

增持 维持

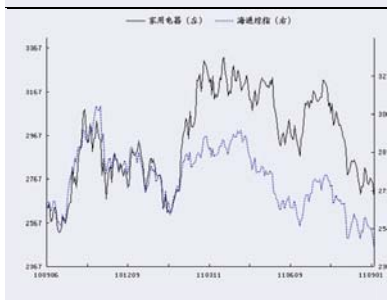
家电行业 2011 年半年报总结

2011 年 9 月 6 日

重点公司评级

格力电器	000651	买入
美的电器	000527	买入
青岛海尔	600690	买入
苏泊尔	002032	买入
小天鹅 A	000418	买入
九阳股份	002242	增持
合肥三洋	600983	增持
美菱电器	000521	增持
老板电器	002508	增持

市场表现



相关研究

 家电行业 2010 年年报及 2011 年一季报总结
20110503

家电行业 2010 年三季报总结: 收入高速增长, 净利润率不降反升 20101103

家电行业分析师

SAC 执业证书编号: S0850210050002

陈子仪

电话: 021-23219244

Email: chenzy@htsec.com

联系人

孔维娜

电话: 021-23219223

Email: kongwn@htsec.com

2011 年上半年行业收入增长 29.97%，由于费用率的节约弥补了毛利率下滑、营业税金及附加占比提升、营业外收入占比减少的影响，利润总额同比增长 34.57%，但受有效所得税率大幅提升的影响，净利润同比增长 30.97%，业绩增速基本同步于收入增长，净利润率为 3.46%。

其中，二季度收入增长 25.08%，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 33.56% 和 25.26%。二季度收入增速同比、环比均有所放缓，但盈利能力明显改善，净利润率同比、环比分别提升 0.01、0.80 个百分点至 3.83%。

- 2011 上半年行业出货量情况回顾: 空调持续超预期, 同比增长 31%; 冰箱增长 21% 符合预期; 洗衣机增速回落至 15% 低于预期; LCD 增长 9% 基本符合预期。
- 半年报收入规模保持快速增长, 但增速有所放缓。23 家家电 A 股公司上半年营业收入同比增长 29.97%，低于去年同期的 42.58%；其中二季度增长 25.08%，较一季度的 36.12% 以及去年同期的 36.77% 均有明显放缓；但总体而言，增速依然可观；上半年收入快速增长有赖于空调子行业的超预期表现，若剔除格力、美的的影响，上半年增速仅为 14.39%；其中，一季度增长 13.59%，二季度增长 15.09%。
- 白电上半年收入增长 40.93%，高基数下增速与去年同期的 44.71% 相当。其中一、二季度分别同比增长 57.29% 和 29.70%；小家电上半年收入同比增长 18.49%，较去年同期的 62.38% 有明显回落。其中一、二季度收入分别同比增长 29.28% 和 9.66%；黑电上半年收入同比增长 11.44%，增速较去年同期的 36.19% 有所下滑。一、二季度分别同比增长 5.53%、17.52%。
- 上半年毛利率同比略有下滑，二季度环比改善明显。上半年综合毛利率 18.53%，同比下降 0.16 个百分点；其中二季度综合毛利率 19.12%，同比提升 0.89 个百分点，较一季度的 17.84% 环比提升 1.28 个百分点；其中白电、黑电、小家电毛利率分别为 18.72%、16.03%、30.52%，分别同比下降 1.01、提升 1.44、下降 1.70 个百分点。
- 费用率持续走低。营管财三项费用率合计同比下降 1.10 个百分点至 14.12%；其中二季度 13.90%，同比、环比分别下滑 0.43、0.47 个百分点。
- 净利润率同比基本持平，业绩增速同步收入增长。上半年归属于母公司的净利润同比增长 30.97%，净利润率为 3.46%，同比基本持平。其中一、二季度归属于母公司的净利润同比增长 40.32%、25.26%，对应净利润率 3.03%、3.83%，分别同比提升 0.09 和 0.01 个百分点；其中白电、黑电、小家电归属于母公司的净利润分别增长 23.26%、104.59%、30.99%，对应净利润率为 3.93%、1.61%、7.81%，分别同比下滑 0.56、提升 0.73、提升 0.75 个百分点。
- 2011 年前八个月家电板块整体跑赢大盘 4.25 个百分点。其中，白电、黑电板块分别跑赢大盘 4.18 和 18.70 个百分点，小家电落后大盘涨幅 1.24 个百分点。
- 维持行业“增持”评级，重申三大白电龙头“买入”评级。目前板块 2011 年动态市盈率仅为 14 倍，处于历史低点；但市场整体估值回落，板块相对大盘溢价仍处于较高水平，维持行业“增持”评级。经过最近一个半月的调整，三大白电龙头估值优势再次显现：格力电器 2011 年考虑增发摊薄后 PE 仅 11 倍；青岛海尔不足 10 倍；美的电器不到 14 倍。三大龙头企业竞争优势明显，业绩增长确定性强，估值处于历史底部，重申“买入”评级。
- 风险提示。(1) 行业增速放缓；(2) 原材料价格大幅波动等

目 录

1. 2011 上半年行业回顾：空调持续超预期，冰箱增速回落符合预期，洗衣机表现低迷低于预期，彩电基本符合预期	2
2. 2011 上半年家电行业整体运行情况分析	3
2.1 受益于空调子行业的超预期表现，2011 上半年行业营业总收入同比增长 29.97%，若剔除格力、美的的影响，行业增速仅为 14.39%，反映出其余子行业景气度回落。其中，二季度收入增速 25.08%，较一季度 36.12%有所放缓	4
2.2 2011 上半年行业综合毛利率同比略微下滑 0.16 个百分点至 18.53%；但二季度毛利率明显改善，同比、环比分别提升 0.89、1.28 个百分点至 19.12%.....	5
2.3 2011 上半年（毛利率-销售费用率）同比提升 0.62 个百分点至 8.00%；销售与管理费用率同比下降 1.03 个百分点至 13.94%，反映了规模持续增长对费用节约的积极意义；财务费用占比略有下降	6
2.4 2011 上半年业绩同比增长 30.97%，净利润率为 3.46%，同比基本持平；其中一、二季度业绩同比增长 40.32%、25.26%，分别对应净利润率 3.03%、3.83%，分别同比提升 0.09 和 0.01 个百分点	7
3. 对 2011 年上半年的公司分析	9
3.1 2011 上半年公司收入增速分析	10
3.2 毛利率和利润率概况	12
3.3 费用比例分析	13
3.4 归属于母公司的净利润率概况	14
4. 海通家电指数与沪深 300 走势比较	16
5. 维持家电行业“增持”评级，继续推荐竞争优势明显、业绩确定性强、估值处于历史底部的白电龙头企业	18
5.1 目前板块 2011 年动态市盈率仅 14 倍，处于历史低点；但市场整体估值回落，板块相对大盘溢价仍处于较高水平，维持行业“增持”评级.....	19
5.2 三大白电龙头动态PE均处于历史底部，估值优势再次显现.....	20

图目录

图 1 家用空调内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)	3
图 2 冰箱内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)	3
图 3 洗衣机内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)	3
图 4 LCD 同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)	3
图 5 家电 A 股营业收入及增长 (07-1H11)	6
图 6 家电 A 股营业成本及毛利率 (07-1H11)	6
图 7 家电 A 股三项费用占营业收入比重 (07-1H11)	7
图 8 家电 A 股营业收入、利润、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长 (08-1H11)	8
图 9 家电 A 股利润总额及利润率 (07-1H2011)	8
图 10 家电 A 股非经营性收益占利润比重 (07-1H11)	8
图 11 家电 A 股剔除非经营收益净利润增长 (07-1H11)	9
图 12 家电 A 股有效所得税率 (07-1H11)	9
图 13 家电 A 股归属于母公司的净利润率 (07-1H11)	9
图 14 家电 A 股经营性现金流及增长 (07-1H11)	9
图 15 家电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)	17
图 16 白电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)	17
图 17 黑电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)	18
图 18 小家电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)	18
图 19 家电板块相对沪深 300 的估值溢价高于历史平均 (20050104-20110831)	18
图 20 家电行业 (23 家公司为样本) 20070104-20110831 的 PE Band 走势图 (亿元, 倍) ...	20
图 21 主要家电公司 05 年以来年复合收益率 (%) (20041231-20110831)	20
图 22 主要家电公司 05 年以来收入、利润年复合增长率 (20041231-20101231)	21

表目录

表 1 产业在线空冰洗、LCD 销量增速（2004-1H2011）	2
表 2 家电行业收入增长及毛利率情况（2007-1H2011）	5
表 3 各子行业主要上市公司收入及增速情况	11
表 4 23 家家电上市公司营业收入及同比增长情况（07-1H11）	11
表 5 23 家家电上市公司综合毛利率及利润率概况（09-1H11）	12
表 6 23 家家电上市公司（毛利率-销售费用率）情况（2007-1H2011）	13
表 7 23 家家电上市公司营管费用率情况（07-1H11）	13
表 8 23 家家电上市公司净利润率情况（09-1H11）	14
表 9 23 家家电上市公司归属于母公司的净利润增长率概况（2007-1H2011）	15
表 10 家电指数和沪深 300 收益对比（2005-201108）（%）	17
表 11 23 家家电 A 股公司市值和主要静态相对估值指标（20100905 更新）	19
表 12 近期推荐公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（20110905 更新）	21

1. 2011 上半年行业回顾：空调持续超预期，冰箱增速回落符合预期，洗衣机表现低迷低于预期，彩电基本符合预期

2011 年上半年，家电行业各子行业中空调景气度最高，增速持续超预期；冰箱表现符合预期，增速回落但保持稳定增长；洗衣机二季度以来表现低迷，低于市场预期。表 1 及图 1-4 为主要大家电产品近年来的行业运行情况。

上半年空调出货量持续超预期，总销量增长 30.91%，其中内、外销分别增长 34.55%、27.44%。7 月内销增速仍高达 30%，8 月受全国大范围高温天气影响空调继续旺销；目前市场对空调行业下半年增速非常谨慎，从 7、8 月数据看下半年超预期可能性大，我们预计全年内销增速接近 24%。出口方面由于下半年基数压力较大，预计仍将保持个位数增长态势，预计全年出口增速接近 20%。

冰箱上半年总销量增长 21.14%，其中内、外销分别增长 26.35%、5.89%。7 月内销保持了 33% 的高增长。目前，冰箱仍是农村销量最大的产品，总体来看近两年在家电下乡政策的刺激下，农村冰箱保有量快速提升，销量基数较大，随着政策拉动效应的逐步减弱，我们认为下半年冰箱内销增速将有所放缓，预计全年增速为 21%。出口方面，由于冰箱主要出口市场（欧洲、美洲）需求较稳定，预计全年出口增速与去年相当将维持个位数的增长。

洗衣机上半年总销量增长 15.32%，其中内、外销分别增长 18.57%、9.21%。二季度以来洗衣机行业增速持续走低，行业整体表现低迷，7 月内销仅增长 0.69%，相信与其较高的保有量及较大的销量基数有关。我们预计全年洗衣机内销增速略高于 10%，出口全年将维持约 10% 的增长。

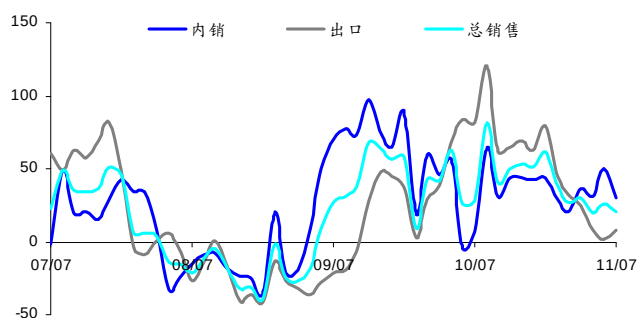
彩电 LCD 上半年总销量增长 9.43%，其中内、外销分别增长 14.41%、5.75%。3 月以来 LCD 内销保持快速稳定增长，7 月内销增长 29.34%，我们预计全年 LCD 内销增速略超 15%；全年出口规模较去年略有增长。

