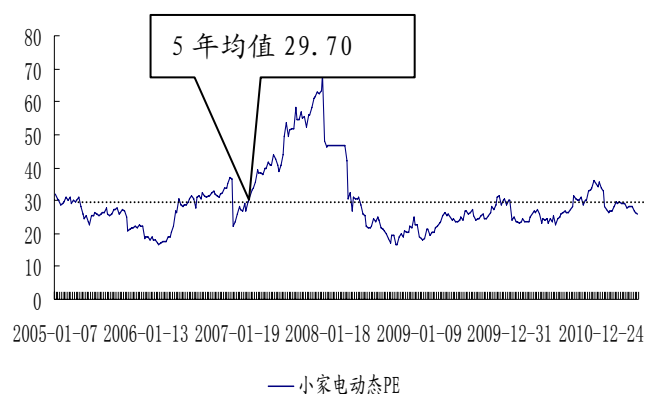
5、相对估值比较

5.1 小家电: 估值相对合理, 增长潜力可期

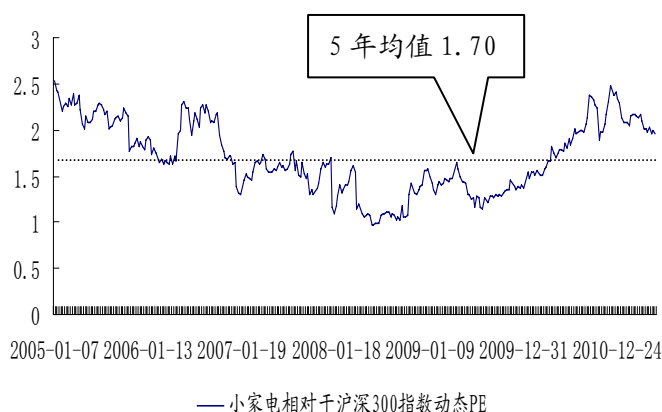
截止5月19日, 小家电板块动态估值约为26.12倍, 略低于29.71倍的5年历史均值, 而其相对于沪深300指数的动态PE为1.96倍, 略高于1.70倍的5年历史均值, 板块估值较为合理。预计2012年-2014年, 小家电上市公司将受益于保障房集中交付, 看好该板块中长期成长性。

图10: 近5年小家电板块相对于沪深300指数PE变动情况

单位: 倍



资料来源：中原证券、WIND



资料来源：中原证券、WIND

5.2 白电：政策退出预期下难言估值修复

上半年白电板块整体表现良好，截止5月19日，申万白色家电板块跑赢大盘13个百分点。目前白色家电2011年动态市盈率约为17倍左右，低于近5年历史均值，显示当前估值对政策退出预期已有较充分反映；白色板块相对于沪深300指数已超过1.13的历史平均水平，市场系统性风险也是压制白电板块估值修复的主要原因之一。同时，鉴于下半年政策退出接踵而至，在此预期下，白电板块难言估值修复。

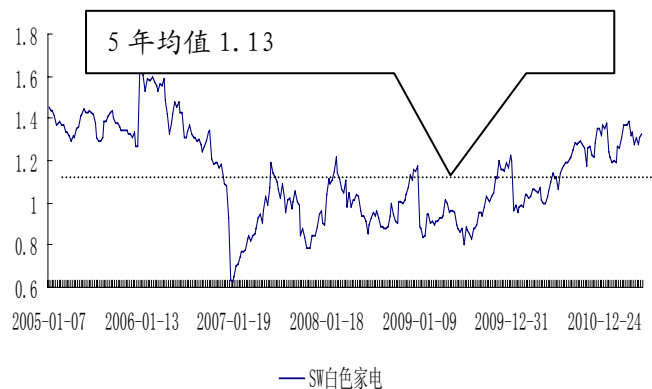
尽管板块估值难言修复，主要白电主要龙头公司当前估值普遍低于行业平均水平，数据显示龙头公司的盈利能力与成长性均高于行业平均水平，若三季报业绩符合预期，龙头公司或有一轮估值修复行情。

图10：近5年白电板块相对于沪深300指数PE变动情况

单位：倍



资料来源：中原证券、WIND

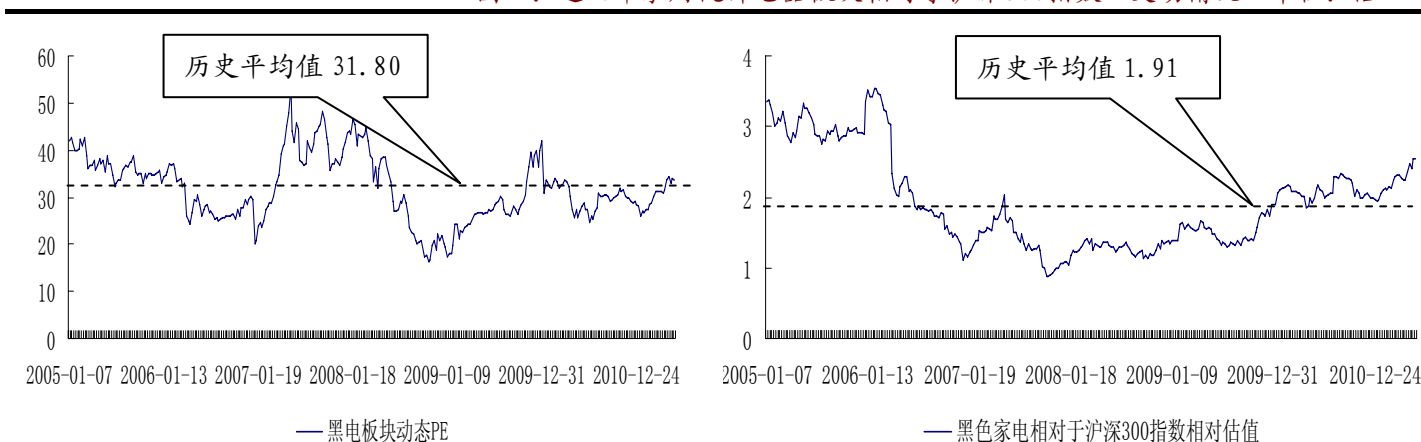


资料来源：中原证券、WIND

6.3 家用视听电器：估值相对合理

截止2009年5月19日，家用视听电器板块2011年动态PE达到33.88倍，相对于沪深300指数PE达到2.53倍，均高于近5年历史均值。尽管2012年以后随着国内液晶面板产能逐步释放，国内LCD、LED制造企业有望逐步受益产业链整合与产业转移，并有可能重铸CRT时代的辉煌。但2011年下半年，国内新投产的面板产能尚处于产能爬坡期，难以大量释放产能，而受供需关系影响，液晶面板价格还有上涨预期。在需求增长减速、成本可能上升背景下，家用视听电器板块难言整体性机会。

图11：近10年家用视听电器板块相对于沪深300指数PE变动情况 单位：倍



资料来源：中原证券、WIND

资料来源：中原证券、WIND

表5：主要家电上市公司估值表

子行业	证券简称	每股收益			每股净资产		市盈率			市净率		投资评级
		2010	2011E	2012E	2011Q1	收盘价	2010	2011E	2012E	2011Q1		
白色家电	美的电器	1.00	1.33	1.73	5.12	18.80	18.80	14.14	10.87	3.67		买入
	格力电器	1.52	1.95	2.52	5.06	22.80	15.00	11.69	9.05	4.51		买入
	青岛海尔	1.52	1.78	2.02	5.66	27.30	17.96	15.34	13.51	4.82		买入
	小天鹅	0.80	1.05	1.35	5.05	17.42	21.78	16.59	12.90	3.45		增持
	合肥三洋	0.56	0.70	0.88	2.14	12.79	22.84	18.27	14.53	5.98		增持
家用视听电器	美菱电器	0.79	0.50	0.60	5.20	10.36	13.11	20.72	17.27	1.99		观望
	海信电器	0.96	1.18	1.42	6.86	13.92	14.50	11.80	9.80	2.03		买入
	TCL集团	0.10	0.19	0.25	2.48	6.54	65.40	34.42	26.16	2.64		增持
	四川长虹	0.10	0.08	0.11	3.51	4.19	41.90	52.38	38.09	1.19		观望
	九阳股份	0.78	0.88	1.05	3.98	13.85	17.76	15.74	13.19	3.48		买入
小家电	苏泊尔	0.70	0.94	1.20	4.50	24.05	34.36	25.59	20.04	5.34		买入
	爱仕达	0.26	0.36	0.47	6.52	15.13	58.19	42.03	32.19	2.32		观望
	老板电器	0.84	1.15	1.44	8.77	29.17	34.73	25.37	20.26	3.33		增持

资料来源：中原证券

7、2011 年下半年投资策略

7.1 关注具有估值优势小家电企业

相对于受需求刺激政策退出困扰的白色家电与家用视听电器,预计前期受益于全国性需求刺激政策较少的小家电企业将更多的受益保障房交付拉动的装修后消费。建议关注此板块中估值具有优势成长性公司,如九阳股份。

7.2、关注具有长期增长潜力白电龙头

受政策退出预期与市场系统性风险压制,白电板块龙头估值均不高。由于未来政策退出预期影响,未来6-12个月,白电需求增速或将有所回调。但长期看,国内正处于高速城市化过程中,保障房大量交付有望在2012年后将消化政策退出带来的负面影响,从新启动白色家电、特别是空调的新一轮需求增长,我们建议关注兼具有长期增长潜力与估值优势的白电龙头:美的电器与格力电器。

7.3 关注产品结构良好并具有较强的研发能力的家用视听电器龙头

2011年下半年,液晶电视增速需求增速有所放缓背景下,建议关注有能力依靠产品结构改善,通过提高LED、3D电视等高端产品占比,稳步改善盈利能力的上市公司,如海信电器。

8、行业风险提示

(1) 政策退出,需求增速放缓超出预期;(2) 保障房交付量低于预期。

9、重点上市公司

美的电器 (000527): 赢在布局

买入 (维持)

市场数据 (2011 年 05 月 19 日)

收盘价 (元)	18.80
一年内最高/最低 (元)	21.40/10.56
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	3.67
流通市值 (亿元)	586.62

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	5.12
每股经营现金流 (元)	0.04
毛利率 (%)	14.74
净资产收益率 (%)	4.10
资产负债率 (%)	64.55
总股本/流通股 (万股)	338434/312027
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

核心观点:

一季报增幅惊人,前期成功的产品线布局与渠道变革效果逐步显现。公司“规模优先”策略获将影响短期盈利增速,但有望帮组公司在规模上成为行业霸主,其规模优势最终将有望转换成公司盈利能力。

投资要点:

- **一季报业绩大幅成长。**公司报告期内实现营业收入 304.81 亿元,同比增长 96.13%;实现营业利润 8.16 亿元,同比增长 172.00%;实现归属于上市公司股东的净利润 9.41 亿元,同比增长 17.58%,营收增幅超出预期。
- **冰洗空协同是亮点。**公司已成功的从空调龙头转型成白电龙头,借助空调渠道优势,冰箱、洗衣机业务快速成长,与空调协同效应显著增强。
- **高调介入空气能热水器,再造利润增长点。**近期公司召开新闻发布会,高调介入空气能热水器。由于空气能热水器相对于燃气热水器与点热水器具有节能优势,且公司在该产品已形成一定的技术优势,凭借公司强大的渠道优势,该产品有望成为公司新的利润增长点。
- **维持“买入”评级。**预计公司 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 1.33 元和 1.73 元,对应的 PE 分别为 14.14 倍和 10.87 倍,维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示:**1) 公司部分募投项目 1 年后投产,届时恰逢家电下乡政策到期结束,可能对公司产能释放带来负面影响;2) 政策退出导致白电需求出现负增长。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	472.78	745.59	969.00	1261.56
增长比率 (%)	4.34	57.70	29.96	30.19
净利润 (亿元)	18.92	31.27	45.03	58.63
增长比率 (%)	84.59	65.29%	44.01%	30.19%
每股收益 (元)	0.61	1.00	1.33	1.73
市盈率 (倍)	30.82	18.80	14.14	10.87

