

政策退出 行业增长回归平凡

增持 维持

投资要点:

- 家电行业四季度仍难有较好的整体性投资机会,机会来自超跌或保障房主题推动
- 相对更看好空调和厨卫电器行业
- 推荐拥有强大自建渠道和三四级市场优势的企业。四季度家电组合:美的电器、格力电器;海信电器、万和电气、青岛海尔、华帝股份

报告摘要:

- **历史回顾:** 纵观过去几年家电板块表现:(1)2007年好于大盘,是相对2005、2006年的补涨行为。(2)2008年跌幅略小于大盘,是家电业绩波动相对较小,防御性所致。(3)2009年至2011年上半年明显战胜大盘且有正收益,主要是家电下乡、以旧换新、节能惠民等优惠政策刺激了家电消费、促使城乡居民提前消费家电,同时打开了三四级市场(更重要的是打通了三四级市场渠道)。
- **后市预测:** 过去3年(2009-2011年)由于政策刺激导致了家电需求有所透支,需要1-2年的调整才能恢复到较高增长水平,因此我们认为2011年下半年和2012年上半年家电增速会明显回落。三季度股价已经反映了对家电行业未来相对谨慎的观点,我们预判四季度市场仍将持续反映这一观点。因此即使家电板块的估值已经到了过去3年来的较低点,但目前的低估值也有一定的合理性。
- **看好拥有强大自建渠道家电企业。** 在景气下行背景下,企业间竞争会进一步加剧,整个产业链的谈判地位也随之改变。下游经销商的谈判力会增强,因此自身有强大销售渠道的企业将有一定的防御能力。
- **看好三四级市场。** 随着家电下乡政策落实推广,以前农村地区薄弱的渠道建设和售后服务得到逐步完善,三四级市场被真正开垦出来,三四级市场仍是未来几年家电需求的最大增量。

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	评级
		10A	11E	12E	11E	12E		
格力电器	19.99	1.52	1.96	2.38	10.2	8.4	0.44	买入
美的电器	14.74	0.92	1.26	1.59	11.7	9.3	0.39	买入
青岛海尔	9.18	0.76	1.01	1.26	9.1	7.3	0.36	买入
海信电器	12.20	0.96	1.30	1.35	9.4	9.0	0.68	增持
万和电气	23.09	0.93	1.23	1.78	18.7	13.0	0.59	买入
华帝股份	11.60	0.54	0.69	0.92	16.8	12.7	0.70	买入

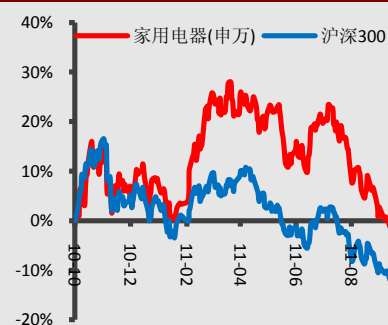
家电行业研究员

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)	2941
流通市值(亿元)	2373
重点公司(家)	14
重点公司占行业市值比重	66%

相关研究

家电中报:行业已过最高景气点(2011.09.05)

空调行业11年8月报:空调增速将正常回落(2011.08.21)

行业动态报告:2011年中报业绩预览(2011.07.26)

家电行业深度报告:商品房和保障房对家电的影响(2011.07.19)

家电行业2011年中期策略报告:保障房建设利好厨卫和空调(2011.06.22)

目录

一、家电行业逻辑框架	5
二、家电行业 2011 年四季度投资建议.....	6
三、需求分析：行业增长回归平凡.....	9
四、成本分析：家电企业成本减压.....	10
五、空调：家电行业中最佳投资品种.....	10
（一）刚性需求有保障	11
（二）竞争格局：格力、美的已现王者风范	12
（三）变频空调：稀土涨价阻止不了变频普及的步伐	12
（四）空调压缩机：变频压缩机维持旺盛	13
六、厨卫电器：平稳增长	14
（一）需求：增长 10%、受房地产影响大	14
（二）竞争格局：竞争加剧、做大规模	14
七、彩电：“无面板”占优，利好海信、创维.....	16
（一）需求：替代高峰后期	17
（二）竞争格局：面板成“负因”.....	18
八、冰箱：需求透支	19
（一）需求：政策退出雪上加霜	19
（三）冰箱压缩机：需求疲软	20
九、洗衣机：增速略低于预期	20

插图

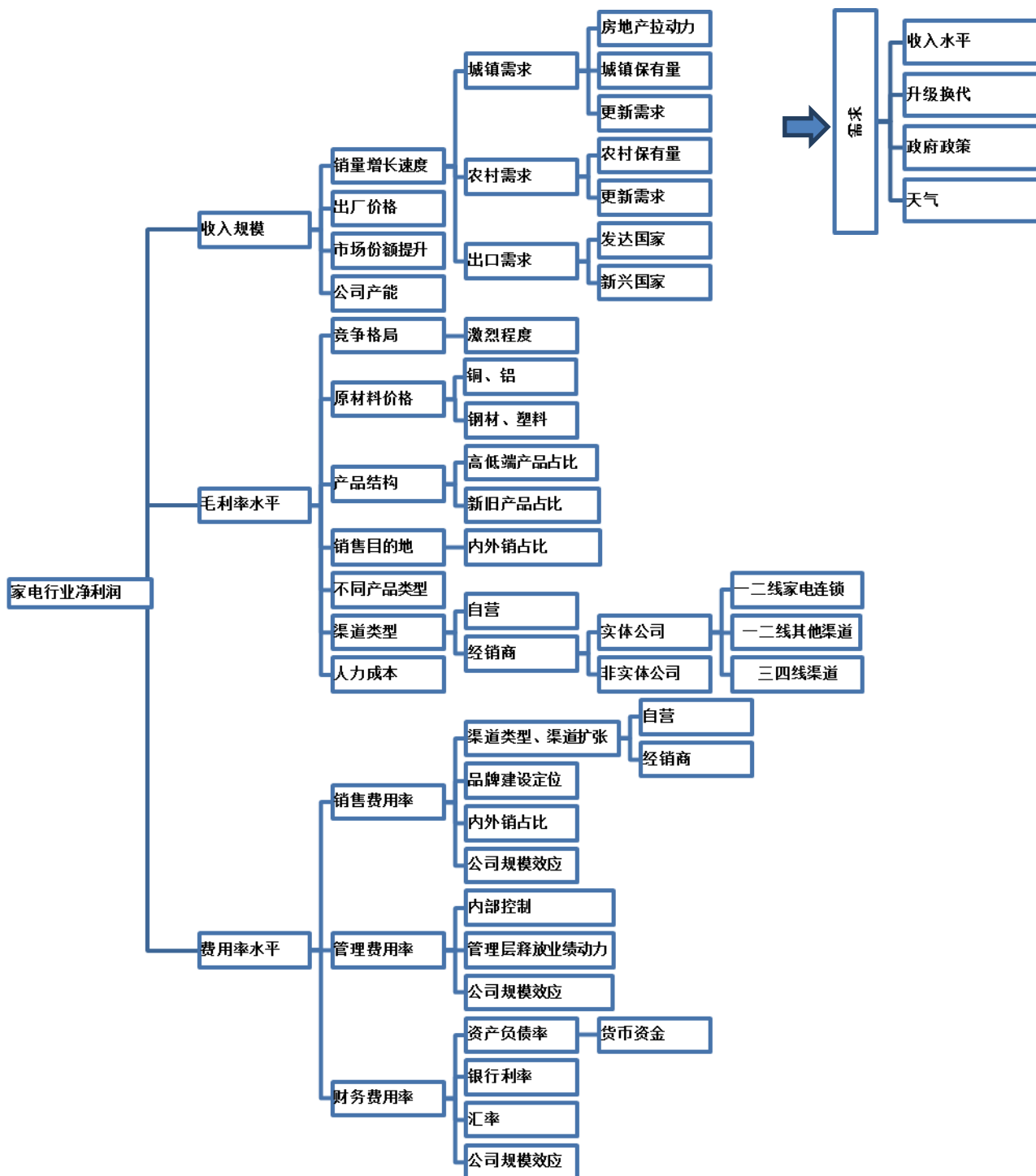
图 1: 家电和白电股价在 2011 年一季度表现.....	8
图 2: 家电和白电股价在 2011 年二季度表现.....	8
图 3: 家电和白电股价在 2011 年三季度表现.....	8
图 4: 家电和白电股价在 2011 年前三季度表现.....	8
图 5: 冷轧板价格.....	10
图 6: 沪铜价格.....	10
图 7: 沪铝价格.....	10
图 8: 布伦特原油价格.....	10
图 9: 09-11 年家用空调出货量(月度).....	11
图 10: 09-11 年家用空调内销量(月度).....	11
图 11: 09-11 年家用空调出口量(月度).....	11
图 12: 09-11 年家用空调产量(月度).....	11
图 13: 09-11 年空调企业市场份额(月度).....	12
图 14: 09-11 年空调企业内销市场份额(月度).....	12
图 15: 09-11 年空调企业市场出口份额(月度).....	12
图 16: 09-11 年空调企业城市市场份额(月度).....	12
图 17: 09-11 年变频空调的销量(月度).....	13
图 18: 09-11 年变频空调的内销量(月度).....	13
图 19: 09-11 年大城市变频空调占比情况(月度).....	13
图 20: 08-11 年变频空调占比趋势(月度).....	13
图 21: 09-11 年空调压缩机销量(月度).....	13
图 22: 09-11 年变频空调压缩机销量(月度).....	13
图 23: 2011 冷年空调压缩机行业竞争格局.....	14
图 24: 09-11 年变频空天压缩机占比(占比).....	14
图 25: 10-11 年城市吸油烟机销售额情况(月度).....	15
图 26: 09-11 年吸油烟机企业城市零售额市场份额.....	15
图 27: 10-11 年燃气灶城市销售额情况(月度).....	15
图 28: 10-11 年燃气灶企业城市零售额市场份额.....	15
图 29: 10-11 年电热水器城市销售额情况(月度).....	15
图 30: 10-11 年电热水器企业城市零售额市场份额.....	15
图 31: 10-11 年燃气热水器城市销售额情况(月度).....	16
图 32: 10-11 年燃气热水器企业城市零售额市场份额.....	16
图 33: 10-11 年消毒柜城市销售额情况(月度).....	16
图 34: 10-11 年消毒柜企业城市零售额市场份额.....	16
图 35: 09-11 年彩电销量(月度).....	17
图 36: 09-11 年 LCD 电视销量(月度).....	17
图 37: 09-11 年 PDP 电视销量(月度).....	18
图 38: 09-11 年 CRT 电视销量(月度).....	18
图 39: 彩电城市市场产品结构变化(月度).....	18
图 40: 10-11 年 LED / LCD 占比(月度).....	18
图 41: 09-11 年液晶电视企业销量份额(月度).....	18
图 42: 09-11 年 42 英寸液晶电视价格走势(月度).....	18

图 43: 09-11 年液晶电视内资企业销量份额 (月度)	19
图 44: 09-11 年液晶电视外资企业销量份额 (月度)	19
图 45: 主流尺寸液晶面板价格走势	19
图 46: 40-42 尺寸液晶面板价格走势	19
图 47: 09-11 年冰箱出货量情况 (月度)	20
图 48: 09-11 年冰箱库存情况 (月度)	20
图 49: 09-11 年冰箱压缩机销量 (月度)	20
图 50: 09-11 年冰箱压缩机库存 (月度)	20
图 51: 09-11 年洗衣机出货量 (月度)	21
图 52: 09-11 年洗衣机城市内销市场份额 (月度)	21

表格

表 1: 家电板块季度涨跌幅 (%)	7
表 2: 重点公司盈利预测 (截止 2011-9-30)	8
表 3: 家电行业内销增长预测 (不考虑保障房)--来自宏源家电需求分析模型	9

一、家电行业逻辑框架



二、家电行业 2011 年四季度投资建议

我们延续 2011 年 6 月 22 日发表的中期策略观点,随着二季报体现的家电业绩从高点如期回落后,投资风险得到了逐步释放,低估值优势已有所吸引。我们认为

(1) 家电行业四季度仍难有较好的整体性投资机会,至少难以跑赢大盘。

(2) 相对更看好空调和厨卫电器行业。

(3) 估值低优势: 相对年中时期来看,目前的家电行业基本面如期回落,但随着股价下跌上市公司的估值水平也相应下移。

从资产配置的角度,可以适当关注家电尤其是空调企业的低估值优势,估值平移到明年后,估值已较低,具备较好的防御性。

盘点和反思:

从 2009 年到 2011 年上半年家电板块持续强于大盘,是由于家电下乡、以旧换新、节能惠民等优惠政策刺激了家电消费,加快了农村普及速度和城市更新频率。而 2011 年三季度家电板块的大幅下跌、跌幅远大于大盘,是对家电政策即将退出之际,对家电未来需求增长萎缩的担忧。我们认为这种担忧还将延续,尤其是下半年的家电销售数据将会进一步印证市场的担忧是有一定道理的。

历史回顾:

纵观过去几年家电板块表现:(1) 2007 年好于大盘,是相对 2005、2006 年的补涨行为。(2) 2008 年跌幅略小于大盘,是家电业绩波动相对较小,防御性所致。(3) 2009 年至 2011 年上半年明显战胜大盘且有正收益,主要是家电下乡、以旧换新、节能惠民等优惠政策刺激了家电消费、促使城乡居民提前消费家电,同时打开了三四级市场(更重要的是打通了三四级市场渠道)。

未来: 那么到 2011 年下半年及以后呢?

我们认为: 长期来看,家电产品的需求应该是小幅稳步增长的,如保持年均 10% 的同比增长。中期来看,由于天气、更新周期等原因,会出现 1-2 年小年、1-2 年大年的小周期波动。

过去 3 年(2009-2011 年)由于政策刺激导致了家电需求有所透支,需要 1-2 年的调整才能恢复到较高增长水平,因此我们认为自 2011 年下半年始家电增速会明显回落,2012 年上半年的增速也难以乐观。政策刺激效应已经逐步减弱,目前尽管家电下乡和以旧换新政策还未退出(家电下乡政策确定于 2011 年底逐步退出),但今年 5-8 月的销售数据已有征兆: 家电消费增长出现了较为明显的回落。

三季度股价已经反映了我们对家电行业未来相对谨慎的观点,我们预判四季度市场仍将持续反映这一观点。因此即使家电板块的估值已经到了过去 3 年来的最低点,但目前的低估值也有一定的合理性。

结论: 四季度不看好家电,投资机会来自超跌或保障房主题推动。

1. 家电行业景气下行趋势已确立。不同于宏观的周期,此次是行业本身的下行周期,前几年的高景气透支了未来 2 年的需求,还有政策的干扰因素,刺激政策已经确定退出。

2.更看好自有渠道家电企业。在景气下行背景下,企业间竞争会进一步加剧,整个产业链的谈判地位也随之改变。下游经销商如苏宁、国美的谈判力会增强,因此自身有强大销售渠道的企业将有一定的防御能力。

未来2年家电行业景气下行、产能不断释放背景下,为了争夺市场份额,行业内部竞争将进一步加剧,同时产业链上下游的谈判地位也随之发生改变。在销售不景气时,市场的重点将从制造端转移到销售端,销售渠道的谈判力将提高。

3.需求更看好三四级市场。值得重点关注的是,随着家电下乡政策落实推广,以前农村地区薄弱的渠道建设和售后服务得到逐步完善,三四级市场被真正开垦出来,三四级市场仍是未来几年家电需求的最大增量。

推荐业内的大企业同时是空调企业,如格力电器、美的电器(非常优质的企业)具有长期投资价值。

推荐组合: 2 + 4

优先考虑: 美的电器、格力电器

其次重点考虑: 海信电器、万和电气、青岛海尔、华帝股份

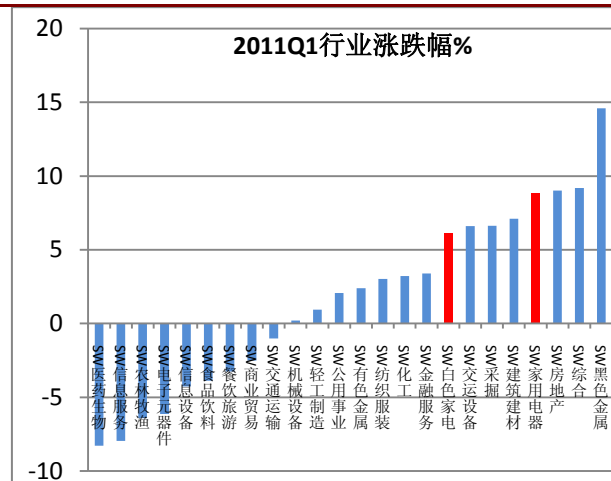
表 1: 家电板块季度涨跌幅(%)

2011 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	2011 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
家电	12.0	-3.5	-18.5		-10.9	白电	8.9	-4.9	-18.6		-14.8
沪深 300	3.0	-6.5	-14.0		-17.5	沪深 300	3.0	-6.5	-14.0		-17.5
相对收益	8.9	3.0	-4.6		6.5	相对收益	5.9	1.6	-4.6		2.7
2010 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	2010 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
家电	0.4	-25.1	18.9	11.4	0.0	白电	-0.8	-24.2	23.2	16.3	7.2
沪深 300	-6.4	-23.9	13.3	8.8	-12.5	沪深 300	-6.4	-23.9	13.3	8.8	-12.5
相对收益	6.8	-1.3	5.7	2.6	12.5	相对收益	5.7	-0.3	10.0	7.5	19.7
2009 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	2009 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
家电	36.9	22.9	6.2	43.2	153.8	白电	34.3	26.3	8.8	40.3	156.3
沪深 300	38.0	27.4	-5.5	20.3	96.7	沪深 300	38.0	27.4	-5.5	20.3	96.7
相对收益	-1.1	-4.5	11.7	22.9	57.1	相对收益	-3.7	-1.2	14.3	20.0	59.6
2008 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	2008 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
家电	-15.8	-36.5	-16.9	-5.2	-55.4	白电	-17.7	-37.1	-13.3	-4.4	-53.8
沪深 300	-29.0	-28.7	-20.3	-19.0	-65.9	沪深 300	-29.0	-28.7	-20.3	-19.0	-65.9
相对收益	13.2	-7.8	3.5	13.8	10.5	相对收益	11.3	-8.3	7.0	14.6	12.1
2007 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	2007 年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
家电	64.2	43.5	28.0	0.3	202.6	白电	66.2	59.2	30.7	2.7	255.0
沪深 300	36.3	35.3	48.3	-4.3	161.5	沪深 300	36.3	35.3	48.3	-4.3	161.5
相对收益	27.9	8.2	-20.3	4.7	41.0	相对收益	29.9	23.9	-17.6	7.0	93.4

资料来源: 宏源证券

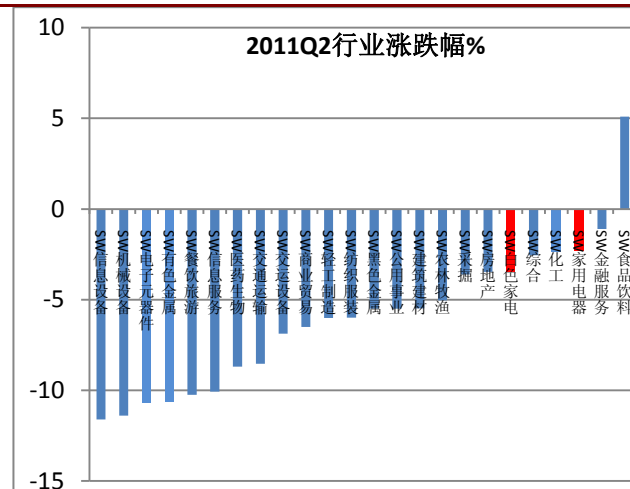
注: (1) 红色字体代表正收益, 绿色字体代表负收益。(2) 黄底单元格代表该季度家电跑赢大盘。

图 1: 家电和白电股价在 2011 年一季度表现



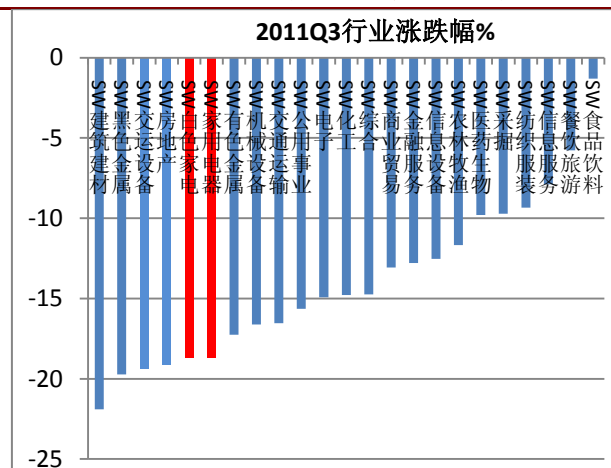
资料来源: 宏源证券

图 2: 家电和白电股价在 2011 年二季度表现



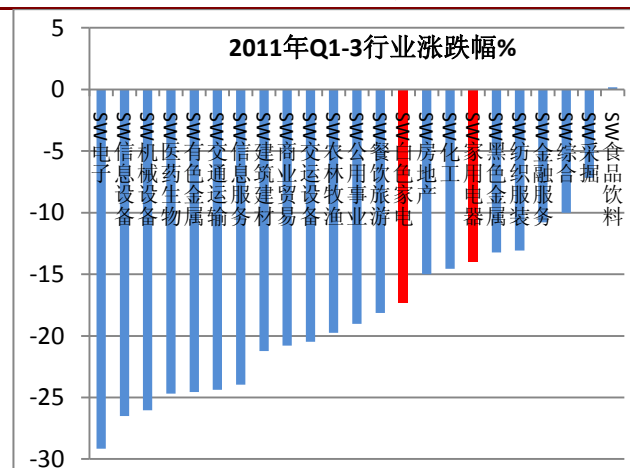
资料来源: 宏源证券

图 3: 家电和白电股价在 2011 年三季度表现



资料来源: 宏源证券

图 4: 家电和白电股价在 2011 年前三季度表现



资料来源: 宏源证券

估值低:

表 2: 重点公司盈利预测 (截止 2011-9-30)

重点公司	股价	EPS			PE		PEG	PB	评级	A 股流通市值
		10A	11E	12E	11E	12E		11E		
格力电器	19.99	1.52	1.96	2.38	10.2	8.4	0.44	3.2	买入	556
美的电器	14.74	0.92	1.26	1.59	11.7	9.3	0.39	3.1	买入	460
青岛海尔	9.18	0.76	1.01	1.26	9.1	7.3	0.36	2.7	买入	246
小天鹅 A	11.74	0.80	0.99	1.27	11.8	9.2	0.46	2.1	增持	26
合肥三洋	9.75	0.57	0.67	0.95	14.7	10.3	0.52	3.9	增持	19
海信电器	12.20	0.96	1.30	1.35	9.4	9.0	0.68	1.6	增持	106
四川长虹	2.60	0.06	0.15	0.22	17.3	12.0	0.27	1.1	增持	120
万和电气	23.09	0.93	1.23	1.78	18.7	13.0	0.59	6.0	买入	12
华帝股份	11.60	0.54	0.69	0.92	16.8	12.7	0.70	4.6	买入	25

苏泊尔	19.46	0.70	0.92	1.16	21.2	16.8	0.73	3.9	增持	83
爱仕达	11.36	0.26	0.29	0.42	39.2	27.2	1.19	1.7	增持	11
九阳股份	9.09	0.78	0.81	0.88	11.3	10.3	1.13	2.2	增持	69
三花股份	28.20	1.06	1.46	2.05	19.3	13.8	0.57	3.0	增持	19
丹甫股份	11.73	0.47	0.54	0.75	21.9	15.7	0.84	2.0	增持	9
毅昌股份	7.79	0.34	0.31	0.48	25.3	16.1	1.10	1.9	中性	8

资料来源：宏源证券

注：股价单位为元；市值单位为亿元。

三、需求分析：行业增长回归平凡

空调：2011 年仍维持高增长，但 2012 年由于基数原因将回落到个位数增长，2013 年仍能回到较高增长。主要是空调的农村普及在明显加速、城市的更新需求也处于高峰期。没有考虑天气因素的干扰。

冰箱：2011-2013 年都将回落到个位数增长。由于过去两年需求的透支，市场趋于饱和。农村市场也需要等待 1-2 年后才能进入新的快速普及期。

洗衣机：未来 3 年保持 6-10%的平稳增长，波澜不惊。

彩电：未来 3 年也是保持个位数平稳增长。由于平板电视替代 CRT 电视过程已完成，彩电新的增长主要来自平板电视以旧换新的更新需求。

厨卫电器：未来 3 年均能保持年 10%左右的稳定增长。

表 3：家电行业内销增长预测（不考虑保障房）--来自宏源家电需求分析模型

年份		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
内销 量	空调	2975	3769	5157	6428	6804	7678
	冰箱	2608	3930	5109	5329	5465	5476
	洗衣机	2382	2646	3390	3725	3887	4109
	彩电	4072	3574	4023	4242	4582	4903
	油烟机	1172	1238	1327	1522	1689	1826
	燃气灶	1992	2007	2282	2650	2980	3245
	电热水器	1081	1590	1433	1630	1765	1902
	燃气热水器	769	899	1345	1525	1749	1972
同比 增长	空调		27%	37%	24.6%	5.9%	12.8%
	冰箱		51%	30%	4.3%	2.5%	0.2%
	洗衣机		11%	28%	9.9%	4.4%	5.7%
	彩电		-12%	13%	5.5%	8.0%	7.0%
	油烟机		6%	7%	14.7%	11.0%	8.1%
	燃气灶		1%	14%	16.1%	12.5%	8.9%
	电热水器		47%	-10%	13.7%	8.3%	7.7%
	燃气热水器		17%	50%	13.4%	14.7%	12.8%

资料来源：国家统计局，宏源证券

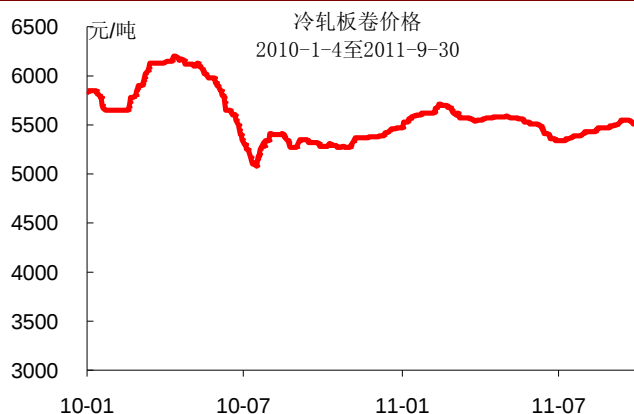
四、成本分析：家电企业成本减压

今年三季度家电企业的各项成本（原材料、人工、运输等）仍都在同比上涨，三季度毛利率下滑已成定局。

由于全球经济增速预期不断下调，大宗商品价格在9月底出现暴跌，我们预计铜等大宗商品还有一定下跌空间，家电的原材料成本压力有所缓解。

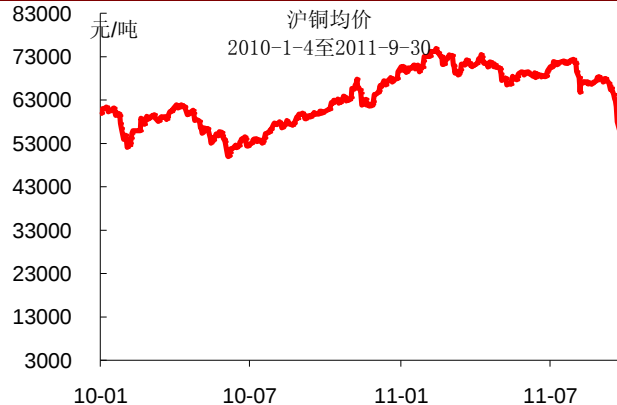
但家电行业的人工成本仍将保持20%增长。

图 5：冷轧板价格



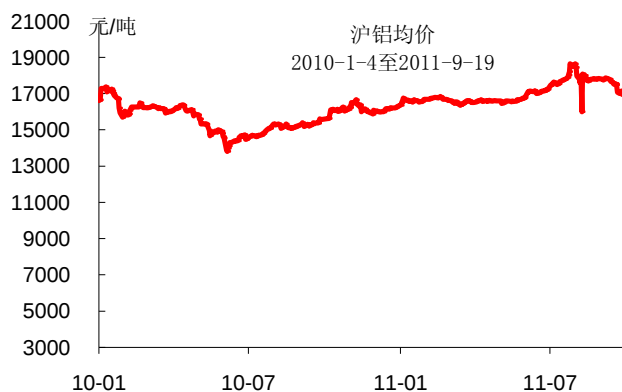
资料来源：我的钢铁网，宏源证券

图 6：沪铜价格



资料来源：上期所，宏源证券

图 7：沪铝价格



资料来源：上期所，宏源证券

图 8：布伦特原油价格



资料来源：彭博，宏源证券

五、空调：家电行业最佳投资品种

我们继续保持家用空调下半年同比增长15%、全年增长23%的客观预期。下半年增速如期回落。

由于上半年尤其是3-5月份空调企业积极铺货、促销，以及清理一二级定频空调库存，导致上半年空调有透支消费的可能。

新冷年开始，从上游压缩机等企业监测到采购需求有放缓迹象，空调厂商开始去库存，在生产上和与经销商谈判时点上也都晚于往年；再加上现在正处于稀土磁材向铁氧磁材的切换期，变频空调的普及速度可能会有所放缓。

(一) 刚性需求有保障

空调是今年家电行业中消费需求最为旺盛的品种，尽管下半年增速会回落，但仍是家电里增速最快的子行业，因此我们仍继续看好空调企业。需求分析：

(1) **新增需求处于高峰期**：保有量还有较大提升空间，目前保有量水平离“天花板”还有较远距离。

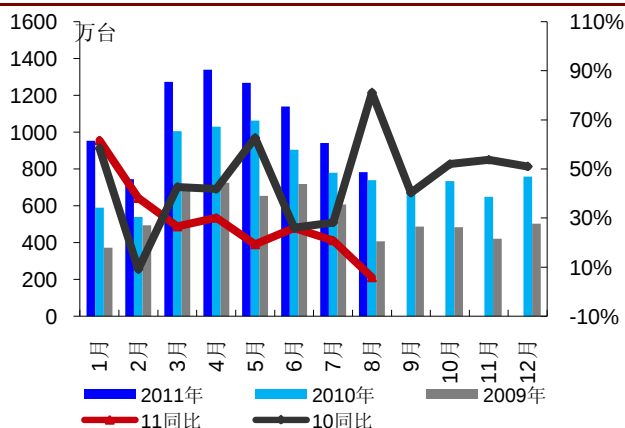
(2) **更新需求处于高峰期**：目前中国正处于空调更新高峰期，10年前空调飞速普及，从2000-2004每年保持了30%以上增长，这一批旧空调从寿命、安全、省电、舒适等方面考虑都有更换的需要。

(3) **出口需求**：巴西（奥运会、世界杯）、印度等发展中国家需求旺盛；全球天气异常。

2011年1-8月累计家用空调出货量8440万台，增速达27%；内销（4485万台）、出口（3955万台）、产量（8355万台）同比分别增长31%、23%、26%。

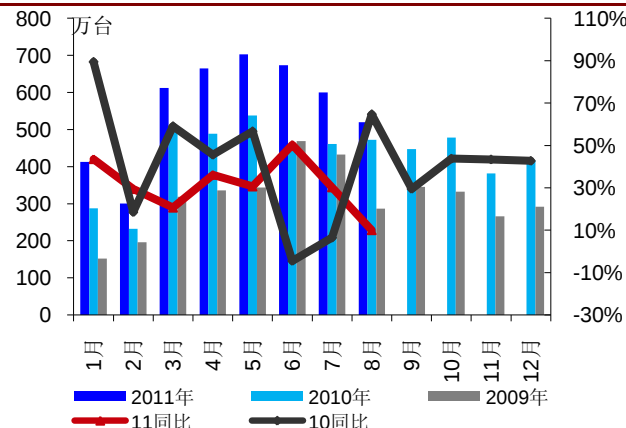
但行业增速有放缓迹象。

图 9：09-11 年家用空调出货量(月度)



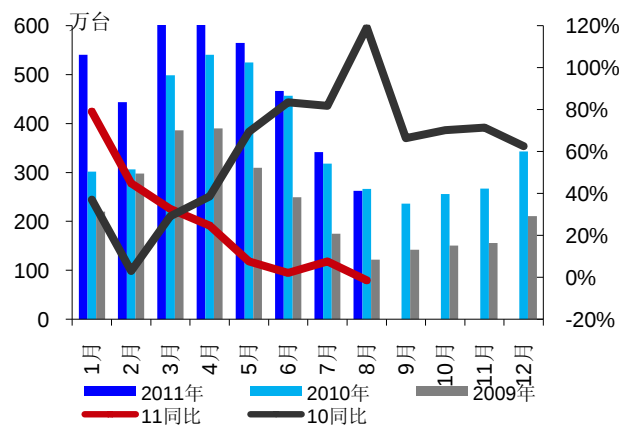
资料来源：产业在线，宏源证券

图 10：09-11 年家用空调内销量(月度)



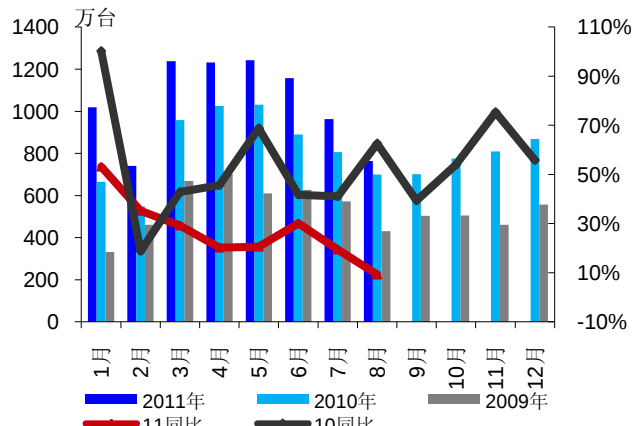
资料来源：产业在线，宏源证券

图 11：09-11 年家用空调出口量(月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 12：09-11 年家用空调产量(月度)

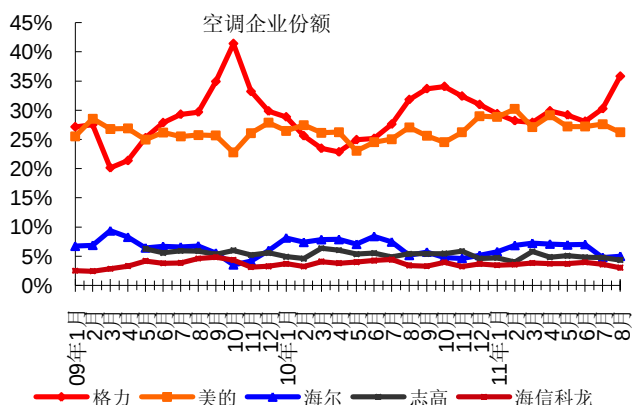


资料来源：产业在线，宏源证券

（二）竞争格局：格力、美的已现王者风范

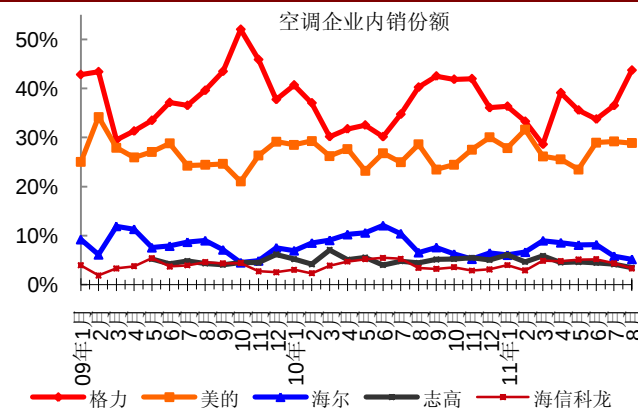
目前格力和美的所处在空调产业的地位是许多其他行业的企业家所羡慕的格局。格力和美的的市场份额如期稳步上升，其他竞争对手在空调领域的成长空间将更加窄小。

图 13: 09-11 年空调企业市场份额（月度）



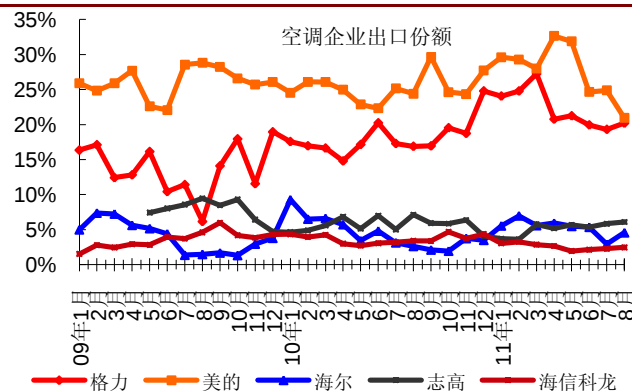
资料来源：产业在线，宏源证券

图 14: 09-11 年空调企业内销市场份额（月度）



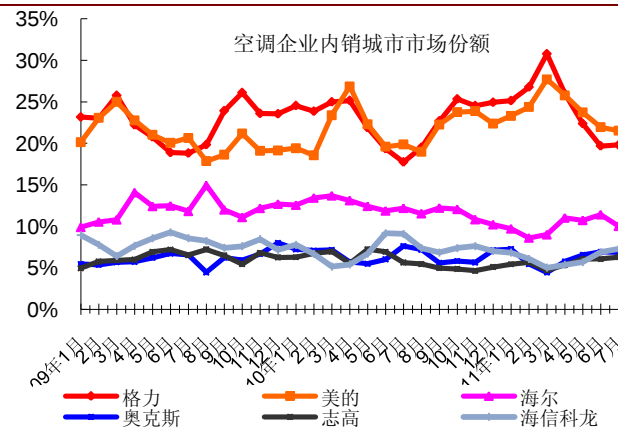
资料来源：产业在线，宏源证券

图 15: 09-11 年空调企业市场出口份额（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 16: 09-11 年空调企业城市市场份额（月度）



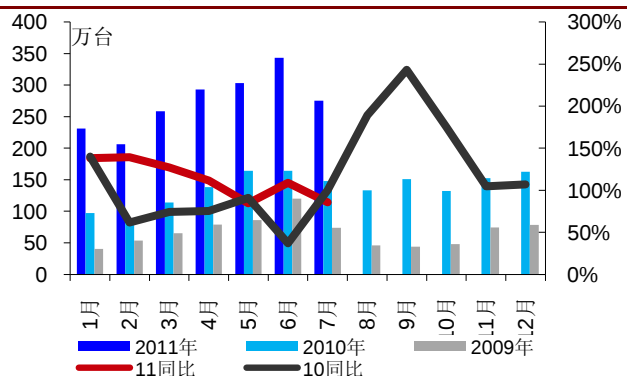
资料来源：中怡康，宏源证券

（三）变频空调：稀土涨价阻止不了变频普及的步伐

我们下调变频空调增速，原因：一方面是空调增速在四季度有放缓迹象，另一方面是稀土价格对变频空调形成了一定的成本压力。预计变频空调全年同比增长约 90%，变频占比约 30%。其中内销中的变频空调增长约 130%。

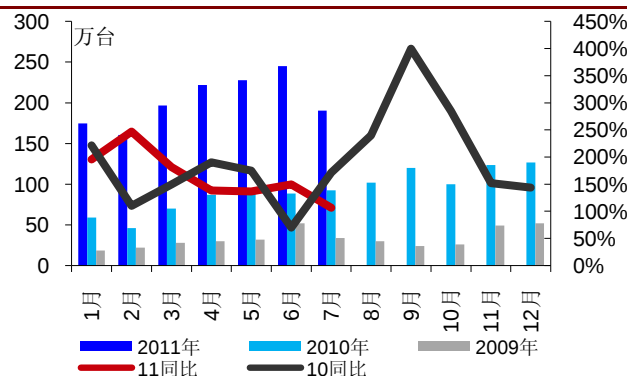
2011 年 1-7 月累计变频空调出货量 1911 万台，增速达 109%；内销、出口分别同比增长 150%、42%。

图 17: 09-11 年变频空调的销量 (月度)



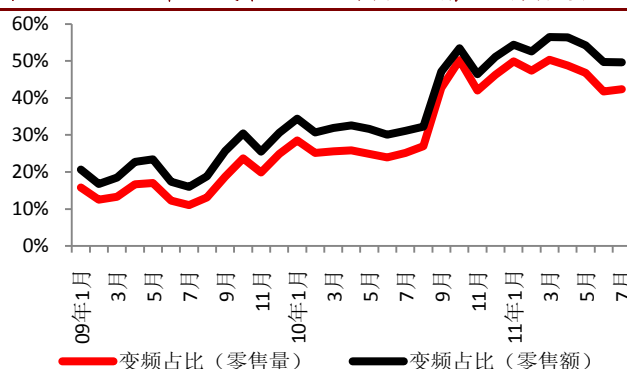
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 18: 09-11 年变频空调的内销量 (月度)



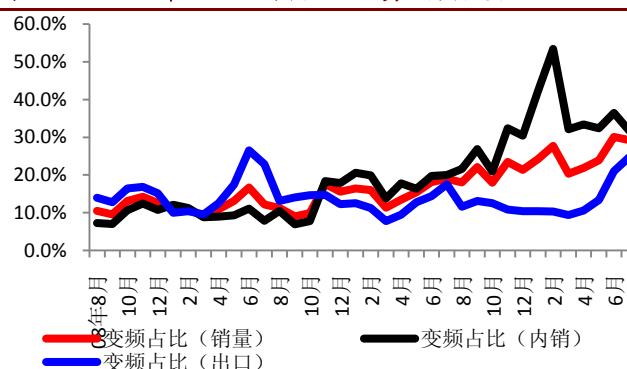
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 19: 09-11 年大城市变频空调占比情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 20: 08-11 年变频空调占比趋势 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

(四) 空调压缩机: 变频压缩机维持旺盛

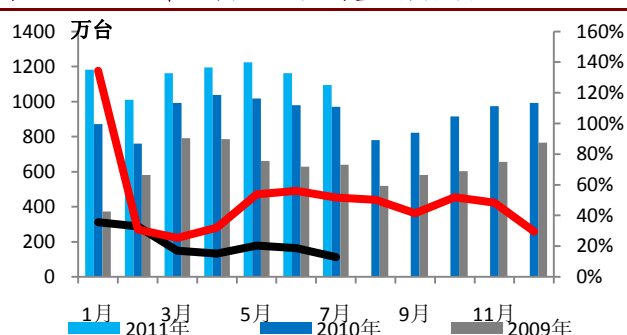
从上游核心零部件压缩机角度监测, 空调需求依然保持旺盛。

稀土成本过高只会减缓变频空调的普及速度, 无法阻挡变频空调普及的趋势。

2011 年 1-7 月累计空调压缩机销量 8027 万台, 增速为 21%, 在去年高增长基数下仍保持了较高增长。

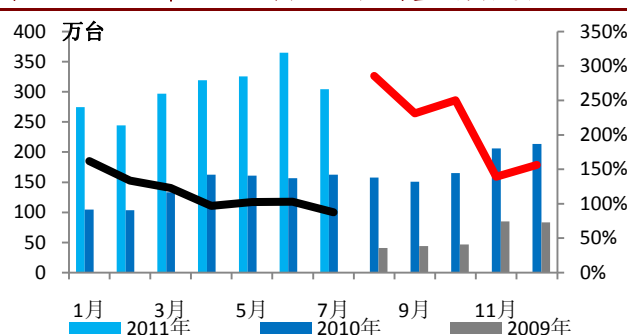
2011 年 1-7 月累计变频空调压缩机销量 2128 万台, 增速达 116%; 内销、出口同比分别增长 125%、66%。

图 21: 09-11 年空调压缩机销量 (月度)



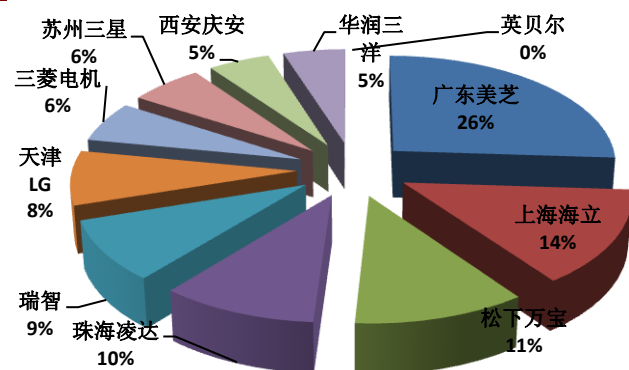
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 22: 09-11 年变频空调压缩机销量 (月度)



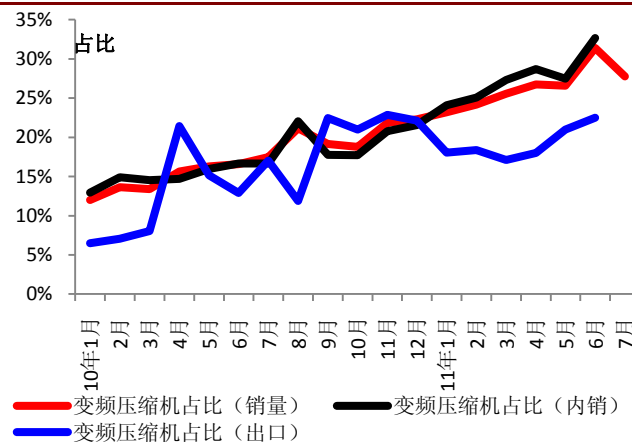
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 23: 2011 冷年空调压缩机行业竞争格局



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 24: 09-11 年变频空天压缩机占比 (占比)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

六、厨卫电器: 平稳增长

(一) 需求: 增长 10%、受房地产影响大

厨卫电器整体增长较为平缓, 我们预计今年增速约为 10% (中怡康的数据显示行业增速为个位数增长, 行业实际增速要快于中怡康数据)。

新增需求看房地产: 厨卫电器的新增需求主要看房地产 (住宅) 的交易情况。明年保障房完工将弥补调控政策导致商品房交易量萎缩的缺口。

更新需求稳定: 由于厨卫电器基本属于家庭必需品, 需求受外在因素影响较小, 技术方面更新也很慢, 因此每年更新层面的增长非常稳定。

(二) 竞争格局: 竞争加剧、做大做强

厨卫电器的竞争激烈将拉低整个行业的盈利能力, 毛利率水平长期来说将呈下滑趋势。同时更优质产品和服务将加快厨卫电器普及速度, 将做大整个厨卫电器产业规模。

吸油烟机: 2011 年 1-7 月零售额同比增长 6%。市场集中度有所提高, 今年美的、老板电器、华帝股份、方太的市场份额均有所上升。

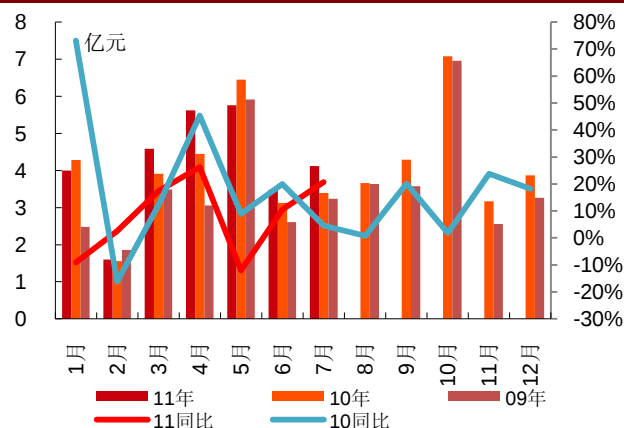
燃气灶: 2011 年 1-7 月零售额同比增长 6%。竞争格局相对稳定, 也相对较激烈, 美的和老板的份额有所上升。

电热水器: 2011 年 1-7 月零售额同比增长 8%。双寡头 (史密斯和海尔) 垄断格局形成, 美的虽然份额不大, 但上升趋势明显。万和和万家乐的份额也略有上升。

燃气热水器: 2011 年 1-7 月零售额同比增长 1%。竞争格局稳定, 今年史密斯份额上升较快。

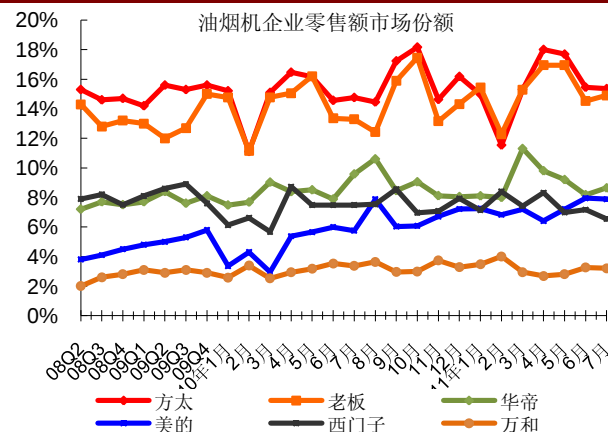
消毒柜: 2011 年 1-7 月零售额同比下降 4%。需求有所萎缩, 竞争格局稳定。

图 25: 10-11 年城市吸油烟机销售额情况 (月度)



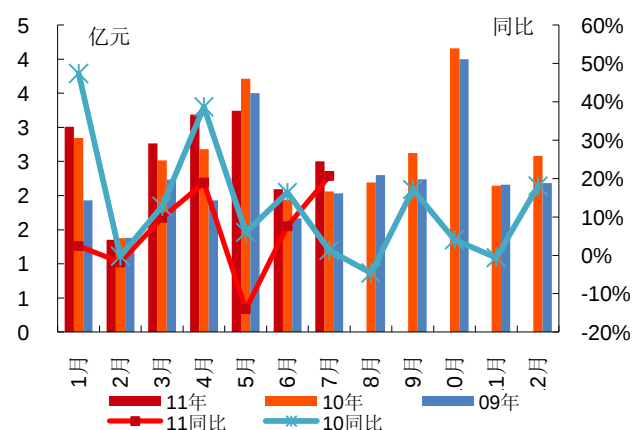
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 26: 09-11 年吸油烟机企业城市零售额市场份额



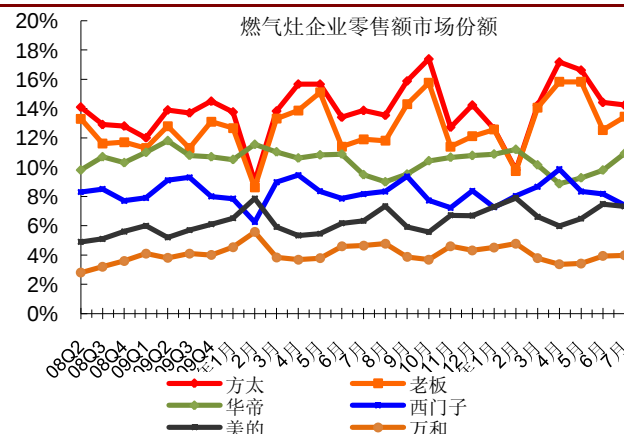
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 27: 10-11 年燃气灶城市销售额情况 (月度)



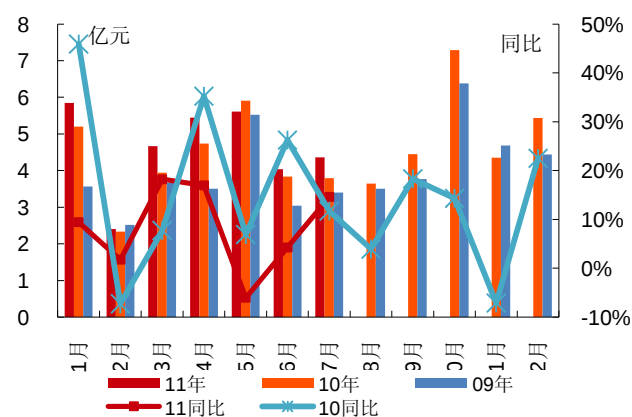
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 28: 10-11 年燃气灶企业城市零售额市场份额



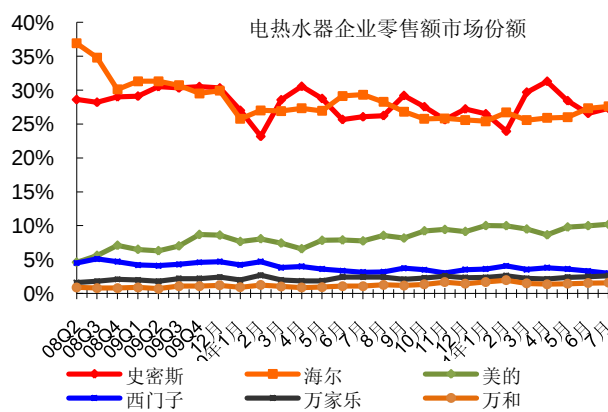
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 29: 10-11 年电热水器城市销售额情况 (月度)



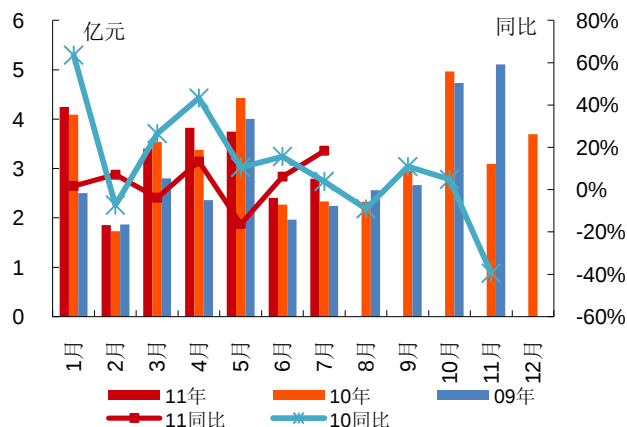
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 30: 10-11 年电热水器企业城市零售额市场份额



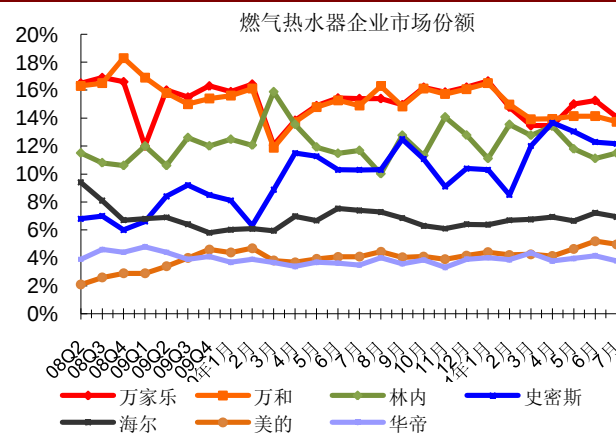
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 31: 10-11 年燃气热水器城市销售额情况 (月度)



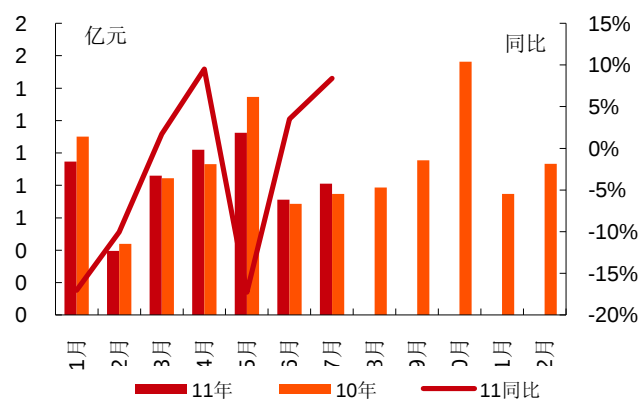
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 32: 10-11 年燃气热水器企业城市零售额市场份额



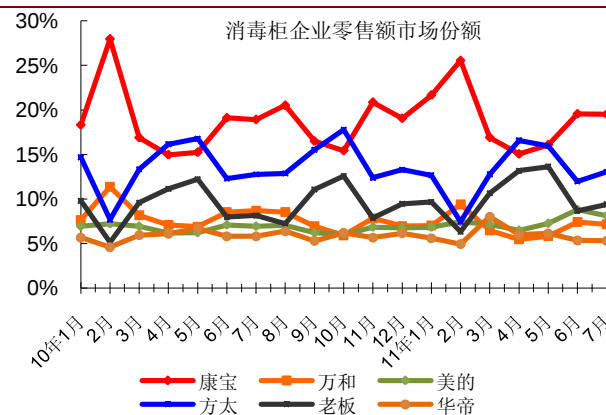
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 33: 10-11 年消毒柜城市销售额情况 (月度)



资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 34: 10-11 年消毒柜企业城市零售额市场份额



资料来源: 中怡康, 宏源证券

七、彩电: “无面板” 占优, 利好海信、创维

自进入平板电视时代以来, 面板改变了彩电行业的竞争格局。时过境迁, 如今无面板产能的企业将处于有利地位。

无面板产能、管理高效灵活、新品推出速度快的彩电企业占优, 推荐海信电器(600060.SH)和创维数码(00751.HK)。

面板改变了彩电行业格局: 海信电器和创维的市场份额持续上升概率较大。

从竞争格局来看, 对比同行境遇, 海信和创维的胜算更大。没有液晶面板生产线的彩电企业由于面板价格不断下跌, 相对同行而言生产成本不断下降, 从而主动进攻的空间也更大。

(1) 内资企业有面板生产线将可能亏损。由于面板产能过剩和外资企业恶意打压面板价格，目前拥有面板生产线的彩电内资企业面临面板亏损压力，不敢主动出击。

(2) 日韩企业难以主动出击。拥有面板生产线的日韩等外资企业由于面板亏损，在彩电市场不敢主动打价格战。

(3) 一些内资企业同行经营不善。没有面板生产线的一些内资企业由于经营不善，盈利压力也很大。

当然从整个彩电行业自上而下来看，也有值得担忧的地方，这也是海信等彩电企业估值难以提升的原因：

(1) 行业不景气影响公司业绩，我们预计彩电行业销量增速不到 10%。其中 LCD 电视、PDP 电视同比增长分别约为 10-15%、30-40%。

(2) 行业重新洗牌。进入智能电视时代后，苹果、谷歌、微软等巨头将成为重要竞争对手。用户体验、操作平台、新技术等将成为内资企业难以逾越的门槛。

(一) 需求：替代高峰后期

(1) 新增需求较小：保有量已接近“天花板”。电视机作为中国家庭最早的休闲娱乐工具早已普及，新增需求主要来自城市的“第二台”需求。

(2) 更新需求放缓：平板电视替代高峰期已过。

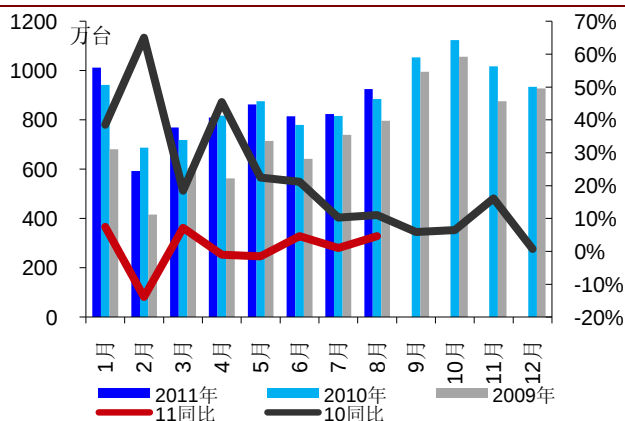
(3) 出口需求艰难：给海外品牌或大型超市代工。由于海外经济复苏进程曲折复杂，出口增长面临不确定性。人民币快速升值，出口无盈利空间。

2011 年 1-8 月累计彩电（LCD 电视 + PDP 电视 + CRT 电视）销量 6611 万台，增速为 1%。其中：

2011 年 1-8 月累计 LCD 电视销量 5511 万台，增速为 9%，内销、出口分别同比增长 17%、4%。

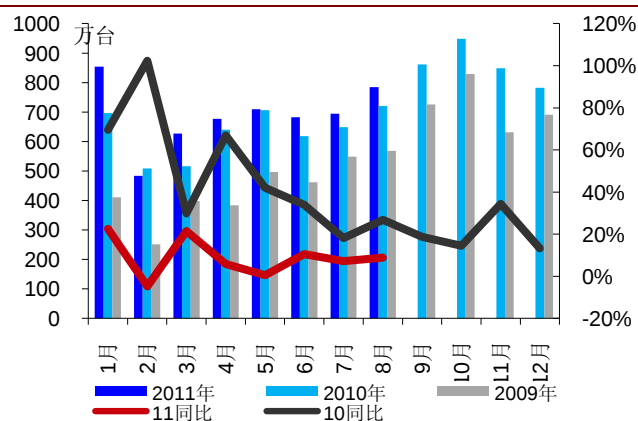
2011 年 1-8 月累计 PDP 电视销量 188 万台，增速为 38%，内销、出口同比分别增长 38%、37%。

图 35: 09-11 年彩电销量（月度）



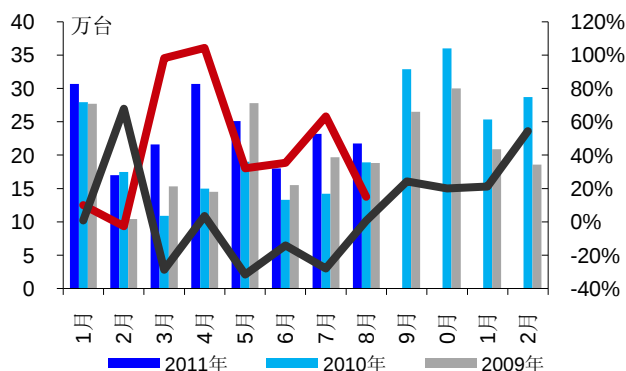
资料来源：产业在线，宏源证券

图 36: 09-11 年 LCD 电视销量（月度）



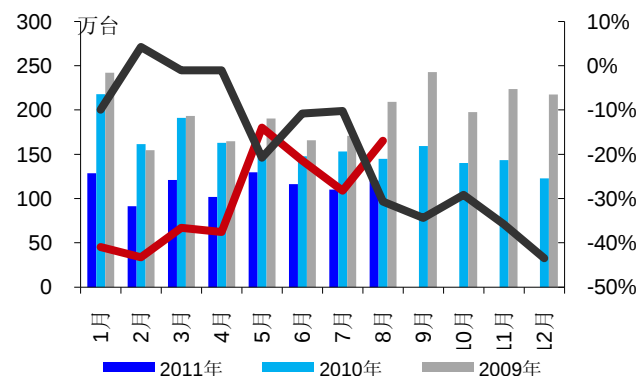
资料来源：产业在线，宏源证券

图 37: 09-11 年 PDP 电视销量 (月度)



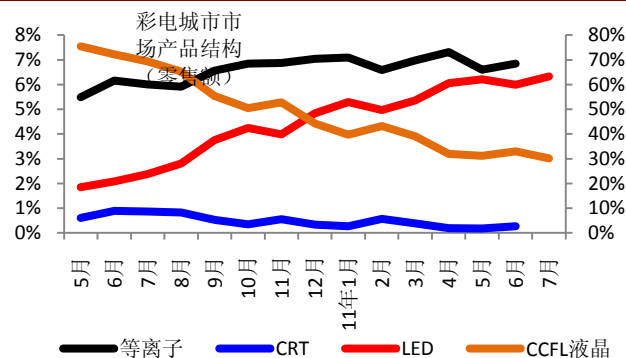
资料来源：产业在线，宏源证券

图 38: 09-11 年 CRT 电视销量 (月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

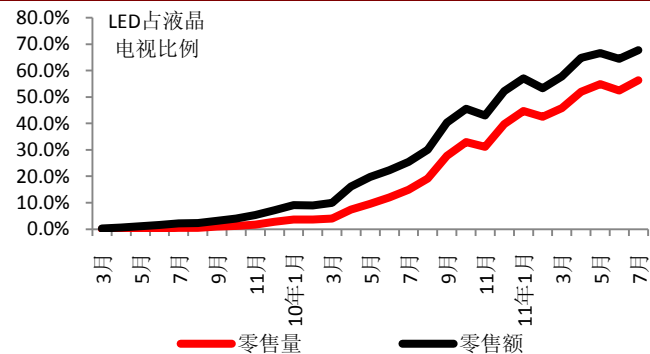
图 39: 彩电城市市场产品结构变化 (月度)



资料来源：中怡康，宏源证券

注：等离子、CRT 采用左边轴，LED、CCFL 采用右边轴

图 40: 10-11 年 LED / LCD 占比 (月度)

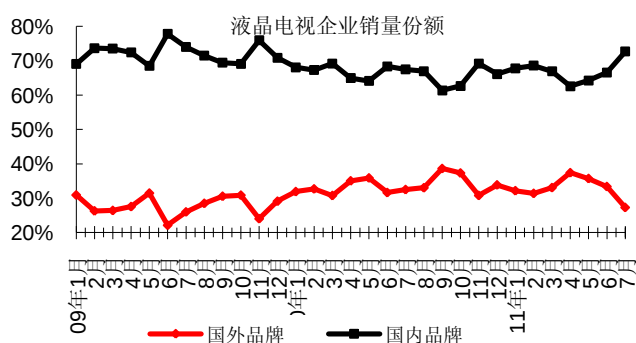


资料来源：中怡康，宏源证券

(二) 竞争格局：面板成“负因”

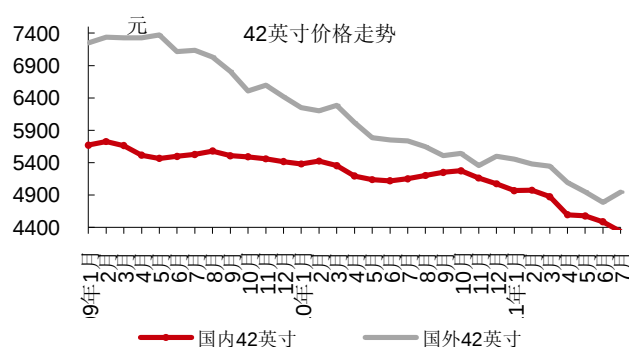
由于液晶面板价格一路下跌和彩电产品同质化严重，市场竞争非常激烈，液晶电视价格持续下降。目前拥有面板生产线的彩电企业由于面板价格过低而经营日趋严峻，彩电整机市场的主动地位也逐渐丧失，市场份额有缩小之势。

图 41: 09-11 年液晶电视企业销量份额 (月度)



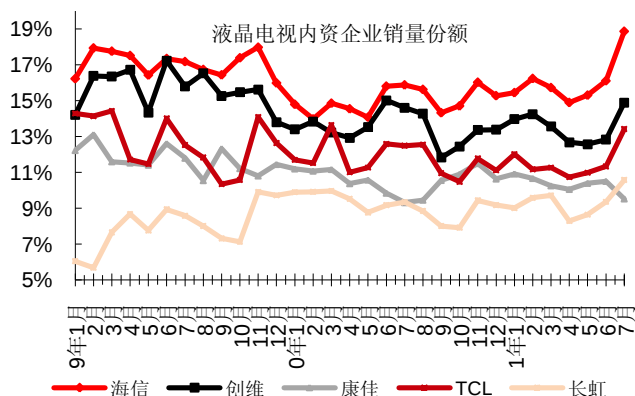
资料来源：中怡康，宏源证券

图 42: 09-11 年 42 英寸液晶电视价格走势 (月度)



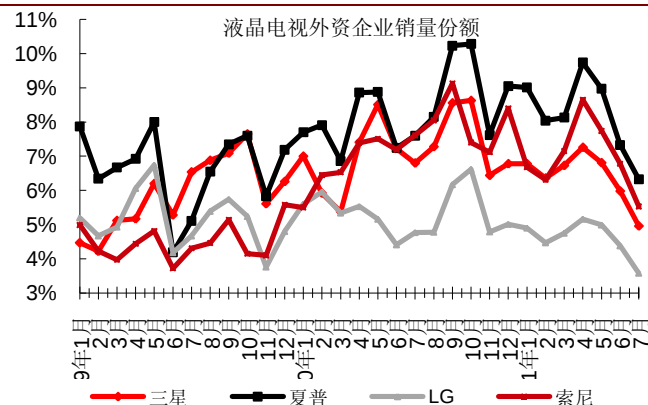
资料来源：中怡康，宏源证券

图 43: 09-11 年液晶电视内资企业销量份额（月度）



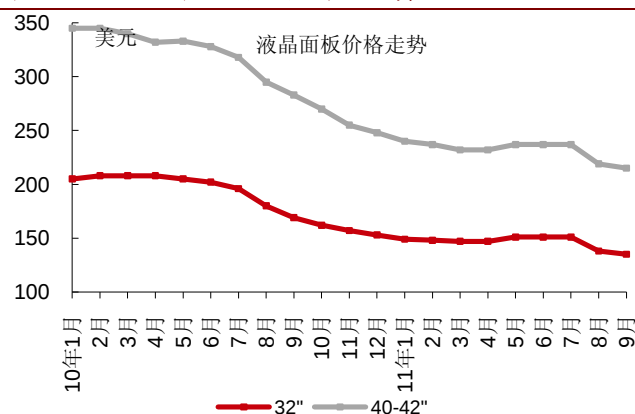
资料来源：中怡康，宏源证券

图 44: 09-11 年液晶电视外资企业销量份额（月度）



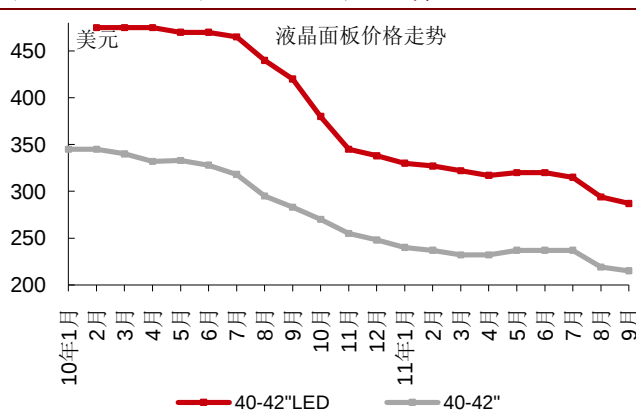
资料来源：中怡康，宏源证券

图 45: 主流尺寸液晶面板价格走势



资料来源：Displaysearch，宏源证券

图 46: 40-42 尺寸液晶面板价格走势



资料来源：Displaysearch，宏源证券

八、冰箱：需求透支

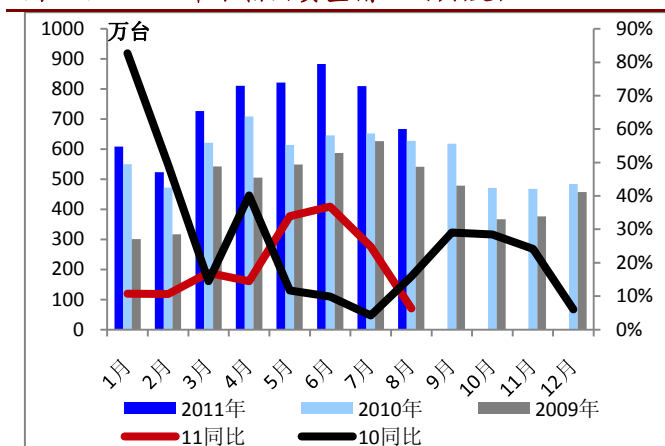
我们预计冰箱全年增长 10%。冰箱是今年增速回落较快的子行业。把需求分解后，冰箱未来的增速不容乐观。

（一）需求：政策退出雪上加霜

新增需求回落：保有量已接近“天花板”。冰箱在家电下乡政策刺激下于 2009、2010 年在农村市场快速普及，是家电子产品中普及速度最快的。目前已透支了未来 1 年多的需求，我们认为农村市场需要再培育 2-3 年后才能有新的一轮快速成长。

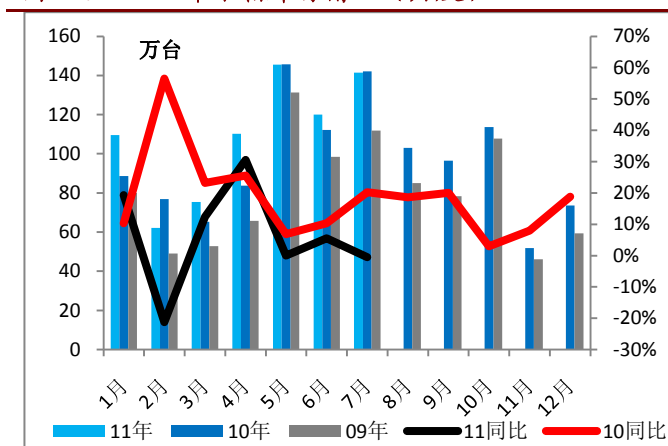
2011 年 8 月冰箱销量增速仅为 6%，不管是出货还是终端表现，冰箱销售都不佳。

图 47: 09-11 年冰箱出货量情况 (月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 48: 09-11 年冰箱库存情况 (月度)

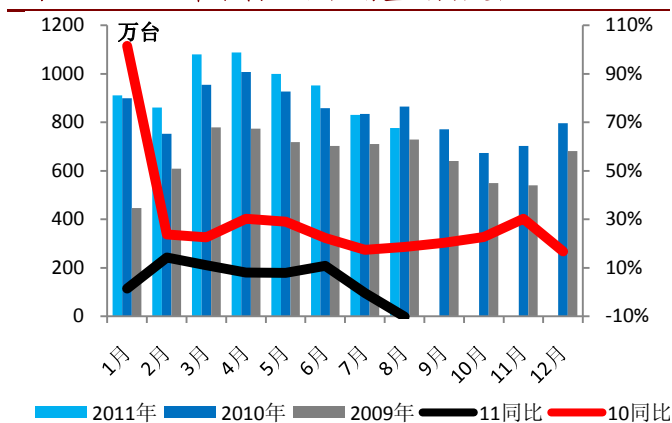


资料来源：中怡康，宏源证券

(三) 冰箱压缩机：需求疲软

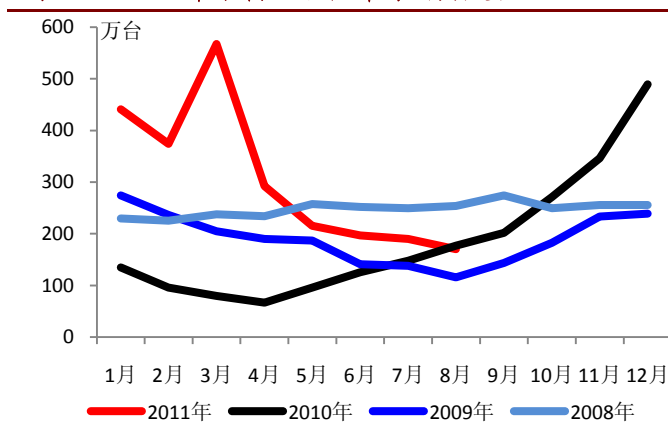
2011 年 1-8 月累计冰箱压缩机销量 7503 万台，增速为 6%，累计产量同比增长 4%。在保持了过去两年高增长后，今年冰箱需求下滑，而上游冰箱压缩机产能过剩，企业急于去库存。

图 49: 09-11 年冰箱压缩机销量 (月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

图 50: 09-11 年冰箱压缩机库存 (月度)



资料来源：产业在线，宏源证券

九、洗衣机：增速略低于预期

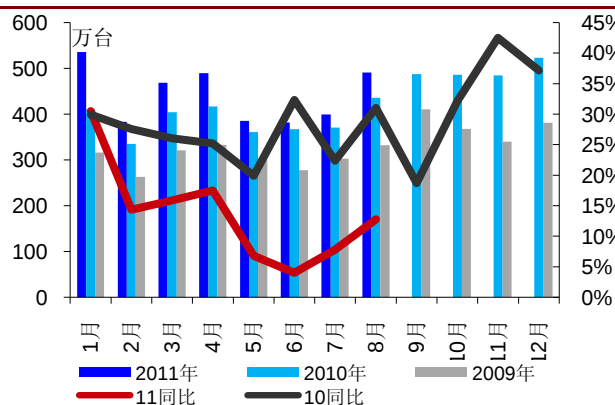
我们下调洗衣机行业增速，预计洗衣机全年增长 10-12%。随着下半年基数偏大，增速较上半年会略有回落。

洗衣机受外在因素（如天气、政策）影响较小，基本随着居民消费水平提高而保持一定的正增长（稳定约年 10% 增速），年际波动较小。

新增需求稳定：保有量已接近“天花板”。城市新增空间已很小。洗衣机在家电下乡政策刺激下普及速度也有所加快，预计今年仍能保持过去两年的普及速度。

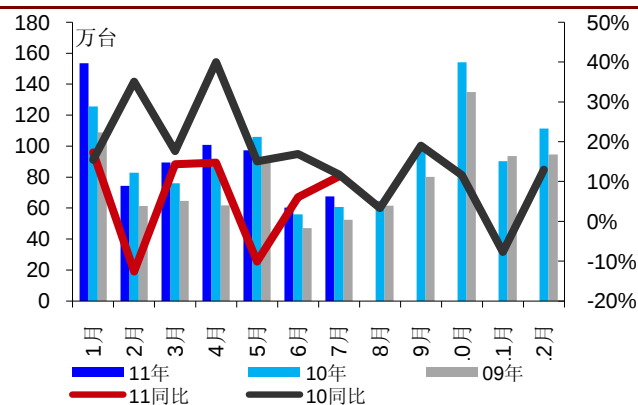
2011 年 1-8 月累计洗衣机销量 3534 万台，增速为 14%；内销、出口同比分别增长 15%、13%。

图 51: 09-11 年洗衣机出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 52: 09-11 年洗衣机城市内销市场份额 (月度)



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。