表 1 产业在线空冰洗、LCD 销量增速（2004-1H2011）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1H2011
家用空调								
总销量增速	44.33	-2.76	5.89	25.79	-6.52	0.88	43.84	30.91
内销增速	35.97	-7.06	0.47	20.65	-7.15	27.06	36.93	34.55
外销增速	54.89	2.01	11.36	30.26	-5.83	-20.89	53.07	27.44
冰箱								
总销量增速			19.97	28.54	3.66	32.58	22.64	21.15
内销增速			26.87	35.24	5.33	50.71	29.69	26.35
外销增速			11.81	19.57	1.14	4.01	6.50	5.89
洗衣机								
总销量增速				16.70	10.98	5.26	28.79	15.32
内销增速				26.01	11.61	11.08	28.09	18.57
外销增速				3.56	9.91	-4.87	30.23	9.21
LCD								
总销量增速					30.09	59.81	31.82	9.43
内销增速					48.78	87.16	37.68	14.41
外销增速					22.76	46.81	28.26	5.75

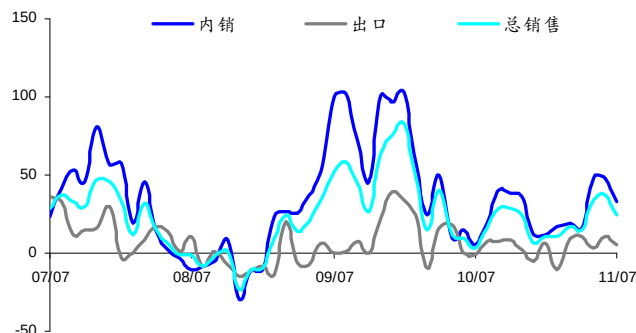
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 1 家用空调内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)



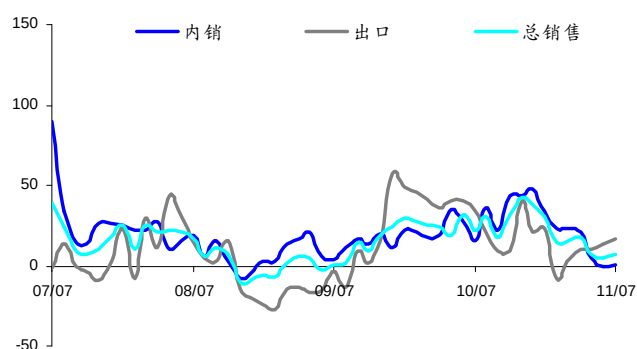
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 2 冰箱内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)



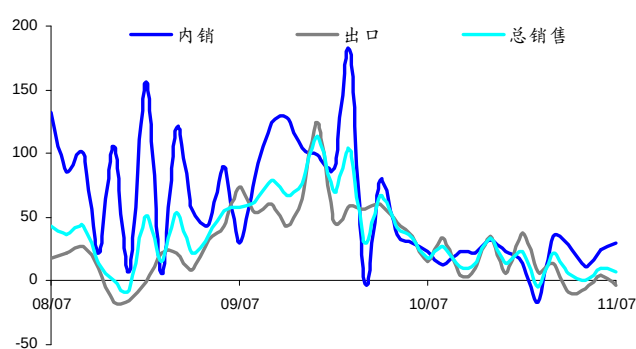
资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 3 洗衣机内外销同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图 4 LCD 同比月增速 (%) (2007.07-2011.07)



资料来源：产业在线，海通证券研究所

2. 2011 上半年家电行业整体运行情况分析

- 23 家家电 A 股上市公司 2011 年上半年营业收入同比增长 29.97%，低于去年同期的 42.58%；其中二季度增长 25.08%，较一季度的 36.12%以及去年同期的 36.77% 均有明显放缓。但总体而言，增速依然可观。
- 上半年收入快速增长有赖于空调子行业的超预期表现，若剔除格力、美的的影响，上半年行业增速仅为 14.39%；其中，一季度增长 13.59%，二季度增长 15.09%。
- 白电板块 2011 上半年收入同比增长 40.93%，高基数下增速与去年同期 44.71%相当。其中一、二季度分别同比增长 57.29%和 29.70%。若剔除空调双寡头格力、美的的影响，以冰洗为主的白电板块一、二季度收入增速分别为 22.36%和 13.57%，上半年综合增速为 17.21%；
- 小家电板块 2011 年上半年营业收入同比增长 18.49%，较去年同期的 62.38% 有明显回落。其中，一、二季度收入分别同比增长 29.28%和 9.66%，二季度增速低于预期主要是受豆浆机行业陷入负增长影响；
- 黑电板块上市公司上半年营业收入同比增长 11.44%，受行业增速放缓影响，增速较去年同期的 36.19%有所下滑。一、二季度分别同比增长 5.53%、17.52%；二季度增速环比明显改善。
- 2011 年上半年家电上市公司综合毛利率为 18.53%，在成本持续上涨的背景下同比仅下降 0.16 个百分点；其中，二季度综合毛利率为 19.12%，同比提升 0.89 个百

分点，较一季度的 17.84%亦环比提升了 1.28 个百分点，盈利水平明显改善。

- 2011 上半年白电毛利率为 18.72%，同比下降 1.01 个百分点；其中二季度综合毛利率 19.43%，同比、环比分别提升了 0.58、1.56 个百分点；
- 2011 上半年小家电毛利率 30.52%，同比下降 1.70 个百分点；其中二季度综合毛利率 31.01%，同比下滑 2.62 个百分点，但较一季度 30.02%环比提升 1 个百分点。
- 黑电行业 2011 上半年综合毛利率为 16.03%，同比提升 1.44 个百分点；其中二季度综合毛利率 16.38%，同比、环比分别提升了 2.29、0.73 个百分点。
- 2011 上半年费用率持续走低，营管财三项费用率合计同比下降 1.10 个百分点至 14.12%；其中，销售与管理费用率同比下降 1.03 个百分点至 13.94%，反映了规模持续增长对费用节约的积极意义。二季度三项费用率合计 13.90%，同比、环比分别下滑 0.43、0.47 个百分点。
- 2011 上半年收入增长 29.97%的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 34.57%和 30.97%；归属于母公司股东的净利润率为 3.46%，同比基本持平。其中，一、二季度归属于母公司的净利润同比增长 40.32%、25.26%，对应净利润率 3.03%、3.83%，分别同比提升 0.09 和 0.01 个百分点。
- 2011 年上半年白电行业收入增长 40.93%，利润总额和归属母公司净利润增速分别为 27.25%和 23.26%；归属于母公司股东的净利润率为 3.93%，同比下滑 0.56 个百分点。其中，一、二季度白电行业归属于母公司的净利润增速分别为 29.13%、19.92%，对应净利润率分别为 3.28%、4.47%，较去年同期分别下滑 0.72、0.36 个百分点。
- 小家电行业上半年收入增长 18.49%，利润总额和归属母公司净利润增速分别为 28.26%和 30.99%；归属于母公司股东的净利润率为 7.81%，同比提升 0.75 个百分点。其中，一、二季度小家电行业归属于母公司的净利润增速分别为 57.24%、11.49%，对应净利润率分别为 8.14%、7.49%，较去年同期分别提升 1.45、0.12 个百分点。
- 黑电行业上半年收入增长 11.44%，利润总额和归属母公司净利润增速分别为 94.85%和 104.59%；归属于母公司股东的净利润率为 1.61%，同比提升 0.73 个百分点。其中，一、二季度黑电行业归属于母公司的净利润增速分别为 101.39%、107.55%，对应净利润率分别为 1.58%、1.63%，较去年同期分别提升 0.75、0.71 个百分点。

2.1 受益于空调子行业的超预期表现，2011 上半年行业营业总收入同比增长 29.97%，若剔除格力、美的的影响，行业增速仅为 14.39%，反映出其余子行业景气度回落。其中，二季度收入增速 25.08%，较一季度 36.12%有所放缓

23 家家电上市公司（剔除小天鹅以及上市未满两年的新股）2011 年上半年营业收入同比增长 29.97%，较去年同期 42.58%的增速回落逾 10 个百分点，但总体而言增速依然可观。上半年行业收入规模得以保持快速增长有赖于空调子行业的超预期表现，若剔除格力、美的两家空调龙头企业的影响，上半年行业增速仅为 14.39%，反映出以冰洗为代表的其余子行业景气回落导致收入增速放缓。

2011 年二季度行业收入增长 25.08%，较一季度的 36.12%以及去年同期的 36.77%

均有明显放缓。虽然二季度 25.08% 的增速并不算低，但这仍主要受益于空调行业的高景气度和龙头企业的超预期表现；若剔除格力、美的的影响，行业二季度收入增速仅为 15.09%，但略高于一季度 13.59%（剔除格力、美的）的增速。

细分板块而言，上半年空调子行业景气度再超预期，带动白电板块收入同比增长 40.93%，在高基数下基本保持与去年同期 44.71% 相当的高增长。其中，一、二季度分别同比增长 57.29% 和 29.70%；若剔除空调双寡头格力、美的的影响，以冰洗为主的白电板块一、二季度收入增速分别为 22.36% 和 13.57%，上半年综合增速为 17.21%。

小家电板块上市公司 2011 年上半年营业收入同比增长 18.49%，较去年同期的 62.38% 有明显回落。其中，一、二季度收入分别同比增长 29.28% 和 9.66%，二季度增速低于预期主要是受豆浆机行业陷入负增长影响。

黑电板块上市公司上半年营业收入同比增长 11.44%，受行业增速放缓影响，增速较去年同期的 36.19% 有所下滑。一、二季度分别同比增长 5.53%、17.52%；二季度增速环比明显改善。

表 2 家电行业收入增长及毛利率情况（2007-1H2011）

	营业收入同比增长（%）					毛利率（%）				
	2007	2008	2009	2010	1H2011	2007	2008	2009	2010	1H2011
家电行业	15.29	7.08	16.46	34.58	29.97	17.90	19.48	22.34	19.19	18.53
白电	36.84	9.89	18.13	44.08	40.93	18.49	20.29	24.86	20.34	18.72
小家电	56.45	34.32	1.06	27.44	18.49	26.38	28.68	32.74	30.92	30.52
黑电	-6.79	-0.11	16.82	22.11	11.44	16.03	16.70	17.14	15.38	16.03

资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 2011 上半年行业综合毛利率同比略微下滑 0.16 个百分点至 18.53%；但二季度毛利率明显改善，同比、环比分别提升 0.89、1.28 个百分点至 19.12%

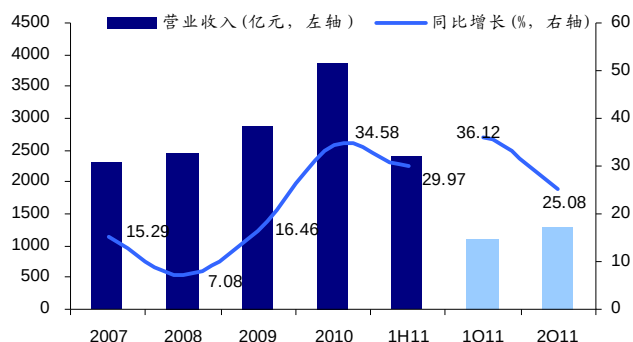
2011 年上半年 23 家家电上市公司（剔除小天鹅以及上市未满两年的新股）综合毛利率为 18.53%，在成本持续上涨的背景下同比仅下降 0.16 个百分点；其中，二季度综合毛利率为 19.12%，同比提升 0.89 个百分点，较一季度的 17.84% 亦环比提升了 1.28 个百分点，盈利水平明显改善。

分子行业看，上半年白电毛利率为 18.72%，同比下降 1.01 个百分点；其中二季度综合毛利率 19.43%，同比、环比分别提升了 0.58、1.56 个百分点。

小家电毛利率 30.52%，同比下降 1.70 个百分点；其中二季度综合毛利率 31.01%，同比下滑 2.62 个百分点，但较一季度 30.02% 环比提升 1 个百分点。

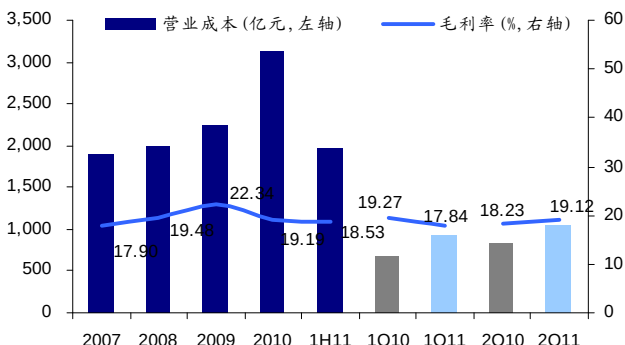
黑电行业上半年综合毛利率为 16.03%，同比提升 1.44 个百分点；其中二季度综合毛利率 16.38%，同比、环比分别提升了 2.29、0.73 个百分点。

图 5 家电 A 股营业收入及增长 (07-1H11)



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 6 家电 A 股营业成本及毛利率 (07-1H11)



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

2.3 2011 上半年（毛利率-销售费用率）同比提升 0.62 个百分点至 8.00%；销售与管理费用率同比下降 1.03 个百分点至 13.94%，反映了规模持续增长对费用节约的积极意义；财务费用占比略有下降

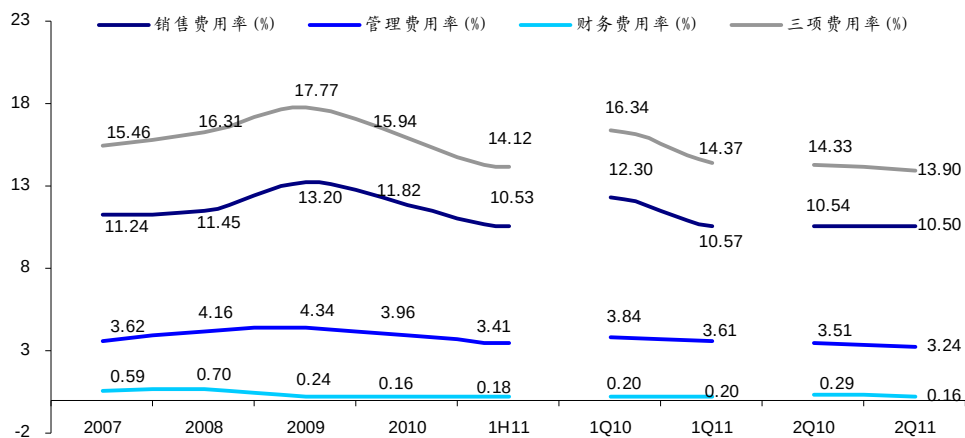
主要受一季度销售费用率同比下滑 1.73 个百分点的影响，上半年销售费用占收入比重同比下降 0.78 个百分点至 10.53%；二季度销售费用率 10.50%，同比、环比仅略微下降 0.03、0.07 个百分点。但受益于毛利率的改善，二季度（毛利率-销售费用率）较去年同期提升 0.93 个百分点至 8.62%，较一季度 7.27% 环比提升 1.35 个百分点，带动上半年（毛利率-销售费用率）指标同比提升 0.62 个百分点至 8.00%。

2011 上半年管理费用率同比下降了 0.25 个百分点至 3.41%，第一、二季度分别同比下降 0.23、0.27 个百分点。从费用比例来看（参见图 7），23 家电上市公司 2011 上半年管理加销售费用占营业收入的比重为 13.94%，同比下降 1.03 个百分点；其中一季度为 14.17%，同比下降了 1.96 百分点；二季度为 13.74%，同比、环比分别下降了 0.30、0.43 个百分点。

此外，2011 上半年财务费用占营业收入的比重（0.18%）也有小幅下降（0.07 个百分点）：一、二季度分别同比下降 0.01 和 0.13 个百分点。

行业自 2009 年以来，随着收入规模的快速增长，费用率持续走低。今年上半年，23 家上市公司销售规模增长 30%，带动管财三项费用率合计同比下降 1.10 个百分点至 14.12%。其中，二季度三项费用合计 13.90%，同比、环比分别下滑 0.43、0.47 个百分点。

图7 家电A股三项费用占营业收入比重（07-1H11）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.4 2011 上半年业绩同比增长 30.97%，净利润率为 3.46%，同比基本持平；其中一、二季度业绩同比增长 40.32%、25.26%，分别对应净利润率 3.03%、3.83%，分别同比提升 0.09 和 0.01 个百分点

2011 年上半年家电上市公司在收入增长 29.97%的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 34.57%和 30.97%，业绩增速基本同步收入增长；剔除非经常性收益后，2011 上半年归属于母公司的净利润同比大增 60.86%。

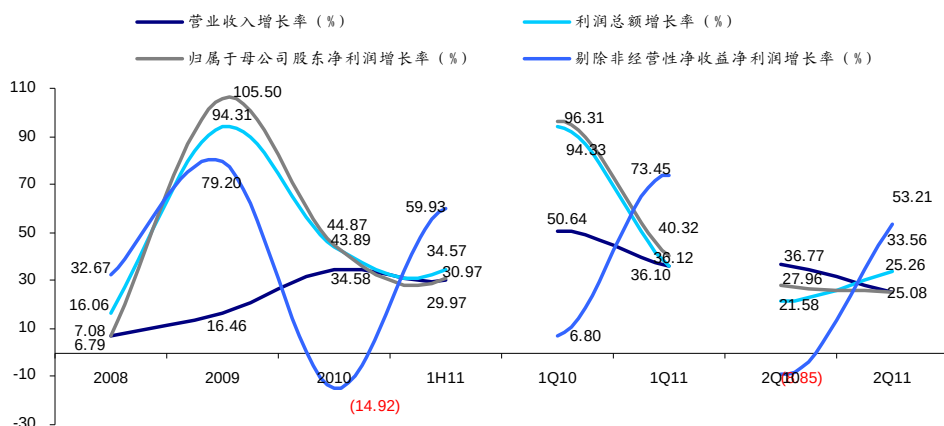
其中，2011 年一季度，行业营业收入增长 36.12%，利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长 36.10%和 40.32%；归属于母公司股东的净利润率为 3.03%，同比提升 0.09 个百分点；剔除投资净收益后，母公司的净利润增长率为 58.72%。

2011 年二季度，行业营业收入增长 25.08%，利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长 33.56%和 25.26%；归属于母公司股东的净利润率为 3.83%，同比提升 0.01 个百分点；剔除投资净收益后，母公司的净利润增长率为 62.11%。

从净利润率指标看，2011 上半年家电行业 A 股公司利润率为 4.95%，同比提高 0.17 个百分点；归属于母公司的净利润率为 3.46%（图 8），同比提升 0.03 个百分点；剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率为 3.94%，同比也小幅提高了 0.76 个百分点。

受有效所得税率由去年同期 16.87%大幅提升至 19.14%的影响（见图 12），行业归属于母公司的净利润率同比提升幅度明显小于利润率的上漲幅度；归属母公司的净利润率和剔除投资性净收益后的归属净利率差别较大，主要是受本期节能补贴同比减少所致。

图 8 家电 A 股营业收入、利润、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长(08-1H11)



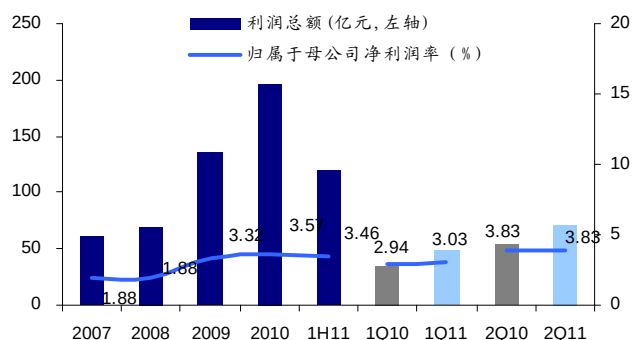
资料来源: Wind, 海通证券研究所

分子版块看, 2011 年上半年白电行业收入增长 40.93%, 利润总额和归属母公司净利润增速分别为 27.25%和 23.26%; 归属于母公司股东的净利润率为 3.93%, 同比下滑 0.56 个百分点。其中, 一、二季度白电行业归属于母公司的净利润增速分别为 29.13%、19.92%, 对应净利润率分别为 3.28%、4.47%, 较去年同期分别下滑 0.72、0.36 个百分点。

小家电行业上半年收入增长 18.49%, 利润总额和归属母公司净利润增速分别为 28.26%和 30.99%; 归属于母公司股东的净利润率为 7.81%, 同比提升 0.75 个百分点。其中, 一、二季度小家电行业归属于母公司的净利润增速分别为 57.24%、11.49%, 对应净利润率分别为 8.14%、7.49%, 较去年同期分别提升 1.45、0.12 个百分点。

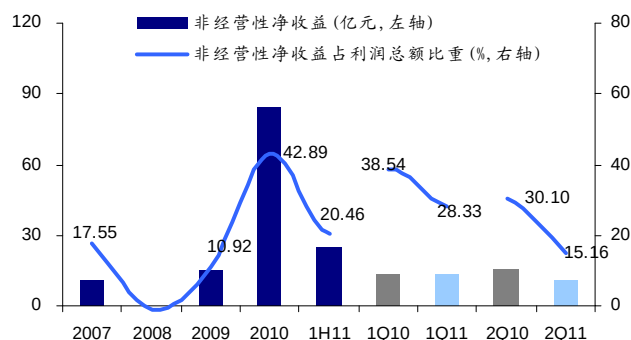
黑电行业上半年收入增长 11.44%, 利润总额和归属母公司净利润增速分别为 94.85%和 104.59%; 归属于母公司股东的净利润率为 1.61%, 同比提升 0.73 个百分点。其中, 一、二季度黑电行业归属于母公司的净利润增速分别为 101.39%、107.55%, 对应净利润率分别为 1.58%、1.63%, 较去年同期分别提升 0.75、0.71 个百分点。

图 9 家电 A 股利润总额及利润率 (07-1H2011)



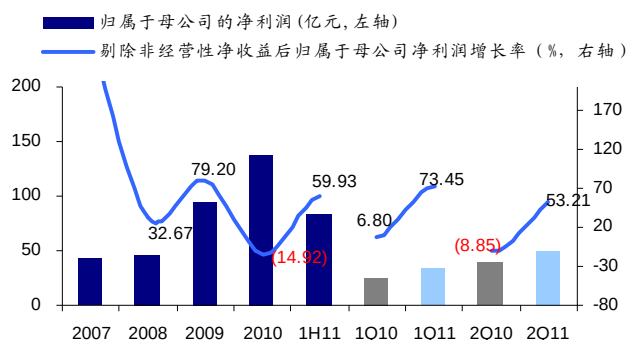
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 10 家电 A 股非经营性收益占利润比重 (07-1H11)



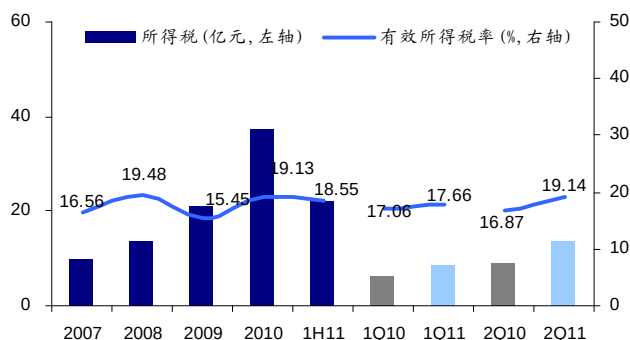
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 11 家电 A 股剔除非经营收益净利润增长(07-1H11)



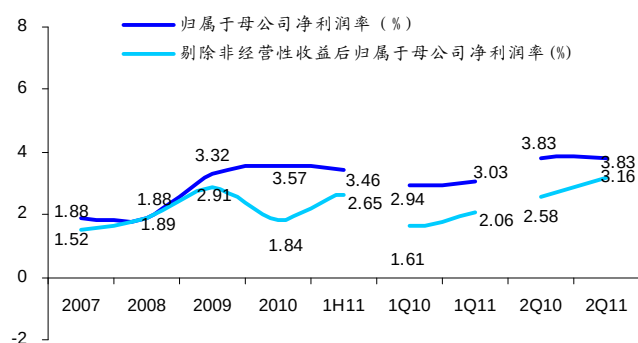
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 12 家电 A 股有效所得税率 (07-1H11)



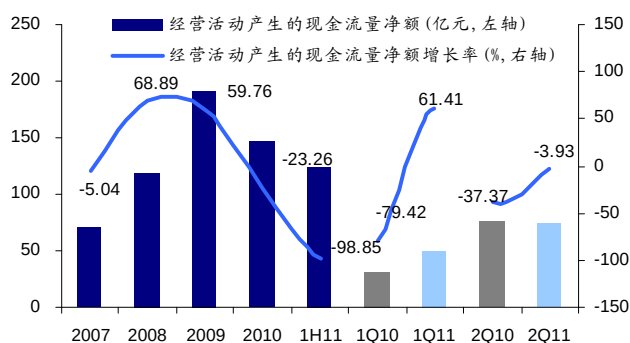
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 13 家电 A 股归属于母公司的净利润率 (07-1H11)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 家电 A 股经营性现金流及增长 (07-1H11)



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 对 2011 年上半年的公司分析

- 23 家家电企业中，仅有 3 家公司 2011 上半年营业收入同比增长率超越了行业平均水平（29.97%）。其中排在前两位、而且增速均超过 50% 的正是空调行业双寡头格力电器和美的电器。
- 今年上半年，空调持续超预期，4 家上市公司实现空调业务 58.73% 的收入增长，明显高于去年同期 33.92% 的增速；冰箱、洗衣机、彩电景气度回落，增速放缓；4 家上市公司实现冰箱业务收入 14.89% 的增长，增速较去年同期 67.41% 大幅回落；3 家公司实现洗衣机业务收入 36.93% 的增长，较去年同期的 55.44% 有所放缓；4 家公司 LCD 电视收入增长 0.14%，较去年同期 21.96% 明显回落。
- 2011 上半年 12 家上市公司毛利率超过行业平均（18.53%），其中毛利率在 30% 以上的公司有 4 家，分别为老板电器（51.57%）、九阳股份（35.78%）、华帝股份（33.35%）和合肥三洋（30.78%），这也是 2010 年毛利率保持在 30% 以上的四家公司。
- 2011 上半年 23 家上市公司的平均利润率为 4.95%，13 家上市公司利润率超过行业平均，其中利润率在 10% 以上的公司有 6 家，分别为九阳股份（15.12%）、老板

电器 (13.29%)、圣莱达 (13.24%)、合肥三洋 (11.39%)、万和电气 (11.36%) 和德豪润达 (10.71%)。13 家超过行业平均水平的企业中, 厨房大小家电占据前 8 位中的 7 席, 其余 6 家为白电行业龙头, 1 家为黑电龙头。

- 2011 上半年行业毛利率、销售费用率分别同比下滑 0.16、0.79 个百分点, 致使 (毛利率-销售费用率) 指标同比提升 0.62 个百分点至 8%。23 家公司中有 15 家 (毛利率-销售费用率) 水平高于 8% 的行业均值, 除海信电器外, 其余 14 家均为小家电及白电企业。
- 23 家家电上市公司平均管理费用率同比下滑了 0.25 个百分点至 3.41%。管管费用率合计同比下滑 1.03 个百分点至 13.94%, 有 6 家公司该比重低于行业均值, 黑电、白电企业各占 3 席。
- 2011 年上半年, 费用率的节约 (三项费用率合计下降 0.78 个百分点) 弥补了毛利率下滑 (0.16 个百分点)、营业税金及附加占比提升、营业外收入占比减少的影响, 利润总额占营业收入的比例同比提升 0.17 个百分点至 4.95%。但受有效所得税率由去年同期 16.87% 大幅提升至 19.14% 的影响, 行业归属于母公司的净利润率 (3.46%) 同比提升幅度 (0.03 个百分点) 明显小于利润率的上涨幅度 (0.17 个百分点)。
- 上半年在 23 家家电上市公司中, 有 13 家公司的归属于母公司股东净利润率超过 (3.46%) 行业平均水平, 其中净利润率超过 10% 的三家企业均为厨房大、小家电企业 (圣莱达 11.76%、九阳股份 10.60%、老板电器 11.27%)。其余 10 家公司中, 厨房大、小家电企业占 4 家, 白电企业 5 家, 黑电企业 1 家。

3.1 2011 上半年公司收入增速分析

从表 7 可以看到, 在 23 家家电企业中, 仅有 3 家公司 2011 上半年营业收入同比增长率超越了行业平均水平 (29.97%)。其中排在前两位、而且增速均超过 50% 的正是空调行业双寡头格力电器 (yoy 60.03%) 和美的电器 (yoy 58.97%); 第三位的苏泊尔凭借 SEB 稳定的订单转移以及内销市占率稳步提升继续保持了规模的快速增长。

表 3 和表 4 的数据基本反映了今年上半年家电行业的运行情况: 空调高基数下持续超预期增长; 冰箱、洗衣机、彩电景气度回落, 增速放缓; 小家电各品类增速差异较大, 例如主营厨卫电器的公司均保持 20% 左右的较快增长, 而豆浆机则陷入行业负增长。

由表 3 可见, 4 家主营空调业务上市公司上半年收入同比增长 58.73%, 明显高于去年同期 33.92% 的增速, 在农村需求启动的拉动下行业景气维持高位, 龙头企业更是凭借变频空调实现了远高于行业的增长; 若剔除空调双寡头 (格力、美的) 的影响, 则上半年行业增速仅为 14.39%, 其中一、二季度增速分别为 13.59%、15.09%。

4 家主营冰箱业务上市公司上半年实现冰箱业务收入增长 14.89%, 增速较去年同期 67.41% 明显回落; 3 家主营洗衣机业务的上市公司上半年实现洗衣机业务收入增长 36.93%, 较去年同期的 55.44% 有所放缓。过去两年, 在家电下乡的推动下, 农村家庭冰、洗保有量快速提升, 但短期内也透支了部分需求, 随着政策效应递减、年底三省一市政策退出, 冰洗行业面临一定的调整压力。

从季度收入增速角度看, 二季度家电行业主要上市公司收入增速 (25.08%) 较一季度 (36.12%) 明显回落。除 4 家黑电上市公司 (海信、TCL、长虹、康佳) 以及美菱、澳柯玛、德豪润达 3 家公司外, 其余 16 家公司二季度收入增速环比均有下降。单季度收入增速在 30% 以上的公司由一季度的 8 家大幅减少至 2 季度的 2 家。

表 3 各子行业主要上市公司收入及增速情况

	收入（亿元）			增速（%）	
	1H09	1H10	1H11	1H10	1H11
格力	188.84	229.72	372.04	21.65	61.95
美的	184.87	258.55	425.16	39.86	64.44
海尔	46.33	61.42	82.47	32.57	34.27
科龙	13.88	31.40	42.70	126.22	35.99
空调	433.92	581.09	922.37	33.92	58.73
美的	28.13	56.02	82.28	99.15	46.88
青岛海尔	80.37	131.32	142.15	63.39	8.25
美菱	24.30	32.73	35.40	34.69	8.16
科龙	25.15	44.35	43.95	76.34	-0.90
冰箱	157.95	264.42	303.78	67.41	14.89
小天鹅	15.86	32.76	58.89	106.56	79.76
合肥三洋	7.14	12.96	16.63	81.51	28.32
海尔	36.73	47.12	51.61	28.30	9.53
洗衣机	59.73	92.84	127.13	55.44	36.93
TCL 集团	100.41	107.42	110.27	6.98	2.65
海信电器	68.66	85.97	90.21	25.21	4.93
四川长虹	51.77	61.00	63.79	17.83	4.57
深康佳 A	37.31	60.45	51.00	62.02	-15.63
彩电	258.15	314.84	315.27	21.96	0.14

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 23 家家电上市公司营业收入及同比增长情况（07-1H11）

序号	代码	简称	营业收入（万元）							同比增长（%）					
			2007	2008	2009	2010	1H11	1Q11	2Q11	2008	2009	2010	1H11	1Q11	2Q11
1	000651	格力电器	380.41	422.00	426.37	608.07	402.39	172.74	229.65	10.93	1.04	42.62	60.03	68.91	53.94
2	000527	美的电器	332.97	453.13	472.78	745.59	620.37	304.81	315.56	28.77	4.34	57.70	58.97	96.13	34.37
3	002032	苏泊尔	29.34	36.22	41.16	56.22	34.78	19.17	15.62	23.48	13.62	36.60	31.89	35.95	27.23
		合计	2309.95	2473.55	2880.61	3876.87	2409.07	1117.05	1292.03	7.08	16.46	34.58	29.97	36.12	25.08
4	600983	合肥三洋	6.35	10.83	20.22	30.51	17.98	10.35	7.64	70.60	86.73	50.89	27.48	35.26	18.25
5	002260	伊立浦	7.93	7.28	6.16	7.69	3.30	1.61	1.69	-8.24	-15.37	24.91	25.54	26.13	24.98
6	002543	万和电气	13.14	15.42	17.34	22.93	13.38	6.88	6.50	17.29	12.45	32.27	23.97	34.78	14.26
7	600839	四川长虹	230.47	279.30	314.58	417.12	229.88	105.38	124.50	20.14	12.63	32.60	23.51	19.46	27.16
8	002508	老板电器	7.38	8.66	9.34	12.32	7.12	3.02	4.10	17.34	7.81	31.84	23.11	28.73	19.27
9	000418	小天鹅 A	50.01	42.93	67.59	112.02	67.48	38.31	29.16	-14.15	1.92	65.74	22.45	49.01	-0.79
10	000521	美菱电器	39.05	43.36	63.24	82.27	54.75	22.14	32.61	7.00	31.38	30.09	19.65	13.41	24.30
11	002035	华帝股份	13.11	14.13	13.86	16.36	9.07	4.09	4.98	7.81	-1.95	18.04	18.35	19.09	17.76
12	000100	TCL 集团	390.68	384.19	442.95	518.70	273.55	133.74	139.81	-1.66	15.29	17.10	18.08	12.23	24.27
13	600690	青岛海尔	294.69	304.08	446.92	605.88	379.95	164.78	215.16	3.19	8.46	35.57	17.99	23.09	14.36
14	600336	澳柯玛	16.40	20.17	26.38	36.95	21.01	8.61	12.40	22.97	30.82	40.05	16.64	11.68	20.36
15	002005	德豪润达	19.35	25.23	19.22	25.95	12.37	4.91	7.46	30.33	-23.81	35.04	15.21	10.95	18.20
16	000921	ST 科龙	88.22	86.35	129.72	176.90	107.35	46.31	61.04	-2.12	8.41	36.38	12.80	24.44	5.32
17	002242	九阳股份	19.43	43.23	46.36	53.47	25.96	12.25	13.72	122.54	7.24	15.32	7.83	44.70	-12.15
18	002403	爱仕达	14.75	17.38	15.90	20.50	10.26	5.19	5.07	17.80	-8.51	28.96	4.20	6.10	2.32
19	600060	海信电器	148.39	134.07	184.07	212.64	97.99	49.94	48.05	-9.65	37.29	15.52	3.27	-4.50	12.81

20	600854	ST 春兰	19.75	9.41	8.33	10.43	3.90	0.88	3.02	-52.39	-11.46	25.20	-1.91	2.49	-3.12
21	002473	圣莱达	1.45	1.53	1.55	2.34	1.02	0.46	0.56	5.94	1.29	50.54	-4.30	-7.02	-1.96
22	000016	深康佳 A	121.69	122.05	132.59	171.11	68.65	33.40	35.26	0.30	8.63	29.06	-13.54	-21.73	-4.02
23	600870	ST 厦华	64.99	35.51	41.58	42.92	14.04	6.40	7.64	-45.35	17.07	3.23	-35.65	-30.95	-39.11

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 毛利率和利润率概况

2011 上半年 23 家上市公司的平均毛利率为 18.53%，12 家上市公司毛利率超过行业平均，其中毛利率在 30%以上的公司有 4 家，分别为老板电器（51.57%）、九阳股份（35.78%）、华帝股份（33.35%）和合肥三洋（30.78%），这也是 2010 年毛利率保持在 30%以上的四家公司。

2011 上半年 23 家上市公司的平均利润率为 4.95%，13 家上市公司利润率超过行业平均，其中利润率在 10%以上的公司有 6 家，分别为九阳股份（15.12%）、老板电器（13.29%）、圣莱达（13.24%）、合肥三洋（11.39%）、万和电气（11.36%）和德豪润达（10.71%）。13 家超过行业平均水平的企业中，其中厨房大小家电的排名靠前，占据前 8 位中的 7 席，其余 6 家为白电行业龙头，1 家为黑电龙头。

厨房大家电相关上市公司（老板电器、华帝股份、万和电气）、中高端定位的品牌企业（老板电器、合肥三洋、九阳股份）均表现出了高毛利、高利润率的特征。

表 5 23 家家电上市公司综合毛利率及利润率概况（09-1H11）

序号	代码	简称	毛利率 (%)								利润率 (%)							
			2009	2010	1H10	1H11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	2009	2010	1H10	1H11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11
1	002242	九阳股份	38.64	36.35	37.12	35.78	33.83	34.53	38.90	36.89	16.94	15.52	15.96	15.12	12.21	13.80	17.99	16.30
2	002508	老板电器	55.06	54.60	54.96	51.57	55.08	51.03	54.87	51.97	10.08	12.68	12.45	13.29	12.10	12.42	12.69	13.93
3	002473	圣莱达	34.43	28.13	29.27	21.92	30.43	23.27	28.27	20.82	20.70	16.93	15.85	13.24	16.40	13.87	15.38	12.73
4	600983	合肥三洋	41.50	33.12	34.29	30.78	33.36	33.96	35.40	26.48	11.73	11.45	13.11	11.39	12.37	10.36	13.99	12.78
5	002543	万和电气	29.45	28.18	27.71	29.44	27.19	29.65	28.16	29.22	9.28	10.49	11.09	11.36	9.87	10.51	12.18	12.26
6	002005	德豪润达	21.33	20.87	28.73	19.30	22.09	14.11	33.38	22.71	4.83	10.25	2.80	10.71	3.68	19.36	2.18	5.03
7	002032	苏泊尔	31.02	27.96	28.89	28.22	29.53	29.13	28.16	27.11	10.38	9.32	9.02	8.76	10.01	9.44	7.88	7.92
8	002035	华帝股份	34.34	35.36	33.54	33.35	32.60	33.02	34.31	33.61	4.85	9.08	5.74	7.51	4.53	5.21	6.73	9.40
9	000651	格力电器	24.73	21.55	16.89	15.88	21.92	16.75	13.45	15.23	7.93	8.32	7.58	6.70	7.63	6.42	7.55	6.91
10	600060	海信电器	19.03	17.34	15.36	20.40	16.83	21.39	13.56	19.37	3.34	4.61	3.17	6.29	3.25	6.34	3.07	6.24
11	600690	青岛海尔	26.43	23.38	24.69	24.11	26.91	24.42	23.12	23.87	5.35	6.13	5.82	6.29	4.60	5.29	6.69	7.06
12	000418	小天鹅 A	23.38	15.68	16.19	16.83	16.16	16.24	16.21	17.60	5.68	6.44	6.47	6.19	6.33	5.14	6.58	7.57
13	000527	美的电器	21.79	16.69	17.25	16.98	15.35	14.74	18.50	19.15	5.82	6.66	6.55	5.06	6.01	3.70	6.91	6.37
	行业		22.34	19.19	18.69	18.53	19.27	17.84	18.23	19.12	4.73	5.06	4.79	4.95	4.30	4.30	5.17	5.52
14	002403	爱仕达	30.86	28.70	28.46	28.31	29.33	28.57	27.60	28.04	6.40	3.64	4.48	3.98	5.74	5.86	3.23	2.06
15	000100	TCL 集团	15.21	14.08	13.57	15.17	14.00	15.10	13.12	15.23	2.20	1.49	1.25	3.70	1.47	3.28	1.01	4.10
16	002260	伊立浦	11.68	16.16	15.12	16.22	15.41	15.76	14.84	16.66	-7.02	2.11	-2.57	2.86	-2.73	2.21	-2.43	3.49
17	000921	ST 科龙	18.83	16.36	16.63	16.99	16.68	14.88	16.59	18.60	1.51	3.55	3.83	2.72	2.66	2.22	4.57	3.10
18	000521	美菱电器	27.64	23.79	24.64	21.43	25.71	20.73	23.85	21.91	5.66	4.58	5.67	2.55	6.53	2.18	5.02	2.80
19	600839	四川长虹	18.48	16.32	15.52	15.84	16.08	13.89	15.02	17.49	2.19	1.61	1.26	1.67	1.34	1.43	1.19	1.87
20	600336	澳柯玛	24.30	19.71	19.42	18.49	18.75	17.91	19.92	18.89	2.34	2.07	1.97	1.41	1.45	0.89	2.37	1.78
21	600870	ST 厦华	13.73	10.70	10.36	10.46	10.62	11.53	10.17	9.56	2.53	1.54	1.96	0.62	1.73	1.10	2.14	0.22
22	600854	ST 春兰	17.66	10.21	7.28	17.85	6.95	-9.03	7.38	25.65	-0.14	-41.46	-50.22	-1.66	-54.74	-28.22	-48.98	6.04
23	000016	深康佳 A	18.77	15.60	15.62	14.98	14.88	15.62	16.47	14.36	1.10	0.51	1.01	-2.56	1.17	-2.06	0.82	-3.04

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3 费用比例分析

2011 上半年，由于成本持续上涨，23 家家电上市公司中有 14 家企业当期毛利率同比出现下滑。但得益于规模和效率的提升，15 家企业销售费用率同比下降；11 家企业（毛利率-销售费用率）指标同比提升。

由表 6 可见，上半年行业毛利率、销售费用率分别同比下滑 0.16、0.79 个百分点，因此（毛利率-销售费用率）指标同比提升 0.62 个百分点至 8%。23 家公司中有 15 家（毛利率-销售费用率）水平高于 8% 的行业均值，除海信电器外，其余 14 家均为小家电及白电企业。

表 6 23 家家电上市公司（毛利率-销售费用率）情况（2007-1H2011）

序号	代码	简称	毛利率（%）						销售费用率（%）						（毛利率-销售费用率）（%）					
			2007	2008	2009	2010	1H2010	1H2011	2007	2008	2009	2010	1H2010	1H2011	2007	2008	2009	2010	1H2010	1H2011
1	002242	九阳股份	36.40	38.15	38.64	36.35	37.12	35.78	9.76	16.09	16.09	14.80	15.46	14.09	26.64	22.05	22.55	21.55	21.66	21.69
2	002473	圣莱达	27.53	29.59	34.43	28.13	29.27	21.92	1.34	1.44	2.10	2.34	2.09	2.16	26.19	28.16	32.33	25.79	27.18	19.76
3	002508	老板电器	47.18	52.36	55.06	54.60	54.96	51.57	30.24	38.19	36.43	34.18	35.50	32.27	16.94	14.17	18.63	20.42	19.45	19.29
4	002543	万和电气	15.80	19.08	29.45	28.18	27.71	29.44	9.98	10.72	15.89	12.72	11.91	13.72	5.82	8.36	13.55	15.46	15.80	15.72
5	600983	合肥三洋	43.38	40.11	41.50	33.12	34.29	30.78	23.63	23.94	25.14	17.27	17.73	15.23	19.75	16.16	16.36	15.85	16.57	15.55
6	002035	华帝股份	29.81	33.00	34.34	35.36	33.54	33.35	22.40	24.95	21.69	19.99	21.26	18.16	7.41	8.05	12.65	15.37	12.28	15.19
7	002032	苏泊尔	26.76	27.66	31.02	27.96	28.89	28.22	12.93	13.19	16.70	14.73	15.44	15.08	13.82	14.47	14.32	13.23	13.46	13.15
8	002005	德豪润达	16.55	13.79	21.33	20.87	28.73	19.30	4.66	5.29	7.32	9.11	14.25	6.26	11.89	8.50	14.01	11.77	14.48	13.04
9	002403	爱仕达	25.10	26.40	30.86	28.70	28.46	28.31	12.29	13.10	16.61	17.94	16.31	15.44	12.82	13.30	14.26	10.77	12.15	12.87
10	600690	青岛海尔	19.01	23.13	26.43	23.38	24.69	24.11	11.89	13.40	15.11	12.90	13.82	12.86	7.12	9.73	11.32	10.49	10.87	11.25
11	002260	伊立浦	19.01	18.24	11.68	16.16	15.12	16.22	3.23	3.54	4.53	4.34	6.34	5.30	15.78	14.70	7.15	11.82	8.78	10.92
12	000418	小天鹅 A	19.92	18.58	23.38	15.68	16.19	16.83	11.86	11.94	11.53	6.59	6.44	7.77	8.06	6.64	11.84	9.09	9.75	9.06
13	600336	澳柯玛	19.64	19.49	24.30	19.71	19.42	18.49	11.25	8.95	10.50	9.49	9.29	9.60	8.39	10.54	13.80	10.22	10.13	8.89
14	600060	海信电器	16.05	17.76	19.03	17.34	15.36	20.40	11.68	12.76	13.64	10.63	10.19	12.15	4.37	5.00	5.38	6.71	5.18	8.25
15	000527	美的电器	18.62	19.16	21.79	16.69	17.25	16.98	9.81	10.18	12.12	9.31	9.08	8.96	8.81	8.98	9.67	7.38	8.16	8.02
行业平均			17.90	19.48	22.34	19.19	18.69	18.53	11.24	11.45	13.20	11.82	11.32	10.53	6.66	8.02	9.14	7.37	7.38	8.00
16	600839	四川长虹	15.59	17.49	18.48	16.32	15.52	15.84	9.88	10.69	11.50	10.37	8.78	8.77	5.71	6.80	6.98	5.95	6.74	7.07
17	000651	格力电器	18.13	19.74	24.73	21.55	16.89	15.88	11.43	10.43	13.60	13.83	10.94	8.96	6.70	9.31	11.14	7.72	5.95	6.92
18	000100	TCL 集团	16.52	15.72	15.21	14.08	13.57	15.17	10.48	9.45	8.78	9.83	9.64	8.92	6.04	6.27	6.43	4.25	3.93	6.24
19	600870	ST 厦华	8.23	8.68	13.73	10.70	10.36	10.46	10.39	15.28	6.51	4.65	4.85	4.96	(2.16)	(6.60)	7.22	6.04	5.51	5.50
20	000921	ST 科龙	16.48	15.31	18.83	16.36	16.63	16.99	12.66	12.52	13.40	14.27	12.37	13.04	3.82	2.79	5.43	2.09	4.25	3.96
21	000521	美菱电器	14.20	22.54	27.64	23.79	24.64	21.43	9.92	16.77	22.01	20.58	21.56	17.92	4.28	5.77	5.63	3.21	3.09	3.52
22	600854	ST 春兰	18.92	7.41	17.66	10.21	7.28	17.85	26.95	20.28	23.57	35.00	42.75	16.74	(8.03)	(12.88)	(5.91)	(24.79)	(35.47)	1.11
23	000016	深康佳 A	19.43	19.15	18.77	15.60	15.62	14.98	13.09	12.46	12.60	11.77	11.69	14.01	6.35	6.69	6.17	3.83	3.93	0.97

资料来源：wind，海通证券研究所

另外，有 10 家企业上半年管理费用率同比下滑；23 家家电上市公司平均管理费用率同比下滑了 0.25 个百分点至 3.41%。营管费用率合计同比下滑 1.03 个百分点至 13.94%，有 6 家公司该比重低于行业平均，黑电、白电企业各占 3 席。

表 7 23 家家电上市公司营管费用率情况（07-1H11）

序号	代码	简称	销售费用/营业收入（%）						管理费用/营业收入（%）						（销售费用+管理费用）/营业收入（%）					
			2007	2008	2009	2010	1H10	1H11	2007	2008	2009	2010	1H10	1H11	2007	2008	2009	2010	1H10	1H11
1	600870	ST 厦华	10.39	15.28	6.51	4.65	4.85	4.96	2.00	2.67	1.93	1.95	1.93	2.57	12.39	17.95	8.44	6.60	6.78	7.53
2	000527	美的电器	9.81	10.18	12.12	9.31	9.08	8.96	3.15	3.81	3.51	3.57	2.47	2.37	12.96	13.99	15.63	12.88	11.55	11.32
3	000418	小天鹅 A	11.86	11.94	11.53	6.59	6.44	7.77	3.35	5.43	4.29	2.91	2.87	3.56	15.21	17.37	15.82	9.50	9.31	11.33
4	000651	格力电器	11.43	10.43	13.60	13.83	10.94	8.96	2.28	3.01	3.67	3.25	2.82	2.63	13.72	13.45	17.27	17.08	13.76	11.60

5	600839	四川长虹	9.88	10.69	11.50	10.37	8.78	8.77	3.70	4.11	4.12	3.88	3.75	3.70	13.58	14.80	15.62	14.25	12.53	12.48
6	000100	TCL 集团	10.48	9.45	8.78	9.83	9.64	8.92	5.23	4.70	4.46	4.17	4.10	3.99	15.71	14.16	13.25	14.00	13.74	12.91
行业平均			11.24	11.45	13.20	11.82	11.32	10.53	3.62	4.16	4.34	3.96	3.66	3.41	14.87	15.61	17.53	15.78	14.97	13.94
7	002260	伊立浦	3.23	3.54	4.53	4.34	6.34	5.30	8.06	8.84	12.04	8.69	9.74	8.77	11.29	12.39	16.57	13.03	16.08	14.07
8	002473	圣莱达	1.34	1.44	2.10	2.34	2.09	2.16	6.87	10.04	11.68	11.14	10.81	12.25	8.21	11.48	13.78	13.47	12.90	14.40
9	600060	海信电器	11.68	12.76	13.64	10.63	10.19	12.15	1.96	2.34	1.99	1.74	1.88	2.27	13.64	15.10	15.63	12.37	12.06	14.42
10	600336	澳柯玛	11.25	8.95	10.50	9.49	9.29	9.60	9.21	8.37	6.09	5.23	4.84	5.11	20.46	17.32	16.59	14.72	14.13	14.71
11	000921	ST 科龙	12.66	12.52	13.40	14.27	12.37	13.04	3.53	3.90	3.48	2.99	2.45	2.56	16.19	16.43	16.88	17.26	14.83	15.60
12	002005	德豪润达	4.66	5.29	7.32	9.11	14.25	6.26	7.87	7.10	8.38	8.16	8.93	9.73	12.53	12.39	15.70	17.26	23.18	15.98
13	000016	深康佳 A	13.09	12.46	12.60	11.77	11.69	14.01	3.44	3.54	3.44	3.16	3.10	3.61	16.52	16.00	16.04	14.92	14.79	17.62
14	600690	青岛海尔	11.89	13.40	15.11	12.90	13.82	12.86	4.03	5.56	6.42	5.64	5.95	5.02	15.92	18.96	21.53	18.54	19.78	17.87
15	002543	万和电气	9.98	10.72	15.89	12.72	11.91	13.72	2.90	2.90	3.41	4.47	3.68	4.22	12.88	13.62	19.30	17.18	15.59	17.94
16	002032	苏泊尔	12.93	13.19	16.70	14.73	15.44	15.08	4.18	5.71	4.55	3.85	3.72	3.12	17.11	18.90	21.26	18.57	19.16	18.20
17	600983	合肥三洋	23.63	23.94	25.14	17.27	17.73	15.23	5.14	4.07	4.70	4.77	4.00	3.68	28.77	28.02	29.84	22.04	21.73	18.91
18	002242	九阳股份	9.76	16.09	16.09	14.80	15.46	14.09	5.53	5.56	7.05	6.86	6.69	6.34	15.29	21.66	23.14	21.67	22.15	20.44
19	000521	美菱电器	9.92	16.77	22.01	20.58	21.56	17.92	2.72	3.30	2.92	2.82	1.84	2.62	12.64	20.07	24.92	23.40	23.40	20.54
20	002403	爱仕达	12.29	13.10	16.61	17.94	16.31	15.44	4.48	4.25	5.49	5.42	4.89	8.45	16.77	17.35	22.10	23.36	21.20	23.90
21	002035	华帝股份	22.40	24.95	21.69	19.99	21.26	18.16	4.26	6.21	6.32	7.18	6.11	7.96	26.66	31.16	28.01	27.17	27.37	26.12
22	600854	ST 春兰	26.95	20.28	23.57	35.00	42.75	16.74	5.66	14.36	16.18	10.15	12.26	11.59	32.61	34.64	39.76	45.15	55.01	28.33
23	002508	老板电器	30.24	38.19	36.43	34.18	35.50	32.27	4.63	6.72	7.50	7.30	6.35	6.02	34.87	44.91	43.93	41.49	41.85	38.30

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 归属于母公司的净利润率概况

2011 年上半年, 费用率的节约 (三项费用率合计下降 0.78 个百分点) 弥补了毛利率下滑 (0.16 个百分点)、营业税金及附加占比提升、营业外收入占比减少的影响, 利润总额占营业收入的比例同比提升 0.17 个百分点至 4.95%。但受有效所得税率由去年同期 16.87% 大幅提升至 19.14% 的影响, 行业归属于母公司的净利润率 (3.46%) 同比提升幅度 (0.03 个百分点) 明显小于利润率的上涨幅度 (0.17 个百分点)。

上半年在 23 家家电上市公司中, 有 13 家公司的归属于母公司股东净利润率超过 (3.46%) 行业平均水平, 其中净利润率超过 10% 的三家企业均为厨房大、小家电企业 (圣莱达 11.76%、九阳股份 10.60%、老板电器 11.27%)。其余 10 家公司中, 厨房大、小家电企业占 4 家, 白电企业 5 家, 黑电企业 1 家。

表 8 23 家家电上市公司净利润率情况 (09-1H11)

序号	代码	简称	归属于母公司的净利润率（%）								扣除非经营性净收益后归属于母公司的净利润率（%）							
			2009	2010	1H10	1H11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	2009	2010	1H10	1H11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11
1	002508	老板电器	8.76	10.91	10.55	11.27	10.20	10.46	10.79	11.87	8.74	10.59	10.31	10.58	0.00	10.17	0.00	10.89
2	002242	九阳股份	13.15	11.05	11.34	10.60	9.79	9.98	12.18	11.15	12.30	10.80	11.26	10.46	9.52	9.92	12.20	10.95
3	600983	合肥三洋	10.22	9.90	11.29	9.77	10.65	8.86	12.05	11.00	9.79	9.39	10.49	9.52	10.36	8.80	10.64	10.49
4	002543	万和电气	7.26	8.11	8.38	8.91	7.87	8.36	8.84	9.48	7.06	7.92	8.38	8.35	0.00	8.19	0.00	8.51
5	002473	圣莱达	17.52	14.11	12.99	11.76	13.03	11.82	12.95	11.72	16.98	11.77	12.75	7.61	0.00	9.69	0.00	5.91
6	002032	苏泊尔	7.54	7.18	6.80	6.65	7.51	7.41	5.98	5.71	6.95	6.76	6.89	6.33	7.78	7.36	5.87	5.07
7	002035	华帝股份	3.94	7.43	4.42	6.14	3.52	4.18	5.14	7.74	3.62	6.03	4.22	5.63	3.52	3.07	4.80	7.74
8	000651	格力电器	6.83	7.03	6.25	5.49	6.25	5.41	6.26	5.54	6.46	6.62	5.66	5.45	5.66	5.42	5.66	5.47
9	600060	海信电器	2.71	3.93	2.60	5.29	2.62	5.28	2.59	5.30	2.09	3.65	2.36	5.09	2.48	5.10	2.22	5.08
10	000418	小天鹅 A	4.20	4.53	4.51	4.15	4.44	3.53	4.58	4.97	2.20	3.31	4.66	3.80	3.07	2.76	4.59	5.17
11	600690	青岛海尔	3.10	3.36	3.98	4.02	2.69	3.22	4.90	4.63	2.39	3.02	2.49	3.55	1.75	3.10	3.09	3.89
12	002403	爱仕达	5.27	3.04	3.46	3.16	4.30	4.74	2.63	1.54	4.99	3.01	3.62	3.18	4.40	4.72	2.85	1.60

13	000527	美的电器	3.91	4.19	4.45	3.18	3.90	2.33	4.82	4.00	3.95	3.97	4.41	2.95	4.01	2.01	4.68	3.87
	行业		3.32	3.57	3.43	3.46	2.94	3.03	3.83	3.83	2.91	1.84	2.15	2.65	1.61	2.06	2.58	3.16
14	002260	伊立浦	-6.24	1.57	-2.59	2.33	-2.73	1.65	-2.45	2.98	-6.15	1.03	-2.82	2.34	-2.86	1.67	-2.78	2.97
15	000921	ST 科龙	1.21	3.31	3.46	2.66	2.65	2.30	3.98	2.94	0.84	1.05	1.92	2.15	0.20	1.70	2.64	2.49
16	000521	美菱电器	4.76	3.96	4.78	2.30	5.67	1.72	4.12	2.70	1.09	2.25	1.81	2.12	0.77	1.66	2.59	2.43
17	000100	TCL 集团	1.06	0.83	0.68	1.97	0.54	1.67	0.83	2.26	0.48	-0.45	-0.45	1.02	0.28	0.69	-1.21	1.34
18	600336	澳柯玛	1.97	1.88	1.53	1.00	0.87	0.58	2.02	1.29	1.83	1.37	1.14	0.87	0.89	0.42	1.34	1.17
19	600839	四川长虹	0.38	0.70	0.22	1.01	0.06	0.98	0.36	1.03	0.12	0.13	-0.02	0.74	-0.37	0.49	0.29	0.94
20	600854	ST 春兰	3.53	-31.53	-49.97	0.72	-52.60	-21.92	-49.24	7.29	-23.59	-31.56	-50.58	0.52	-55.87	-21.34	-49.13	6.86
21	002005	德豪润达	3.36	7.54	1.91	8.27	2.05	13.33	1.81	4.94	1.72	-0.05	1.82	0.05	1.90	-6.75	1.76	4.51
22	600870	ST 厦华	2.46	1.43	1.87	0.44	1.61	0.94	2.07	0.02	2.42	0.89	1.68	-0.24	1.00	-0.37	2.18	-0.13
23	000016	深康佳 A	1.14	0.49	0.64	-2.84	0.83	-2.30	0.42	-3.35	0.90	0.19	0.45	-3.20	0.57	-2.67	0.31	-3.70

资料来源: Wind, 海通证券研究所

厨房大家电(烟灶消等)及厨房小家电行业上市公司目前整体呈现规模小(除九阳、苏泊尔收入在 50+亿元外,其余基本都在 10-20 来亿元的规模)、盈利水平高(毛利率基本都在 25%以上,净利率基本在 7%以上)。圣莱达由于直接对口下游整机厂商,销售费用率非常低,因此净利率水平最高(11.76%)。老板电器得益于其自身的高端定位以及渠道结构和结算方式的变化,净利率同比提升至 11.27%。九阳股份受益于豆浆机的高毛利率以及费用效率的提升,净利率虽略有下滑但仍然维持在 10.60%的高位。

白电行业由于集中度较高,行业竞争格局也相对稳定,三大龙头企业去年收入规模在 600-700 亿元左右,第二梯队企业收入规模也在百亿元左右。除合肥三洋盈利水平较高外,毛利率基本都在 15%-25%波动,净利率基本都在 3-7%之间。得益于外资品牌的定价能力,合肥三洋(9.77%)的净利率依然排在白电之首;格力电器(5.49%)、小天鹅(4.15%)、美的电器(3.18%)本期净利率水平同比均有所下滑,分别下降了 0.76、0.36、1.27 个百分点;青岛海尔(4.02%)得益于费用率的节约净利率同比略有提升。

表 9 23 家家电上市公司归属于母公司的净利润增长率概况(2007-1H2011)

序号	代码	简称	利润总额同比增速(%)					净利润同比增速(%)					归属于母公司的净利润同比增速(%)				
			2007	2008	2009	2010	1H11	2007	2008	2009	2010	1H11	2007	2008	2009	2010	1H11
1	600839	四川长虹	40.21	-42.55	136.63	-2.38	63.58	41.48	-40.59	105.29	-11.48	51.29	47.14	-90.77	281.48	146.21	469.19
2	002005	德豪润达	439.70	-250.65	-235.36	186.75	340.97	468.54	-294.51	-198.58	168.06	253.42	345.82	-301.57	-203.55	202.91	399.03
3	000100	TCL 集团	-113.47	45.66	47.85	-20.71	250.48	-109.3	34.12	59.71	-32.85	428.66	-121.27	26.60	-6.19	-7.98	241.67
4	600060	海信电器	49.99	-7.45	128.36	59.45	105.25	44.88	-0.44	137.52	67.25	110.05	56.13	10.37	121.47	67.57	109.61
5	002035	华帝股份	-42.70	-130	-1072	120.69	54.86	-50.64	-170.66	-620.67	128.13	64.02	-46.17	-175.07	-591.0	122.40	64.45
6	000651	格力电器	68.05	68.70	40.48	49.58	41.48	83.36	54.74	47.18	46.78	41.51	83.56	54.87	48.15	46.76	40.37
7	002543	万和电气		125.02	166.18	49.54	27.00		111.78	147.54	49.21	28.58		102.04	151.09	47.76	31.76
8	002508	老板电器		-21.55	45.82	65.84	31.39		-10.03	50.97	64.17	31.54		-10.09	51.08	64.17	31.54
	行业			16.06	94.31	43.89	34.57		12.00	104.04	37.63	31.97		6.79	105.50	44.87	30.97
9	002032	苏泊尔	65.36	43.03	23.34	22.62	28.10	67.31	39.06	18.66	24.64	31.88	71.98	37.55	31.25	30.12	28.98
10	600690	青岛海尔	9.14	29.20	110.32	55.22	27.52	18.27	29.75	91.96	50.33	24.76	15.74	19.35	80.10	47.07	19.14
11	000527	美的电器	124.70	-6.11	56.81	80.29	22.69	108.24	-7.36	62.07	60.84	12.94	122.60	-13.44	78.87	69.24	13.64
12	000418	小天鹅 A	1120.63	-90.54	868.46	159.95	17.24	1024	-92.79	1143	96.17	12.32	868.30	-87.99	608.66	78.66	12.70
13	600983	合肥三洋	28.72	72.00	76.25	47.34	10.72	31.77	69.06	79.79	46.18	10.23	31.77	69.06	79.79	46.18	10.23
14	002242	九阳股份	857.73	76.73	7.07	5.63	2.16	736.84	76.41	11.61	-5.37	0.27	520.91	99.94	13.32	-3.09	0.80
15	002403	爱仕达	41.72	4.30	1.85	-26.61	-7.37	31.85	22.00	9.16	-24.20	-6.17	30.01	22.61	11.40	-25.76	-4.96
16	000921	ST 科龙	55570	-201	-186.01	219.74	-19.69	912.07	-208	-174	244.53	-18.19	494.57	-190.54	-169	274.10	-13.22

17	002473	圣莱达		5.67	19.99	23.13	-20.06		3.67	17.55	21.73	-19.56		12.27	18.52	21.24	-13.31
18	600336	澳柯玛	451.58	-104	209.15	23.76	-16.50	401.58	-102	344.32	43.58	-23.08	427.33	-102.34	298.00	33.77	-23.58
19	000521	美菱电器	88.48	31.36	1095.99	5.27	-46.20	97.13	44.73	1075	8.41	-44.58	105.35	45.53	1073	8.18	-42.29
20	600870	ST 厦华	-28.55	160.52	-110.44	-37.17	-79.65	-28.64	159.47	-110.29	-38.11	-81.15	-28.33	157.93	-110.1	-39.85	-84.96
21	600854	ST 春兰	193.57	-92.69	-96.44	36908	-96.76	223.11	-83.96	-73.86	2452	-97.11	156.88	-103.83	143.24	-1219	-101.4
22	002260	伊立浦	31.55	-42.04	-262.97	-137.53	-239.6	36.21	-47.27	-277.05	-131	-213.0	35.80	-47.26	-277.0	-131.4	-213.0
23	000016	深康佳 A	120.89	15.25	-50.64	-39.88	-319.0	103.25	31.08	-46.94	-31.34	-415.4	113.99	29.26	-43.34	-44.65	-483.2

资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 海通家电指数与沪深 300 走势比较

表 10 统计的是 2005 年以来家电行业指数 (23 个样本公司) 与市场 (沪深 300) 的收益率对比情况。由表 2 可以清楚的看到, 2007 年以来, 家电板块穿越牛熊持续跑赢大盘 (灰色底纹表示当期家电有相对收益)。自 2009 年下半年行业景气回升以来, 家电板块表现不俗, 2009 年 8 月至今的 25 个月中, 仅有 7 个月跑输大盘 (2010 年 4 月、9 月、10 月和 2011 年 1 月、3 月、4 月、8 月)。

我们比较了 2011 年以来海通家电指数与沪深 300 指数的走势并且计算了超额收益 (参见图 15-18)。总体而言, 2011 年前八个月家电板块整体跑赢大盘 4.25 个百分点。其中, 白电、黑电板块分别跑赢大盘 4.18 和 18.70 个百分点, 小家电则落后大盘涨幅 1.24 个百分点。

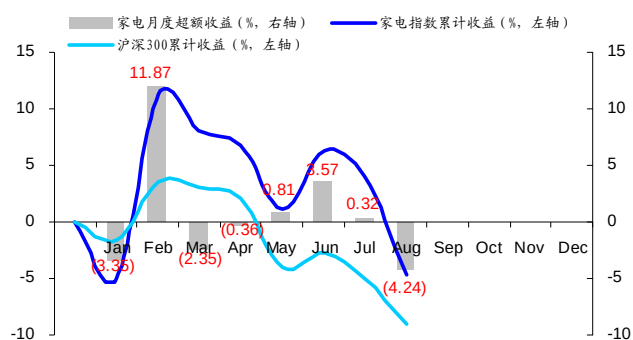
回顾今年前 8 个月的走势, 2 月在行业涨价传闻、行业公司数据靓丽、保障房力度加大等一系列利好因素的刺激下, 家电板块表现突出, 大幅跑赢大盘 12 个百分点, 其中业绩稳定增长的白电板块跑赢大盘约 15 个点。8 月, 市场基于对下半年行业增速放缓的预期, 加之估值优势不明显, 以及个别企业半年报低于预期等多方面影响, 龙头企业大幅下跌, 导致板块表现不佳, 跑输大盘 4 个百分点。

表 10 家电指数和沪深 300 收益对比 (2005-201108) (%)

2005 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	-4.51	8.91	-9.40	-1.04	-8.20	2.66	1.08	4.48	-1.13	-4.48	-0.28	5.68	-7.65
家电指数	-5.05	9.76	-13.43	-1.88	-3.06	-1.17	-4.76	10.19	-4.68	-6.37	2.48	4.12	-15.22
相对收益	-0.53	0.85	-4.02	-0.84	5.14	-3.82	-5.84	5.71	-3.55	-1.88	2.76	-1.56	-7.57
2006 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	9.33	4.30	0.77	10.49	16.47	2.09	-7.15	3.43	4.82	4.36	17.06	19.06	121.02
家电指数	6.87	3.56	-3.36	-2.22	18.24	-0.07	-4.77	1.00	0.48	0.31	13.63	3.60	41.05
相对收益	-2.46	-0.74	-4.12	-12.70	1.77	-2.15	2.38	-2.42	-4.34	-4.05	-3.44	-15.46	-79.97
2007	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	16.87	6.68	9.32	27.93	10.38	-4.17	18.50	18.75	5.36	1.93	-16.72	12.68	161.55
家电指数	24.50	13.50	16.68	34.69	9.18	-6.15	13.93	6.34	5.84	-10.10	-8.14	20.16	189.58
相对收益	7.64	6.83	7.36	6.76	-1.19	-1.98	-4.57	-12.41	0.48	-12.03	8.58	7.48	28.03
2008	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	-13.45	1.17	-18.91	4.45	-8.78	-22.69	0.48	-14.74	-6.19	-25.85	9.99	-0.67	-65.95
家电指数	0.72	3.23	-20.16	1.82	-12.34	-24.00	8.12	-19.41	-2.17	-21.13	15.77	4.74	-54.09
相对收益	14.17	2.05	-1.24	-2.63	-3.56	-1.31	7.64	-4.67	4.02	4.73	5.77	5.41	11.86
2009	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	11.83	5.30	17.16	4.59	5.22	14.74	17.94	-24.22	6.17	9.17	7.05	1.82	96.71
家电指数	2.25	15.51	15.31	12.68	2.86	3.45	10.57	-13.02	9.33	18.21	15.35	4.94	145.71
相对收益	-9.58	10.21	-1.85	8.09	-2.36	-11.28	-7.37	11.19	3.17	9.04	8.30	3.12	49.00
2010	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	-10.39	2.42	1.95	-8.32	-9.59	-7.58	11.93	1.20	1.12	15.14	-7.19	-0.28	-12.51
家电指数	-9.17	7.69	2.93	-13.54	-3.79	-7.29	15.84	6.16	-1.77	13.01	-4.21	1.25	2.81
相对收益	1.22	5.27	0.98	-5.23	5.80	0.28	3.91	4.97	-2.89	-2.12	2.98	1.53	15.32
2011	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年累计
沪深 300	-1.65	5.30	-0.50	-0.95	-5.99	1.42	-2.37	-4.22					-9.00
家电指数	-5.01	17.17	-2.86	-1.31	-5.18	4.99	-2.05	-8.46					-4.75
相对收益	-3.35	11.87	-2.35	-0.36	0.81	3.57	0.32	-4.24					4.25

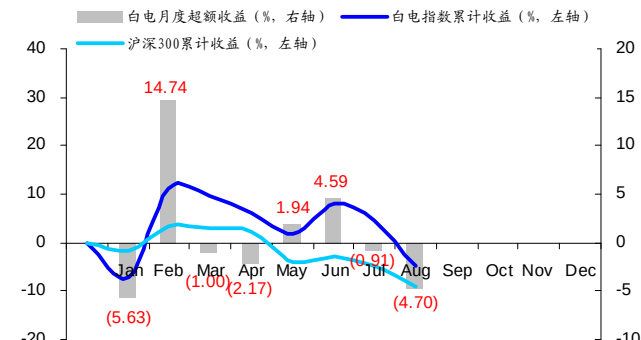
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 15 家电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)



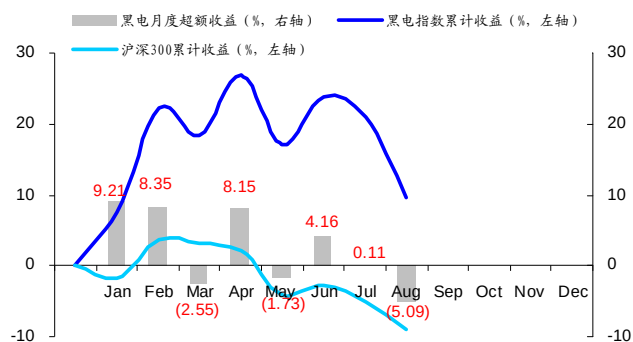
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 16 白电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)



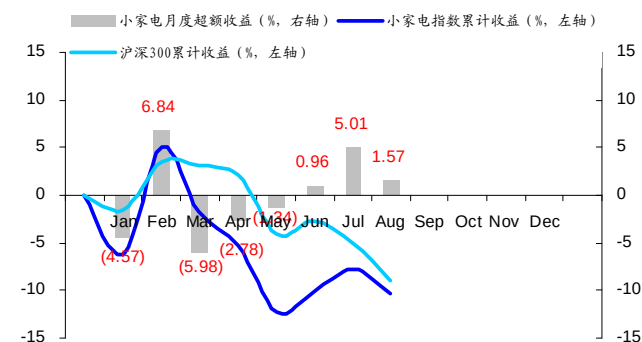
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 17 黑电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)



资料来源: wind, 海通证券研究所

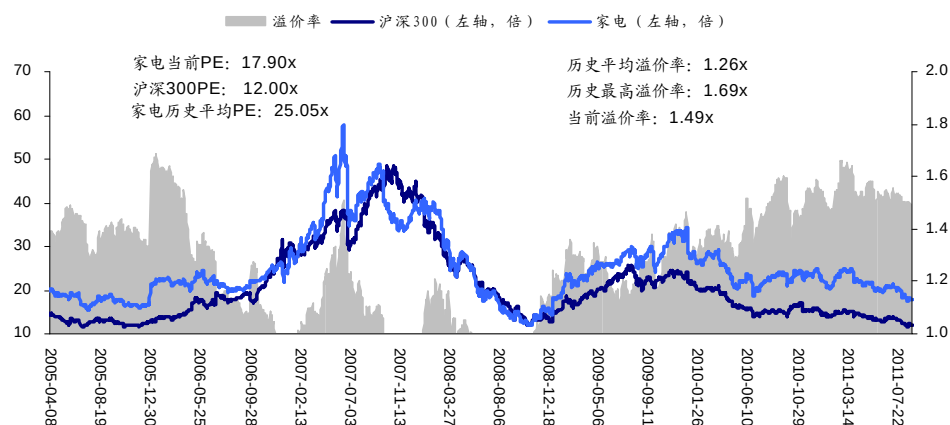
图 18 小家电指数与沪深 300 指数走势对比 (2011.01-08)



资料来源: wind, 海通证券研究所

由于今年家电整体走势仍强于大盘，家电相对大盘的溢价率依然处于历史高位（见图 19）。

图 19 家电板块相对沪深 300 的估值溢价高于历史平均 (20050104-20110831)



注: TTM, 整体法

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 维持家电行业“增持”评级，继续推荐竞争优势明显、业绩确定性强、估值处于历史底部的白电龙头企业

目前行业估值水平处于相对合理范围，PE 低于历史均值，但相对大盘的估值溢价高于历史平均，我们维持对行业“增持”的投资评级。

表 11 是 23 家家电公司的市值以及静态相对估值指标情况，我们使用的是 2011 年 9 月 5 日的价格，2011 年 6 月 30 日的股东权益，以及 2010 年度的营业收入和归属于母公司的净利润。表 3 中的上市公司根据市值大小自上而下排序。红色标注的是相对估值指标低于行业平均水平的静态 PE。

目前家电行业 A 股静态 PE、PS 和 PB 分别为 18.58 倍、0.67 倍和 2.82 倍，整体估值无论相对于历史还是相对于大盘均处于相对合理范畴内，我们仍旧推荐关注竞争优势明显、业绩确定性强、估值处于历史底部的白电龙头企业。

表 11 23 家家电 A 股公司市值和主要静态相对估值指标 (20100905 更新)

代码	简称	总股本(万股 20110905)	收盘价(元 20110902)	总市值(亿元 20110905)	所有者权益 (亿元 20110630)	营业收入(亿元 2010)	归属于母公 司的净利润 (亿元 2010)	静态相对估值指标 (倍)		
								市净率	市销率	市盈率
000651.SZ	格力电器	281789	20.15	567.80	146.55	608.07	42.76	3.87	0.93	13.28
000527.SZ	美的电器	338435	15.80	534.73	182.75	745.59	31.27	2.93	0.72	17.10
600690.SH	青岛海尔	267992	10.72	287.29	73.84	605.88	20.35	3.89	0.47	14.12
000100.SZ	TCL 集团	847622	2.26	191.56	108.37	518.70	4.33	1.77	0.37	44.29
600839.SH	四川长虹	461624	2.82	130.18	101.26	417.12	2.92	1.29	0.31	44.54
002032.SZ	苏泊尔	57725	21.99	126.94	25.23	56.22	4.04	5.03	2.26	31.43
600060.SH	海信电器	86887	13.23	114.95	60.25	212.64	8.35	1.91	0.54	13.77
002242.SZ	九阳股份	76095	11.41	86.82	28.05	53.47	5.91	3.10	1.62	14.69
000418.SZ	小天鹅 A	63249	13.21	83.55	32.73	112.02	5.07	2.55	0.75	16.48
000921.SZ	ST 科龙	135405	5.54	75.01	8.25	176.90	5.85	9.09	0.42	12.82
002005.SZ	德豪润达	48320	15.30	73.93	23.97	25.95	1.96	3.08	2.85	37.77
600983.SH	合肥三洋	53280	10.37	55.25	11.70	30.51	3.02	4.72	1.81	18.29
002543.SZ	万和电气	20000	23.85	47.70	20.70	22.93	1.86	2.30	2.08	25.66
002508.SZ	老板电器	25600	17.99	46.05	14.03	12.32	1.34	3.28	3.74	34.28
000016.SZ	深康佳 A	120397	3.54	42.62	37.81	171.11	0.84	1.13	0.25	50.77
000521.SZ	美菱电器	63645	6.68	42.51	28.43	82.27	3.26	1.50	0.52	13.05
002403.SZ	爱仕达	24000	11.90	28.56	15.25	20.50	0.62	1.87	1.39	45.89
600854.SH	ST 春兰	51946	5.24	27.22	18.51	10.43	(3.29)	1.47	2.61	
002035.SZ	华帝股份	22330	11.92	26.62	4.59	16.36	1.21	5.80	1.63	21.91
600336.SH	澳柯玛	34104	6.17	21.04	5.86	36.95	0.69	3.59	0.57	30.32
600870.SH	ST 厦华	37082	5.57	20.65	-9.11	42.92	0.61	(2.27)	0.48	33.63
002473.SZ	圣莱达	16000	11.51	18.42	4.29	2.34	0.33	4.30	7.87	55.81
002260.SZ	伊立浦	15600	10.20	15.91	3.23	7.69	0.12	4.93	2.07	131.79
合计				2665.33	946.54	3988.89	143.43	2.82	0.67	18.58

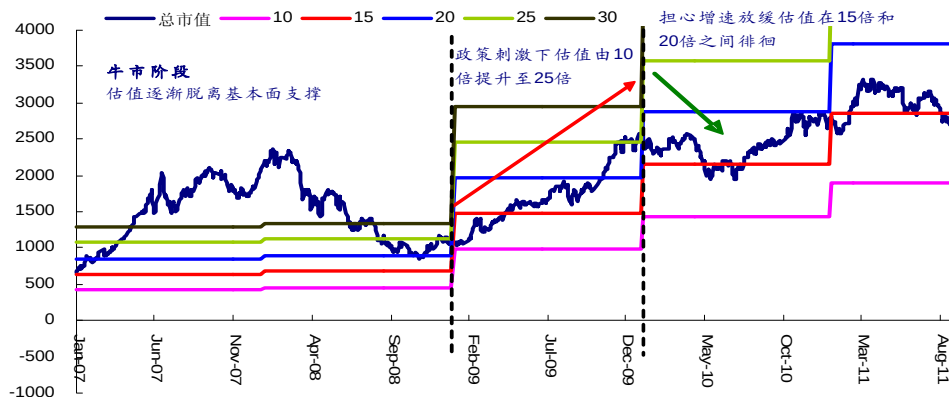
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.1 目前板块 2011 年动态市盈率仅 14 倍, 处于历史低点; 但市场整体估值回落, 板块相对大盘溢价仍处于较高水平, 维持行业“增持”评级

图 20 为 2007 年以来的家电行业 PE-Band 图 (2005 年至 2006 年行业利润总额为负)。2007 至 2008 年两年间, 市场经历了一轮牛熊市, 家电板块估值在牛市期间跟随大盘快速攀升, 逐渐脱离基本面支撑, 在随后的熊市中又快速回落至 20 倍左右。2009 年, 在一系列政策刺激下 (家电下乡、以旧换新、节能惠民以及四万亿投资拉动等), 行业景气度大幅改善, 板块估值也从 10 倍大幅提升至 25 倍以上。进入 2010 年, 一方面由于 09 年末板块累积了较大涨幅, 另一方面市场担心地产调控及政策透支将拖累行业未来增长, 板块估值有所回落, 估值在 15-20 倍 PE 间徘徊。回顾 2007 年至今的估值情况, 行业动态估值很少处于 15 倍以下, 11 倍是行业估值历史底部。

截止 2011 年 9 月 5 日, 家电板块市值对应 2011 年业绩的动态 PE 为 14.01 倍, 处于历史低点。但另一方面, 我们也看到, 市场整体估值回落, 家电板块相对于大盘的溢价率仍处于较高水平。我们预计下半年行业增速回落, 受宏观因素影响不确定性增多, 综合考虑目前的估值水平, 维持行业“增持”评级。

图 20 家电行业（23 家公司为样本）20070104-20110831 的 PE Band 走势图（亿元，倍）



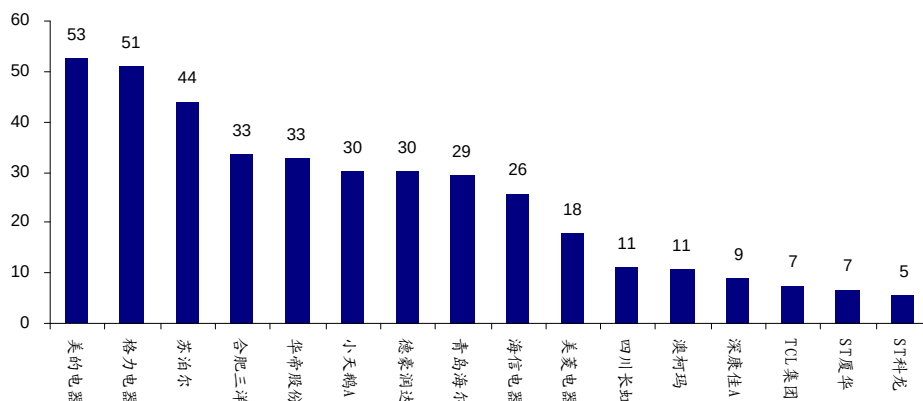
注：以行业 23 家代表公司为样本
资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 三大白电龙头动态PE均处于历史底部，估值优势再次显现

回顾家电主要上市公司 2005 年以来的市场表现及业绩情况可以发现，如美的电器、格力电器等行业龙头、白马股的业绩增速以及年均市场收益率均大幅超越市场平均水平。2005 年至今，格力电器、美的电器业绩 CAGR 分别为 45%和 48%，市场收益率 CAGR 均在 50%以上，大幅超越同期沪深 300 约 20%的收益率水平。

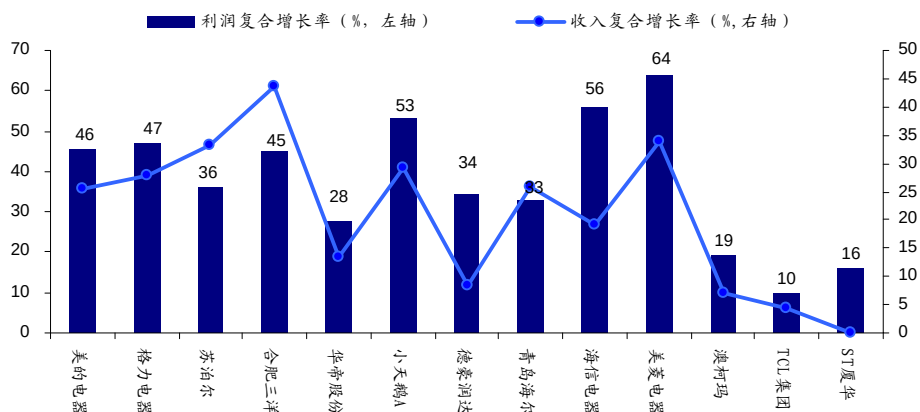
经过最近一个半月的股价调整，三大龙头企业的估值优势再次显现：格力电器 2011 年考虑增发摊薄后 PE 仅 11 倍；青岛海尔不足 10 倍；美的电器不到 14 倍。三大龙头企业竞争优势明显，业绩增长确定性强，估值处于历史底部，重申“买入”评级。

图 21 主要家电公司 05 年以来年复合收益率（%）（20041231-20110831）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 主要家电公司 05 年以来收入、利润年复合增长率 (20041231-20101231)



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 12 中是我们近期推荐的主要公司的业绩预测、估值水平及投资评级。对于这些公司更深入的分析，敬请参考近期我们对这些公司的个股分析报告。

表 12 近期推荐公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价 (20110905 更新)

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB	收盘价 (元, 09 月 05 日)	6M 目 标价 (元)
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
000651.SZ	格力电器	买入	567.80	1.52	1.95	2.19	13.26	10.33	9.20	0.93	3.87	20.15	29.00
000527.SZ	美的电器	买入	534.73	0.92	1.15	1.45	17.17	13.74	10.90	0.72	2.93	15.80	20.80
600690.SH	青岛海尔	买入	287.29	0.76	1.15	1.34	14.11	9.32	8.00	0.47	3.89	10.72	17.25
002032.SZ	苏泊尔	买入	126.94	0.70	0.93	1.23	31.41	23.65	17.88	2.26	5.03	21.99	30.00
000418.SZ	小天鹅 A	买入	83.55	0.80	0.88	1.06	16.51	15.01	12.46	0.75	2.55	13.21	17.60
002242.SZ	九阳股份	增持	86.82	0.78	0.77	0.85	14.63	14.82	13.42	1.81	4.72	11.41	13.86
600983.SH	合肥三洋	增持	55.25	0.57	0.65	0.90	18.19	15.95	11.52	1.62	3.10	10.37	13.00
000521.SZ	美菱电器	增持	42.51	0.51	0.37	0.50	13.05	17.89	13.47	0.52	1.50	6.68	7.40
002508.SZ	老板电器	增持	46.05	0.52	0.67	0.84	34.28	26.85	21.42	3.74	3.28	17.99	20.10

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

注：(1) PS 的计算以 2010 年销售收入为计算基准；(2) PB 的计算以 2011 年 6 月 30 日归属母公司权益为计算基准；

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人

徐益鋆 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219770
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638
汤婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 牛品 (021) 23219390 联系人 房青 (021) 23219692 徐柏乔 (021) 23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 联系人 汤砚卿 (021) 23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 联系人 胡宇飞 (021) 23219810	lzy6050@htsec.com hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 谢盐 (021) 23219436 联系人 贾亚童 (021) 23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 联系人 马浩博 (021) 23219822	xl6048@htsec.com mhb6614@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 刘晶晶 (0755) 83255933 辜丽娟 (0755) 83253022 高艳娟 (0755) 83254133	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 李唯佳 (021) 23219384 胡雪梅 (021) 23219385 黄 毓 (021) 23219410 朱 健 (021) 23219592 肖文宇 (021) 23219442 王丛丛 (021) 23219454	gaoqin@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com xiaowu@htsec.com wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 张广宇 (010) 58067931 殷怡琦 (010) 58067944 王秦豫 (010) 58067930	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com yinyq@htsec.com wqy6308@htsec.com
--	---	--	--	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com