九阳股份 (002242): 下半年有望迎来拐点

买入 (维持)

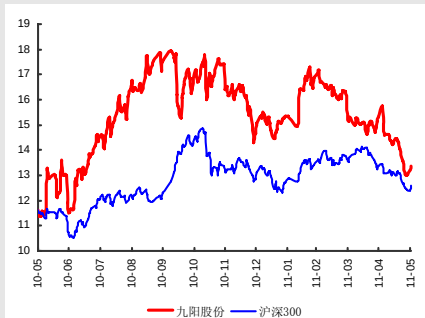
市场数据 (2011 年 05 月 19 日)

收盘价 (元)	13.85
一年内最高/最低 (元)	18.28/10.92
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	3.48
流通市值 (亿元)	26.45

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.98
每股经营现金流 (元)	0.08
毛利率 (%)	34.53
净资产收益率 (%)	4.03
资产负债率 (%)	24.98
总股本/流通股 (万股)	76096/19095
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



核心观点:

受公司豆浆机业务增速放缓影响, 公司当前估值处于历史底部。通过收购海狼星公司, 获得净水器滤芯核心技术, 介入家用净水器行业, 预期未来成长空间巨大, 估值也有望获得修复

投资要点:

- **一季报略超预期。**报告期内公司实现营业收入 12.24 亿元, 同比增长 44.70%; 实现归属于上市公司净利润 1.22 亿元, 同比增长 47.49%; 一季度实现基本每股收益 0.16 元, 增速超出预期。同时, 公司预计 2011 年上半年净利润将同比增长 15%-50%。
- **净水器业务值得期待。**公司稳步推进净水器业务, 1 月 20 日公司公告拟收购北京海狼星公司, 3 月 22 日公司公告与韩国 Picogram Co., Ltd 组建合资公司联合生产净水器滤芯, 预计公司下半年就能推出净水器产品。当前国内净水器市场集中度低, 增长潜力大, 毛利率水平高, 公司进入后依靠合资获得的技术优势与现有渠道推广能力, 有望迅速占据该行业制高点。
- **有望受益于保障房集中交付。**公司是国内最主要的厨房小电生产商, 公司新介入的家用净水器产品也具有可选装修材料属性, 预计公司 2012-2014 年有望受益于保障房集中交付所带来需求增长。
- **维持“买入”评级。**预计公司 2011 年、2011 年每股收益分别为 0.88 元和 1.05 元, 对应的 PE 分别为 15.85 元和 13.19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 豆浆机业务毛利率迅速下滑; 2) 净水器市场开拓遭遇瓶颈

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	46.36	53.47	62.54	74.56
增长率 (%)	7.24%	15.32%	16.98%	19.22%
净利润 (亿元)	6.10	5.91	6.68	8.00
增长率 (%)	13.32%	-3.09%	12.99%	19.83%
每股收益 (元)	1.20	0.78	0.88	1.05
市盈率 (倍)	11.54	17.76	15.85	13.19

格力电器 (600651): 低估值凸现高安全边际

买入 (维持)

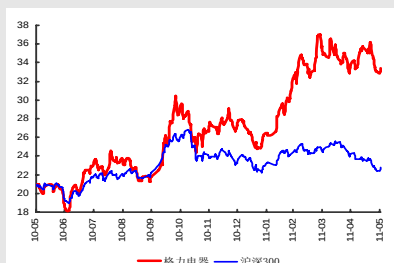
市场数据 (2011 年 05 月 19 日)

收盘价 (元)	22.80
一年内最高/最低 (元)	24.40/12.65
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	4.51
流通市值 (亿元)	633.84

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	5.06
每股经营现金流 (元)	1.12
毛利率 (%)	16.45
净资产收益率 (%)	6.56
资产负债率 (%)	75.48
总股本/流通股 (万股)	281789/277999
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

