

家用电器行业跟踪分析报告

负面预期充分消化，股价调整提供中长期买入良机

袁浩然 首席分析师

电话：

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

近日三大白电大幅调整，经各方了解公司基本面并无实质性变化。目前看，基本面负面预期已充分消化。我们认为，股价调整提供龙头企业中长期买入良机，主要从以下两个层面剖析家电行业与此轮下跌的关联度：

1. 欧美经济下滑加大市场对家电出口悲观预期。但主要家电企业实际出口欧美占总出口不足 30%，贡献公司利润在 10% 以下，不必过分担心。

三大白电来看，2010 年全年格力、美的和海尔的出口比例分别，17%、28% 和 10%。其中，出口到欧美地区的收入占出口不足 30%，欧美地区出口贡献公司利润在 10% 以下。近些年，三大白电加大国际化步伐，战略上逐步加大在发展中国家市场拓展，人口众多的发展中国家出口占比将会不断提升，欧美经济下滑对公司业绩影响有限，市场不必过分担心。

2. 格力、美的通过大连锁销售收入在 10% 左右，国美苏宁同店销量增长放缓数据不具备说服力。

媒体报道大连锁同店销售增长放缓，远低市场预期。实际上，格力、美的等白电龙头企业通过大连锁销售的收入占公司总收入 10% 左右。大连锁主要集中在二线城市，而大白电销售增长来源更多来着三四级市场增长，两者增长并直接可比性。

2011 年中报来看，格力、美的收入分别增长 60% 和 59%，而同期国美苏宁分别增长 20% 和 23%，验证白电龙头企业收入增长主要来自自建渠道收入的快速增长。

3. 负面预期充分消化，股价调整提供中长期买入良机。

我们坚持认为白电行业格局稳定，空调市场，格力、美的合计占有 60% 以上内销市场份额，双寡头垄断下，行业生态优良，龙头企业具备很强的成本转嫁能力，未来格局将会强者恒强。

目前估值水平反应的预期很低，格力下调到 10X，美的 13X，海尔 9X，投资价值凸现，建议可以逐步介入为中长期布局，维持三大白电“买入”评级。

风险提示

地产调控向二三线城市扩散，影响家电新增需求。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
格力电器	19.77	1.52	2.00	2.58	13.01	9.89	7.66	0.31	32.00	买入
美的电器	15.35	1.00	1.20	1.65	15.35	12.79	9.30	0.64	24.00	买入
青岛海尔	10.37	0.76	1.10	1.39	6.82	9.43	7.46	0.21	17.60	买入

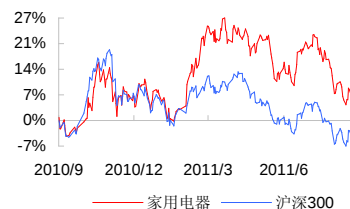
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.88	-5.31	6.43
沪深 300	-5.16	-5.14	-4.02

近日三大白电大幅调整，经各方了解公司基本面并无实质性变化。

近期A股大跌，主要导火索是市场对欧债危机的担心。周一美国经济数据，特别是就业数据低于市场预期，进一步加大市场悲观情绪，家电板块也相应调整，基本面负面预期已充分消化。我们认为，股价调整提供龙头企业中长期买入良机，主要从两个层面剖析家电行业与此轮下跌的关联度：

1. 欧美经济下滑加大市场对家电出口悲观预期。但主要家电企业实际出口欧美占总出口不足30%，贡献公司利润在10%以下，不必过分担心。

三大白电来看，2010年全年格力、美的和海尔的出口比例分别，17%、28%和10%。其中，出口到欧美地区的收入占出口不足30%，欧美地区出口贡献公司利润在10%以下。近些年，三大白电加大国际化步伐，战略上逐步加大在发展中国家市场拓展，人口众多的发展中国家出口占比将会不断提升，欧美经济下滑对公司业绩影响有限，市场不必过分担心。

表 1：2010 年三大白电内外销情况（单位：亿元，%）

单位：亿元，%		格力电器	美的电器	青岛海尔
分内外销收入构成 (2010)	主营业务内销(亿元)	466.0	539.8	539.0
	内销增长	40.2%	60.4%	36.6%
	主营业务外销(亿元)	97.5	205.8	59.3
	外销增长	67.1%	51.0%	27.9%
	主营业务收入合计	563.5	745.6	598.4
	出口占比	17.3%	27.6%	9.9%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2. 格力、美的通过大连锁销售收入在10%左右，国美苏宁同店销量增长放缓数据不具备说服力。

有报道国美、苏宁8月同店销售增长5%左右，远低市场预期。实际上，格力、美的等白电龙头企业通过大连锁销售的收入占公司总收入10%左右。大连锁主要集中在二线城市，而大白电销售增长来源更多来着三四级市场增长，两者增长并直接可比性。

2011年中报来看，格力、美的收入分别增长60%和59%，而同期国美苏宁分别增长20%和23%，验证白电龙头企业收入增长主要来自自建渠道收入的快速增长。

表 2：2010 年三大白电内外销情况（单位：亿元，%）

	收入 2011H1	收入增长 2011H1	收入 2010	收入增长 2010
格力	402	60.0%	604	42.3%

美的	620	59.0%	746	57.7%
苏宁	442	22.7%	755	29.5%
国美	298	19.8%	509	19.3%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3. 负面预期充分消化，股价调整提供中长期买入良机。

我们坚持认为白电行业格局稳定，空调市场，格力、美的合计占有60%以上内销市场份额，双寡头垄断下，行业生态优良，龙头企业具备很强的成本转嫁能力，未来格局将会强者恒强。

目前估值水平反应的预期很低，格力下调到10X，美的13X，海尔9X，投资价值凸现，建议可以逐步介入为中长期布局，维持三大白电“买入”评级。

风险提示

地产调控向二三线城市扩散，影响家电新增需求。

广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。