

推荐 (维持)

成本压力或有缓解，旺季行情有待验证

2011 年 6 月 9 日

家电行业 2011 年中期策略报告

上证指数 2743

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	44	2.3
总市值 (亿元)	3814	1.6
流通市值 (亿元)	2940	1.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.4	30.6	59.8
相对表现	2.1	36.4	56.2



相关报告

- 1、《厨卫电器行业 2011 年二季度投资策略-择机布局低 PEG 水平的优质成长型企业》2011/04/06
- 2、《苏泊尔(002032)-成长前景明朗的炊具和厨房小家电行业翘楚》2011/03/24

纪敏

86-755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

三季度宏观经济增速与 CPI 或将双双下行。此背景下，家电行业增速需要得到旺季确认，然而成本压力在下半年或将得以缓解。产品结构创新升级亦在一定程度上稳定或提升行业的毛利水平。优惠政策退出对于行业趋势的影响是短期的，而居民收入提高和城镇化进程确保了家电市场的长期成长前景。

一季度行业收入较快增长，盈利能力受到考验。一季度家电行业收入增速有所下滑，但仍维持在 28.5% 的高位。行业毛利率和税前利润率下降至 13.8% 和 3.5%，显示成本压力加大。空调出口销量增速有所下降，但仍维持高位；冰箱、洗衣机出口销量增速回升；厨电产品的出口存在波动，各类产品分化明显。

成本压力或有所缓解，家电行业的盈利能力或有所改善。招商证券宏观研究组认为全年通胀前高后低，二季度应为本轮通胀高点，随后震荡下行，全年通胀水平预测为 4.5%。考虑到库存调整的影响，预计全年经济将呈现两头高中间低的走势，而三季度经济将延续下行态势。由于外围经济的走势尚未明朗，下半年出口市场增长的隐忧依然存在。此背景下，传统 6-8 月的家电旺季行情需要数据加以验证；同时 2009 年以来家电行业一直承受原材料价格高企带来的成本压力或有所缓解。另一方面，空调、冰箱、洗衣机的消费升级态势明显，产品结构创新升级亦或有助于稳定和提升毛利率水平。

家电龙头企业未来将继续受益于消费升级和市场集中度提高。居民收入提高和城镇化进程是家电内需增长的中长期动力。结合十二五规划目标和以往五年规划的执行情况，我们建模预测未来五年家电市场的复合增速为 10%-17%。对家电补贴政策的退出不必过分担心。补贴政策的退出在短期内可能带来市场增速的波动和产品结构的调整，但长期看家电市场的增长仍是明确的。

关注低估值和低 PEG 水平的优质企业。重点关注低估值且步入旺季的空调龙头企业；低估值且盈利能力有望持续改善的青岛海尔 (600690)；步入旺季后渠道整合效应有望显现的美的电器 (000527) 和小天鹅 (000418)；长期前景良好估值稳定的小家电企业苏泊尔 (002032)。

风险提示：宏观经济增速下行、地产调控负面影响、旺季效应低于预期

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
青岛海尔	26.20	1.52	1.99	2.45	13.2	10.7	5.0	强烈推荐-A
苏泊尔	22.31	0.70	0.92	1.20	25.0	19.5	5.4	审慎推荐-A
小天鹅	16.48	0.80	1.10	1.44	14.7	11.0	3.4	审慎推荐-A
美的电器	17.94	1.00	1.22	1.55	14.8	11.8	5.0	强烈推荐-A
海信电器	12.92	0.96	1.20	1.43	10.5	9.0	2.0	审慎推荐-A
老板电器	16.26	1.09	0.69	0.89	23.6	18.6	3.0	审慎推荐-A
万和电气	23.81	1.24	1.16	1.54	20.2	15.4	8.2	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

1、下半年展望：毛利率的相对稳定与提升或将成为亮点	3
1.1 一季度回顾：收入较快增长 盈利能力经受考验	3
1.2 下半年展望：旺季行情有待确认 成本压力或有缓解	4
1.3 产品结构升级或有助于稳定和提升毛利率水平	5
1.4 出口市场各类产品分化明显	6
2、中长期前景：居民收入提高与城镇化进程是源动力	9
2.1 内销市场的长期动力来自居民收入提高和城镇化进程	9
2.2 后政策时代，家电国内市场的担忧与机会	12
3、龙头企业有望继续受益消费升级和市场集中度提高	13
4、关注低估值和低 PEG 水平的优质企业	14
苏泊尔（002032）-成长前景明朗的炊具与小家电行业翘楚	15
青岛海尔（600690）-提升高端机型占比，进军家电销售蓝海	15
美的电器（000527）-二季度毛利率水平或将回升	16

图表目录

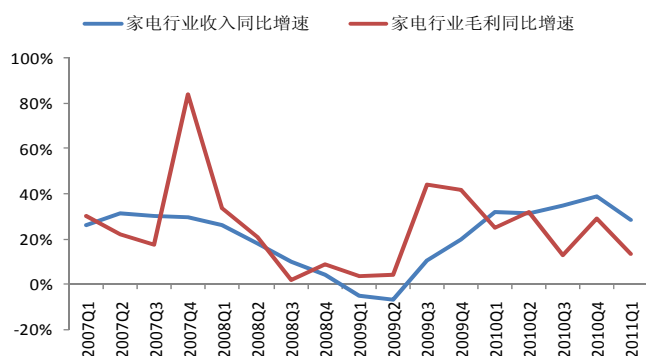
表 1、中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）	5
表 2、近两期五年规划目标与结果的比较	11
表 3、家电终端市场规模预测假设（2015E）	11
表 4、家电终端市场规模预测结果（2015E）	11
表 5、各地实行洗衣机优惠政策时间表	12
表 6、部分厨电产品领域已经形成了品牌强势格局	14
表 7、关注低 PEG 水平的优质成长型品牌企业	14

1、下半年展望：毛利率的相对稳定与提升或将成为亮点

1.1 一季度回顾：收入较快增长 盈利能力经受考验

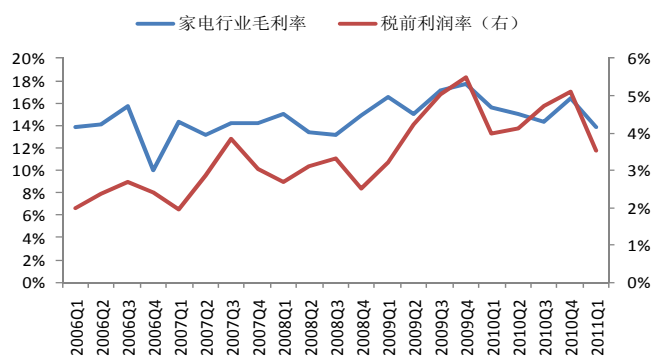
家电行业整体延续快速成长的走势。2011 年一季度，家电行业收入增速有所下滑，但仍维持在 28.5% 的高位，行业继续在快速成长的轨道上运行。行业毛利增速下滑至 13.5%，毛利率和税前利润率下降至 13.8% 和 3.5%，显示行业成本压力加大。

图 1、家电行业收入同比增速仍处于高位



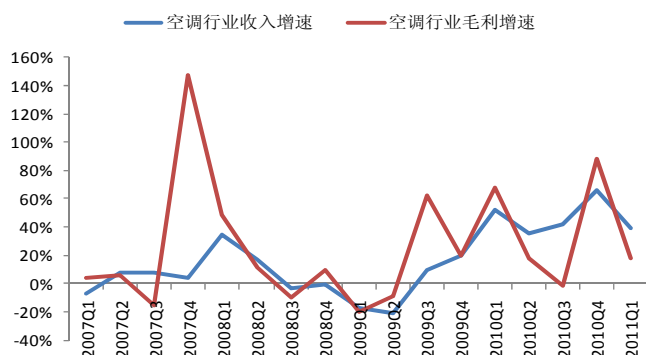
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2、家电行业盈利能力在 1 季度经受考验