核心观点:

公司是国内家用空调行业龙头企业,当前国内家用空调保有量较低,2012-2014 年受益保障房集中交付装修,家用空调需求有望进入新一轮高速增长长期。

投资要点:

- **一季度保持高增速。**公司实现营业收入 172.74 亿元,较上年同期增加 68.91%;实现营业利润 6.05 亿元,同比增长 54.84%;实现归属于母公司所有者的净利润 9.41 亿元,较上年同期增长 46.27%。
- **受益保障房集中交付,未来仍有高增长预期。**公司是国内家用空调行业龙头企业。近二年在利好政策刺激下,家用空调经历了近二年的高增长,但与冰箱、洗衣机相比,目前国内家庭空调保有量仍旧较低,2012-2014 年受益保障房集中交付装修,家用空调需求有望迎来新一轮高速增长长期。
- **商用空调有望成为新的业务增长点。**2010 年商用空调营业收入超过 50 亿元,商用空调净利率高达 15%左右,远高于公司平均净利润水平。商用空调的募投项目投产后,商用空调的产能将每年增加 32 亿元,有望成为新的利润增长点。
- **维持“买入”评级。**预测公司 2011 年和 2012 年公司的每股收益 1.95 元和 2.52 元,对应的动态市盈率分别为 11.69 倍和 9.05 倍,维持“买入”。
- **风险提示:**1) 公司部分募投项目 1 年后投产,届时恰逢家电下乡政策到期结束,可能对公司产能释放带来负面影响;2) 政策退出导致白电需求出现负增长。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	424.58	608.58	769.25	1026.18
增长比率 (%)	1.01	42.62	26.40	33.40
净利润 (亿元)	29.13	42.76	54.86	71.07
增长比率 (%)	48.09	46.78	28.29	29.54
每股收益 (元)	1.55	1.52	1.95	2.52
市盈率 (倍)	14.71	15.00	11.69	9.05

海信电器 (600060): 具有研发优势的液晶龙头

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 05 月 19 日)

收盘价 (元)	13.92
一年内最高/最低 (元)	15.97/10.80
沪深300 指数	3120.64
市净率 (倍)	2.03
流通市值 (亿元)	67.55

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	6.86
每股经营现金流 (元)	-0.13
毛利率 (%)	21.38
净资产收益率 (%)	4.43
资产负债率 (%)	52.78
总股本/流通股 (万股)	86665/86665
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

公司是国内液晶电视龙头, 2010 年以来公司不断提高 LED、3D 电视等新品销售收入占比, 盈利能力不断增强。从长期看, 在国内液晶电视产业链日趋完善的背景下, 公司在液晶电视领域技术研发能力将有利于公司毛利率不断提高。

投资要点:

- **毛利率提高改善公司盈利能力。**一季度, 公司实现营业收入 49.94 亿元, 同比下降 4.51%; 实现净利润 2.64 亿元, 同比增长 92.46%; 毛利率提高是公司业绩改善最主要的推动因素。
- **模组产能国内第一。**公司是国内最早投产模组项目的 LCD 生产商, 截止 2009 年年底, 公司已经有 3 条模组生产线投产, 2010 年还将有两条模组生产线投产, 其中包括一条 LED 模组生产线。公司 LCD、LED 模组的产能有利于降低成本, 改善盈利能力, 并更容易实现新技术产业化。
- **维持“增持”评级。**预计公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.18 元和 1.42 元, 对应 PE 分别为 11.80 倍和 9.80 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** (1) LCD 面板价格较快上涨。(2) LCD 价格竞争加剧, 毛利率迅速下滑; (3) 液晶电视国内销售出现负增长

	2009E	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	182.08	212.64	228.01	282.14
增长比率 (%)	35.80	15.52%	7.23%	23.74
净利润 (亿元)	4.29	8.35	10.23	12.31
增长比率 (%)	91.30	67.58%	22.53	20.33
每股收益 (元)	0.88	0.96	1.18	1.42
市盈率 (倍)	15.81	14.50	11.80	9.80

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。