

## 家用电器

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

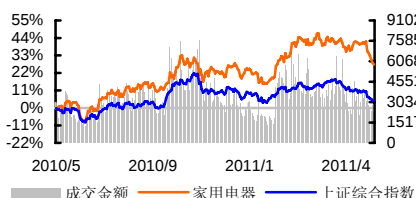
评级调整: -

## 行业基本资料

|          |       |
|----------|-------|
| 上市公司家数   | 34    |
| 总市值(亿元)  | 3486  |
| 占A股比例(%) | 0.96% |
| 平均市盈率(倍) | 44.41 |

## 行业表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 家用电器   | -7.41 | -9.56 | 4.61  |
| 上证综合指数 | -7.05 | -6.84 | -4.04 |



## 相关报告

《家用电器-短期压力不改长期向上趋势》

2010-12-29

《家用电器-通胀背景下, 盈利稳定的白电值

得超越》2011-2-10

《家用电器-五因素寻求家电股投资机会》

2010-12-13

## 家用电器行业 2011 年中期策略

看好

### 三季度看空调 四季度看小电

#### 投资要点:

- 2011 年一季度, 家电整体保持稳定增长。白电中, 空、冰、洗一季度总销量分别实现增长 39%, 11% 和 21%, 增长态势基本稳定。空、冰、洗三大白电增长基本符合预期, 空调持续高增长。预计今年空调仍是三大白电中增长最可能超预期的品类。彩电一季度总销量增长 1%, 黑白电增长依然呈现分化趋势。
- 我们看好空调内销爆发性增长、洗衣机产品出口增长, 以及小家电和厨卫产品消费升级带来的投资机会。6-8 月份看好空调龙头企业攻守兼备的高成长性, 四季度看好小家电和厨卫企业需求拉动业绩增长。
- 中长期看, 我们认为下游需求仍然潜力巨大: 1) 城市家电存量中更新换代需求持续加码。2) 城镇化持续推进带来新增城镇需求。3) “地区性差别修复”以及“一户多机”, 提升空调城镇家庭户均保有量。4) 三四级市场蕴含着很大的消费潜力。5) 工程机市场(非居民家电需求)潜力很大。6) 家电出口不但不会萎缩, 而且大有可为。十二五规划将增收、扩内需、促消费作为重点, 节能环保、技术升级以及国际化将指导家电行业下个五年稳定增长。
- 成本压力有所缓解, 盈利能力逐步改善。1) 大宗原材料经过去年下半年大幅上涨, 目前已开始企稳回落, 预计中期难有更大幅度上涨。原材料价格走稳部分缓解三季度原材料成本压力。2) 由于家电绝对价格不高, 随着居民收入的稳步增长, 消费者对家电产品价格敏感性有所降低, 家电涨价边际影响越来越小, 行业已开始酝酿并实施向下游转嫁成本。3) 长期看, 在品牌集中度不断提高, 行业生态不断优化的背景下, 市场壁垒较高, 白电行业龙头均不同程度实现一定的垄断, 白电龙头已经具备了较强的成本转嫁能力, 保证其盈利水平稳步提升。
- 行业政策上, “下乡”目标已达, “换新”有望延续。家电下乡经过三年的执行, 效果显著, 更重要的是培养了农村市场家电消费习惯, 三四级市场交易成本大为降低, 即便政策退出, 农村市场家电需求仍会持续释放。以旧换新政策有望持续, 带动城市更新换代。另外, 前期积累的大量期房和 1000 万台保障性住房对冲地产调控负面影响。
- 通胀背景下, 配置盈利稳定的白电仍是较好的选择。1) 白电龙头信用贷款很少, 紧缩政策影响有限。2) 随着人们收入的提高, 白电产品绝对价格占收入比重下降, 消费品特征加强。3) 家电估值水平仍然较低, 白电行业竞争格局稳定, 高品牌集中度赋予白电龙头较强的博弈能力。
- 我们的投资策略是: 配置具备较强成长性以及行业议价能力的大白电; 积极配置华帝股份、老板电器、苏泊尔等增长确定且估值较低的小家电和厨卫公司; 关注具有驱动因素的三花股份等配件公司; 关注黑电经营环境改善下的明确受益品种, 寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。
- 风险提示: 滞涨影响经济下行, 影响家电消费需求。

| 股票代码   | 股票名称  | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 股价 05.30 | 10PE  | 11PE  | 12PE  | 投资评级 |
|--------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|------|
| 000527 | 美的电器  | 1.00  | 1.30  | 1.86  | 17.67    | 17.67 | 13.59 | 9.50  | 强烈推荐 |
| 000651 | 格力电器  | 1.52  | 1.98  | 2.50  | 21.40    | 14.08 | 10.81 | 8.56  | 强烈推荐 |
| 600690 | 青岛海尔  | 1.50  | 2.10  | 2.90  | 25.17    | 16.78 | 11.99 | 8.68  | 强烈推荐 |
| 000418 | 小天鹅 A | 0.80  | 1.09  | 1.49  | 15.99    | 19.99 | 14.67 | 10.73 | 强烈推荐 |
| 002035 | 华帝股份  | 0.54  | 0.72  | 0.95  | 10.16    | 18.81 | 14.11 | 10.69 | 推荐   |
| 002508 | 老板电器  | 0.84  | 0.72  | 1.00  | 15.59    | 18.56 | 21.65 | 15.59 | 推荐   |
| 002032 | 苏泊尔   | 0.70  | 0.95  | 1.31  | 21.35    | 30.50 | 22.47 | 16.30 | 推荐   |
| 002050 | 三花股份  | 1.19  | 1.37  | 1.79  | 31.72    | 26.66 | 23.15 | 17.72 | 推荐   |

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、需求总体向好，黑白依然分明 .....             | 4  |
| 1.1 空调：旺销态势不减，持续超预期。 .....        | 4  |
| 1.2 冰箱：销售冲高回落，未来稳步增长。 .....       | 5  |
| 1.3 洗衣机：波澜不惊中不断创新高 .....          | 5  |
| 1.4 彩电：增速下滑，LED 背光源彩电占比提升 .....   | 6  |
| 二、空调引领行业高景气 .....                 | 8  |
| 2.1 内需增长多重动力 .....                | 8  |
| 2.2 出口大有可为 .....                  | 12 |
| 三、成本压力有所缓解，盈利能力逐步改善 .....         | 13 |
| 3.1 竞争格局稳定，行业生态优化 .....           | 13 |
| 3.2 成本有压力有所缓解，龙头具备很强的成本转嫁能力 ..... | 15 |
| 四、“下乡”目标已达，“换新”有望延续 .....         | 18 |
| 4.1 家电下乡目标已达，年底政策逐步退出 .....       | 19 |
| 4.2 以旧换新有望延续 .....                | 20 |
| 4.3 节能惠民工程期待向变频倾斜 .....           | 21 |
| 4.4 1000 万台保障性住房对冲地产调控负面影响 .....  | 22 |
| 五、通胀背景下，白电龙头具备较强议价能力 .....        | 23 |
| 六、估值比较 .....                      | 24 |
| 6.1 家电估值水平和其他行业比较 .....           | 24 |
| 6.2 白电三巨头估值水平同过往历史比较 .....        | 24 |
| 6.3 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较 .....  | 25 |
| 七、2011 年下半年投资策略 .....             | 26 |
| 7.1 整体投资策略 .....                  | 26 |
| 7.2 重点公司列表 .....                  | 27 |
| 八、重点公司介绍 .....                    | 27 |
| 8.1 格力电器：高通胀时代 龙头风范尽显 .....       | 27 |
| 8.2 美的电器：收入增长超预期 盈利逐步改善 .....     | 28 |
| 8.3 青岛海尔：产融结合 双轮驱动 持续发展 .....     | 29 |
| 8.4 小天鹅：渠道、效率、结构：三轮驱动持续增长 .....   | 30 |

## 表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 空调年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)  | 4  |
| 表 2: 冰箱年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)  | 5  |
| 表 3: 洗衣机年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %) | 6  |
| 表 4: 彩电年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)  | 7  |
| 表 5: 空调材料成本结构 (单位: %)             | 15 |
| 表 6: 冰箱材料成本结构 (单位: %)             | 15 |
| 表 7: 家电下乡政策 (单位: %)               | 19 |
| 表 8: 以旧换新政策                       | 20 |
| 表 9: 高效定频空调补贴                     | 21 |
| 表 10: 重点关注公司一览                    | 27 |

## 图目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 液晶面板价格走势 (单位: 美元)                       | 7  |
| 图 2: 全国家电存量变化 (单位: 台)                        | 9  |
| 图 3: 城镇化率较大提升空间 (单位: 亿人, %)                  | 10 |
| 图 4: 城镇空调分区域保有量 (单位: 台/每百户, %)               | 11 |
| 图 5: 城乡居民人均总收入对比 (单位: 元, %)                  | 11 |
| 图 6: 空调保有量 (单位: 台/百户)                        | 12 |
| 图 7: 冰箱保有量 (单位: 台/百户)                        | 12 |
| 图 8: 人民币汇率和空调出口同比增长 (单位: 2005 年=100, %)      | 13 |
| 图 9: 空调分品牌总销量市占率变化                           | 14 |
| 图 10: 冰箱各品牌总销量市场占有率 (单位: %)                  | 14 |
| 图 11: 洗衣机各品牌总销量市场占有率 (单位: %)                 | 14 |
| 图 12: 铜铝价格走势 (单位: 美元/吨)                      | 15 |
| 图 13: 钢材价格走势 (单位: 元/吨)                       | 16 |
| 图 14: 塑料价格走势 (单位: 元/吨)                       | 16 |
| 图 15: 冰空洗价格走势 (单位: 元)                        | 16 |
| 图 16: 铜材价格走势 (右) 与格力、美的销售净利率比较               | 17 |
| 图 17: 家电下乡总销量 (单位: 万台, %)                    | 20 |
| 图 18: 家电下乡总销售额 (单位: 亿元, %)                   | 20 |
| 图 19: 以旧换新累积销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)             | 21 |
| 图 20: 以旧换新日均销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)             | 21 |
| 图 21: 截止 2011 年 3 月以旧换新品类销量 (单位: 万台, 亿元)     | 21 |
| 图 22: 地产成交面积 (单位: 万平米, %)                    | 23 |
| 图 23: 家电板块估值比较 (TTM, 整体法/2011 年 5 月 26 日收盘价) | 24 |
| 图 24: 白电绝对估值比较 (TTM, 整体法)                    | 25 |
| 图 25: 白电相对估值 PE 倍数 (TTM, 整体法)                | 25 |

## 一、需求总体向好，黑白依然分明

2011 年一季度，家电整体保持稳定增长。白电中，空、冰、洗一季度总销量分别实现增长 39%，11%和 21%，增长态势基本稳定。彩电一季度总销量增长 1%，黑白电增长依然呈现分化趋势。

### 1.1 空调：旺销态势不减，持续超预期。

空调总销量从 2005 年 5234 万台，到 2010 年销量接近 1 亿台，同比大幅增长 40%以上，增速创历史新高，是 2005 年销量 1.8 倍。2011 年 1-4 月份，空调总销量 4309 万台，同比增长 36.2%，内外销累计分别达 1990 万台和 2320 万台，同比分别增长 31.3%和 40.8%。受内销需求释放，外围经济回暖以及极端天气变化影响，空调销售持续 21 多月高速增长。

内销看，一方面空调农村需求已步入释放拐点，另一方面，城镇空调经过十多年的发展已全面步入消费升级和更新换代时期。5 月份后步入夏季，旺季来临，高温天气促发空调需求，主流空调品牌终端销售持续旺盛，部分品牌出现断货等供不应求状态，空调内销需求动力充足。

