

保障房是明年厨卫最大蛋糕

增持 维持

投资要点:

- 保障房建设拉动家电需求将成为今年投资主线
- 厨卫电器和空调是最受益保障房的子行业
- 建议买入万和电气、华帝股份、青岛海尔、格力电器、美的电器

报告摘要:

- **我们看好保障房建设基本能够顺利按计划开工。**随着近日发改委制定的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》已下发到地方政府,明确允许地方投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金。保障房建设最棘手的资金问题迎刃而解。
- **厨卫电器和空调最受益保障房建设。**从必须消费属性和销量弹性角度分析,厨卫电器是房地产尤其是有简易装修的保障房最能拉动最受益的子行业,其次是空调、冰箱、彩电、洗衣机,最后是小家电。
- **包括保障房在内的新房拉动 2012 年占到厨卫电器整个内销的 70%。**保障房对厨卫电器的拉动作用集中体现在 2012 年,让房地产拉动厨卫电器的同比增长从 5% 骤升到 58%,其刺激消费的程度强于大家电。2012 年商品新房拉动占厨卫电器内销的 30% 左右(比新房拉动大家电内销占比多 1 倍),包括保障房在内的新房拉动已占到整个内销的 70%。厨卫电器中,保障房拉动效果最好的是电热水器,其次是燃气灶和燃气热水器,再次是油烟机。
- **到 2012 年时房地产拉动的空调销售已占到整个内销的 20%。**保障房让房地产拉动大家电的同比增长从 7% 骤升到 47%。大家电中,拉动效果最好的空调。
- **投资建议:**受保障房建设需求提振的标的有:万和电气、华帝股份、青岛海尔、格力电器、美的电器。不管是从保障房主题逻辑,还是从今明年低估值角度,以上 5 个标的目前都是较好的买入时机,建议买入。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		10A	11E	12E	11E	12E		
万和电气	23.46	0.93	1.27	1.74	18.4	13.5	0.53	买入
华帝股份	11.13	0.54	0.63	0.81	17.7	13.7	0.86	增持
格力电器	22.10	1.52	1.90	2.31	11.6	9.6	0.48	买入
美的电器	17.15	0.92	1.26	1.59	13.6	10.8	0.46	买入
青岛海尔	26.36	1.52	2.05	2.55	12.9	10.3	0.50	买入

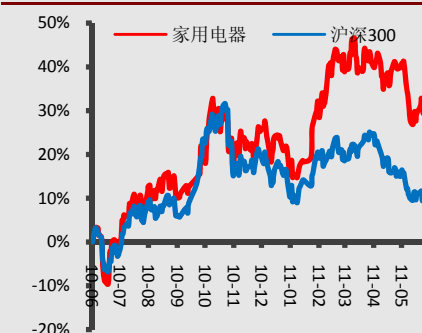
家电研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	34
总市值(亿元)	3424
流通市值(亿元)	2699
重点公司(家)	14
重点公司占行业市值比重	67%

相关研究

空调行业 11 年 5 月报 空调和压缩机高速增长渐趋明朗(2011. 05. 23)

空调行业 11 年 4 月报 空调景气可持续龙头发力出口(2011. 04. 20)

家电下乡和以旧换新 11 年 4 月报: 农村空调进入快速普及期(2011. 04. 07)

空调行业 11 年 3 月报 短期成本压力长期需求向好(2011. 03. 20)

空调行业 11 年 2 月报: 空调春季漫步飞扬 出口超预期(2011. 02. 22)

空调行业 11 年 1 月报: 低估值与高成长双重驱动(2011. 01. 20)

一、保障房是 2012 年厨卫电器和空调最大蛋糕

我们研究房地产销售与家电内销之间的关系(在后续的深度报告“房地产对家电行业的影响”中将展示分析过程)中得到结论:

(1) 与房地产的相关性从高到底依次为厨卫电器、空调、冰箱、彩电和洗衣机,其中空调的拟合优度达到 0.8,而洗衣机仅为 0.2。其中厨卫电器、空调与房地产有显著相关性,而洗衣机与房地产关联很小,冰箱、彩电介于两者之间,呈弱相关。

(2) 厨卫电器销售滞后期房(住宅)销售约 1 年半、与现房(住宅)销售基本同时期。大家电销售滞后期房(住宅)销售 21 个月、滞后现房(住宅)销售 5 个月。滞后时间段在逻辑上也有一定合理性,现房一般需要装修和通风后才会入住,期房从销售到交房有 1~1.5 年的等待期也属正常。购买厨卫电器一般在装修期,精装修房购买时间更早一些。

(3) 房地产调控政策对家电需求的负面影响有 1 年多的时滞:2008 年房地产销售下滑到 2010 年才体现出来,2010 年房地产调控政策对家电的负面影响预计要到 2013 年才会体现,2012 年也有一定负面影响。

“十二五”期间计划新建保障性住房 3600 万套,保障性住房覆盖率达到 20%。其中 2011、2012 年各 1000 万套,2013-2015 年共 1600 万套,我们假定按 600、500、500 万套分布。

假设 2011-2013 年保障房首年竣工率为 0.3、0.6、0.5,第二年全部完工。

假定商品房每套面积为 107 平米,可从销售面积推算出销售套数。

表 1: 保障房套数预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
保障房开工套数(万套)			590	1000	1000	600
首年竣工率				0.3	0.6	0.5
保障房竣工套数(万套)	60	60	370	520	1300	700

资料来源:宏源证券

注:2009 年的保障房完工套数暂无法得到

二、保障房对大家电的拉动作用

假定期房销售 21 个月后、现房销售 5 个月后会购买大家电,可推出商品住宅房对大家电的拉动作用。

假定保障房对大家电的拉动效果为 0.6。考虑到保障房中有廉租房、公租房、棚户区等,对家电消费拉动效果并不是 1:1。

保障房对家电的拉动作用主要在 2012 年会集中体现出来,让房地产拉动家电的同比增长从 7% 骤升到 47%。

表 2: 房地产拉动大家电销售效果预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
商品新房拉动 (万台)	522	632	579	810	865	792
其中: 期房拉动	337	449	371	611	685	631
其中: 现房拉动	184	183	209	199	179	161
保障房拉动 (万台)	36	36	222	312	780	420
房地产整体拉动 (万台)	558	668	801	1122	1645	1212
不考虑保障房拉动的增速		21%	-8%	40%	7%	-8%
考虑保障房拉动的增速		0%	517%	41%	150%	-46%
房地产整体拉动的增速		20%	20%	40%	47%	-26%

资料来源: 宏源证券

到 2012 年时房地产拉动的空调销售已占到整个内销的 20%，相当于 2015 年保障性住房覆盖城市住房的比例。

表 3: 商品新房拉动占大家电内销比例预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
空调	18%	17%	11%	13%	11%	9%
冰箱	20%	16%	11%	14%	14%	12%
洗衣机	22%	24%	17%	21%	20%	16%
彩电	13%	18%	14%	19%	19%	17%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

表 4: 包含保障房的新房拉动占大家电内销比例预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
空调	19%	18%	16%	18%	21%	14%
冰箱	21%	17%	16%	20%	27%	18%
洗衣机	23%	25%	24%	29%	39%	25%
彩电	14%	19%	20%	27%	37%	26%

资料来源: 产业在线, 宏源证券

三、保障房对厨卫电器的拉动作用

假定期房销售 1 年半后、现房销售当期会购买厨卫电器,可推出商品住宅房对厨卫电器的拉动作用。

假定保障房对厨卫电器的拉动效果为 0.9。考虑到新房 (即使是保障性住房) 对厨卫电器的刚性需求。

保障房对厨卫电器的拉动作用也是集中体现在 2012 年,让房地产拉动厨卫电器的同比增长从 5% 骤升到 58%,其刺激消费的程度强于大家电。保障房对 2011 年厨卫电器的增长也有一定的拉动作用。

表 5：房地产拉动厨卫电器销售效果预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
商品新房拉动（万台）	523	657	621	809	852	767
其中：期房拉动	366	441	418	622	683	615
其中：现房拉动	157	216	202	187	168	152
保障房拉动（万台）	54	54	333	468	1170	630
房地产整体拉动（万台）	577	711	954	1277	2022	1397
不考虑保障房拉动的增速		26%	-5%	30%	5%	-10%
考虑保障房拉动的增速		0%	517%	41%	150%	-46%
房地产整体拉动的增速		23%	34%	34%	58%	-31%

资料来源：宏源证券

2012 年商品新房拉动占厨卫电器内销的 30% 左右（比新房拉动大家电内销占比多 1 倍），包括保障房在内的新房拉动已占到整个内销的 70%，意味着保障房是刺激 2012 年厨卫电器行业需求最重要的催化剂。保障性住房对 2011 年和 2013 年的拉动效果也较明显，其效果约为 2012 年的一半。

厨卫电器中，保障房拉动效果最好的是电热水器，其次是燃气灶和燃气热水器，再次是油烟机。

假设住宅只装一台热水器，其中热水器种类中的购买比例为 电：燃气 = 6：4。

假定商品房的住户买燃气灶：油烟机 = 1：0.7，保障性住房的住户买燃气灶：油烟机 = 1：0.5。

表 6：商品新房拉动占厨卫电器内销比例预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
油烟机	33%	44%	38%	41%	36%	27%
燃气灶	26%	33%	27%	31%	28%	22%
电热水器	28%	33%	30%	37%	37%	32%
燃气热水器	27%	30%	26%	30%	28%	22%

资料来源：慧聪商情，宏源证券

表 7：包含保障房的新房拉动占厨卫电器内销比例预测

年份	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
油烟机	35%	47%	52%	58%	71%	43%
燃气灶	29%	35%	42%	49%	67%	40%
电热水器	31%	36%	46%	58%	87%	57%
燃气热水器	30%	33%	39%	47%	66%	41%

资料来源：慧聪商情，宏源证券

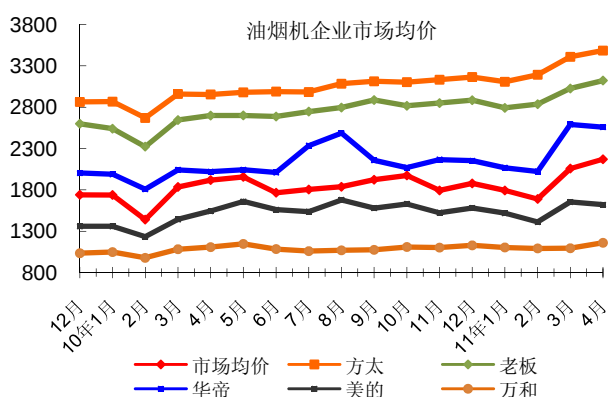
四、受益于保障房建设的上市公司

在采购用于保障房的厨卫电器招标中，能拿到较多订单的公司应有如下优势：

- (1) 产品性价比很高：质量较好，价格便宜；有中低端产品。
- (2) 国内知名品牌：有较大的品牌知名度，是上市公司。
- (3) 营销网络较大：在国内各地均有销售网点，能覆盖到全国各大城市的保障房投标。

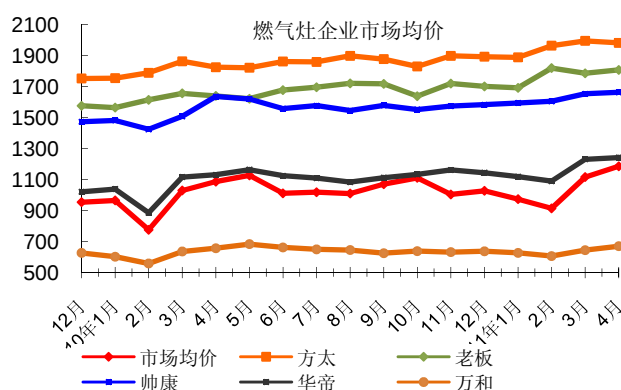
在厨卫电器中，**万和电气**的各类产品售价都低于**市场均价**，在性价比上拥有很大优势，且万和电气在燃气热水器产品上拥有较大的**规模优势**和**品牌优势**；**华帝股份**和**青岛海尔**次之，售价大都处于**市场均价**附近，华帝股份在燃气灶上有竞争优势，海尔在电热水器有规模优势和大品牌优势。

图 1：油烟机企业产品的终端售价



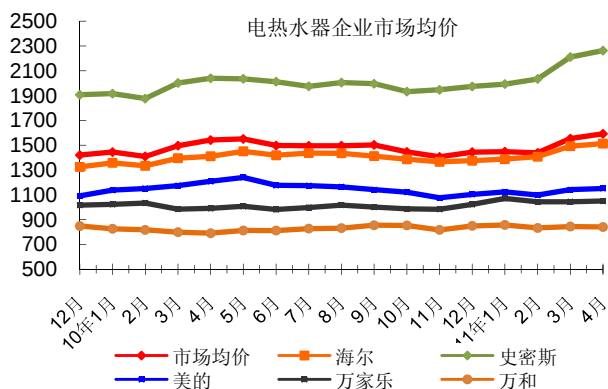
资料来源：中怡康，宏源证券

图 2：燃气灶企业产品的终端售价



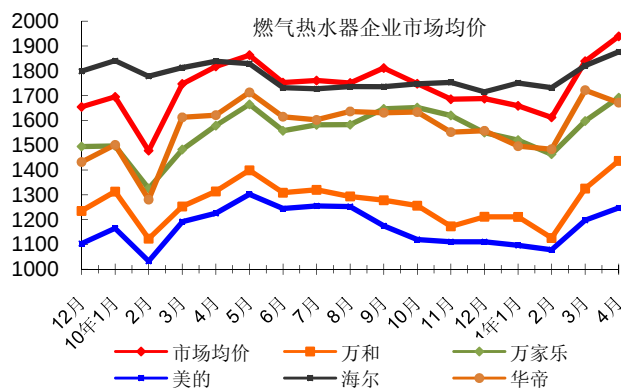
资料来源：中怡康，宏源证券

图 3：电热水器企业产品的终端售价



资料来源：中怡康，宏源证券

图 4：燃气热水器企业产品的终端售价



资料来源：中怡康，宏源证券

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。