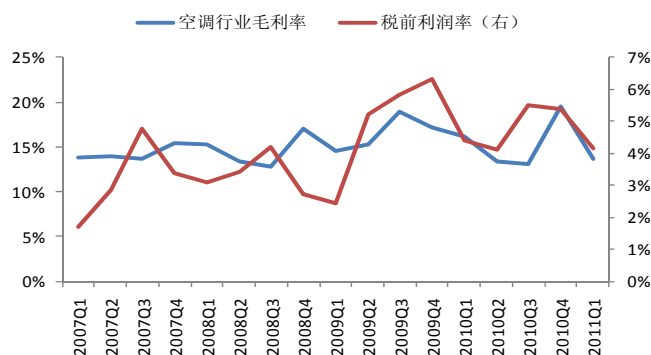
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3、空调行业收入同比增速（2007.Q1-2011.Q1）



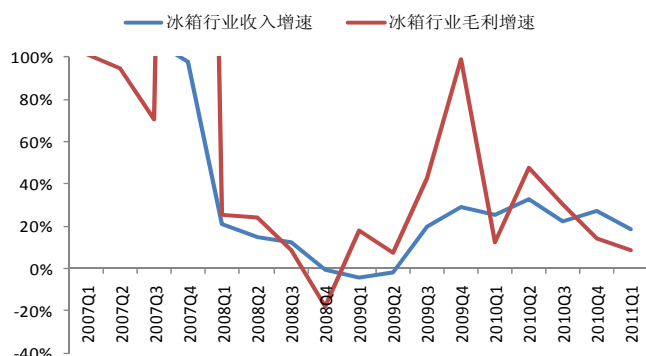
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4、空调行业盈利能力比较（2007.Q1-2011.Q1）



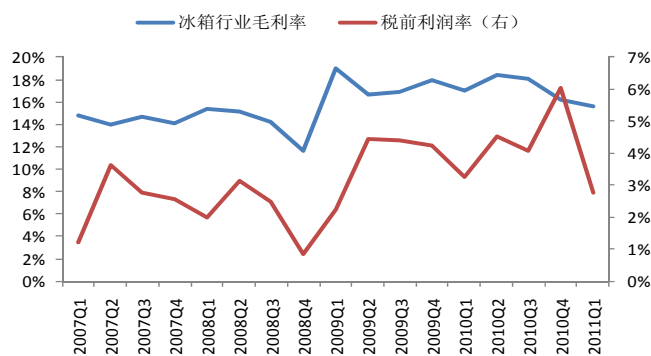
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5、冰箱行业收入同比增速（2007.Q1-2011.Q1）



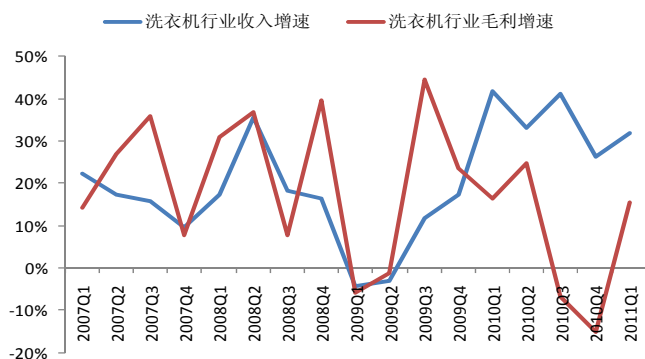
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6、冰箱行业盈利能力比较（2007.Q1-2011.Q1）



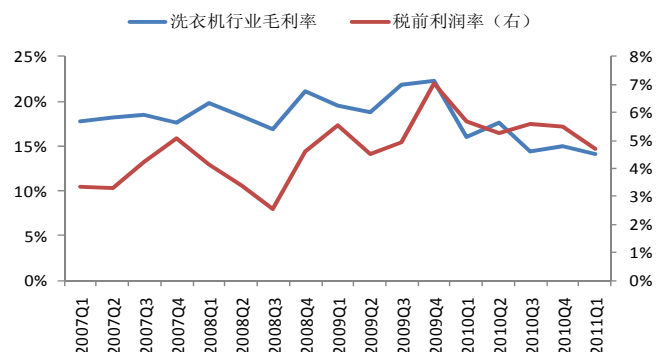
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7、洗衣机行业收入同比增速（2007.Q1-2011.Q1）



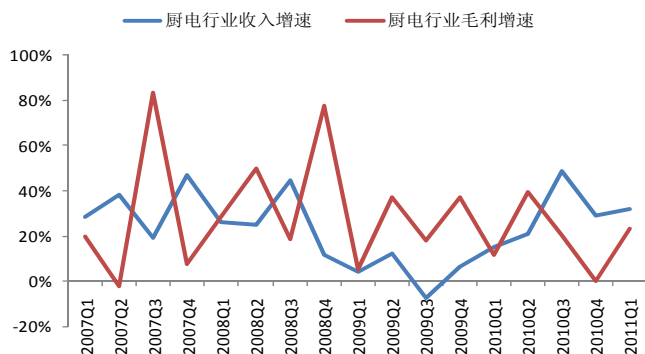
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8、洗衣机行业盈利能力比较（2007.Q1-2011.Q1）



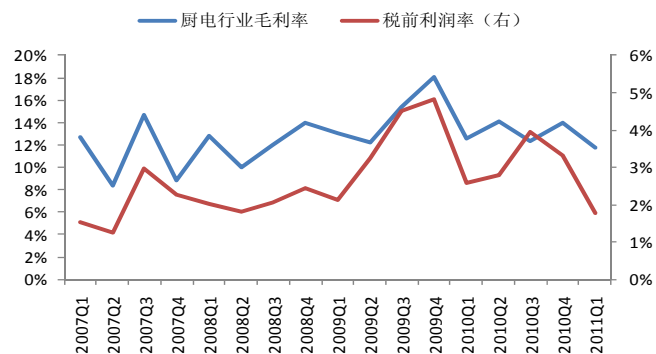
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9、厨电行业收入同比增速（2007.Q1-2011.Q1）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10、厨电行业盈利能力比较（2007.Q1-2011.Q1）

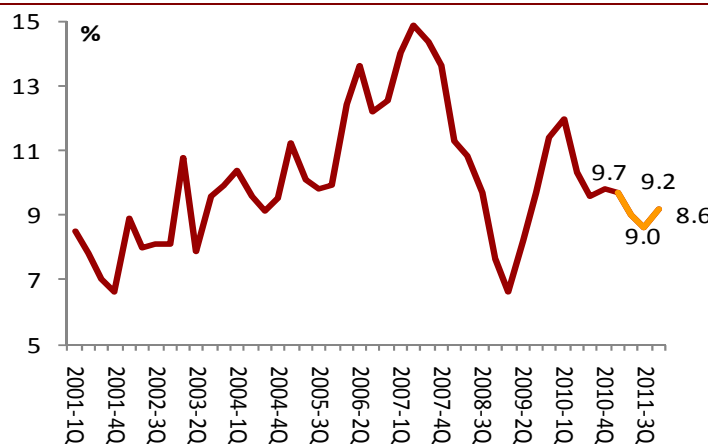


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

1.2 下半年展望：旺季行情有待确认 成本压力或有缓解

招商证券宏观研究组认为全年通胀前高后低，二季度应为本轮通胀高点，随后震荡下行，全年通胀水平预测为 4.5%。考虑到库存调整的影响，预计全年经济将呈现两头高中间低的走势，全年和各季度主要宏观经济数据预测如下：

图 11、预计整体经济走势中间低、两头高



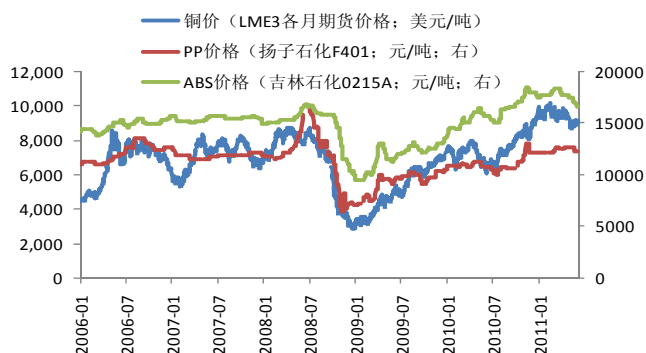
数据来源：CEIC，招商证券研发中心

表 1、中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

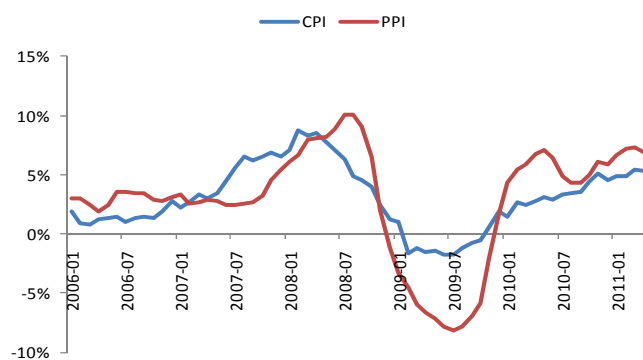
指标	2010	2011E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	10.3	9.5	9.7	9.0	8.6	9.2
CPI	3.3	4.5	5.1	5.4	4.6	3.2
PPI	5.5	5.9	7.1	6.5	5.6	4.8
社会消费品零售	18.4	18.0	16.3	17.0	18.3	18.8
工业增加值	15.7	14.0	14.4	13.6	13.2	14.5
出口	31.3	12.3	26.5	14.8	8.5	10.1
进口	38.7	16.5	32.7	18.7	13.9	12.6
固定资产投资	23.8	20.0	25.0	22.0	21.5	20.0
M2	19.7	16.5	16.6	15.0	16.1	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7	17.9	16.2	15.1	14.7
1年期存款利率(%)	2.75	3.50	3.00	3.50	3.50	3.50
1年期贷款利率(%)	5.81	6.56	6.06	6.56	6.56	6.56
人民币汇率(¥/\$)	6.62	6.30	6.53	6.45	6.37	6.30

数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

受益于成本压力降低，家电行业的盈利能力将有所改善。自 2009 年以来，家电行业原材料价格高企，为行业运行带来成本压力。由于家电行业整体产能过剩，价格战仍是当前市场竞争的重要形式，家电厂商难以通过涨价将成本压力传导到终端消费者，使得产品的毛利率受到挤压。未来家电行业的成本压力降低，毛利率将获得回升空间。

图 12、原材料成本处于高位


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 13、PPI 率先回落


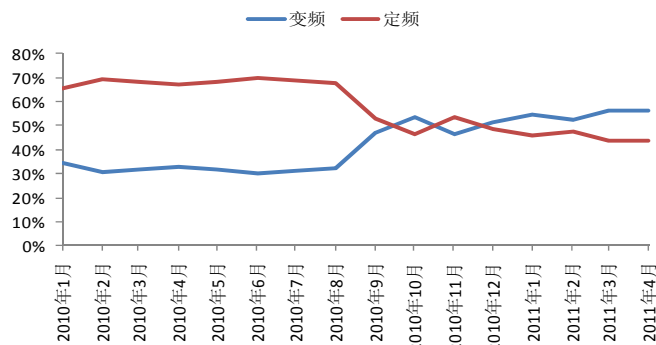
资料来源：wind，招商证券研发中心

1.3 产品结构升级或有助于稳定和提升毛利率水平

家电消费升级态势明显。变频空调已经成为空调消费的主流选择，其销售额占比已经超过定速空调，而多个厂商均表示今年变频空调有望在销量上超过定速空调。从功能上看，冷暖空调几乎占据了全部市场，很多卖场已经不再摆放单冷空调。高端的三门及以上冰箱占冰箱市场的销售额份额也逐步上升，至 2010 年 4 月份已经达到 63.0%。从制冷方式上看，同一时期风冷空调的占比已经达到 66.0%。洗衣机市场经历了从单缸到双缸，再到波轮、滚筒的升级，至 2010 年 4 月份，滚筒和波轮洗衣机的销售额占比已经达到

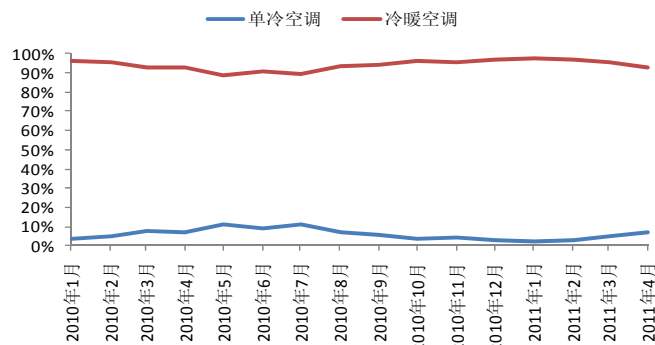
50.4%和 44.9%。按洗衣机容量来看，大容量洗衣机越来越受到青睐，2010 年 4 月份 6.0 公斤以上洗衣机销售额占比已达 70.6%，其中 7.0 公斤以上洗衣机占比 31.4%。家电消费升级的趋势和产品销售结构的变化有助于稳定和提升家电行业毛利率水平。

图 14、变频空调的零售额开始超过定频空调



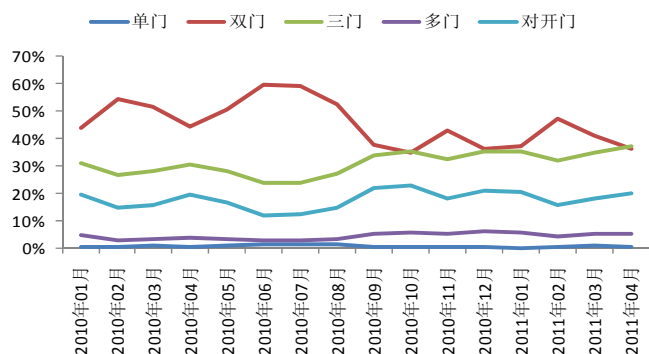
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 15、冷暖空调几乎占领全部市场



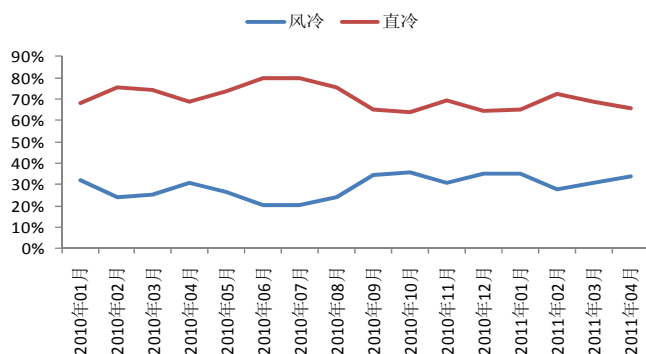
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 16、三门及以上冰箱销售额占比提升



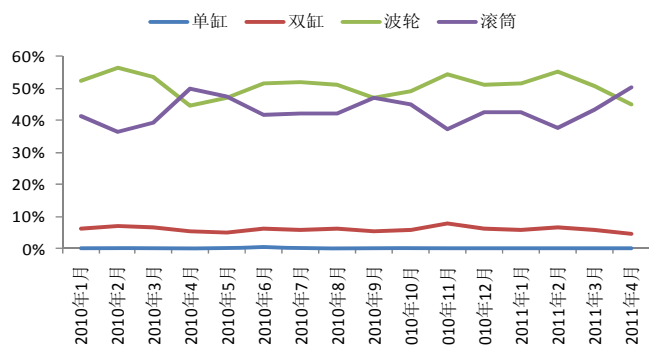
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 17、风冷冰箱销售额占比提升



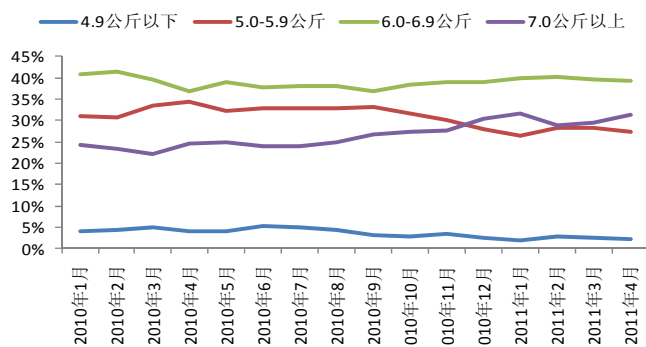
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 18、滚筒洗衣机销售额占比提升