外销方面，1-4 月出口旺季占全年出口销量 40%左右，在去年较高基数下，2011 年 40%增长奠定全年基础。

预计未来空调仍是三大白电中增长最可能超预期的品类。未来三年空调复合增长会在 15%左右。

表 1：空调年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

| 1-4 月  | 销量    | 其中出口   | 其中内销  | 出口占比  | 内销占比  |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 2011 年 | 4309  | 2320   | 1990  | 53.8% | 46.2% |
| 同比增长   | 36.2% | 40.8%  | 31.3% |       |       |
| 2010 年 | 3163  | 1648   | 1515  | 52.1% | 47.9% |
| 全年数据   |       |        |       |       |       |
| 2010 年 | 9521  | 4389   | 5132  | 46.1% | 53.9% |
| 同比增长   | 44.6% | 55.7%  | 36.3% |       |       |
| 2009 年 | 6,586 | 2,819  | 3,766 | 43%   | 57%   |
| 同比增长   | 0.9%  | -20.9% | 27.0% |       |       |
| 2008 年 | 6,528 | 3,563  | 2,965 | 54%   | 46%   |
| 同比增长   | -6.5% | -5.9%  | -7.3% |       |       |
| 2007 年 | 6,981 | 3,785  | 3,197 | 54%   | 46%   |
| 同比增长   | 25.7% | 30.3%  | 20.8% |       |       |

资料来源：产业在线

## 1.2 冰箱：销售冲高回落，未来稳步增长。

冰箱总销量经过 2009、2010 年高速增长，总销量从 2003 年的 3000 万台增长到 2010 年近 7000 万台。拉动冰箱增长的主要动力是国内冰箱需求旺盛。冰箱内销量在 2006 年不足 2000 万台，2010 年已超过 5000 万台，在去年的高基数下实现 30% 的增长。

随着基数的不断抬高，加上前期高增长部分透支现有需求，2011 年一季度，总销量 1830 万台，同比增长 11.3%，其中内销 1448 万台，同比增长 13.8%，外销 382 万台，同比增长 2.8%。相比前两年的高速增长增速下降明显，实际上从去年下半年开始，行业增长就开始放缓，这种趋势将贯穿 11 年整个年度。但也应看到，10 年较高基数以及淡季的影响下，绝对量仍是不断创下单月新高。预计全年 5%-10% 左右增长。

表 2: 冰箱年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)

| 1-3 月  | 销量    | 其中内销  | 其中出口  | 内销占比 | 出口占比 |
|--------|-------|-------|-------|------|------|
| 2011 年 | 1,830 | 1,448 | 382   | 79%  | 21%  |
| 同比增长   | 11.3% | 13.8% | 2.8%  |      |      |
| 2010 年 | 1,644 | 1,272 | 372   | 77%  | 23%  |
| 全年数据   |       |       |       |      |      |
| 2009 年 | 6,928 | 5096  | 1831  | 74%  | 26%  |
| 同比增长   | 22.7% | 29.7% | 6.6%  |      |      |
| 2009 年 | 5,648 | 3930  | 1718  | 70%  | 30%  |
| 同比增长   | 32.6% | 50.7% | 4.0%  |      |      |
| 2008 年 | 4,260 | 2,608 | 1,653 | 61%  | 39%  |
| 同比增长   | 3.7%  | 5.3%  | 1.1%  |      |      |
| 2007 年 | 4,110 | 2,476 | 1,634 | 60%  | 40%  |
| 同比增长   | 28.5% | 35.2% | 19.6% |      |      |
| 2006 年 | 3,197 | 1,831 | 1,367 | 57%  | 43%  |

资料来源：产业在线

## 1.3 洗衣机：波澜不惊中不断创新高

相比空调和冰箱的高增长，整体来看，洗衣机增长平稳，每年保持 10-15% 左右增长。2005 年洗衣机总销量 2739 万台，至 2010 年已达 5000 万台，大幅增长 85%。内外销均有较好表现，内销同比增长近 30%，出口受去年低基数影响，同比增长超过 30%。

2011 年一季度内外销增长出现分化。内外销累积实现销售 1387 万台，同比增长 20.6%，其中出口 407 万台，同比增长 7.1%，内销 981 万台，同比增长 27.3%，内销增长更为突出。2010 年洗衣机增长迅猛，高基数影响下，预计 2011 年洗衣机增速会有所放缓，但未来洗衣机内销出现大幅波动的可能性不大。同时，农村洗衣机的保有量相对城镇而言仍然非常低，从这一点来看，

农村洗衣机市场的潜力巨大，但转化为有效需求需要有一个过程。综合来看，未来三年我国洗衣机内销增长将保持年均 10%左右的复合增长。

**表 3：洗衣机年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）**

| 1-3 月累计     | 销量           | 其中内销         | 其中出口         | 内销占比 | 出口占比 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|------|------|
| 2011 年      | 1387         | 981          | 407          | 71%  | 29%  |
| <b>同比增长</b> | <b>20.6%</b> | <b>27.3%</b> | <b>7.1%</b>  |      |      |
| 2010 年      | 1150         | 770          | 380          | 67%  | 33%  |
| <b>全年数据</b> |              |              |              |      |      |
| 2010 年      | 5082         | 3390         | 1692         | 67%  | 33%  |
| <b>同比增长</b> | <b>28.8%</b> | <b>28.1%</b> | <b>30.2%</b> |      |      |
| 2009 年      | 3946         | 2646         | 1300         | 67%  | 33%  |
| <b>同比增长</b> | <b>5.3%</b>  | <b>11.1%</b> | <b>-4.8%</b> |      |      |
| 2008 年      | 3,749        | 2,382        | 1,366        | 64%  | 36%  |
| <b>同比增长</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.7%</b> | <b>9.9%</b>  |      |      |
| 2007 年      | 3,376        | 2,133        | 1,243        | 63%  | 37%  |
| <b>同比增长</b> | <b>16.7%</b> | <b>25.9%</b> | <b>3.6%</b>  |      |      |
| 2006 年      | 2,894        | 1,694        | 1,200        | 59%  | 41%  |
| <b>同比增长</b> | <b>5.7%</b>  | <b>-7.6%</b> | <b>32.6%</b> |      |      |
| 2005 年      | 2,739        | 1834.07      | 904.93       | 67%  | 33%  |

资料来源：产业在线，中投证券研究所

## 1.4 彩电：增速下滑，LED 背光源彩电占比提升

2010 年彩电全行业销售 1 亿台，同比增长 20%。彩电销售以出口为主，占比 63%，全年出口 6768 万台，同比增长 24.4%。内销 4052 万台，同比增长 13.4%。应该说行业需求也十分旺盛，遗憾的是由于本年以来外资品牌市场份额上升很快，相反，海信、TCL、康佳以及创维等国产品牌市场份额下降较多。实际上这些国产品牌销量增长都低于行业。

2011 年一季度，彩电总体实现销量 2374 万台，同比增长 1%，其中内销 1090 万台，同比减少 1%，出口 1284 万台，同比增加 3%。分产品结构看，LCD 电视一季度实现销量 1964 万台，同比增长 14%；PDP 电视实现销量 69 万台，低基数下同比增长 23%。3D 电视成为新热点，是拉动液晶电视和等离子电视增长的重要推力。

展望下一阶段，LED 背光源电视占比不断提升，城市终端目前 LED 背光源电视销量占比 30%以上，预计年末将达 80%左右。LED 背光源电视的提升，有望提升整机企业盈利能力。主要原因在：

一方面，核心部件 LCD 屏，国内彩电整机厂商仍是主要通过进口方式采购，一般留有 1-3 月面板库存。2010 年液晶面板大幅下跌造成整机厂商大量存货跌价损失。LED 背光源电视需求增加，有效增加高世代屏的需求，有助于面板价格止跌回稳。加上日本地震带来的厂商停产，以及物流受阻等各方面影

响，可能会带来面板供应紧张。目前液晶面板价格企稳后已开始出现回调，未来价格走势还需密切关注。

另一方面，LED 背光源电视享有更高毛利率，占比提升能有效优化整机厂商产品结构，有利于提高内资厂商盈利水平。

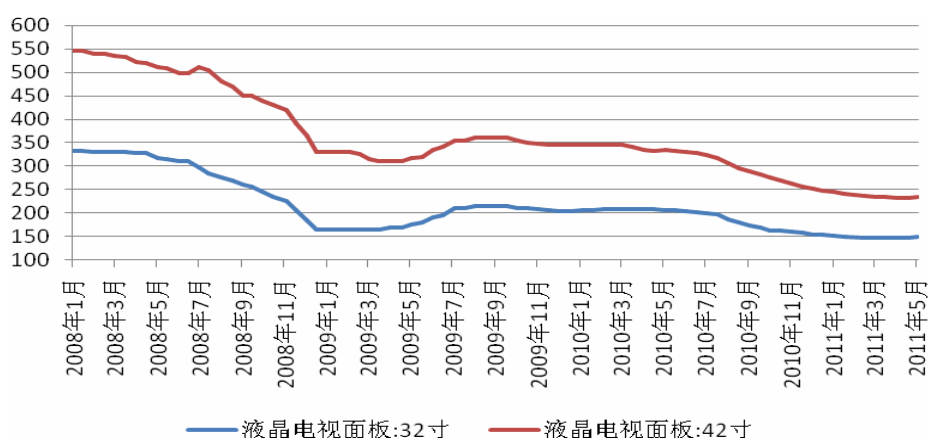
受日本地震影响，日本在震后重建中，黑电需求会大幅增加，日资企业会将重心移往日本重建，可能会减少对国内黑电厂商的压力，由此有望会带来内资厂商短期机会。

表 4: 彩电年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

| 1-3 月累计 | 销量     | 其中出口  | 其中内销   | 出口占比 | 内销占比 |
|---------|--------|-------|--------|------|------|
| 2011 年  | 2,374  | 1,284 | 1,090  | 54%  | 46%  |
| 同比增长    | 1.1%   | 3.1%  | -1.1%  |      |      |
| 2010 年  | 2348   | 1246  | 1102   | 53%  | 47%  |
| 全年数据    |        |       |        |      |      |
| 2010 年  | 10,651 | 6628  | 4023   | 62%  | 38%  |
| 同比增长    | 18.2%  | 21.8% | 12.6%  |      |      |
| 2009 年  | 9,014  | 5,440 | 3,574  | 60%  | 40%  |
| 同比增长    | 0.1%   | 10.2% | -12.2% |      |      |
| 2008 年  | 9,007  | 4,935 | 4,072  | 55%  | 45%  |
| 同比增长    | 0.2%   | 3.5%  | -3.5%  |      |      |
| 2007 年  | 8,987  | 4,768 | 4,219  | 53%  | 47%  |

资料来源：产业在线，中投证券研究所

图 1: 液晶面板价格走势（单位：美元）



资料来源：Displaysearch，中投证券研究所

## 二、空调引领行业高景气

2009年下半年家电需求持续超预期大幅增长,特别是空冰洗大白电2010年内外销均实现30%以上的增长,导致市场开始担心2011年需求增长的动力。一季度看,空调继续保持高增长势头,冰洗增速稍有回落,彩电增速依旧低预期。

2011年下半年,空调热销行情有望持续,6-8月为旺季,从目前终端市场需求看,主要厂商产品基本处在供不应求状态,库存偏紧,政策波动不会对全年销售产生太大影响,出口复苏明显;冰箱经过两年高增长,逐步回归稳定增速;传统消费习惯影响,洗衣机下半年销量占比相对较大,一季度淡季也有较好增长,预计三、四季度内销仍会有较好表现,洗衣机出口占比不足30%,海外经济逐步复苏中,外销还有较大的提升空间;彩电业旺季也在下半年,3D彩电的推广效果明显,三、四季度随着下游需求释放,较低基数下同比增速期待有所提高。

中怡康数据显示的厨卫和小家电产品一季度销量增长不足,一方面原因受淡季影响,另一方面渠道下沉,非KA渠道销量提高,实际全社会销量也有15%左右的增长。地产对厨卫影响也较为有限,前期累计的大量期房会在下半年交房,预计厨卫和小家电产品三季度末开始会有较好表现。

中长期来看,1)国内市场,中国13亿人口是全球最大消费市场,目前家电产品保有量与发达国家相比仍有较大差距。“十二五”主导的保民生、促发展能够有效提高居民收入,提升居民生活质量,一方面,城镇消费升级、更新替换需求带来大量家电消费;另一方面,农村市场家电消费需求也能够很好地被激发出来。2)我国作为家电制造大国,空调占全球制造80%以上,冰洗占45%和35%,彩电制造业有40%以上的占比。随着国内厂商纷纷出口建厂,家电产品单体价值不断降低,家电消费更多具有消费品而非耐用品特征,未来我国家电出口仍有较大的增长空间。

