

行业景气向下 优选个股

研究结论：

- **家电行业景气周期往下 增速维持低位：**家电行业在经历了过去两年的高速增长后，2011 年各品类增速均有所回落。11 年前三季度，冰箱、洗衣机、空调、LCD 销量同比增速分别为 16%，13%，21%，10%。我们认为，过去两年行业的高增长主要得益于四重因素的叠加：1) 2000 年以来城镇家庭大规模购置的存量家电的更新需求（以旧换新政策拉动）；2) 农村新增需求（家电下乡政策拉动）；3) 09 年房地产旺销拉动的家电新增需求；4) 各品类产品自身的技术升级。随着各刺激政策的逐步退出，房地产销售下滑，我们认为 2012 年行业难以延续过去几年的高成长，行业增速向下的拐点其实在 2011 年 2 季度已经显现。我们对 2012 年家电行业的总体判断为：低速增长，前低后高。
- **相较 08 年，本次下行周期持续时间可能更久：**家电行业上一个景气下行周期从 08 年下半年开始，持续到 09 年上半年，并随着需求刺激政策的推出戛然而止，持续期仅一年左右。而本次景气下行我们认为与上一轮行业调整虽有部分相似之处：（1）景气周期带动制造商产能快速扩张；（2）海外需求不景气；（3）房地产销售低迷。但在原材料价格走势，行业刺激政策、需求弹性等方面存在更多不确定性，我们预计此次行业调整期持续的时间可能比上次更久。
- **上看消费升级 下看农村市场：**虽然行业处于调整期，但我们相信仍然会有一定机会。首先，一二级市场产品升级仍然有很大空间：a. 居民收入和生活水平的提高推动对产品差异化、个性化、功能化的诉求；b. 行业技术发展推动产品升级；c. 在销量增速放慢的背景下，家电企业有推动产品升级从而提升盈利能力的内在诉求。目前来看，变频空调、滚筒洗衣机等高端产品的技术壁垒相对较高，真正掌握核心技术的国内厂家只有寥寥数家。我们认为产品升级，技术竞争的结果会使得市场份额向龙头企业进一步倾斜。其次，三四级市场仍有空间：虽然下乡政策逐步退出，但 a. 农村居民的家电消费习惯正在逐步形成；b. 收入增长也能支持主要品类的进一步普及；c. 近年来家电制造企业及经销商的渠道下沉工作也都将对农村需求起到持续拉动作用。而三四线市场 KA 渠道的缺失，为已经在三四线市场具备渠道优势的龙头企业整合市场份额提供了战略机遇。。
- **投资策略和建议：**我们认为 2012 年行业需求低速增长，具有技术和品牌优势、下层渠道优势的龙头企业具备更强的抗周期能力和较强的行业整合能力，能够受益于一二级市场的消费升级以及三四级市场的需求增长。我们建议投资者关注处于估值底部且稳定增长的家电龙头企业（格力、海尔、美的、海信）同时关注小家电企业的超预期增长带来投资机会。结合历史情况，在原材料价格下跌情况下，我们建议关注弹性最大的美菱电器（未评级）以及龙头企业收益最大的格力电器。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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

行业评级 看好 中性 看淡（下调）
国家/地区 中国/A 股
行业 家电
报告发布日期 2012 年 1 月 6 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
美的电器	1.00	1.22	1.54	12.08	买入
格力电器	1.52	1.95	2.20	17.50	买入
青岛海尔	1.52	0.98	1.18	8.78	买入
小天鹅 A	0.80	0.97	1.12	8.25	买入
海信电器	0.96	1.40	1.58	11.84	增持
老板电器	0.84	0.72	0.95	15.82	增持
三花股份	1.19	1.34	1.70	24.48	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

目录

1 行业步入景气向下周期	5
1.1 需求向下拐点已现	5
1.2 与上个景气下行周期的比较	6
2. 行业投资逻辑.....	9
2.1 上看消费升级 下看农村市场	9
2.2 原材料价格是影响企业盈利的重要变量	11
2.3 空调子行业增长最为稳健.....	13
2.4 估值情况.....	17
3 投资策略：优选个股.....	20
3.1 格力电器.....	20
3.2 青岛海尔.....	20
3.3 美的电器.....	20
3.4 海信电器.....	21
3.5 老板电器.....	21
3.6 三花股份.....	22

图表目录

图表 家电行业增长因素.....	5
图表 家电行业主要品类 11 年 1-10 月销量增速.....	5
图表 家电周期理论曲线.....	6
图表 家电行业历年扩产情况	7
图表 近年冰洗空主要产能扩张事件不完全统计.....	7
图表 商品住宅累计销售面积同比增速 (%)	8
图表 钢板价格走势.....	9
图表 铜铝价格走势.....	9
图表 空调销售结构.....	10
图表 冰箱分产品销售量结构	10
图表 洗衣机分产品销售额结构.....	10
图表 彩电分产品内销量结构.....	10
图表 过去几年家电企业个数显著上升	11
图表 行业集中度仍有提升空间.....	11
图表 原材料价格与公司毛利率（格力、美的）	12
图表 原材料价格与公司毛利率（小天鹅、合肥三洋）	12
图表 原材料价格与公司毛利率（海尔、美菱）	12
图表 原材料价格与公司毛利率（苏泊尔、华帝）	12
图表 原材料价格与公司毛利率（三花、海立股份）	12
图表 原材料价格与公司净利率（三花、海立股份）	12
图表 空调总销量及增速（万台）	13
图表 空调内销及增速（万台）	13
图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）	13
图表 2010 年空调需求占比	13
图表 各产品家电下乡/内销占比.....	14
图表 山东、河南、四川下乡/内销占比（2010 年）	14
图表 洗衣机总销量及增速（万台）	14
图表 洗衣机内销及增速（万台）	14
图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户）	15
图表 2010 年洗衣机需求占比	15
图表 冰箱总销量及增速（万台）	15
图表 冰箱内销及增速（万台）	15
图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户）	16
图表 2010 年冰箱需求占比	16

图表 LCD 总销量及增速（万台）	16
图表 LCD 内销及增速（万台）	16
图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户）	17
图表 液晶电视面板价格.....	17
图表 家电行业销量预测（单位：万台）	17
图表 家电行业销售增速预测（单位：%）	17
图表 家电行业历史 PE（申万一级行业分类）	18
图表 格力电器历史 PE（TTM）	18
图表 美的电器历史 PE（TTM）	18
图表 青岛海尔历史 PE（TTM）	18
图表 海信电器历史 PE（TTM）	18
图表 家电行业走势.....	19
图表 格力电器走势.....	19
图表 美的电器走势.....	19
图表 青岛海尔走势.....	19
图表 海信电器走势.....	19

1 行业步入景气向下周期

我们认为家电行业在经历了 09, 10 年的高增长之后, 随着支持过去 2 年高增长的各项因素的逐渐褪去 (家电下乡刺激农村新增需求、房地产旺销带动城镇新增需求, 以旧换新刺激更新需求), 11 年下半年开始行业步入景气向下的周期。我们对 2012 年家电行业的总体判断为: 景气向下, 低速增长。

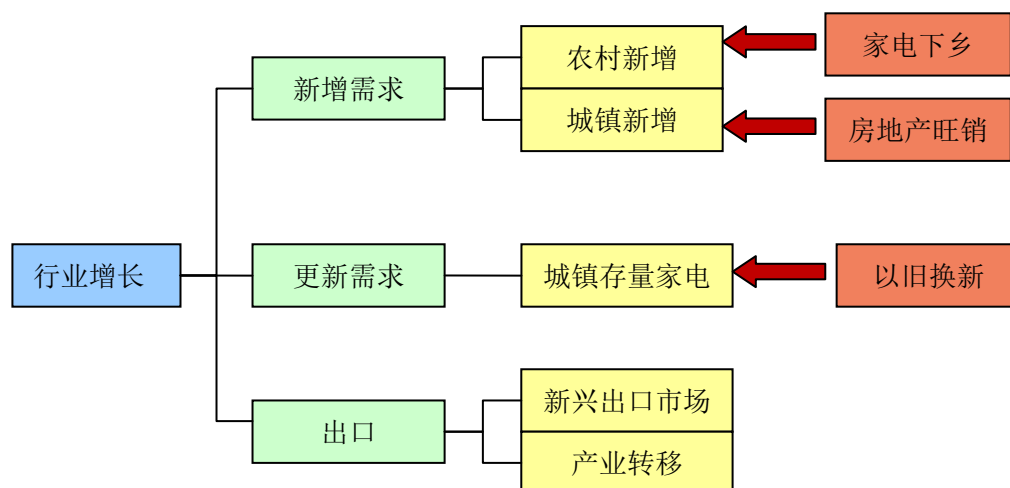
1.1 需求向下拐点已现

家电行业在经历了过去两年的高增长后, 2011 年家各品类增速均有所回落。11 年 1-10 月, 冰箱、洗衣机、空调、LCD 销量同比增速分别为 14%, 12%, 21%, 10%, 增速较 2010 年大幅回落。

我们认为 09, 10 年行业高增长主要来自于四重因素的叠加: 1) 2000 年初城镇家庭大规模购置的存量家电的更新需求 (以旧换新政策拉动); 2) 农村新增需求 (家电下乡政策拉动); 3) 09 年房地产旺销拉动的家电新增需求; 4) 各产品品类自身的技术升级。

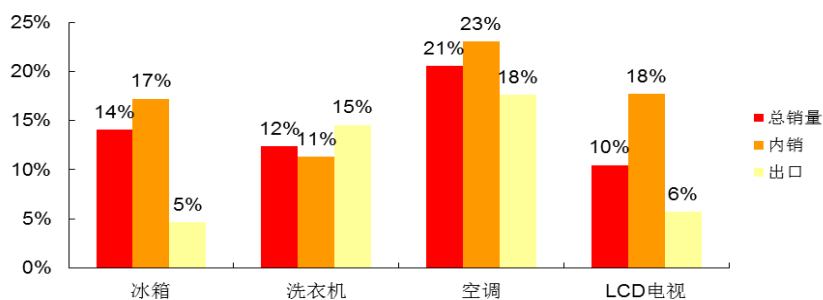
随着各刺激政策的逐步退出, 房地产销售下滑, 我们预计 2012 年家电行业难以延续过去的高增长, 家电行业将步入景气下行周期, 销售增速将维持在较低的水平。

图表 家电行业增长因素



资料来源: 东方证券研究所

图表 家电行业主要品类 11 年 1-10 月销量增速



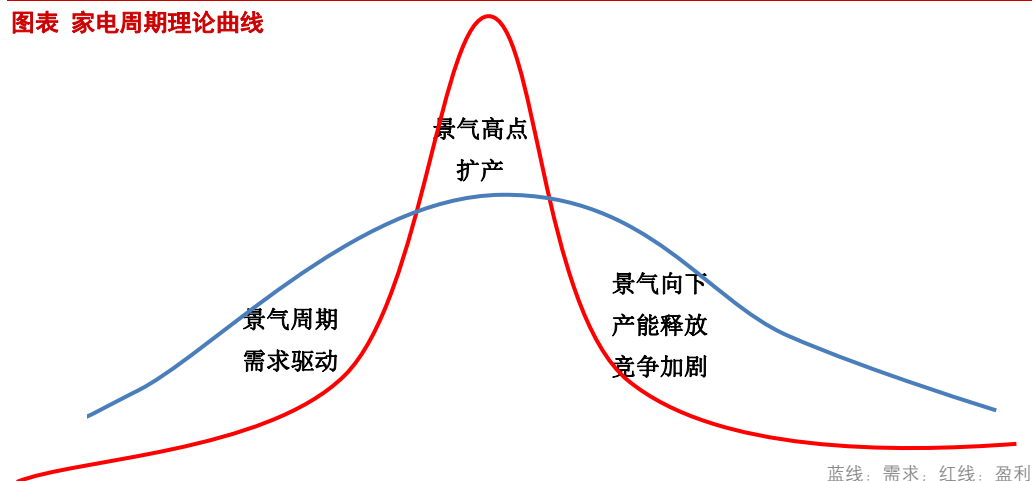
资料来源: 产业在线、东方证券研究所

1.2 与上个景气下行周期的比较

历史上来看，如果撇除原材料价格因素的影响，行业的周期波动受供需两方面共同影响。行业景气周期由需求驱动，需求向好，供给偏紧，企业盈利增速高于需求增速；当行业步入景气向下周期时，需求向下，加上景气高点投建产能的逐步释放，企业为了抢占市场份额，竞争加剧，盈利下滑。

我们认为目前行业正处在景气向下周期，产能释放，需求向下，并且和上个景气下行周期不同的是，各项政策逐步退出，因此我们认为此次下行周期持续时间可能会更久。

图表 家电周期理论曲线

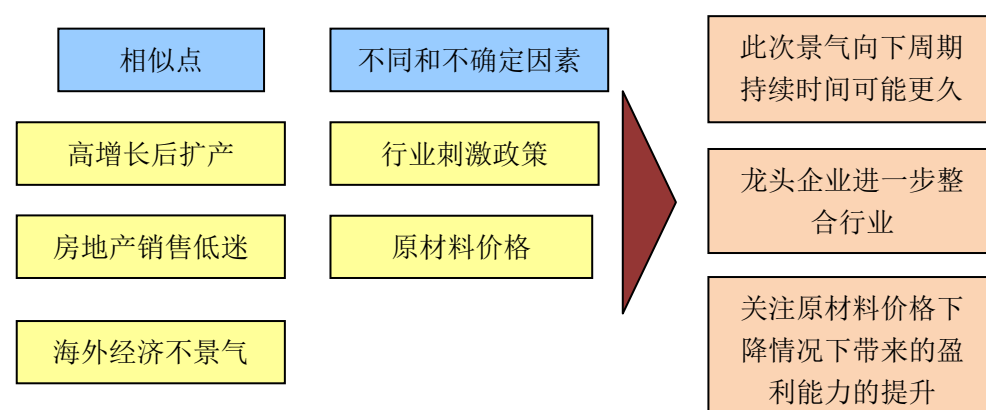


资料来源：东方证券研究所

家电行业上一个景气下行周期从 08 年下半年开始，持续到 09 年上半年，并随着需求刺激政策的推出戛然而止，持续期仅一年左右。而本次景气下行我们认为与上一轮行业调整虽有部分相似之处：

(1) 景气周期带动制造商产能快速扩张；(2) 海外需求不景气；(3) 房地产销售低迷。但在原材料价格走势，行业刺激政策、需求弹性等方面存在更多不确定性，我们预计此次行业调整期持续的时间可能比上次更久。

图表 行业周期比较



资料来源：东方证券研究所

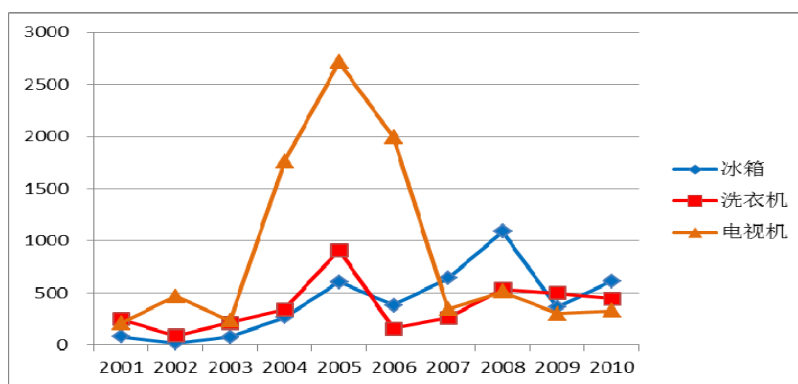
1.2.1 相似点

1) 高增长后各制造商扩产

在上个景气向下周期，由于行业经历了 06、07 年需求的较快增长之后，08 年各制造商扩产达到小高峰。而此次，行业经历了 09 年下半年开始 1 年多的高增长后，各个厂家快速扩张产能。据不完全统计，空调品类 2011-2013 年预计新达产能为 2900 万台左右，冰箱品类为 2700 万台左右，洗衣机为 2000 万台左右，占 2010 年行业销量比在 30%-40%之间。

我们认为未来 2 年为行业新建产能的释放期，加上需求增速放缓，制造企业有比以往更强的动力去销售产品来维持自身的市场份额，因此行业的竞争程度可能会加剧。

图表 家电行业历年扩产情况



资料来源：EDB、东方证券研究所

图表 近年冰洗空主要产能扩张事件不完全统计

		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600万套/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
		2011	新增洗衣机600万台产能	美的荆州工业园	2012-2014
	美的	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

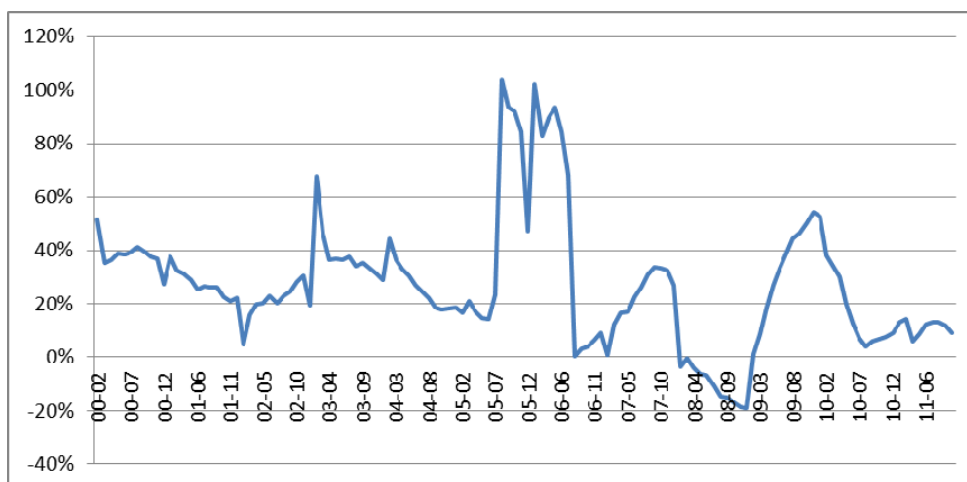
资料来源：公司公告、媒体报道，东方证券研究所

2) 房地产销售低迷

从历史上来看，房地产销售和家电的新增需求存在较高的相关性。从 08 年初开始，房地产销售低迷，商品住宅销售面积同比负增长，一直延续到 09 年二季度才有所好转。由于家电消费滞后房地产销售半年左右，恰好影响了家电行业的一个景气下行周期（08 年下半年至 09 年上半年）。

此次下行周期中，10 年下半年开始，房地产调控导致新房销售增速下滑，对家电销售产生了负面的影响。我们认为 2012 年若房地产调控政策持续，新房销售下滑，则会对家电的新增需求产生负面影响。但积极的因素在于，若保障房建设能够得到有力执行，将对冲新房销售下滑对行业的影响。

图表 商品住宅累计销售面积同比增速 (%)

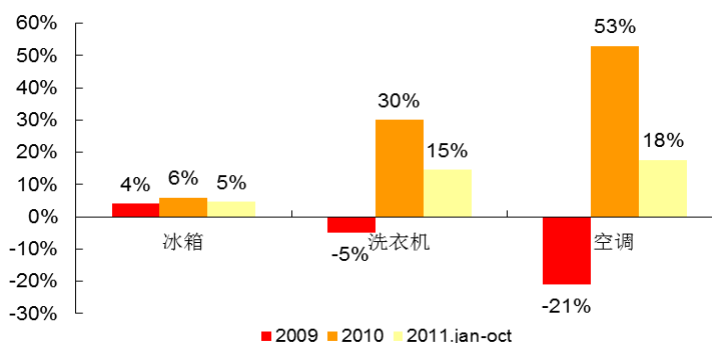


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

3) 海外经济不景气

08、09 年，受金融危机影响，家电行业欧美地区出口下滑明显，内忧叠加外患，共同影响了行业的一个景气下行周期。

相似的是，受海外经济波动的影响，11 年家电出口增速较 10 年大幅回落，个别月份有负增长情况出现。2012 年，受欧债危机等因素影响，海外经济景气程度仍不容乐观，我们对行业 12 年的出口持谨慎态度。



资料来源：产业在线、东方证券研究所

1.2.2 区别与不确定因素

1) 行业刺激政策退出

07 年底逐步推出的各项行业补贴政策，拉动了家电的更新及下乡需求，也使得家电行业迎来了 10 年的高增长。（07 年底，三省一市推出家电下乡政策。09 年 6 月，以旧换新推出。09 年 6 月推出节能惠民补贴政策。）

截止至目前，节能惠民政策、以旧换新政策已经退出，家电下乡政策从 11 年年底起分三批逐步退出。我们认为行业补贴政策陆续退出，对明年的行业需求造成一定的负面影响。我们认为此次由于缺乏行业刺激政策，区别于上一个景气下行周期，此次家电行业的下行周期的持续时间大概率上将更长。

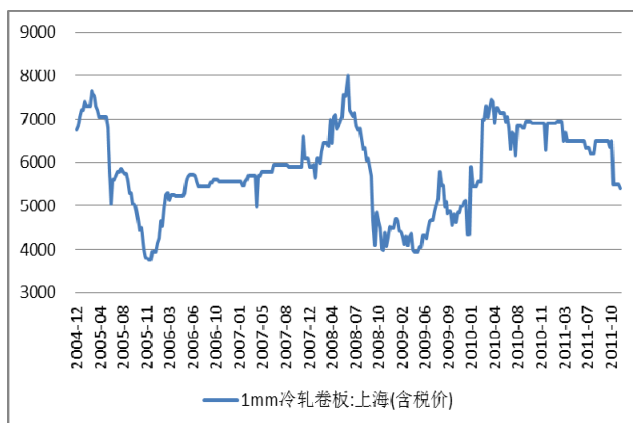
2) 原材料走势是影响家电行业盈利的重要变量

07 年原材料价格高企，从 08 年下半年开始钢材，铜铝等原材料价格从高处开始回落。这导致了上个景气下行周期中，行业销售增速虽然下滑，但企业毛利率仍然维持在较高水平。

2010 年下半年起原材料价格高企，铜价维持高位，持续到 11 年三季度，原材料价格才有所回落。原材料价格的高企对 11 年家电企业的盈利能力产生了负面影响。

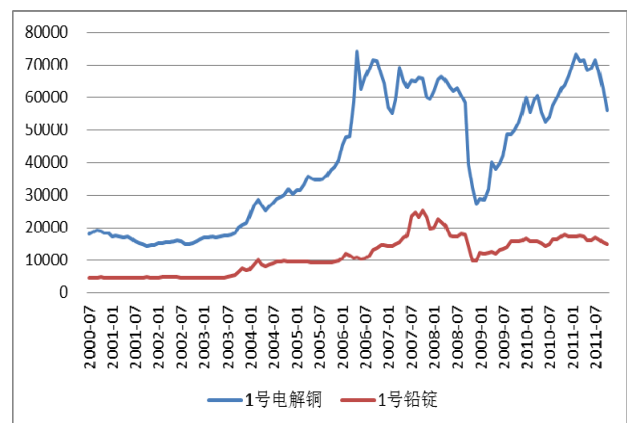
原材料价格是影响家电行业盈利的重要变量，2012 年原材料价格走势仍然存在不确定性，若原材料价格持续下跌，将会对家电制造企业的盈利能力带来正面的影响。

图表 钢板价格走势



资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 铜铝价格走势



资料来源：WIND、东方证券研究所

2. 行业投资逻辑

虽然行业存在：需求下滑；产能扩张；房地产宏观调控；海外景气波动等负面因素，但是我们认为行业还是存在如下的看点：一二级市场的消费升级、产品升级；农村市场的普及需求。我们认为，无论是三四级市场的渠道建设，还是消费升级所需的技术和品牌优势，龙头企业的行业竞争力都占据领先地位。市场整合的结果都是向有利于行业龙头的方向进行。

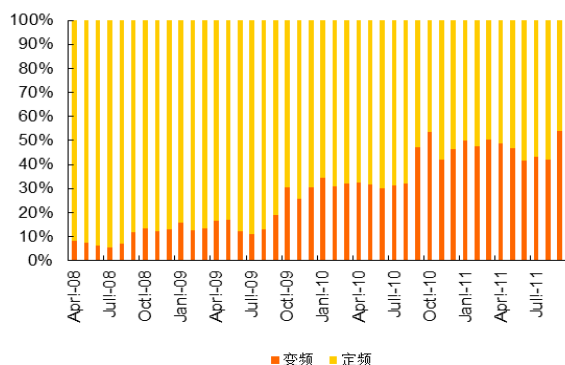
2.1 上看消费升级 下看农村市场

2.1.1 上看消费升级——技术为王

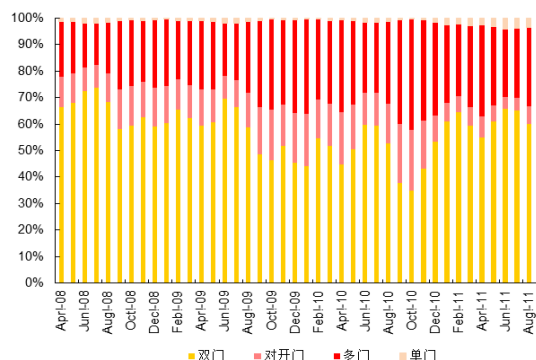
随着居民收入和生活水平的提高推动，对家电产品差异化、个性化、功能化的诉求不断提升；其次行业技术发展也不断地推动产品升级；另外，从家电企业的角度看，在销量增速放慢的背景下，企

业有推动产品升级从而提升盈利能力的内在诉求。因此我们认为，长期来看城镇市场家电消费的主要特点是消费升级和产品升级。而从过去几年的历史情况来看，以变频空调、滚筒洗衣机、多门冰箱为代表的高端产品的销售占比在不断提升。

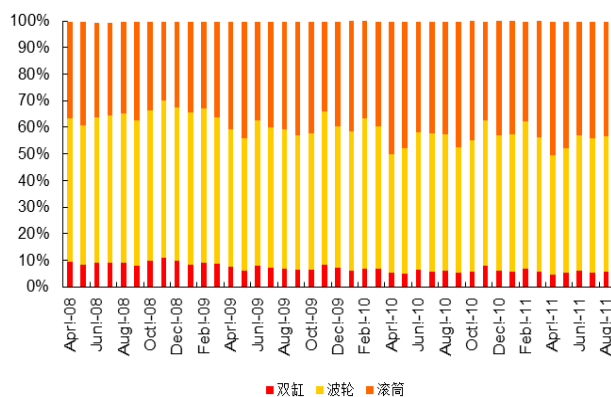
变频空调、滚筒洗衣机等高端产品的技术壁垒相对较高，真正掌握核心技术的只有少数几家国内厂商，我们认为技术升级、产品升级的结构会使得市场份额进一步向一直坚持技术积累，品牌议价能力强的龙头企业倾斜。

图表 空调销售结构


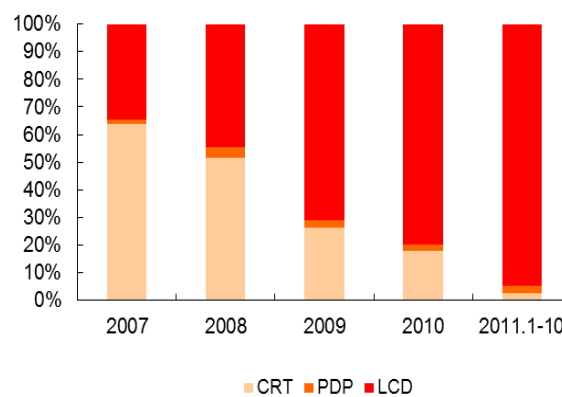
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 冰箱分产品销售量结构


资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 洗衣机分产品销售额结构


资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 彩电分产品内销量结构


资料来源：产业在线、东方证券研究所

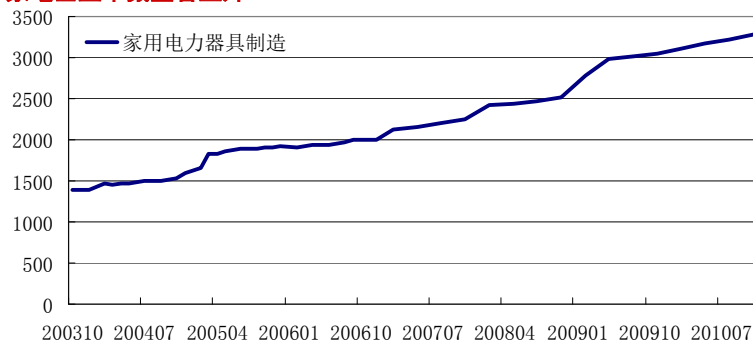
2.1.2 下看农村市场——渠道为王

下层市场增速高 未来家电行业消费重心下移，三四级市场会成为行业需求最大的增量之一。虽然家电下乡政策逐步退出，但对于政策实行以来对于农村居民消费习惯起到了良性引导的作用，并且近年来各家电制造企业及经销商的渠道下沉工作都对未来农村市场的家电需求起到拉动作用。我们认为未来农村家电市场增速高于城镇市场。

龙头依靠渠道优势整合市场 过去两年，行业爆发式增长也为很多新品牌、小品牌提供了生存的空间。尤其是家电下乡采取中标制，各品类中标企业超过 100 家，客观上延缓了农村家电市场的市场化进程。从统计数据来看，2007 年以来整个家电行业以及主要品类的企业家数都出现了比较明

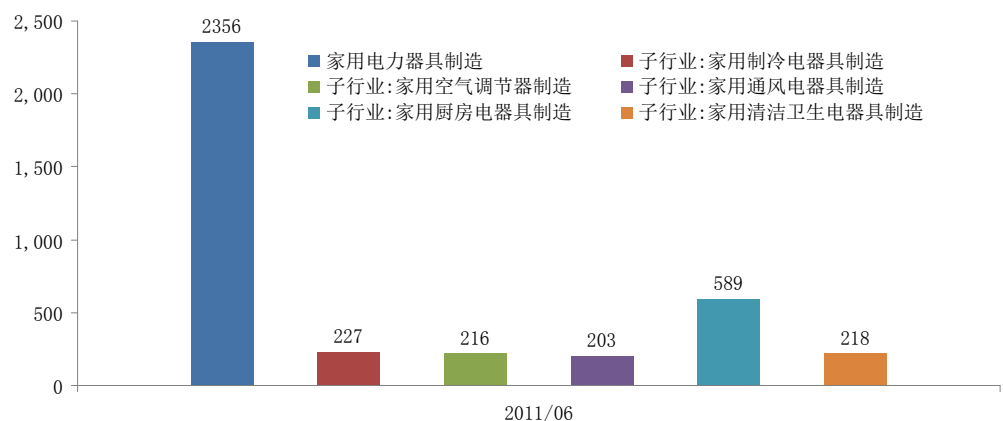
显的上升。从 2011 年中各个子行业的企业个数数据来看，行业集中度仍有提升空间。下乡政策退出之后，原先完全依靠下乡政策销售的二三线品牌将失去竞争力，有可能会逐步退出市场。具有品牌、渠道优势的行业龙头有望受益于后家电下乡时期的行业整合。在消费重心下移的当下，对于大型家电企业来说，继续往下布局，加强自有渠道的渗透率是一个必然的经营策略，因为 KA 的缺失提供了空间，因为产能压力需要渠道去消化，因为市场份额存在整合空间。对于中小企业而言，往下走没有 KA 可以借助，也只有靠自有渠道去走最后一公里路。渠道的价值由此凸显。

图表 过去几年家电企业个数显著上升



资料来源：WIND，东方证券研究所

图表 行业集中度仍有提升空间

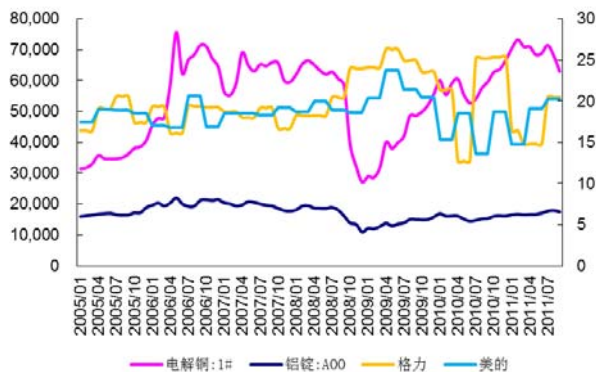


资料来源：WIND，东方证券研究所

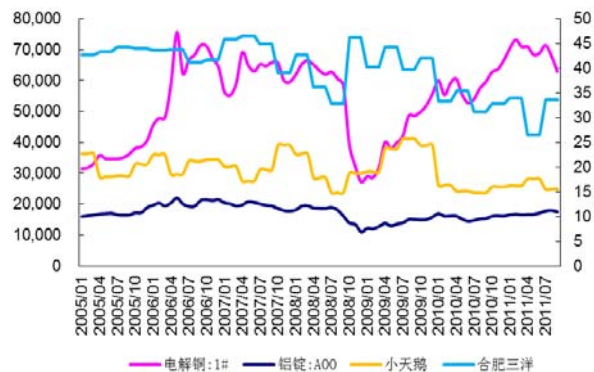
2.2 原材料价格是影响企业盈利的重要变量

正如我们之前提到的，原材料价格是影响行业盈利的重要变量，目前铜等原材料价格处于历史较高位置。我们认为若 2012 年原材料价格持续下跌，将会对家电制造企业的盈利能力带来正面的影响。

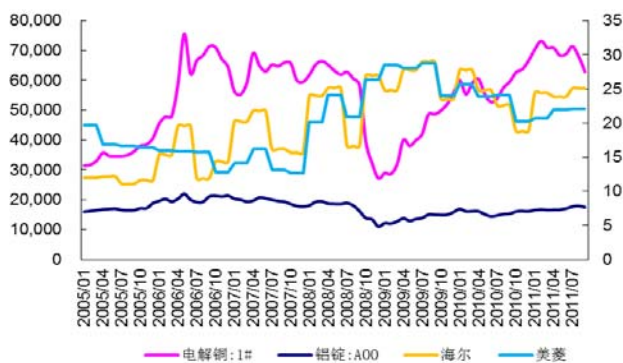
结合历史原材料价格走势和家电企业的盈利水平来看，随着原材料价格波动，毛利率弹性最大的品种是美菱电器；龙头企业中，格力电器在原材料价格下跌情况下受益最大。小家电和家电上游企业盈利相对原材料价格的弹性不如白电企业大。

图表 原材料价格与公司毛利率（格力、美的）


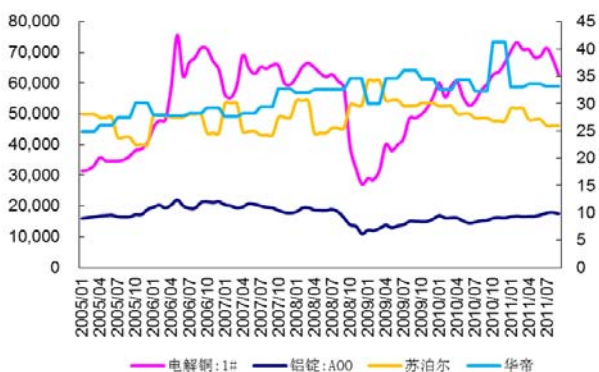
资料来源：WIND、东方证券研究所

图表原材料价格与公司毛利率（小天鹅、合肥三洋）


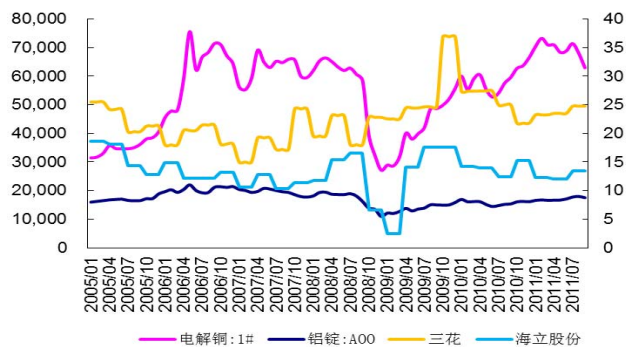
资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 原材料价格与公司毛利率（海尔、美菱）


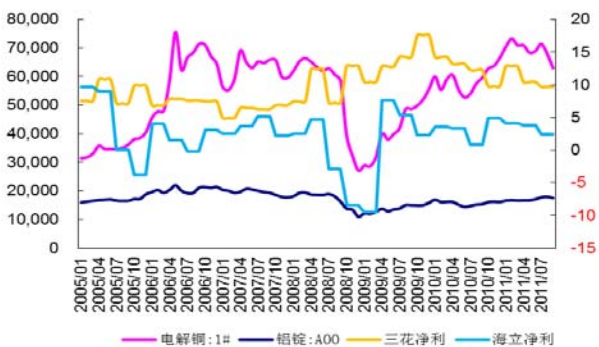
资料来源：WIND、东方证券研究所

图表原材料价格与公司毛利率（苏泊尔、华帝）


资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 原材料价格与公司毛利率（三花、海立股份）


资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 原材料价格与公司净利率（三花、海立股份）


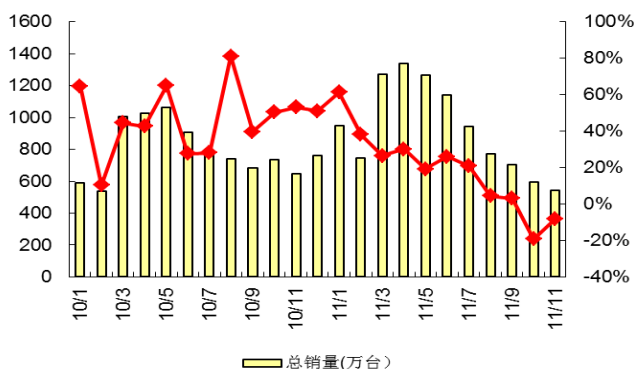
资料来源：WIND、东方证券研究所

2.3 空调子行业增长最为稳健

2.3.1 空调子行业

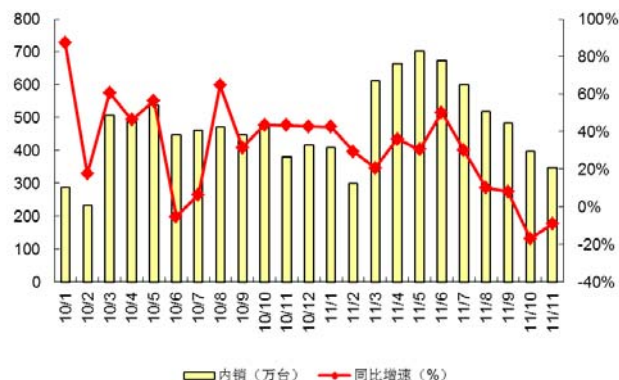
2011 年 1-11 月空调行业总销量 10268.8 万台（同比增长 18%），内销 5710.8 万台（同比增长 20%），出口 4558 万台（同比增长 15%）。全年销量增速较 10 年有所下滑，增速呈现前高后低态势。

图表 空调总销量及增速（万台）



资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 空调内销及增速（万台）

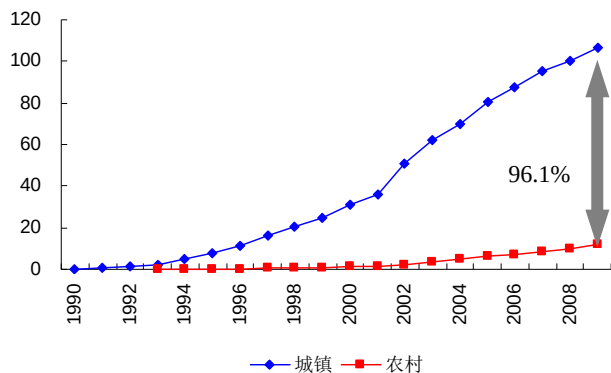


资料来源：产业在线、东方证券研究所

长期来看，我们认为空调子行业是未来增长最稳健的品种，原因如下。

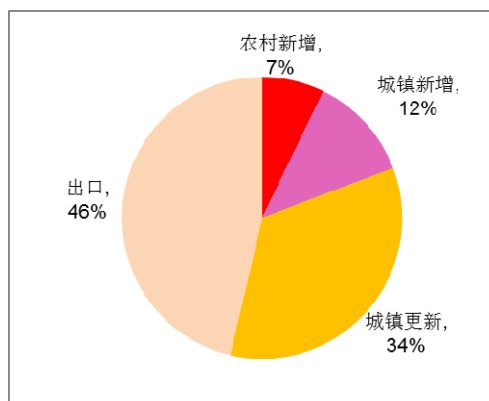
- 1) 从城乡保有量差来看，空调子品类在农村市场的普及还未大规模启动，最具潜力（2010 年底我国城乡空调保有量差为 96.1%）。
- 2) 空调产品受家电下乡政策退出影响最小（下乡销量占内销比 10%左右，11 年底率先退出的三省一市下乡销量占内销比 3%左右）。
- 3) 空调产品天花板高（每户保有量大于 1 台，日本 09 年户均空调保有量为 2.48 台）城镇保有量还远未饱和，而城镇洗衣机、冰箱已经十分接近每百户 100 台保有量的天花板。

图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）

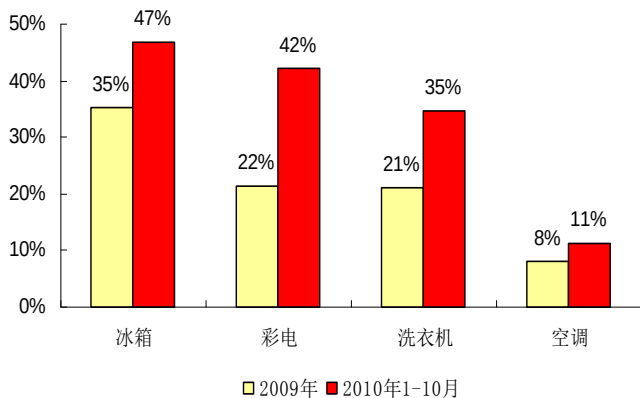


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

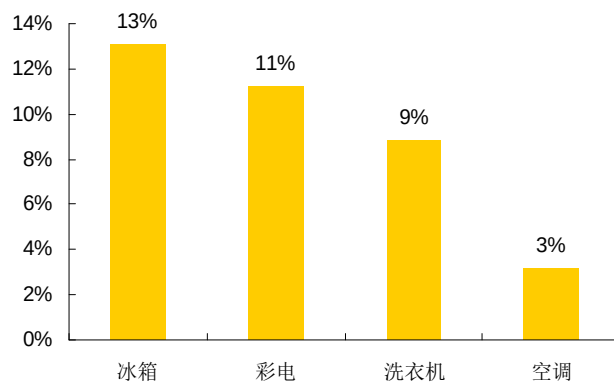
图表 2010 年空调需求占比



资料来源：国家统计局、产业在线、东方证券研究所

图表 各产品家电下乡/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）


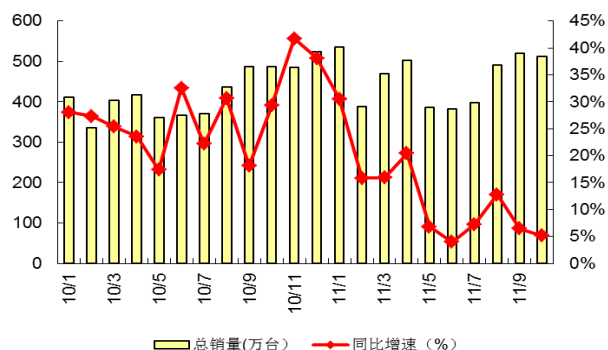
资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

我们预计 2012 年空调子行业销量增速较为稳健，考虑到库存和基数原因，12 年上半年行业销量增速较低，二季度去库存后，行业销量增速可能将有所回升，全年增速呈现前低后高的态势。另外，空调行业竞争格局最为稳定，从历史上来看，价格战的行为鲜有发生，行业的有序竞争对企业的盈利能力产生正面的影响。

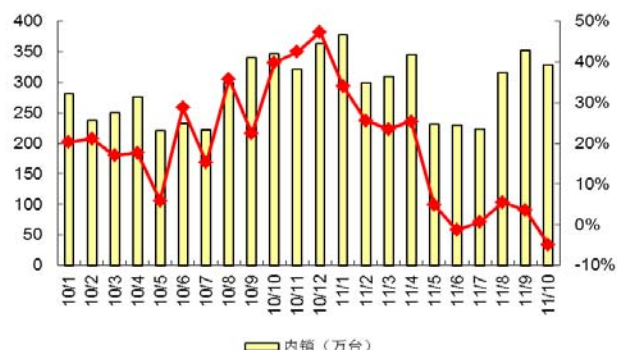
2.3.2 洗衣机子行业

2011 年 1-10 月洗衣机行业总销量 4579.4 万台（同比增速 12%），内销 3010.6 万台（同比增速 11%），出口 1568.8 万台（同比增长 15%）。销量增速的向下拐点在 11 年二季度显现，个别月份出现负增长。

我们认为 2012 年洗衣机子行业销量增速为个位数，积极因素在于和其他行业相比，洗衣机行业库存压力较小。由于洗衣机行业扩产规模大，缺乏绝对的龙头，存在行业增速放缓情况下，厂商为了争抢市场份额而进行价格竞争从而影响企业盈利的风险。

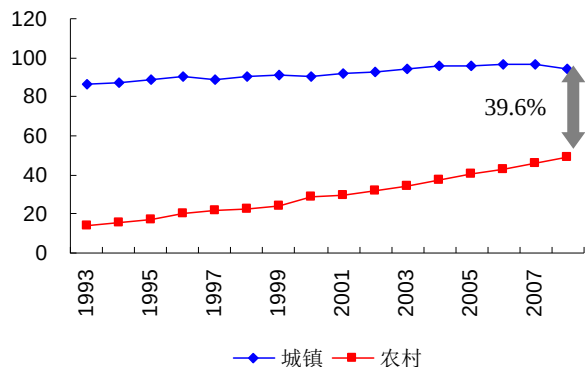
图表 洗衣机总销量及增速（万台）


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 洗衣机内销及增速（万台）


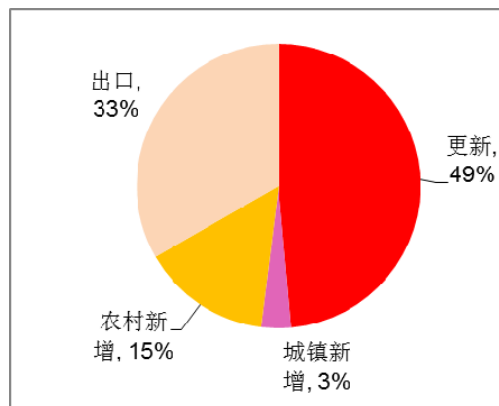
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户）



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 2010 洗衣机需求占比



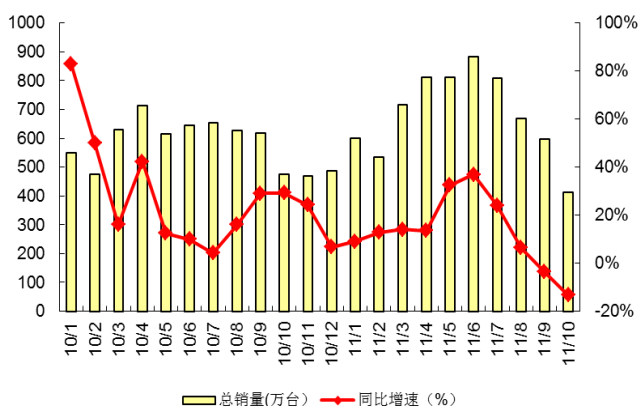
资料来源：国家统计局、产业在线、东方证券研究所

2.3.3 冰箱子行业

2011 年 1-10 月冰箱行业总销量 6841.5 万台 (同比增长 14%)，内销 5198.9 万台 (同比增长 17%)，出口 1640.2 万台 (同比增长 5%)。

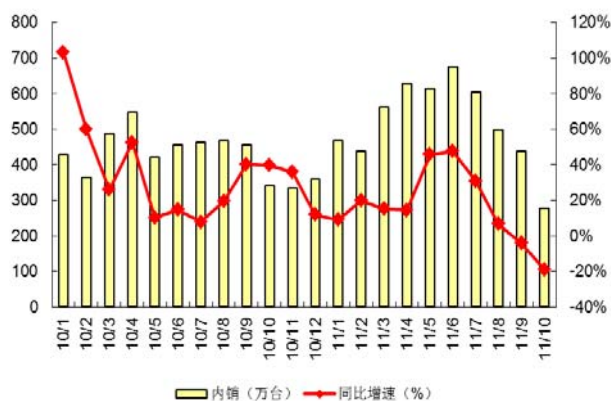
由于冰箱产品单价较高，补贴额度也相应较大，所以冰箱产品成为下乡政策中农村居民购买比例最高的品类，结果导致冰箱品类家电下乡占比最高。我们认为下乡政策提前透支了部分农村居民的冰箱需求，随着下乡政策的逐步退出，冰箱可能是受影响最大的子品类，冰箱在农村地区的销量增速将放缓。受此影响，我们认为冰箱行业 2012 年销售增速低，增速维持在个位数。

图表 冰箱总销量及增速（万台）

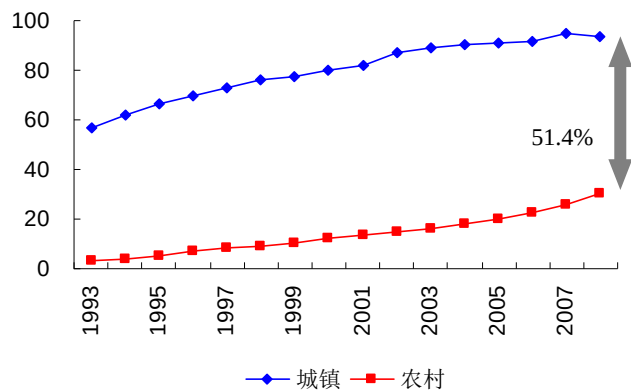


资料来源：产业在线、东方证券研究所

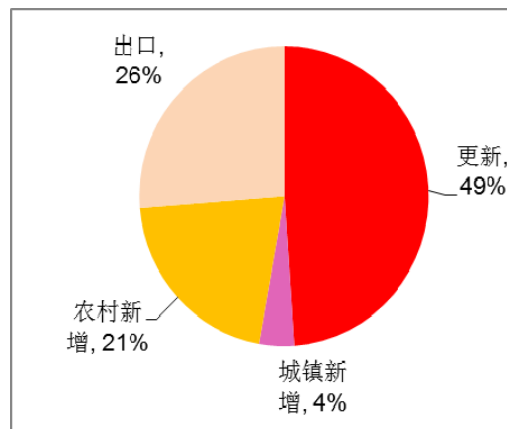
图表 冰箱内销及增速（万台）



资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户）


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

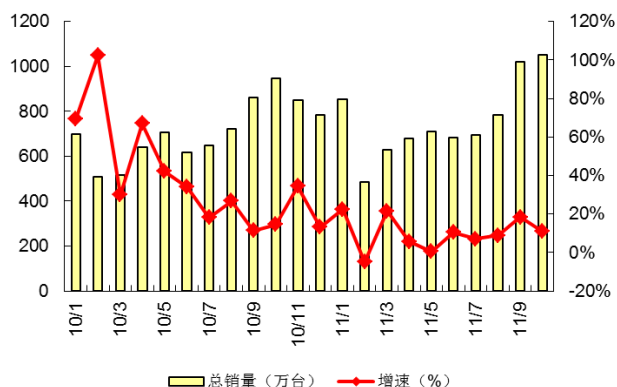
图表 2010 年冰箱需求占比


资料来源：国家统计局、产业在线、东方证券研究所

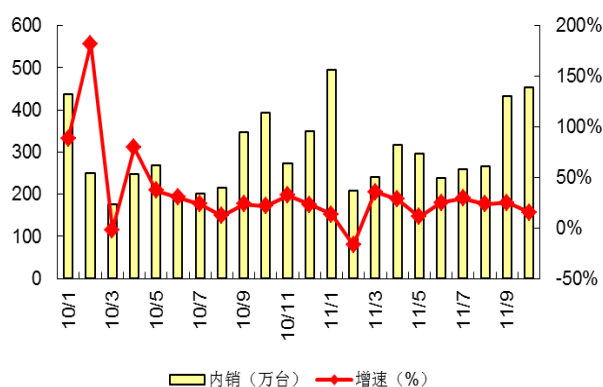
2.3.4 彩电行业

2011 年 1-10 月 LCD 行业总销量 6864.4 万台（同比增长 10%），内销 2725.7 万台（同比增长 18%），出口 4138.7 万台（同比增长 6%）。2011 年彩电销量增速各月份较为平稳，并且呈现内销增速高，出口增速低的局面。

我们认为 2012 年彩电行业由两级驱动，第一来自于自三四级市场存量 CRT 的替换需求，第二来自于 3D、智能电视、OLED 等新技术、新产品拉动的需求。

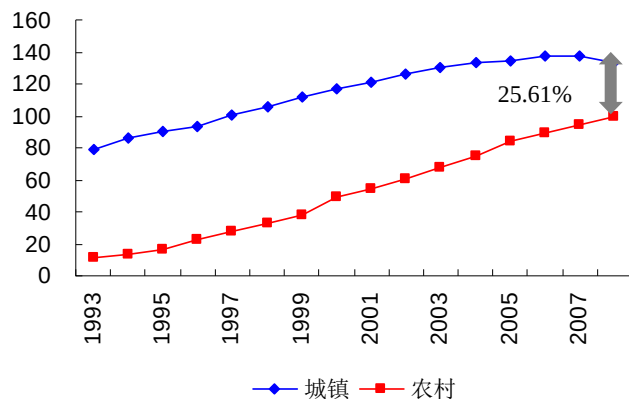
图表 LCD 总销量及增速（万台）


资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 LCD 内销及增速（万台）


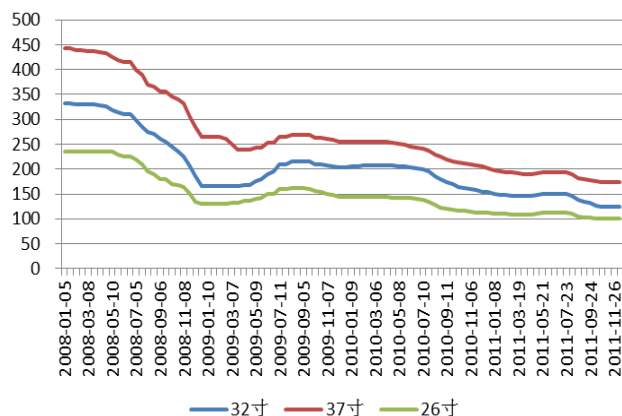
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户）



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 液晶电视面板价格

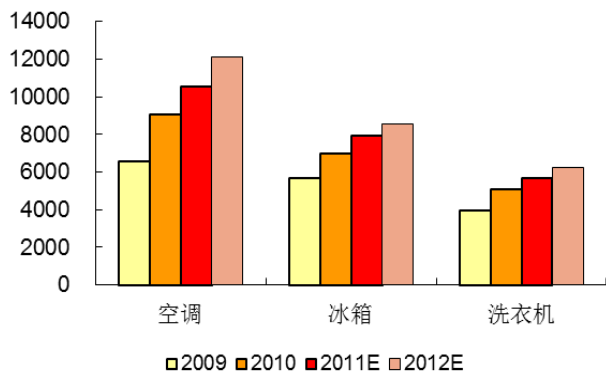


资料来源：WIND、东方证券研究所

2.3.5 行业增速预测

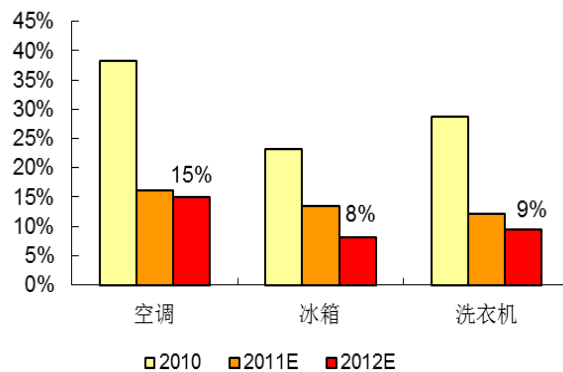
综合考虑产品需求、普及程度、产品库存、基数等因素，我们预测 2012 年子行业增速如下：空调 15%、洗衣机 9%、冰箱 8%、黑电 8%。

图表 家电行业销量预测（单位：万台）



资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 家电行业销售增速预测（单位：%）



资料来源：产业在线、东方证券研究所

2.4 估值情况

从家电行业整体以及龙头上市公司估值水平来看，行业 PE 已经接近历史估值底部，而格力、海尔 PE 均在 10 倍以下，美的 12 倍的 PE，均已非常接近历史最低 PE 水平或正处于历史最低 PE 水平。我们认为行业估值目前已经充分反映了对明后年行业景气向下的悲观预期，估值继续向下的空间有限。

图表 家电行业历史 PE（申万一级行业分类）

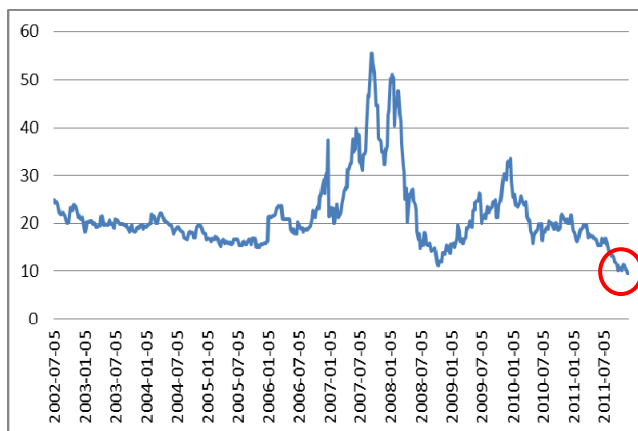

资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 格力电器历史 PE（TTM）


资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 美的电器历史 PE（TTM）


资料来源：WIND、东方证券研究所

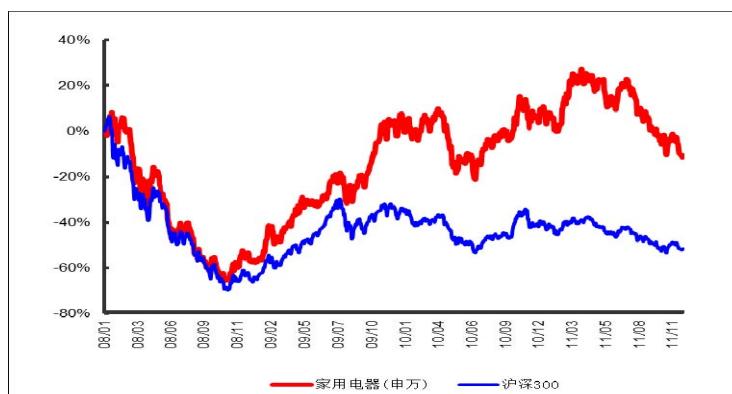
图表 青岛海尔历史 PE（TTM）


资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 海信电器历史 PE（TTM）

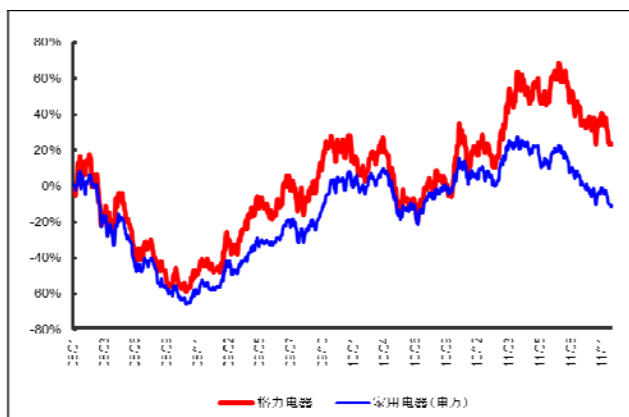

资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 家电行业走势



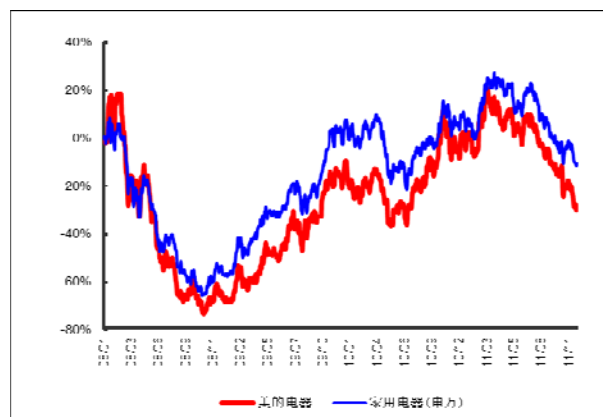
资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 格力电器走势



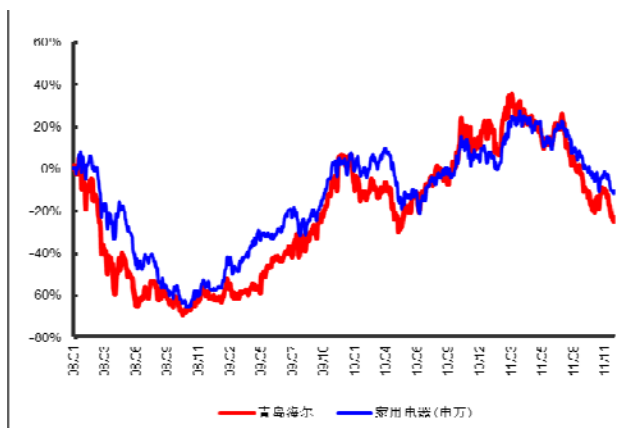
资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 美的电器走势



资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 青岛海尔走势



资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 海信电器走势



资料来源：WIND、东方证券研究所

3 投资策略：优选个股

我们认为从 2011 年下半年开始行业进入景气向下的周期，2012 年行业需求低速增长，其中空调子行业增长最为稳健。分市场来看，一二线城市的需求特征为消费升级；三四级市场需求增量来自于存量家电的更新替换以及农村市场的普及需求。我们认为具有技术积累和强势品牌的企业能够受益于一二级市场的消费升级，而具有下层渠道优势的企业能够受益于农村市场的进一步普及和市场整合。综合来看，以上行业趋势的受益者都指向龙头企业，具有技术、品牌、渠道优势的龙头企业在行业景气下行周期能够进一步扩大市场份额，抗周期能力强。

另外从估值来看，龙头企业的估值又恰恰接近历史底部，低于行业和规模较小的企业。因此我们建议投资者关注处于估值底部且稳定增长的家电龙头企业（格力、海信、海尔、美的）同时关注小家电企业的超预期增长带来投资机会。结合历史情况，在原材料价格下跌情况下，我们认为美菱电器（未评级）盈利弹性较大；龙头企业中，格力电器受益较大。

3.1 格力电器

- **专业化龙头 品牌议价力强** 公司作为专业化的空调行业龙头，具有技术优势和品牌优势，在行业增速放缓的周期，竞争优势将进一步强化。向下凭借渠道优势整合农村市场，向上凭借技术和品牌张力在消费升级的行业趋势下扩大份额。另外中央空调和海外出口市场也是公司对冲家用空调内销增速放缓的良好的收入分支。
- **凭借渠道优势领跑农村市场** 我们认为农村空调普及是未来行业最主要的增长点，预计未来 3 年农村市场保持 50%左右的增速。格力通过 20 多年的经营，在全国建立了 3 万多个销售网点，专卖店近 1 万家，遍布全国乡镇，三四级渠道下沉优势明显。凭借渠道及产品优势，格力在农村市场占据 44%左右的份额，是未来空调农村市场快速增长的最大受益者。预计公司农村市场的收入未来 3 年能保持 50%左右的增长。

投资建议：我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.95 元、2.20 元、2.51 元。我们看好公司作为空调龙头未来三年的成长性，给予该股买入的投资评级。

3.2 青岛海尔

- **注重质的竞争 抗周期能力强** 公司作为冰、洗龙头，公司注重“质”的竞争，通过提升产品竞争力来稳固龙头地位。目前来看，海尔是 2011 年收入利润增长最为均衡的家电企业之一。公司 07 年推出卡萨帝高端子品牌冰箱，目前已拓展到冰箱、洗衣机、空调等 9 大品类。卡萨帝品牌产品均价为海尔品牌的 2-3 倍，目前销售收入占比在冰箱品类中不足 5%，其他品类更低，未来卡萨帝高端品牌的进一步推进将提升海尔在高端市场的竞争力。另外公司实施的零库存、即需即供、模块化制造等战略使得公司具有较强的抗周期能力。
- **日日顺打开三四级市场通路** 未来农村市场是家电行业重要的销售增量之一，日日顺打开海尔在三四级市场的通路，为海尔品牌产品在农村市场的销售提供了良好的保障。另外目前覆盖面广，渠道资源佳的日日顺渠道也在不断吸引社会品牌的加入，这些缺乏下层渠道的中小品牌为了进入三四级市场自身也有动力去寻求资源良好的渠道商。目前非海尔品牌销售占比目前不到 10%，未来随着社会品牌销售占比的提高，能为公司带来新的收入和利润增量。

投资建议：我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.98 元、1.18 元、1.46 元，给予该股买入的投资评级。

3.3 美的电器

- **战略转型 均衡收入和利润的增长** 公司在过去几年发展飞速，冰、洗、空各大产品的市场份额和收入均有了大幅的提升，狼性扩张的极强执行力得到了很好的体现。过去两年，公司注重规模竞争，导致利润增速低于收入增速。11 年开始，公司在战略层面明确提出要均衡收入和利润的增长，我们认为公司的这种战略转型符合目前行业形势，并且历史上来看，美的具有极强

的政策执行力，我们认为未来公司在注重利润的战略指导下，有能力通过产品结构的优化、规模效应的进一步发挥等一系列措施提升盈利能力。

- **多元化 多品牌协同作战** 美的在白电行业施行多元化、多品牌战略，目前公司冰洗空三大业务已逐渐形成了不同档次，不同区域的品牌梯队，我们认为公司的多元化、多品牌战略在三四级市场的自有渠道方面能够充分发挥规模效应，另外在产品研发、品牌营销等多方面均会带来协同效应。

投资建议：我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.22 元、1.54 元、1.98 元，我们看好公司在综合白电领域的品牌扩张力，给予该股买入的投资评级。

3.4 海信电器

- **消费重心下移 平板龙头受益** 据测算，我国城乡 CRT 存量在 3.5 亿台左右，按照 8 年更新完成测算，每年更新需求 4300 多万台。未来三四线城市及农村市场的存量 CRT 彩电为 LCD 产品提供持续稳定的更新需求。海信作为国内平板龙头，将受益于彩电行业消费重心下移的行业趋势（家电下乡数据来看，国内 6 大品牌份额在 90% 左右，占据绝对优势。）
- **产品结构改善 成本控制优** 海信对 LED 的技术积累以及对产品研发节奏的掌握业内领先。未来随着公司 LED 背光产品、3D 产品、智能电视销售占比提高，对公司的盈利能力产生正面的影响。从 2008 年开始模组自制，模组自供比例仍有提升空间，预计未来模组自制将持续为公司贡献利润。原材料方面，上游面板价格维持低位，我们认为海信良好的成本控制力，原材料价格的稳定，产品结构的改善，使得公司能够维持目前较高的净利水平，稳重略有提升。

投资建议：根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.40、1.58 和 1.73 元，给予增持评级。

3.5 老板电器

- **定位高端 议价能力强** 老板电器专注于厨房电器近三十年，注重产品核心技术的研发以及对产品性能的不断提升和优化。公司凭借其技术和产品优势，在消费者中树立了良好的高端品牌认可度和影响力。公司在高端吸油烟机、燃气灶的份额均位列行业第一。高端的产品定位下，公司产品议价能力强，烟、灶、消 3 大产品的毛利率均在 50% 以上。我们认为橱电作为整体家装的一部分，消费者愿意给予高质量、高性能、与整体家庭装潢风格配套的产品一定的溢价。我国高端厨电企业竞争实力强，外资品牌份额进入前十大的仅西门子一家，公司作为国内高端橱电龙头，将受益于行业的消费升级。
- **渠道拓展助力收入增长** 目前公司 KA 渠道销售占比较高，占一半左右。募投项目投产，产能瓶颈被打破后，未来公司在专卖店，精装修、电子商务等领域的拓展工作将带动收入增长。公司 2009 年专卖店数量仅 520 家，2010 年在大力拓展专卖店的情况下数量达到 1000 家，但仍低于同行，未来 3 年，公司专卖店年开店数量保持在 300 家左右，而精装修领域，公司 10 年收入在 5 千万左右，基数低，拓展潜力大。从中怡康数据来看，公司市占率在 10% 左右，若是考虑到中怡康监测网点覆盖面较窄，按照 1500 万台的内销量计算，公司市占率还不到 4%，拓展空间巨大。并且 KA 渠道费用率较高，随着公司在 KA 外渠道的拓展，销售费用率有望降低，盈利能力得到提升。
- **城镇化提供稳定需求 消费升级趋势明显** 厨房电器从产品属性上接近大白电，只要居住条件许可，是居民的必备的家用电器。保有量相对于大白电来看有较低，行业增长潜力大。油烟机内销量在 1500 万台左右，相比较冰、洗行业 3、4 千万台的年内销量，差距明显。综合未来新房销售、保障房建设、城镇化率提高，据测算，未来行业 3 年的销量增速在 15% 左右。从行业竞争格局来看，接近于小家电，集中度低，未来行业有望进一步整合。行业消费升级趋势明显，

高端厨卫产品均价为中低端产品的 3 倍左右，未来行业收入增速高于销量增速。在行业集中度提高的趋势下，行业龙头收入增速将高于行业整体。

投资建议 根据我们的预测，公司 11—13 年的 EPS 分别为 0.72、0.95、1.23 元，给予增持评级。

3.6 三花股份

- **电子膨胀阀产品高增长 高盈利** 我们认为随着变频空调销售占比的提高，以及电子膨胀阀在变频空调中应用比例的提高（目前仅 20% 的变频空调应用，假设 2013 年提高到 35%），未来 3 年电子膨胀阀行业销量的年复合增长率在 60% 以上。三花作为国内最早开始研发电子膨胀阀的企业，在该领域技术积累最深，拥有自主知识产权，目前市场份额在 60% 左右，是目前国内唯一能大规模量产的企业。2010 年电子膨胀阀收入占比 5% 左右，预计到 2013 年，电子膨胀阀收入占比达 10% 以上，贡献 17% 的收入增量。
- **传统阀门业务随下游空调行业稳定增长** 公司两大传统产品——四通阀、截止阀合计收入占比在 65% 左右。两大阀门目前已形成十分稳定的竞争格局，四通阀方面，三花占据全球 60% 的市场份额；截止阀方面，三花和盾安各占 30% 的份额。我们认为下游空调行业在更新需求、农村新增需求下持续增长。综合农村新增，城镇更新需求等因素，我们预计未来下游空调行业保持 17% 左右的增速，公司四通阀、截止阀两大成熟产品在下游空调行业稳定增长带动下，能为三花未来 3 年贡献 50% 的收入增量，提供安全边际。
- **具有议价能力的家电上游企业 具有良好的产品梯队** 三花作为国内制冷控制元器件的隐形冠军，相比于其他家电上游企业，具有更强的议价能力。主要原因在于：1) 能为整机制造企业提供全品类全系列的阀门产品，并且在关键阀门品类上具有垄断地位。2) 阀门行业具有一定的进入壁垒，阀门行业集中度明显高于他家电上游。在截止阀和四通换向阀领域，两大龙头占据了 60% 以上的份额，相比于其他厂商具有明显的规模优势。正是由于公司的龙头地位，使得三花能够持续不断的进行自主研发和技术储备，从而较早的掌握电子膨胀阀、电磁阀等新产品的技术和专利，构筑良好的产品梯队，形成了良性循环。

投资建议 根据我们的预测，公司 11—13 年的 EPS 分别为 1.34 元、1.68 元、2.36 元，给予增持评级。

表：家电行业重点公司盈利预测表

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	12.08	1.00	1.22	1.54	1.98	12.05	9.90	7.83	6.10
000651.SZ	格力电器	买入	17.50	1.52	1.95	2.20	2.72	11.53	8.97	7.95	6.43
600690.SH	青岛海尔	买入	8.78	1.52	0.98	1.18	1.46	5.78	8.96	7.44	6.01
000418.SZ	小天鹅 A	买入	8.25	0.80	0.97	1.12	1.24	10.29	8.51	7.37	6.65
600983.SH	合肥三洋	未评级	6.88	0.57	0.72	0.95	1.24	12.14	9.53	7.23	5.54
000921.SZ	ST 科龙	未评级	3.73	0.43	0.46	0.50	0.52	8.63	8.14	7.45	7.22
000521.SZ	美菱电器	未评级	4.36	0.61	0.65	0.71	0.77	7.10	6.76	6.12	5.64
黑电											
600060.SH	海信电器	增持	11.84	0.96	1.40	1.58	1.73	12.29	8.46	7.49	6.84
000016.SZ	深康佳 A	未评级	3.15	0.07	-0.03	0.05	0.12	45.19	-99.68	58.33	25.97
000100.SZ	TCL 集团	未评级	1.81	0.10	0.07	0.08	0.11	17.73	25.97	22.51	16.77
600839.SH	四川长虹	未评级	2.12	0.10	0.08	0.11	0.13	20.66	25.06	20.08	16.93
600870.SH	ST 厦华	未评级	3.92	0.17	0.35	0.65	0.79	23.67	11.10	6.00	4.94
小家电											
002473.SZ	圣莱达	未评级	7.52	0.41	0.25	0.32	0.43	18.23	29.71	23.18	17.69
002242.SZ	九阳股份	未评级	7.60	0.78	0.93	1.11	1.24	9.79	8.18	6.85	6.12
002032.SZ	苏泊尔	未评级	16.45	0.70	0.93	1.19	1.52	23.51	17.75	13.77	10.81
002543.SZ	万和电气	未评级	17.91	1.24	1.17	1.53	1.97	14.45	15.26	11.70	9.08
002035.SZ	华帝股份	未评级	8.14	0.54	0.66	0.84	1.05	14.96	12.33	9.68	7.76
002508.SZ	老板电器	增持	15.82	0.84	0.72	0.95	1.23	18.84	21.97	16.65	12.86
002403.SZ	爱仕达	未评级	8.40	0.26	0.37	0.48	0.60	32.39	22.82	17.48	13.96
家电上游											
002420.SZ	毅昌股份	未评级	6.33	0.34	0.43	0.53	0.65	18.55	14.61	11.85	9.79
002418.SZ	康盛股份	未评级	5.95	0.53	0.43	0.54	0.69	11.22	13.88	11.11	8.56
002366.SZ	丹甫股份	未评级	9.16	0.47	0.55	0.73	0.95	19.30	16.54	12.48	9.69
002413.SZ	常发股份	未评级	8.95	0.58	0.77	1.05	1.42	15.46	11.64	8.54	6.33
002290.SZ	禾盛新材	未评级	15.49	0.63	1.11	1.53	1.90	24.54	14.00	10.11	8.17
002050.SZ	三花股份	增持	24.48	1.19	1.34	1.70	2.24	20.57	18.25	14.41	10.94

注：表内所有未评级公司盈利预测数据取自 Wind 资讯

资料来源：Wind，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