资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 19、6 公斤及以上洗衣机销售额占比提升



资料来源：中怡康，招商证券研发中心

1.4 出口市场各类产品分化明显

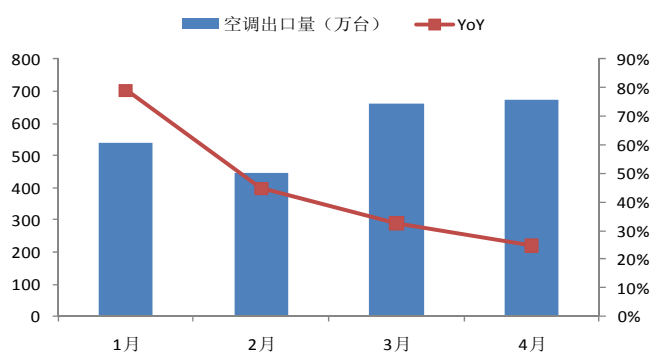
空调出口销量增速有所下降，但仍维持高位。受益于外围经济复苏，今年一季度以来，空调的出口销量实现了快速增长，四月份的出口增速 24.7%，增速虽然相对于前 3 个月

份有所回落，但仍处于高位。1~4 月份空调出口量同比增长 41%。

冰箱、洗衣机出口销量增速回升。冰箱、洗衣机的出口销量均在 2 月份出现负增长，之后开始回升，目前处在约 10%的水平。

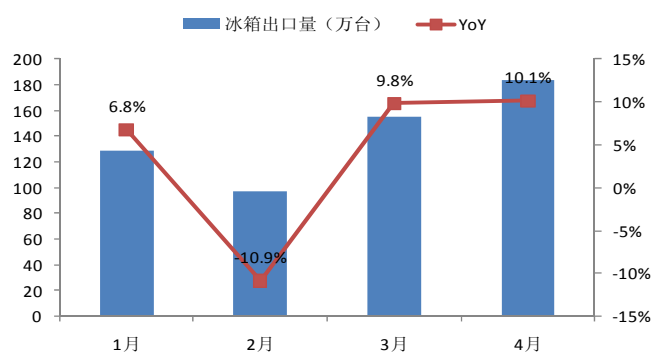
厨电产品的出口存在波动，各类产品分化明显。从今年前 4 个月的出口情况来看，各类小家电产品的出口销量同比增速均呈 1、3 月高，2、4 月低的走势，但各类产品的整体销售状况迥异，1~4 月份电磁炉出口销量同比增长 85%，而电炒锅为-44%。

图 20、空调出口量同比增长41%（01-04/2011）



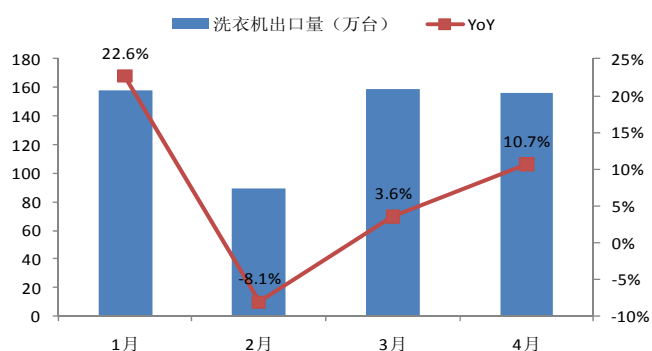
资料来源：产业在线，招商证券研发中心

图 21、冰箱出口量同比增长 5%（01-04/2011）



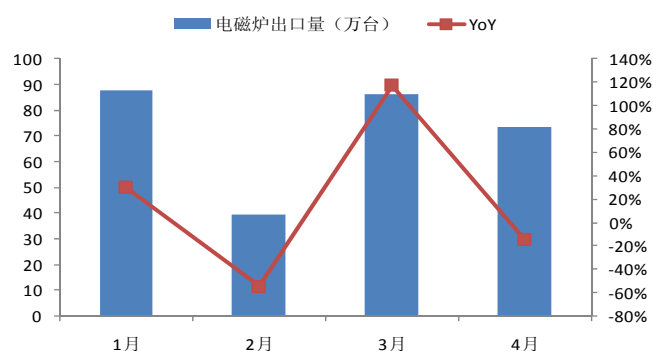
资料来源：产业在线，招商证券研发中心

图 22、洗衣机出口量同比增长8%（01-04/2011）



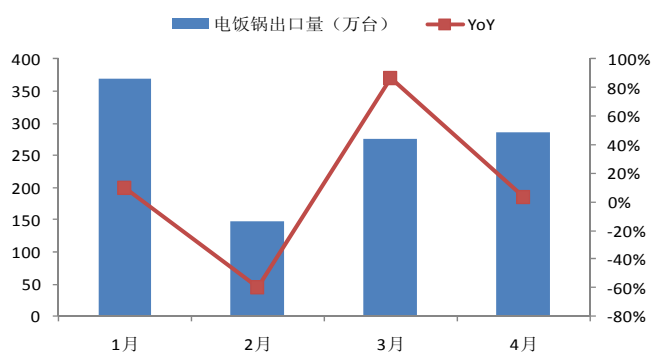
资料来源：产业在线，招商证券研发中心

图 23、电磁炉出口量同比增长 85%（01-04/2011）



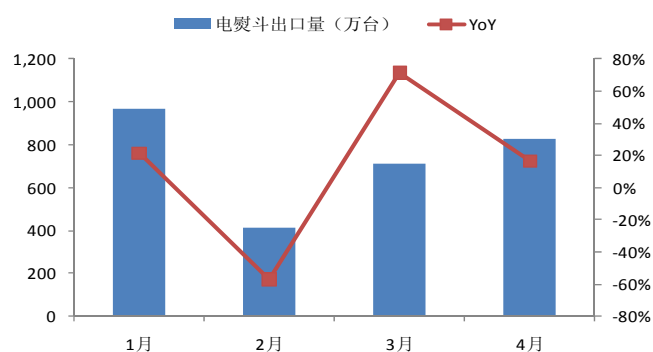
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24、电饭锅出口量同比增长22%（01-04/2011）



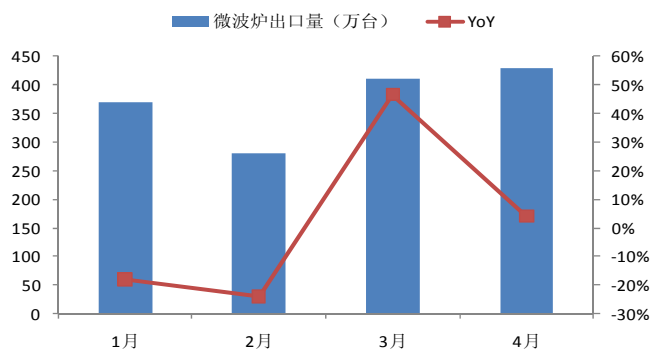
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 25、电熨斗出口量同比增长 0.4%（01-04/2011）



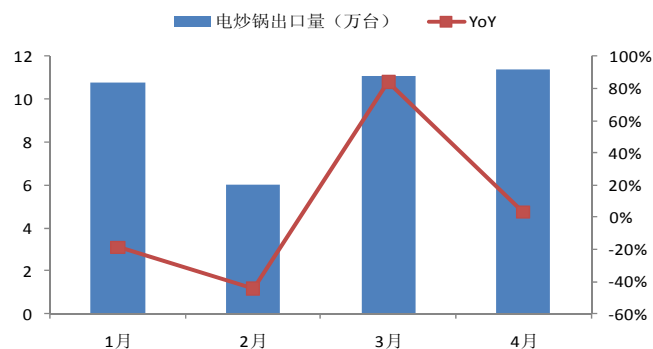
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 26、微波炉出口量同比增长-6% (01-04/2011)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

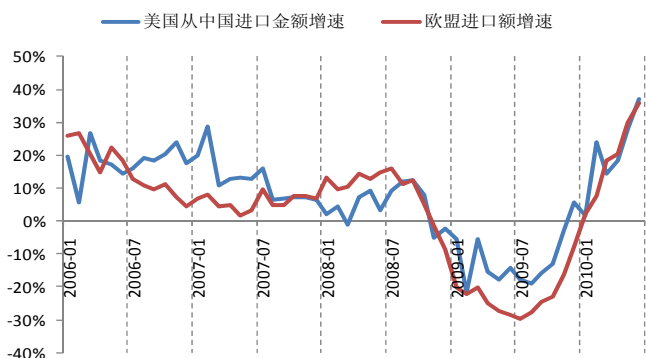
图 27、电炒锅出口同比增长-44% (01-04/2011)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

