

证券研究报告—深度报告

家用电器

家电行业 11 年四季度投资策略

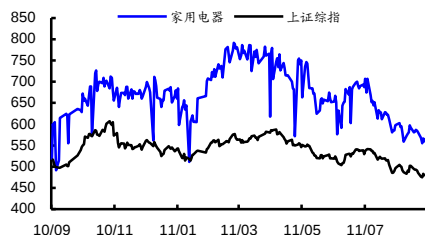
谨慎推荐

2011 年三季度业绩预览

(维持评级)

2011 年 10 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《家电行业中期策略报告：估值安全+竞争力提升》——2011-6-12

《家电行业 2011 年中期投资策略：估值安全 + 竞争力提升》——2011-6-9

《“五一商战期”空调销售表现最好》——2011-5-13

《家电行业 5 月策略：短暂调整后的新一轮投资机会》——2011-5-10

证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

行业季度投资策略

把握部分品种低估值反弹机会

● 行业增速回落，把握部分优质品种低估值反弹机会

行业估值仍将受到行业增速下滑、出口下滑等负面因素释放程度的压制，导致市场无法做出乐观预期。但部分品种已经进入低估值区域，保守测算四季度以及 2012 年业绩预期来看已经具备很好的安全性，建议逐步买入。

● 三季度业绩将对部分品种股价产生较好的正面作用

10 月份家电行业部分优质公司的三季报业绩将会对股价产生正面作用。测算格力电器三季度业绩同比增长约 30%，海信电器三季度同比增长约 65%，华帝股份同比增长约 65%，阳光照明同比增长超过 80%。我们 10 月继续重点推荐格力电器、海信电器。美的电器资产整合可能进入实质阶段，也将对股价产生积极推动作用。

● 2012 年一季度行业将会出现利润率的回升

我们认为明年一季度板块将在材料成本下降的情况下，行业整体利润率回升，预期类似美的电器这样业绩弹性较大的品种出现较好的利润增幅，带动类似品种获得较好的反弹表现。在 2012 年各行业增速下滑的预期下，我们更重要的是观察各公司差异化产品开发能力，这将是影响 2012 年公司盈利能力的重要判断依据。

● 维持“谨慎推荐”投资评级

我们继续重点看好空调子行业，其次液晶电视行业在四季度销售表现前三季度有好转表现。①低估值、较好盈利能力保持：格力电器、海信电器。②盈利能力回升，资产整合有望进入实质阶段：美的电器。

本报告请综合同时发布的最新国信家电行业数据库（37 期）一起阅读

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元)		EPS		PE 2011E	投资评级
			10.18		2011E	2012E		
000651	格力电器	55,118	19.560		1.97	2.40	10	推荐
600060	海信电器	10,765	12.390		1.40	1.57	9	推荐
000527	美的电器	50,596	14.950		1.10	1.55	14	推荐
002035	华帝股份	2,584	11.570		0.69	0.89	17	
600690	青岛海尔	26,156	9.760		1.05	1.28	9	推荐
002032	苏泊尔	10,760	18.640		0.88	1.15	21	
002508	老板电器	3,953	15.440		0.68	0.89	23	谨慎推荐
600261	阳光照明	6,740	17.990		0.56	0.70	32	推荐
000418	小天鹅	7,343	11.610		0.88	1.22	13	推荐
002011	盾安环境	9,160	12.300		0.91	1.09	14	推荐
002543	万和电气	4,500	22.500		1.18	1.49	19	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

家电行业以价值型公司为主，业绩下调以及对行业的负面预期已在三季度全部出现，虽板块估值仍受到行业增速下滑、出口下滑等负面因素释放程度的压制，导致市场无法做出乐观预期。但部分品种已经进入低估值区域，保守测算四季度以及2012年业绩预期来看已经具备很好的安全性，建议逐步买入。

- ✓ 行业内外销增速回落、家电促销政策逐步退出、房地产销售下滑，这一系列负面因素在对行业估值产生压力的同时，从行业基本面而言则进入新一轮企业分化。优质公司在这个过程中必然获得竞争力的稳固提升。因此部分优质公司在具备估值安全边际的情况下，良好的三季报业绩表现，都将支持股价在10月和11月的反弹表现。
- ✓ 10月份家电行业部分优质公司的三季报业绩将会对股价产生正面作用。测算格力电器三季度业绩同比增长约30%，海信电器三季度同比增长约65%，华帝股份同比增长约65%，阳光照明同比增长超过80%。其次合肥三洋表现也好于预期，预期合肥三洋三季度业绩同比增长约40%。我们10月继续重点推荐格力电器、海信电器。
- ✓ 我们认为明年一季度板块将在材料成本下降的情况下，行业整体利润率回升，预期类似美的电器这样业绩弹性较大的品种出现较好的利润增幅，带动类似品种获得较好的反弹表现。预期美的相关家电资产的整合也有可能在未来6-12月进入实质性进展。
- ✓ 行业中我们继续重点看好空调子行业，其次液晶电视、洗衣机在四季度销售表现前三季度有好转表现。

对主要子行业四季度及2012年运行趋势判断

- ✓ 各子行业在10-12月每月增速表现不会出现超预期，可从国庆期间的销售表现观察到此迹象。加上由于资金面仍无放松迹象，票据贴现率达到11-12%，经销商对库存更为敏感，都会影响出货量以及零售量增速。中怡康统计9月5日至10月9日五周期间，空调销量下降8.8%，销售额同比下降1.1%；冰箱销量同比下降1.5%，销售额同比增长4.6%；洗衣机销量同比增长9%，销售额同比增长12%；电视销量同比增长13.2%，销售额同比增长3.4%。此为100个城市共1700个网点的零售端统计数，我们认为较为客观的反映了一、二线城市在中秋国庆期间的家电零售情况，考虑三、四级市场增速明显高于一、二线城市，整体家电增速在国庆的表现平平，符合预期。
- ✓ 在2012年各子行业增速下滑的预期下，我们更重要的是观察各公司差异化产品开发能力，这将是影响2012年公司盈利能力的重要判断依据。同时考虑哪些公司最先获得材料成本下降带动下的利润率回升。
- ✓ 空调2011年全年增速预期在20%，2012年增速预计回落到8-12%。
- ✓ 冰箱2012年销量增速压力最大，预计行业整体增速约3-5%，甚至可能出现零增长或负增长表现。

- ✓ 洗衣机继续保持 2012 年的平稳增长，预期 2012 年增速约 8-10%。
- ✓ 液晶电视行业预期增速 10%，行业集中度提升有望超出我们的预期。
- ✓ 小家电在 2011 年出现部分品种零增长或者 10%左右的负增长，更重要的是行业内公司分化愈加明显，我们预计行业整体在 2012 年在 2 季度会出现环比好转。

品种选择:

- ✓ 低估值、较好盈利能力保持：格力电器、海信电器
- ✓ 盈利能力回升，资产整合有望进入实质阶段：美的电器

还可关注以下品种

- ✓ 存在可能的资产注入：华帝股份
- ✓ 三季度业绩超出预期，有短期反弹可能：阳光照明、合肥三洋

股价变化的催化因素

接下来家电板块主要的股价催化因素包括：

三季度业绩表现超预期；

行业在成本压力下降的情况下，利润率回升时点比我们预期的提前，如在年底即普遍观察到；

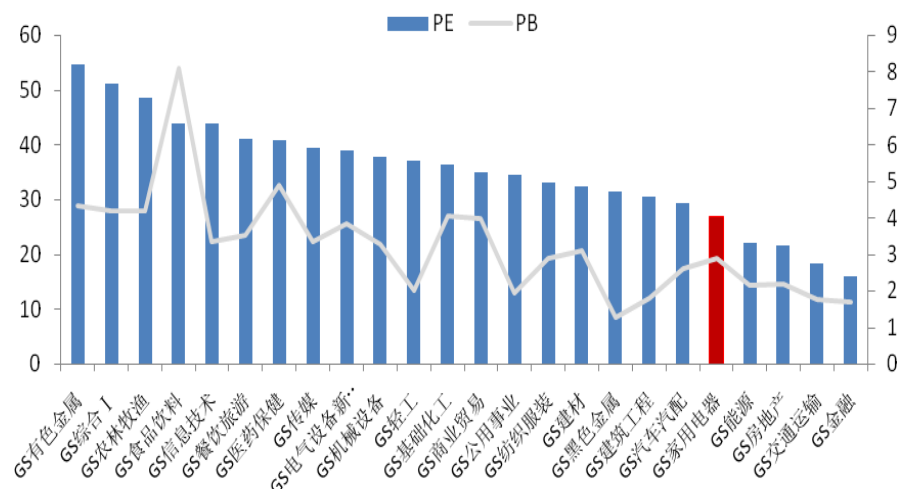
公司资产整合事件性催化因素。

核心假设或逻辑的主要风险

出口销量增速下滑超出预期，引发对上市公司产能利用率不足的担忧；

月度销量增速出现较大幅度负增长表现。

图 1：家电板块与其他行业估值比较（PE、PB 比较）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 1: 家电各子行业 2011 年至今的股价涨幅与 A 股整体的比较 (%)

	全部 A 股	家电板块	家电各子行业				
			白电	黑电	小家电	照明	上游配件
1 月	-2.31	-6.45	-7.11	2.7	-5.72	-16.63	-8.47
2 月	4.96	15.85	20.25	13.29	10.71	11.67	11.04
3 月	-0.14	-3.42	-1.51	-4.5	-8.37	-9.04	-2.55
4 月	-1.18	-1.7	-3.15	10.13	-2.21	-4.09	-7.5
5 月	-6	-5.81	-4.7	-9.5	-8.95	-4.53	-3.82
6 月	2.51	3.97	5.73	4.65	1.86	0.28	0.48
7 月	-1.1	-1.83	-3.77	-4.36	0.02	8.62	2.13
8 月	-4.25	-8.52	-10.88	-8.43	-1.22	-5.93	-6.85
9 月	-8.86	-11.18	-9.48	-10.36	-14.97	-17.12	-12.38
2011 年至今	-14.94	-18.68	-15.06	-6.94	-27.94	-33.9	-27.06

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 市场估值对比

	按 2011 年 10 月 19 日 股价				
	2010PE	PE (TTM)	PE (11 年预测业绩)	2011PB	PE 均值 (TTM)
全部 A 股	15.64	13.87	11.99	2.16	96.75
沪深 300	12.58	11.25	10.23	1.9	40.43
家电	18.32	15.91	13.8	2.71	32.96
白电	13.56	12.2	10.73	3.04	15.82
彩电	26.29	17.74	16.27	1.55	29.2
小家电	21.52	19.63	16.87	2.95	28.1
照明	40.47	39.52	29.79	4.45	68.15
上游配件	32.16	29.49	24.25	3.26	40.62

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

内容目录

内容目录	5
图表目录	6
2011 年 1-9 月行业运行回顾:	7
2 季度行业整体成本影响程度上升	7
7-9 月销售增速如期回落, 符合预期	8
上市公司经营策略更为注重盈利质量	9
公司产品差异化开发能力成为关键	10
依靠新产品推动增长和提升盈利能力更为关键	10
成本压力缓解有利于行业利润率环比回升	11
行业利润率提升将在明年一季度明显体现	11
出口利润下滑程度有望低于预期	12
出口将立足于区域调整和产品结构调整	12
农村消费的持续超预期仍是我们看好的长期因素	12
分子行业运行趋势展望	13
空调: 增速下滑在预期之内	13
2012 年出口增速存在变数	13
商用空调继续成为增长亮点	14
冰箱和洗衣机: 重点关注产品结构和市场份额变化	14
液晶电视: 三、四季度增速环比回升	14
小家电、照明电器、上游配件等其他子行业	15
2011 年三季度业绩展望	15
重点公司盈利预测和投资评级	16

图表目录

表 1: 家电各子行业 2011 年至今的股份涨幅与 A 股整体的比较 (%)	4
表 2: 市场估值对比	4
表 3: 国内家用电器行业累计收入利润增长情况 (亿元人民币、%)	7
表 4: 分子行业 2011 年 1-3 月和 2011 年 1-7 月收入利润增长情况 (亿元、%)	7
表 5: 上市公司家电板块累计收入利润增长情况 (亿元人民币、%)	7
表 6: 空调零售端销量和销售额增速 (万台、亿元、%)	8
表 7: 冰箱和洗衣机零售端销量和销售额增速 (万台、亿元、%)	8
表 8: 四类家电产品 4 月 18 日—5 月 8 日五一商战期间零售量和零售额增速	9
表 9: 四类家电产品 9 月 5 日—10 月 9 日国庆商战期间零售量和零售额增速	9
表 10: 空调和洗衣机产品内、外销量及增速表现 (万台、%)	9
表 11: 冰箱和液晶电视产品内、外销量及增速表现 (万台、%)	9
表 12: 电视行业上市公司销售收入对比 (百万元)	11
表 13: 电视行业上市公司净利润率对比 (%)	11
表 14: 家电行业本期重点关注上市公司 2011 年分季度业绩预测	15
图 1: 家电板块与其他行业估值比较 (PE、PB 比较)	3
图 2: 国内三门冰箱销售金额市场份额分布 (%)	10
图 3: 国内滚筒洗衣机销售金额市场份额分布 (%)	10
图 4: 国内 LED-LCD 销量市场份额分布 (%)	10
图 5: 2011 年国内 3D 电视市场份额变化 (%)	10
图 6: 农村居民分季度人均现金收入和增速 (元、%)	12
图 7: 2011-2012 年空调内外销量增速预期 (万台、%)	13
图 8: 空调分级市场销售规模比较 (万台、%)	13
图 9: 11 年-12 年商用空调销售金额和增速 (亿元、%)	13
图 10: 2011 年 1-8 月国内商用空调市场份额分布 (%)	13
图 11: 2011-2012 年冰箱内外销量增速预期 (万台、%)	14
图 12: 2011-2012 年洗衣机内外销量增速预期 (万台、%)	14
图 13: 液晶面板销售额及增速 (十亿美元、%)	14
图 14: 液晶电视内销量及增速 (万台、%)	14
附表 1: 重点公司盈利预测及估值	16

2011 年 1-9 月行业运行回顾：

2 季度行业整体成本影响程度上升

回顾家电 2007 年以来的整体财务指标表现，2009 年行业虽然由于需求没有明显增长，但受益于材料价格的大幅下降，因而获得了利润增速大幅高于收入增速的经营表现。2010 年则是在内外需的稳健增长带动下获得了收入和利润的同步较好增长。

2011 年 1 季度，我们从行业整体以及分子行业的经营数据可以明显发现利润增幅显著低于收入增幅，主要是由于材料成本的增加导致的。1 季度家电行业获得收入 2219 亿元，同比增长 30%，而同期利润总额 85 亿元，同比增长 8%。但 2011 年 1-7 月，行业获得收入 6082 亿元，同比增长 25%，同期利润总额 234 亿元，同比增长 3.6%，进一步低于一季度的利润增速表现。

表 3：国内家用电力器具行业累计收入利润增长情况（亿元人民币、%）

	销售收入	销售收入同比增速	利润总额	利润总额同比增速
2007 年	5,319	29.73%	163	43%
2008 年	6,013	13.61%	178	9%
2009 年	6,301	2.73%	295	50%
2010 年	8,470	35.24%	387	33.93%
2011 年 1-3 月	2219	30.43%	84.8	8.34%
2011 年 1-7 月	6082	24.65%	233.9	3.62%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 4：分子行业 2011 年 1-3 月和 2011 年 1-7 月收入利润增长情况（亿元、%）

	2011 年 1-3 月				2011 年 1-7 月			
	主营收入	累计同比	利润总额	累计同比	主营收入	累计同比	利润总额	累计同比
家用电力器具业	2,219	30.43%	85	8.34%	6,082	24.65%	234	3.62%
家用制冷电器具制造	553	24.23%	17	-1.75%	1,437	14.05%	56	1.55%
家用空气调节器制造	781	40.64%	39	16.36%	2,318	37.15%	97	8.32%
家用厨房电器具制造	316	24.24%	5	-17.31%	836	14.56%	20	-16.23%
家用清洁卫生电器具制造	206	27.55%	11	19.76%	495	28.06%	23	16.66%
家用美容、保健电器具制造	47	24.54%	2	-37.76%	128	15.00%	7	-17.65%
家用电力器具专用配件制造	135	26.93%	5	6.32%	358	25.56%	13	1.01%
照明器具制造业	500	22.51%	25	11.84%	1,418	23.76%	73	15.90%
电光源制造	176	17.78%	12	19.17%	470	17.15%	32	14.10%
照明灯具制造	256	25.26%	10	2.75%	736	24.36%	33	16.09%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 5：上市公司家电板块累计收入利润增长情况（亿元人民币、%）

	销售收入	销售收入同比增速	归属母公司股东的净利润	利润同比增速
2008 年	2,736	9%	61	4.4%
2009 年	2,997	9.5%	113	84%
2010 年	4301	43.5%	164	44.6%
2011 年 1-6 月	2671	34%	96	35%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所整理

如果我们比较不同子行业的表现，会发现家用厨房电器、家用美容和保健器具仍然

呈现较大幅度的利润下滑表现，这与我们观察到的多个小家电增速下滑相吻合，CPI 一直维持高位，通胀影响了居民的消费意愿，对部分小家电反映较为明显。制冷电器盈利能力在 4-7 月稍有好转，但仍不明显，有待进一步的材料成本下降以及产品结构改善。而从上市公司的收入利润指标来看，明显高于行业增速，显示上市家电公司代表行业当中的优质部分，且由于资金充裕等因素好于非上市公司表现。

7-9 月销售增速如期回落，符合预期

由于去年 3 季度天气炎热，加之今年 6 月取消了空调节能补贴，使得零售端在 5 到 6 月的充分营销透支了部分 3 季度的销售，因此 7-9 月空调销售增速如期出现回落，尤其体现在零售终端销售上。

冰箱销售持续低迷。

洗衣机在 7-9 月略有好转，主要是价格竞争趋于缓和的因素，龙头公司经营策略普遍转向对盈利增长的重视程度超过对规模增长的追求。

液晶电视销售在 7-9 月也有所好转，但价格竞争程度在国庆期间有所上升。

表 6: 空调零售端销量和销售额增速（万台、亿元、%）

	销量	同比增速	销售金额	同比增速	变频空调占比%
2011-01	87.6	8.28%	32.2	20.01%	54.37%
2011-02	37.9	14.39%	13.3	24.74%	52.56%
2011-03	104.2	16.56%	35.1	34.80%	56.49%
2011-04	173.6	25.18%	56.9	47.40%	56.40%
2011-05	231.8	-12.37%	74.8	3.89%	54.22%
2011-06	158.9	10.85%	50.7	26.66%	49.72%
2011-07	191.4	-20.97%	62.7	-7.84%	49.62%
2011-08	79.6	-26.17%	27.6	-15.93%	49.48%
合计	1065.2	-2.80%	353.3	12.68%	54.37%

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

表 7: 冰箱和洗衣机零售端销量和销售额增速（万台、亿元、%）

	冰箱				洗衣机			
	销量	同比增速	销售金额	同比增速	销量	同比增速	销售金额	同比增速
2011-01	109.5	19.27%	34.0	15.31%	153.5	17.32%	30.2	14.91%
2011-02	62.2	-21.23%	17.1	-23.58%	74.4	-12.58%	13.8	-14.54%
2011-03	75.4	12.38%	21.4	13.44%	89.4	14.36%	17.5	18.00%
2011-04	110.3	30.55%	31.9	28.03%	100.1	14.72%	21.1	18.32%
2011-05	145.6	-0.02%	37.3	-4.65%	97.3	-10.13%	19.8	-11.52%
2011-06	119.6	5.55%	28.6	5.27%	60.2	6.06%	11.7	7.58%
2011-07	141.4	-0.48%	35.0	4.05%	67.6	11.31%	13.7	16.65%
2011-08	100.9	-4.24%	27.3	0.31%	69.8	5.79%	14.0	9.44%
合计	865.0	4.43%	232.6	4.42%	712.2	5.76%	141.9	6.63%

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

中怡康统计 9 月 5 日至 10 月 9 日五周期间，空调销量下降 8.8% 销售额同比下降 1.1%；冰箱销量同比下降 1.5%，销售额同比增长 4.6%；洗衣机销量同比增长 9%，销售额同比增长 12%；电视销量同比增 13.2%，销售额同比增长 3.4%。此为 100 个城市共 1700 个网点的零售端统计数，我们认为较为客观的反映了一、

二线城市的在中秋国庆期间的家电零售情况，考虑三、四级市场增速明显高于一、二线城市，整体家电增速在国庆的表现平平，符合预期。

表 8：四类家电产品 4 月 18 日—5 月 8 日五一商战期间零售量和零售额增速（%）

	彩电	液晶电视	冰箱	洗衣机	空调
零售量同比增速	1.1%	0.02%	10.4%	3.9%	6.5%
零售额同比增速	-0.5%	-1.7%	6.9%	1.9%	25.9%

资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

表 9：四类家电产品 9 月 5 日—10 月 9 日中秋国庆商战期间零售量和零售额增速（%）

	彩电	冰箱	洗衣机	空调
零售量同比增速	13.2%	-1.5%	9%	-8.8%
零售额同比增速	3.4%	-4.6%	12%	-1.1%

资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

上市公司经营策略更为注重盈利质量

7-9 月出货量和零售端增速都有所下滑，而且由于资金面的紧张，公司以及经销商对库存更为敏感。同时在预期四季度销量增速不容易出现超预期的情况下，多个上市公司在经营策略上更为注重盈利质量和利润率的提升。

8 月份空调当月内销 519 万台，同比增长 10%，出口 262 万台，同比下滑 1.5%；冰箱当月内销 499，同比增长 6.8%，出口 168 万台，同比增长 4.9%；洗衣机当月内销 315 万台，同比增长 5.4%，出口 176 万台，同比增长 28.6%；液晶电视内销 266 万台，同比增长 23%。

表 10：空调和洗衣机产品内、外销量及增速表现（万台、%）

年份	空调				洗衣机			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月
内销	2,965	3,767	5157	4484	2,380	2,649	3,390	2313
出口	3,564	2,819	4315	3955	1,366	1,300	1,692	1219
内销增速	-7%	27%	37%	30%	12%	11%	28%	15%
出口增速	-6%	-21%	53%	23%	10%	-5%	30%	13%

资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

表 11：冰箱和液晶电视产品内、外销量及增速表现（万台、%）

年份	冰箱				液晶电视			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-8 月
内销	2608	3930	5129	4504	1,299	2,431	3,347	2360
出口	1,653	1,719	1,828	1347	2,734	3,966	5,149	3191
内销增速	5%	41%	31%	25%	48.78%	87.16%	37.68%	17%
出口增速	1%	4%	6%	6%	22.76%	45.05%	29.83%	4%

资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

从我们与多个上市公司沟通的情况来看，大部分公司对四季度以及明年的行业整体增速预期都不高，对出口订单也持谨慎态度。因此也都不指望在消费低迷阶段以低价格来冲击销量上升，而更重视单品利润率，出口方面积极调整出口区域以及争取更高单品价值量的订单。将有利于明年行业整体利润率的回升。

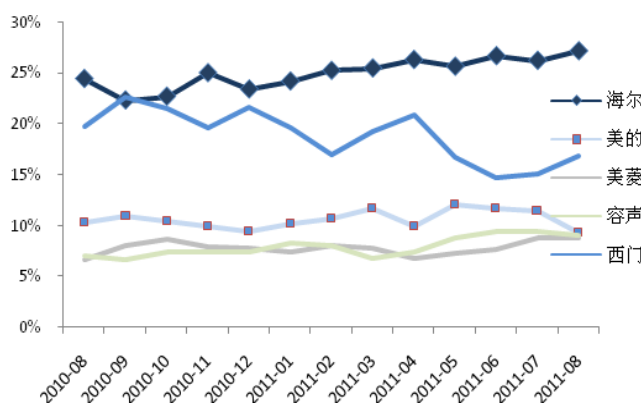
公司产品差异化开发能力成为关键

依靠新产品推动增长和提升盈利能力更为关键

每一次家电销售进入行业增速放缓，都是我们甄别优质公司的好时机，这样的事情将再一次在四季度以及明年发生。在居民消费意愿不高的情况下，最好的办法就是通过新产品来刺激销售，同时又能很好的保持较高的利润率，因此我们四季度将重点观察各公司在新产品开发的表現差异。

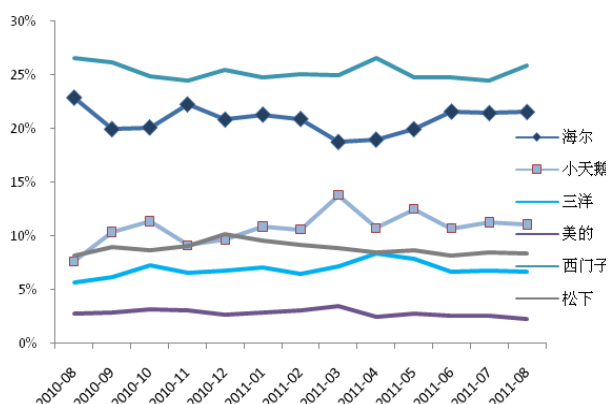
随着家电刺激政策的退出，也将激发行业间的新一轮分化，行业马太效应将会明显加强。

图 2：国内三门冰箱销售金额市场份额分布（%）



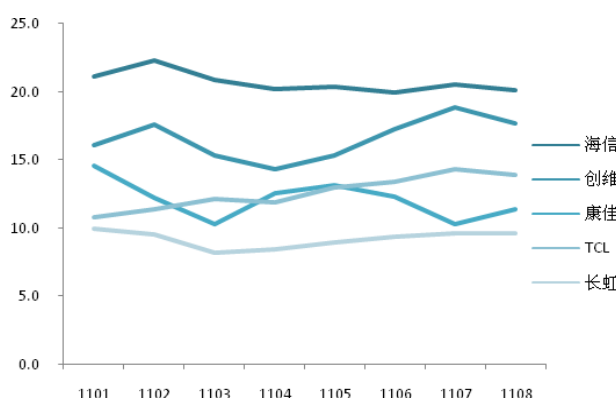
资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

图 3：国内滚筒洗衣机销售金额市场份额分布（%）



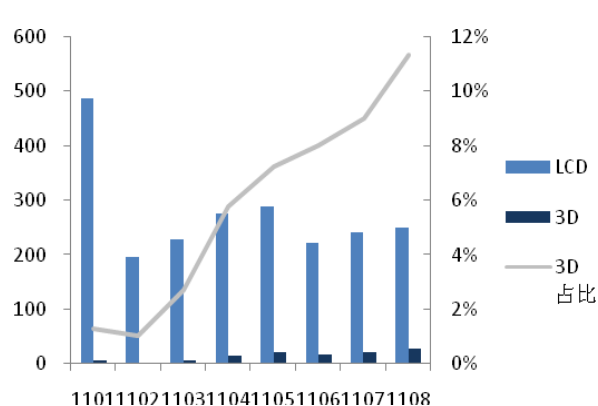
资料来源：中怡康，国信证券经济研究所整理

图 4：国内 LED-LCD 销量市场份额分布（%）



资料来源：奥维资讯，国信证券经济研究所整理

图 5：2011 年国内 3D 电视市场份额变化（%）



资料来源：奥维资讯，国信证券经济研究所整理

我们从与各公司沟通、观察国庆期间各公司的新产品推出情况，大家电当中，比较之下认为格力电器、海信电器在产品差异化开发方面有明显优势，其次美的电器及其控股的小天鹅正在努力增强这方面的能力，以我们对美的一直以来较为执行力这一点的观察来看，相信美的在 2012 年一季度会在改善产品利润率方面卓有成效。

小家电行业中，苏泊尔和老板电器在国庆销售表现较好，均主要是靠市场份额的提升以及部分新产品单品价值的提升，这类公司具有很好的增长稳定性，建议再等待估值下调后买入。

表 12：电视行业上市公司销售收入对比（百万元）

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
四川长虹	6,379	14,832	12,531	11,236	10,832
海信电器	9,021	19,281	16,710	12,172	11,222
创维数码		16,540	16,848	11,319	10,059
TCL 多媒体	8,929	16,517	21,331	20,675	17,118
深康佳		13,289	10,131	9,087	9,614

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 13：电视行业上市公司净利润率对比（%）

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
创维数码		4.82%	5.49%	2.99%	3.28%
海信电器	5.29%	3.93%	2.71%	1.68%	1.37%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本压力缓解有利于行业利润率环比回升

行业利润率提升将在明年一季度明显体现

从前面我们对行业 1-9 月的回顾中可以看到，家电行业今年各子行业均出现销售金额增速明显低于销量增速的表现，主要是来自于材料成本压力，以及部分的人工成本上升、人民币汇率因素等。在全球经济放缓的背景下，上游原材料价格难以维持高位，估算未来还将有进一步的回调。经过三季度对前期采购材料、产成品的消化之后，预计行业利润率在四季度就会有环比提升表现，且在 2012 年一季度得到更为明显的体现。

在成本下降的情况下，最先受益的子行业或公司将是其内外销量受影响程度弱于其他子行业或是同类公司，且具备较好的定价能力。按此思路选择，我们继续看好空调子行业。以及具备较好业绩反弹空间、或是产品定价能力明显超出同行的公司。

按此思路选择公司，我们看好：

格力电器——多次在行业增速表现低迷时体现出其龙头增长魅力，得益于公司独一无二的品牌影响力、新产品开发能力、成本控制能力。针对钕铁硼价格的大幅上涨，公司快速进行了用铁氧体对钕铁硼的成功替代，尤其是 1.5 匹以上空调的替代，是国内外其他同行都不能完成的。而公司在 3 匹以下变频空调的压缩机所用磁体，全部可以实现用铁氧体替代钕铁硼，此举将大幅提升公司的变频空调的产品性价比和竞争力。

美的电器——公司在 2011 年上半年过于追求销售规模的提升，致使部分产品定价偏低，损伤了公司的盈利能力，2011 年一季度公司净利润率 2.33%，为近年来的最低点，随着公司经营策略转变为保盈利为先，明年公司将有明显的

利润率回升，业绩弹性较大。

小天鹅也会有类似美的电器的表现。

出口利润下滑程度有望低于预期

出口将立足于区域调整和产品结构调整

从与多数公司沟通的情况来看，普遍都对四季度以及明年的出口持下降预期，在消费意愿低迷的情况下以低价格来获取销量增长并不划算，也不能给公司带来利润贡献。因此多数公司当前是立足于对出口产品区域的调整、产品结构的调整。

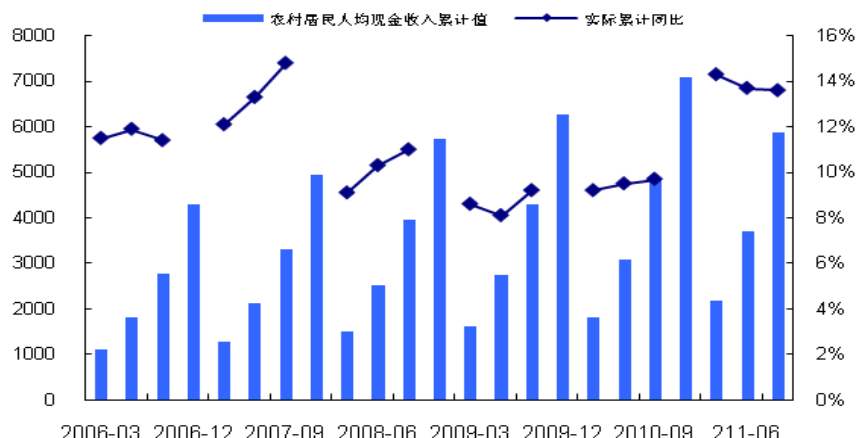
2011 年上半年在出口比率较高的白电子行业，毛利率有非常明显的下滑。在三季度以及四季度就已经出现了公司调高产品价格、减少低毛利率订单的趋向。其他包括照明、小家电也有类似迹象。我们预期四季度出口销量增速会进一步回落，但利润贡献却有望得到提升，或者说不会有进一步恶化的趋势。

出口方面形成新的负面因素则在于出口销量增速出现大幅下降，对此我们将进一步密切跟踪。

农村消费的持续超预期仍是我們看好的长期因素

农村消费持续超预期是推动家电行业成长的重要理由，我们在年度策略报告中的标题《另一部分人富起来的需求推动》，就是指的农村及城镇消费的持续超预期推动。

图 6： 农村居民分季度人均现金收入和增速（元、%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2011 年继续有多个省市上调最低工资标准，劳动力议价能力将逐步提升，这意味着中低收入人群的收入上升，他们的消费能力比过去有更多的收入支撑。而从企业的角度来说，企业提升劳动效率来消化人力成本上升的空间仍然较大，从我们与上市公司沟通得到的信息汇总来看，未来趋向于使用尽量少的人员，让每个制造工人承担更多的工作量的同时获取更高的收入，增加设备的投入来减少人力成本支出。

从奥维的数据统计显示，2011 年冷年，三四级市场空调销售占到国内市场约 25%

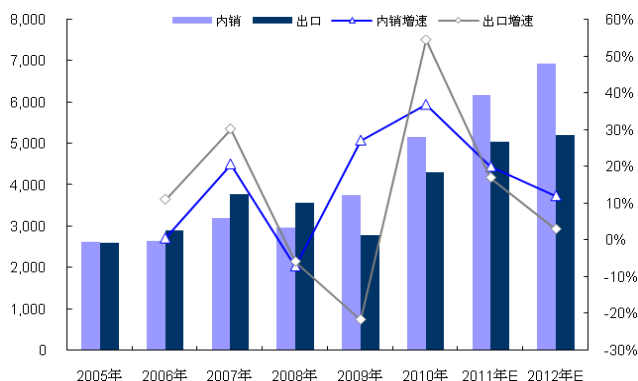
的比率，到 2012 年冷年的国庆期间，这个比率上升到了 30%，在空调这个农村消费比率还不高的产品上，近期销售比率的快速上升也印证了农村在更多家电产品上的保有量上升。

分子行业运行趋势展望

空调：增速下滑在预期之内

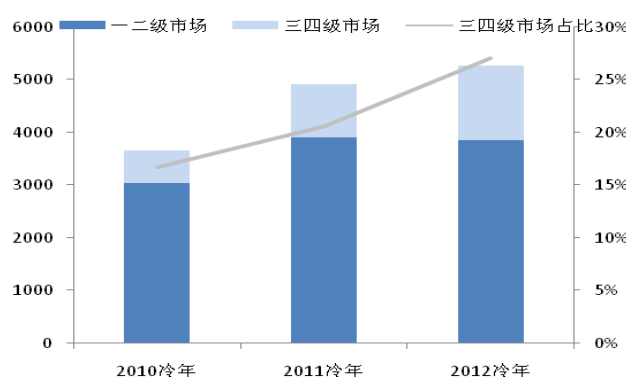
空调行业在经历 2008 和 2009 年的增速回落后，2010 和 2011 年都获得了较好的增长表现。在 2011 年内销量超过 6000 万台的基数下，2012 年增速回落在预期范围内。但其中我们将继续看到三四级市场消费比率的快速上升，2010 年冷年三四级市场销售占到国内总量约 16%，2011 年冷年上升到约 21%，预计 2012 年冷年进一步上升到 27%至 30%。

图 7：2011-2012 年空调内外销量增速预期（万台、%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 8：空调分级市场销售规模比较（万台、%）

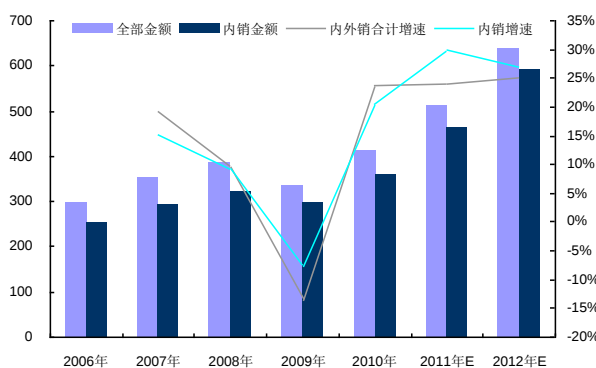


资料来源：奥维咨询、国信证券经济研究所整理

2012 年出口增速存在变数

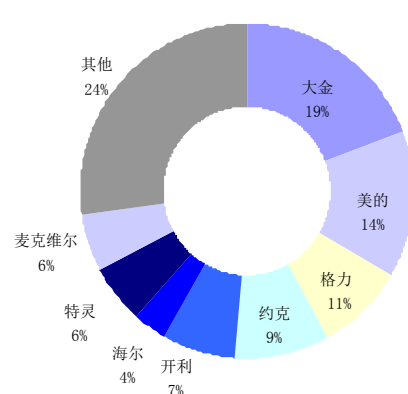
对于空调明年的增速，我们继续按照分别按更新、房屋销售带动、保有量上升来估算内销增速，预期存在变数的主要是出口增速的预期，2009 年当时出口的增速下滑幅度也出现过超出我们的预期。目前估算 2012 年行业合计增速约 8-12%。

图 9：11 年-12 年商用空调销售金额和增速（亿元、%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 10：2011 年 1-8 月国内商用空调市场份额分布（%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

商用空调继续成为增长亮点

2011 年 1-8 月，商用空调行业内外销合计 341 亿元，同比增长 26.7%，其中内销 297 亿元，同比增长 29%。其中格力、美的都获得了很好的增速表现，1-8 月格力销售中央空调约 39 亿元，同比增长 71%，美的销售 47 亿元，同比增长 46%。我们预期行业 2012 年增速达到约 22%，而国内公司更是有望通过市场份额的提升获得 40-50% 的平均增速。我们一直强调这部分业务的快速增长特性将提升相关上市公司估值。

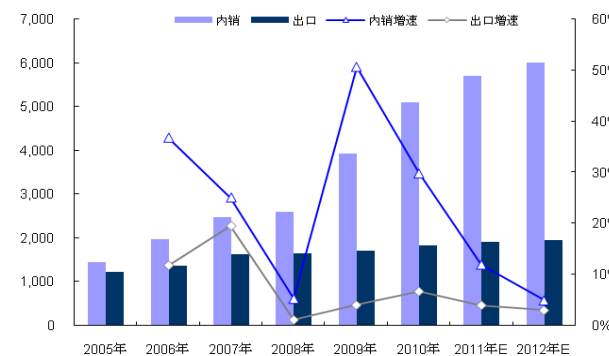
冰箱和洗衣机：重点关注产品结构和市场份额变化

冰箱 2012 年销量增速压力最大，预计行业整体增速约 3-5%，甚至可能出现零增长或负增长表现。因此明年对冰箱类上市公司形成较大的估值压力，包括青岛海尔、美菱电器。

洗衣机继续保持 2012 年的平稳增长，预期 2012 年增速约 8-10%。

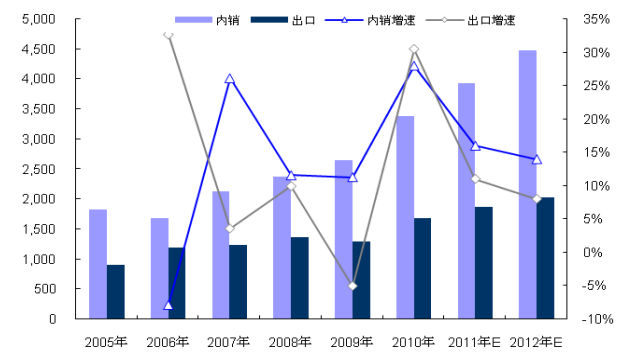
在行业增速低的情况下，我们将重点关注公司产品结构以及市场份额的变化。

图 11：2011-2012 年冰箱内外销量增速预期（万台、%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所

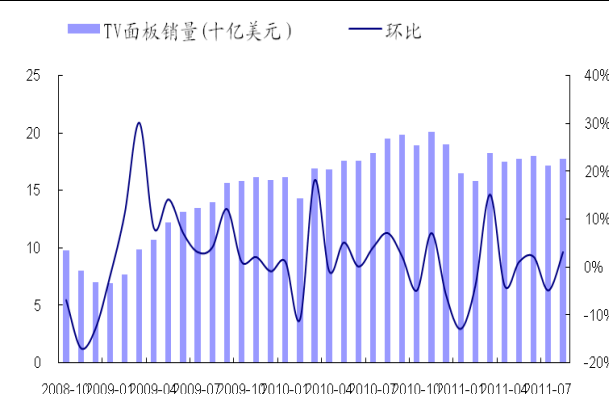
图 12：2011-2012 年洗衣机内外销量增速预期（万台、%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所

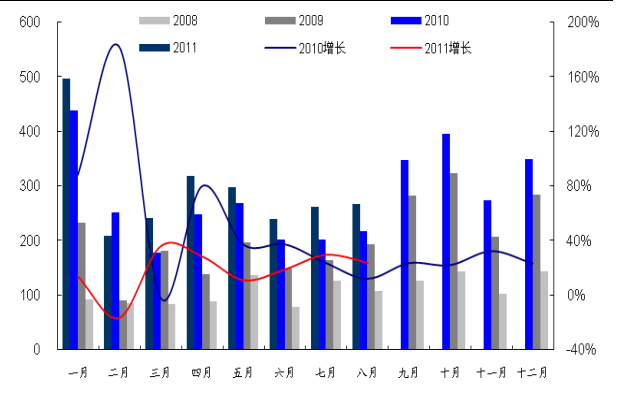
液晶电视：三、四季度增速环比回升

图 13：液晶面板销售额及增速（十亿美元、%）



资料来源：DISPLAYSEARCH、国信证券经济研究所整理

图 14：液晶电视内销量及增速（万台、%）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

液晶电视销售在 9-10 月的零售端销量增速有所回升，但节日期间价格战有所加剧。四季度上游面板价格缺乏上涨动力，行业利润率在 3 和 4 季度有望得到进一步的保持。我们预期 2012 年液晶电视行业增速会好于冰箱行业，农村更换电视的空间仍然存在。

小家电、照明电器、上游配件等其他子行业

小家电类公司中，苏泊尔和老板电器增速预期稳定，是较好的稳健品种，但不容易出现超预期，且苏泊尔未来行业增速下降到 20-25%，建议等待 PE 下降到 20 倍以下后适当买入。照明类的阳光照明，上游配件的公司等普遍估值仍然偏高，短期部分公司受三季度业绩增速较好有反弹空间，但仍需注意估值压力。

2011 年三季度业绩展望

三季度业绩增速超过 50%的包括：海信电器、华帝股份、阳光照明

业绩增速在 30%附近的包括：格力电器、合肥三洋、老板电器、东方电热、常发股份

表 14：家电行业本期重点关注上市公司 2011 年分季度业绩预测

季度业绩增速预期	2010 年分季度每股收益				2011 年季度每股收益				同比增速			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
000651 格力电器	0.23	0.33	0.47	0.49	0.33	0.45	0.62	0.59	46%	36%	33%	20%
600060 海信电器	0.16	0.13	0.24	0.43	0.30	0.29	0.39	0.43	92%	131%	61%	-1%
002035 华帝股份	0.05	0.10	0.09	0.30	0.08	0.17	0.15	0.30	42%	77%	63%	0%
000527 美的电器	0.19	0.34	0.27	0.12	0.21	0.37	0.30	0.20	13%	9%	9%	66%
002032 苏泊尔	0.18	0.13	0.19	0.20	0.25	0.15	0.23	0.26	34%	22%	22%	29%
600690 青岛海尔	0.13	0.27	0.19	0.16	0.20	0.37	0.26	0.22	48%	38%	33%	36%
002508 老板电器	0.09	0.14	0.13	0.16	0.12	0.19	0.17	0.20	32%	31%	32%	27%
600261 阳光照明	0.12	0.14	0.13	0.10	0.13	0.07	0.23	0.14	2%	-49%	79%	43%
600983 合肥三洋	0.15	0.15	0.10	0.16	0.17	0.16	0.14	0.20	12%	8%	35%	22%
000418 小天鹅	0.18	0.21	0.22	0.19	0.21	0.23	0.22	0.23	19%	8%	2%	20%
002050 三花股份	0.24	0.30	0.27	0.25	0.34	0.35	0.33	0.40	39%	18%	23%	59%
002543 万和电气	0.20	0.25	0.23	0.24	0.29	0.31	0.29	0.31	43%	23%	24%	27%
002242 九阳股份	0.11	0.25	0.25	0.16	0.16	0.20	0.23	0.24	47%	-20%	-9%	46%
002290 禾盛新材	0.18	0.21	0.15	0.10	0.14	0.17	0.17	0.18	-17%	-19%	15%	83%
000521 美菱电器	0.17	0.17	0.12	0.04	0.06	0.14	0.13	0.11	-66%	-18%	5%	149%
000921 ST 科龙	0.03	0.21	0.10	0.09	0.08	0.13	0.12	0.09	135%	-37%	17%	5%
600839 四川长虹	0.00	0.01	0.01	0.04	0.02	0.03	0.04	0.05	1734%	417%	213%	6%
000100 TCL 集团	0.01	0.01	0.00	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	245%	154%	637%	16%
300217 东方电热	0.18	0.20	0.25	0.23	0.32	0.33	0.36	0.33	75%	69%	42%	46%
002418 康盛股份	0.07	0.08	0.12	0.06	0.07	0.11	0.14	0.08	2%	38%	18%	37%
002413 常发股份	0.08	0.12	0.11	0.07	0.10	0.17	0.14	0.10	32%	36%	34%	38%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所

重点公司盈利预测和投资评级

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司	公司	收盘价	EPS			P/E			P/B		评级
代码	名称	10.19	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	
000651	格力电器	19.08	1.52	1.97	2.40	12.57	9.7	8.0	4.0	2.85	推荐
600060	海信电器	12.24	0.96	1.40	1.57	12.74	8.8	7.8	1.9	1.54	推荐
002035	华帝股份	11.46	0.54	0.68	0.89	21.07	16.8	12.9	5.4	4.11	
000527	美的电器	14.00	0.92	1.07	1.40	15.15	13.1	10.0	3.8	2.97	推荐
002032	苏泊尔	17.80	0.70	0.89	1.15	25.44	19.9	15.5	4.2	3.45	
600690	青岛海尔	9.68	0.76	1.05	1.24	12.75	9.2	7.8	3.7	2.64	推荐
002508	老板电器	15.39	0.52	0.68	0.87	29.33	22.5	17.7	2.9	2.55	谨慎推荐
600261	阳光照明	17.47	0.48	0.57	0.70	36.03	30.4	25.1	5.9	4.92	谨慎推荐
600983	合肥三洋	9.78	0.57	0.68	0.82	17.25	14.5	11.9	5.0	3.70	谨慎推荐
000418	小天鹅	11.50	0.80	0.89	1.09	14.35	13.0	10.5	2.4	2.01	推荐
002050	三花股份	27.71	1.06	1.40	1.65	26.13	19.9	16.8	3.3	2.82	谨慎推荐
002543	万和电气	22.16	0.93	1.18	1.44	23.84	18.9	15.4	7.7	5.45	谨慎推荐
002242	九阳股份	8.77	0.78	0.83	0.89	11.29	10.6	9.8	2.3	1.89	谨慎推荐
002290	禾盛新材	20.81	0.63	0.61	0.73	32.96	34.0	28.5	3.4	3.11	谨慎推荐
000521	美菱电器	5.87	0.51	0.44	0.50	11.47	13.3	11.7	1.4	1.25	中性
000921	ST 科龙	4.98	0.43	0.42	0.45	11.52	11.8	11.1	12.5	6.07	中性
600839	四川长虹	2.60	0.06	0.13	0.12	41.07	20.7	21.0	1.2	1.15	中性
000100	TCL 集团	2.17	0.05	0.13	0.12	42.52	16.4	18.4	1.8	1.61	中性
300217	东方电热	34.54	0.86	1.34	1.78	40.23	25.9	19.4	11.5	7.97	谨慎推荐
002418	康盛股份	8.81	0.33	0.41	0.48	26.59	21.7	18.3	1.9	1.75	谨慎推荐
002413	常发股份	12.53	0.39	0.51	0.61	32.47	24.5	20.6	2.5	2.31	谨慎推荐

数据来源: wind、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

