

2011-06-16

家电行业

维持

增持

低估值、稳定增长，蕴含投资机会

◇ 2011 年中期策略报告

◆ 家电板块估值具备投资价值，龙头估值已经同国际接轨

当前家电板估值已经具备投资价值，板块滚动 PE 为 20 倍，接近历史底部（均值-δ）17 倍。

横行比较，家电板块估值处于所有板块较低的位置。此外，家电龙头估值已经同国际接轨。海外家电企业当前静态 PE 均值 17 倍，动态 PE 均值 15 倍。国内家电龙头格力、美的、海尔、海信的估值已经同国际接轨，当前静态估值分别为 14X，19X，17X，13X；动态估值分别为 11X，15X，13X，11X。

◆ 国内家电需求稳定，空调产品需求乐观，彩电升级有机会

当前国内家电市场需求依然保持稳定的增长，农村家电市场增长引人注目，城市家电消费升级趋势明显。

所有家电产品中空调需求最为乐观。空调是目前家电下乡销售和城市以旧换新销售中增长最快的家电产品。彩电全年产品升级不断，LED 电视、网络电视和 3D 电视的普及使得行业依然存在机会。

◆ 产品调价，原材料价格回调，行业盈利能力趋好

一季度家电行业受困原材料价格快速增长，毛利率较低。二季度家电行业景气指数有所回升，随着原材料价格回调以及家电行业新品推出后的调价行为，预计行业毛利率相对一季度将回升。

◆ 龙头优势明显，更具投资价值

家电行业呈现强者愈强趋势，龙头企业竞争优势明显，增长高于行业，而估值却低于非龙头企业，因此龙头企业更具备投资价值。推荐白电龙头：青岛海尔、格力电器、美的电器；彩电龙头：海信电器；小家电龙头：苏泊尔；照明龙头：阳光照明。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			10A	11E	12E	
600690	青岛海尔	26.42	1.52	2.00	2.54	买入
000651	格力电器	21.84	1.52	2.00	2.42	买入
000527	美的电器	17.70	0.92	1.14	1.44	买入
600060	海信电器	12.87	0.96	1.20	1.44	买入
002032	苏泊尔	22.53	0.70	0.95	1.25	买入
600261	阳光照明	19.92	0.48	0.65	0.86	买入

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

联系人：何伟

021-22169108

hewei@ebscn.com

行业主要数据图

行业与上证指数对比图



相关报告：

城市消费升级与农村需求增长凸显家电行业投资机会

2010-12-08

春节备年货，二月超配家电板块

2011-01-31

3600 万套保障房很给力，助推家电板块再飞一会儿

2011-03-01

预期兑现，家电以旧换新政策确定延长

2011-03-07

日本大地震将波及中国家电产业

2011-03-13

四月家电下乡销售下滑为哪般

2011-05-08

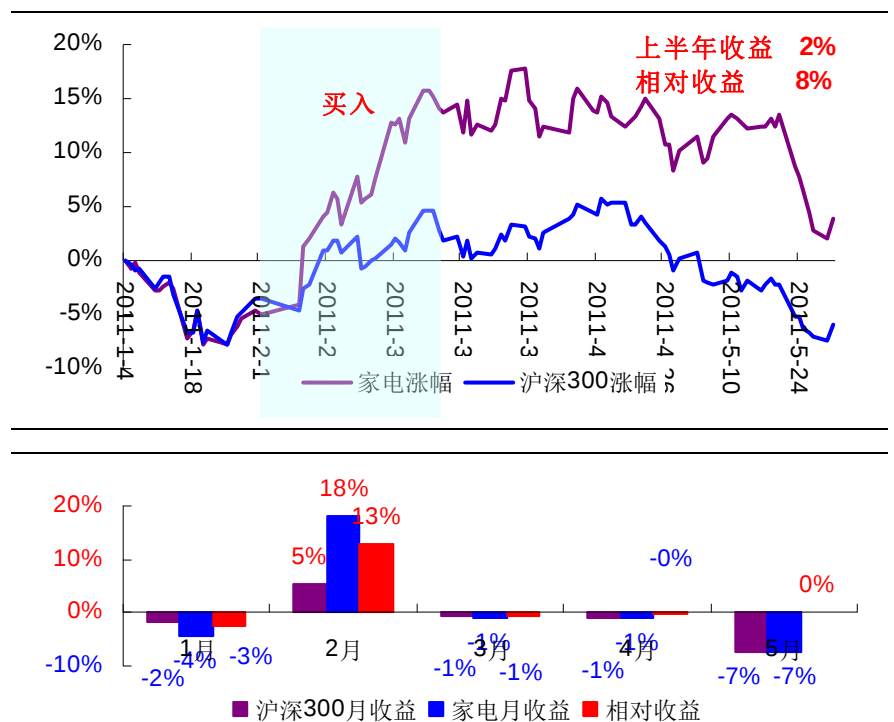
板块估值低，龙头具备投资价值

上半年板块表现可圈可点

家电板块二月表现出色，在五月出现补跌，但上半年总体而言，家电板块获得很好的相对收益。

上半年我们精准把握了家电板块的主升浪。我们从春节前发布《春节备年货，二月超配家电板块》，将板块评级上调为“买入”；到3月中旬我们在《日本大地震将波及中国家电产业》中将行业评级下调为“增持”，家电板块在此期间完成主升浪。此后横盘整理，最后到5月下旬追随大盘补跌。

图表 1：上半年板块涨幅表现

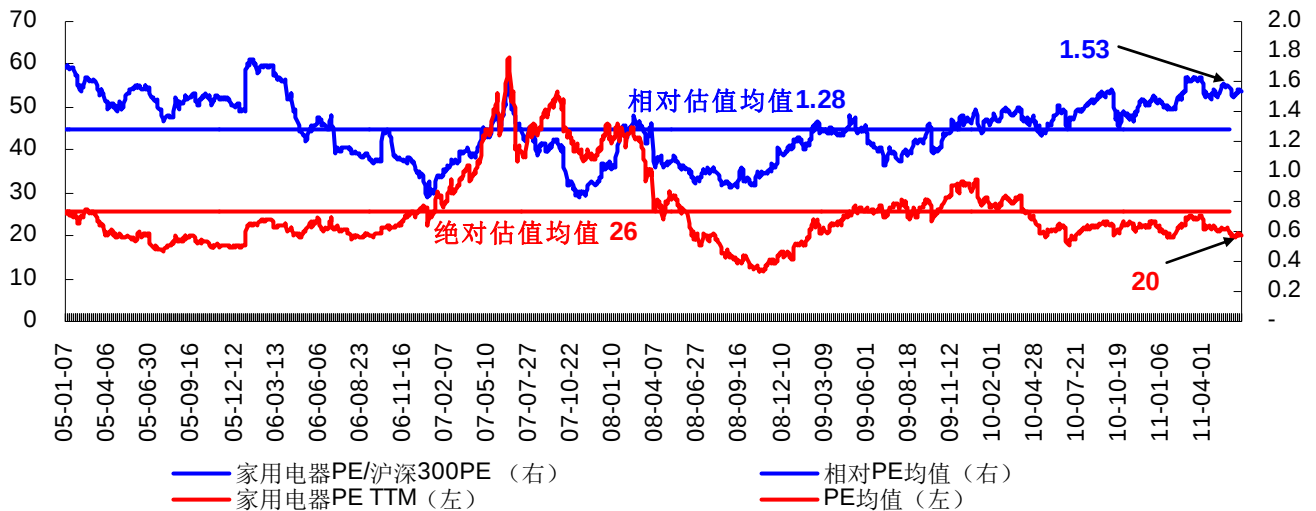


资料来源：wind，光大证券研究所截至 2011 年 5 月 31 日

当前板块估值具备投资价值

经过五月的补跌后，从历史估值看，家电板块当前滚动 PE 为 20 倍，历史均值为 26 倍，而历史底部（均值- δ ）为 17 倍。

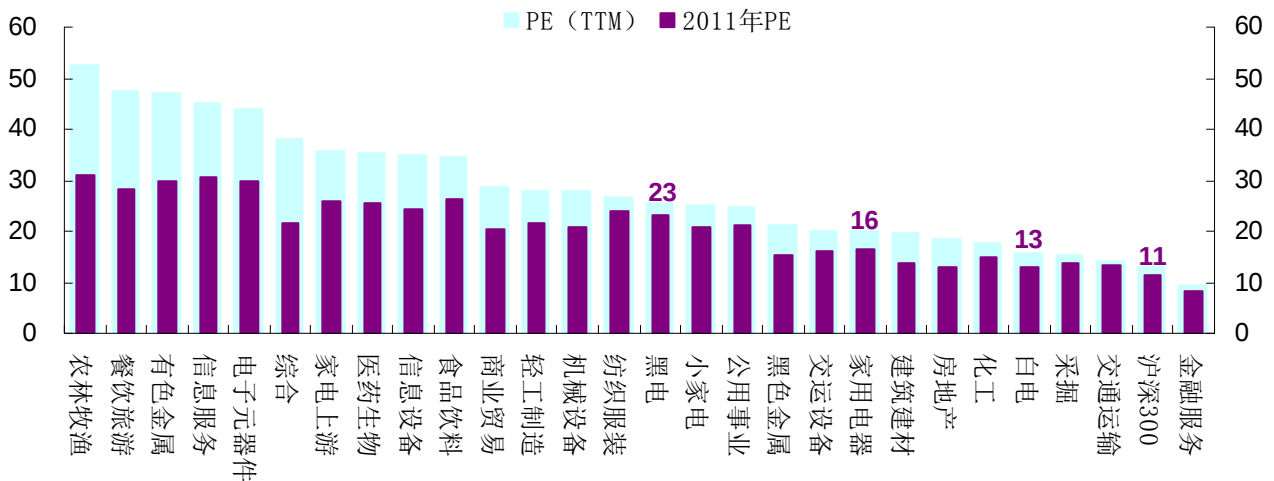
图表 2：家电板块历史估值变化



资料来源：wind，光大证券研究所截至 2011 年 6 月 15 日

横向比较各板块估值，家电板块的动态估值为 16 倍，在各板块中处于相对较低的估值水平，具有比较优势。

图表 3：板块估值比较



资料来源：wind，光大证券研究所截至 2011 年 6 月 15 日

龙头在板块中具有估值优势

当前龙头企业在板块中具备估值优势。除苏泊尔在小家电板块中估值居于中位外，其他青岛海尔、格力电器、美的电器、海信电器以及阳光照明在各自的子板块中估值都处于低位。

图表 4：上半年板块涨幅表现

		PE2010	PE (TTM)	PE2011
白电板块				
000651.SZ	格力电器	14	13	11
600690.SH	青岛海尔	17	16	13
000521.SZ	美菱电器	14	18	13
000527.SZ	美的电器	19	18	14
000418.SZ	小天鹅 A	20	18	14
000921.SZ	ST 科龙	15	14	14
600983.SH	合肥三洋	19	19	15
600336.SH	澳柯玛	35	36	21
黑电板块				
600060.SH	海信电器	13	11	10
600870.SH	ST 厦华	35	41	16
002429.SZ	兆驰股份	24	24	17
600839.SH	四川长虹	39	30	38
000100.SZ	TCL 集团	60	44	44
002052.SZ	同洲电子	-32	-42	31
000016.SZ	深康佳 A	64	-189	-142
小家电板块				
002242.SZ	九阳股份	16	15	14
002035.SZ	华帝股份	21	20	17
002543.SZ	万和电气	25	23	20
002508.SZ	老板电器	30	28	23
002032.SZ	苏泊尔	32	29	24
002403.SZ	爱仕达	52	49	36
000533.SZ	万家乐	40	-174	21
照明板块				
600261.SH	阳光照明	40	40	31
600651.SH	飞乐音响	66	43	29
000541.SZ	佛山照明	50	43	32
002076.SZ	雪莱特	151	150	86

资料来源：wind，光大证券研究所 截至 2011 年 6 月 16 日

龙头估值已经同国际接轨

国际家电企业当前静态 PE 均值 17 倍，动态 PE 均值 15 倍。国内家电龙头格力、美的、海尔、海信的估值已经同国际接轨，当前静态估值分别为 14X, 19X, 17X, 13X；动态估值分别为 11X, 15X, 13X, 11X。

图表 5：2011-6-15 国外家电企业估值

	代码	公司	国家或地区	上市地点	币种	股价	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
								09A	10E	11E	09A	10E	11E
1	WHR.US	惠而浦	美国	NYSE	USD	74.37	57	4.30	8.12	10.92	17.28	9.16	6.81
2	GE.US	通用电气	美国	NYSE	USD	18.60	1,973	1.04	1.10	1.36	17.89	16.94	13.63
3	UTX.US	联合技术公司	美国	NYSE	USD	84.02	769	4.18	4.78	5.39	20.08	17.59	15.58
4	AOSUS	AO 史密斯	美国	NYSE	USD	40.06	16	2.10	2.88	2.78	19.09	13.90	14.43
5	LIUS	力诺国际	美国	NYSE	USD	44.36	24	0.96	2.18	2.90	46.29	20.36	15.28
6	ELUXB.SS	伊莱克斯	瑞典	瑞典	SEK	154.00	463	8.68	13.31	13.44	17.74	11.57	11.46
7	DLG.IM	德隆	意大利	意大利	EUR	8.15	12	0.22	0.50	0.72	37.66	16.26	11.31
8	SK.FP	赛博	法国	法国	EUR	69.61	35	2.92	4.41	5.36	23.82	15.78	12.99
9	PHIA.NA	飞利浦	荷兰	荷兰	EUR	17.92	181	0.41	1.43	1.48	44.10	12.50	12.09
10	SIE.DE	西门子	德国	德国	EUR	91.36	835	2.51	4.26	7.73	36.44	21.42	11.81
11	ARCLK.TI	阿奇力克	土耳其	土耳其	TRY	7.96	54	0.72	0.77	0.83	11.08	10.40	9.59
12	6502.JP	东芝	日本	日本	JPY	410	17,374	(81.07)	(4.66)	25.77	(5.06)	(88.00)	15.91
13	6367.JP	大金	日本	日本	JPY	2,905	8,515	74.22	66.15	83.69	39.14	43.91	34.71
14	6752.JP	松下	日本	日本	JPY	938	23,010	(154.49)	(42.18)	39.29	(6.07)	(22.24)	23.87
15	6758.JP	索尼	日本	日本	JPY	2,016	20,254	(98.48)	(40.61)	(258.80)	(20.47)	(49.64)	(7.79)
16	6753.JP	夏普	日本	日本	JPY	719	7,986	(113.28)	3.96	24.60	(6.35)	181.62	29.23
17	5943.JP	能率	日本	日本	JPY	1,502	763	16.50	75.65	95.97	91.05	19.85	15.65
18	066570.KS	LG	韩国	韩国	KRW	82,900	119,913	15,814	8,482	7,272	5.24	9.77	11.40
19	005930.KS	三星	韩国	韩国	KRW	857,000	1,262,352	65,510	107,258	103,689	13.08	7.99	8.27
20	FPANZ	费雪派克	新西兰	新西兰	NZD	0.63	5	(0.13)	(0.12)	0.03	(4.79)	(5.48)	18.47
均值											26.44	17.1	14.76
													13.64

资料来源：BLOOMBERG，光大证券研究所注，均值为剔除负值，剔除正值中的最大值和最小值，然后所得均值

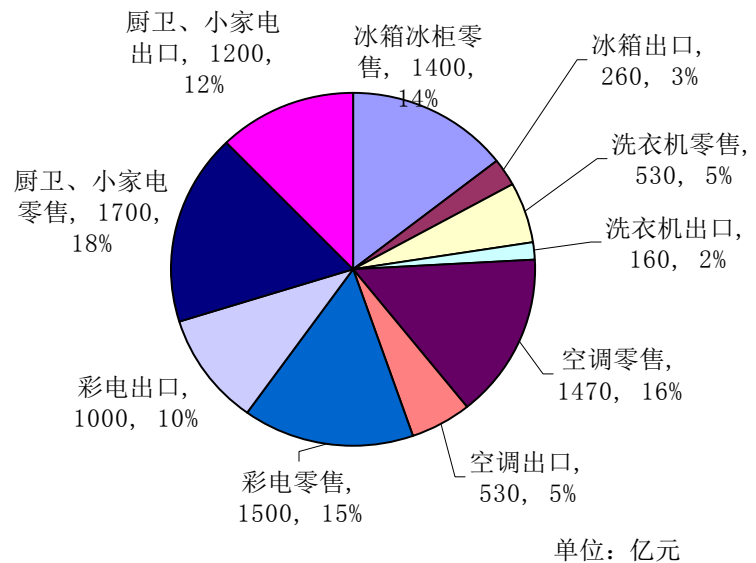
行业继续保持稳定增长

家电已经形成万亿大市场，龙头优势明显

据我们测算,2010年中国家电产业规模已经接近1万亿元,达到9750亿元。其中冰洗、空调、彩电、小家电四分天下。家电国内零售规模达6600元,占68%;出口规模达3150亿元,占32%。考虑到家电产品出口单价明显低于国内零售单价,预计出口家电数量同内销数量不相上下。

图表 6：中国家电产业（不包括 IT、通讯产品）

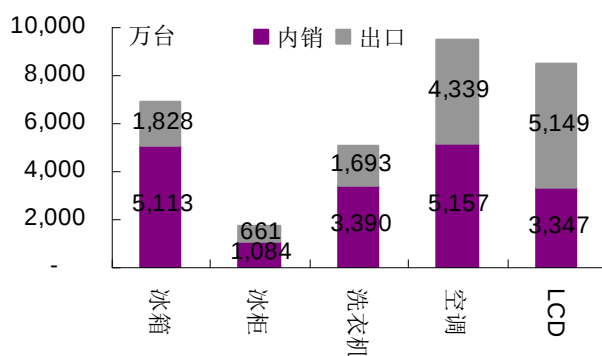
2010年中国家电产业规模接近1万亿元，达到9750亿元



资料来源：借鉴海关、中怡康、产业在线数据，光大证券研究所估计

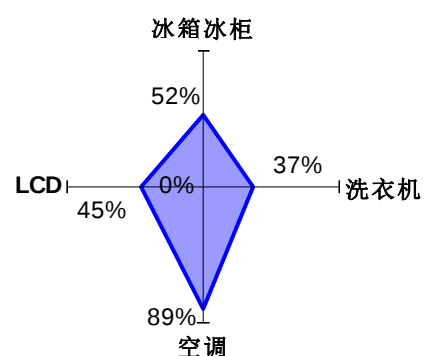
2010年，中国大家电冰箱和空调国内销售规模都超过5000万台，洗衣机和LCD国内销售规模超过3000万台。由于配套优势和成本优势明显，中国生产的大家电中，空调已经达到全球产量的89%，冰箱冰柜达到52%，LCD达到45%，洗衣机达到37%。

图表 7：2010 年中国大家电内销和出口规模



资料来源：产业在线，光大证券研究所

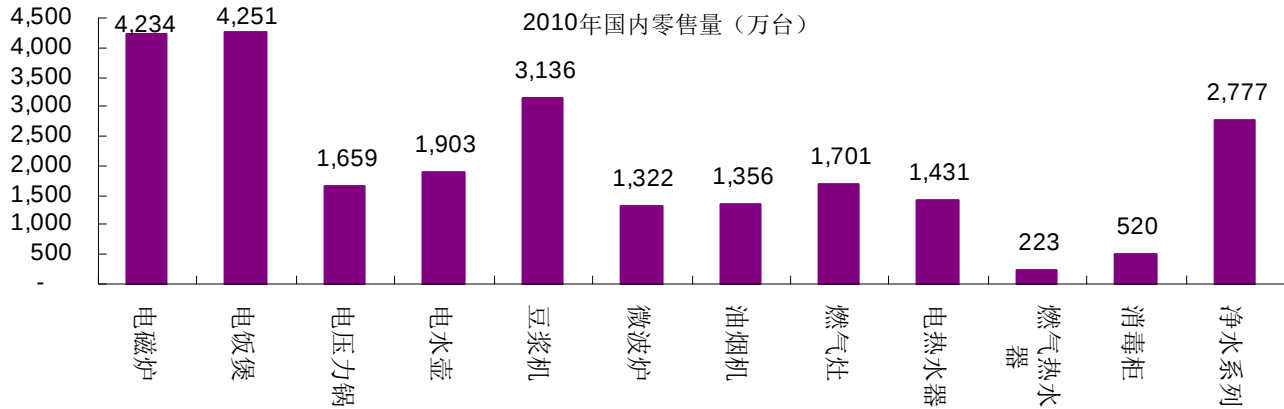
图表 8：2010 年中国大家电产量全球占比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

厨卫、小家电产品市场成熟度不一，电磁炉和电饭煲 2010 年零售量在 4000 万台以上，而豆浆机零售量在 3000 万台以上，都同大家电零售量在同一水平。

图表 9：2010 年国内部分厨卫、小家电产品零售量



资料来源：中怡康，光大证券研究所

2010 年，家电龙头海尔、格力、美的、海信电器、苏泊尔五家上市公司收入合计 2200 亿，如果算上美的集团的小家电业务以及海信集团的白电业务，总规模可达到 2700 亿，即市场占比接近 30%。

就白电和小家电而言，龙头企业收入和利润都呈现高于行业的增长，而彩电行业市场集中度难以提高，但龙头企业的盈利能力明显优于行业。照明行业龙头历史表现优势还不明显，但当前由于面临较大的原材料成本上涨，很多小企业都无法经营，未来有市场集中度提高到趋势。同时发达国家和地区禁用白炽灯，预期绿色照明的大量订单将主要集中在龙头企业手中。因此，就家电行业而言，龙头企业强者愈强，基本面要优于非龙头企业。

图表 10：家电龙头以及家电行业收入、利润增长比较

家电龙头在收入和利润方面表现优于行业

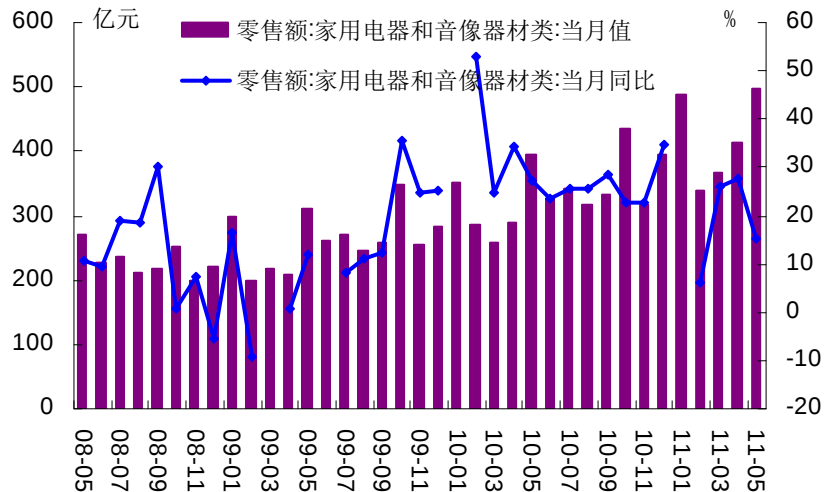
	2010		2011Q1	
	收入 YoY	利润 YoY	收入 YoY	利润 YoY
青岛海尔	36%	46%	23%	47%
格力电器	43%	47%	69%	46%
美的电器	58%	65%	96%	13%
家用电力器具制造业	34%	31%	29%	14%
海信电器	11%	100%	-5%	93%
家用影视设备制造	21%	54%	8%	9%
苏泊尔	37%	30%	36%	34%
家用厨房电器具制造	30%	8%	51%	27%
金属制厨用器皿及餐具制造	20%	0%	13%	-7%
阳光照明	25%	51%	13%	2%
照明器具制造业	31%	45%	10%	6%

资料来源：wind，国家统计局，光大证券研究所

国内家电零售依然景气

2月家电零售增速较缓,仅增长6%;3月家电零售同比增长26%;4月家电零售同比增长28%;5月家电零售同比增长15%。这表明国内家电零售依然景气。2月和5月家电零售增长率不高,主要原因是国内家电节日消费属性逐渐减弱。

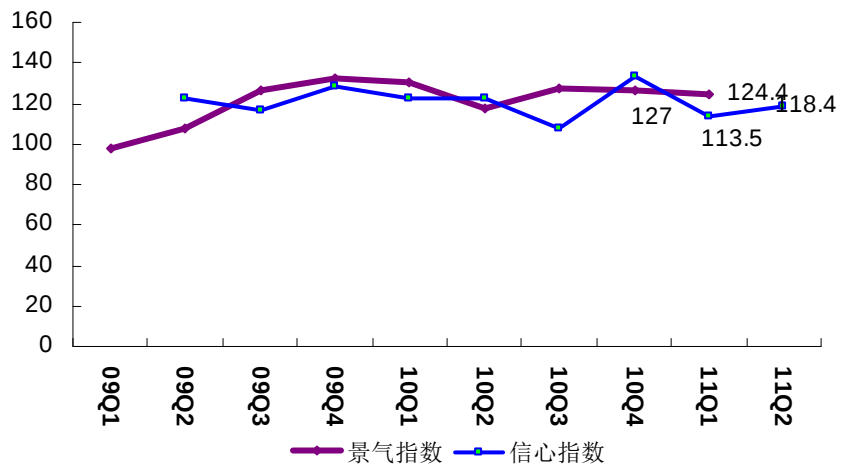
图表 11: 国内家电零售收入变化



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

根据中怡康发布的家电行业景气指数和信心指数。二季度家电行业信心指数 118, 较一季度有所回升。预期二季度的家电数据将好于一季度。

图表 12: 家电行业景气指数和信心指数



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

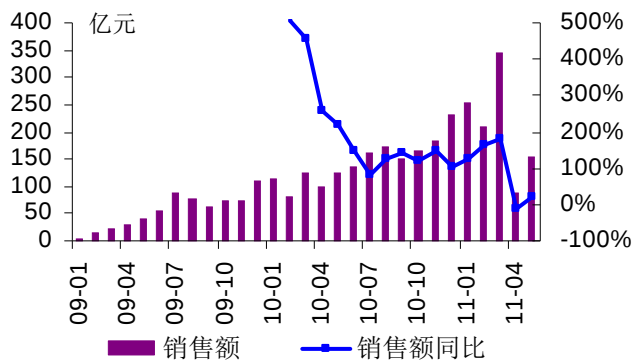
农村市场增长引人注目

家电下乡政策刺激再加上最近两年农民工工资的快速上涨带动农村家电需求爆发式增长，成为中国家电市场增长最快的焦点。

2011 年 1-5 月家电下乡累计销售额 1047 亿元，同比增长 93%。3 月由于第三批家电下乡标识卡到期，导致部分经销商提前申报补贴，当月销售规模虚增至 345 亿元，同时对 4 月和 5 月有所影响。3-5 月合计销售规模 585 亿元，同比增长 67%，真实反映农村需求的快速增长。

图表 13：家电下乡月底推移图

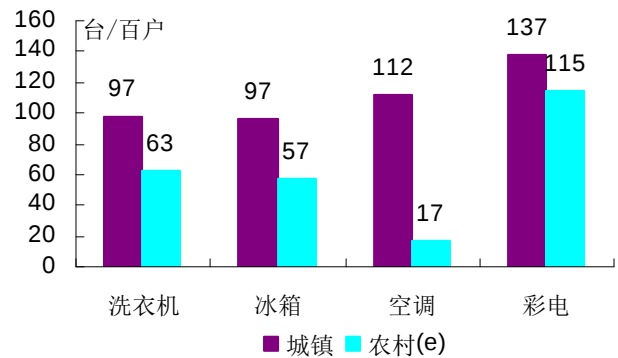
2011 年家电 3-5 月数据需要综合考虑，同比增长 67%



资料来源：商务部，光大证券研究所

图表 14：2010 年末家电保有量

注：农村市场保有量为测算值

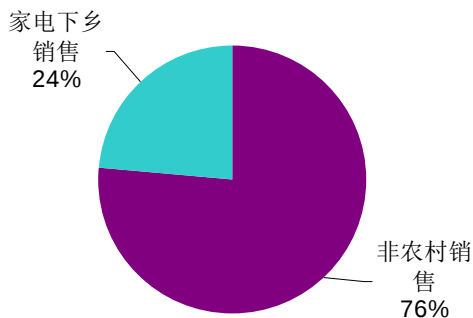


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2010 年农村家电下乡销售规模 1736 亿元，剔除电脑、手机产品的影响，预计家电下乡占全国家电零售规模的 24%。分产品看农村家电销量占全国家电销量，彩电和冰箱冰柜占比高，分别占全国销量的 42%和 39%；空调销量占比最低，仅 11%。

图表 15：2010 年农村家电需求全国占比

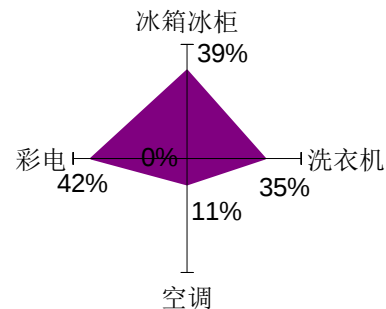
2010 年农村需求占比达到 24%



资料来源：借鉴商务部、中怡康，光大证券研究所估计

图表 16：2010 年 1-10 月家电下乡销量/国内销量

农村空调需求占国内需求比例最低



资料来源：商务部，产业在线，光大证券研究所

2010 年末，农村冰洗的家电保有量已经分别达到 57 台/百户和 63 台/百户，已经过了快速普及阶段，但还有成长空间。彩电保有量达到 115 台/百户，已经普及，需求主要来自换新需求。而空调保有量仅 17 台/百户，处于快速普及前夕。随着农村劳动者劳动报酬的不断提升，有理由相信未来农村空调需求将快速增长，成为空调行业的增长主动力。

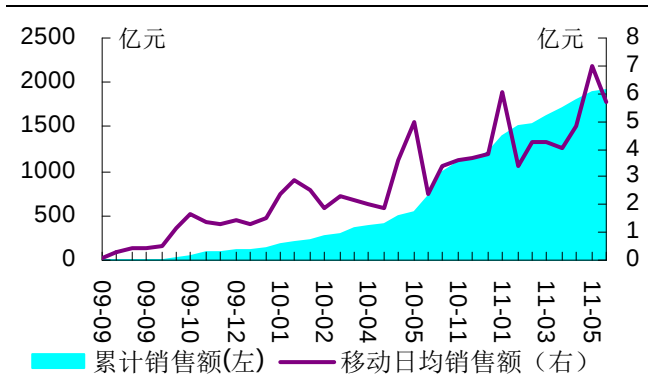
城市换新需求稳步增长，空调增长最快

城市换新需求在政策刺激下稳步增长。截止 2011 年 5 月 27 日，以旧换新自实施以来已经累计销售 1910 亿元。2011 年累计销售 699 亿元，环比（2010 年 8-12 月）增长约 40%。

从换新产品结构看，空调是增长最快的产品。2009 年以旧换新政策执行时，空调销量占比仅 13%。目前，空调销量占比已经提升至 24%，仅次于彩电。同期，冰箱、洗衣机、彩电销量占比都有所下滑。

图表 17：以旧换新累计销量

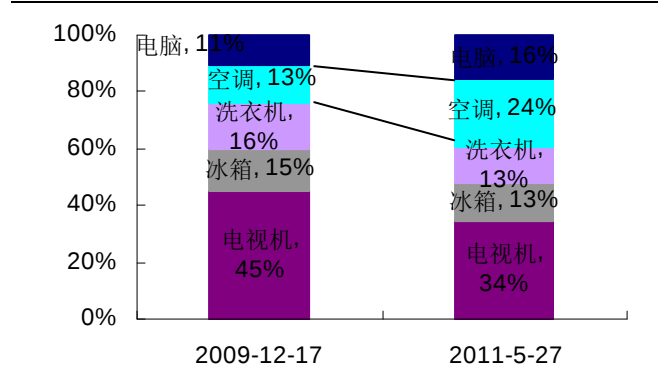
以旧换新实施以来累计（至 2011 年 5 月 27 日）销售 1910 亿元



资料来源：商务部，光大证券研究所

图表 18：以旧换新销量结构

空调销量占比明显提升



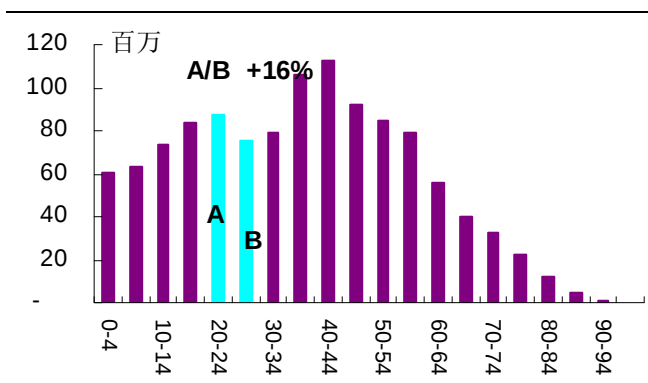
资料来源：商务部，光大证券研究所

适婚人口基数增长明显，房地产销售调整短期无影响

从人口角度考虑，当前中国适婚人口依然处于增长期，2009 年 20-24 岁人口相比 25-29 岁人口增长 16%。这表明，新婚对家电的需求未来依然处于明显的上升阶段。

图表 19：2009 年中国人口结构

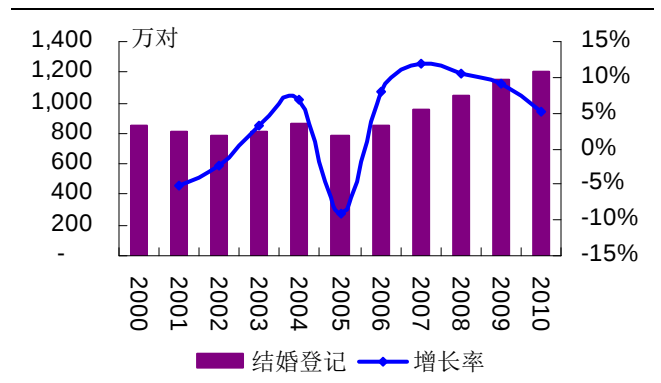
适婚人口稳步增长



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 20：中国结婚登记数量推移图

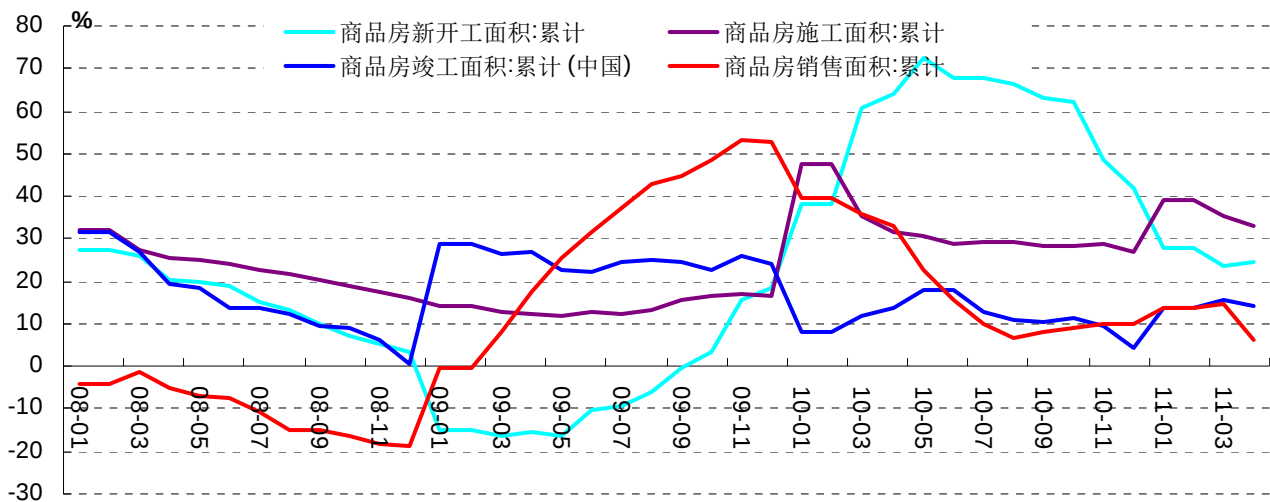
结婚登记数量稳步增长



资料来源：民政部，光大证券研究所

从住房装修角度考虑。目前商品房销售陷入调整，总有点让人担忧。由于中国商品房多以期房形式销售，短期对家电需求并无影响。目前商品房新开工面积、施工面积、竣工面积都保持着稳定增长的态势。而对家电需求有更快影响的二手房销售，实际销量占比不足 15%，影响有限。

图表 21：商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积累计同比



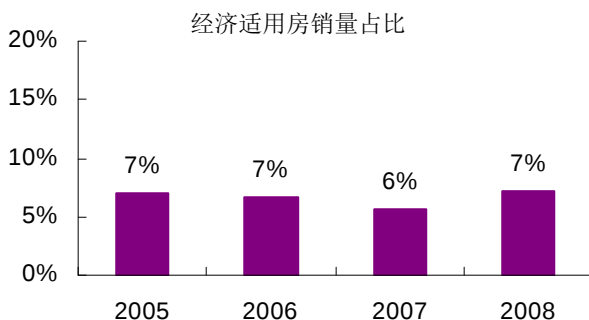
资料来源：光大证券研究所

商品房销售的减少进而影响商品房竣工速度再影响到新房装修对家电的需求预计要滞后 1-2 年时间。而此后我们寄期望与保障房进度的加快，弥补商品房竣工的减少。

2008-2010 年期间，政府分别计划建设保障性住房 100 万套、330 万套、580 万套，2011 年计划建设保障性住房 1000 万套。如果全部按计划建设，保障性住房开工分别占 2008-2011 年新建住房数量的 10%、23%、27%和 38%。而未来五年，政府计划建设保障性住房 3600 万套。

这一庞大的计划如果能够实施，那么商品房销售调整的负面影响完全可以忽略。但从大家的感觉而言，保障性住房实际建设量应该明显低于计划。但如果未来保障性住房计划实际执行能够达到 50%以上，那么我们认为足以对冲商品房销售调整带来的负面影响。

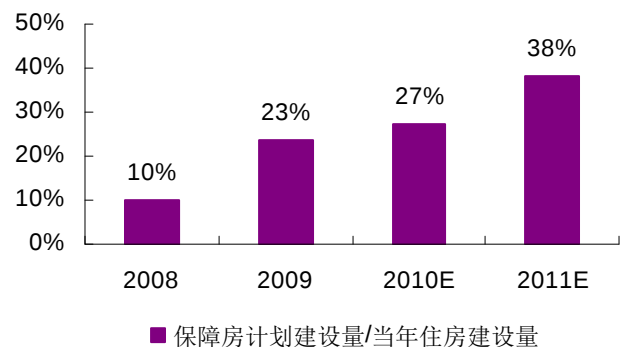
图表 22：经济适用房销量占比



注：2009 年之前经济适用房是保障房的主体

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表 23：保障房建设量占比



注：假设保障房建设按照计划开工

资料来源：国家统计局，住建部，光大证券研究所

我们观察到一个矛盾。高房价制约适婚人口的结婚速度，从而对家电长期需求有负面影响；而房地产调控试图抑制高房价，但带来房地产销售调整，从而对家电中期需求有负面影响。总体而言，低房价有利于家电长期需求，高房价能够短期带动房地产，有利于家电中期需求。

高效空调补贴退出短期有影响，但调整时间有限

自 2011 年 6 月，高效空调补贴完全退出。即 1 级和 2 级定频空调将不再享受 150-250 元的补贴。

图表 24：空调能效补贴标准变动

新能效补贴标准实施时间为 2010 年 6 月 1 日-2011 年 5 月 31 日

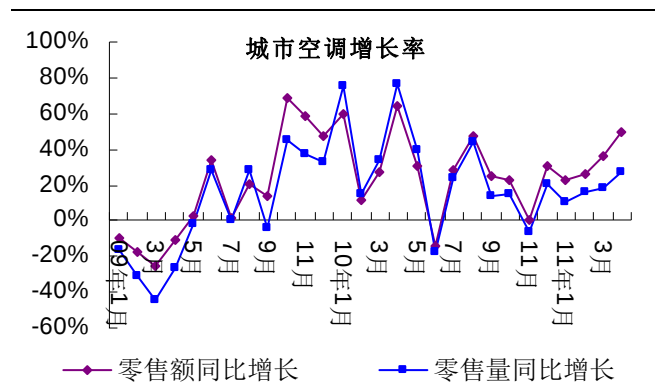
旧能效等级 1 级			旧能效等级 2 级		补助标准 (元/台)		
额定制冷量 (W)	最高限价 (元/台)	补助标准 (元/台)	最高限价 (元/台)	补助标准 (元/台)	额定制冷量 (W)	新能效等级 1 级	新能效等级 2 级
≤ 2,800	4,000	500	3,500	300	≤ 4500	200	150
2,800-4,500	5,000	550	4,000	350	4,500-7,500	250	200
4,500-7,100	8,500	650	7,500	450			
7,100-14,000	12,000	850	11,000	650			

资料来源：光大证券研究所整理

2010 年 6 月，高效空调补贴标准曾经大幅下降，导致当月空调销量出现负增长，但 7 月开始很快就恢复正常。

图表 25：城市市场空调销售增长率

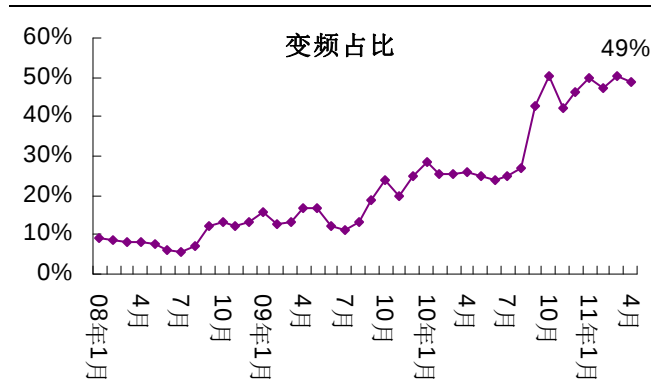
2010 年 6 月空调销售出现负增长



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图表 26：城市市场变频空调销量占比

变频空调销量占比不断提高



资料来源：中怡康，光大证券研究所

我们预计高效空调补贴完全退出后影响有限。由于部分消费者受商家补贴将要取消的宣传影响，消费提前，将可能导致空调出现 1-2 个月的销售低迷期，但影响不会长久。

首先，变频空调销量占比已经达到 50%。由于定频空调补贴取消导致变频空调和定频空调差价减少，反而有利于变频空调销售。

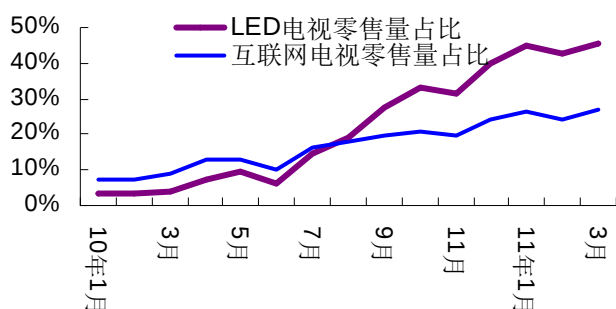
其次，农村市场不受影响。家电下乡补贴和高效空调补贴不能同时销售，农村高效补贴机型不多。

第三，市场定频空调售价的实际影响基本会被以旧换新补贴抵消。以旧换新和高效空调补贴是不能同时享受到，因此未来消费者可以通过以旧换新获得 10% 的补贴，这弥补了高效空调补贴的退出。

LED 之后是 3D，彩电依然故事不断

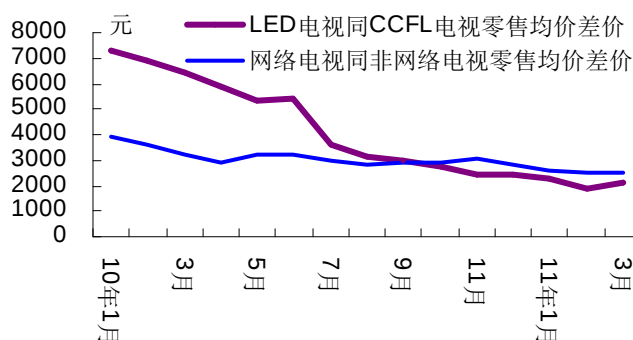
2011 年彩电市场依然精彩纷呈，LED 电视、网络电视、3D 电视升级故事不断。2011 年 6 月初，城市市场 LED 电视销量占比已经提升至 50% 以上，销售额占比提升至 60% 以上；网络电视销量占比已经提升至 24% 以上，销售额占比提升至 30% 以上；3D 电视销量占比已经提升至 10% 以上，销售额占比提升至 20% 以上。

图表 27：城市市场 LED 电视和网络电视销量占比



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图表 28：LED、互联网电视同 CCFL 电视零售均价差价



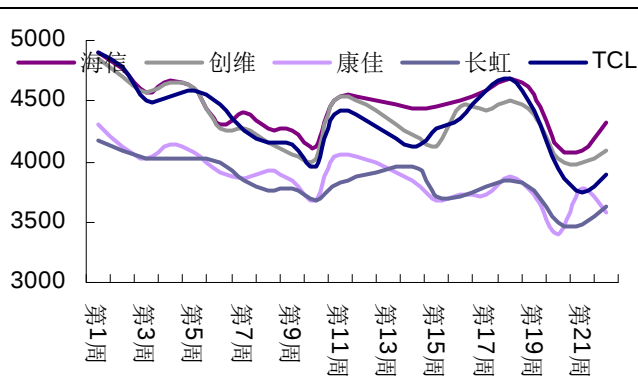
资料来源：中怡康，光大证券研究所

上半年市场升级还在以 LED 电视为主，下半年 3D 电视预期将成为升级的主旋律。由于偏光式 3D 电视所增加的成本仅数百元，3D 电视价格下降至同普通电视 1.2: 1 的范围以内是可行的，这也为迅速普及奠定价格基础。

观察主要品牌 LED 均价走势，可以看出 4 月行业格局较好，彩电价格维持的较好；5 月出现促销，导致价格有明显下降，但促销过后价格又有所回升，相对 3 月末降幅并不大。

目前，5 月初面板价格有小幅反弹，但由于目前并非处于销售旺季，反弹乏力，预计对彩电行业不会形成成本压力。

图表 29：2011 年市场主要品牌 LED 电视零售均价



资料来源：奥维咨询，光大证券研究所

图表 30：液晶面板价格（单位：美元）

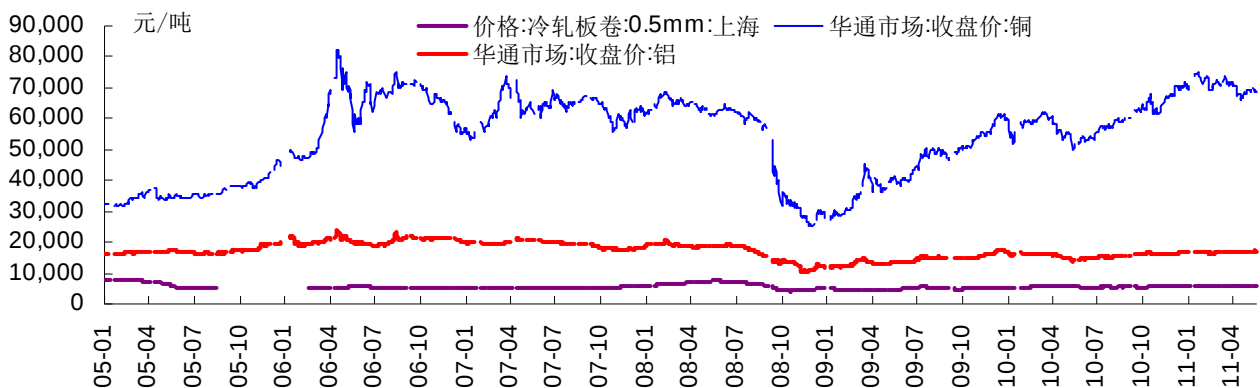
	32 寸 WXGA	37 寸 WXGA	42 寸 全高清	46 寸 全高清
02-18	148	194	237	335
03-07	147	193	235	332
03-19	147	192	234	330
04-07	147	190	232	322
04-21	147	190	232	319
05-06	149	192	235	319
05-20	151	193	237	319
06-03	151	193	237	319

资料来源：displaysearch，光大证券研究所

原材料成本压力逐渐释放

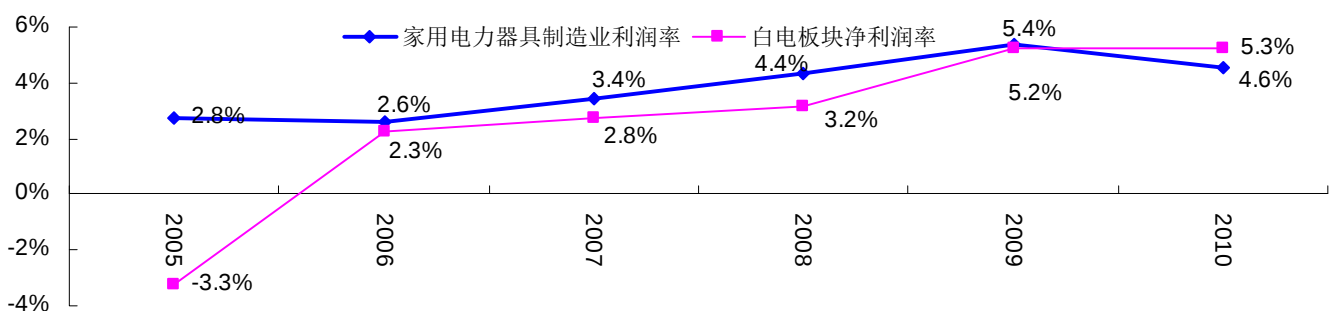
一季度，家电行业受原材料成本压力影响，毛利率和净利率走低。随着原材料价格的调整，以及企业通过推出新品的调价，预计未来行业毛利率将逐渐回升。

图表 31：冷扎、铜、铝价格走势



资料来源: wind, 光大证券研究所

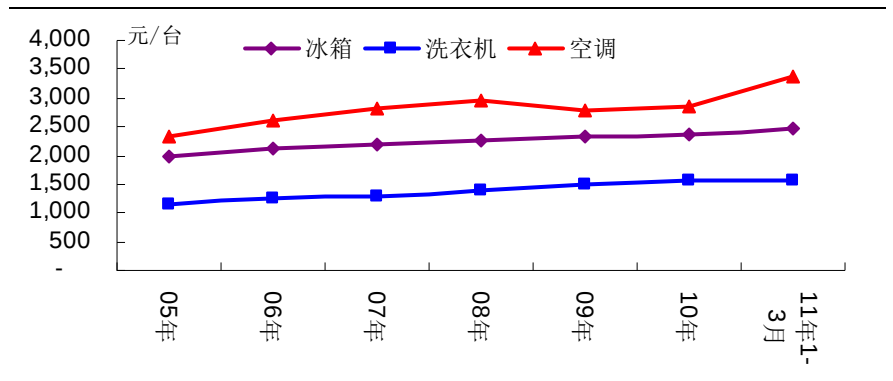
图表 32：家电行业利润率与白电板块净利润率走势图



资料来源: 国家统计局, wind, 光大证券研究所

从历史经验看，虽然过去五年冷扎、铜、铝价格走势基本呈现上涨态势，但白色家电行业通过竞争力的不断提升，盈利能力呈现上升趋势，基本克服原材料成本上升的影响。即白电行业具备原材料成本转嫁到能力。但由于家电企业通过推出新产品进行重新定价，因此成本转嫁具有一个季度左右的滞后性。从产品终端零售均价看，冰、洗、空产品产品均价呈现逐步上涨趋势，也验证了家电企业的成本转嫁能力。

图表 33：冰、洗、空产品终端零售均价



资料来源：中怡康、光大证券研究所

推荐标的

图表 34：推荐表的

推荐表的	简介
青岛海尔	公司介绍: 综合白电龙头，以差异化竞争塑造有质量的业务增长。日日顺渠道社会化，布局三四级市场家电分销业务。 投资逻辑: 1、利润率提升比收入增长更有看点。随着公司全球白电龙头定位的明确以及内部激励体制的理顺，公司潜力逐渐被挖掘，未来利润率提升比收入增长更有看点。 2、资产注入将小步快跑。集团承诺将未来将注入包括上游资产、家电相关参股资产、海外资产等资产。预计集团资产将以小步快跑方式逐步注入，有望明显增厚公司业绩。 3、前瞻性的布局，日日顺渠道社会化。公司日日顺渠道社会化，在三四级市场以 B-to-B 方式经营非海尔品牌的家电以及 3C 产品。前瞻性的布局有望在未来获得丰厚的回报。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 2.00、2.54 和 3.16 元，给予 6 个月目标价 40 元，对应 11 年 20xPE 和 12 年 16xPE。
格力电器	公司介绍: 国内空调龙头，空调出货量占到市场的 28%。历年业绩屡次大超市场预期。 投资逻辑: 1、空调需求旺盛。下半年空调需求旺盛的趋势有望得到延续。天气变暖导致全球空调需求的增长；国内农村市场空调需求启动；城镇市场，空调换新需求是所有家电中增长最好的。 2、空调双寡头市场不断强化。格力同美的在空调市场形成双寡头垄断格局正在进一步加强。寡头垄断市场带来丰厚的利润回报。 3、铜价下跌，产品结构改善。下半年公司有望受益铜价的回落以及变频空调销量占比的迅速提升。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 2.00、2.42 和 3.00 元，给予 6 个月目标价 28 元，对应 11 年 14xPE 和 12 年 12xPE。
美的电器	公司介绍: 冰洗空白电巨头，空调双寡头之一，冰洗业务加速扩张，市场占比迅速提升。 投资逻辑: 1、空调需求旺盛，双寡头市场不断强化。下半年空调需求旺盛的趋势有望得到延续。格力同美的在空调市场形成双寡头垄断格局正在进一步加强。寡头垄断市场带来丰厚的利润回报。 2、冰洗业务快速扩张，市场占比迅速提升。公司通过冰洗空综合销售模式带动冰洗业务的快速增长，市场占比迅速提升，成为新的龙头。 3、铜价下跌，产品结构改善。下半年公司有望受益铜价的回落以及变频空调销量占比的迅速提升。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 1.14、1.44 和 1.76 元，给予 6 个月目标价 23 元，对应 11 年 20xPE 和 12 年 16xPE。
海信电器	公司介绍: 彩电龙头企业，运营效率与市场敏感度均优于同类企业。2011 年有望继续把握 LED 彩电

	以及 3D 电视升级趋势。 投资逻辑: 1、二季度继续收获 LED 彩电。二季度 LED 彩电渗透率继续提升,虽然价格有所回落,但依然有望带来超额利润。 2、下半年看 3D 电视普及。随着价格的快速下跌,3D 电视的普及持续加速。预计 2011 年末市场销量占有率有望达到 30-40%。下半年 3D 电视将是新的超额利润贡献点。 3、继续加深产业链渗透。公司将继续推进产业链渗透,计划将模组自给率从 2010 年的 40%提高到 2011 年的 60%,加强成本领先优势。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.96、1.20 和 1.44 元,给予 6 个月目标价 18 元,对应 11 年 15xPE 和 12 年 12xPE。
苏泊尔	公司介绍: 炊具和小家电龙头企业,产品结构均衡。由于国内炊具和小家电需求增长的稳定性以及 SEB 订单的快速转移,使得公司业绩增长明确。 投资逻辑: 1、SEB 高价增持,极力支持公司发展。大股东 SEB 拟以 30 元价格受让苏泊尔集团以及苏增福先生持有的 20%的股份。同时 SEB 一直在出口订单以及技术方面给予公司大力支持。未来小家电订单转移将加速。 2、三四级市场渠道下沉带来增长点。公司加快三四级市场网点布局。由于市场集中度的提高以及市场的高增长,预计来自三四级市场的收入将出现爆发性增长。 3、定位中高端,产品多元化。公司产品定位中高端,使得公司具有很强的成本转嫁能力。公司产品多元化,结构均衡,使得公司具有稳定的成长性。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.95、1.25 和 1.60 元,给予 6 个月目标价 30 元,对应 11 年 32xPE 和 12 年 24xPE。
浙江阳光	公司介绍: 节能灯市场龙头,并积极拓展 LED 照明业务。未来有望成为绿色照明市场龙头之一。 投资逻辑: 1、启动非公开增发。公司非公开发行方案价格不低于 19.24 元/股。募集资金将用于微汞环保节能灯产业化项目和 LED 节能照明产品项目。项目完全达产后,公司将成为绿色照明龙头。 2、绿色照明市场启动,未来业绩增速有望提速。全球范围内的白炽灯禁用政策在不断推广,对节能灯以及 LED 照明的需求将迎来快速增长期,公司业绩增速也有望提速。 3、绿色照明最佳投资标的。LED 照明已经成为市场投资热点,公司作为全球节能灯龙头,在未来 LED 照明应用领域具有天然的优势,在品牌、渠道、市场方面占据有利地位。此外,公司同台湾晶元光电达成战略联盟,成功发展 LED 照明业务更具有可行性。因此,公司是 A 股中绿色照明最佳投资标的。 估值与建议: 买入评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.65、0.86 和 1.20 元,给予 6 个月目标价 25 元,对应 11 年 39xPE 和 12 年 29xPE。

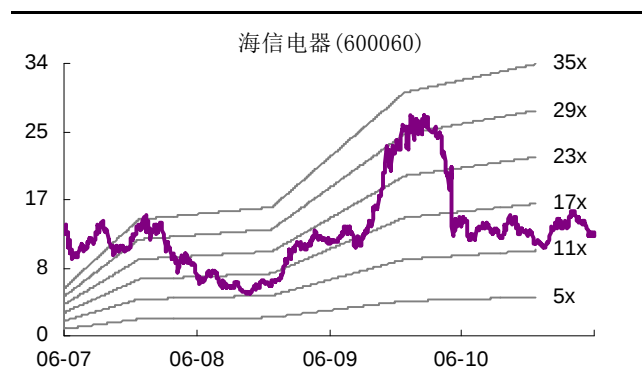
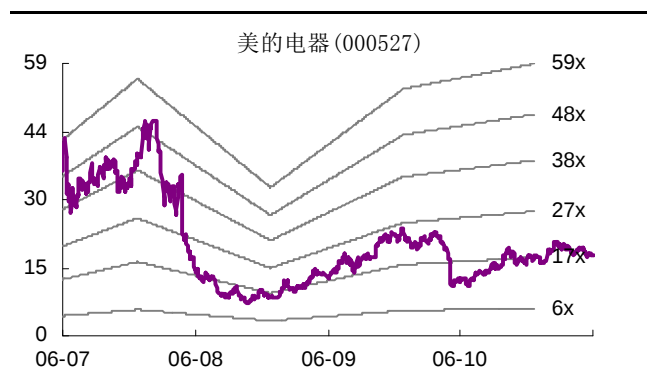
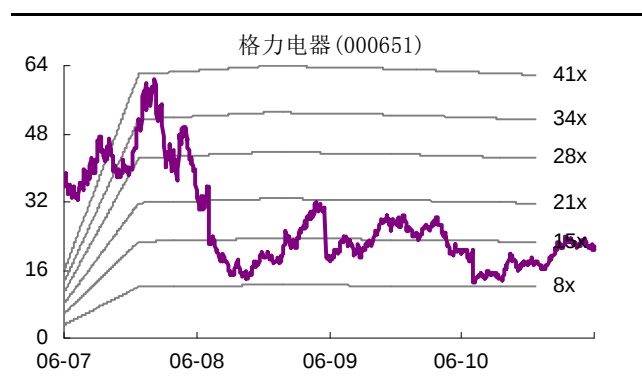
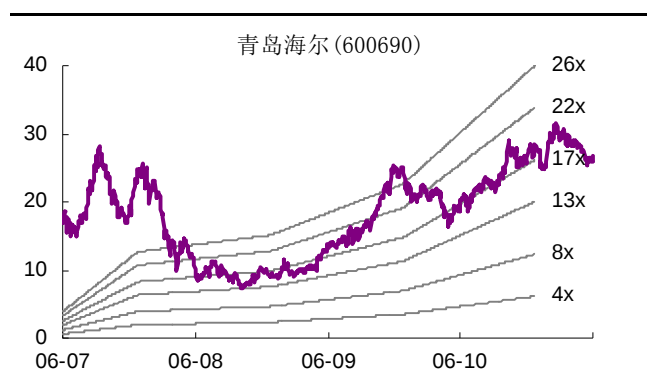
资料来源:光大证券研究所

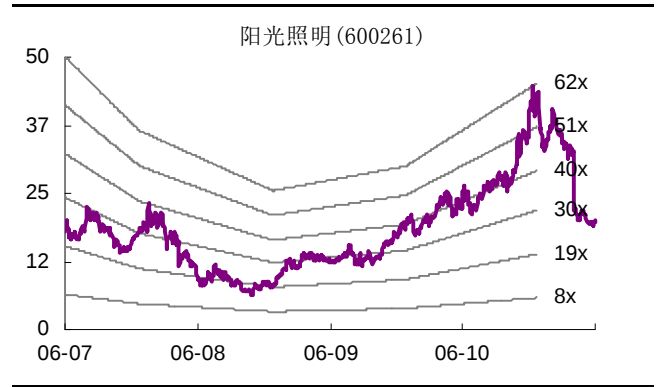
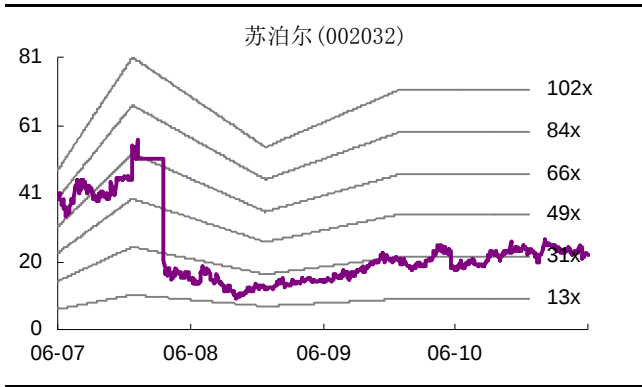
行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600690	青岛海尔	1340	26.42	40.00	1.52	2.00	2.54	17.4	13.2	10.4	5.04	3.70	2.96	买入	买入
000651	格力电器	2780	21.84	28.00	1.52	2.00	2.42	14.4	10.9	9.0	4.63	3.41	2.66	买入	买入
000527	美的电器	3120	17.70	23.00	0.92	1.14	1.44	19.2	15.5	12.3	4.86	2.97	2.44	买入	买入
600060	海信电器	867	12.87	18.00	0.96	1.20	1.44	13.4	10.7	8.9	1.97	1.71	1.47	买入	买入
002032	苏泊尔	428	22.53	30.00	0.70	0.95	1.25	32.2	23.7	18.0	5.29	4.55	3.82	买入	买入
600261	阳光照明	296	19.92	25.00	0.48	0.65	0.86	41.1	30.7	23.1	6.68	5.62	4.73	增持	买入

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PEBand 图





资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。2011 年从市场底部精准的抓住家电二月行情。

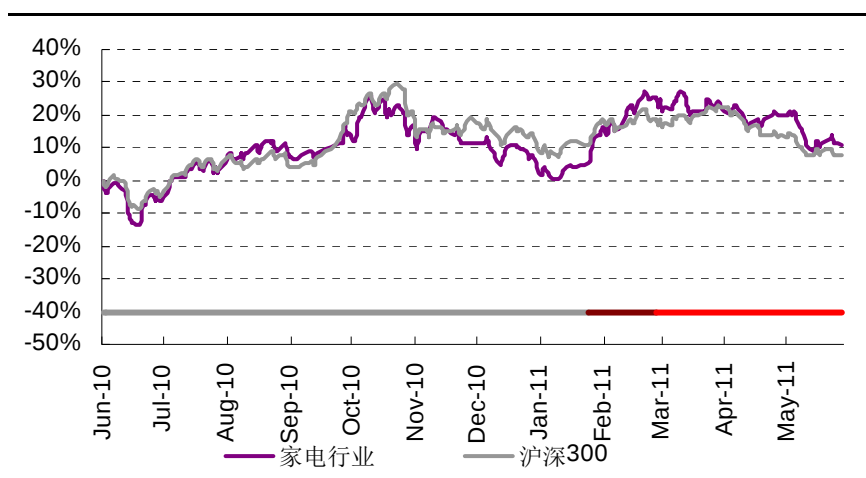
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

家电行业

分析师：赵磊



日期	行业评级
2011-01-31	买入
2011-02-09	买入
2011-03-01	买入
2011-03-04	买入
2011-03-07	买入
2011-03-13	增持
2011-04-01	增持
2011-05-03	增持
2011-05-08	增持
2011-05-31	增持

资料来源：光大证券研究所

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。