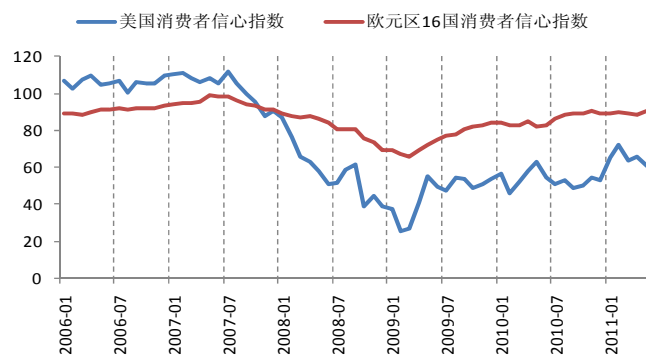
下半年，出口市场的增长存在隐忧。当前，欧美的商品进口增速均处于高位。然而，外围经济的走势并不明朗。美国消费者信心指数出现下行，而欧洲消费者信心指数依然向好。欧美制造业数据出现回落，美国就业率下降，发达经济体的隐忧仍未消除。

图 28、欧美进口增速均处于高位



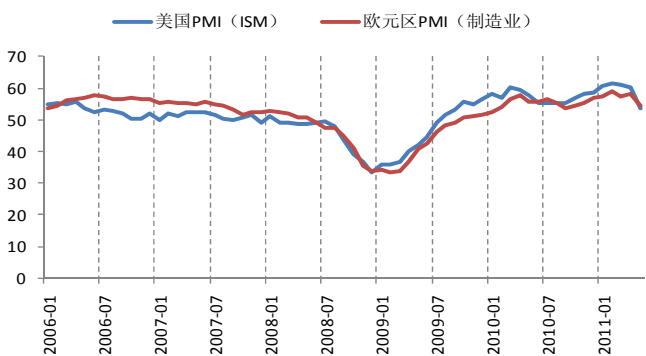
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 29、消费者信心指数: 美国下行, 欧洲向好



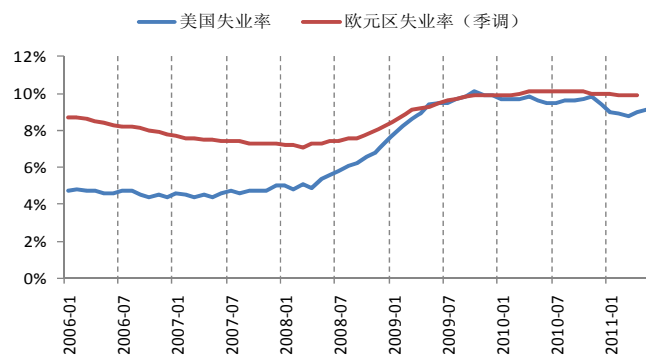
资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 30、欧美PMI出现回落



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 31、美国失业率出现回升



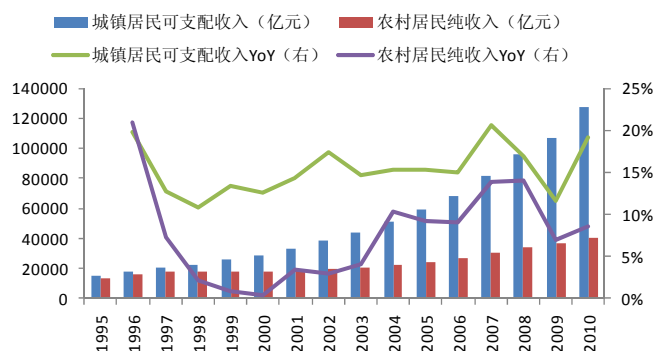
资料来源: wind, 招商证券研发中心

2、中长期前景：居民收入提高与城镇化进程是源动力

2.1 内销市场的长期动力来自居民收入提高和城镇化进程

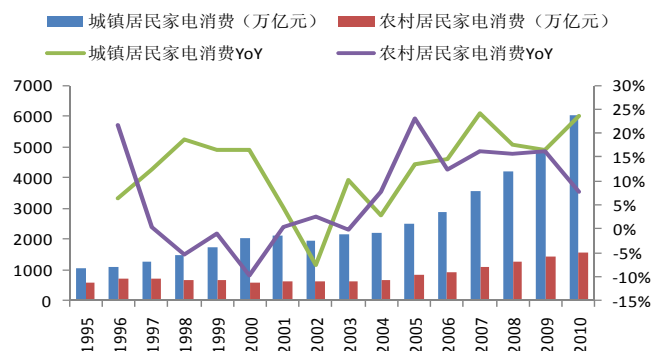
城乡居民收入的提高，是家电消费需求增长的第一原动力。一方面，随着居民收入水平的提高，家电消费的金额也随之提高；另一方面，居民收入达到一定水平之后，食品支出在消费结构中的比重下降，而家电支出的比重开始上升。比较近年来城乡居民的可支配收入和家电消费支出可知，二者的走势是基本一致的。

图 32、城乡居民最近三年收入复合增长率16%: 10%



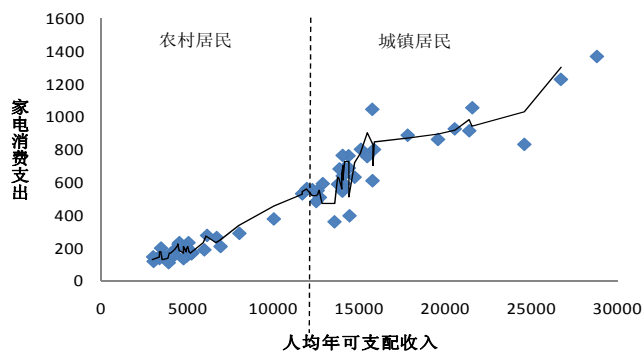
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 33、城乡最近三年家电消费复合增长率 19%: 13%



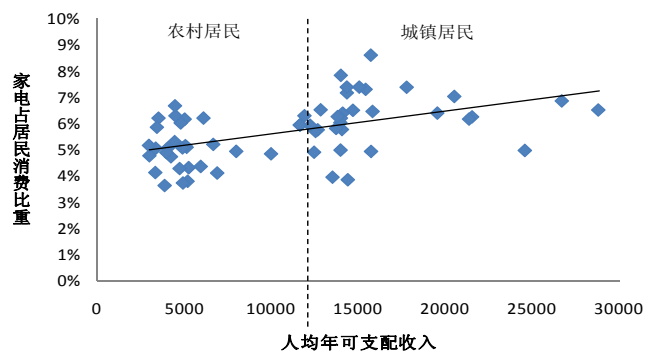
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 34、家电的需求收入弹性约为5%



资料来源：中国统计年鉴 2010，招商证券研发中心

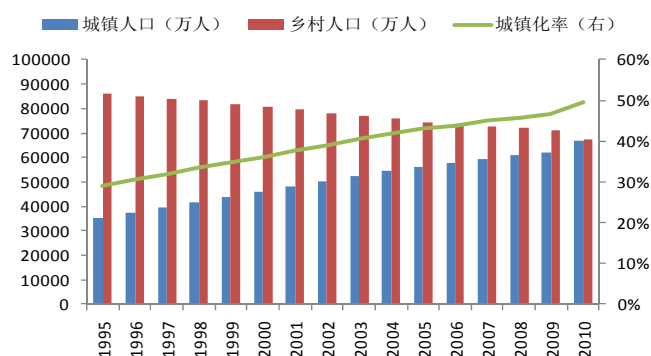
图 35、家电占消费结构的比重随着收入上升而提高



资料来源：中国统计年鉴 2010，招商证券研发中心

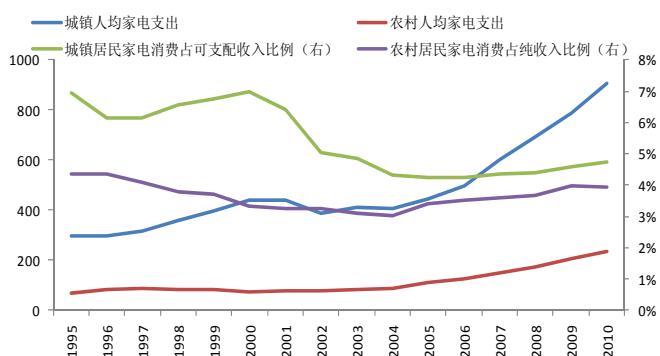
城镇化进程是家电消费需求增长的又一重要动力。随着城镇人口比重的快速上升，大量农村居民转变为城镇居民，其收入水平有了较大提高，生活习惯和消费结构发生重大改变。按 2009 年水平，农村居民的人均家电消费为 233.55 元，而城镇居民的人均家电消费为 908.01 元，是农村居民的 3.9 倍。我们认为，随着城镇化的推进，城镇家电需求仍是家电市场发展的重心。2010 年，城镇的居民家电消费总额是农村的 3.8 倍。目前城镇人口占比已经达到 50%，在人均可支配收入、家电消费占可支配收入的比重等指标上，城镇均高于农村。未来五年，即使考虑农村人均纯收入的增速高于城镇人均可支配收入，城镇家电市场的发展速度仍将高于农村。目前城镇家庭的家电普及率较高，农村家庭的家电普及率较低，结合“城镇市场看升级，农村市场看普及”的消费趋势判断，家电市场发展的主导方向是消费升级。

图 36、中国城镇化率已达50%



资料来源：wind，招商证券研发中心

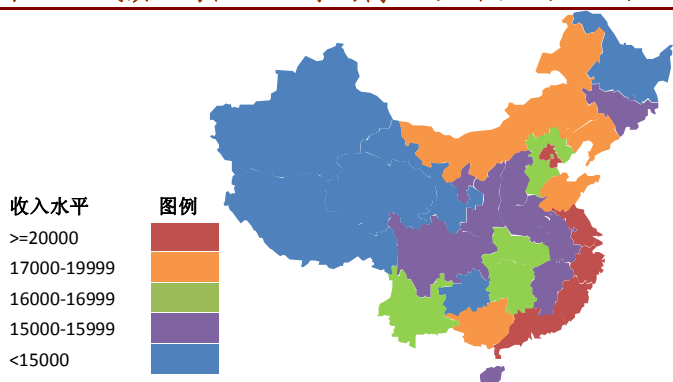
图 37、城镇化人口家电消费将大幅提升



资料来源：wind，招商证券研发中心

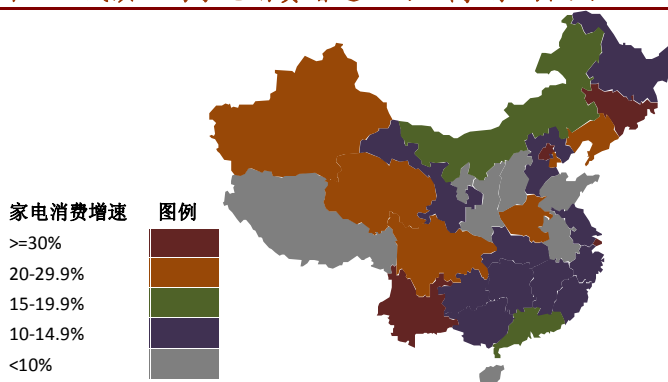
华中、华北地区的城镇家电消费成长空间较大。细化分析全国各地的城镇市场，城镇人均收入呈“东南高、西北低”分布，而城镇人均家电消费增速则呈“西北高、东南低”分布。华中、华北的收入水平较高，家电消费增速高，未来城镇家电消费的主力区域有可能从东南沿海向这一区域延伸。另外，吉林、辽宁地区亦有较大成长空间。

图 38、城镇人均收入 “东南高、西北低”（2010）



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 39、城镇人均家电消费增速 “西北高、东南低”（2010）



资料来源：wind，招商证券研发中心

根据十二五规划，到 2015 年，中国的人口总数将控制在 13.9 亿以内，城镇化率比 2010 年提高 4 个百分点，未来五年，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长 7% 以上。从十五、十一五规划的情况来看，人口总数通常能够控制在目标值之内，城镇化率、城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入的增速目标通常能够超额完成。此次十二五规划的目标的设置依然相对谨慎，我们认为未来五年，国家超额完成这几项目标是大概率事件。

我们将十二五规划的目标值作为保守预测值，并结合宏观经济和家电市场发展现状，设置中性和乐观的情境假设，预测十二五期间的家电市场规模。根据我们的预测模型，2015 年家电市场将达到 1.2~1.7 万亿元的规模，未来五年家电市场的复合增速为 10%~17%。各种情境假设下的测算的结果均显示，城镇市场的复合增长率将高于农村市场。

表 2、近两期五年规划目标与结果的比较¹

	十五规划			十一五规划		
	目标	结果	与目标的差异	目标	结果	与目标的差异
总人口	13.3	13.1	-0.2	13.6	13.4	-0.2
城镇化率		43%		47%	50%	+3%
城镇人均可支配收入年均增速	5%	9%	+4%	5%	6%	+1%
农村人均纯收入年均增速	5%	10%	+5%	5%	9%	+4%

资料来源：招商证券研发中心

表 3、家电终端市场规模预测假设（2015E）

	保守假设	中性假设	乐观假设
人口数（亿人）	13.7	13.7	13.7
城镇化率	53.7%	54.7%	55.7%
城镇人均可支配收入年均增速（2011E-2015E）	7%	9%	11%
农村人均纯收入年均增速（2011E-2015E）	7%	10%	12%
城镇居民家电消费占收入比例	5.2%	5.4%	5.6%
农村居民家电消费占收入比例	4.2%	4.4%	4.6%

资料来源：招商证券研发中心

表 4、家电终端市场规模预测结果（2015E）

	保守预测	中性预测	乐观预测
城镇人口（亿人）	7.4	7.5	7.6
城镇人均可支配收入（万元）	2.7	2.9	3.2
城镇人均家电消费（元）	1394	1588	1803
城镇家电市场规模（亿元）	10253	11898	13760
农村人口（亿人）	6.3	6.2	6.1
农村人均纯收入（万元）	0.8	1.0	1.0
农村人均家电消费（元）	349	419	480
农村家电市场规模（亿元）	2212	2603	2912
全国家电市场规模（亿元）	12465	14501	16672
全国家电市场复合增速（2011E-2015E）	10.3%	13.7%	17.0%
城镇市场占比	82.3%	82.0%	82.5%
农村市场占比	17.7%	18.0%	17.5%

资料来源：招商证券研发中心

¹ 城镇人均可支配收入和农村人均纯收入的年均增速计算已经消除通胀影响。

2.2 后政策时代，家电国内市场的担忧与机会

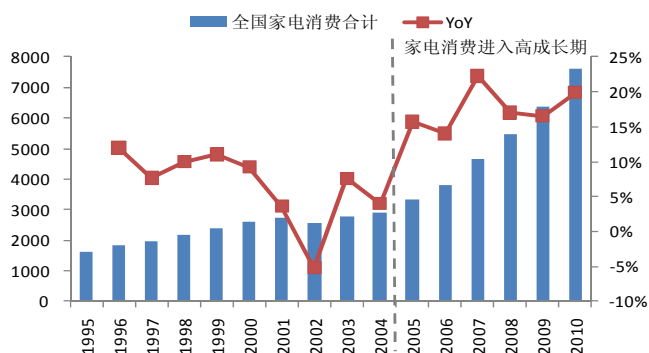
家电补贴政策刺激了家电消费，但不宜过分夸大政策的作用。家电消费从2005年起进入高成长期，2007年家电消费增速达到22.3%的高点，而家电补贴政策从2007年12月才开始试点。2008年，家电下乡只在山东、河南、四川三个省份（青岛作为单列市）试点，而当年全国的家电消费增速也达到17.0%。2009年，家电下乡开始全面推广，以旧换新开始试点，节能补贴开始实施，而当年的家电消费增速为16.5%，与前一年相比有所回落。我们认为，家电补贴政策对2009、2010年的市场增速起到一定的推动作用，但不是决定作用。

表 5、各地实行洗衣机优惠政策时间表

政策	省（自治区、直辖市和计划单列市）	政策执行时间					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
家电下乡	1 山东、青岛、河南、四川						
	2 内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西						
	3 除以上两批以外其他地区						
以旧换新	1 北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙						
	2 除第一批以外的其他地区						
节能补贴	全国						

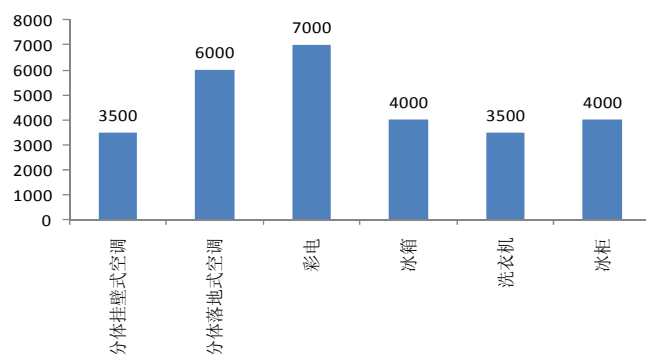
资料来源：招商证券研发中心

图 40、家电消费从2005年开始进入高成长期



资料来源：wind，招商证券研发中心

图 41、家电下乡主要产品限价（2010）



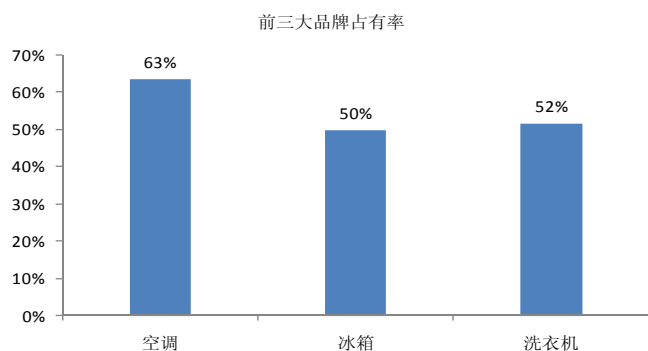
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

节能补贴政策在2011年5月底结束，各个地区的家电下乡、以旧换新补贴政策也将在未来两年陆续到期，但是我们认为补贴政策结束对家电市场的影响有限。如前所述，居民收入提高和城镇化进程是家电内需增长的原动力，补贴政策对家电消费只是起到了刺激作用。从短期看，政策退出之前，厂家可能会加大促销力度拉高销量，而政策刚刚结束的时候消费意愿会在短时间内受到抑制，这两方面因素将造成家电消费的小幅波动。但是从长期看，家电消费需求依然旺盛，因此我们认为不必对此过分担忧。另一方面，由于家电补贴政策对补贴产品设置价格上限，定位较低的二三线品牌从中获益更多，在家电补贴政策结束之后，市场竞争恢复常态，一线品牌有望进一步提高市场占有率。

3、龙头企业有望继续受益消费升级和市场集中度提高

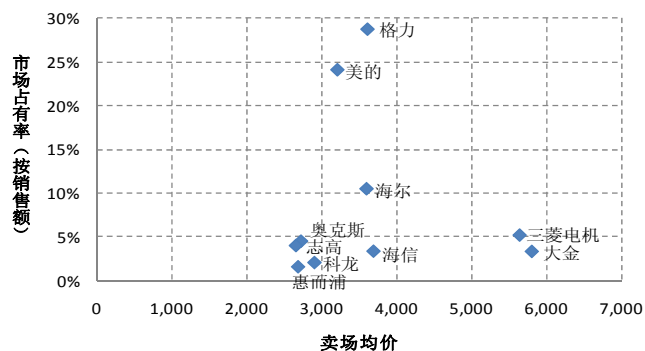
从行业竞争格局上看，白家电市场的集中度继续提高。根据中怡康 2011 年 1 至 4 月的终端零售监测数据，空调市场已经从三寡头格局转变为双寡头格局，格力和美的的市场占有率已经和海尔拉开差距；在冰箱市场，海尔则遥遥领先于国内外竞争对手，其他主要中资品牌在 2000~2500 元的产品价格区间展开激烈竞争；在洗衣机市场，由小天鹅、美的、荣事达三个品牌构成的小天鹅系，市场占有率已经逼近海尔。

图 42、家电市场集中度仍有提升空间（01-04/2011）



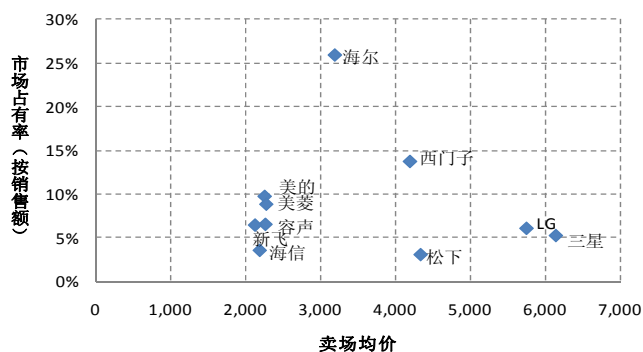
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 43、空调市场已形成双寡头格局（01-04/2011）



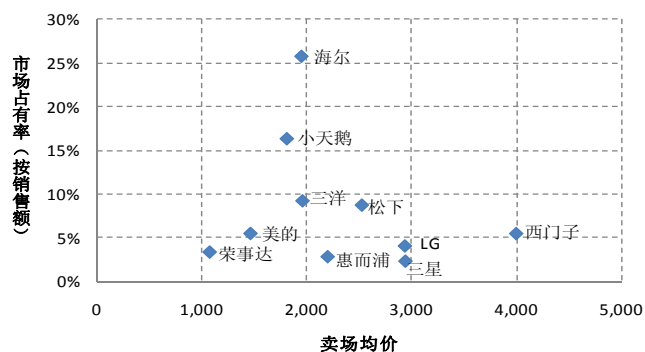
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 44、冰箱市场海尔遥遥领先（01-04/2011）



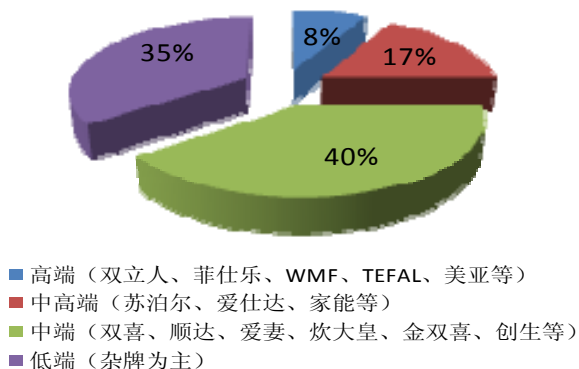
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 45、洗衣机市场海尔和小天鹅系对阵（01-04/2011）



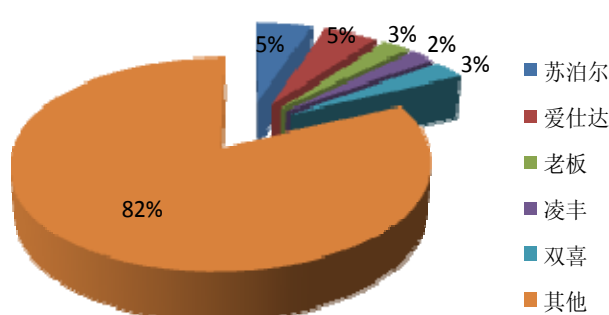
资料来源：中怡康，招商证券研发中心

图 46、产品升级空间较大：中高端品牌市场份额占比小



资料来源：五金协会，招商证券研发中心

图 47、炊具内销市场的低集中度预示品牌消费的机遇



资料来源：百度数据研究中心，招商证券

表 6、部分厨电产品领域已经形成了品牌强势格局

电饭煲		电磁炉		电热水壶	
品牌	占有率	品牌	占有率	品牌	占有率
美的	44%	美的	40%	美的	29%
苏泊尔	19%	苏泊尔	14%	苏泊尔	11%
格兰仕	5%	九阳	12%	九阳	10%
奔腾	6%	格兰仕	8%	格兰德	4%
三角	2%	奔腾	7%	龙的	2%
其他	25%	其他	19%	其他	43%
电压力锅		豆浆机		电烤箱	
品牌	占有率	品牌	占有率	品牌	占有率
美的	45%	九阳	69%	ACA	27%
苏泊尔	22%	美的	23%	美的	25%
九阳	6%	欧南多	2%	格兰仕	21%
奔腾	6%	苏泊尔	2%		
洛贝	5%	步步高	1%		
其他	16%	其他	3%	其他	27%
油烟机		嵌入式燃气灶		嵌入式消毒柜	
品牌	占有率	品牌	占有率	品牌	占有率
老板	10%	方太	10%	方太	13%
方太	9%	老板	10%	老板	9%
华帝	7%	华帝	10%	华帝	9%
美的	7%	美的	7%	康宝	7%
帅康	7%	帅康	7%	美的	7%
其他	60%	其他	55%	其他	54%

资料来源：中怡康、招商证券研发中心

4、关注低估值和低 PEG 水平的优质企业

表 7、关注低 PEG 水平的优质成长型品牌企业

上市公司	股价	总市值 (亿元)	EPS		盈利增速		PE		PEG	主营产品
			2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E		
000527 美的电器	17.55	601	1.22	1.55	33%	25%	14	12	0.45	白电
600690 青岛海尔	25.59	344	2.00	2.45	30%	24%	13	11	0.43	白电、厨卫
000418 小天鹅 A	15.90	102	1.10	1.44	38%	33%	15	11	0.38	洗衣机
600983 合肥三洋	10.85	59	0.72	0.95	27%	32%	15	12	0.56	洗衣机
000521 美菱电器	9.18	49	0.63	0.63	5%	10%	14	13	2.85	冰箱、空调
600336 澳柯玛	7.08	24	0.35	0.49	72%	40%	20	15	0.28	冰箱
002032 苏泊尔	21.65	126	0.92	1.20	32%	28%	24	18	0.73	炊具、小家电
002242 九阳股份	12.76	100	0.90	1.05	20%	19%	14	12	0.71	小家电
002403 爱仕达	13.26	32	0.35	0.47	43%	32%	36	28	0.84	炊具
002508 老板电器	15.73	42	0.69	0.89	30%	27%	24	19	0.79	厨卫
002543 万和电气	23.42	47	1.16	1.54	26%	31%	20	15	0.77	厨卫
002035 华帝股份	10.90	24	0.66	0.82	21%	27%	17	13	0.78	厨卫

资料来源：wind，招商证券研发中心

苏泊尔（002032）-成长前景明朗的炊具与小家电行业翘楚

- ◆ **关注炊具行业的品牌集中度提升与厨房小家电行业的持续成长。**普及率较高的炊具行业已经步入稳定增长阶段，消费升级背景下**强势品牌有望继续提升市场份额**；行业龙头苏泊尔和爱仕达的市场份额总和仅 10% 左右，未来提升空间巨大。相较全球人均厨房小家电消费，中国尚处于低位；**部分厨房小家电产品在国内市场的普及空间仍然很大，处于快速成长期**；同时小家电创新能够不断扩大需求从而创造新的市场容量。厨房小家电行业已形成较强的品牌，包括美的、苏泊尔、九阳等；一二级市场品牌集中度已经较高，而三四级市场的品牌拓展空间广阔。预期未来三年厨房小家电行业复合增速将有望保持在 20% 以上。
- ◆ **苏泊尔（002032）是国内炊具行业冠军和厨房小家电行业翘楚。**定位中高端的苏泊尔是国内炊具行业的市场冠军，公司在部分厨房小家电产品领域的市场份额位居国内三甲。基于在炊具和厨房电器领域有着出色的产品多元化和品牌延伸性，公司能够极大分享行业的持续成长。积极推进产品和技术创新的同时，公司**重视渠道深化拓展**，未来内销市场份额有望继续提升。
- ◆ **赛博控股：公司将受益于 SEB 的多国本土化战略。**在保证苏泊尔高职业化素养管理团队的稳定和决策自由度的基础上，SEB 将在技术、管理经验、品牌推广等方面为苏泊尔提供平台支持，OEM 订单转移以及品牌和技术许可的引入有望加速。SEB 重视激励管理层的积极性，2011 年增持苏泊尔股权至 71% 之后，为未来股权激励提供了可能性，这亦将为苏泊尔的持续成长保驾护航。
- ◆ **大股东 30 元的受让价格是中长期投资的重要估值参考。**预期公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.93 和 1.21 元，CAGR31%，当前股价对应 2011 年市盈率 24.0x。公司未来几年增长确定性较强，可作为优良的中长线投资品种，而赛博 2011 年 30 元的受让价格可视为估值的重要参考，给予“强烈推荐-A”评级。
- ◆ **风险因素：SEB 订单转移低于预期以及原材料和汇率的风险**

青岛海尔（600690）-提升高端机型占比，进军家电销售蓝海

- ◆ **推动品牌多元化，提高产品附加值。**“海尔”是国内冰箱、洗衣机、热水器市场占有率第一、空调市场占有率第三的品牌，享有很高的知名度和品牌关注度。再继续推进“海尔”品牌高端战略的基础上，公司推出定位超高端的“卡萨帝”和低端的“统帅”两个子品牌，覆盖更多的目标用户群。
- ◆ **进军三四级市场家电销售的蓝海。**公司以“日日顺”品牌运作家电销售平台，主要在三四级市场发展海尔专卖店和日日顺加盟店。公司已经发展出借助合资分公司快速拓展网点的成功模式。由于不用直接运作终端店面，公司可以集中精力将日日顺模式快速复制到全国各地，销售网络的规模有望在 2011 年翻番。借助销售平台，公司得以进一步分享三四级市场的快速成长。
- ◆ **股权激励目标可作参考的安全底部。**公司第二期股权激励的条件是，以 2010 年业绩为基准，业绩条件是 2011 年至 2013 年各年加权平均 ROE10%，净利润复合增长率 18%。

- ◆ 给予“强烈推荐-A”投资评级。未来市场增长确定，公司凭借已有的优质品牌和出色的创新能力，将从一二级市场消费升级和三四级市场普及率提高的过程中受益。我们按 2011 年 EPS 给予 16x 估值，按当前股本计算对应股价 32 元，建议积极参与。
- ◆ 风险提示：原材料成本持续上升挤压毛利空间、三四级市场的消费能力提升缓慢、集团未来注入资产的质地可能偏差

美的电器（000527）-二季度毛利率水平或将回升

- ◆ 营业收入大幅增长，净利润增长低于市场预期。2011 年 1 季度，公司实现营业收入 304.8 亿元，同比大幅增长 96.1%，实现净利润 7.1 亿元，同比增长 17.5%，实现每股收益 0.22 元，业绩低于市场预期。
- ◆ 内外销共同驱动，各业务快速增长。一季度公司空冰洗的销量增速分别达到 49%、37%和 30%。受益于欧美经济复苏，空冰洗的外销增长分别达 67%、26%和 7%。2010 年全球空调市场开始进入景气周期，从广交会的厂商交流情况来看，2011 年的景气有望延续，海外业务有望成为公司业绩增长的重要动力。
- ◆ 成本压力一定程度上制约公司盈利增长。将节能补贴还原为正常会计处理后，毛利率为 15.5%，下滑 3 个百分点，主要受到原材料和劳动力成本上升、人民币升值以及节能补贴减少后调价的相对滞后（2 季度毛利率或将回升）。渠道整合效应进一步体现，销售费用率从去年同期的 9.5%下降到 8.2%。然而，研发费用的快速增长致使管理费用率同比增加 0.2 个百分点。此外，利率上升致财务费用今年 1 季度同比大幅增长 547%。期间费用总体控制较好，同比下降 0.8 个百分点。但受成本上升影响，1 季销售净利率下降近 2 个百分点。
- ◆ 维持“审慎推荐-A”投资评级。公司规模优先战略下面临行业整体性成本压力，调价或带动 2 季度毛利率回升。预估 2011-2013 年 EPS1.21、1.48 和 1.77 元，对应 2011 年 PE14.6x。基于可选消费的弹性考虑，股价逢低可介入。
- ◆ 风险提示：要素成本上升、地产调控、汇率风险、节能惠民补贴退出

参考报告：

1. 《小天鹅(000418)-品牌与渠道发力,小天鹅更美的》2011/05/09
2. 《厨卫电器行业 2011 年二季度投资策略-择机布局低 PEG 水平的优质成长型企业》2011/04/06
3. 《苏泊尔(002032)-成长前景明朗的炊具和厨房小家电行业翘楚》2011/03/24
4. 《万家乐(000533)-传统业务继续前行,HCPV 或成未来第三驾马车》2011/03/15
5. 《万和电气(002543)-发挥成本和渠道优势,2013 再造一个万和》2011/03/07

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学，计算机专业学士、硕士；2007-2010 年，任招商证券交通运输行业分析师；2010 年获“水晶球”交通运输行业第四名。2011 年起任家电行业分析师。

张立聪，北京大学光华管理学院企业管理硕士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。