综上,长短期结合,我们看好空调内销爆发性增长、洗衣机产品出口增长,以及小家电和厨卫产品消费升级带来的投资机会。三季度上看好空调龙头企业攻守兼备的高成长性,四季度看好小家电和厨卫企业需求拉动业绩增长。

### 2.1 内需增长多重动力

2011年是“十二五”元年,提高中低收入居民收入水平,加大内需增长是“十二五”规划的主题。在2010年家电产品国内销量和增长创历史新高后,仔细分析国内需求结构和增长动力,我们认为国内家电需求依然强劲,未来5-10年国内需求仍旧是支撑家电消费增长的重要动力,下游需求潜力巨大:

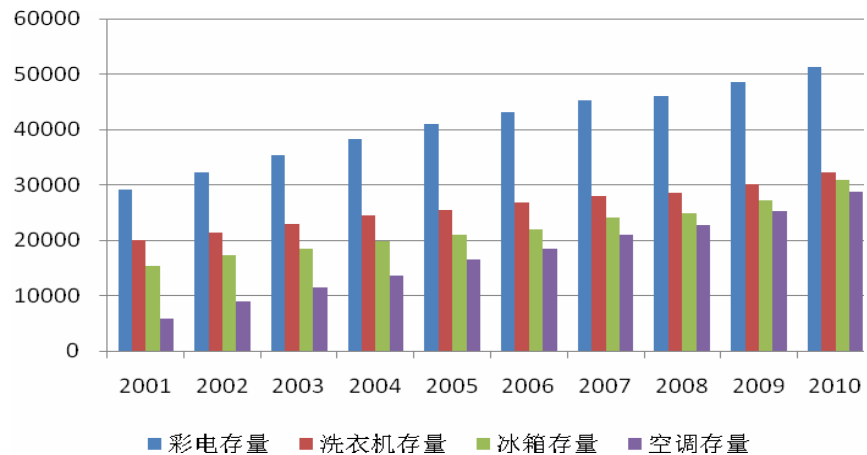
#### 1) 家电存量中更新换代需求持续加码。

2010年,我国城镇家庭电冰箱、洗衣机和空调器的百户拥有量分别为96.6

台、96.9 台和 112.1 台，城市中冰箱、洗衣机、空调器已完成普及，拥有量已趋于饱和，城镇市场将进入大批量更新期。

按照统计局公布全国城镇、农村户数以及家电保有量计算，2010 年全国彩电、洗衣机、冰箱和空调的存量分别为：5 亿、3.2 亿、3 亿和 2.8 亿。保守计算，去过去 10 年社会家电存量，会在未来 10 年内完成替换，替换总量分别为 4.1 亿，2.6 亿，2.2 亿和 1.7 亿。

图 2：全国家电存量变化（单位：台）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

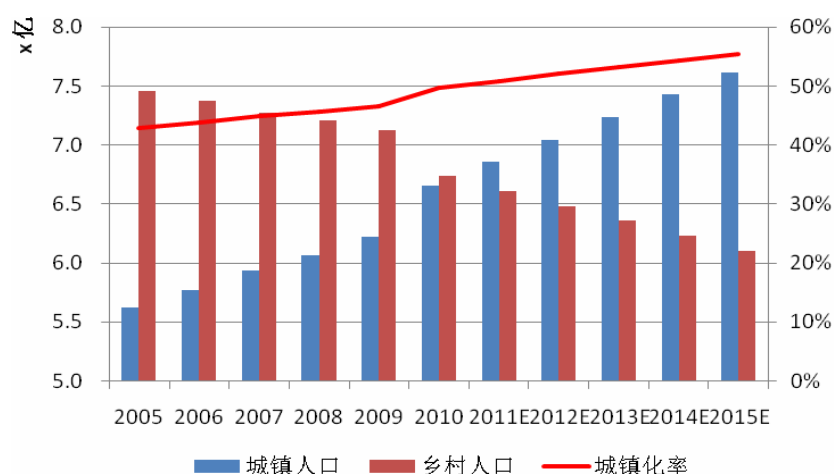
考虑到以旧换新以及家电回收等政策补贴下，还能进一步加大家电产品升级力度。节能减排作为家电“十二五”期间重点，国内外市场对节能家电和绿色家电的需求将迅速增长。家电业在变频技术、新能源技术、新材料与材料替代技术、智能化和网络化技术等高新技术方面将得到突破。这些技术创新将显著地提高家电产品的性能和品质，创造新的市场需求。十二五目标将变频空调销量占比从 15%提升到 40%；全自动洗衣机占比从 52%提升到 70%；大容量冰箱占比从 10%提升到 30%。

随着居民消费水平不断提高，社会保障体系的逐步完善，追求时尚的年轻一代消费支出的快速提高，节能环保健康、高端家电产品的需求将迅速增长，升级特征明显。变频空调比例从 09 年年底的 12%提高到 10 年底的 17%，城市已经超过 30%以上，三门冰箱从 09 年 27%上升到了 36%，而该部分产品的平均售价是传统产品的 2 倍以上。高端占比提升有利于实现家电销售量价齐升，保证收入持续稳定增长。

## 2) 城镇化持续推进带来新增城镇需求。

自 1982 年至 2009 年，中国城镇化率由 20%迅速跃升至 49.7%，但与发达国家城市化率相比，仍有较大提升空间。

图 3：城镇化率较大提升空间（单位：亿人，%）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

“十二五”时期的城镇化水平的进一步提高也为家电行业的发展提供良好的机遇。按照第六次人口普查的 49.7% 的城镇化率估算，到 2015 年，城镇化率有望达到 55%，保守估计“十二五”时期将增加 9000 多万城镇人口，新增 3000 多万户城镇家庭。城镇家庭的家电消费倾向远远高于农村家庭，城镇化率大幅提升能够有效带来大量新增家电需求。

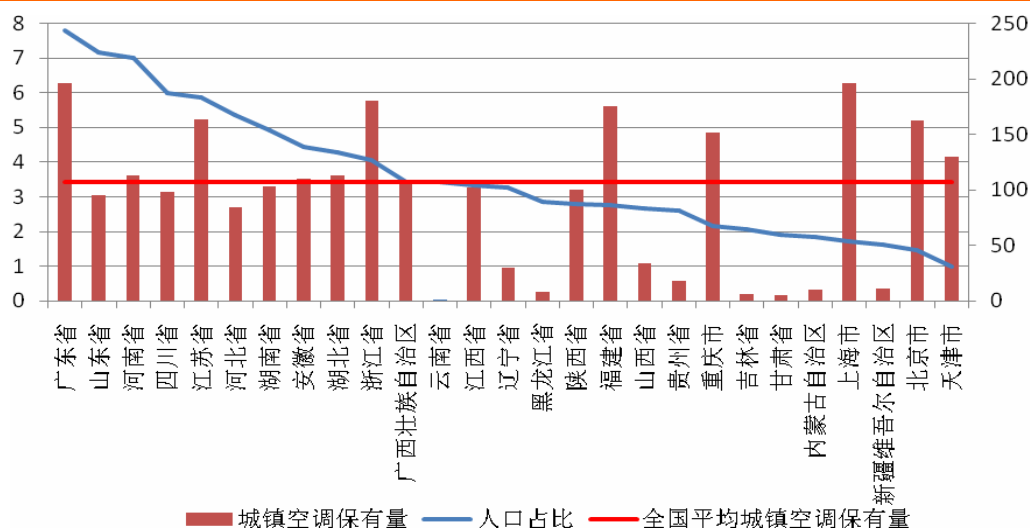
另一方面，中国目前城镇化率存在一定“伪城镇化”的问题。中国城镇人口中，还包含大量进城务工的农民工。该人群虽然身居城市，但因为公共服务没有落实到位，后续担心非常高，因而储蓄高，而消费倾向很小。未来随着刘易斯拐点的到来，城镇化进入深化阶段，上述人群的收入会加速上涨。随着 3600 万套保障性住房的实施以及其他相关制度的逐步改善，会极大地提高市场中低收入者消费倾向。而这部分人群的总人数高达 1.7 亿以上，这将成为未来中低端消费的重要增量，家电也会充分受益。

### 3) “地区性差别修复”以及“一户多机”，提升空调城镇家庭户均保有量

中国幅员辽阔，全国 31 个省级行政区域，地理跨度较大。各地区在气候、经济发达程度以及生活习惯上有较大不同，从而带来各地区家电保有量及销量上差别不一。1) 中西部地区家电保有量相比东部发达地区仍有较大差别。2) 北方高纬度地区夏天气温较低，空调保有量不足 10%，而南部低纬度地区空调普及率已超过 100%。

家电保有量地区性差异随着西部大开发的不断深入，经济欠发达地区居民收入的提高带来家电新消费需求。另一方面，空调使用南北差异较大，近些年，全球气候变暖趋势明朗，极端天气的频率达到增加，逐渐培养了北方空调使用习惯。空调地域性差别最大，地区性差别修复带来的销量增长也最为明显。

图 4: 城镇空调分区域保有量 (单位: 台/每百户, %)



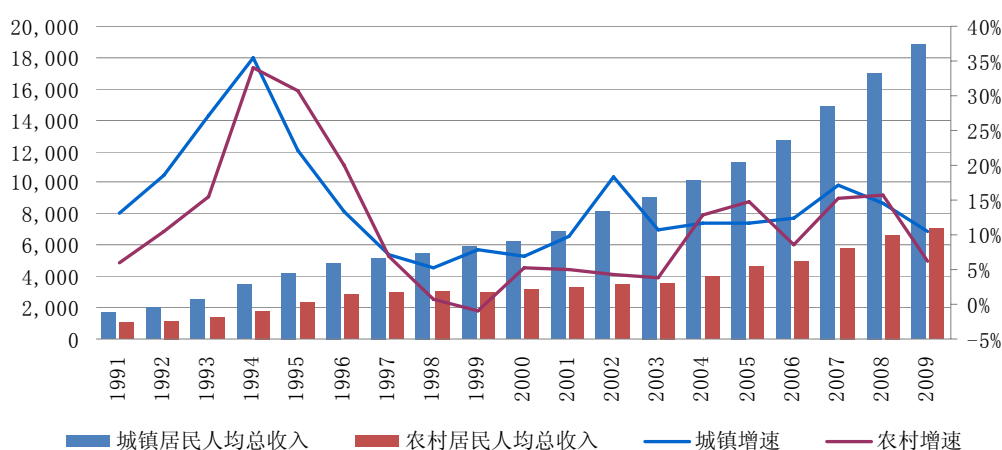
资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

再者, 空调器的需求特性为一户多机, 目前城镇空调保有量每百户 112 台, 部分发达城市已接近 200 台每百户, 生活水平的提高以及高温天气的增加, 城市市场保有量增长极限原高于 100%, 按照我们的预测, 2015 年会达到 150%, 未来会在 180-200 台/百户, 甚至更高, 上升空间巨大。

#### 4) 三四级市场蕴含着很大的消费潜力。

目前农村空调、冰箱、洗衣机的保有量只有 16%, 47% 和 57%。未来随着农民收入的提升, 家电消费习惯的形成, 以及农村营销网络和售后服务网络的完善, 用水用电条件改善, 农村家电保有量还有较大增长空间, 家电农村消费未来将成为重要的市场增量。

图 5: 城乡居民人均总收入对比 (单位: 元, %)



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

农村居民收入相比城镇居民收入落后 10 年, 参照 2000 年城镇家电保有量增长, 农村市场家电需求也即将面临爆发性增长。随着农民收入提高和政府的

政策激励，家电产品在农村将快速普及并实现消费升级，农村消费者对高品质家电的需求将大大增加。目前农村居民收入落后城镇居民十年。“十二五”将增加农民收入作为重中之重，“十二五”期末农村家庭收入有望接近城市 90 年代中后期水平。农村家电保有量也会相应提升到对应水平，即冰洗空保有量分别达到 75%，80%和 40%左右的水平。农村家电市场会在现有基础上继续快速发展。预计“十二五”时期农村市场新增电冰箱、洗衣机和空调器的年均需求量分别为 1900 万台、1500 万台和 3700 万台。

图 6：空调保有量（单位：台/百户）

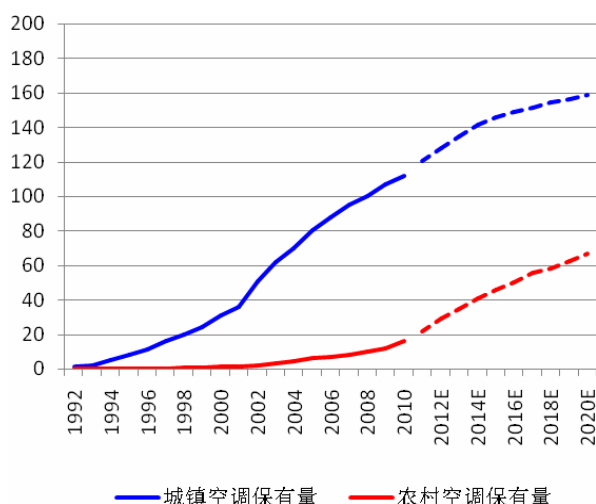
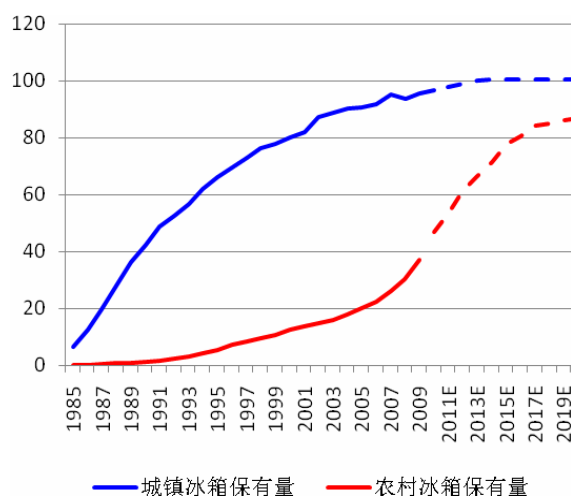


图 7：冰箱保有量（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

### 5) 工程机市场（非居民家电需求）潜力很大。

消费升级推动下，工程机市场蓬勃发展，如学生宿舍，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，娱乐场所，各种站场等，目前这些场所空调需求增长很快，部分空调厂商工程机已经占到其内销收入的 30%。

实际上由于收入水平的提升，消费升级有多种表现形式，出门度假，外出就餐的增多，会促进中低端招待所、小饭馆大量增加，而这些地方都需要新装空调。另外县、镇办公场所，学生宿舍等，以往空调使用率很低，也会带来大量的新增需求。目前，学生宿舍，学校教室，汉庭如家等商务酒店，小餐馆，各种站场等地方空调需求增长很快。

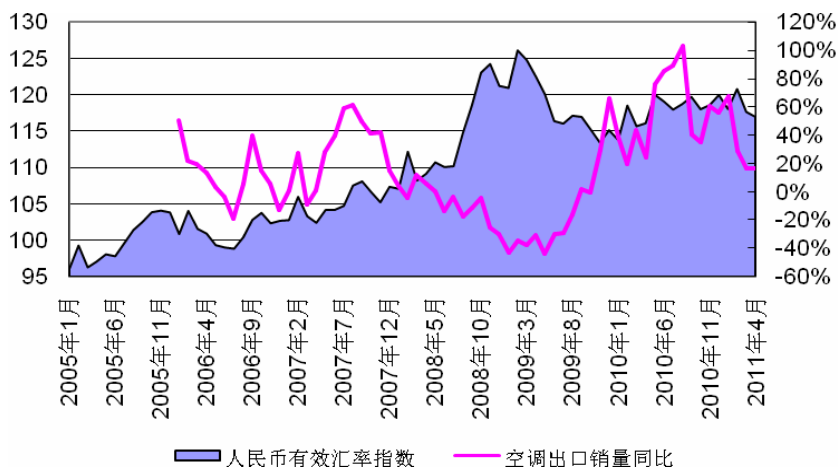
## 2.2 出口大有可为

家电出口不但不会萎缩，而且大有可为。一方面，家电产品单位价值量较低，与宏观经济环境联系不紧密，更具有日常消费品特征。另一方面，我国家电具有多方面长期竞争力，轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的实际上负面影响有限。因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力，还具备以下优势：依托巨大的国内家电市场，规模优势明显；具有比较完整的产品集群

和产品配套；适应于劳动力密集型行业，我国家电龙头拥有较高的组织管理水平，另外，由于政府对于 GDP，税收的追求，总体上我国家电大企业拥有上佳的营商环境。这些从世界范围来看还是有非常强的比较优势。而不仅仅局限于要素成本低廉这一项。

从实证检验来看，05 年汇改以来，人民币已经累计升值 20%以上，土地、劳动力等要素成本价格相较国外同期都大幅上升，中间还经历了 08 年的金融危机，但至今中国家电企业的出口规模，出口盈利水平都没有下降，相反都是曲折中总体提升。

图 8：人民币汇率和空调出口同比增长（单位：2005 年=100，%）



资料来源：Wind，中投证券研究所

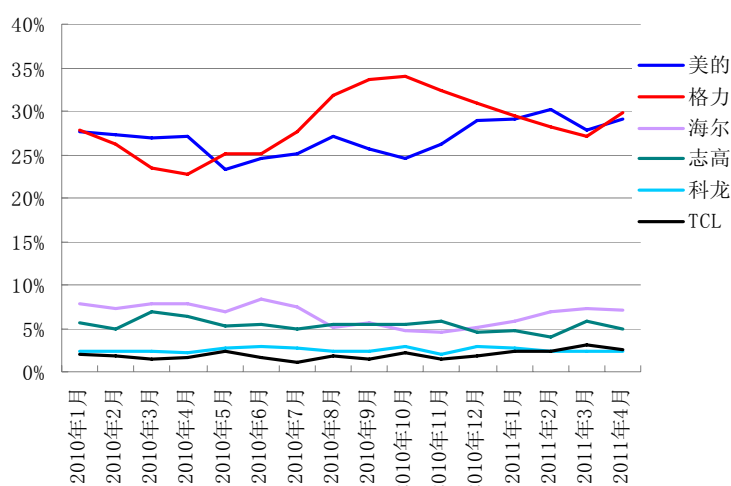
展望未来，家电业十二五规划建议上，国际化是除节能环保、技术升级之外的另一重点。美国、欧盟和日本为主的发达国家的家电市场需求规模将保持稳定，但通过改善产品结构，仍具有巨大的提升空间。同时，俄罗斯、巴西、印度、拉美以及中东、和东盟等新兴经济体的快速发展将带来更多的市场机遇，给我国的家电出口带来更多的机会。

### 三、成本压力有所缓解，盈利能力逐步改善

#### 3.1 竞争格局稳定，行业生态优化

经过多年的惨烈竞争，目前行业竞争格局基本稳定，包括品牌、渠道、规模、研发等竞争因素在内，家电行业已经形成了一定的软壁垒，没有新的资本愿意进入家电行业。特别是白电领域，在行业集中度不断提高的背景下，行业生态不断优化：白电龙头企业对上游和终端的掌控能力已经非常强，具有很强的成本转嫁能力和抗风险能力，并不会受要素成本波动的太大影响。未来白电龙头的市场份额会更高，产品平均单价会稳步上升，综合盈利水平也会逐步向上。海尔、美的、格力等基础扎实，布局良好的企业能够长期看好。

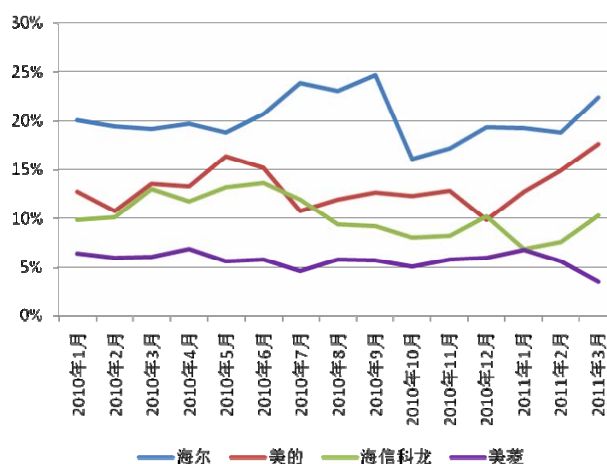
图 9: 空调分品牌总销量市占率变化



资料来源: 产业在线, 中投证券研究所

空调行业经过充分的竞争后, 品牌集中度较高。随着市场竞争的不断成熟, 行业格局日趋稳定。2011 年 1-4 月龙头累积品牌市占率稳中有升。前四家市占率合计超 69%。格力、美的累积总销量均超 1200 万台, 市占率分别为 28.9% 和 28.7%, 双寡头销量合计占据半壁以上江山。

图 10: 冰箱各品牌总销量市场占有率 (单位: %)

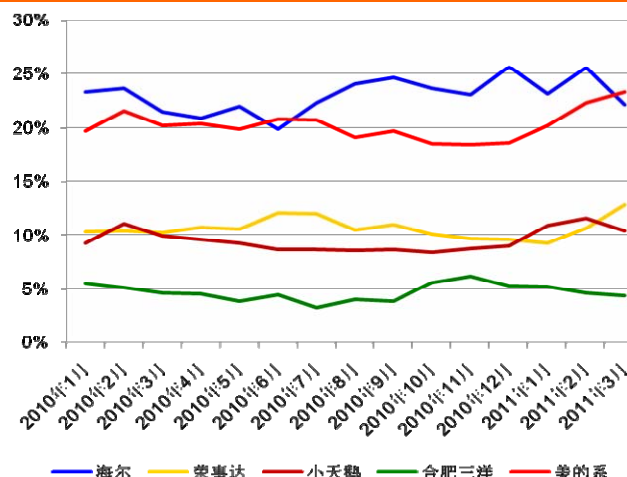


资料来源: 产业在线, 中投证券研究所

冰箱、洗衣机行业经过连续多年的价格战以及产业整合, 品牌集中度正逐步提升。海尔、美的两家基本奠定在冰洗行业龙头地位。两者合计市占率分别达到 40% 和 45%。随着冰洗行业整体增速放缓, 各品牌间竞争不断加剧, 龙头地位也在稳步提升, 行业格局还在整合过程。

值得注意的是, 外资品牌在冰洗领域分别占有 30% 至 40% 的较大份额, 随着国内冰洗产业的不断升级和完善, 未来全球的冰洗行业还是会逐渐向中国转移, 国产化成为不可逆转趋势。

图 11: 洗衣机各品牌总销量市场占有率 (单位: %)



### 3.2 成本有压力有所缓解，龙头具备很强的成本转嫁能力

白色家电的主要原材料包括压缩机、电机、钢板、铜以及塑料等，其中铜材和钢材占原材料成本 50%以上。原材料价格的波动会对家电制造企业的盈利形成一定影响。家电制造处在产业链中游，企业所处的行业地位和对上下游的议价能力决定了公司成本转嫁能力。

表 5: 空调材料成本结构 (单位: %)

| 材料成本    | 成本占比    |
|---------|---------|
| 压缩机     | 25%-30% |
| 电机      | 7%-9%   |
| 侧板钢材    | 20%-25% |
| 铜材      | 20%-25% |
| 铝材      | 5%-8%   |
| ABS 塑胶件 | 5%-7%   |

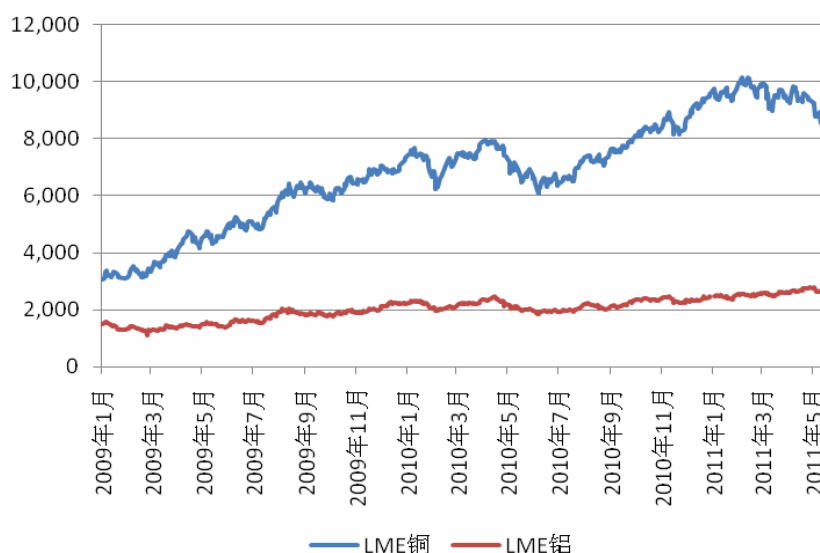
表 6: 冰箱材料成本结构 (单位: %)

| 材料成本    | 成本占比    |
|---------|---------|
| 压缩机     | 25%-30% |
| 蒸发器、冷凝器 | 15%-20% |
| 塑胶件     | 10%-15% |
| 电路板     | 10%-15% |
| 侧板钢材    | 20%-25% |
| 异氰酸酯    | 7%-10%  |

资料来源: 家电网, 中投证券研究所

去年下半开始, 伴随全球流动性的增加, 铜、石油等大宗原材料出现大幅上涨, 铜价一度上涨到 1 万美元/吨, 相比 2010 年中 6000 多美元上涨 50%, 塑料和钢材也均有较大幅度上涨。同时, 用工成本也在不断上升, 主要家电厂商员工工资上涨 20-30%, 市场上担心原材料价格成本上涨会给家电整机企业盈利能力带来较大压力。

图 12: 铜铝价格走势 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 中投证券研究所

图 13: 钢材价格走势 (单位: 元/吨)

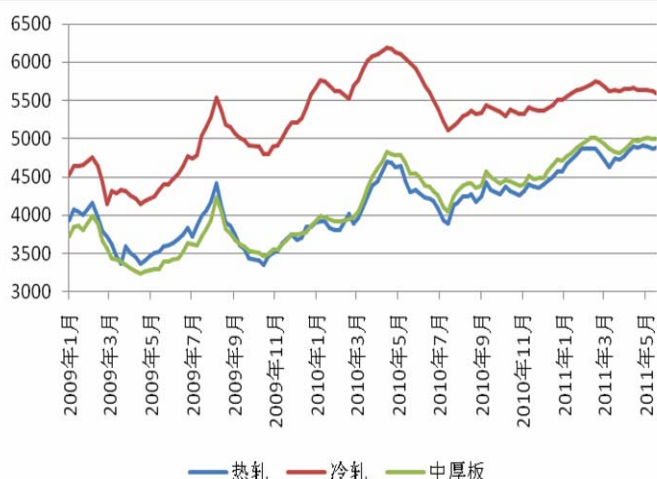


图 14: 塑料价格走势 (单位: 元/吨)

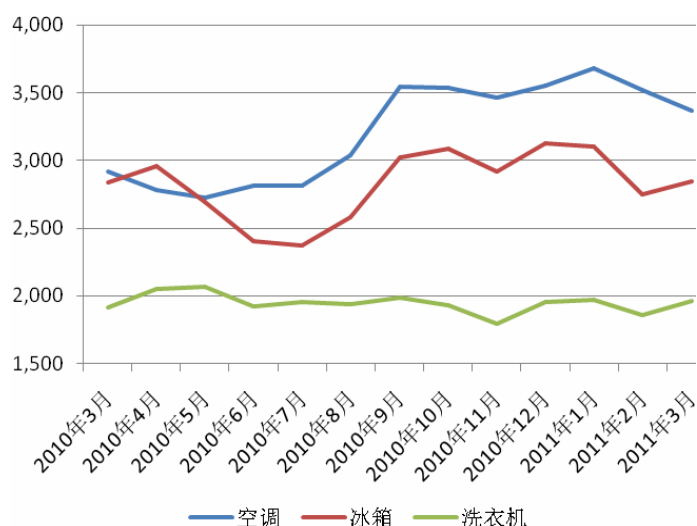


资料来源: Wind, 中投证券研究所

1) 原材料成本从年初最高点已经出现部分回调, 盈利能力步入改善通道。相比 3 月最高点下降 6-7%。中期难有更大幅度上涨。部分缓解三季度原材料成本压力。

从主要家电厂商 2010 年年报以及 2011 年一季报看, 毛利率均有 3-5% 不同幅度下滑, 净利润率下滑 1-2%, 盈利能力都受到不同程度的影响。随着原材料价格回落, 成本压力得到部分缓解。

图 15: 冰空洗价格走势 (单位: 元)



资料来源: 中怡康, 中投证券研究所

2) 家电涨价边际影响较小。假设原材料上涨 10-20%, 整机厂商调整 8-15% 出厂价, 足矣覆盖成本上涨带来的压力。A) 由于住房、服务等价格上涨更快, 家电消费占居民总消费的比例下降, 20% 的涨价仅对应几百元, 消费者的承受能力和心理接受能力不断提高, 对家电产品消费的价格敏感性有所降低, 家电消费的价格弹性也会越来越低。随着居民收入的稳步增长, 消费者的不断成熟,

越来越多的关注产品性能、质量和品牌，更有利于行业龙头企业。B) 消费升级带动产品结构优化。中国特有的二元经济下，一二级市场具有较强消费能力，消费升级特征明显，高端家电产品需求不断增加。家电龙头拥有较强市场引导能力和反应能力，能够最快优化产品结构，盈利能力也稳步提升。C) 成本上涨将挤压行业中弱小品牌盈利，迫使其让出更多空间，这也是利好龙头企业。

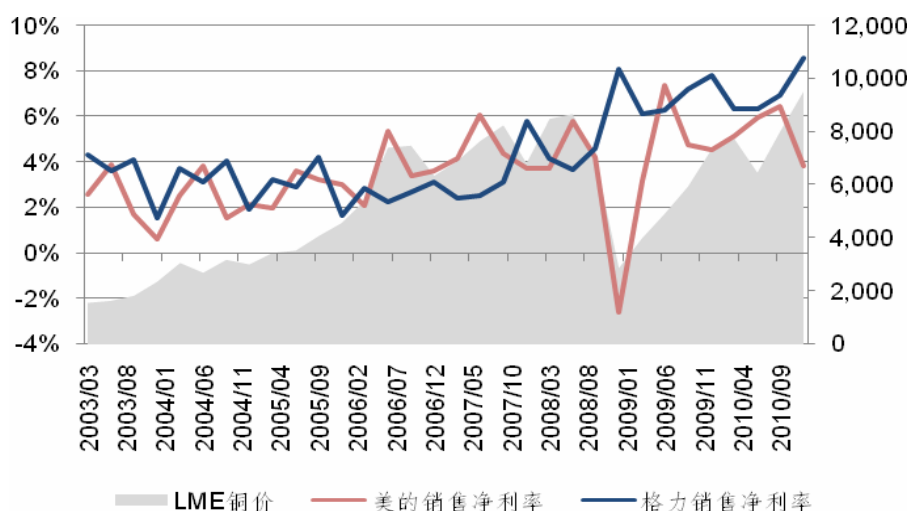
从3月份中怡康数据看，空调和冰箱均价从10年下半年就开始上调，冰洗空在10年底11年初价格均呈现上扬趋势，说明行业已开始酝酿并实施向下游转嫁成本。

考虑到上游原材料成本上涨向下游传导需要一定滞后期，一般大白电2-3个月，小家电1-2个月，2月底小家电产品已开始进行5%-10%不同程度涨价，白电整机厂商也开始酝酿并实施出厂价上调计划，主要通过推新品方式进行价格上调。预计二季度后，上游成本上涨压力能够得到部分消化。

3) 长期看，在品牌集中度不断提高，行业生态不断优化的背景下，市场壁垒较高，白电行业龙头均不同程度实现一定的垄断，白电龙头已经具备了较强的成本转嫁能力，保证其盈利水平稳步提升。从实证检验来看，过往几年，铜价大幅波动，现在相较6年前上涨4倍，一度铜价，原油价格上涨2倍，但是白色家电龙头的盈利水平不但没有下降反而持续上升。

03年以来，铜、钢等原材料价格均出现过较大幅度调整。市场上普遍存在误解，认为“家电制造处在充分竞争中，大宗商品的价格调整对公司盈利形成向下压力”。而实际情况并不完全如此，白电龙头的成本转嫁能力远超市场预期。

图 16: 铜材价格走势（右）与格力、美的销售净利率比较



资料来源：Wind，中投证券研究所

我们比较了03年至今家电主要原材料价格波动和格力、美的电器销售净利率变化的走势，不难看出，钢、铜等主要原材料在06年和07年出现过大幅上涨，LME铜目前价格已接近03年的5倍。而美的、格力销售利润率从03年不足3%，提高到10年三季度6%左右，销售净利率整体呈稳步增长趋势，

原材料价格波动对公司盈利水平影响有限。

短期看，原材料价格大幅上涨对格力、美的都产生较大压力。相比而言，格力的净利率表现更好，其核心技术产品拥有更强的价格传导能力，公司溢价能力更强。但同时，美的净利润率已达到近几年历史最低点，公司也已充分认识到经营上的偏差，美的严格利润考核现金管理制度有较强的纠偏能力，净利润率触底后弹性也较大。

实际上白电行业壁垒基本形成，上游成本波动和行业恶性竞争的担心基本属于多虑。在这一点上市场还是有一定共识的。

## 四、“下乡”目标已达，“换新”有望延续

08年以来，为了刺激消费，促进节能减排，推动家电出口，国家出台了一系列与家电生产有关的政策，总体上这些政策都是有利的行业的。

总体而言，家电下乡政策的实施效果最好，以旧换新次之，调整出口退税率对行业的影响最小。而高效空调节能补贴的效果最为显著和直接，但是持续性不强。

6月份定频空调高效补贴政策取消，年末三省家电下乡政策结束，对空调影响都较为有限。节能惠民政策经过2010年6月份大幅下调后，对空调销售影响大大减弱，加之变频空调占比提升至50%以上后，能效补贴取消对空调销售影响较小。

2011年末，首先实施家电下乡的三省一市将会结束下乡活动。短期可能会引起三、四季度提前消费，贡献全年增长。对明年家电消费的影响也较为有限。经过家电下乡，主要龙头企业已基本完成三四级市场渠道建设，同时农村家电消费习惯也逐步形成，我们一直认为：

由于家电这个行业的特征决定，不管何种政策都很难改变行业整体的运行规律和运行大方向，归根结底，都要看公司的核心竞争力，和对各种政策的适应能力。家电行业经过多年的竞争，已经很少有长期的大范围的行业机会，企业的利润更多地来自于行业上下游，包括消费者在内的各方博弈，还有行业内的彼消此涨。积极进取，措施正确得力就能超越行业，否则就有如逆水行舟，不进则退。所谓的行业政策对其影响也非常小，决不是普惠制。

## 4.1 家电下乡目标已达，年底政策逐步退出

表 7: 家电下乡政策 (单位: %)

| 家电下乡 |                                               |                 |                  |
|------|-----------------------------------------------|-----------------|------------------|
| 受益对象 | 农村居民                                          |                 |                  |
| 实施地区 | 鲁豫蜀                                           | 10 省市直辖市        | 其余 22 个省市及新疆建设兵团 |
| 实施时间 | 2007.12-2011.11                               | 2008.12-2012.11 | 2009.2-2013.1    |
| 受益人数 | 1.7 亿人                                        | 2.4 亿人          | 3 亿人             |
| 补贴产品 | 彩电、冰箱、手机、洗衣机、空调、电脑、电磁炉、微波炉、热水器、摩托车、<br>电脑、电动车 |                 |                  |
| 补贴比例 | 售价×13%                                        |                 |                  |

资料来源：国家商务部，中投证券研究所

家电下乡经过三年的执行，效果显著。2010 年全年下乡销售额超 1700 亿元，同比大幅增长 150%以上。

除了直接的销售推动之外，还有几个方面值得我们关注：

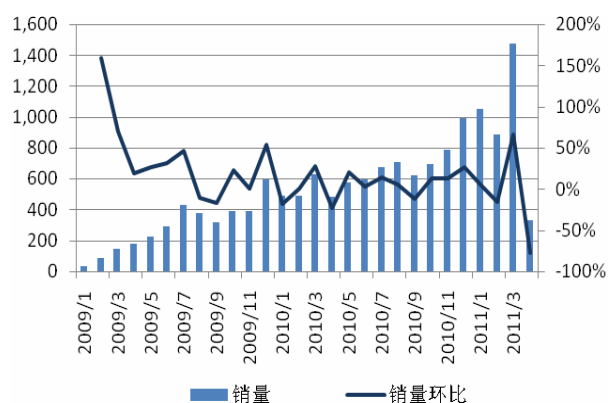
1、政府高度重视家电下乡工作。将家电下乡作为启动农村市场扩大消费的重要措施和手段，积极参与，主动协调，明显改善了农村家电的营商环境。也吸引了更多资本来参与，扩大了家电销售企业的数量、销售网点和商品种类，引导消费热情，推动消费升级。下乡补贴刺激农村家电消费的同时，也培养并形成农村家电消费风气和习惯。

2、家电下乡销售网络更趋完善，农村交易成本下降。通过家电下乡，充分利用了供销合作社遍布城乡的网络资源，有力地促进了家电企业开拓农村市场的力度，企业纷纷加大了对农村市场的投入，将销售渠道由城市向农村延伸，推动了农村销售网络的建设。目前已初步建成了覆盖全国县、乡镇甚至村的销售网络、物流配送网络和售后服务网络，正逐步改变农村市场销售渠道和售后服务薄弱、落后的局面。

3、家电下乡推动下，农村售后配套服务水平提升。通过开设家电维修部，延伸服务链条和服务功能，促进家电下乡的同时，为农村家电消费提供了长期保障。

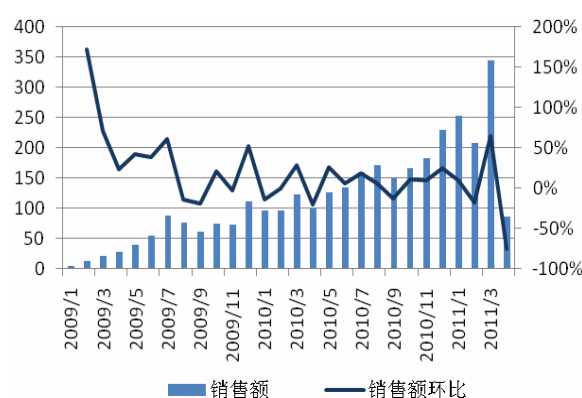
家电下乡的政策目标已基本实现，按照计划今年底开始逐步退出。十二五期间，农民收入会得到持续增长，农村居民用水用电条件还将持续改善。而且家电下乡推行几年之后大大改善了农村的营销网络，售后服务体系，也推动了农村家电消费风气和习惯。目前国家正在积极推进农网改造。这些都为农村家电消费增长提高了长期坚实的基础，从中长期看，家电下乡不会透支后期家电需求，下乡政策的退出也不会导致市场低迷。

图 17: 家电下乡总销量 (单位: 万台, %)



资料来源: 家电下乡信息系统

图 18: 家电下乡总销售额 (单位: 亿元, %)



## 4.2 以旧换新有望延续

表 8: 以旧换新政策

| 以旧换新 |                   |                |
|------|-------------------|----------------|
| 受益对象 | 城镇居民              |                |
| 实施地区 | 京津沪等 9 省市         | 晋冀徽等 19 省市     |
| 实施时间 | 2009.6-2011.12    | 2010.6-2011.12 |
| 受益人数 | 2.6 亿人            | 3.5 亿人         |
| 换新品种 | 电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑 |                |
| 补贴比例 | 售价×10%            |                |

资料来源: 国家商务部, 中投证券研究所

2009 年 5 月开始分步实施家电以旧换新政策。主要补贴品种电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类家电产品。对交售补贴范围内旧家电并购买新家电的消费者, 原则上按新家电销售价格的 10% 给予补贴, 分品种确定最高补贴额度 (补贴上限为: 电视机 400 元/台, 冰箱 300 元/台, 洗衣机 250 元/台, 空调 350 元/台, 电脑 400 元/台); 对回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业的运输费用, 给予定额补贴。补贴总额度 20 亿元。

2009 年 6 月, 家电以旧换新政策逐步推广到全国范围内实施, 截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。温总理以及发改委领导均多次表示, 以旧换新在十二五期间将持续执行。

数据显示, 截止到 2011 年 3 月, 家电以旧换新共销售新家电 4027 万台, 销售额 1521 亿元, 受惠家庭超过 450 万户, 进一步释放了国内居民的消费需求。

显然, 家电以旧换新政策对家电行业属于重大利好。最主要是促进了更新需求提前, 而且激发出来的大多是高价值量, 高毛利的销售, 也是顺应扩大内需的政策。从消费者层面去理解, 彩电, 冰箱正处于消费升级时代 (彩电升级为 LCD, 冰箱升级为三门, 多门), 新产品单位价值量比较高, 百姓以旧换新的内在需求比较高, 会下意识地产生参与的冲动, 所以彩电, 冰箱以旧换新会非常受欢迎, 受本次政策正面影响较大, 而洗衣机受益次之, 另外空调、电脑单位价值高, 也有相当的吸引力。

图 19: 以旧换新累积销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)

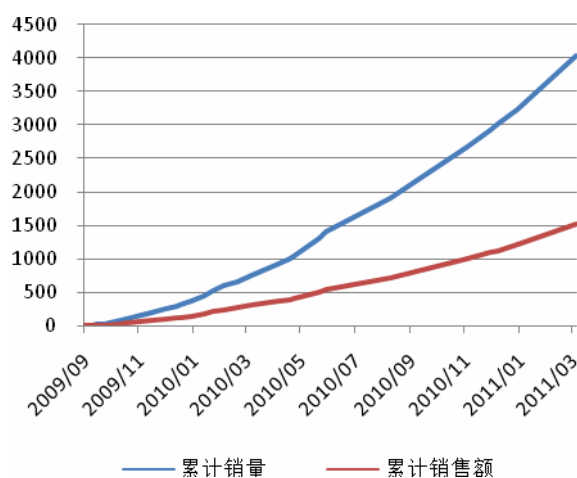
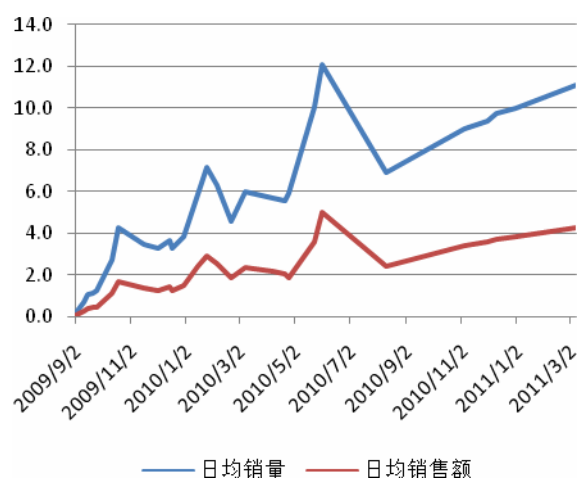
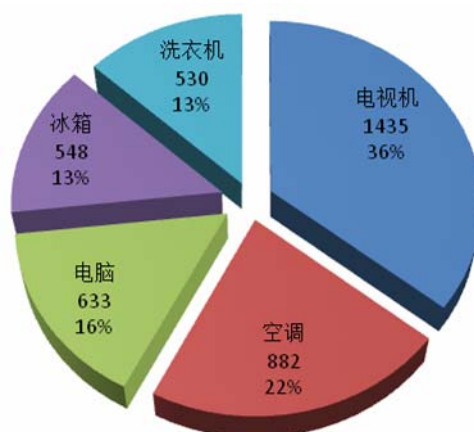


图 20: 以旧换新日均销售量、销售额 (单位: 万台, 亿元)



资料来源: 国家商务部, 中投证券研究所

图 21: 截止 2011 年 3 月以旧换新品类销量 (单位: 万台, 亿元)



资料来源: 国家商务部, 中投证券研究所

### 4.3 节能惠民工程期待向变频倾斜

表 9: 高效定频空调补贴

| 节能惠民 |                                                          |
|------|----------------------------------------------------------|
| 受益对象 | 全国                                                       |
| 实施时间 | 2009.06-2011.06                                          |
| 受益人数 | 13 亿                                                     |
| 换新品种 | 高能效定频空调                                                  |
| 补贴比例 | 2009.06-2010.06, 300-850 元<br>2010.06-2011.06, 150-250 元 |
| 政策细则 | 2 级以上                                                    |

资料来源: 国家商务部, 中投证券研究所

为了进一步推进国家节能减排的政策，2009年5月中旬发改委、财政部发起了“节能惠民工程”，针对能效等级2级以上分体式空调企业进行财政补贴。政策实施后，高效节能空调市场份额快速增长，产品整体能效水平显著提升，对促进节能减排、拉动国内消费、推动产业升级起到了重要作用。

2010年5月，高效节能空调补贴推广政策延长至2011年5月底。补贴产品范围为额定制冷量7500w及以下的机型。调整后的方案不仅提高了补贴产品的门槛，而且还大幅削减了补贴力度，补贴标准从此前的300~850元下调至150~250元。

定频空调的高能效补贴将在今年5月底结束，目前针对推广变频空调的政策尚未出台。从前期推广的情况看，国产一线品牌在推广产品型号数量上优势明显，市场的覆盖面广，有望在销售量上有良好的表现，龙头企业如格力、美的在渠道、品牌及技术上的优势决定了其在国家政策中的受益程度，目前格力、美的的节能产品的销售已占一半以上，节能补贴政策出台会更加强化空调行业强者恒强的格局。

另外，随着定速空调补贴力度的减小，也让变频空调与定速空调的价差得到进一步缩小，变频空调在国内将迎来一轮新的发展良机。这又将会导致主流空调品牌的优势得到凸显。

从十二五规划建议上，以及国家对节能减排和核心零部件未来发展的态度和规划上，针对变频的能效评定和变频补贴也是箭在弦上。目前以美的、格力为首的主要空调厂商均已将着力点放在变频上，变频在一二线城市的销售占比也达到50%。空调变频化将会成为未来引领空调销售发展的重要特征。

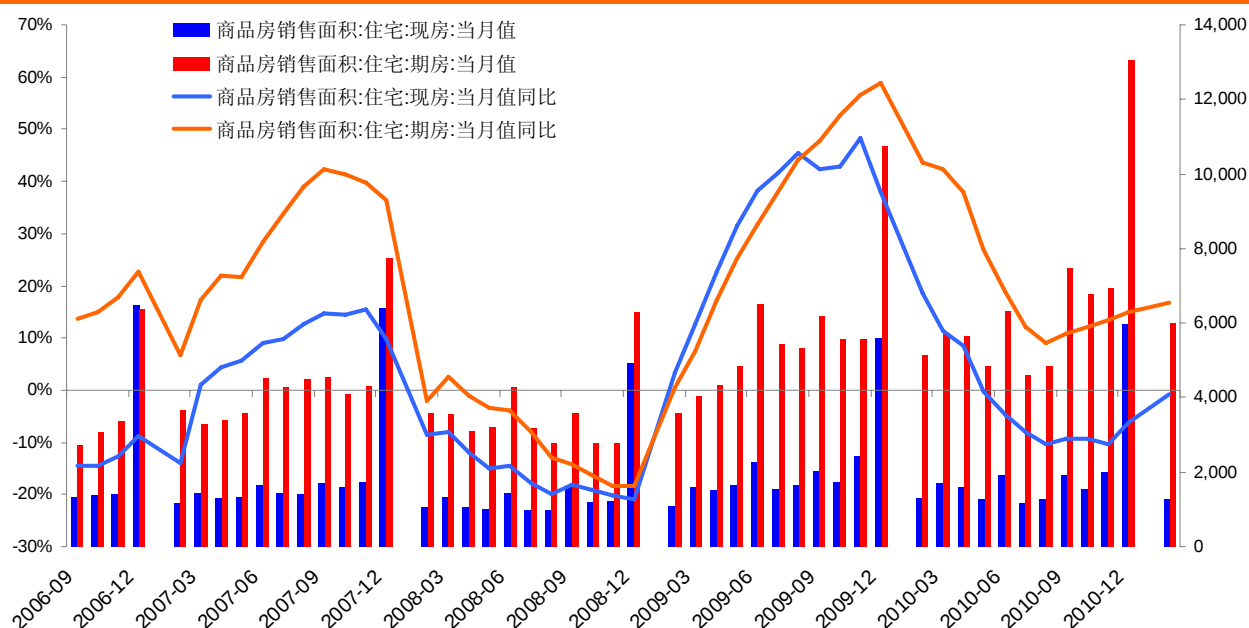
#### 4.4 1000万台保障性住房对冲地产调控负面影响

多年的实际反复证明了，地产调控对家电的影响更多是在心理层面，尤其地产调控对冰、洗行业基本无影响，只是对空调的内销稍有影响（与商品房相关的空调销售仅占全部空调的20%以下）。

地产调控从2010年上半年开始不断加码，即便考虑对家电影响的时滞，2010年下半年空、冰、洗销售持续火爆，并没有收到地产交易萎缩的影响。这也从侧面证明了，目前家电更新需求以及刚性新增需求是主力，地产调控的影响有限。另一方面，1000万套保障性住房计划预计会强力执行，能够部分对冲地产调控的影响。

对于厨卫行业，短期来看，2010年开始地产调控对房地产成交形成一定压力，这也是中短期市场对厨卫行业增长的担心。但是也应看到，此轮调控主要压制投资性需求，房价企稳回落后最终将会释放大量的刚性需求。调控政策经过1年多的实施，负面影响已经得到较充分的消化，未来对厨卫行业的影响，无论是实业还是资本面，都已接近最低点。

图 22: 地产成交面积 (单位: 万平米, %)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中投证券研究所

## 五、通胀背景下, 白电龙头具备较强议价能力

### 5.1 在宏观层面, 通胀背景下, 紧缩调控对白电龙头的直接影响非常小。

A) 白电龙头的贷款依赖很小, 基本没有什么长期借款, 短期借款也非常少, 手持现金充裕, 美的上半年刚完成 40 亿再融资, 格力 2011 年一季度末拥有 100 多亿现金, 同时具备较强占款能力, 这为应对流动性紧缩提供了充足的财务基础。

B) 从白电需求来看, 随着住房、服务业价格的大幅上涨, 白电产品绝对单价较低, 消费边际倾向较高, 其日用消费品特性越来越明显, 而周期性特征越来越弱。换句话说, 流动性紧缩对白电需求的负面影响比较小。实际上, 在这过往几年都表现得非常明显。

C) 从下游经销商来讲, 流动性逐步收紧会对二、三级经销商产生压力, 影响渠道不畅, 交易成本提升, 间接影响家电销售。但是负面影响有限。从动态的角度看, 紧缩压力下, 中小经销商会更依赖龙头家电厂商, 而中小家电厂商自身压力更大, 会让出更多市场。

5.2 在微观和中观层面看, CPI 持续攀升会对整个产业链的利润分配产生影响。必然导致一系列的上下游博弈, 因而形成企业盈利, 行业景气发生变化, 相应风险提高, 从理论上讲, 资本市场上会要求较高的风险溢价, WACC 的上升导致估值水平走低。

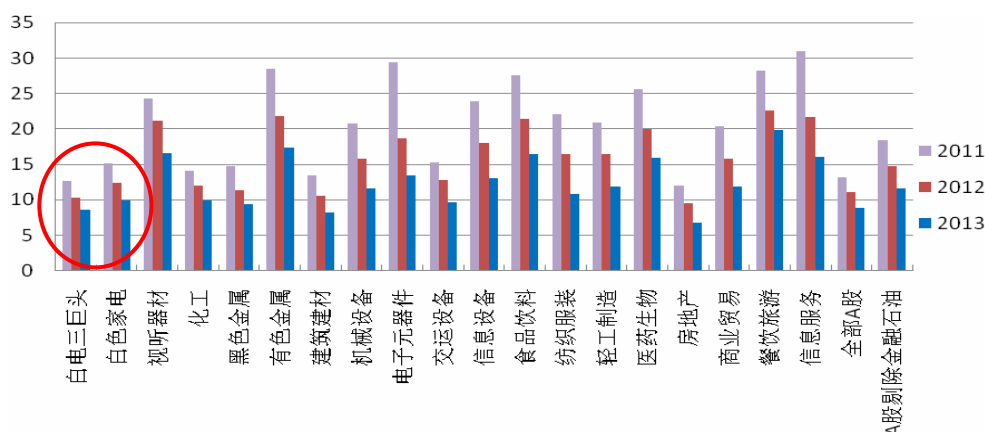
白电行业竞争格局稳定, 品牌集中度很高, 成本转嫁能力较强, 龙头拥有很强的上下游谈判权, 具备较强抗风险能力。在普遍经济向下的预期下, 家电

产品，特别是空调持续旺销，保证了龙头企业业绩增长，因此，白电龙头企业具备攻守兼备的特点。

## 六、估值比较

### 6.1 家电估值水平和其他行业比较

图 23：家电板块估值比较（TTM，整体法/2011 年 5 月 26 日收盘价）

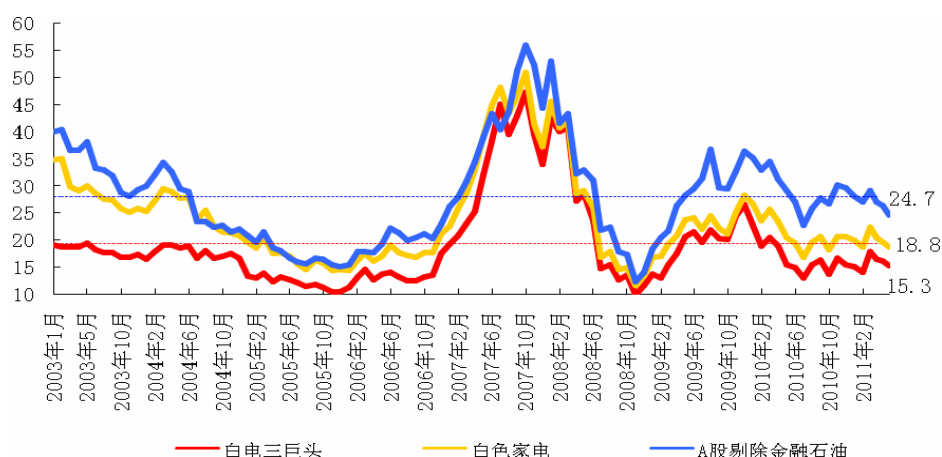


数据来源：Wind，中投证券研究所

2011 年一季度家电板块取得较好相对收益，二季度后开始调整，估值随大盘部分回落。家电板块低估值是长期以来一直存在的问题，经过二季度调整，绝对估值较低。比照其他版块，白色家电板块平均估值（2011 年 15 倍）仍然较低。其中格力、美的和青岛海尔白电三巨头估值相比白色家电又更低一些。按照盈利的一致预期估算，2011 年白色家电估值只有 15 倍 PE 估值，白电三巨头估值仅有 12 倍 PE，而同期大盘（剔除金融和石油板块）PE 绝对估值为 18 倍。盈利确定性很强，持续高增长的白电龙头 PE 估值仍然偏低。

### 6.2 白电三巨头估值水平同过往历史比较

图 24: 白电绝对估值比较 (TTM, 整体法)

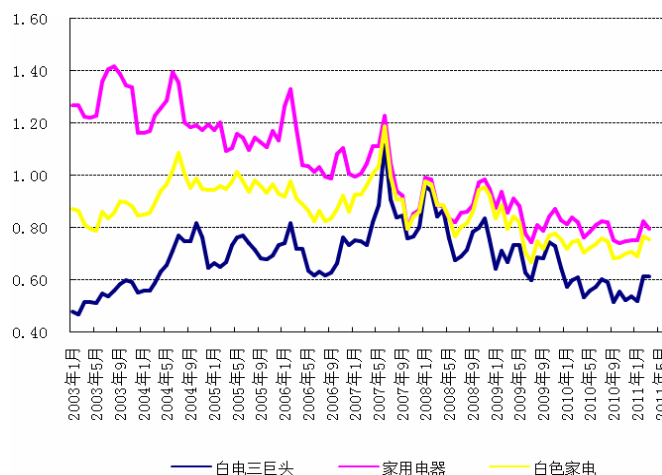


数据来源: Wind, 中投证券研究所

从白电三巨头和白色家电历史估值来看, 白电板块以及白电三巨头绝对估值长期低于 A 股大盘的估值, 但随着市场情绪以及企业本身业绩超预期等因素, 估值水平也在不断修复和调整中。2007 年下半年至 2008 年, 白电以及三大龙头估值曾经一度与 A 股大盘估值基本一致, 板块低估的现象有所缓解。而当前 A 股剔除金融、石油板块估值约为 25 倍左右, 白电板块 (包含了白电上游配件企业以及小家电) 估值在 18 倍左右, 而三大白电龙头企业绝对估值仍然较低, 在 15 倍左右, 低于历史平均 19 倍水平。

### 6.3 白电三巨头相对于大盘的低估水平同过往历史比较

图 25: 白电相对估值 PE 倍数 (TTM, 整体法)



数据来源: Wind, 中投证券研究所

\*相对估值为相对 A 股剔除金融、石油板块后相对 PE

\*板块划分采用申万一级和申万二级分类

白色家电估值低估明显, 历史相对 PE 最高在 1.2 倍左右, 过往年平均相对估值也在 0.9 倍左右, 当前白色家电相对 PE 0.7 倍左右, 低于均值。

而白电中，格力、美的和青岛海尔白电三巨头相对估值还在白色家电板块之下。三巨头相对估值在 2007 年最高达到 1.1 倍 PE，往年正常情况下一般也在 0.7 倍左右。从相对估值角度，目前白电三巨头估值在 0.6 倍左右。

预计 3 季度上半段受空调销售数据利好影响，整体空调龙头企业。小半年为小家电销售旺季，目前经过充分调整的小家电和厨卫企业目前具备较强估值优势，四季度数据兑现有望得到估值修复。大通胀背景下，家电股，特别是龙头企业以及增长确定的白电和小家电股是较好的选择。

## 七、2011 年下半年投资策略

### 7.1 整体投资策略

空调持续热销，一季度主要空调厂商收入增长 80%以上。6-8 月空调旺季，预计空调龙头企业全年销量增长 30%以上。

近段时间，有色金属，原油等大宗商品价格基本企稳，前期受原材料成本压制，家电企业盈利能力有所下降。随着原材料价格企稳，加上龙头企业价格向下传导，前期下滑较多的盈利能力有望得到改善。材料涨价对品牌集中度不太高的冰箱、洗衣机行业还是会形成一定的压力。

针对行业发展趋势和公司的实际经营情况，结合目前的估值水平，我们的投资策略是：重点配置具备较强成长性以及行业议价能力的大白电；积极配置华帝股份、老板电器、苏泊尔等增长确定且估值较低的小家电和厨卫公司；关注具有驱动因素的合肥三洋、三花股份等配件公司；关注黑电经营环境改善下的明确受益品种，寻找黑电销售超预期带来的交易性机会。

行业评级为“看好”。

重点关注以下公司：

1. 具备估值优势的空调龙头：格力，美的，海尔
2. 期待盈利能力改善（毛利率提升/费用率下降）：美的，小天鹅，华帝
3. 受益于保障性住房厨卫企业：万和，华帝，格力，美的，海尔
4. 确定性成长的小家电公司：华帝，苏泊尔，老板电器，万和
5. 黑电大发展重点受益品种：海信电器
6. 节能减排概念：龙头空调，浙江阳光，三花股份，合肥三洋

## 7.2 重点公司列表

表 10: 重点关注公司一览

| 公司代码   | 重点公司  | EPS10 | EPS11 | EPS12 | 股价<br>05.30 | PE10  | PE11  | PE12  | 投资评级 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|------|
| 000527 | 美的电器  | 1.00  | 1.30  | 1.86  | 17.67       | 17.67 | 13.59 | 9.50  | 强烈推荐 |
| 000651 | 格力电器  | 1.52  | 1.98  | 2.50  | 21.40       | 14.08 | 10.81 | 8.56  | 强烈推荐 |
| 600690 | 青岛海尔  | 1.50  | 2.10  | 2.90  | 25.17       | 16.78 | 11.99 | 8.68  | 强烈推荐 |
| 000418 | 小天鹅 A | 0.80  | 1.09  | 1.49  | 15.99       | 19.99 | 14.67 | 10.73 | 强烈推荐 |
| 002035 | 华帝股份  | 0.54  | 0.72  | 0.95  | 10.16       | 18.81 | 14.11 | 10.69 | 推荐   |
| 002508 | 老板电器  | 0.84  | 0.72  | 1.00  | 15.59       | 18.56 | 21.65 | 15.59 | 推荐   |
| 002032 | 苏泊尔   | 0.70  | 0.95  | 1.31  | 21.35       | 30.50 | 22.47 | 16.30 | 推荐   |
| 002050 | 三花股份  | 1.19  | 1.37  | 1.79  | 31.72       | 26.66 | 23.15 | 17.72 | 推荐   |
| 600983 | 合肥三洋  | 0.57  | 0.65  | 0.96  | 10.59       | 18.58 | 16.29 | 11.03 | 推荐   |
| 600060 | 海信电器  | 0.78  | 1.29  | 1.61  | 12.34       | 15.82 | 9.57  | 7.66  | 推荐   |
| 002543 | 万和电气  | 1.24  | 1.29  | 1.76  | 23.40       | 18.87 | 18.14 | 13.30 | 推荐   |
| 600261 | 阳光照明  | 0.73  | 0.61  | 0.82  | 19.21       | 26.32 | 31.49 | 23.43 | 推荐   |
| 002242 | 九阳股份  | 0.78  | 0.89  | 1.01  | 12.78       | 16.38 | 14.36 | 12.65 | 推荐   |
| 000921 | ST 科龙 | 0.28  | 0.36  | 0.47  | 6.41        | 22.89 | 17.81 | 13.64 | 中性   |
| 002413 | 常发股份  | 0.58  | 0.74  | 0.93  | 21.39       | 36.88 | 28.91 | 23.00 | 中性   |

数据来源：中投证券研究所

## 八、重点公司介绍

### 8.1 格力电器：高通胀时代 龙头风范尽显

空调行业技术进步一直很少。在这样的背景下，国产空调企业能够充分发挥本身的成本优势、营销优势，使得外资品牌空调企业缺乏全面竞争力，纷纷退出该领域或者仅仅固守在局部区域。

对于国产品牌而言，经过多年的血拼，相当部分企业因为缺乏足够的规模和一定的品牌影响力也逐步被市场淘汰，特别是从内销来讲，整个空调行业已经成为了格力美的两强主导的双寡头垄断阶段。

基于行业逐步走向寡头垄断的判断，格力电器在空调行业内的超强地位促成了在空调产业链中强大的掌控能力。公司有能力在成本上下波动中始终处于主动有利的地位。而公司独特的渠道模式也是对手很难复制的成功利器。通过股权与经销商绑在一块紧密合作有利于渠道畅通，避免过分依赖家电连锁企业，对新增三四级市场表现出更强的渗透力。另外公司具有很强的品牌号召力，决定了其超强的提价能力，而整体物价水平提升加上消费结构的变化，家电消费支出占居民总消费的比例大降，客观上形成了居民对格力空调的提价承受能力。

前期市场给予格力等家电股较低估值主要是担心公司增长不足，但从实际业绩来看，城镇化以及消费升级有效推动市场总容量增长。2010 年公司实现收入 608 亿元，同比增长 42.6%，其中，国内收入 466 亿元，同比增长 40%；海外收入 97.5 亿元，同比增长 67%。实现净利润 43 亿元，同比增长 46.8%，EPS 1.52 元，超市场预期。2011 年空调行业在农村市场需求突破后，增长依然有超预期的可能。

在高通胀情况下，格力独特的销售和占款模式，强大的上下游谈判能力，能够快速、有效的转移成本。从目前来看，公司是一季度盈利最有超预期可能的龙头。

公司增长可拓展的领域包括：

- 1 家用空调尚有较大拓展空间，无论是在城镇，农村还是在出口领域。
- 2 未来格力产品平均单价会不断上升。
- 3 中央空调上，公司目前发展势头良好。
- 4 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。
- 5 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头
- 6 不排除横向拓展向冰箱行业

## 8.2 美的电器：收入增长超预期 盈利逐步改善

由空调行业的竞争特点，我们高度看好空调行业龙头的投资机会。除了格力电器，空调另一位龙头美的电器也会受益于行业良性发展，加上公司在冰洗上的逐步壮大，值得长期投资。

美的电器的长期竞争优势表现为：

### (1) 优秀的体制、机制和管理

绝对利润最大化的民营体制

执着务实的掌舵人

勤勉专业的职业经理人团队

明确到位的约束激励机制，高效灵活的反应体系

良好的治理结构

重视投资者关系，强调市值管理

### (2) 超强的行业地位与无可比拟的规模优势（冰洗空都已是行业第二）

### (3) 强大的渠道优势和迅捷的市场响应速度

### (4) 完整的白色家电产业链

### (5) 上佳的技术优势和品质保障

### (6) 多年的品牌积累

2010 年公司实现收入 746 亿元，同比增长 58%，其中，国内收入 540 亿元，同比增长 60%；海外收入 206 亿元，同比增长 51%。实现净利润 31.3 亿元，同比增长 69.2%，EPS 1.0 元。目前公司空调、冰箱、洗衣机都已是行业第二，本年冰箱、洗衣机都完成翻倍增长，后续增长势头良好。

一季度销售净利率仅 3.1%，同比下降 2%，创 09 年来单季新低，公司管理层在严格的业绩考核压力下会把握好收入和盈利增长的节奏，预计未来销售净利率会逐渐恢复到正常水平。

美的作为综合性白电巨头已现雏形，2011 年初公司完成 43 亿再融资，加大在全国五大区域、九大基地产能，扩充规模优势，产业布局初步完成。国内建有超 60 家销售公司和 6 万家终端网点，同时公司开始积极拓展新兴市场，着手布局全球白电产业。未来或通过收购或合资，完善全球制造布局，进一步充分发挥规模优势。公司规划，未来五年再造一个美的。展望未来，冰箱产能扩充、洗衣机业务整合加速、后续可能的股权激励等都让人充满期待，我们坚定看好公司未来。

### 8.3 青岛海尔：产融结合 双轮驱动 持续发展

青岛海尔作为最大的综合性白电制造商，冰箱优势十分明显，从规模、成本控制、渠道建设等方面具备较大的市场竞争力。今年以来，抓住冰箱发展的大好形势，销售全面开花，从高端的对开门、多门冰箱，到家电下乡的普通品种都取得了良好的销售业绩。

2010 年公司实现营业收入 606 亿元，同比增长 35.6%；净利润 20 亿元，同比增长 47%，EPS 1.52 元，超市场预期。其中国内收入 539 亿，同比增长 36.6%，外销收入 59.3 亿，同比增长 27.9%。内销占比 90%，较高增速主要受益于国内家电市场蓬勃发展，同时公司持续推进商业模式转型，提升运营效率，在业务面和资本面都取得了较大的发展。

业务层面，冰、洗、空产品分别实现收入 228 亿、115 亿和 114 亿元，同比均实现 20%以上增长。其中冰箱和洗衣机全球市占率达 10.8%和 9.1%，蝉联第一。热水器收入 31 亿元，同比增长 33%，国内市占率 28%，居行业首位，其中太阳能热水器实现三位数增长。此外，主导公司商业模式变革的日日顺商业流通业务实现大幅增长，物流收入 2.9 亿元，同比增长 53.2%，海尔电器披露渠道服务收入 282 亿元，其中有 9%左右为非海尔品牌收入。日日顺商业业务定位于 B2B 渠道通路商，目前已建有 83 个物流中心，近 6000 家专卖店和 700 家加盟店，拓展了 2.8 万个销售网点，有利推动公司规模的增长，实现收入多元化。预计日日顺为载体的制造+网络+服务商业模式下，公司规模将会持续稳定增长。

资本层面，2010 年 3 月份完成对海尔电器 31.93%股权的过户，完成对海尔电器的控股及并表；收购合肥海尔空调 20%的少数股东权益；6 月重新签订新的《采购配送合同》，公司向集团采购代理费由原来的 2.25%调低为 1.75%；

2011 年初实施二次股权激励，同时公告五年内拟通过资产注入、股权重组等多种方式支持青岛海尔解决同业竞争、减少关联交易方案。通过一系列的实际行动来改善上市公司治理结构。集团支持态度坚决，资产重组完成后公司规模、经营活力和效率都将会得到显著提升。

## 8.4 小天鹅：渠道、效率、结构：三轮驱动持续增长

小天鹅原本是洗衣机行业的龙头之一，在行业内有很深的积累，08 年初被美的收购之后业务经过两年多的整合，已经成为美的旗下的重要组成部分，特别是公司将合肥荣事达主要洗衣机资产注入到小天鹅后，小天鹅已经成为了美的旗下唯一的洗衣机业务平台，协同效应明显。

渠道驱动，扩大规模优势。2010 年剥离冰箱业务，完成荣事达资产注入，年底实现并表，产能快速扩张。荣事达与小天鹅销量同比增长 67%，是行业平均增速两倍，合计市占率已达 20% 左右，与洗衣机龙头海尔差距缩小在 5% 以内。当期内外销调整后收入同比增长均在 60% 以上，内销占比 75.7%。规模快速增长，一方面是行业的整体复苏以及国内“家电下乡”和“以旧换新”等政策拉动洗衣机销量增长。更重要的是公司在美的入主之后，整体经营发生了脱胎换骨的变化。

借力美的销售渠道，规模优势还会初步扩大。具体表现为：1) 三四级市场需求仍有较大空间，小天鹅目前在美的 5 万个终端渗透率在 60%，公司利用美的三四级市场渠道优势尚有较大提升余地。2) 公司目前出口占比不足 25%，借力美的拥有强大的海外渠道资源，出口销量大幅增长能够更有效的发挥公司规模优势。

期待效率提升、结构优化，持续改善盈利能力。公司 2011 年工作重点放在经营方式转变上，通过美的管理输出，未来经营效率、盈利水平也有望逐步提高：1) 通过提高劳动生产效率，实现产能和效率的同步大幅提升。公司公告暂缓南沙基地的项目，改为拟投资 6.4 亿元用于技改扩能和新基建项目，产能将由目前的 1,600 万台提升到 2,500 万台。2) 持续进行产品结构优化，通过加大滚筒和变频洗衣机等高端产品收入占比，持续改善盈利能力。目前公司滚筒占比不足 20%，主要为欧美出口，未来随着内销滚筒需求加速释放，滚筒占比还会持续提升。同时公司在干衣机、变频洗衣机等新产品上也积极布局，预计未来会成为新的增长点。

未来成长空间仍然巨大。1) 目前洗衣机行业内销景气度高涨，农村洗衣机保有量每百户 50 多台，在农村收入不断提高，家电消费倾向增长的背景下，农村洗衣机销售持续旺盛。城市消费升级特征明显，带动产品平均单价上升。2) 产品结构优化，高端产品增加促进毛利提升；3) 外销方面，美的强大的海外渠道尚未被小天鹅充分利用，依托美的海外优势，小天鹅出口增长将成为未来公司增长的重要动力。4) 相比空调市场，洗衣机行业集中度仍偏低，未来随着行业集中度的提高，海尔、美的等行业龙头的市场份额有望进一步提升。在集中度提高的背景下，龙头企业的净利润率水平也会提升。

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、阳光照明、老板电器、万和电气等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |