

下乡政策明确退出 渠道更显价值



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 **(维持)**
国家/地区 中国/A 股
报告发布日期 2011 年 09 月 20 日 星期二

证券分析师 郭洋
8621-63325888-6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860209120214

联系人 唐思宇
8621-63325888-6082
tangsiyu@orientsec.com.cn

事件:

9 月 19 日, 财政部、商务部、工业和信息化部联合下发《关于山东 河南 四川 青岛家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》, 明确指出 2011 年 11 月 30 日, 三省一市家电下乡政策结束。

相关链接 <http://hea.qq.com/a/20110919/000178.htm>

我们的观点:

- **下乡政策退出 冰箱、彩电、洗衣机品类受影响大** 近日财政部、商务部、工业和信息化部联合下发《关于山东 河南 四川 青岛家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》。家电下乡政策分执行时间不同, 分三批依次退出, 最早一批执行的三省一市将于 11 年 11 月底退出, 最晚一批 13 年 1 月底退出。按照下乡销量占内销比重考量, 我们认为下乡政策退出后, 影响最大品类依次是冰箱、彩电、洗衣机。而空调品类由于下乡占比较低, 农村普及率仍较低等原因, 受影响程度较小。相关链接 <http://hea.qq.com/a/20110919/000178.htm>
- **家电行业景气周期向下** 我们认为家电行业景气周期向下, 从需求面来看, 随着过去几年农村普及、城镇更新、房地产旺销、政策拉动等多因素叠加导致的行业高景气周期随着普及率的逐渐提高、政策的逐步退出很难延续。行业各大品类销量增速下滑是大概率事件。而从 11 年各品类销售增速来看, 也印证了行业需求增速下滑的观点。从供给端来看, 过去几年行业高景气导致业内企业大规模扩产, 甚至小家电、黑电企业也新建白电产能。而这些新建产能将在未来几年陆续投产, 在需求向下, 供给提升的情况下, 不排除个别品类打价格战, 从而影响行业盈利能力的情况发生。
- **渠道优势、产业链一体化优势价值凸显** 在行业景气下行趋势明显, 消费重心下移至三四级市场的情况下, 渠道价值和产业链一体化优势逐步凸显。龙头企业下层自有渠道布点已经较为完备, 能够帮助制造端推动销售, 获取份额, 小企业过去自有渠道储备不足, 现在开始自建自有渠道规模但未必经济。此外, 向上一体化程度较深入的制造商, 在行业景气向下的时点也能够更好地维持毛利率稳定。
- **投资建议** 结合上述行业趋势, 我们认为在目前的时点上, 相对看好具有下层渠道优势和产业链一体化优势的龙头企业, 如格力电器 (买入)、美的电器 (买入)、海信电器 (增持)。建议关注受家电下乡退出影响较小的品类, 如老板电器 (增持)。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

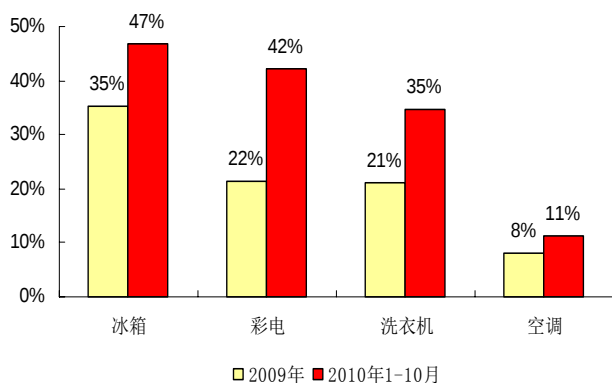
- 下乡政策退出 冰箱、彩电、洗衣机品类受影响大** 近日财政部、商务部、工业和信息化部联合下发《关于山东 河南 四川 青岛家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》。家电下乡政策分执行时间不同，分三批依次退出，最早一批执行的三省一市将于 11 年 11 月底退出，最晚一批 13 年 1 月底退出。按照下乡销量占内销比重考量，我们认为下乡政策退出后，影响最大品类依次是冰箱、彩电、洗衣机。而空调品类由于下乡占比较低，农村普及率仍较低等原因，受影响程度较小。相关链接 <http://hea.qq.com/a/20110919/000178.htm>

图表 家电下乡政策退出时间表

开始时间	退出时间	省份
2007 年 12 月	2011 年 11 月底	山东、河南、四川、青岛
2008 年 12 月	2012 年 11 月底	内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等 10 个省
2009 年 2 月	2013 年 1 月底	其余 12 个省市

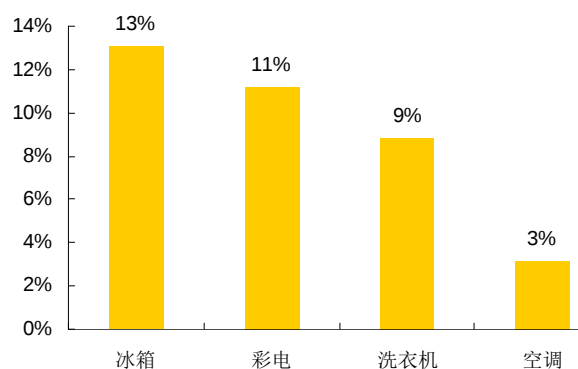
资料来源：东方证券研究所

图表 各品类家电下乡/内销占比



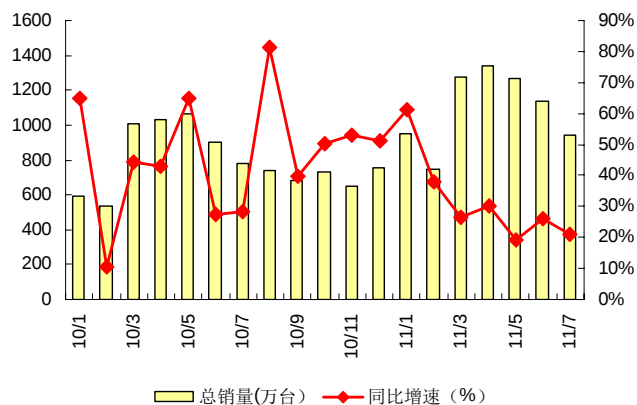
资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

图表 山东、河南、四川下乡/内销占比（2010 年）

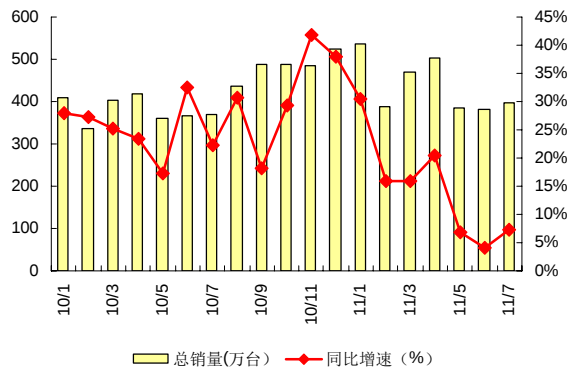


资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

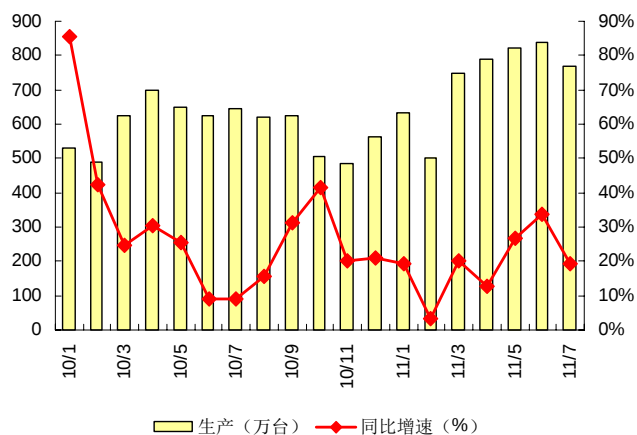
- 家电行业景气周期向下** 我们认为家电行业景气周期向下，从需求面来看，随着过去几年农村普及、城镇更新、房地产旺销、政策拉动等多因素叠加导致的行业高景气周期随着普及率的逐渐提高、政策的逐步退出很难延续。行业各大品类销量增速下滑是大概率事件。而从 11 年各品类销售增速来看，也印证了行业需求增速下滑的观点。从供给端来看，过去几年行业高景气导致业内企业大规模扩产，甚至小家电、黑电企业也新建白电产能。而这些新建产能将在未来几年陆续投产，在需求向下，供给提升的情况下，不排除个别品类打价格战，从而影响行业盈利能力的情况发生。

图表 空调销量增速


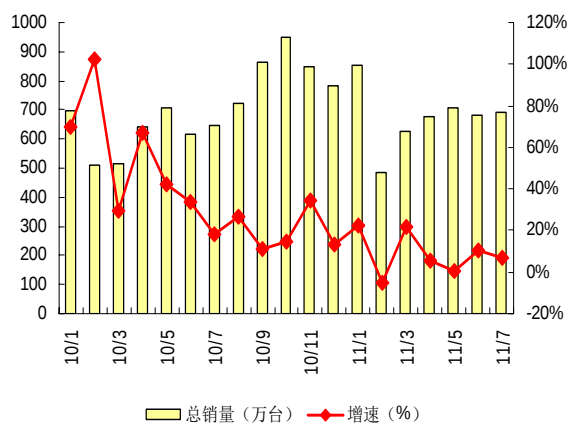
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 洗衣机销量增速


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 冰箱销量增速


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 LCD 销量增速


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 白电行业产能扩张情况

		时间	内容	项目单位	达产时间
空调	格力	2010	新增商用空调销售收入30亿元/年、家用空调600万台/年	格力武汉公司	2011-2013
		2010	新增分体及柜式空调600万台/年、商用空调50万台/年	格力郑州公司	2011-2014
	美的	2010	新增空调500万台产能，一期350万台，二期500万台	美的南沙工业园	2011.9-2013
		2010	新增空调350万台产能，三期完成	美的邯郸工业园	2011-2013
		2010	新增空调500万台产能	美的长沙工业园	2011-2013
		2010	新增末端产品19万套、单元机20万套	美的重庆基地三期	2011.3
	海尔	2010	新增空调300万台产能	海尔胶州工业园	2011
	志高	2010	新增空调300万台产能	志高九江基地	2011
	TCL	2011	新增空调350万台产能	TCL武汉基地	2012
冰箱	美的	2010	新增冰箱500万台产能，一期200万台，二期500万台	美的南沙工业园	2011.4-2013
		2010	新增冰箱500万台产能	美的长沙工业园	2011-2013
	海尔	2010	新增300万台产能	海尔合肥基地	2011
		2011	新增200万台冰箱产能	海尔沈阳基地	2012
		2011	新增200万台冰柜产能	海尔佛山基地	2012
	海信	2010	新增300万台产能	海信	2011
	美菱	2010	新增260万台冰箱、120万台冰柜产能	美菱	2011
	创维	2010	新增200万台冰箱产能	创维南京基地	2011
	TCL	2011	新增400万台冰箱产能	TCL武汉基地	2012
洗衣机	小天鹅	2011	新增洗衣机600万台产能	小天鹅荆州基地	2012
	海尔	2011	新增滚筒300万台产能	海尔佛山基地	2012
	美的	2011	新增洗衣机600万台产能	美的荆州工业园	2012-2014
		2011	新增洗衣机600万台产能	小天鹅天津基地	2013
	创维	2010	新增洗衣机100万台产能	创维南京基地	2011
	TCL	2011	新增400万台洗衣机产能	TCL武汉基地	2012

资料来源：东方证券研究所

- **渠道优势、产业链一体化优势凸显** 在行业景气下行趋势明显，消费重心下移至三四级市场的情况下，渠道价值和产业链一体化优势逐步凸显。龙头企业下层自有渠道布点已经较为完备，能够帮助制造端推动销售，获取份额，小企业过去自有渠道储备不足，现在开始自建自有渠道规模但未必经济。此外，向上一体化程度较深入的制造商，在行业景气向下的时点也能够更好地维持毛利率稳定。
- **龙头企业成为三四级市场高增长的最大收益者** 2011 年格力、美的空调双寡头的销量增速高于行业整体，寡头垄断的竞争格局进一步加强。我们认为在未来行业增速放缓，消费重心下移的行业趋势下，具有下层渠道优势和品牌优势的龙头企业，在三四级市场有市场整合预期，龙头企业将成为三四级市场高增长的最大受益者。
- **投资建议** 结合上述行业趋势，我们认为在目前的时点上，相对看好具有下层渠道优势和产业链一体化优势的龙头企业，如格力电器（买入）、美的电器（买入）、海信电器（增持）。同时建议关注受家电下乡退出影响较小的品类，如老板电器（增持）。

图表 行业重点公司估值情况

证券代码	证券简称	投资评级	股价	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE
白电											
000527.SZ	美的电器	买入	14.85	1.00	1.22	1.54	1.98	14.82	12.17	9.63	7.50
000651.SZ	格力电器	买入	19.33	1.52	1.95	2.20	2.72	12.74	9.91	8.79	7.11
600690.SH	青岛海尔	买入	9.86	1.52	0.98	1.18	1.46	6.49	10.06	8.36	6.75
000418.SZ	小天鹅 A	买入	12.88	0.80	0.97	1.12	1.24	16.07	13.28	11.50	10.39
600983.SH	合肥三洋	未评级	10.34	0.57	0.72	0.95	1.24	18.24	14.32	10.86	8.32
000921.SZ	ST 科龙	未评级	5.67	0.43	0.46	0.50	0.52	13.12	12.37	11.32	10.98
000521.SZ	美菱电器	未评级	6.54	0.61	0.65	0.71	0.77	10.64	10.13	9.17	8.46
黑电											
600060.SH	海信电器	增持	12.85	0.96	1.15	1.35	1.51	13.34	11.17	9.52	8.51
000016.SZ	深康佳 A	未评级	3.62	0.07	-0.03	0.05	0.12	51.94	-114.56	67.04	29.84
000100.SZ	TCL 集团	未评级	2.12	0.10	0.07	0.08	0.11	20.76	30.42	26.37	19.65
600839.SH	四川长虹	未评级	2.66	0.10	0.08	0.11	0.13	25.93	31.44	25.19	21.25
600870.SH	ST 厦华	未评级	5.97	0.17	0.35	0.65	0.79	36.05	16.91	9.13	7.53
小家电											
002473.SZ	圣莱达	未评级	11.09	0.41	0.25	0.32	0.43	26.88	43.82	34.19	26.09
002242.SZ	九阳股份	未评级	10.20	0.78	0.93	1.11	1.24	13.14	10.97	9.20	8.22
002032.SZ	苏泊尔	未评级	21.91	0.70	0.93	1.19	1.52	31.31	23.64	18.34	14.40
002543.SZ	万和电气	未评级	23.35	1.24	1.17	1.53	1.97	18.84	19.90	15.26	11.84
002035.SZ	华帝股份	未评级	11.52	0.54	0.66	0.84	1.05	21.18	17.45	13.71	10.99
002508.SZ	老板电器	增持	16.85	0.84	0.72	0.95	1.23	20.07	23.40	17.74	13.70
002403.SZ	爱仕达	未评级	11.97	0.26	0.37	0.48	0.60	46.16	32.52	24.91	19.90
家电上游											
002420.SZ	毅昌股份	未评级	8.14	0.34	0.43	0.53	0.65	23.86	18.79	15.24	12.59
002418.SZ	康盛股份	未评级	9.32	0.53	0.43	0.54	0.69	17.58	21.74	17.40	13.41
002366.SZ	丹甫股份	未评级	12.78	0.47	0.55	0.73	0.95	26.92	23.08	17.41	13.52
002413.SZ	常发股份	未评级	21.25	0.58	0.77	1.05	1.42	36.71	27.64	20.28	15.02
002290.SZ	禾盛新材	未评级	22.01	0.63	1.11	1.53	1.90	34.86	19.89	14.37	11.60

资料来源：WIND、东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-9-19)



资金流向

(截止2011-9-19)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn