

## 家电行业

行业研究/深度报告

谨慎推荐 维持评级

# 行业增长进入调整期 业绩增长支撑估值

——家电行业 2012 年度策略报告

民生精品---深度研究报告/家电行业

2011 年 11 月 15 日

### 报告摘要:

#### ● 家电板块的投资机会从行业转向个股, 维持“谨慎推荐”评级

我们认为家电行业在 2011 年四季度和 2012 年全年的整体表现将受到行业内销增速下滑、外销市场宏观环境不佳的影响, 使得投资机会将从行业转向个股。从当前的估值水平来看, 行业具备较好的安全边际, 维持“谨慎推荐”评级。而具有较好业绩保障的龙头企业则具备当行业增长进入调整阶段后的凸显出的个股机会。

#### ● 看好空调和厨卫电器相对于其它子行业的增长空间

我们测算了商品房销售面积与家电内销量的相关性, 并据此预计了 2011 年四季度和 2012 年各季度的内销增速。在假定商品房 2012 年零增长以及部分保障房拉动效应后, 我们认为空调和厨电 2012 年的内销增速至少将达到 10% 以上。三四级市场保有量不足仍将为空调和厨电行业带来增长空间, 而空调制造企业的海外扩张战略也会为外销高增长提供可能。

#### ● 利润提升和利润率改善是驱动空调企业估值水平的重要因素

我们认为空调企业的绝对估值水平与利润值的相关性最好, 相对估值水平与利润率的相关性最好。在行业竞争格局相对成熟的背景下, 上游配套能力, 产品升级与品牌溢价, 以及中央空调的快速增长, 是能为空调企业贡献更多业绩、进而支撑估值的三个重要方面。

#### ● 推荐格力电器、盾安环境和老板电器

我们的投资组合包括三类公司: 1) 业绩增长明确的空调龙头企业, 代表公司格力电器; 2) 主业增长提供安全边际的同时, 新业务贡献占比逐渐突出, 代表公司盾安环境; 3) 在厨电行业中具有高端品牌定位优势, 代表公司老板电器。

### 盈利预测与财务指标

| 重点公司 | EPS   |       |       | 净利润增长率 % |       |       |
|------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
|      | 2011E | 2012E | 2013E | 2011E    | 2012E | 2013E |
| 格力电器 | 1.89  | 2.30  | 2.72  | 25%      | 22%   | 18%   |
| 盾安环境 | 0.41  | 0.60  | 0.96  | 41%      | 46%   | 60%   |
| 老板电器 | 0.69  | 0.90  | 1.20  | 31%      | 31%   | 33%   |

资料来源: Wind, 民生证券研究所

### 民生证券研究所

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

联系人: 刘静

电话: (8610) 8512 7528

Email: liujing\_yjs@mszq.com

### 一年该行业与沪深 300 走势比较



## 目录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>一、家电板块的投资机会从行业转向个股</b>         | <b>3</b>  |
| (一) 三季度业绩回顾：利润增速低于收入，估值有所打压       | 3         |
| (二) 四季度及 2012 年展望：行业增速可能进入下行周期    | 4         |
| <b>二、看好空调和厨卫电器相对于其它品种的增长空间</b>    | <b>5</b>  |
| (一) 房地产数据对于家电内销增速的启示              | 5         |
| (二) 三四级市场需求是最重要的保障                | 10        |
| (三) 空调出口：地区和季节波动性特征继续表现           | 12        |
| (四) 白电需求增速测算：空调 13%，洗衣机 10%，冰箱 5% | 14        |
| (五) 厨电需求增速测算：内销 13%               | 14        |
| <b>三、空调：寻找支撑估值的利润增长点</b>          | <b>15</b> |
| (一) 利润增长比收入增长更重要                  | 15        |
| (二) 利润驱动因素之一：上游配套能力强化             | 16        |
| (三) 利润驱动因素之二：产品结构升级与品牌溢价保障        | 16        |
| (四) 利润驱动因素之三：中央空调快速增长             | 17        |
| <b>四、家电行业投资策略：业绩明确+新业务贡献</b>      | <b>18</b> |
| (一) 维持行业“谨慎推荐”评级                  | 18        |
| (二) 格力电器：行业进入调整期后业绩增长明确           | 19        |
| (三) 盾安环境：业务转型将于 2012 年得到明显体现      | 20        |
| (四) 老板电器：高毛利高费率的盈利模式可持续           | 21        |

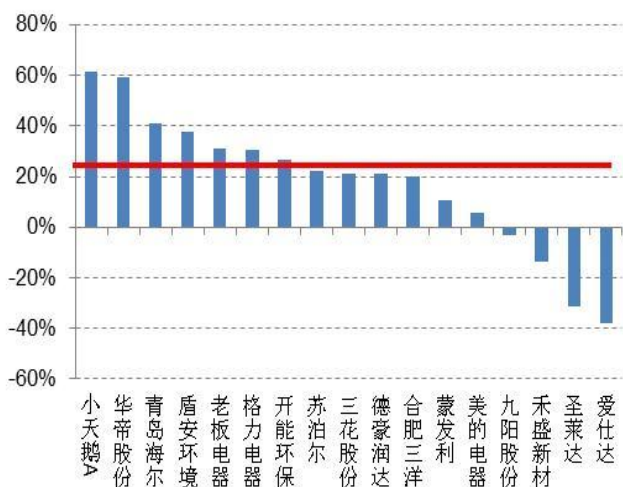
## 一、家电板块的投资机会从行业转向个股

### (一) 三季度业绩回顾：利润增速低于收入，估值有所打压

#### 1、利润增速大致符合预期，但明显低于收入增速

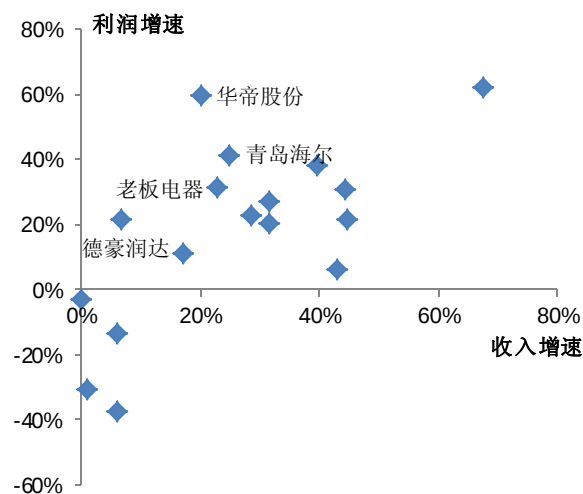
在我们重点关注的上市公司中，剔除 TCL 集团、四川长虹和 ST 厦华这三家处于业绩拐点期的公司，17 家上市公司前三季度收入增速 37%，业绩增速 23%。其中，只有 4 家公司（华帝股份，青岛海尔，老板电器，德豪润达）的利润增速好于收入。

图 1：17 家重点关注公司前三季度业绩增速为 23%



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：只有 4 家公司的利润增速优于收入增速



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 2：17 家上市公司前三季度业绩回顾（按利润增速与收入的增速差排序）

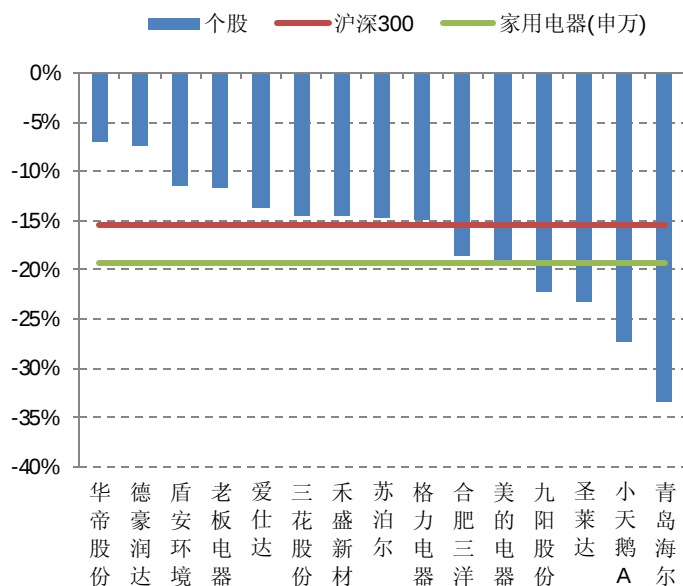
| 股票代码      | 股票名称   | 1-3Q10 利润 | 1-3Q11 利润 | 1-3QYoY | 1-3Q10 收入 | 1-3Q11 收入 | 1-3QYoY |
|-----------|--------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 002035.SZ | 华帝股份   | 54        | 86        | 59%     | 1,183     | 1,424     | 20%     |
| 600690.SH | 青岛海尔   | 1,603     | 2,256     | 41%     | 45,431    | 56,832    | 25%     |
| 002005.SZ | 德豪润达   | 224       | 271       | 21%     | 1,927     | 2,058     | 7%      |
| 002508.SZ | 老板电器   | 94        | 123       | 31%     | 866       | 1,067     | 23%     |
| 002011.SZ | 盾安环境   | 160       | 221       | 38%     | 2,682     | 3,755     | 40%     |
| 002242.SZ | 九阳股份   | 466       | 450       | -3%     | 3,999     | 4,007     | 0%      |
| 300272.SZ | 开能环保   | 21        | 27        | 27%     | 107       | 142       | 32%     |
| 002032.SZ | 苏泊尔    | 288       | 353       | 22%     | 4,132     | 5,321     | 29%     |
| 000418.SZ | 小天鹅 A* | 261       | 422       | 62%     | 5,579     | 9,366     | 68%     |
| 002614.SZ | 蒙发利    | 100       | 111       | 11%     | 1,189     | 1,394     | 17%     |
| 600983.SH | 合肥三洋   | 215       | 257       | 20%     | 2,117     | 2,789     | 32%     |
| 000651.SZ | 格力电器   | 2,890     | 3,773     | 31%     | 44,297    | 64,075    | 45%     |
| 002290.SZ | 禾盛新材   | 80        | 69        | -14%    | 809       | 860       | 6%      |
| 002050.SZ | 三花股份   | 240       | 292       | 21%     | 2,208     | 3,200     | 45%     |
| 002473.SZ | 圣莱达    | 23        | 16        | -31%    | 166       | 168       | 1%      |
| 000527.SZ | 美的电器   | 2,719     | 2,880     | 6%      | 57,160    | 81,878    | 43%     |
| 002403.SZ | 爱仕达    | 52        | 32        | -38%    | 1,483     | 1,574     | 6%      |
| 平均        |        |           |           | 23%     |           |           | 37%     |

资料来源：Wind，民生证券研究所，注\*：小天鹅 A 为合并前数据。

## 2、三季度主要公司的股价表现跑输沪深 300

单看三季度，15 家主要关注上市公司（剔除蒙发利和开能环保两家新上市公司）的股价平均表现为-17%，差于沪深 300 指数同期的-15%，但好于申万家电行业指数的-19%。其中，格力、美的和海尔三家公司的三季度股价表现分别为-15%，-19%和-33%。

图 3：三季度家电股股价表现



资料来源：Wind，民生证券研究所

## （二）四季度及 2012 年展望：行业增速可能进入下行周期

国庆节销售对于四季度情况有较好的预判作用。根据中怡康对 100 个城市共 1,700 个网点的零售端统计，9 月 5 日至 10 月 9 日五周期间，彩电和洗衣机销售较好，而空调和冰箱出现负增长。此外，根据国美电器统计，9 月 23 日至 10 月 9 日三周期间，销量均比同期有所增长。

表 3：一二线城市 9 月 5 日至 10 月 9 日销售增速

|     | 空调    | 冰箱    | 洗衣机 | 彩电    |
|-----|-------|-------|-----|-------|
| 零售量 | -8.8% | -1.1% | 9%  | 13.2% |
| 零售额 | -1.1% | -4.6% | 12% | 3.4%  |

资料来源：中怡康，民生证券研究所

表 4：国美电器 9 月 23 日至 10 月 9 日销售增速（含电子商务）

|       | 空调 | 冰洗    | 彩电  | 小家电 |
|-------|----|-------|-----|-----|
| 销售额增速 | 9% | 11.5% | 16% | 8%  |

资料来源：国美电器公告，民生证券研究所

我们认为，房地产调控政策不放松带来的销售下滑，家电下乡政策逐步退出，出口市场宏观环境不佳，这些负面因素在对行业估值产生压力的同时，也为个股分化提供了机会。

**2012 年意味着行业增速可能进入下行周期，板块的机会将转向个股。**

我们对于 2011 年四季度和 2012 年做出如下趋势性判断。对于白电和厨卫电器的需求预测在后面章节有进一步阐述。

表 5: 家电各品种 2012 年需求增速预测

| 品种   | 2011E | 1-3Q2011A | 4Q2011E | 2012E  | 备注            |
|------|-------|-----------|---------|--------|---------------|
| 空调   | 21%   | 25%       | 8-10%   | 12-15% | 出口增速下降较明显     |
| 洗衣机  | 13%   | 14%       | 10-12%  | 10-12% | 四季度相对旺季       |
| 冰箱   | 16%   | 20%       | 8-10%   | 5-8%   | 12 年内销压力较大    |
| 彩电   | 4-6%  | 0-5%      | 6-8%    | 6-8%   | 出口受影响较大       |
| 厨卫电器 | 5-8%  | 0-5%      | 5-10%   | 10-12% | 增速受地产政策具有较大弹性 |
| 小家电  | 0-5%  | 0-5%      | 0-5%    | 0-5%   | 部分产品预计零增长或负增长 |

资料来源: 民生证券研究所

## 二、看好空调和厨卫电器相对于其它品种的增长空间

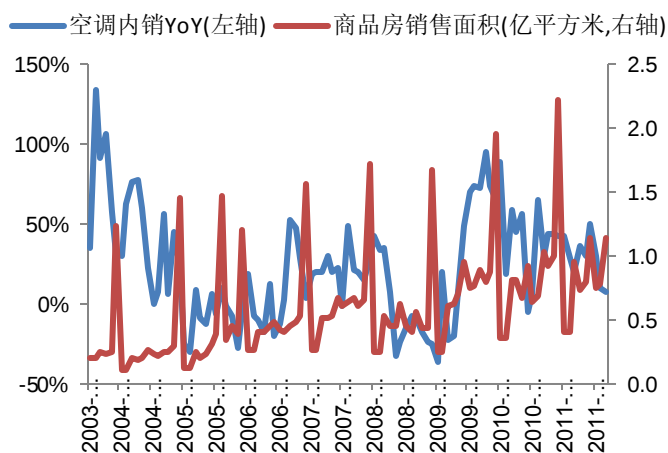
尽管家电行业整体增速可能进入下行周期, 但我们仍然看好空调以及厨卫电器相对于其它子行业的需求空间。

### (一) 房地产数据对于家电内销增速的启示

#### 1、商品房销售面积数据与家电销量的相关性

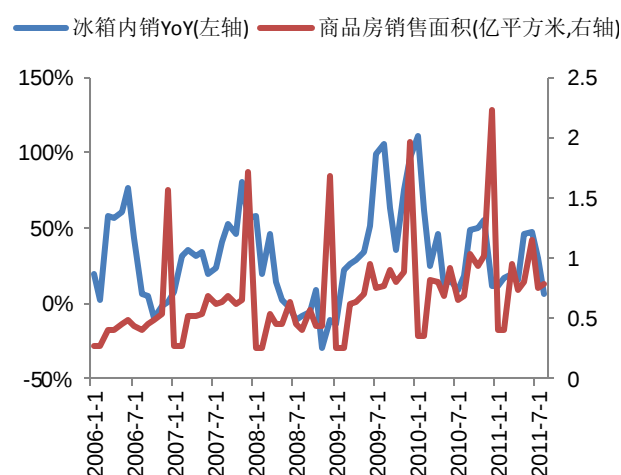
我们根据房地产销售面积以及家电产品内销量的历史数据, 测算了不同时间段家电产品内销增速对应的前期房地产销售面积的相关性。

图 4: 空调内销 vs 房地产销售面积



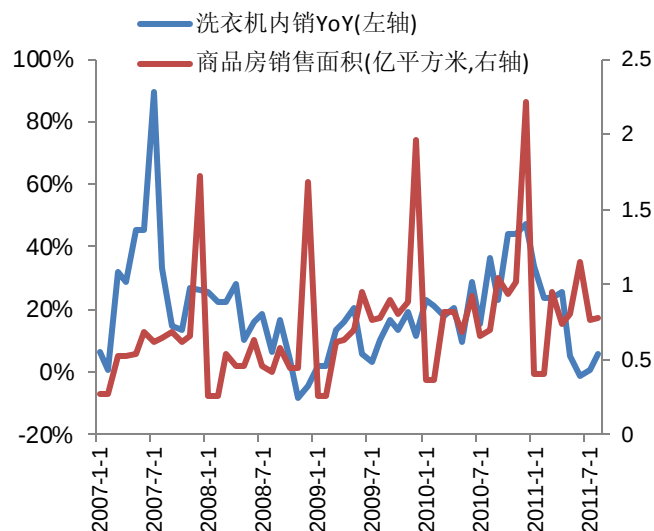
资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 5: 冰箱内销 vs 房地产销售面积



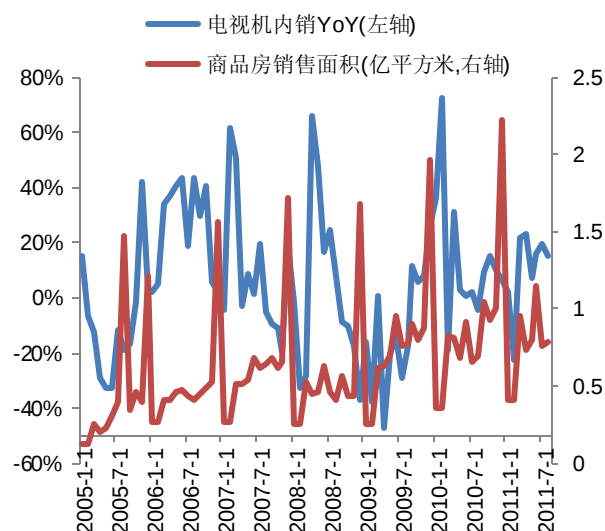
资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 6: 洗衣机内销 vs 房地产销售面积



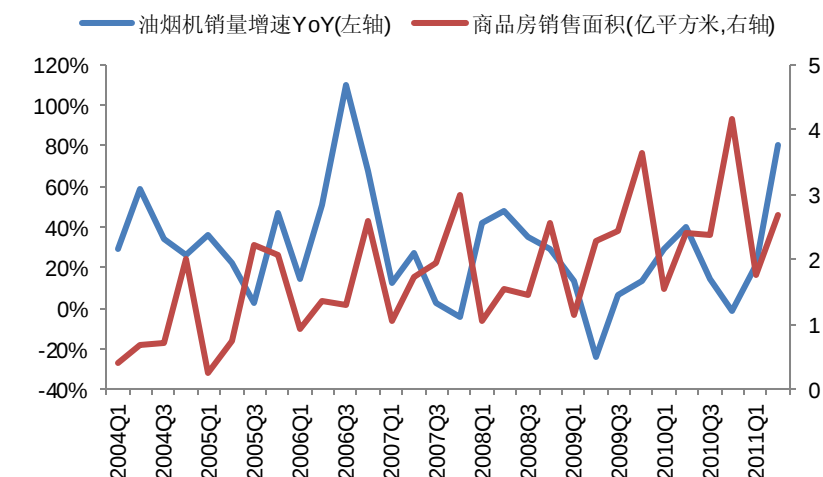
资料来源：产业在线，民生证券研究所

图 7: 彩电内销 vs 房地产销售面积



资料来源：产业在线，民生证券研究所

图 8: 油烟机销售 vs 房地产销售面积



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

我们测算不同滞后期（季度）下，家电各产品与房地产销售面积的相关性。得到各自的相关系数如下：

表 6: 家电子行业内销增速与房地产销售面积的相关性测算

| 滞后期 | 空调   | 冰箱   | 洗衣机  | 彩电    | 油烟机   |
|-----|------|------|------|-------|-------|
| 0Q  | 0.28 | 0.25 | 0.37 | 0.08  | 0.63  |
| 1Q  | 0.29 | 0.35 | 0.34 | 0.08  | -0.16 |
| 2Q  | 0.50 | 0.44 | 0.11 | -0.13 | 0.52  |
| 3Q  | 0.32 | 0.39 | 0.35 | -0.05 | 0.15  |
| 4Q  | 0.24 | 0.14 | 0.30 | 0.05  | 0.64  |
| 5Q  | 0.28 | 0.25 | 0.37 | 0.08  | -0.28 |

资料来源：国家统计局，产业在线，民生证券研究所

根据这一测算结果，我们可以看到：

房地产销售面积与油烟机代表的厨卫电器的相关系数最高，其次为空调。这意味着，**房地产对于厨卫电器和空调的销售带动作用最强**。对于冰箱和洗衣机销售也有一定带动作用，而对于彩电销售几乎无带动作用。

具体对应时点上：

房地产销售面积与当季度和四个季度后油烟机销量的相关系数高达 0.63 和 0.64，即：**对于当期和四个季度后的油烟机内销带动效应最强；**

房地产销售面积与三个季度后空调内销量的相关系数为达 0.50，即：**对两个季度后的空调内销带动效应最强；**

尽管这是一种理论上的统计回归计算，但我们认为，这一结论至少符合消费者对于厨卫电器和空调的购买习惯，具有一定的参考性。即：尽管 2011 年的房地产销售面积增速已经下滑，但对于 2012 年空调和厨卫电器销售仍具有可观效应。

我们根据上表统计出与房地产销售面积对应的各家电产品销售的最优期间。

**表 7：家电子行业与房地产销售面积的相关性测算**

|     | 空调 | 冰箱 | 洗衣机 | 彩电    | 油烟机   |
|-----|----|----|-----|-------|-------|
| 滞后期 | 2Q | 2Q | 0Q  | 0Q-1Q | 1Q/4Q |

资料来源：民生证券研究所

## 2、空调内销数据测算：房地产调控的影响程度小

由于空调反映的最优销售期间为商品房销售后的两个季度，我们根据 2010-2011 年各季度的房地产销售面积数据，用回归系数测算出 2011 年前三个季度空调内销量中，商品房拉动（城市需求）和自然增长（含农村需求）的各自数量。

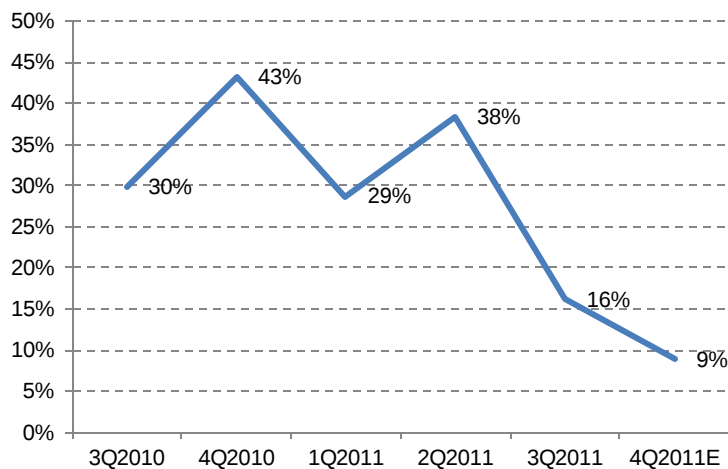
同时，我们假设 2011 年度第四季度的空调内销自然增长增速为 10%（含农村需求），得到的空调内销量为 1,388 万台，同比增速为 9%。

**表 8：2011 年空调内销季度数据测算**

| 对应空调销售  | 空调内销  | 商品房拉动 | 自然增长  |
|---------|-------|-------|-------|
| 4Q2010  | 1,275 | 620   | 656   |
| 1Q2011  | 1,322 | 614   | 708   |
| 2Q2011  | 2,041 | 922   | 1,119 |
| 3Q2011  | 1,603 | 507   | 1,096 |
| 4Q2011E | 1,388 | 666   | 721   |
| 1Q2012E | 1,409 | 666   | 743   |

资料来源：产业在线，民生证券研究所

图 9：2011 年四季度的城市需求增速有所下滑（不含保障房拉动）



资料来源：产业在线，民生证券研究所

我们假设 2012 年度各季度的空调内销自然增长增速为 5%（含农村需求），并测算出 2012 年各季度的空调内销量。

表 9：商品房销售对于空调内销的拉动作用测算

| 两个季度前的房地<br>产销售面积增速 | -20% | -10% | -5% | 0%  | 5%  |
|---------------------|------|------|-----|-----|-----|
| 2Q2012              | 778  | 850  | 886 | 922 | 958 |
| 3Q2012              | 446  | 477  | 492 | 507 | 522 |
| 4Q2012              | 574  | 620  | 643 | 666 | 689 |

资料来源：民生证券研究所

我们的测算结果表明，即使在最极端情况下（商品房销售面积在 2011 年四季度到 2012 年二季度期间，季度同比连续保持 20% 的下降），也只将使得空调内销总量下降 1%。而若在相同时间段，商品房销售面积的季度同比连续保持 5% 的增长，对应的空调 2012 年内销量将增长 5%。

我们认为这一测算最重要的意义在于揭示：房地产调控（特别是在销售面积显著下滑时）对空调内销的影响程度很小。

表 10：2012 年空调的城市需求的季度增速测算

| 两个季度前的房地<br>产销售面积增速 | -20% | -10% | -5% | 0% | 5% |
|---------------------|------|------|-----|----|----|
| 2Q2012              | -4%  | -1%  | 1%  | 3% | 5% |
| 3Q2012              | 0%   | 2%   | 2%  | 3% | 4% |
| 4Q2012              | -4%  | -1%  | 1%  | 3% | 4% |
| 2012                | -1%  | 1%   | 3%  | 4% | 5% |

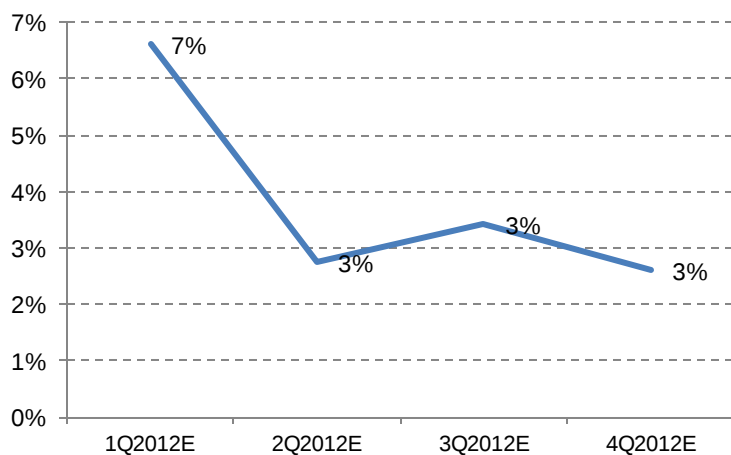
资料来源：民生证券研究所

综合我们选择房地产销量各季度保持零增长的情形，不考虑保障房带动效应，得到 2012 年空调内销数据如下，预期全年城市需求的增速约 4%。

**表 11: 2012 年空调数据分析**

| 对应空调销售  | 空调内销  | 商品房拉动 | 自然增长  |
|---------|-------|-------|-------|
| 1Q2012E | 1,409 | 666   | 743   |
| 2Q2012E | 2,097 | 922   | 1,174 |
| 3Q2012E | 1,658 | 507   | 1,151 |
| 4Q2012E | 1,424 | 666   | 757   |

资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

**图 10: 2012 年各季度空调城市需求增速 (不含保障房拉动)**


资料来源: 民生证券研究所

### 3、叠加保障房建设对空调销量的带动效应: 2012 年增速预计 11%

“十二五”期间计划新建保障性住房 3,600 万套, 其中截至 2011 年 10 月已经开工 1,000 万套, 2012 年计划再开工 1,000 万套。

我们对 2012 年四个季度的完工套数进行假设, 假设 2012 年保障房完工套数为 500 万套, 并假设平均每套保障房对应 1 台空调的购买。

**表 12: 家电子行业与房地产销售面积的相关性测算**

|          | 4Q2011 | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 完工套数 (万) | 50     | 100    | 100    | 150    | 150    |

资料来源: 民生证券研究所

继承前面的敏感性分析测算, 叠加保障房带动效应后, 在商品房销售最极端情况下 (商品房销售面积在 2011 年四季度到 2012 年二季度期间, 季度同比连续保持 20% 的下降), 仍将使得空调内销总量增长 6%。而若在相同时间段, 商品房销售面积的季度同比连续保持 5% 的增长, 对应的空调 2012 年内销量中的城市需求将增长 12%。

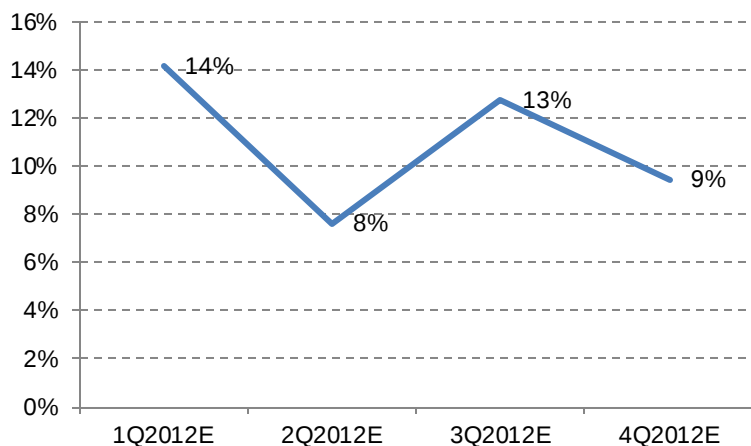
**表 13: 2012 年空调的城市需求年度增速测算**

| 两个季度前的房地产销售面积增速 | -20%  | -10%  | -5%   | 0%    | 5%    |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2012 YoY        | 6,790 | 6,939 | 7,013 | 7,088 | 7,162 |
|                 | 6%    | 8%    | 10%   | 11%   | 12%   |

资料来源: 民生证券研究所

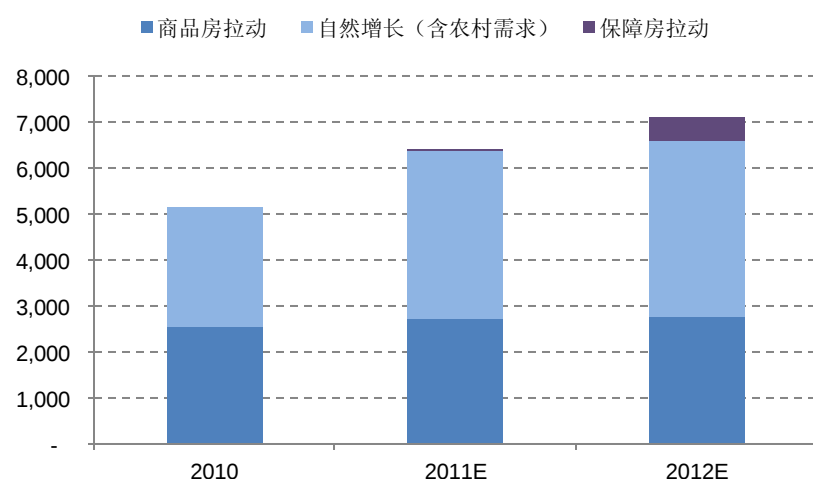
综合我们选择房地产销量各季度保持零增长的情形，在商品房销售零增长的假设下，叠加保障房带动效应后，空调内销增速从 4% 提高至 11%。

图 11：2012 年各季度空调的城市需求增速（含保障房拉动）



资料来源：民生证券研究所

图 12：2012 年空调内销增速为 11%



资料来源：产业在线，民生证券研究所

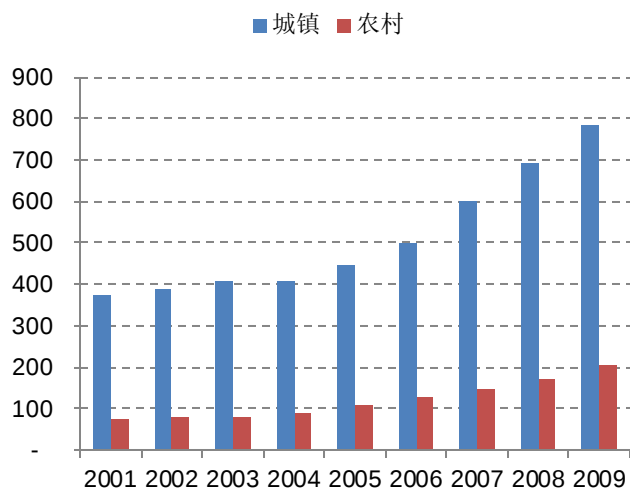
## （二）三四级市场需求是最重要的保障

### 1、较低的农村市场保有量和较高的家电支出增速提供增长潜力

空调和厨卫电器是农村市场保有量最低的产品。我们认为，空调整能惠民政策取消和 2012 年家电下乡政策逐步退出对于后续的农村市场需求有一定影响，但从经销商反馈来看，农村居民对于空调和厨卫电器的购置仍有较好意愿。

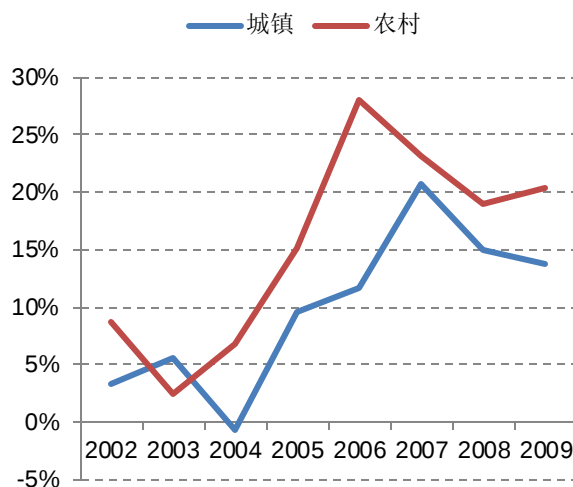
尽管农村家庭在家庭设备用品及服务支出金额不到城市家庭水平的四分之一，但近几年来在该项支出的增速却高于城市家庭。

图 13: 农村的家庭设备用品及服务支出为城市家庭四分之一



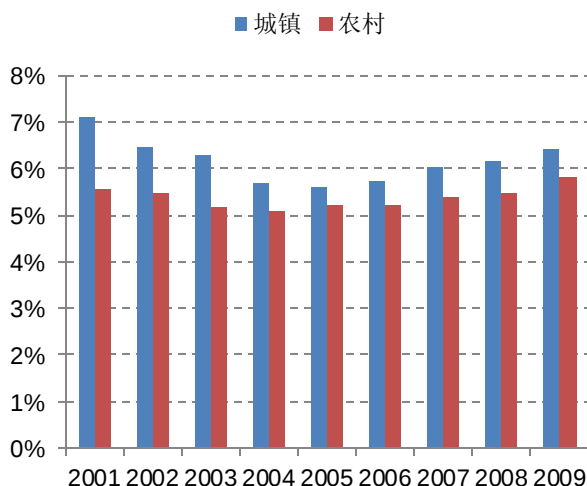
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 14: 农村的家庭设备用品及服务支出增速更高



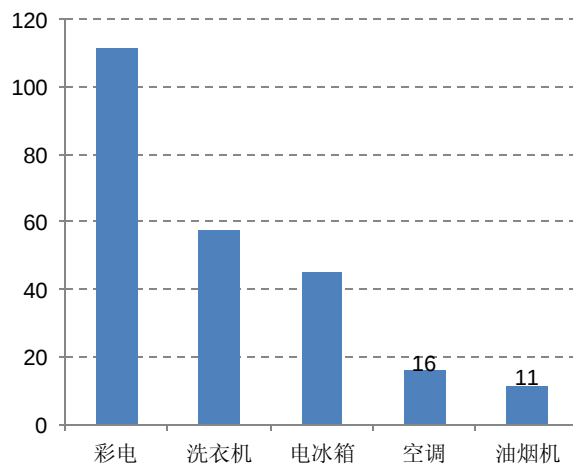
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 15: 农村家庭的设备用品及服务支出占比不到 6%



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 16: 我国农村百户家庭拥有空调和油烟机不足 16 台

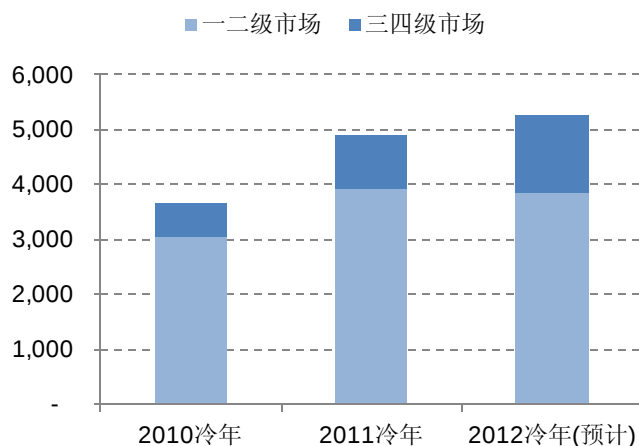


资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

## 2、空调三四级市场销售占比提升明显

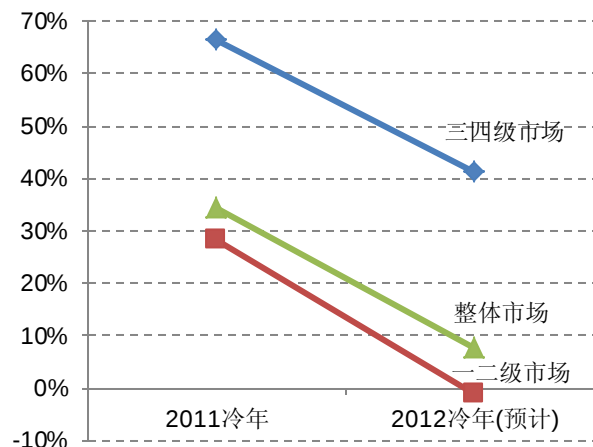
根据奥维咨询统计, 2010 年冷年空调在三四级市场的销售占比约 16%, 2011 年冷年这一比例已快速上升至 21%。我们认为在空调内销增速回落的预期下, 结合前期厂商和经销商调研, 三四级市场消费占比的继续提高仍是大概率事件。我们预计, 2012 年冷年的三四级市场的销售占比将上升至 25%以上。

图 17: 预计 2012 冷冻年度三四级市场销售占比超过 25%



资料来源: 奥维咨询, 民生证券研究所

图 18: 预计 2012 冷冻年度三四级市场销售增速为 41%



资料来源: 奥维咨询, 民生证券研究所

### 3、厨卫电器渠道下沉

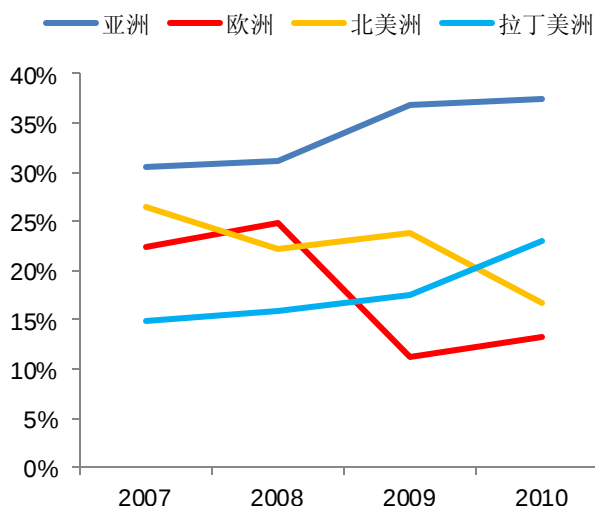
相对于白电和黑电, 厨卫电器品牌商的渠道建设仍处于大力拓展阶段, 对于 KA 的销售依赖也相对较高。我们认为, 未来几年厨卫电器品牌商在渠道下沉建设上具有的更大动力, 降低对 KA 的依赖, 为厨卫电器三四级市场收入占比提高提供了有利支撑。

## (三) 空调出口: 地区和季节波动性特征继续表现

### 1、欧洲和北美两地的波动性最大

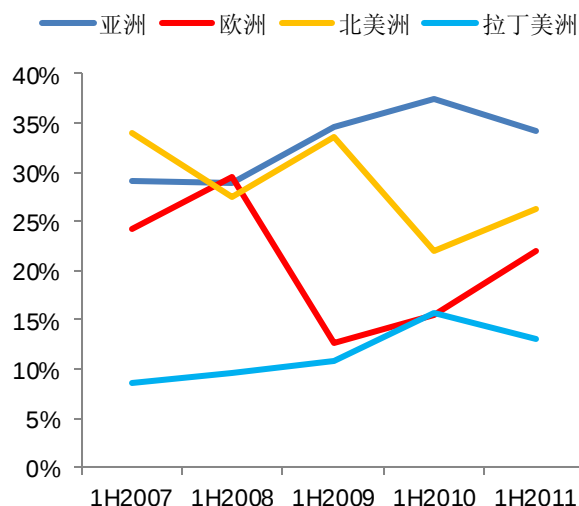
从往年空调的出口数据来看, 欧美两地的出口市场的波动性明显大于亚洲和拉丁美洲。

图 19: 欧洲和北美的出口占比波动性较大



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

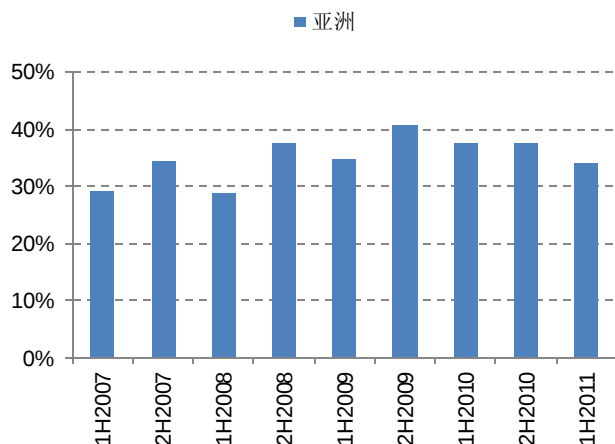
图 20: 这一波动在上半年体现的尤为明显



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

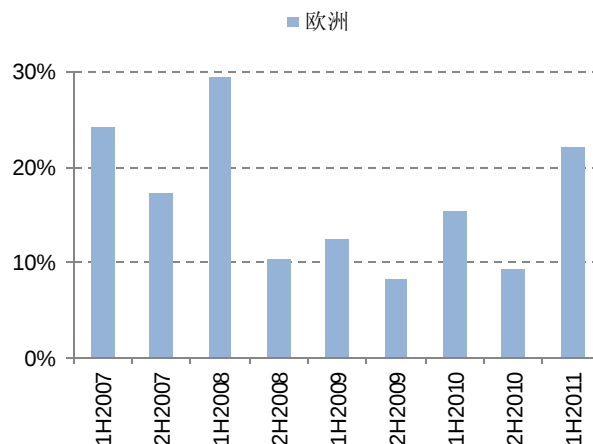
此外, 具体观察各地区, 我们认为, 欧洲市场的特点是上下半年以及各年之间都存在较大波动, 而拉丁美洲和北美在上下半年呈现互补。

图 21: 亚洲市场上下半年比较均衡



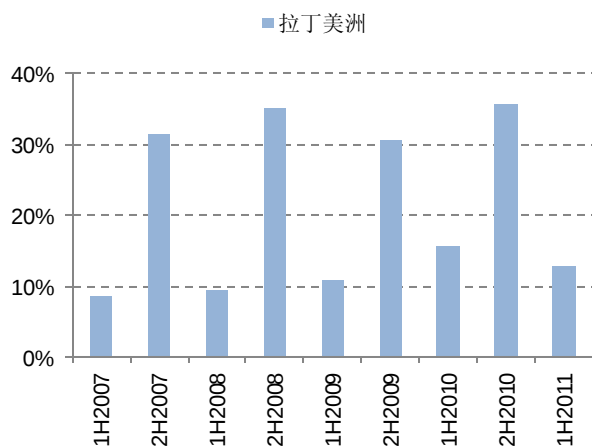
资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 22: 欧洲市场上下半年以及各年之间都不够稳定



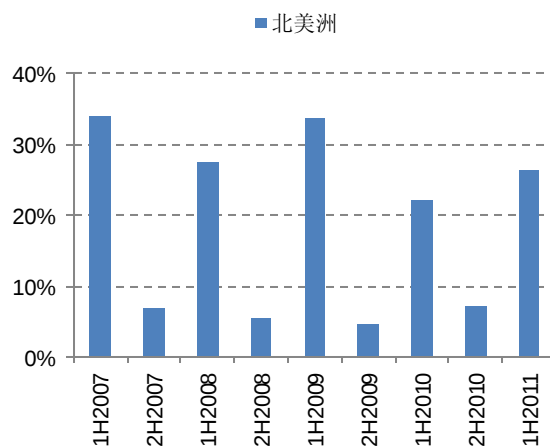
资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 23: 拉丁美洲下半年为旺季



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 24: 北美上半年为旺季



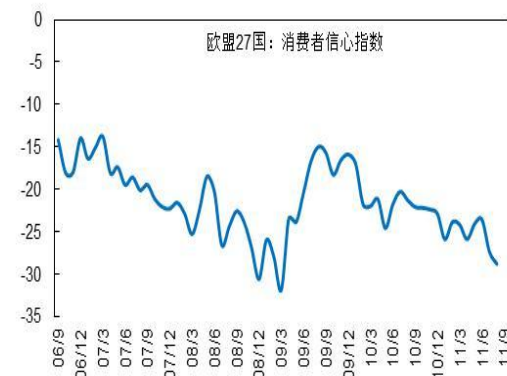
资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 25: 美国消费者信心指数下滑



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

图 26: 欧洲消费者信心指数下滑



资料来源: 产业在线, 民生证券研究所

我们对出口的增长大致预期如下：

2012 年：空调：15%；洗衣机：10%；冰箱：6%；

2012 年：空调：15%；洗衣机：10%；冰箱：5%。

#### （四）白电需求增速测算：空调 13%，洗衣机 10%，冰箱 5%

表 14：空调需求测算

| 年份    | 总销量    | 国内销量  | 出口销量  | 销售增长       | 内销增长 | 出口增长 |
|-------|--------|-------|-------|------------|------|------|
| 2008  | 6,548  | 2,985 | 3,564 | -6%        | -21% | 11%  |
| 2009  | 6,586  | 3,767 | 2,819 | 1%         | 26%  | -21% |
| 2010  | 9,496  | 5,157 | 4,339 | 44%        | 37%  | 54%  |
| 2011E | 11,488 | 6,498 | 4,990 | <u>21%</u> | 26%  | 15%  |
| 2012E | 12,930 | 7,192 | 5,738 | <u>13%</u> | 11%  | 15%  |

资料来源：产业在线，民生证券研究所

表 15：洗衣机需求测算

| 年份    | 总销量   | 国内销量  | 出口销量  | 销售增长       | 内销增长 | 出口增长 |
|-------|-------|-------|-------|------------|------|------|
| 2008  | 3,748 | 2,384 | 1,366 | 11%        | 12%  | 10%  |
| 2009  | 3,946 | 2,646 | 1,300 | 5%         | 11%  | -5%  |
| 2010  | 5,082 | 3,390 | 1,692 | 29%        | 28%  | 30%  |
| 2011E | 5,726 | 3,864 | 1,862 | <u>13%</u> | 14%  | 10%  |
| 2012E | 6,298 | 4,251 | 2,048 | <u>10%</u> | 10%  | 10%  |

资料来源：产业在线，民生证券研究所

表 16：冰箱需求测算

| 年份    | 总销量   | 国内销量  | 出口销量  | 销售增长       | 内销增长 | 出口增长 |
|-------|-------|-------|-------|------------|------|------|
| 2008  | 4,260 | 2,608 | 1,653 | 4%         | 5%   | 1%   |
| 2009  | 5,649 | 3,930 | 1,719 | 27%        | 48%  | -6%  |
| 2010  | 6,927 | 5,097 | 1,830 | 23%        | 30%  | 7%   |
| 2011E | 8,056 | 6,116 | 1,940 | <u>16%</u> | 20%  | 6%   |
| 2012E | 8,459 | 6,422 | 2,037 | <u>5%</u>  | 5%   | 5%   |

资料来源：产业在线，民生证券研究所

#### （五）厨电需求增速测算：内销 13%

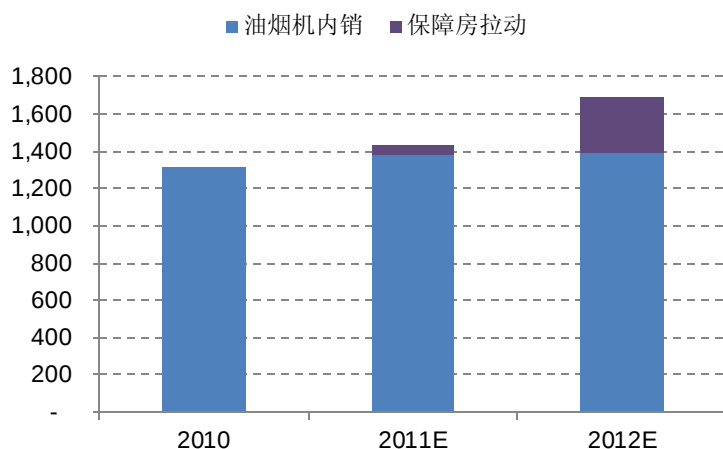
同样，我们在研究了油烟机内销量与商品房销售面积的相关性后，也对商品房销售拉动的油烟机销售量进行测算，发现测算数据与油烟机实际内销量的拟合度很好，甚至不能反映出农村市场需求（除了 2011 年二季度）。

我们做出如下假定：

- 1) 包含农村市场需求的自然增长的油烟机内销增速为 15%；
- 2) 2012 年商品房各季度销售零增长；
- 3) 保障房对于厨电需求的带动效果不如对于空调的带动效果；

据此简单测算出 2012 年的内销增速为 13%。

图 27：2012 年油烟机内销增速为 13%



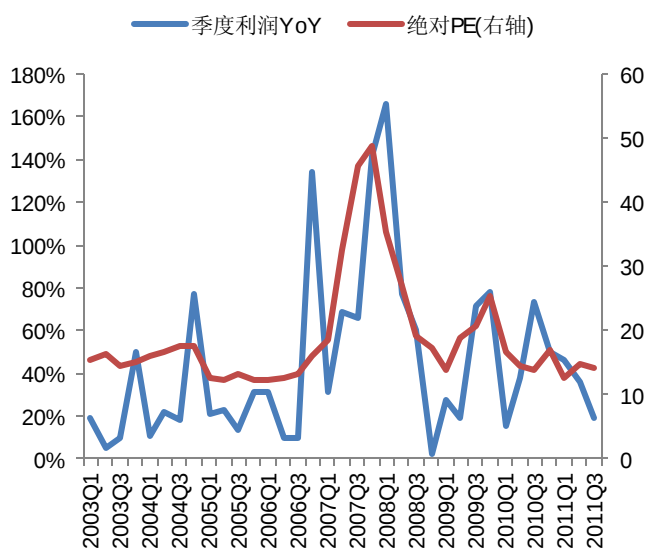
资料来源：产业在线，民生证券研究所

### 三、空调：寻找支撑估值的利润增长点

#### （一）利润增长比收入增长更重要

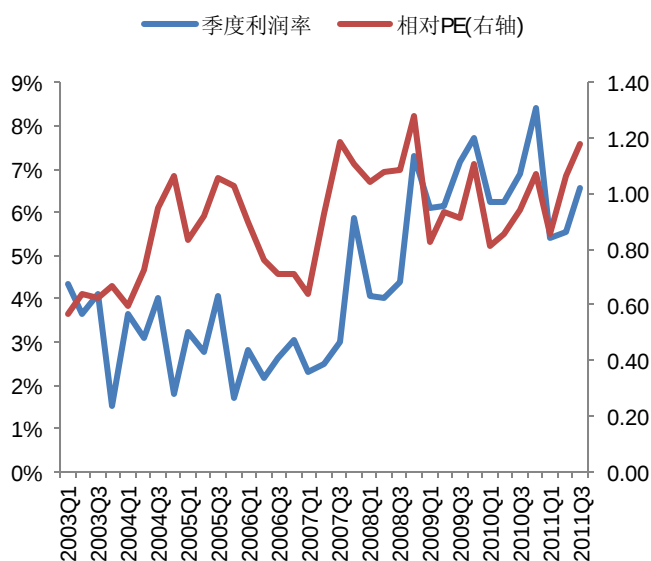
我们以格力公司为例，在考察历史估值与不同对应期的公司收入、利润、利润率等指标的关联后，我们认为，空调企业的绝对估值水平与利润值的相关性最好，相对估值水平与利润率的相关性最好。

图 28：绝对估值 vs 利润绝对值



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 29：相对估值 vs 利润率



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 17: 绝对估值与利润绝对值的相关系数

| 绝对PE | 季度收入YoY | 季度利润YoY | 季度利润率 |
|------|---------|---------|-------|
| 0    | 0.00    | 0.65    | 0.05  |
| 1Q   | -0.09   | 0.68    | 0.11  |
| 2Q   | -0.24   | 0.51    | 0.15  |

资料来源: Wind, 民生证券研究所

表 18: 相对估值与利润率的相关系数

| 相对PE | 季度收入YoY | 季度利润YoY | 季度利润率 |
|------|---------|---------|-------|
| 0    | -0.26   | 0.31    | 0.39  |
| 1Q   | -0.36   | 0.26    | 0.36  |
| 2Q   | -0.36   | 0.16    | 0.31  |

资料来源: Wind, 民生证券研究所

根据上面的相关性分析结果显示,认为利润的绝对增长和利润率的改善更有助于支撑估值水平。而收入的增长对于估值水平没有帮助。简而言之,利润有比收入更好的增长是最重要的。

## (二) 利润驱动因素之一: 上游配套能力强化

我们认为,上游配套能力的提高是空调龙头企业的核心竞争力之一。在空调龙头企业对下游渠道布局较具规模的情况下,来自上游配套能力的强化对于季度贡献的边际效应可能大于来自下游渠道的拓展。

格力目前其压缩机和电机的自供比例已经达到 40%左右的水平。美的于 2011 年 9 月份,在常州钟楼区进行 10 亿元的项目投资,投资万完成后将成为国内最大的商用空调电机生产基地,将达到 2,000 万微电机年产能。

表 18: 格力电器上游配套一览

|       | 上游领域 | 成本占比   |
|-------|------|--------|
| 凌达压缩机 | 压缩机  | 20-25% |
| 凯邦电机  | 电机   | 8-10%  |
| 格力电工  | 漆包线  | -      |
| 格力新元  | 电容   | -      |

资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

表 19: 美的电器上游配套一览

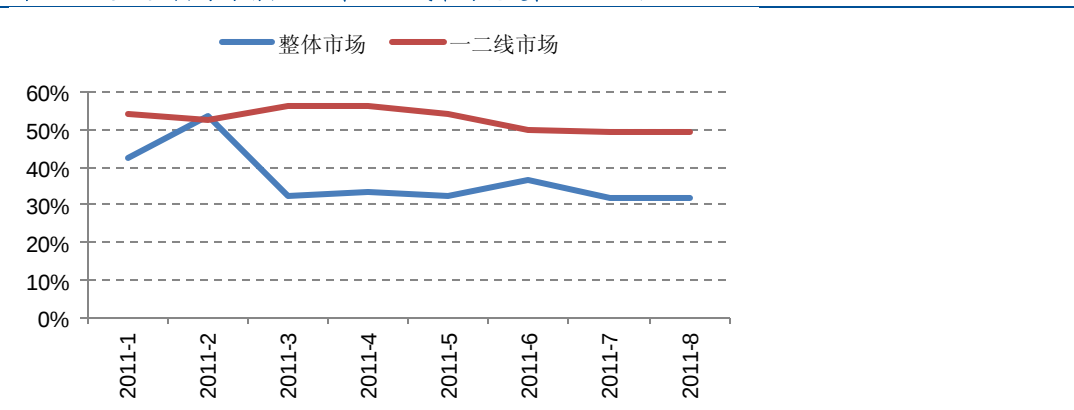
|       | 上游领域 | 成本占比   |
|-------|------|--------|
| 美芝压缩机 | 压缩机  | 20-25% |
| 威灵电机  | 电机   | 8-10%  |
|       |      |        |
|       |      |        |

资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

## (三) 利润驱动因素之二: 产品结构升级与品牌溢价保障

2011 年前 8 个月,变频空调占比在整体市场稳定在 30%以上,在一二线市场稳定在 50%左右。

图 30: 变频空调的内销占比已在一二线市场稳定在 50%左右

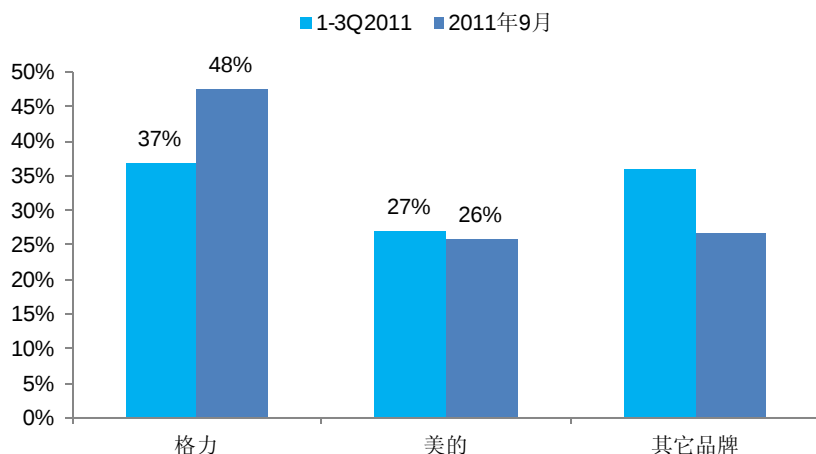


资料来源：中怡康、产业在线、民生证券研究所

新冷冻年度开端的出货量表达了企业对于未来一年的销售愿景。第三季度的市场份额集中度的再次提高验证了龙头企业对于希望通过新型产品来拉动利润增长的态度。

我们认为，产品结构升级和长期积累的品牌价值能帮助企业顺利实现对终端价位的把控，消费者对于相应产品的购买在价格上具有很低的敏感性，需求不会因为价格而受到抑制，进而保障了企业的盈利能力。

图 31：格力和美的的内销市场份额合计超过 60%

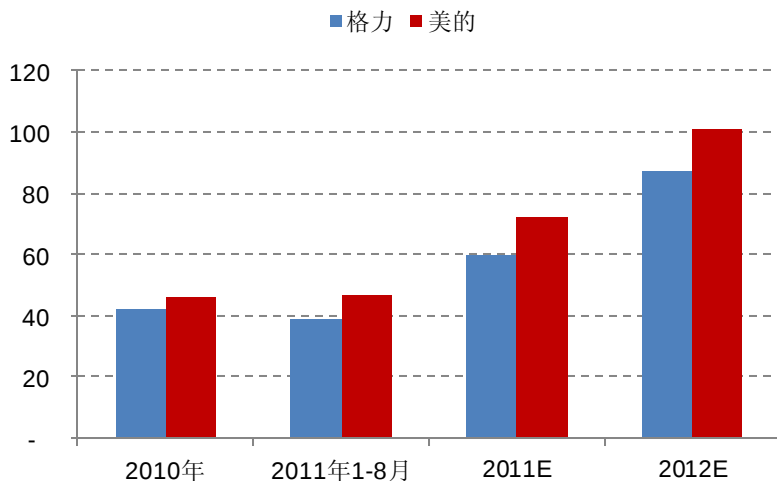


资料来源：中怡康、民生证券研究所

#### （四）利润驱动因素之三：中央空调快速增长

2011 年上半年，中央空调内销量增速 32%，外销量增速 12%，总体增速 29%。此外，2011 年 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%。尽管中央空调收入占比只占两家公司各自的 10% 不到，但基于对我国中央空调整体市场规模在未来 5 年的大幅增长，中央空调的增速将明显优于家用空调，较高的毛利水平也将为企业贡献更多利润。

图 32：我们预计 2012 年格力和美的的中央空调收入增速为 45% 和 40%



资料来源：中怡康、民生证券研究所

总体来说，我们认为，空调企业在上游配套能力上的强化、在产品结构和品牌实力的提升、以及中央空调日渐提高的贡献，将对于估值水平具有重要意义。

## 四、家电行业投资策略：业绩明确+新业务贡献

### （一）维持行业“谨慎推荐”评级

我们维持对行业的谨慎推荐评级，针对行业需求增速放缓、成本压力有所缓和渠道竞争差异，结合目前的估值水平，我们的投资组合包括三类公司：1）在行业调整期内仍然具有较好业绩增长的龙头企业格力电器；2）业务发展转型在 2011 年初步体现并在 2012 年实现突破的新业务带动的盾安环境；3）在仍为较粗放发展阶段的厨卫电器行业，具备中高端发展定位和优势的老板电器。

我们 2012 年的投资组合为：格力电器、盾安环境和老板电器。在 2011 年的基础上维持对三只股票的“强烈推荐”评级。

## （二）格力电器：行业进入调整期后业绩增长明确

### 1、行业增速进入调整期，但仍未见天花板

我们认为空调行业在前三季度实现较好增长，使得 2012 年在较高基数下的增速必然有所放缓，在内外需受家电下乡政策退出和海外宏观环境不佳的情况下，我们仍为 2012 年行业进入增长调整期，但仍未见到增长天花板。这阶段下格力与美的所形成的双寡头格局只可能更加稳固，市场集中度提升是大概率事件。我们认为，在格力电器全年收入预期超过 850 亿的基础上，2012 年全年的收入增长将好于行业平均和竞争对手，预计内销增速 15%，外销增速 25%，整体收入增速达 23%，收入可望突破 1,000 亿。

### 2、盈利能力有保障

在收入维持较高增长的基础上，我们对公司盈利能力的维持也表达乐观，原因在于：1）定频空调节能惠民补贴取消后，公司在变频技术上实力的凸显得到验证，特别是针对 1.5 匹以上空调，公司快速进行了用铁氧体对钕铁硼的成功替代，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，使得公司在变频空调的成本优势和产品定价具有主动权，终将成为变频空调市场份额扩大的最大受益者；此外，上游配套能力的加强以及原材料成本压力缓解，使得 2012 年的成本增速有望小于收入增速；2）在公司的海外扩张战略下，外销收入占比将逐步提高。由于外销产品定价以汇率和主要原材料价格确定，对外销业务的毛利和净利水平的确定提供保障；3）目前内销构成中专卖店收入占比为 60%，KA 渠道仅占 10%。公司通过调节销售费用水平较好实现了与经销商利益的平衡，经销商对于公司的忠诚度在新冷冻年度的积极打款上得到充分体现，我们预期未来公司对三四级市场加强渗透力将带来正向边际效应。

### 3、四季度业绩值得期待

公司 2011 年前三季度实现营业收入 640 亿元，同比增长 45%；实现归属母公司净利润 9.3 亿元，同比增长 31%。利润增速低于收入增速的主要原因在于上半年成本位于高位。公司三季度末的预收账款和存货水平同比增长超过 80%，反应了经销商与公司对于 2011 年四季度以及 2012 年全年空调内销的较好信心。我们预期公司四季度的净利率水平将回升至接近 8%，使得全年净利率水平将达到 6.4%左右。

### 4、盈利预测与估值

结合最新的行业销售数据，我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.89 元、2.30 元与 2.72 元（增发前），对应当前股价 PE 为 10、8 与 7 倍。维持“强烈推荐”评级和合理估值为 27 元。公开发行业务将是未来股价催化剂。

风险提示：出口扩张受阻。

### （三）盾安环境：业务转型将于 2012 年得到明显体现

#### 1、2011 年公司在再生能源业务上表现突出

公司自 2010 年开始进行从劳动密集型制造商向资本和技术密集型运营商的角色转型。2011 年的再生能源业务可谓表现突出。其中，已经公告的污水源订单在 2011 年的实施面积约为 500 万平方米，对应全年收入至少 2.5 亿。该业务在公司 2011 年的收入和利润占比分别为 6%和 15%，扣除少数股东权益的净利润水平达到 18%，显著高于制冷配件主业。此外，公司在 2011 年三季度开始着手加强对工业余热订单的探索，预期 2012 年该类有订单也将具备一定规模。保守预计该业务在公司 2012 年的收入和利润占比分别为 7%和 25%，扣除少数股东权益的净利润水平达到 21%。

#### 2、前期布局将在 2012 年得到爆发式的体现

公司通过在天津建立滨海临港节能示范平台，将有助于在北方省市获取更多的项目合同。我们对公司在前期资源储备方面获得的先发竞争优势表示认同。我们预计 2012 年的再生能源实施面积至少达 1,000 万平方米（前期已经公告的污水源订单对应实施面积 760 万平方米），实现在 2011 年基础上的翻番。此外，我们也认可，随着公司在此业务上经验逐步积累，公司在现金收入确认、政府补贴获取等方面具备较好的管理能力。

#### 3、特种空调和再生能源业务提供更好的盈利和估值

公司在制冷配件和特种空调领域也有序发展。我们认为公司的制冷配件业务将实现好于行业平均的稳定增长，而轨道交通空调和通信集采空调在 2012 年的收入增速将继续保持较快增长。而再生能源的盈利模式方面，污水源热泵项目平均毛利水平不低于 40%；采用利润分成模式的工业余热项目不仅热源质量更好，项目毛利水平预期也将比污水源热泵项目更佳。我们认为，特种空调和再生能源业务的更好盈利能力为公司提供更好的估值水平。

#### 3、多晶硅业务预期不会拖累公司业绩

公司是多晶硅项目获批的最后一家公司，公司一期设计产能 3,000 吨/年，并于 9 月份正式投产。电价优势和氯化炉的较好运行效率，使得 2012 年的成本优势将达 30 美元/公斤。尽管当前对于多晶硅市场价格悲观预期仍然存在，但我们判断，2012 年多晶硅业务预期不会拖累公司业绩。

#### 4、盈利预测与估值

我们于 2011 年 8 月将公司上调至“强烈推荐”评级，并上调目标价至 20 元。非公开发行顺利完成为公司的成长前景提供更好保障。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.60 元与 0.96 元，对应当前股价 PE 为 31、21 与 13 倍。

风险提示：竞争对手的跟进和赶超；费用扩张超预期；以及公司在业务板块上对生产组织及供应链等资源的整合能力和对项目推进的执行能力将成为公司实现目标的关键。

## （四）老板电器：高毛利高费率的盈利模式可持续

### 1、相对独立的厨电高端市场巩固盈利模式

我们看好公司作为厨电高端品牌享有相对独立的厨电高端市场。尽管商品房销售面积与油烟机等厨电产品的销售直接相关，但我们认为，老板品牌具备的较好产品定位和认知度，使得公司将在2012年继续享有较好的增长。我们预计2012年的收入增速将超过30%。

公司2011年三季度毛利率为53%，达到今年以来最好水平，全年毛利水平在成本压力缓和情况下将保持在50%以上。我们预计，2012年公司在高端市场竞争格局中的扎实基础将使得其高毛利、高费用率的盈利模式得到巩固，预计毛利水平将位于48-50%左右的水平。

### 2、按计划开拓专卖店，降低KA渠道占比

我们估算，2011年KA总体数量的增长和公司KA进店率的（由75%提高到80%）提升使得公司来自KA的收入贡献增长至少有7-8%。但公司对增加专卖店数量计划更为重视，2011年计划增加300家，KA渠道收入占比从之前50%已下降到45%，并计划到2013年将KA渠道收入占比从45%再降低至40%。

### 3、继续开拓精装修市场

房地产调控的影响，尽管公司与各大地产商的合作关系稳定，但部分地产商订单有所推迟，根据前期调研情况我们判断，2011年仍有望在去年5,000万元的基础上实现翻番。我们预计，2012年的精装修房地产市场将有好转迹象，公司在此业务的收入增速也相对乐观。

### 4、盈利预测与估值

我们看好公司在高端市场上的竞争实力。维持“强烈推荐”评级和合理估值20元。预计2011~2013年EPS分别为0.69元、0.90元与1.21元，对应当前股价PE为24、20与16倍。

风险提示：房地产调控严于预期。

## 分析师与行业专家简介

**王莺**，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

**刘静**，中国人民大学会计学硕士，2011年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guomingyjs@mszq.com      |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 18610531518 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 李珊珊 | 北京   | 010-85127506  | 18616891195 | lishanshan@mszq.com      |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 王溪  | 上海   | 021-68885793  | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com       |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com        |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

## 民生证券研究所:

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

**上海:** 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                          |
|----------------------------------------------|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上         |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上         |
| 行业评级标准                                       |      |                             |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上          |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上          |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。