



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2012 年 2 月 1 日

家电及相关

研究部

何伟¹

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080512010001

Wei3.he@cicc.com.cn

郭海燕

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

二季度有望回暖，智能电视和高能效产品是热点

家电行业深度分析报告

投资提示：

家电行业未来的增长将从过去的规模增长向迎合消费升级、注重有质量的增长转变。同时新一轮家电消费刺激政策将以能效补贴为主。行业增速有望在 Q1 见底，Q2 开始回暖，届时可重点关注受益智能电视和高能效产品消费提升的龙头公司。本报告的创新点：1) 测算了各类家电产品的中长期销量天花板；2) 定量预测了今年各子行业的总体销量增速；3) 对各类消费升级产品的特性和受益公司进行了前瞻性的讨论。

理由：

- 1、**家电行业基本面有望在 Q1 见底，Q2 开始回暖。**(1) 2011 年 Q4 以旧换新政策以及部分省份的家电下乡政策退出导致消费者提前消费，透支 2012 年 Q1 需求；(2) 2012 年 Q1 同比基数较高，Q2 同比基数开始下降；(3) 行业自 2011 年 Q4 开始进入渠道清库存阶段，预计 2012 年 Q2 会出现新一轮的补库存。
- 2、**2012 年子行业总体增速排序是：LCD 电视、洗衣机和空调、冰箱。**预计冰箱、洗衣机、空调、LCD 内销量分别增长 0%、8%、7%、15%；出口销量分别增长 4%、10%、0%、15%。其中空调出口难以增长，但出口对上市公司利润贡献不大。冰箱、洗衣机、空调销售单价有望受益消费升级而提升，带动销售额实现高于销量的增长。特别是空调销售单价提升较为明显，预计 2012 年上半年空调内销单价有望同比提升 10%。
- 3、**家电行业自 2006 年进入竞争力提升大周期，利润率不断提升。**除行业增长速度放缓外，目前支持这一趋势的一些基本要素在加强。(1) 龙头企业竞争力持续加强，市场集中度提高；(2) 企业相对渠道的议价能力持续改善；(3) 消费升级趋势加强；(4) 价格竞争改善，以价格战竞争著称的美的电器战略转型具有标志性。
- 4、**新一轮家电刺激政策有望在 2012 年陆续推出。**“节能产品惠民工程”政策初始设计范围包括空调、冰箱、平板电视、洗衣机等 10 大类产品。第一轮家电刺激政策以刺激销售规模为主，新一轮政策将以刺激消费升级为主，强调高能效产品销售占比的提升。
- 5、**2012 年消费升级将加速将弥补家电销量天花板的临近。**中长期来看彩电、空调受益一户多台的拥有率，天花板较远，冰箱过去三年潜力挖掘充分，已经接近天花板。投资者可以乐观一点，长期看冰箱和洗衣机消费升级带动产品单价有翻倍的空间，空调相对要低一点。考虑到可能的家电能效补贴刺激，消费升级有望加速。其中智能电视和 3D 电视将带来内容革命和显示技术革命。空调变频化、冰箱大容量化、洗衣机滚筒化的趋势也值得关注。
- 6、**当前板块估值已经处于历史底部，**家电板块滚动 PE 14X，而历史底部区间为 (12X, 16X)。龙头企业估值已经同国际接轨。中国家电行业还处于增长的大周期中，当前估值具备投资价值，产业资本已经开始积极增持。

投资建议：

随着行业基本面 Q1 逐步触底，行业进入寻找投资机会的时期。因此建议投资者重点关注产品定位相对较高端的海信电器（彩电）、格力电器（空调）、青岛海尔（冰箱、洗衣机、空调）和海尔电器（洗衣机、热水器+渠道服务）。此外，随着行业的回暖，投资者可以关注 2011 年业绩低于预期，2012 年业绩有望展开恢复性增长的美的电器和苏泊尔。

风险：行业需求下滑超预期；新一轮家电刺激政策未能推出。

¹ 报告贡献人：于奔 (yuben@cicc.com.cn)

目录

行业重点趋势	4
预计家电行业基本面 Q1 见底，Q2 有望回暖	4
行业处于竞争力提升周期，政策周期处于切换阶段	6
农村市场将继续领跑家电市场	8
新房竣工量将惯性增长，房地产负面影响被夸大	9
2012 年家电需求增速预测	12
2012 年大家电内销将继续增长	12
厨卫、小家电市场增长预期开始下降	14
2012 年家电出口市场平淡	15
消费升级有望全面提速	18
销量天花板临近，消费升级重要性凸显	18
消费升级有望全面提速，智能电视将是热点	18
渠道朝有利于家电企业的方向发展	21
家电大连锁控制力逐渐减弱	21
家电龙头对三四级市场掌控力强	21
业绩预测及投资建议	23
年报业绩预测	23
板块估值处于历史低位，龙头估值已经同国际接轨	24
产业资本密集增持	25
风险：需求和政策	26
需求风险：消费者信心下滑，行业需求下滑超预期	26
政策风险：新一轮家电刺激政策的推出还存在诸多不确定性	26
海信电器 (600060.CH)：行业大变革，超预期依然有希望	27
格力电器 (000651.CH)：行业调整，方显英雄本色	28
青岛海尔 (600690.CH)：领袖型企业，前瞻性布局将有收获	29
海尔电器 (01169.HK)：布局三四级市场，重塑低层级家电渠道格局	30
美的电器 (000527.CH)：看公司转型带来的盈利能力恢复	31
苏泊尔 (000651.CH)：未来增长确定，估值下滑已经到底	32

图表目录

图表 1：家电下乡销售额增长率在 2011 年 9-11 月出现翘尾	4
图表 2：以旧换新销售额增长率在 2011 年 10-12 月出现翘尾	4
图表 3：家电零售以及家电下乡月度增长率	5
图表 4：大家电零售额月度增长率	5
图表 5：2011 年 Q4 家电出货量增长率开始普遍低于零售量增长率	5
图表 6：家用电力器具制造行业毛利率和利润率	6
图表 7：家用视听设备工业行业毛利率和利润率	6
图表 8：进入竞争力提升周期的要素分析	6
图表 9：家电板块季度收益	7
图表 10：家电下乡年度销售额	8
图表 11：2010 年 1-10 月家电下乡大家电销量国内占比	8
图表 12：各地区家电下乡年度销售额比较	8
图表 13：各地区 2010 年农村人均纯收入比较	8
图表 14：2008-2010 年商品房竣工带动国内家电消费占比	9
图表 15：2010 年二手房销量/新房销量	9
图表 16：商品房施工面积存量巨大	9
图表 17：商品房中期房销售面积占比	9
图表 18：保障房建设计划	10
图表 19：2011 年保障房开工进度比	10
图表 20：商品住宅新开工面积在 2009 年 8 月-2010 年 9 月出现高增长	10

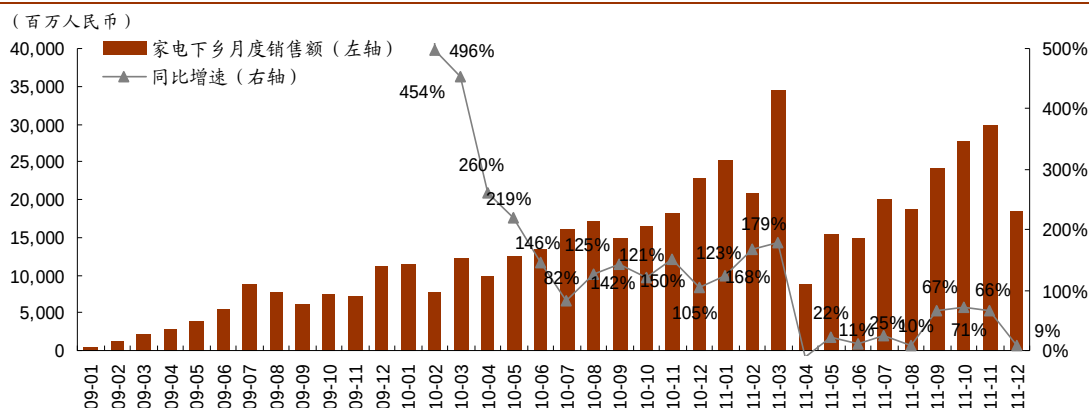
图表 21: 2009 年中国年龄结构.....	11
图表 22: 中国城镇化率.....	11
图表 23: 2010 年中国家电需求结构拆分.....	12
图表 24: 2011 年家电存量保有情况.....	12
图表 25: 2011 年家电存量年限结构.....	12
图表 26: 家电以旧换新销量结构.....	12
图表 27: 家电产品需求特点.....	13
图表 28: 2012 年家电内销增长率预测.....	13
图表 29: 家电内需增长率预测假设.....	13
图表 30: 厨卫及小家电零售额增长率下降.....	14
图表 31: 厨卫及小家电产品零售额增长率.....	14
图表 32: 油烟机产量增长率同商品房竣工面积增长率具有相关性.....	14
图表 33: 广交会成交额推移图 (百万美元).....	15
图表 34: 欧盟消费者信心指数.....	15
图表 35: 日本、美国消费者信心指数.....	15
图表 36: 墨西哥、澳大利亚消费者信心指数.....	16
图表 37: 土耳其、印度尼西亚消费者信心指数.....	16
图表 38: 2010 年中国主要家电产品全球产量占比.....	16
图表 39: 2011 年 1-11 月出口销量结构.....	16
图表 40: 2011 年中国家电出口销量地区构成.....	17
图表 41: 2012 年出口销量增长率预测.....	17
图表 42: 家电出口增长率预测假设.....	17
图表 43: 每百户家庭家电保有率.....	18
图表 44: 大家电天花板测算 (万台).....	18
图表 45: 2010 年家电零售均价比较 (元/台).....	18
图表 46: 2009 年中日家电零售均价比较.....	18
图表 47: 2011 年智能电视城市市场渗透率.....	19
图表 48: 2011 年 3D 电视城市市场渗透率.....	19
图表 49: 2011 年 1-10 月主要产品分品牌阵营销量结构.....	19
图表 50: 变频空调、定频空调零售均价.....	20
图表 51: 变频空调销量、销售额占比.....	20
图表 52: 小容量、大容量冰箱零售均价.....	20
图表 53: 三门及以上冰箱销量、销售额占比.....	20
图表 54: 波轮、滚筒洗衣机零售均价.....	20
图表 55: 波轮、滚筒洗衣机销量、销售额占比.....	20
图表 56: 不同网购网站同款产品售价比较 (2011 年 12 月).....	21
图表 57: 日日顺模式.....	22
图表 58: 2011 年报业绩预测.....	23
图表 59: 家电板块历史估值 (2012 年 1 月 31 日).....	24
图表 60: 板块 2012 年 PE 比较 (2012 年 1 月 31 日).....	24
图表 61: 国内家电公司估值与国外同行比较 (2012 年 1 月 31 日).....	25
图表 62: 近期产业资本增持和减持情况.....	25
图表 63: 中国消费者信心指数.....	26
图表 64: 第一轮家电消费刺激政策时间表.....	26
图表 65: 青岛海尔盈利指标分析.....	29
图表 66: 2011 年下半年开始美的家电内销出货量增长率低于行业.....	31
图表 67: SEB 订单转移.....	32
图表 68: 可比公司估值表.....	33

行业重点趋势

预计家电行业基本面 Q1 见底，Q2 有望回暖

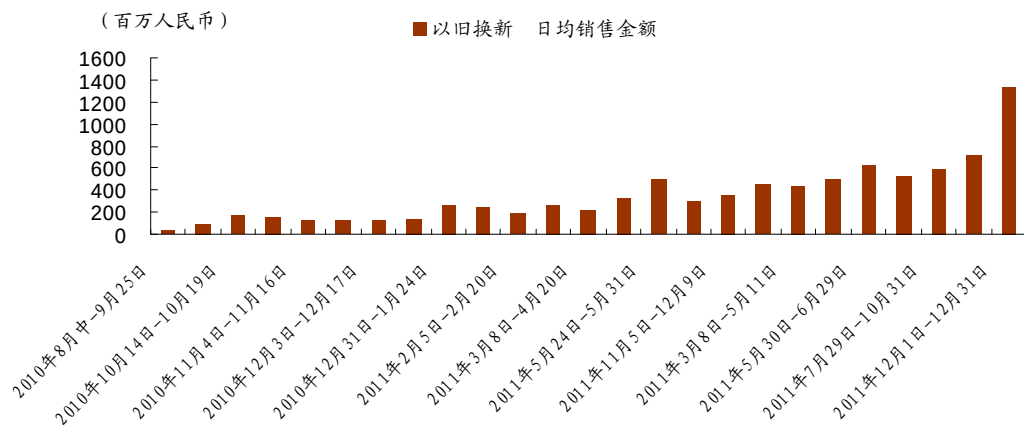
1) 2011 年 Q4 以旧换新政策以及部分省份的家电下乡政策退出导致消费者提前消费，政策末期出现家电消费的翘尾效应，势必透支 2012 年 Q1 需求。2011 年 11 月底，山东、四川、河南三省家电下乡政策截止（三省占家电下乡市场的 1/3），导致部分农村消费者提前消费。家电下乡销售额在 9、10、11 月出现翘尾，销售额同比增长率在 60% 以上，到 12 月下乡销售额同比增长率又下滑至 9%（剔除山东、四川、河南三省影响后的同比增长率）。2011 年 12 月底，家电以旧换新政策截止，导致部分城镇消费者提前消费，销售在 10-12 月出现翘尾。10-12 月以旧换新日均销售呈现明显的上升趋势，10-12 月分别达到 5.7 亿元/日、7.2 亿元/日、13.4 亿元/日。

图表 1：家电下乡销售额增长率在 2011 年 9 - 11 月出现翘尾



资料来源：商务部，中金公司研究部

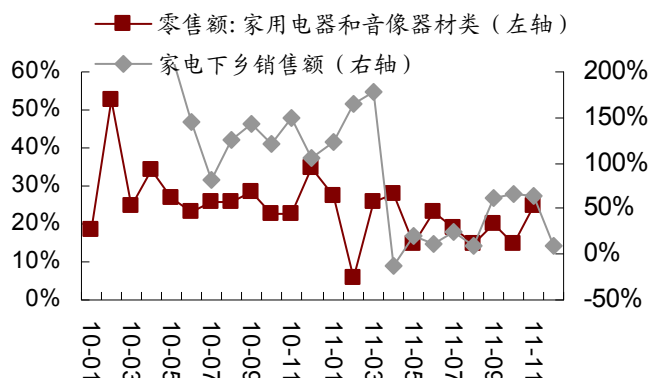
图表 2：以旧换新销售额增长率在 2011 年 10 - 12 月出现翘尾



资料来源：商务部，中金公司研究部

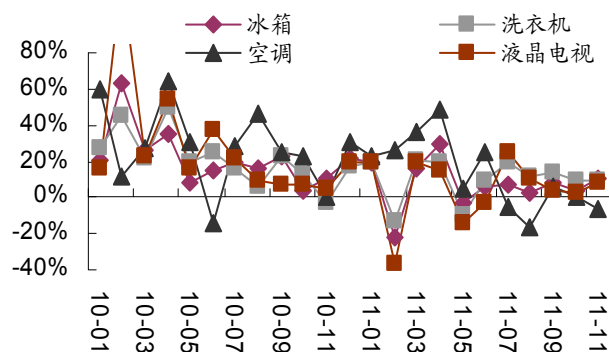
2) 2012 年 Q1 同比基数较高，Q2 同比基数开始下降，行业增长数据回暖的可能性提高。2011 年 5 月开始，家电行业景气度开始下滑，特别是白电销售的下滑。一直快速增长的家电下乡市场在 4 月突然出现增速拐点。家电行业的趋势在行业龙头美的电器的季报中有最典型的体现，其 2011 年 Q1、Q2、Q3 收入规模分别同比增长 96%、34%、9%，而 Q4 将预计下滑 10%。

图表 3: 家电零售以及家电下乡月度增长率



资料来源: 国家统计局, 商务部, 中金公司研究部

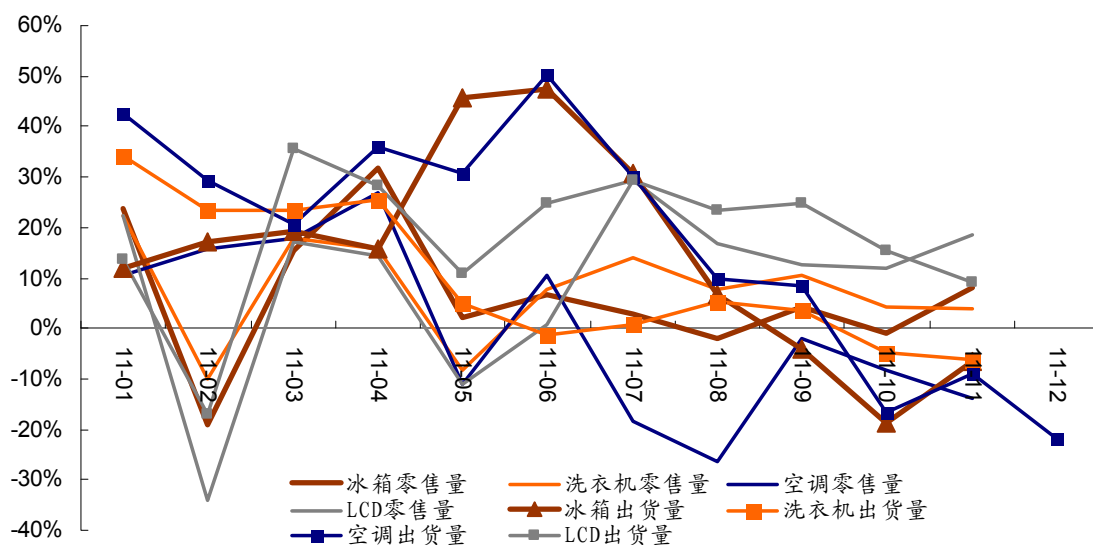
图表 4: 大家电零售额月度增长率



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

3) 2011 年 Q4, 家电行业整体进入清库存阶段。冰、洗、空产品出货量增长率普遍低于零售量增长率。如果消费回暖, 预计 2012 年 Q2 会出现新一轮的补库存。

图表 5: 2011 年 Q4 家电出货量增长率开始普遍低于零售量增长率



资料来源: 产业在线, 中怡康, 中金公司研究部

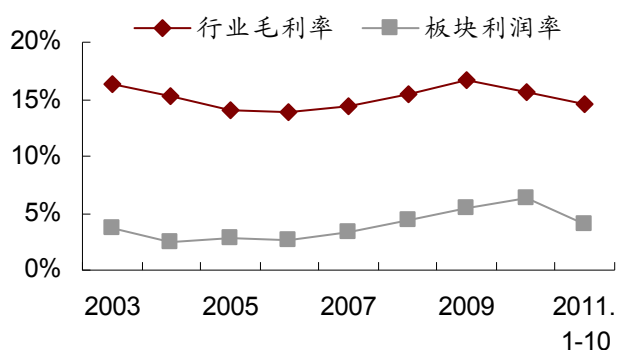
行业处于竞争力提升周期，政策周期处于切换阶段

家电行业当前处于两大周期叠加阶段。首先是 2006 年以来行业竞争力提升大周期，利润率不断提升；其次是 2009 年以来的政策周期，目前是第一轮政策刺激和第二轮政策刺激的切换期，新一轮政策有望陆续推出。

1) 促进行业竞争力提升的一些基本要素在加强

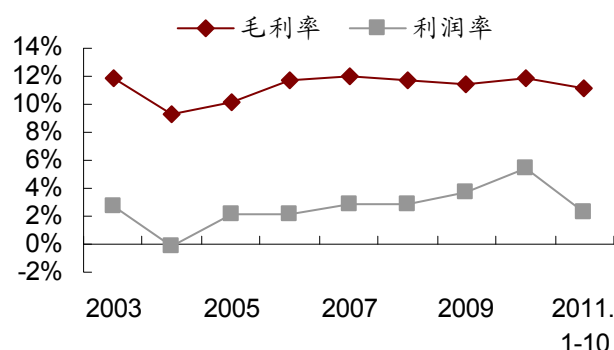
家电行业自 2006 年进入竞争力提升的大周期，盈利能力不断提升。其中最明显的是白电（家用电力器具制造），2006 年至 2010 年毛利率年均增长 0.4 个百分点、利润率年均增长 0.9 个百分点。黑电（家用视听设备工业行业）盈利能力也出现改善，但主要体现为利润率的提升。上市家电企业是家电行业中竞争力最强的企业，家电板块表现的盈利能力上升趋势同行业趋势一致。2009 年是行业毛利率的高点，当时原材料价格暴跌，同时刺激政策也已经推出，具有特殊性。

图表 6：家用电力器具制造行业毛利率和利润率



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 7：家用视听设备工业行业毛利率和利润率



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

除行业增长速度趋缓外，目前支持家电行业从 2006 年进入竞争力提升周期的一些基本要素在加强。

图表 8：进入竞争力提升周期的要素分析

龙头企业竞争力持续加强，市场集中度提高	当前家电行业的马太效应依然很明显，以格力、美的、海尔为代表的龙头企业依托竞争力在不断提升市场集中度。
相对渠道的议价能力持续改善	2006 年之前家电行业同渠道连锁处于全面冲突阶段，家电行业受制于渠道。2006 年国家推出《零售商供应商公平交易管理办法》对大连锁的议价能力有所限制，同时格力、美的、海尔等龙头企业建立起完善的自有渠道，减少对大连锁的依赖。目前，渠道博弈格局的发展依然在向家电企业倾斜。一二级市场渠道开始被网络销售所制衡，三四级市场渠道被家电企业所掌握，同时 2012 年政府部门开始清理整顿大型零售企业向供应商的违规收费。
消费升级趋势加强	消费升级对行业盈利能力的提升最明显的是彩电行业和空调行业。目前彩电行业智能电视、3D 电视的消费升级正在持续。此外，针对各种家电的能效补贴政策有望推出，家电行业消费升级趋势有望加速。
价格竞争改善	家电行业自 2006 年开始已经结束过去的无序竞争状态，但依然竞争激烈。2011 年以价格竞争著称的美的电器开始战略转型，让人看到未来家电行业竞争环境改善的空间。

资料来源：中金公司研究部

2) 政策切换，第二轮家电刺激政策有望推动消费升级

政策对家电板块的表现有极其重要的影响。第一轮家电刺激政策指家电下乡、以旧换新和高能效空调补贴，以刺激家电需求规模为主。2012 年家电下乡销售规模 2585 亿元，以旧换新销售规模 2209 亿元，基本覆盖大家电 2/3 的国内市场。从 2009 年下半年到 2011 年上半年，家电板块受政策周期影响大，经历一轮政策刺激的上升浪，期间 8 个季度中 7 个季度跑赢市场指数。2011 年下半年开始进入第一轮政策退出期，板块连续两个季度明显跑输市场指数。

图表 9：家电板块季度收益

	家电板块收益				相对沪深 300 收益			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2006	14%	22%	1%	23%	-1%	-10%	0%	-23%
2007	64%	44%	28%	0%	28%	8%	-20%	5%
2008	-16%	-34%	-15%	-5%	13%	-8%	4%	14%
2009	37%	23%	7%	41%	-1%	-4%	12%	22%
2010	0%	-25%	21%	10%	7%	-2%	6%	4%
2011	12%	-1%	-19%	-16%	9%	4%	-4%	-6%

注：浅绿色底部为政策刺激期，灰色底部为政策退出期

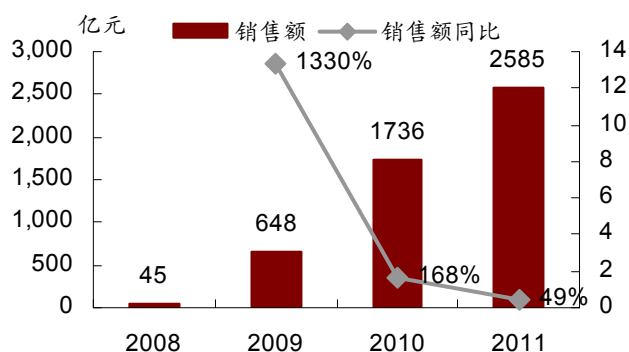
资料来源：Wind，中金公司研究部

目前，我们站在新一轮家电刺激政策的起点。“节能产品惠民工程”政策初始设计范围包括空调、冰箱、平板电视、洗衣机、电机等 10 大类高效节能产品。其中，定频空调补贴已经在 2011 年 6 月结束，电机、照明产品补贴正在实施。预计从第二季度开始将陆续有新的家电消费刺激政策推出。冰箱、空调、洗衣机、变频空调、热水器、彩电等其他家电都有可能纳入补贴范围。

农村市场将继续领跑家电市场

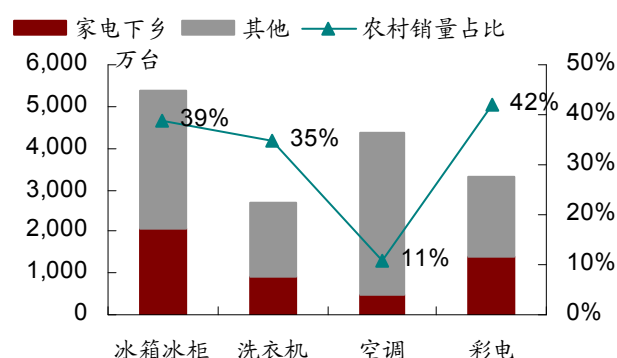
自家电下乡以来，农村市场已经成为增长最快的细分市场。2010 年，农村大家电销售已经占到国内大家电需求的 1/3 强。2010 年 1-10 月，冰箱冰柜、洗衣机、空调、彩电销量在内销中的占比达到 39%、35%、11%、42%。考虑到 2011 年农村空调出现 100% 的爆发性增长，估计空调内销的比重已经提升至 20%。

图表 10: 家电下乡年度销售额



资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 11: 2010 年 1-10 月家电下乡大家电销量国内占比

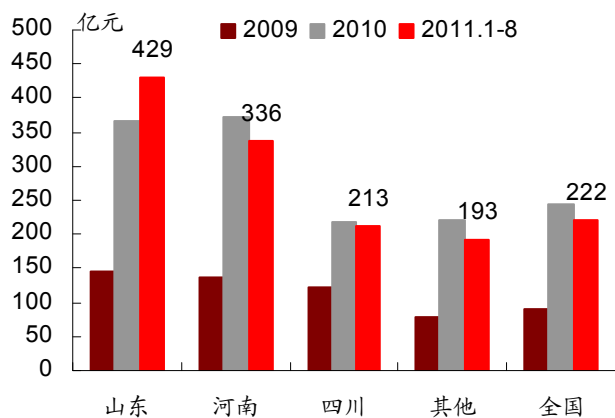


资料来源：产业在线，商务部，中金公司研究部

2011 年 12 月，山东、河南、四川三省（占家电下乡市场 1/3 强）家电下乡政策退出，农村市场爆发性的增长势必不可维持，冰箱由于刺激过度，甚至可能略有下滑。但农村市场总体上依然有望维持稳定较快的增长水平，其中空调和热水器进入普及阶段，增长速度将明显快于其他产品。考虑到农村人口和城市人口 1: 1 的比例，随着农民人口收入的提高，农村家电需占比还有提升空间。

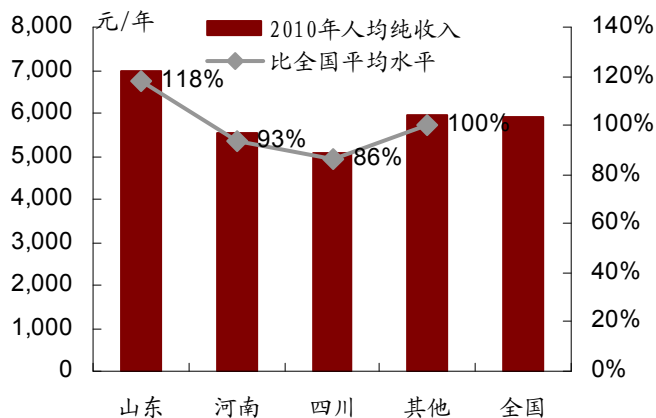
对比各省份农村人口的家电消费力，也可以预见农村可观的增长潜力。山东、河南、四川三省 2008 年就开始执行家电下乡政策，比其他地区要早一年，因此三省政策效果渗透彻底，对农村家电消费潜力挖掘充分。以山东、河南、四川三省的人均消费能力作为标杆，其他省份的农村人均消费力还有较大的提升空间。山东、河南、四川地区农村家电消费能力要高于其他相同人均收入水平的省份。2011 年 1-8 月，山东农村人均消费高于平均水平 93%（人均纯收入高于全国人均 18%）；河南农村人均消费高于平均水平 51%（人均纯收入低于全国人均 7%）；四川农村人均消费低于平均水平 4%（人均纯收入低于全国人均 14%）。

图表 12: 各地区家电下乡年度销售额比较



资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 13: 各地区 2010 年农村人均纯收入比较

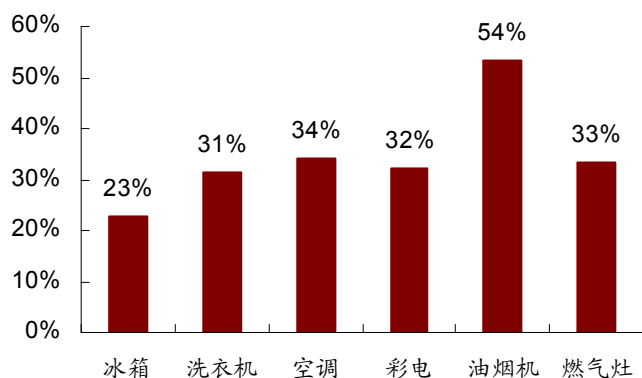


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

新房竣工量将惯性增长，房地产负面影响被夸大

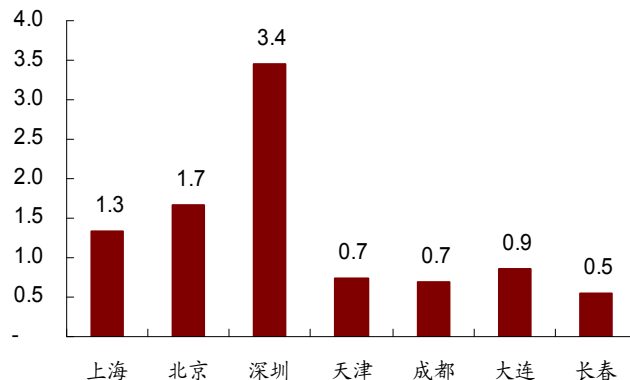
房地产同家电消费存在相关性。经测算，2008-2010年商品房竣工带动国内大家电消费占比基本上达到1/3，具有装修属性的抽油烟机占比更是达到54%。住房销售可分为期房销售、现房销售、二手房销售，我们测算三种销售的比例分别为70%、17%、13%。三种销售对家电需求影响的滞后性不同。房地产行业的调整对家电的风险主要体现在二手房销量的下滑以及未来房地产行业资金链短缺可能造成的工期延误，竣工面积下滑。

图表 14: 2008-2010 年商品房竣工带动国内家电消费占比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

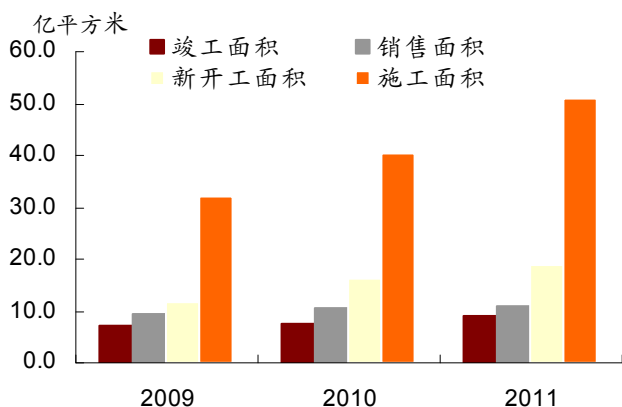
图表 15: 2010 年二手房销量/新房销量



资料来源：各地方统计局，中金公司研究部

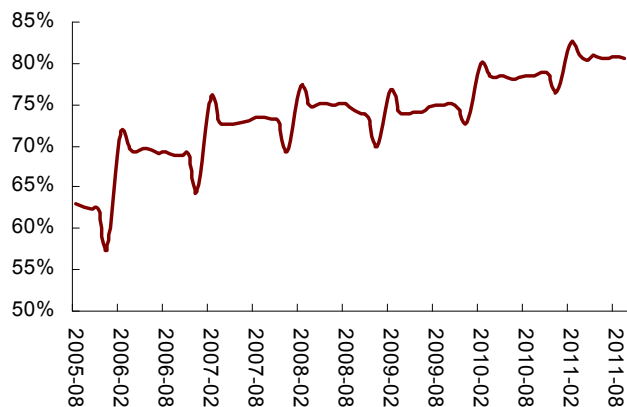
房地产销售调整无法改变未来房地产竣工面积稳步增长的惯性趋势，除非出现行业性工期延误或烂尾楼现象才能改变这一趋势。期房销售制度使得房地产行业在过去积累了大量需要交付的预售房。期房在商品房中的销售面积占比逐年上升，2011年已经达到80%以上。历史上商品房竣工面积和销售面积的比例基本维持在0.8:1，即过去销售的商品房的20%还处于在建中。2011年末商品房施工面积是全年销售面积的4.6倍，竣工面积的5.7倍。如果竣工面积未来增长率为0%，就需要5.7年才能完成所有的施工项目。如果以2011年底商品房施工存量建设周期3年推算，未来竣工面积年复合增长率将在30%以上。因此房地产调整对家电影响的风险被夸大。

图表 16: 商品房施工面积存量巨大



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

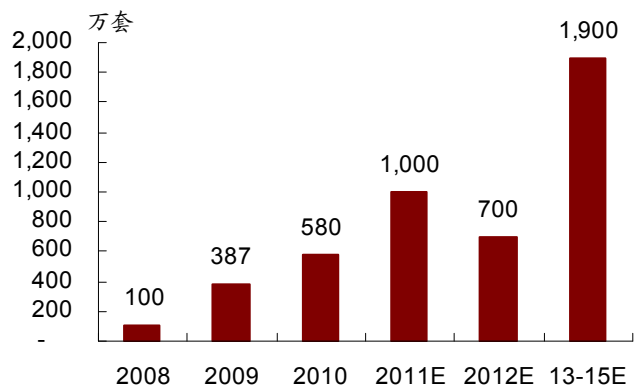
图表 17: 商品房中期房销售面积占比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

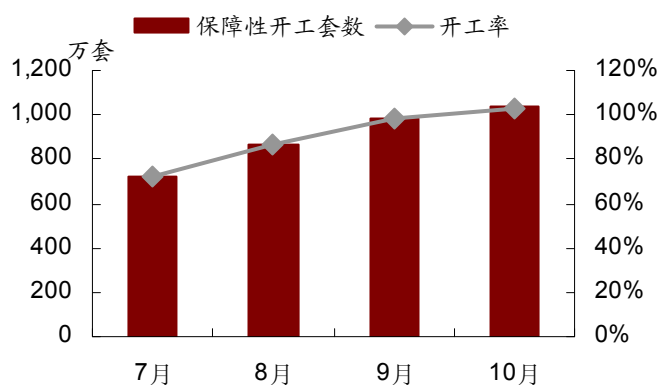
保障房的大量建设对新房销售下降起到对冲作用，这已经体现在当前巨大的施工面积中。2011 年国家保障房开工 1000 万套，2012 年计划开工 700 万台，2013-2015 年计划建设 1900 万套。大量保障房将在 2012 年起逐步交付。

图表 18: 保障房建设计划



资料来源：住房和城乡建设部，中金公司研究部

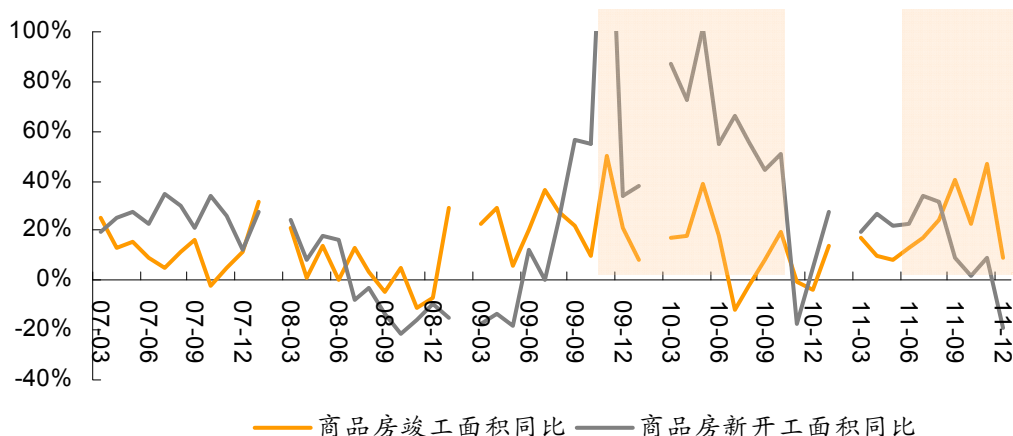
图表 19: 2011 年保障房开工进度比



资料来源：住房和城乡建设部，中金公司研究部

商品住宅建设周期一般在 24-36 个月，并在竣工后 6-12 个月形成家电购买需求。2009 年 8 月到 2010 年 9 月的商品房新开工井喷，意味着最早 2012 年 Q2 可能会见到商品房交付面积同比大幅增长。2011 年 Q3 开始商品房竣工面积同比增长率的上升，意味着 2012 年 Q2 开始可能会见到新房竣工带动的家电需求增长加速。

图表 20: 商品住宅新开工面积在 2009 年 8 月 - 2010 年 9 月出现高增长

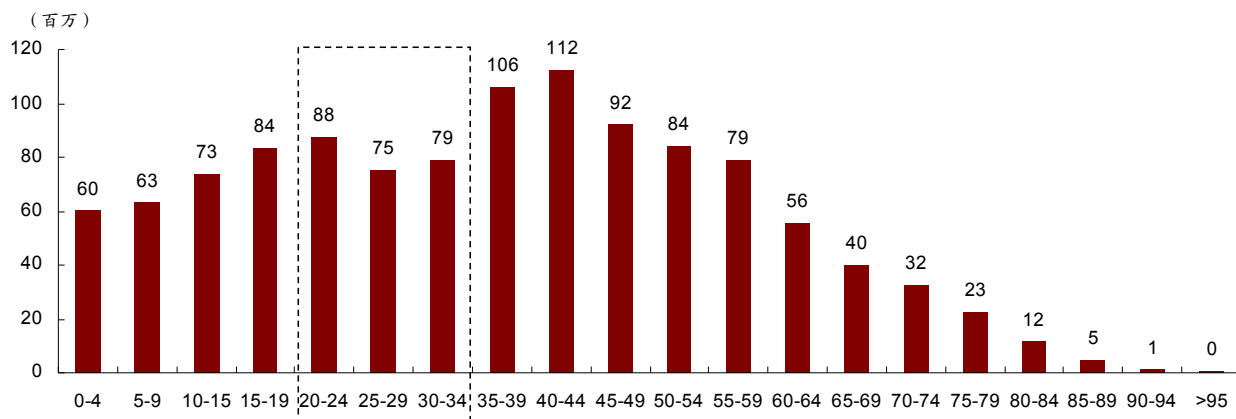


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

交房周期的不同导致二手房、现房以及期房的交易对家电需求影响的滞后性大不相同。估计二手房交易（全国无统一数据）占到国内房地产交易量的 10%-15%，占到当年商品房竣工的 13%-19%。二手房明显集中在大城市。上海、北京、深圳等大城市中心地段新房房源稀缺，城市二手房的交易量要超过新房的交易量。在小城市，由于有充足的新房房源，二手房交易很不活跃。房地产调整影响最大的是二手房市场，因此大城市的家电销售出现回调是可以预期的。同时二手房也会适当拉低商品房交付大幅增长对家电需求的影响。如果新房交付按 30% 增长，二手房交易下滑 50%，那么受房地产带动部分的家电需求增长速度将在 15-20%。

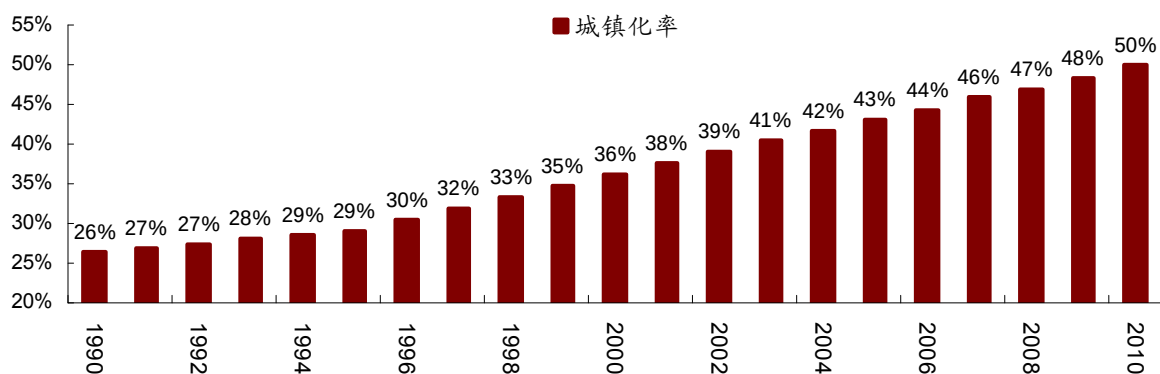
长期看，商品房刚性需求具有长期增长基础：（1）最近几年人口结构导致的结婚潮；（2）城镇化每年以1%的速度提高。

图表 21：2009 年中国年龄结构



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 22：中国城镇化率



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

2012 年家电需求增速预测

2012 年大家电内销将继续增长

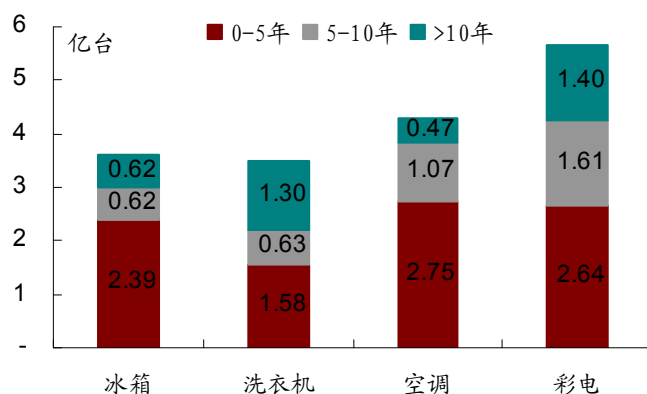
从中国当前的需求结构看,商品房带动的城市新置需求是家电需求的重要动力,而其他的需求在冰、洗、空、彩电的需求结构中有比较大的区别。彩电已经进入更新需求为主的时期。冰箱和洗衣机农村更新需求占比较小,农村新置需求占比较大。空调则处于成长期,从城市需求和工程需求主导向农村需求和工程需求推动转变。

图表 23: 2010 年中国家电需求结构拆分

	冰箱	洗衣机	空调	彩电
城市新置	21%	27%	28%	27%
农村新置	31%	21%	12%	11%
城市更新	28%	32%	32%	29%
农村更新	12%	17%	0%	28%
工程需求	7%	3%	28%	5%

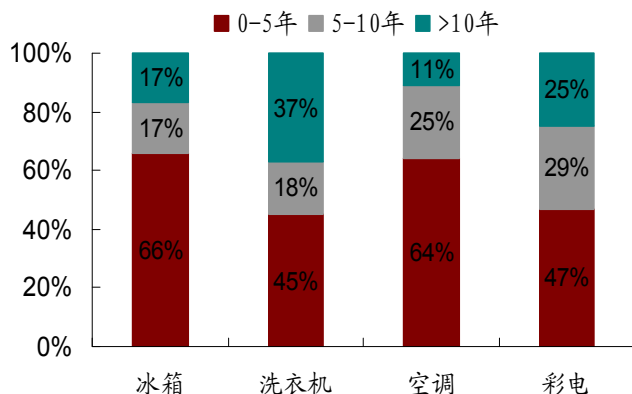
资料来源: 中金公司研究部

图表 24: 2011 年家电存量保有情况



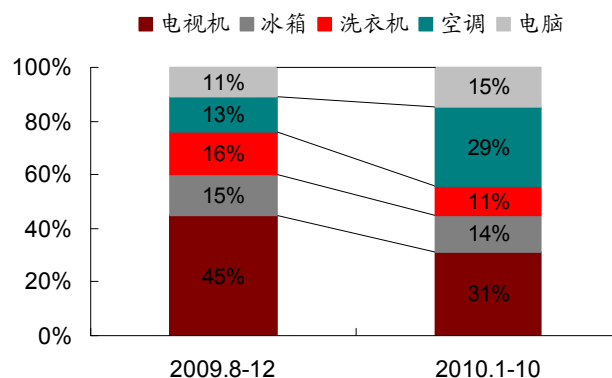
资料来源: 中金公司研究部

图表 25: 2011 年家电存量年限结构



资料来源: 中金公司研究部

图表 26: 家电以旧换新销量结构



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

从产品本身的销售结构看,彩电的更新需求占比是最高的,这一点在以旧换新销售中彩电占比最大得到印证。空调由于普及较晚,更新需求占比是最低的。但从以旧换新销售情况看,空调更新需求增长最快。在以旧换新销售中,空调销量占比从 2009 年的 13% 已经提升至 2011 年的 29%。最近几年在政策刺激下空调能效等级提高明显,消费者对耗电较为敏感,带动了空调的更新周期提前。

结合各产品的消费结构以及旧家电保有情况，各家电产品的需求特点如下：

图表 27: 家电产品需求特点

冰箱	冰箱 2009-2010 年经历了高速增长，这一期间城市更新需求和农村新置需求被激发，潜力基本已经被挖掘（农村新置需求潜力释放充分；10 年以上旧冰箱保有量少），未来销量增长动力较弱。
洗衣机	洗衣机城市更新需求和农村新置需求有一定的释放，但潜力并未被充分挖掘。存量中 10 年以上旧洗衣机的占比高达 37%。
空调	空调 2009-2011 年经历了连续三年的高增长，动力来自于城市新置需求、城市更新需求以及工程需求。进入 2011 年后，农村新置需求成为增长最快的市场，将是未来增长的主动力。 过去几年房地产的牛市带动了空调的需求。城市新置需求的重要性是显而易见的。工程需求自 2007 年开始占比快速提升，从不足 10% 一直提升到目前接近 30%。过去 10 年，城镇非住宅竣工面积同住宅竣工面积的比例基本是 1: 1，办公、旅馆、宿舍、甚至工厂等对空调的需求是不容忽视的。
彩电	彩电的需求已经以更新需求为主导。但分析表明，彩电的更新需求潜力远未被激发。未来智能电视和 3D 电视的普及将激发消费者更新彩电的欲望。

资料来源：中金公司研究部

预计 2012 年 Q1 各类大家电需求将普遍下滑。全年，家电行业内销有望保持正的增长。相比于过去，未来家电行业增长中枢开始下移。投资者未来需要更多地关注家电消费升级带来的企业盈利能力提升。

图表 28: 2012 年家电内销增长率预测

万台	2009	2010	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY
冰箱	3,848	5,113	33%	5,850	14%	5850	0%
洗衣机	2,646	3,390	28%	3,650	8%	3940	8%
空调	3,767	5,157	37%	6,100	18%	6530	7%
LCD	2,431	3,347	38%	3,900	17%	4480	15%

资料来源：中金公司研究部

图表 29: 家电内需增长率预测假设

	冰箱			洗衣机			空调			彩电		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	结构	YoY	YoY	结构	YoY	YoY	结构	YoY	YoY	结构	YoY	YoY
城市新置	21%	10%	12%	27%	10%	12%	28%	5%	8%	27%	9%	10%
农村新置	31%	20%	-2%	21%	10%	10%	12%	80%	30%	11%	10%	0%
城市更新	28%	12%	-5%	32%	8%	5%	32%	15%	-5%	29%	8%	15%
农村更新	12%	10%	0%	17%	0%	5%	0%	0%	0%	28%	10%	12%
工程需求	7%	15%	5%	3%	10%	5%	28%	9%	5%	5%	15%	10%
总体		14%	0%		8%	8%		18%	7%		9%	11%
							LCD 渗透率		83%	89%	92%	
							LCD 增长率			17%	15%	

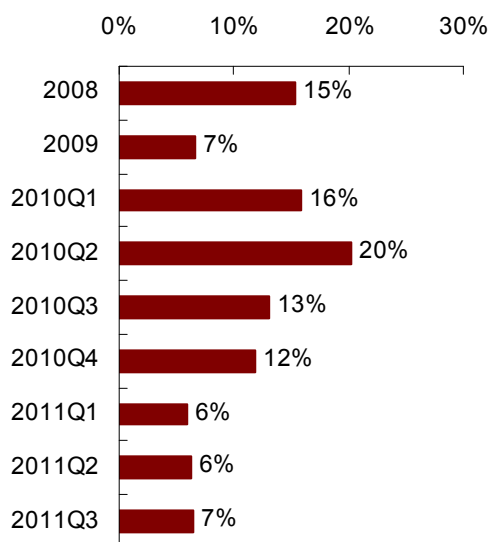
注：（1）由于 2011 年新房竣工增长较快的滞后性影响，2012 年城市新置需求增长要快于 2011 年。这一点判断与市场不同；（2）城市更新中白电增长将由于以旧换新政策的退出而减速，彩电由于产品升级刺激而加速；（3）农村新置需求各产品生命周期不同，冰箱由于过去政策刺激过度会有小幅下滑，但空调的普及刚刚开始。

资料来源：中金公司研究部

厨卫、小家电市场增长预期开始下降

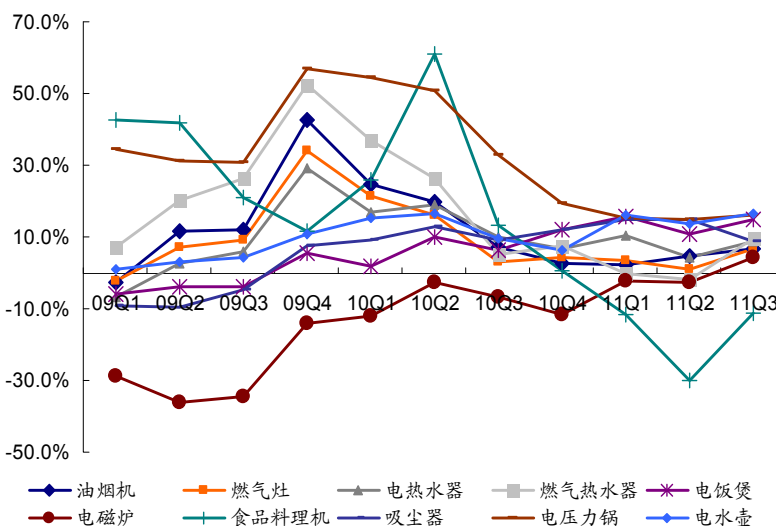
2011 年厨卫及小家电零售额增长率已经下降到 10% 以下，部分品类如食品料理机（包括豆浆机）出现明显下滑，其他很多产品如燃气灶、抽油烟机在第三季度零售量开始有所下降，但均价提升维持了销售额的增长。总体而言厨卫、小家电整体市场增长预期已经开始下降。

图表 30: 厨卫及小家电零售额增长率下降



资料来源：中怡康，中金公司研究部

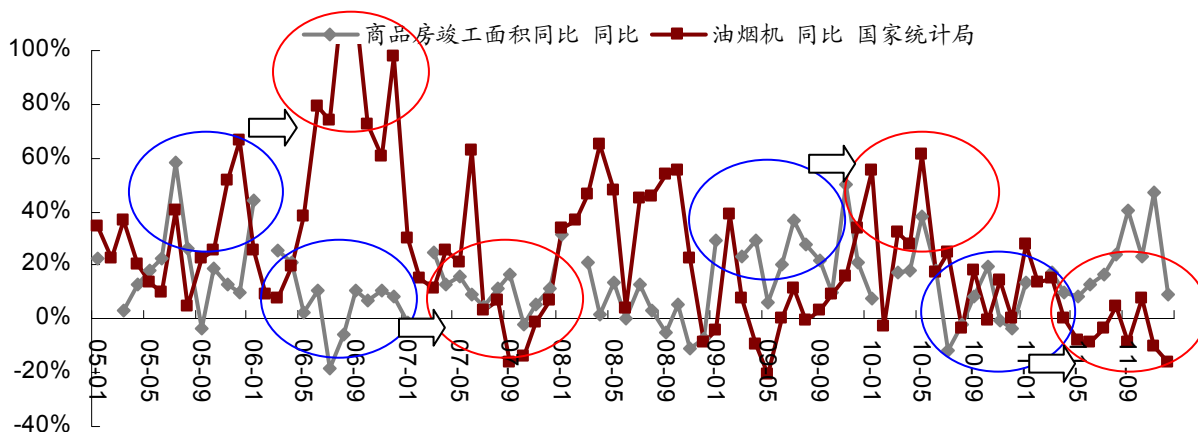
图表 31: 厨卫及小家电产品零售额增长率



资料来源：中怡康，中金公司研究部

油烟机、燃气灶需求同房地产具有密切的联系。历史上油烟机产量增长率同商品房竣工面积增长率图像上存在明显的相关性，商品房竣工的波峰波谷基本上以一年左右的滞后影响油烟机产量（油烟机基本为内销，产量可以很好的代表国内销量）波峰波谷的出现。预计油烟机、燃气灶销量的下滑主要是受到 2010 年商品房竣工出现下滑的影响，这一波谷预计持续时间为半年，因此是暂时的。行业从 2012 年 Q2 开始有望将逐步回暖。

图表 32: 油烟机产量增长率同商品房竣工面积增长率具有相关性



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

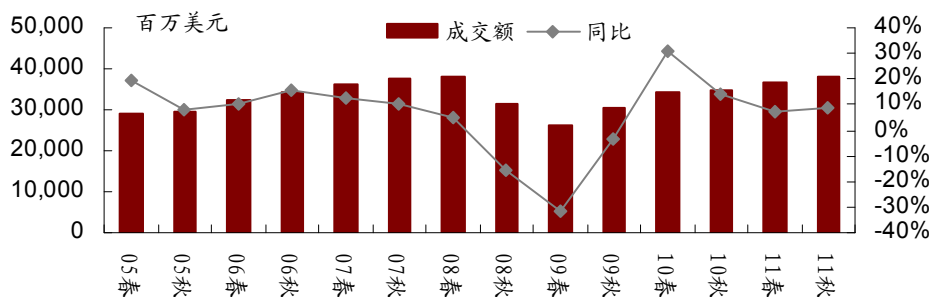
小家电市场 2011 年陷入低增长的原因是缺乏新的体量大，增长快的新品推出。过去电磁炉、豆浆机、电压力锅等重要的小家电接连进入爆发性增长时期，带动了行业的增长。预计短期小家电销售额的增长将依靠智能化带动的销售结构的改善，暂时还未看到体量大，增长快的新品的出现。长期看，小家电也会迎来由农村需求的增长带动行业快速增长的阶段，这正是大家电过去两年所经历的。

2012 年家电出口市场平淡

2012 年家电出口市场预期平淡，但对上市公司业绩影响并不明显，主要是由于家电出口以非上市公司为主。

广交会成交额是中国宏观出口情况的先行指标。从最近的成交情况看，海外需求疲软显而易见，但远未达到金融危机时期的大幅萎缩。

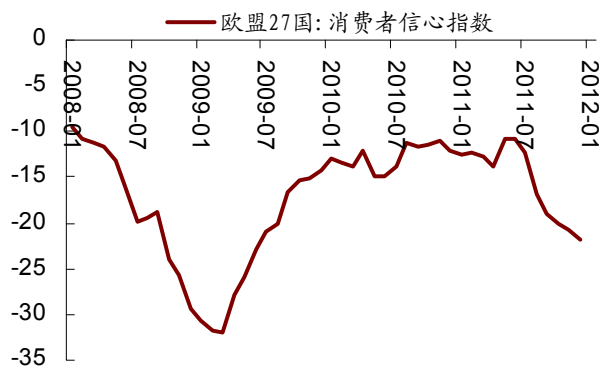
图表 33：广交会成交额推移图（百万美元）



资料来源：广交会，中金公司研究部

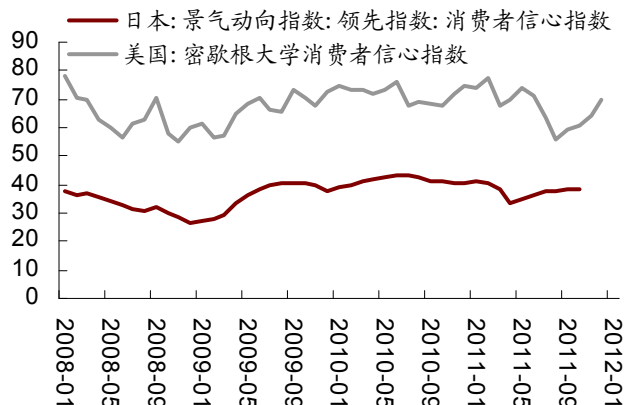
以各主要经济体（以欧盟、日本、美国、澳大利亚代表发达国家经济体，墨西哥代表南美经济体、印度尼西亚代表东南亚经济体、土耳其代表中东经济体）的消费者信心指数作为海外家电需求的重要先行判断指标，预计欧盟将是需求最差的地区，其他的地区消费者信心虽然并不强，但并不很差。美国和印尼的消费者信心具有明显的上升趋势。

图表 34：欧盟消费者信心指数



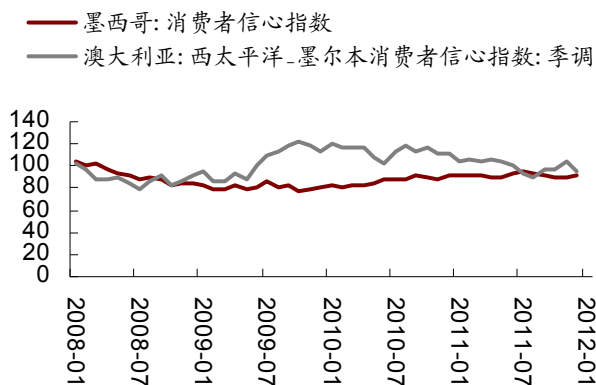
资料来源：欧盟统计局，中金公司研究部

图表 35：日本、美国消费者信心指数



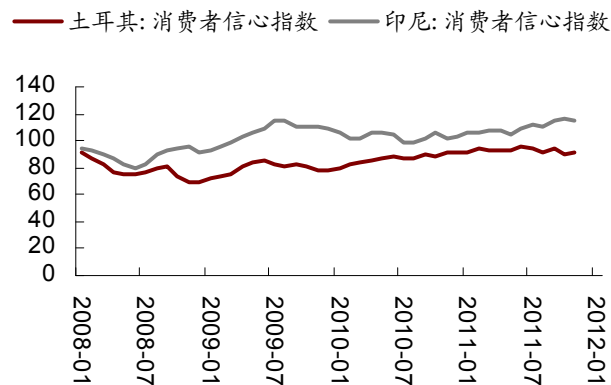
资料来源：日本内阁府，密歇根大学，中金公司研究部

图表 36: 墨西哥、澳大利亚消费者信心指数



资料来源: 墨西哥银行, 墨尔本学院, 中金公司研究部

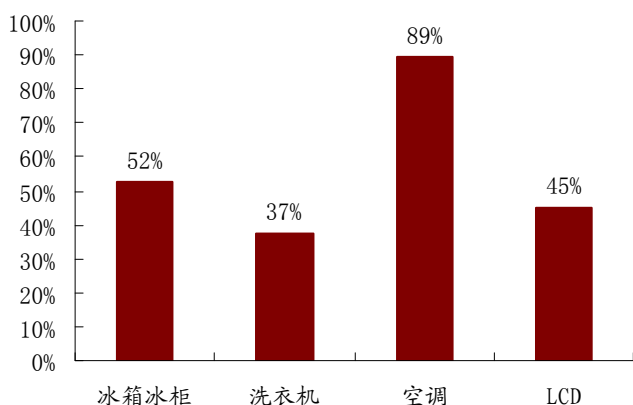
图表 37: 土耳其、印度尼西亚消费者信心指数



资料来源: 土耳其央行, 印尼央行, 中金公司研究部

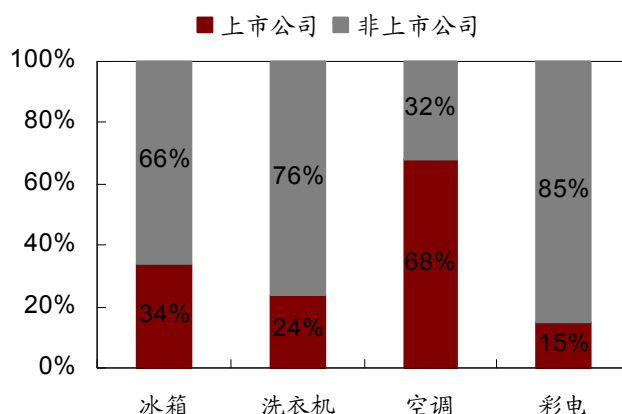
中国家电行业具备全球制造优势, 但以 OEM 为主。其中空调的全球产能基本已经转移到中国; 冰箱、洗衣机、彩电产能向中国转移的空间还颇大。特别是彩电产能向中国转移的速度最近几年将加速。主要是由于中国面板产业的发展打通上下游产业链, 而日本企业出于成本考虑大量向中国转移产能。

图表 38: 2010 年中国主要家电产品全球产量占比



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表 39: 2011 年 1-11 月出口销量结构



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

空调的出口主要由上市公司 (格力、美的) 生产外, 冰箱、洗衣机和彩电出口则主要由非上市公司生产。其中冰箱和洗衣机出口以沿海的小企业为主, 彩电出口以台资企业代工为主。因此可以说出口市场的波动对家电上市企业业绩的影响是较弱的。

从出口目的地分析, 冰箱的出口主要集中于欧美地区。2012 年全球经济最让人担心的就是欧盟。因此预计冰箱受到的影响最大。未来冰箱出口订单的增长将主要依赖新兴市场国家订单向中国的转移; 洗衣机出口订单的增长将主要来自于发达国家订单向中国的转移; LCD 电视出口订单的增长主要来自于日本企业全球销售订单向中国的转移; 空调的订单有赖于全球空调需求量的增长。

图表 40：2011 年中国家电出口销量地区构成

	亚洲	欧洲	美洲	非洲	大洋洲	
冰箱	23%	43%	24%	7%	3%	
洗衣机	49%	21%	18%	10%	1%	
	亚洲	欧洲	北美洲	南美洲	非洲	大洋洲
空调	36%	19%	21%	18%	4%	1%
LCD	33%	15%	39%	7%	2%	4%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

预计 2012 年空调缺乏新的产能转移，出口量将出现暂时的停滞；冰箱受欧洲地区影响，出口量仅能小幅增长 4%；液晶电视将受益于日本企业向中国的订单转移而增长 15%。

图表 41：2012 年出口销量增长率预测

万台	2009	2010	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY
冰箱	1,557	1,828	17%	1920	5%	2000	4%
洗衣机	1,300	1,693	30%	1900	12%	2090	10%
空调	2,819	4,339	54%	4800	11%	4800	0%
LCD	3,966	5,149	30%	5380	4%	6200	15%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 42：家电出口增长率预测假设

冰箱	亚洲	欧洲	美洲		非洲	大洋洲	合计
2010 结构	22%	44%	25%		6%	2%	
2011YoY	11%	2%	0%		16%	12%	4%
2012YoY	8%	-2%	5%		20%	15%	4%
洗衣机	亚洲	欧洲	美洲		非洲	大洋洲	合计
2010 结构	49%	27%	14%		9%	1%	
2011YoY	15%	-12%	48%		33%	40%	14%
2012YoY	10%	0%	10%		30%	20%	10%
空调	亚洲	欧洲	北美洲	拉丁美洲	非洲	大洋洲	合计
2010 结构	37%	13%	17%	23%	8%	2%	
2011YoY	0%	52%	33%	-20%	-41%	-46%	4%
2012YoY	5%	-20%	-10%	20%	20%	10%	0%
LCD	亚洲	欧洲	北美洲	南美洲	非洲	大洋洲	
2010 结构	27%	16%	47%	5%	1%	3%	
2011YoY	67%	23%	11%	114%	100%	49%	35%
2012YoY	20%	5%	5%	50%	50%	30%	15%

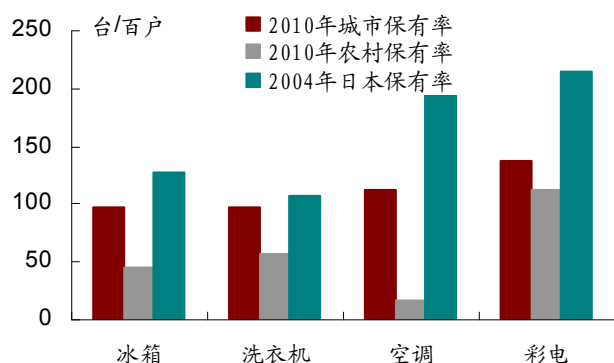
资料来源：海关总署，中金公司研究部

消费升级有望全面提速

销量天花板临近，消费升级重要性凸显

中国家电行业销量增长已经进入增长期的后期。每百户家庭保有量上限、人口规模、工程需求规模、更新速度是决定未来家电天花板的主要因素。冰箱的天花板触手可及；彩电更新速度较快，销量还具有翻倍的空间，但目前更新需求并未被完全激活；空调受益于较高的家庭保有量上限和工程需求，销量还有60%以上的增长空间。

图表 43：每百户家庭家电保有率



资料来源：国家统计局，日本统计局，中金公司研究部

图表 44：大家电天花板测算（万台）

	冰箱	洗衣机	空调	彩电
天花板	6,000	5,500	10,000	10,400
销量 2011E	5850	3650	6100	4400
空间	3%	51%	64%	136%
重要假设 1: 保有率（台/百户）				
城市	100	100	180	180
农村	90	80	50	150
重要假设 2: 换新速度（年）				
城市	8	8	10	8
农村	12	12	12	12
重要假设 3: 非家庭需求占比				
	7%	0%	30%	5%

资料来源：中金公司研究部

注：彩电包括 CRT、LCD、PDP，目前 LCD 销量占比已经在 90% 以上。我们认为彩电将重回家庭娱乐中心地位，家庭保有量有接近 2 台每户的可能。

虽然家电的销量天花板越来越近，但投资者还是需要乐观一点，因为销售额的天花板要更远些。未来消费升级带动的销售额增长将同销量增长同样重要。如果借鉴日本家电产品的销售均价，白电行业的销售规模还具有翻倍的空间。当前变频空调均价高出定频空调均价 30% 以上，滚筒洗衣机均价高出波轮洗衣机均价 100% 以上，大容量冰箱均价高出小容量冰箱均价 100% 以上。因此，冰箱、洗衣机销量天花板虽然较近，但消费升级空间大。空调消费升级带动的单价提升空间反而没有冰箱和洗衣机大，需要靠量的增长来弥补。

图表 45：2010 年家电零售均价比较（元/台）

	冰箱	洗衣机	空调
单门和双门	1,969	波轮 1,702	定频 2,731
三门及以上	4,633	滚筒 3,604	变频 3,658
比值	2.4	2.1	1.3

资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 46：2009 年中日家电零售均价比较

	冰箱	洗衣机	空调	LCD
中国（元/台）	2,788	1,901	2,986	4,548
日本（元/台）	6,983	4,355	5,765	N/A
比值	2.5	2.3	1.9	

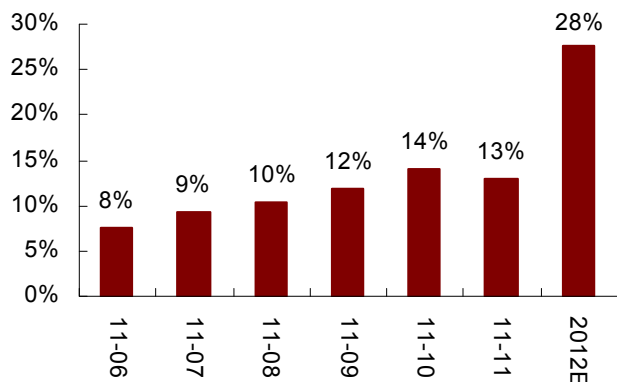
资料来源：中怡康，日本电机工业协会，中金公司研究部

消费升级有望全面提速，智能电视将是热点

2012 年彩电行业智能化和 3D 化的消费趋势将是市场热点，行业格局有望发生大的变化。空调变频化、冰箱大容量化、洗衣机滚筒化的趋势也值得关注。

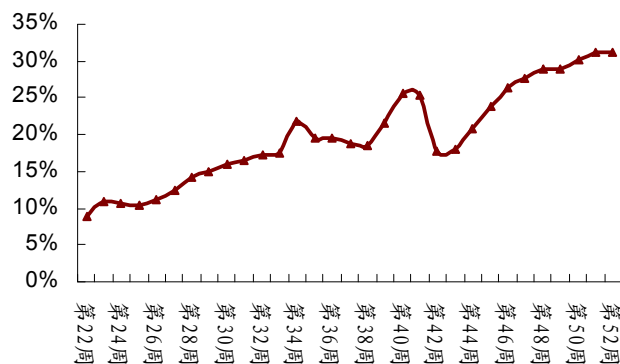
智能电视将带来电视内容应用的革命，3D 电视的发展带来显示技术的革命，这一趋势将重新塑造彩电行业。2012 年随着苹果以及联想等企业参与智能电视推广，智能电视将引起消费者更多的关注。中国的彩电由于内容缺乏吸引力已经失去家庭娱乐中心地位，开机率日趋下降，更新速度慢。彩电更新速度慢导致彩电销量在低水平徘徊。智能电视将赋予彩电互联网的内容，一扫内容匮乏的劣势。此外 3D 电视的普及将加强彩电的显示优势。**内容革命+显示技术革命将加强彩电娱乐中心的地位，带动彩电销量增长。**

图表 47: 2011 年智能电视城市市场渗透率



资料来源：AVC，中金公司研究部

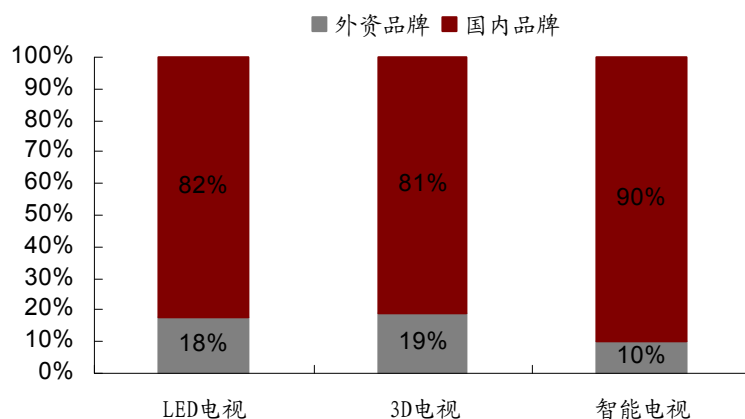
图表 48: 2011 年 3D 电视城市市场渗透率



资料来源：AVC，中金公司研究部

电脑的操控方式是键盘+鼠标，平板电脑的操控方式是触摸屏，传统彩电的操控方式是遥控器。未来智能电视通过无线多屏互动、体感、音控的方式进行操控，将极大地改善消费者体验。这一趋势在 2012 美国 CES 展上已经显露。操控方式和内容的改变已经使得智能电视不同于传统电视，其创新性有如平板电脑对笔记本。因此，可以预见未来智能电视将重新塑造彩电行业。过去彩电技术升级以外资品牌主导，市场分额也是随着价格下降逐渐由外资向内资倾斜。但电视智能化是内容升级，不同于技术升级，其技术是普通 IT 技术在电视上的应用，国内外企业站在同一起跑线上。**智能电视开发上，国内企业比国外企业更加积极也更加激进，因此互联网电视、智能电视从一开始就是国内品牌占据主导地位。**外资品牌在中国市场直到 2011 年才开始重视智能电视，其市场份额才略有提高，达到 10%。彩电产品不断升级为行业带来盈利机会。消费电子行业的投资机会往往来自于产品升级带动的消费升级。2011Q4 海信电器业绩大幅超预期就是明证。在这一趋势中，我们重点推荐国内产品研发能力和成本控制能力最强的海信电器。

图表 49: 2011 年 1-10 月主要产品分品牌阵营销量结构

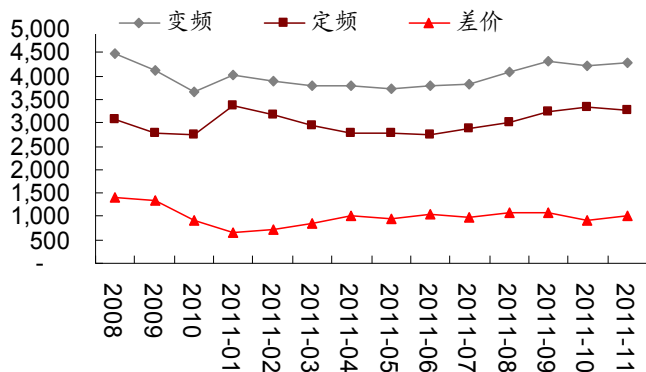


资料来源：AVC，中金公司研究部

变频空调的普及是具有波动性的。首先是在高效定频空调补贴期间，由于补贴导致变频空调与定频空调价差增大，导致一段时间销量占比短暂的下滑。2012 年由于稀土价格的暴涨带动变频压缩机成本大幅上升，变频空调的销量占比又出现短暂的下滑。但总体而言，变频空调销量占比提升的趋势不改。如果 2012 年能够推出变频空调补贴，拉低变频同定频的价格差，变频空调渗透率有望大幅提升，格力电器、美的电器、青岛海尔将因此受益。此外，高能效

变频空调出货量一旦提高，将带动电磁膨胀阀（目前一、二级能效的变频空调才使用电磁膨胀阀）的需求快速增长，三花股份将因此受益。

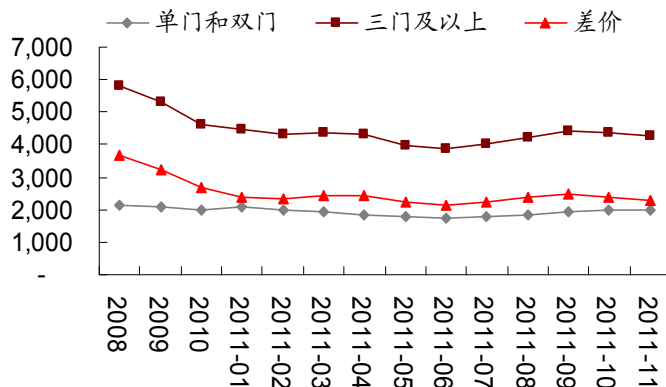
图表 50: 变频空调、定频空调零售均价



资料来源：中怡康，中金公司研究部

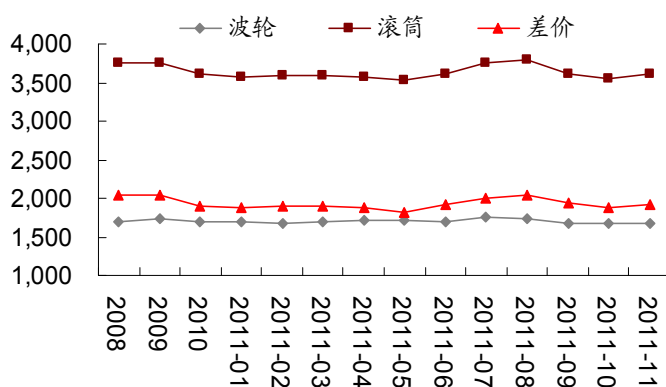
冰箱和洗衣机的消费升级速度较为缓慢。最近几年，大容量冰箱的价格下降较快，带动销量占比提高速度较快。滚筒洗衣机的零售均价较为稳定，同波轮的价格差也变化不大，虽然滚筒的销量占比也在提高，但增长速度明显要缓慢。如果有针对冰箱和洗衣机的能效补贴，预计将加快冰箱和洗衣机的消费升级速度。

图表 52: 小容量、大容量冰箱零售均价



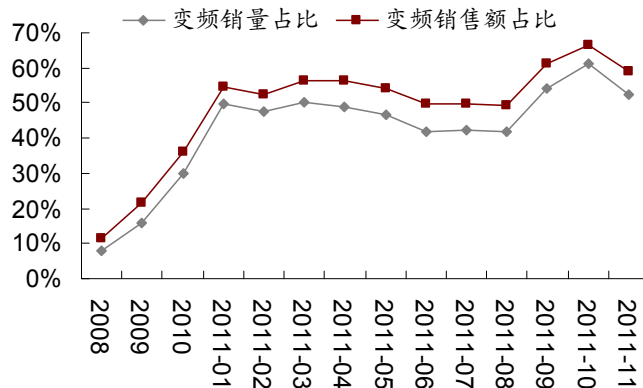
资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 54: 波轮、滚筒洗衣机零售均价



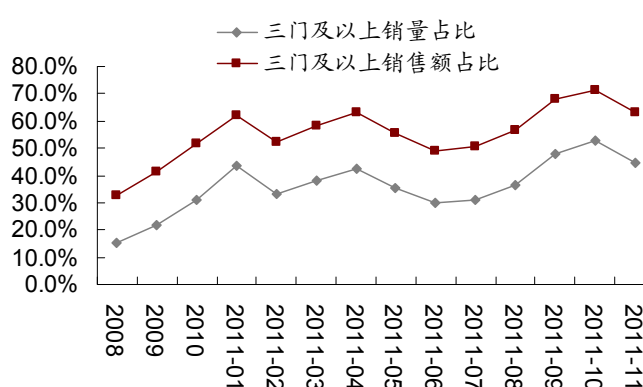
资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 51: 变频空调销量、销售额占比



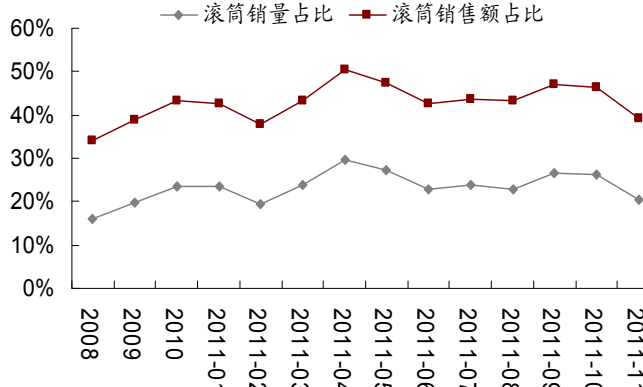
资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 53: 三门及以上冰箱销量、销售额占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 55: 波轮、滚筒洗衣机销量、销售额占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部

渠道朝有利于家电企业的方向发展

家电企业相对渠道的议价能力持续改善。一二级市场渠道开始被网络销售所制衡，三四级市场渠道被家电企业所掌握，同时 2012 年政府部门开始清理整顿大型零售企业向供应商的违规收费。

家电大连锁控制力逐渐减弱

国美苏宁为代表的家电大连锁在一二级市场占据主导地位，并依靠渠道垄断向供应商收取各项不合理费用。但近期的趋势表明，家电大连锁在一二级市场主导地位逐受网购冲击，向三四级市场下沉表现不佳，近期国家五部委对零售商乱收费的整治也有望一定程度上制约大卖场。

近年来京东、新蛋、库巴等家电网购的兴起对国美苏宁发起了挑战，网购渠道价格明显低于国美苏宁实体店，购物体验方便快捷，吸引了大批消费者，2011 年预计京东收入约 300 亿，约相当于国美苏宁各自收入的 30%，网购渠道已成为家电制造商的重要销售渠道。由于渠道的分流，中怡康、奥维咨询等检测实体店家电销售的数据，其增长率将低于实际增长率。

图表 56：不同网购网站同款产品售价比较（2011 年 12 月）

分类	品牌	型号	京东	库巴	价格 新蛋	苏宁易购	国美网商
空调	海尔	海尔（Haier）BCD-268WBCS 268升	5,679	5,699	5,999	5,760	6,079
		海尔（Haier）BCD-290W 290升	4,099	3,799	4,099	3,699	4,080
彩电	海信	海信（hisense）TLM42V66CZ 42英寸	2,699	2,699	2,799	2,989	3,999
		海信（hisense）LED32K01Z	1,999	1,999	1,999	2,092	2,297
	TCL	TCL L40P7200-3D 40英寸 3D LED	4,499	4,899	4,690	4,273	4,988
	创维	创维（Skyworth）42E96RS 42英寸	6,599	6,599	6,599	7,600	7,166
电饭煲	苏泊尔	苏泊尔（supor）CFXB40FD11-75	239	239	239	239	203
		苏泊尔（supor）CFXB40HC2-120	889	880	889	839	849
	美的	美的（midea）FD302	199	269	269	198	269
		美的（midea）FS406	299	399	399	399	399
豆浆机	九阳	九阳(joyoung) 豆浆机JYDZ-510W	249	238	289	239	249
		九阳（joyoung）豆浆机DJ13B-D08	449	399	449	399	449
平均			2,325	2,343	2,393	2,394	2,586

资料来源：网上报价，中金公司研究部

国美苏宁 2010 年开始加快在三四线低层级市场的开店步伐，主要采取自营店模式，加盟店为补充，截至 2011 年中，苏宁三四级市场共有 477 家门店，占总门店数量 33%，但到目前为止三四级市场门店经营并不理想，2011 年上半年三四线城市门店的同店增长分别只有 5.6%和 3.4%。

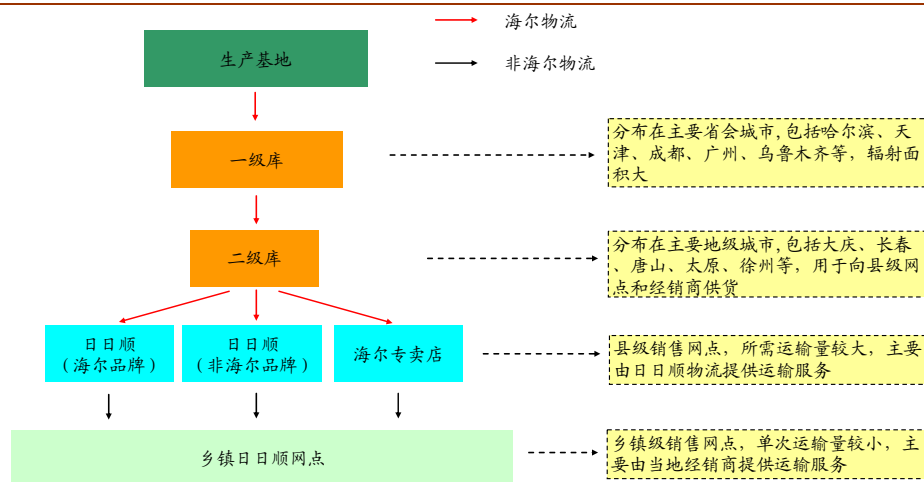
家电龙头对三四级市场掌控力强

三四级市场渠道分布相对多元化，家电大连锁的影响力并不强。家电企业的分销渠道和区域家电连锁是主要的力量。以汇银家电为代表的区域家电连锁在各自优势区域有自己的生存空间，他们往往能够占据较好地理位置，更了解当地市场，多年经营积累了自己的顾客群，在区域市场能够应对国美苏宁的冲击。但其区域性也决定了对家电企业的议价能力远没有国美、苏宁强势。

家电企业一直努力自建销售渠道，减少对家电大连锁渠道的依赖，增强对销售渠道掌控力。格力电器、青岛海尔、美的电器和创维等家电龙头在三四级市场已经建立起由企业控制，覆盖全国的销售渠道。凡是能够在全国市场建立自己的销售渠道，减少对家电大连锁依赖的企业，其盈利能力是高于行业的。但还有很多二线品牌因为产品线不丰富，品牌号召力弱，单品牌专卖店对消费者吸引力有限，难以支撑门店的费用。

面向乡镇的四级市场，海尔日日顺模式发展很快，未来将是四级市场渠道龙头。海尔日日顺模式面向县级以下市场，通过吸引当地家电经销商加盟的方式拓展销售网络，以安徽为例，日日顺门店计划做到一县一点（500 平米），一镇一点（100 平米）。初期主要销售海尔品牌产品，凭借海尔产品良好销量和盈利能力吸引优质经销商加盟，培养经销商忠诚度。现在日日顺努力加大对非海尔品牌产品的销售比例，主要代理一些缺乏三四级市场销售渠道的家电和 3C 品牌，包括一些外资品牌如 GE、SHARP 和国内二三线品牌如爱仕达等。海尔物流和售后服务业务的整合也极大增强了日日顺模式对品牌和经销商的吸引力。2011 年非海尔品牌销售收入预计达到 60 亿以上，占青岛海尔收入 8% 左右，较 2010 年 5% 有大幅提高。公司计划 5 年内第三方品牌收入占比达到 50%，即 400-500 亿左右的规模。目前日日顺已经在山东、安徽、河南、福建等省市成立了 14 家合资公司，将山东安徽等地的成功经验向其他省市推广。

图表 57：日日顺模式



资料来源：公司资料，中金公司研究部

业绩预测及投资建议

年报业绩预测

除彩电企业外，家电企业第四季度的业绩是普遍低于预期的（目前市场已经对这一预期做了修正），这也是对 2011 年上半年市场线性思维，上调白电企业业绩预期的修正。预计 2012 年 Q1 行业基本面见底时，市场将进一步对家电行业盈利增长做出线性修正，届时很可能出现矫枉过正的现象。

基于对 2012 年 Q2 家电行业回暖以及行业处于盈利能力提升大周期的判断，我们预计 2012 年家电龙头的业绩继续保持增长是大概率事件，但对增长速度的预期已经有所下调。

家电行业的格局已经完全确立。行业龙头格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔的发展前景要好于其他二线品牌。从估值角度考虑，龙头也具有估值优势。因此，家电行业价值投资的机会大部分来自于龙头企业。

图表 58: 2011 年报业绩预测

股票代码	公司 名称	营业收入						净利润						EPS	
		1Q11	2Q11	3Q11	1-3Q11	4Q11E	2011E	1Q11	2Q11	3Q11	1-3Q11	4Q11E	2011E	2011	2012
白色家电															
600690.CH	青岛海尔	16,478	21,516	18,837	56,832	16,249	73,081	531	996	729	2,256	494	2,750	1.03	1.20
	YoY	23%	14%	20%	17%	36%	21%	47%	8%	40%	25%	148%	35%		
000527.CH	美的电器	30,481	31,556	19,841	81,878	15,601	97,479	711	1,264	905	2,880	655	3,535	1.04	1.27
	YoY	96%	34%	9%	43%	-10%	31%	18%	12%	2%	10%	31%	13%		
000651.CH	格力电器	17,274	22,965	23,835	64,075	18,460	82,535	935	1,273	1,565	3,773	1,565	5,338	1.77	2.09
	YoY	69%	54%	24%	45%	12%	36%	46%	36%	19%	31%	13%	25%		
小家电															
002032.CH	苏泊尔	1,917	1,562	1,842	5,321	1,850	7,171	142	89	121	353	143	495	0.86	1.05
	YoY	36%	27%	23%	29%	24%	28%	34%	22%	12%	22%	23%	23%		
002242.CH	九阳股份	1,225	1,372	1,410	4,007	1,345	5,352	122	153	175	450	118	569	0.75	0.85
	YoY	45%	-12%	-11%	0%	0%	0%	47%	-20%	-9%	-3%	-5%	-4%		
002403.CH	爱仕达	519	507	548	1,574	641	2,215	25	8	-0	32	25	57	0.24	0.25
	YoY	6%	2%	10%	6%	13%	8%	17%	-40%	-102%	-38%	138%	-8%		
002035.CH	华帝股份	409	498	517	1,424	745	2,169	17	39	31	92	67	160	0.72	0.77
	YoY	19%	18%	24%	20%	65%	33%	42%	77%	50%	70%	0%	32%		
彩电															
600060.CH	海信电器	4,994	4,805	6,666	16,464	7,038	23,503	264	254	368	886	803	1,689	1.94	2.34
	YoY	-5%	13%	14%	7%	19%	11%	92%	131%	75%	94%	113%	102%		
000100.CH	TCL 集团	13,374	13,981	16,529	43,884	19,704	63,587	223	315	287	826	240	1,066	0.13	0.15
	YoY	12%	24%	27%	21%	26%	23%	245%	239%	659%	323%	1%	146%		
000016.CH	深康佳 A	3,340	3,526	4,546	11,411	4,600	16,012	-77	-118	31	-164	112	-52	-0.04	0.04
	YoY	-22%	-4%	0%	-9%	-1%	-6%	-316%	-874%	199%	-368%	391%	-162%		
600839.CH	四川长虹	10,538	12,450	13,179	36,167	16,160	52,327	103	128	43	274	137	412	0.09	0.13
	YoY	19%	27%	23%	23%	30%	25%	1734%	266%	-19%	192%	-31%	41%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

板块估值处于历史低位，龙头估值已经同国际接轨

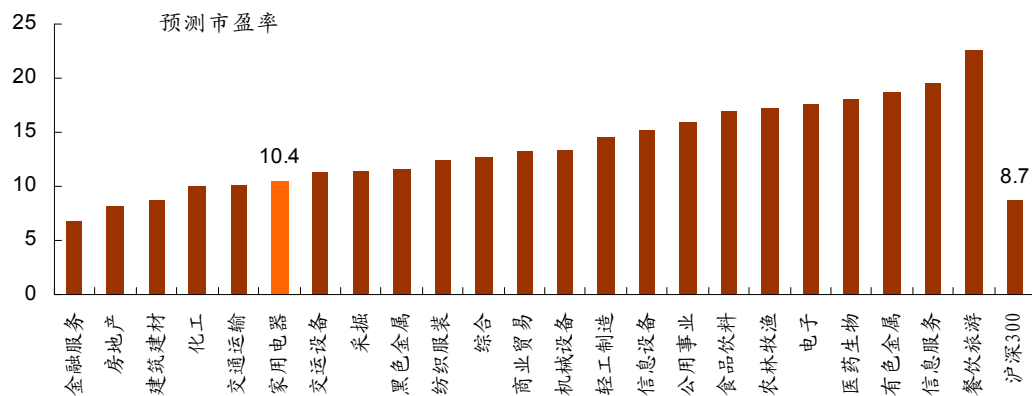
当前家电板块的滚动 PE 估值已经 14X，处于历史底部区间（历史最低点，均值- δ ）12X-16X 之间。明显低于历史平均值 25X。

图表 59：家电板块历史估值（2012 年 1 月 31 日）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 60：板块 2012 年 PE 比较（2012 年 1 月 31 日）



资料来源：Wind，中金公司研究部

选取同家电龙头格力、美的、海尔、海信业务类似的海外家电龙头对比，国内龙头股的估值已经同国际接轨。除三星电子外，其他企业业务集中在家电，可比性很高。而海外彩电企业难以找到业务单一的企业，三星电子作为全球彩电龙头，且盈利能力处于高位使得其同海信和创维具有很好的可比性。

图表 61：国内家电公司估值与国外同行比较（2012 年 1 月 31 日）

行业	公司	市值 (百万美元)	2010	市盈率 2011E	2012E
制冷龙头	格力电器	8,129	12.8	10.3	8.7
	大金	8,481	14.2	12.6	11.7
综合白电	青岛海尔	3,920	12.1	9.0	7.7
	美的电器	6,856	13.8	12.2	10.1
	惠而浦	4,109	6.6	5.7	9.2
	伊莱克斯	5,775	9.4	14.5	11.2
	阿奇立克	2,995	10.2	9.7	8.5
	海信电器	1,931	14.6	7.2	6.0
彩电	创维	1,140	7.3	6.4	5.7
	三星电子	14,530	16.3	9.0	8.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

产业资本密集增持

由于家电板块估值处于底部区间，近期出现产业资本密集增持。四川长虹、美的电器、小天鹅、海信电器、美菱电器陆续出现大股东（大股东一致行动人）以及高管增持。但也有个别的公司，如三花股份出现大股东减持现象。家电配件子行业历来估值明显高于家电制造企业，未来存在着整体估值下移的风险。

图表 62：近期产业资本增持和减持情况

公司	时间	增持主体	增持股份	股份占比	增持均价	增持金额	其他
小天鹅	2011年12月15日至 2012年1月16日	美的电器	6,319,556股	1%	8.3元/股	0.52亿元	12个月内，增持公司A股股份比例不超过公司总股本的2%
美的电器	2011年11月23日至 12月29日	美的集团	67,571,513股	2%	11.84元/股	8.00亿元	增持完毕
四川长虹	2011年10月28日 至10月31日	虹扬投资	25,831,137股	0.56%	2.61元/股	0.67亿元	虹扬投资由长虹集团高管及部分骨干员工与四川长虹高管及部分骨干员工作为股东以自有资金出资组建。三年内，虹扬投资累计增持不超过总股本的5%（含本次购买股份）。
海信电器	2011年12月19日 - 12月27日	海信电子控股	12,860,409股	1.48%	估计11.1元/股	估计1.43亿元	增持完毕
美菱电器	2012年1月13日	四川长虹	1,274,000股	0.20%	4.43元/股	564万元	自2012年1月13日起的未来12个月内，增持比例不超过本公司已发行股份的5%（含已增持部分）。
	2011年12月26日— 2012年1月13日	香港长虹	B股390,541股	0.06%	3.04港元/股	119万港币	
格力电器							三花股份拟增持格力电器，金额不超过3亿元人民币价格及不超过公开增发价格（17.16元）的10%。
公司	时间	减持主体	减持股份	股份占比	减持均价	减持金额	其他
三花股份	2012年1月17日	三花集团	1,040万股	3.50%	21.57元	2.24亿元	减持完毕
	2012年1月19日	三花集团	310万股	1.04%	20.45元	0.63亿元	

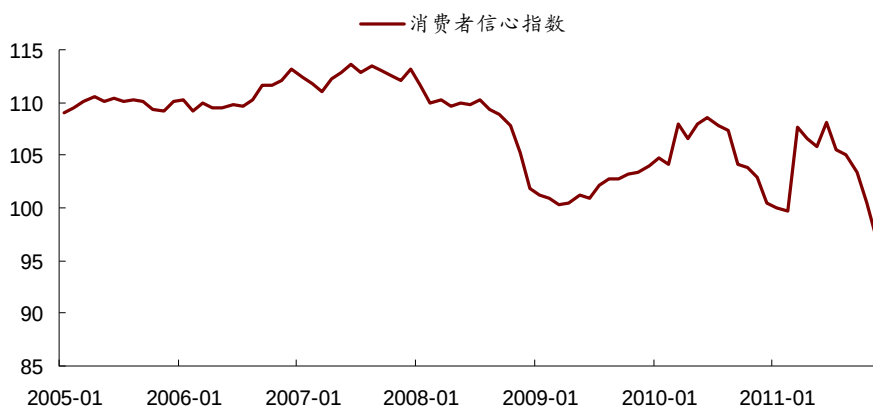
资料来源：公司资料，中金公司研究部

风险：需求和政策

需求风险：消费者信心下滑，行业需求下滑超预期

中国消费者信心指数自四季度以来大幅走低，最近一个月消费者信心指数跌破 100，为近 20 年以来新低，低于 2009 年初金融危机时水平，消费者信心的大幅下滑对家电等耐用消费品消费意愿影响显著，使得消费者对家电更新换代以及初次购置等消费行为明显推后，这也是 2011 年 4 季度以来家电消费增速大幅下滑甚至负增长的重要原因。

图表 63：中国消费者信心指数

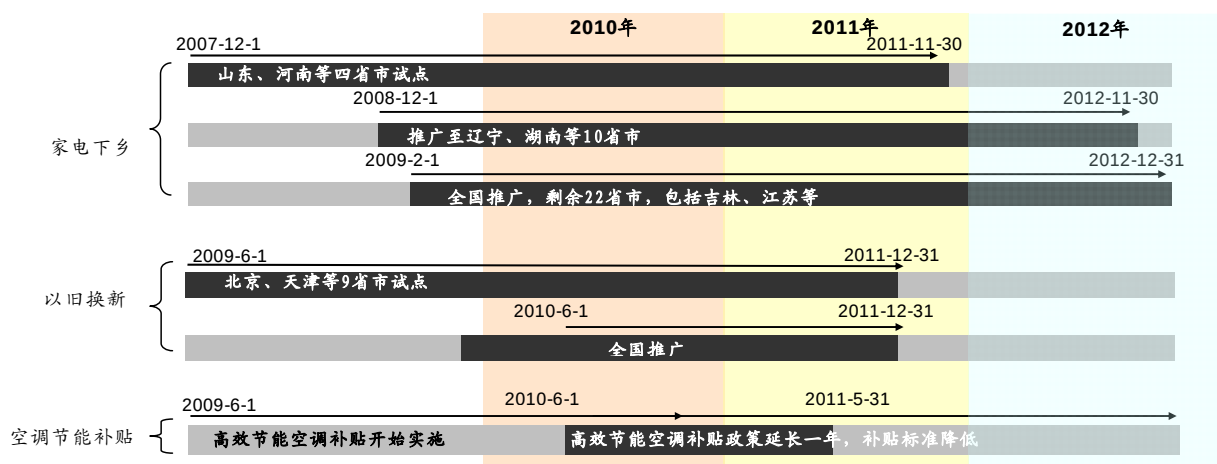


资料来源：CEIC，中金公司研究部

政策风险：新一轮家电刺激政策的推出还存在诸多不确定性

过去几年内推出的家电消费刺激政策正在按计划陆续退出，2012 年只有家电下乡政策仍在部分省份执行。商务部正在研究制定替代政策，政策制定方向是重点补贴符合行业发展和节能减排方向特定品类的高能效家电产品。由于家电下乡和以旧换新政策执行过程中出现各种骗补现象，违背政策制定初衷，政府推动新一轮家电消费刺激政策的决心是受到影响的。

图表 64：第一轮家电消费刺激政策时间表



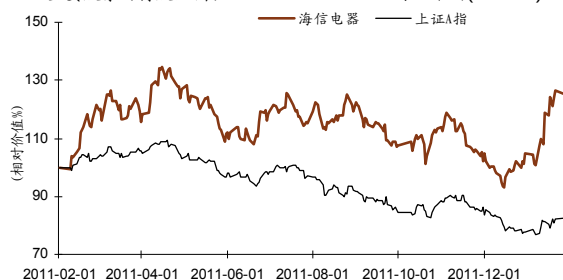
资料来源：商务部，财政部，中金公司研究部

海信电器（600060.CH）：行业大变革，超预期依然有希望

主要财务，股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	18,407	21,264	23,503	27,737	31,807
(+/-%)	37.3%	15.5%	10.5%	18.0%	14.7%
营业利润	469	906	1,951	2,355	2,635
(+/-%)	128.7%	93.0%	115.5%	20.7%	11.9%
净利润	498	835	1,689	2,030	2,266
(+/-%)	121.5%	67.6%	102.3%	20.2%	11.7%
全面摊薄每股收益(元)	0.57	0.96	1.95	2.34	2.61
市盈率	24.4	14.6	7.2	6.0	5.4
市净率	2.4	2.1	1.7	1.3	1.1
股价/经营现金	33.3	21.7	7.3	7.8	6.7
EV/EBITDA	7.3	8.1	4.0	2.9	2.1
净资产收益率	10.2%	14.7%	23.5%	22.4%	20.4%
投入资本回报率	9.8%	14.3%	23.1%	22.2%	20.2%
股息收益率	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

股票代码	A股
600060 CH Equity	
当前股价(人民币)	14.02
日成交量(百万股)	8.84
52周最高价/最低价(人民币)	15.97/10.38
总市值(百万人民币)	12,181.62
发行股数(百万股)	869
其中：流通股(百万股)	479
主要股东(持股比例)	海信集团(41.36%)



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

市场敏感性高，产品开发能力强

智能化带来电视内容革命，3D化带来电视的显示技术革命，未来彩电行业将发生深远的变化，消费者更换旧彩电的欲望也被激活。海信具有市场敏感性高，产品开发能力强的特点，在彩电新产品的开发上能够领先国内企业，基本与国际同步。这一能力在LCD电视替代CRT电视，LED背光电视替代LCD电视的趋势中有充分的表现。而在当前电视智能化作为主要升级趋势的时代，海信首先推出了多屏互动产品，站在趋势的最前端。

运营效率高，成本控制能力强

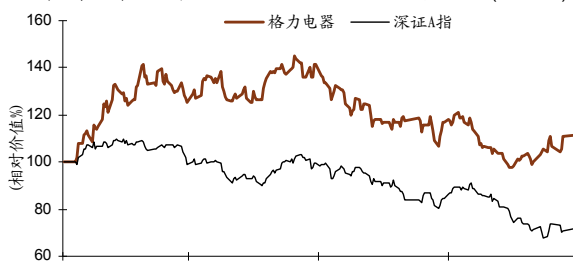
相比竞争者，海信运营效率高，成本控制能力强。海信优秀的库存控制能力和产品周转速度使得其在成本和销售价格变化很快的彩电行业具有很好的优势。历史上相比行业，海信发生存货减值的幅度要远比行业小，如2010年上半年。海信始终努力加强产业链渗透率，在成本上获得领先优势。例如2010年公司在国内首先建设液晶模组生产线，当年节约生产成本3-4亿元。此后公司又首先自制LED导光板等核心配件。从2011年Q4开始，公司已经开始自制3D电视模组，继续保持成本领先优势。

行业大变革时期，盈利能力继续超预期很有可能

海信的盈利能力屡屡超出市场预期。主要原因是市场继续以过去传统的彩电行业指标来分析海信，在此前提下看海信的盈利能力总是无法想象的。实际上，彩电行业正在发生大变革，智能化和3D化所带动的内容革命和显示技术革命将是深远的。消费电子行业有丰富的产品升级，就有超预期的可能。

格力电器 (000651.CH): 行业调整, 方显英雄本色

主要财务, 股票信息

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业总收入	42,637	60,807	82,535	96,773	113,511	股票代码	A股 000651 CH Equity
(+/-%)	1%	43%	36%	17%	17%	当前股价 (人民币)	18.2
营业利润	2,975	2,747	4,772	7,723	9,331	日成交量 (百万股)	7.36
(+/-%)	27%	-8%	74%	62%	21%	52周最高价/最低价 (人民币)	24.594/16.15
净利润	2,913	4,276	5,338	6,292	7,603	总市值 (百万人民币)	51,285.58
(+/-%)	48%	47%	25%	18%	21%	发行股数 (百万股)	2,818
每股收益 (元)	0.97	1.42	1.77	2.09	2.53	其中: 流通股 (百万股)	2,156
每股净资产 (元)	3.5	4.7	7.0	8.4	10.2	主要股东 (持股比例)	格力集团公司 (18.22%)
每股经营现金流 (元)	2.8	0.5	4.2	2.3	3.0		
市盈率	18.8	12.8	10.3	8.7	7.2		
市净率	5.1	3.9	2.6	2.2	1.8		
股价/经营现金	6.4	37.0	4.4	7.8	6.0		
EV/EBITA	3.9	7.9	5.0	3.9	2.7		
净资产收益率	29.2%	32.1%	26.4%	25.6%	25.5%		
投入资本回报率	27.3%	26.8%	23.3%	23.1%	23.3%		
股息收益率	2.7%	1.6%	3.1%	3.7%	4.4%		

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

行业调整, 方显龙头抗周期能力

目前空调行业正经历一段不景气的时期。但长期看空调需求未到天花板, 增长潜力可期。格力作为行业中最具有竞争力的龙头, 在行业不景气阶段显现出整合行业的能力, 市场占有率进一步提高, 其在家用和商用空调两大领域均获得显著好于行业的增长。但同时又必须受行业的影响, 因此增长速度也将放缓。

展望 2012 年上半年, 在收入增长较慢的情况下, 公司毛利率和净利率率同比有望明显提升。主要是由于 (1) 产品单价的明显提升; (2) 高毛利的内销收入占比的提高; (3) 高能效补贴取消导致的会计变化; (4) 原材料成本下降。铜价的同比增长率同格力一个季度之后的净利率率存在高度的相关性, 2011 年 Q4 铜价开始同比下滑有利于 2012 年 Q1 格力净利率率的提升。

消费升级看变频空调和商用空调

空调行业呈现明显的消费升级趋势, 即变频空调和商用空调的快速增长, 这将有利于格力提升盈利能力。格力具有领先的变频技术以及领先的变频空调市场份额。如果变频空调补贴政策能够推出, 公司将是最大的受益者。

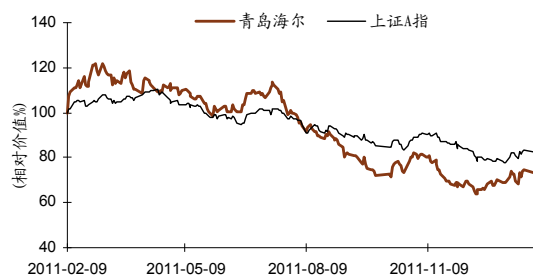
商用空调领域, 格力市场份额 2011 年以来快速提升, 1-11 月市场份额达到 12% (2010 年 9%), 位于行业第三, 低于大金 21% 和美的 13%。2011 年全年格力商用空调销售预计将实现 50% 以上增长, 实现销售收入超过 60 亿。公司商用空调 2012 年销售收入目标为 100 亿。中国商用空调市场广阔, 商业地产 2010 年新开工面积至今一直保持 20% 增长, 带来商用空调需求保持快速增长。根据产业在线数据, 商用空调 2011 年前 11 个月市场规模达到 434 亿, 同比增长 15%。商用空调业务毛利率在 30% 以上, 显著高于家用空调的约 20%。

青岛海尔 (600690.CH): 领袖型企业, 前瞻性布局将有收获

主要财务, 股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	44,692	60,588	73,081	85,820	99,786
(+/-%)	47%	36%	21%	17%	16%
营业利润	2,258	2,987	4,316	5,084	6,277
(+/-%)	94%	32%	45%	18%	23%
净利润	1,383	2,035	2,750	3,205	3,937
(+/-%)	80%	47%	35%	17%	23%
每股收益 (元)	1.03	0.76	1.03	1.20	1.47
每股净资产 (元)	5.8	5.2	6.7	8.5	10.8
每股经营现金流(元)	4.2	4.2	1.5	2.0	2.4
市盈率	8.9	6.1	9.0	7.7	6.3
市净率	1.6	1.8	1.4	1.1	0.9
股价/经营现金	2.2	2.2	6.2	4.6	3.8
EV/EBITA	2.6	1.6	3.4	2.5	1.6
净资产收益率	17.8%	29.0%	30.7%	28.2%	27.1%
投入资本回报率	13.0%	19.2%	20.3%	18.8%	18.2%
股息收益率	3.3%	1.1%	3.3%	3.3%	3.3%

股票代码	600690 CH Equity
当前股价 (人民币)	9.21
日成交量 (百万股)	4.67
52周最高价/最低价 (人民币)	15.815/7.89
总市值 (百万人民币)	24,730
发行股数 (百万股)	1,339
其中: 流通股 (百万股)	756
主要股东 (持股比例)	海尔集团公司 (44%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

家电领袖型企业, 布局前瞻

海尔作为家电领袖型企业, 其市场布局往往具有前瞻性, 趋势来临时能成为最大的受益者。例如公司过去对农村市场的布局是超前的, 但 2009 年家电下乡线来临使得公司成为最大的受益者。2010 年开始, 公司开始布局高端产品和乡镇的日日顺销售网络。高端产品的布局在消费升级取代销量增长为主时才能体现优势; 日日顺销售网络在家电下乡退出, 农村渠道竞争白热化时才能体现优势。此外, 海外集团早已在积极拓展海外主流市场的自有品牌销售, 未来将注入青岛海尔。在我们看来, 2012 年将是消费升级重要性显现的一年, 海尔的高端产品布局将受益; 2013 年家电下乡全面退出之后, 日日顺网络的优势将会体现; 三年之后, 中国家电自主品牌全球扩张的趋势可能会形成, 海尔的海外布局也有望开花结果。

综合改善造就盈利能力提升

海尔盈利能力提升的动力来自于多方面: (1) 收入的增长和运营效率的提高; (2) 原材料代理采购费用的减少; (3) 资产注入。如果仅仅看到后面两个因素, 就会对海尔盈利能力持续增长产生疑问。下表的测算表明, 海尔盈利能力的提升是综合改善的结果。

图表 65: 青岛海尔盈利指标分析

	2008	2009	2010H1	2010H2	2010	2011H1 注入配件资产	说明
管理费用/收入	5.6%	6.4%	6.3%	5.0%	5.6%	5.0%	趋势在下降, 表明运营效率在提升
毛利率-销售费用/ 收入 + 代理费/收入	10.91%	12.28%	11.62%	10.95%	11.28%	11.85%	趋势在上升, 表明剔除运营效率和代理费用影响后, 盈利指标还在上升
假设2010年已经注入配件资产, 可节约内部成本1.75亿, 调整2010年毛利率后比较							
毛利率-销售费用/ 收入 + 代理费/收入					11.57%	11.85%	趋势在上升, 表明剔除运营效率和代理费用以及资产注入影响后, 盈利指标还在上升

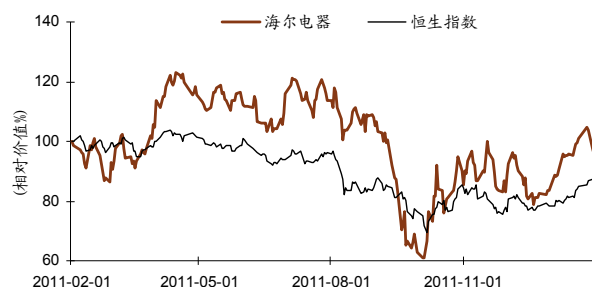
资料来源: 中金公司研究部

海尔电器 (01169.HK): 布局三四级市场, 重塑低层级家电渠道格局

主要财务, 股票信息

(百万人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	12,878	35,807	50,434	61,507	73,896
(+/-%)	26.5%	178.0%	40.9%	22.0%	20.1%
税前利润	645	1,435	1,980	2,519	3,126
(+/-%)	257.1%	122.7%	37.9%	27.2%	24.1%
净利润	449	964	1,399	1,780	2,209
(+/-%)	230.3%	114.9%	45.1%	27.2%	24.1%
每股收益 (港币)	0.23	0.52	0.72	0.92	1.14
市盈率	34.1	15.3	11.1	8.7	7.0
市净率	9.9	6.3	4.1	2.8	2.1
股价/经营现金	18.6	13.4	7.6	8.1	10.6
EV/EBITDA	23.9	11.4	8.3	6.6	5.4
净资产收益率	34.0%	46.2%	43.0%	36.8%	32.3%
投入资本回报率	29.3%	42.2%	40.1%	34.4%	30.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股票代码	H股
1169.HK	
当前股价 (港币)	7.98
目标价 (港币)	12.06
日成交量 (百万股)	13.75
52周最高价/最低价 (人民币)	10.58/4.74
总市值 (百万人民币)	18,727
发行股数 (百万股)	2,347
其中: 流通股 (百万股)	2,347
主要股东 (持股比例)	青岛海尔 (53.34%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

渠道+物流+售后, 综合渠道服务将重塑低层级市场家电渠道格局

海尔在三四级市场和农村市场综合渠道服务提前布局是其战略发展前瞻性的又一重要体现, 目前三四级及以下市场家电销售额约 6000 亿, 占整体行业内销的 55-60%, 而且市场极其分散, 农村销售 50-60% 通过小杂货店, 夫妻店, 海尔日日顺整合低层级市场零散经销商资源, 打造全国范围内的销售平台。目前日日顺已经在山东、安徽、河南、福建等省市成立了 14 家合资销售公司, 未来将拓展至全国范围。2011 年日日顺代理非海尔品牌销售额在 35 亿左右, 较 2010 年的 20 亿大幅增长 75%, 随着日日顺网络布局的逐渐完善和深入, 将吸引更多的第三方品牌, 预计未来 3-5 年内第三方品牌销售收入将保持 50% 以上增长, 5 年内达到 400-500 亿, 占整体综合渠道收入 50% 左右。

洗衣机和热水器龙头地位巩固, 持续贡献利润

海尔洗衣机和热水器龙头地位日益巩固, 海尔洗衣机 2011 年内销市场份额由 2010 年的 31% 提升至 34%, 海尔洗衣机定位中高端, 在行业竞争不断加剧情况下毛利率能够维持在 28% 左右, 滚筒占比不断提高, 变频洗衣机技术也有储备。海尔电热水器 2011 年市场份额预计在 30% 左右, 与 2010 年基本持平, 毛利率则高达 40% 以上。我们预计制造业务未来能够保持 10% 以上的速度稳健增长, 持续贡献利润。

股权激励到位, 彰显发展信心

2011 年 12 月海尔第三期股权激励实施, 共授出 1900 万股, 行权价分别为 7.58 (100 万股) 和 8.67 港币 (1800 万股), 三期股权激励总授出购股权 1.3 亿份, 覆盖公司管理层及员工合计 291 人。三次授权体现了管理层对未来发展的信心, 更重要的是有对一线核心员工的激励有助于企业留住人才、增强市场竞争力。

美的电器（000527.CH）：看公司转型带来的盈利能力恢复

主要财务，股票信息

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	47,278	74,559	97,479	108,492	120,979
(+/-%)	4%	58%	31%	11%	12%
营业利润	2,520	2,557	5,225	6,928	8,436
(+/-%)	46%	1%	104%	33%	22%
净利润	1,892	3,127	3,535	4,287	5,220
(+/-%)	85%	65%	13%	21%	22%
全面摊薄每股收益* (元)	0.56	0.92	1.04	1.27	1.54
每股经营现金流 (元)	0.61	1.61	1.60	1.92	2.25
市盈率	22.9	13.8	12.2	10.1	8.3
市净率	4.9	3.5	2.1	1.7	1.3
股价/经营现金	21.0	7.9	8.0	6.7	5.7
EV/EBITDA	7.1	6.1	4.9	4.1	3.2
净资产收益率	21.2%	25.3%	16.9%	16.4%	16.1%
投入资本回报率	14.8%	18.5%	13.4%	13.0%	12.8%
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

股票代码 000527 CH Equity
当前股价 (人民币) 12.78
日成交量 (百万股) 8.76
52周最高价/最低价 (人民币) 21.4/11
总市值 (百万人民币) 43,252
发行股数 (百万股) 3,384
其中：流通股 (百万股) 1,489
主要股东 (持股比例) 美的集团(42.49%)

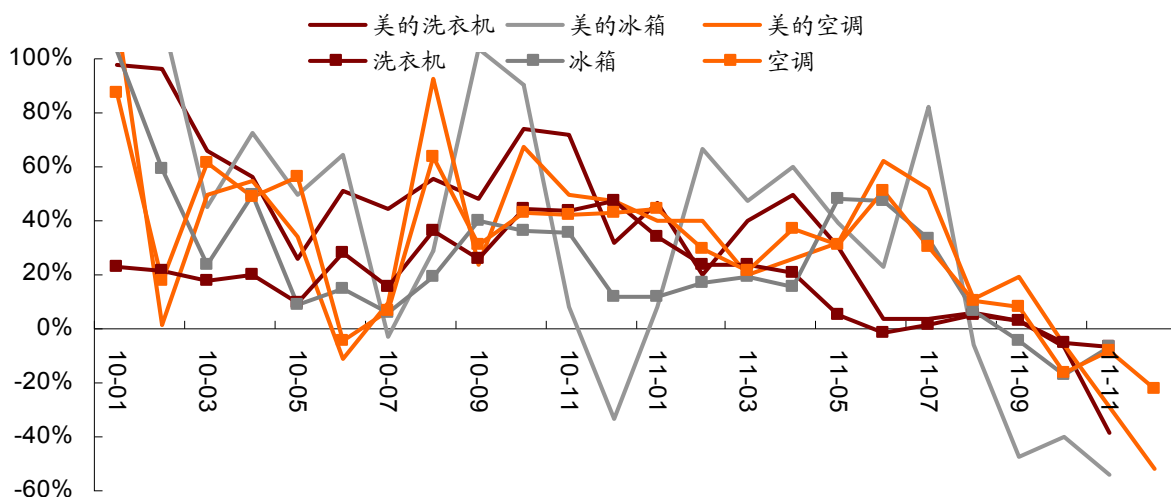


资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

2011 年业绩低于预期，2012 年有望恢复性增长

2011 年，公司高举高打的销量扩张方式遭遇挫折，公司业绩低于预期。在公司白电整体销售规模超越格力、海尔，家电行业增长率趋缓的大背景下，公司过去注重销量的发展战略不可持续。2011 年下半年，公司迅速转型，强调产品结构的改善和盈利能力的提升。短期数据上体现为内销出货量增长率低于行业增长率。

图表 66: 2011 年下半年开始美的家电内销出货量增长率低于行业



资料来源：产业在线，中金公司研究部

预计 2012 年 Q1 美的将达到市场战略收缩的最低点，收入同比将出现比较大的负增长，从 Q2 开始会逐渐稳定。公司放弃不盈利和低盈利的订单，更加注重销售盈利能力的做法也将逐渐体现在毛利率和净利润率的提高上。此外，投资者也该注意到美的集团 8 亿元增持公司股票传递的信心。

苏泊尔 (000651.CH): 未来增长确定, 估值下滑已经到底

主要财务, 股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,116	5,622	7,171	8,762	10,850
(+/-)	14%	37%	28%	22%	24%
营业利润	1,270	1,561	1,933	2,347	2,888
(+/-)	28%	23%	24%	21%	23%
净利润	310	404	495	605	749
(+/-)	31%	30%	23%	22%	24%
每股盈利 (元)	0.54	0.70	0.86	1.05	1.30
市盈率	26.7	20.5	16.7	13.7	11.1
市净率	3.85	3.37	3.00	2.65	2.32
股价/经营现金	21.6	66.7	16.8	16.2	13.9
EV/EBITDA	12.4	13.3	11.1	9.3	7.5
净资产收益率	15.2%	17.5%	19.0%	20.6%	22.4%
投入资本回报率	13.6%	15.8%	17.0%	18.4%	19.9%
股息收益率	1.1%	2.0%	2.4%	2.9%	3.6%

股票代码	A股
当前股价 (人民币)	002032 CH Equity
日成交量 (百万股)	14.35
52周最高价/最低价 (人民币)	0.31
总市值 (百万人民币)	29.04/13.75
发行股数 (百万股)	8,284
其中: 流通股 (百万股)	577
主要股东 (持股比例)	87
	SEB国际股份有限公司 (71.31%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

负面新闻影响不具持久性, 未来增长确定

作为国际化管理的公司, 苏泊尔的公关体系在中国水土不服, 导致 2011 年负面新闻缠身, 公司业绩也低于预期。但公司的基本面并未发生大的变化, 未来增长预期确定。特别是 SEB 的订单转移按部就班, 在经济不景气时期, 更能凸显其稳定增长的可贵。此外, 公司渠道下沉也将对冲行业增长速度放缓的不利影响。

图表 67: SEB 订单转移

百万元	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
SEB炊具订单	267	439	593	930	1,046	1,177
SEB电器订单			69	166	405	729
SEB订单合计	267	439	661	1095	1451	1,906
SEB订单增长率		64%	51%	66%	33%	31%
公司收入	2,934	3,622	4,116	5,622	7,181	8,960
SEB订单带动的		5.9%	6.1%	10.5%	6.3%	6.3%
整体增长率						

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

过去由于公司增长的确定性, 估值在较高的水平。目前, 公司 2011 年 PE 估值已经下降到 20X 以内, 具备投资价值。未来业绩增长将带动公司股价的增长。

图表 68：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	净利润CAGR	
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	12.78	6,856	3,127	69%	3,535	13%	4,287	21%	0.92	1.04	1.27	13.8	12.2	10.1	17.1%	0.72
	000651.CH	格力电器	18.20	8,129	4,276	47%	5,338	25%	6,292	18%	1.42	1.77	2.09	12.8	10.3	8.7	21.3%	0.48
	600690.CH	青岛海尔	9.21	3,920	2,035	47%	2,750	35%	3,205	17%	0.76	1.03	1.20	12.1	9.0	7.7	25.5%	0.35
	600983.CH	合肥三洋	7.19	607	302	46%	369	22%	477	29%	0.57	0.69	0.89	12.7	10.4	8.0	25.6%	0.40
	000418.CH	小天鹅A	9.22	869	507	79%	619	22%	753	22%	0.80	0.98	1.19	11.5	9.4	7.7	21.9%	0.43
	000521.CH	美菱电器	4.33	399	326	8%	342	5%	378	10%	0.51	0.54	0.59	8.5	8.1	7.3	7.7%	1.04
	000921.CH	ST科龙	3.97	652	585	274%	470	-20%	408	-13%	0.43	0.35	0.30	9.2	11.4	13.2	-16.5%	-0.69
	A股平均													12.0	9.8	8.2		
	黑电	000100.CH	TCL集团	2.03	2,727	433	-8%	1,066	146%	1,298	22%	0.05	0.13	0.15	39.8	16.1	13.3	73.2%
600839.CH		四川长虹	2.24	1,639	292	146%	412	41%	594	44%	0.06	0.09	0.13	35.4	25.1	17.4	42.6%	0.59
000016.CH		深康佳	3.11	487	84	-45%	-52	-162%	54	203%	0.07	-0.04	0.04	44.6	n.a.	69.4	-19.8%	n.a.
600060.CH		海信电器	14.02	1,931	835	68%	1,689	102%	2,030	20%	0.96	1.95	2.34	14.6	7.2	6.0	55.9%	0.13
A股平均													26.0	13.7	10.8			
小家电	002242.CH	九阳股份	8.06	972	591	-3%	569	-4%	650	14%	0.78	0.75	0.85	10.4	10.8	9.4	4.8%	2.22
	002403.CH	爱仕达	8.62	328	62	-26%	57	-8%	61	7%	0.26	0.24	0.25	33.2	36.3	34.0	-1.2%	n.a.
	002032.CH	苏泊尔	14.35	1,313	404	30%	495	23%	605	22%	0.70	0.86	1.05	20.5	16.7	13.7	22.3%	0.75
	002035.CH	华帝股份	7.78	275	121	122%	141	16%	173	23%	0.54	0.63	0.77	14.3	12.4	10.1	19.2%	0.64
	002035.CH	华帝股份(经常性)	7.78	275	98	97%	141	43%	173	23%	0.44	0.63	0.77	17.7	12.4	10.1	32.7%	0.38
	002508.CH	老板电器	16.04	651	134	64%	176	31%	228	29%	0.52	0.69	0.89	30.6	23.3	18.0	30.2%	0.77
	002543.CH	万和电气	17.38	551	186	48%	236	27%	304	29%	0.93	1.18	1.52	18.7	14.8	11.4	27.9%	0.53
A股平均													19.3	17.0	14.1			
H股 白电	1169.HK	海尔电器	7.98	2,414	964	115%	1,399	45%	1,780	27%	0.52	0.72	0.92	15.3	11.1	8.7	35.9%	0.31
	0921.HK	海信科龙	1.51	652	735	314%	516	-30%	513	0%	0.54	0.38	0.38	2.8	4.0	4.0	-16.4%	-0.24
	0449.HK	志高控股	0.18	195	455	45%	-36	-108%	216	700%	0.06	0.00	0.03	3.1	n.a.	6.0	-31.1%	n.a.
H股平均													6.2	6.0	5.2			
黑电	0751.HK	创维	3.33	1,140	1,174	-6%	1,338	14%	1,490	11%	0.46	0.52	0.58	7.3	6.4	5.7	12.7%	0.50
	1070.HK	TCL多媒体	2.84	483	-983	-348%	216	122%	327	52%	-0.91	0.20	0.30	n.a.	14.3	9.4	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	3.57	513	702	2950%	788	12%	948	20%	0.63	0.71	0.85	5.7	5.0	4.2	16.2%	0.31
H股平均													6.5	8.6	6.4			
美国	WHR.US	Whirlpool	53.75	4,109	619	89%	722	17%	449	-38%	8.10	9.45	5.87	6.6	5.7	9.2	-14.8%	-0.38
	UTX.US	United Technology	77.61	70,321	4,979	30%	5,264	6%	6,233	18%	5.50	5.81	6.88	14.1	13.4	11.3	11.9%	1.12
	AOS.US	A.O.Smith	42.46	1,965	306	-92%	132	-57%	156	18%	7.83	3.38	3.99	5.4	12.6	10.7	-28.6%	-0.44
	GE.US	GE	18.90	199,534	14,151	28%	15,995	13%	18,266	14%	1.34	1.52	1.73	14.1	12.5	10.9	13.6%	0.92
平均													10.1	11.0	10.5			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	125.60	5,779	3,997	53%	2,606	-35%	3,362	29%	13.29	8.67	11.18	9.4	14.5	11.2	-8.3%	-1.75
	ARCLK.TI	Arcelec	7.84	2,995	517	7%	549	6%	617	12%	0.77	0.81	0.91	10.2	9.6	8.6	9.2%	1.05
	DLG.IM	De'Longhi	7.57	1,491	75	132%	95	27%	106	11%	0.50	0.64	0.71	15.1	11.9	10.7	19.0%	0.63
	SK.FP	SEB	64.13	4,220	220	51%	259	18%	261	1%	4.41	5.19	5.23	14.5	12.4	12.3	8.9%	1.39
	RAA.GY	Rational	171.25	2,565	80	-45%	80	0%	92	15%	7.02	7.01	8.05	24.4	24.4	21.3	7.1%	3.44
	PHIA.NA	Philips	15.40	20,460	-1,295	-416%	1,112	-186%	1,401	26%	-1.28	1.10	1.39	-12.0	14.0	11.1	n.a.	n.a.
平均													10.3	14.5	12.5			
日本	6502.JP	Toshiba	323	17,922	118,594	14%	149,954	26%	177,593	18%	27.99	35.39	41.91	11.5	9.1	7.7	22.4%	0.41
	6367.JP	Daikin Industries	2210	8,482	45,768	130%	51,371	12%	55,314	8%	156.14	175.26	188.71	14.2	12.6	11.7	9.9%	1.27
	6752.JP	Panasonic	617	198	-471,721	737%	116,248	-125%	157,214	35%	-192.30	47.39	64.09	n.a.	13.0	9.6	n.a.	n.a.
	6758.JP	Sony	1391	183	-146,590	44%	70,618	-148%	107,182	52%	-145.91	70.29	106.69	n.a.	19.8	13.0	n.a.	n.a.
	6501.JP	Hitachi	426	252	238,869	58161%	220,765	-8%	230,881	5%	52.85	48.84	51.08	8.1	8.7	8.3	-1.7%	-5.17
	6503.JP	Mitsubishi Electric	684	192	124,525	30272%	132,781	7%	154,059	16%	57.99	61.84	71.75	11.8	11.1	9.5	11.2%	0.99
	5943.JP	Noritz	1352	9	3,843	837%	4,640	21%	5,506	19%	75.65	91.34	108.39	17.9	14.8	12.5	19.7%	0.75
6753.JP	Sharp	656	9,541	-16,184	183%	42,345	-362%	57,500	36%	-14.57	38.12	51.77	n.a.	17.2	12.7	n.a.	n.a.	
平均													12.7	13.3	10.6			
韩国	066570.KS	LG Electronics	82700	1,206,256	-635,874	-155%	-312,575	-51%	714,636	329%	-3,886	n.a.	4,367	n.a.	n.a.	18.9	n.a.	n.a.
	005930.KS	Samsung Electronics	1107000	14,533,566	10,029,200	4%	18,030,377	80%	20,272,812	12%	68,087	122,406	137,630	16.3	9.0	8.0	42.2%	0.21
平均													16.3	9.0	13.5			
其他	FPN.NZ	Fisher & Paykel	2.13	934	52	-100%	66	25%	73	10%	0.10	0.12	0.14	21.5	17.2	15.6	17.6%	0.98

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED