

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

中期关注原材料成本，长期关注海外市场布局

家电行业 2013 年度投资策略

证券研究报告-行业策略

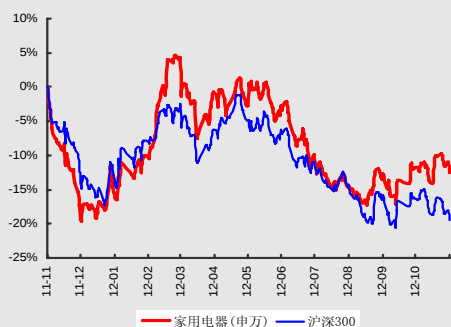
同步大市（维持）

发布日期: 2012-11-29

盈利预测和投资评级

股票简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
格力电器	1.86	2.49	9.05	买入
老板电器	0.73	0.99	16.41	增持
奥马电器	1.17	1.23	9.89	买入
青岛海尔	1.00	1.23	8.72	买入
合肥三洋	0.60	0.64	10.16	增持

行业相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

2013 年，行业家电出货将维持低位，内需驱动的行业增长方式已走到尽头，行业盈利能力提升是未来主要看点。中期看好受益保障房集中交付的空调与厨房家电行业，长期看好一线白电企业提升海外市场产业链地位驱动的盈利增长。

投资要点:

- 2013 年，利好政策退出与保有量增加将使内需增速放缓，内需驱动的行业增长方式已走到尽头，家电企业内需拉动的方式面临转型，中期铜等原材料成本或将走低，值的关注。
- 2013 年，将迎来保障房集中交付，看好受益于保障房集中交付的空调与厨房电器子行业。
- 2012 年，板块估值处于下行通道中，2013 年，受行业需求不振影响，中期不看好家电行业估值修复，维持家电行业“同步大势”投资评级。
- 白电板块已完成与海外市场的估值接轨，若 2013 年，中国证券市场借创新东风进一步对外开发，A 股、H 股估值接轨，大白电公司受到的冲击将非常有限。整个板块防御性特征较强，若市场持续下跌，板块存在跑赢大盘可能性，上调白电板块投资评级至“强于大势”。
- 2012 年以来，小家电市盈率估值长期处于下降通道中，维持该板块“同步大势”投资评级。
- 2013 年行业投资策略: (1) 关注有望提高产业链地位的白电龙头; (2) 关注有望受益于产能转移的二线公司; (3) 关注有望受益于城市化进程的厨电上市公司; (4) 关注受益节能补贴政策的上市公司。
- 风险提示: (1) 政策退出后大家电销售出现负增长; (2) 一线白电企业提高产业链地位遭遇瓶颈; (3) 保障房集建设周期超出预期。

目 录

核心观点:	5
一、2013: 内需仍不乐观	6
1.1、2012: 内销出货快速放缓	6
1.2 2013 年大家电市场: 上半年仍有下行压力	6
1.2.1 家电下乡终止, 短期需求不容乐观	6
1.2.2 冰洗新增需求料将放缓	7
1.2.3、城市化进程推动, 空调与厨房内需可长期看好	7
1.2.4 2013 年需求拉动看保障房交付	8
二、原材料成本变动值的关注	9
2.1 白电: 上半年行业盈利能力持续改善	9
2.2 白电: 铜价下跌是最大看点	9
2.3 黑电: 面板价格回升压制毛利率空间	10
三、节能补贴政策有助改善企业盈利能力	10
3.1 节能补贴, 内需拉动有限	10
3.2 节能补贴政策有助于改善行业盈利能力	11
3.3 中标型号与网点数量决定公司受益程度	13
四、白电行业仍具长期投资价值	13
4.1 大白电: 成长需要新动力	13
4.2 欧美日白电企业均通过开拓海外市场创造股东价值	14
4.3 OEM 模式曾帮组国内企业经迅速拓展海外市场	16
4.4 一线白电公司国际化路径: 受益产业价值链转移	18
4.5 2013: 一线企业继续推进国际化布局	19
五、估值与投资建议	19
5.1 大白电板块估值已接轨	19
5.2 小电估值仍在调整过程中	20
5.3 估值修复依赖新驱动因素获得市场认可	21
5.4 白电长期投资仍有价值	21
5.5 2013 年投资策略	21
5.5.1 关注有望提高产业链地位的白电龙头	21
5.5.2 关注有望受益于产能转移的二线公司	21
5.5.3 关注有望受益于城市化进程的厨电上市公司	21
5.5.4 关注受益节能补贴政策的上市公司	22
六、主要假设与风险	22

图目录

图 1: 主要大家电产品销售同比增速	6
图 2: 日本农村家庭百户冰洗保有量超过 60 台之后新增需求呈下滑趋势.....	7
图 3: 1965 年日本冰洗产品保有量增速下降后空调和小家电保有量增速上升.....	8
图 4: 上海金属网平均铜价走势	10
图 5: 2010 年三半年空调内销市场集中度迅速提升, 冰、洗未出现类似情况.....	12
图 6: 白电国内需求变化模型预测	14
图 7: 1990 年之后日本空调保有量达到 60 台, 新增需求开始下降.....	14
图 8: 2008 年大金工业海外营收增速达到顶峰	15
图 9: 2008 年大金工业海外营业利润达到峰值	15
图 10: 2008 年大金工业市盈率处于底部	15
图 11: 2008 年大金工业市值达到历史顶峰	15
图 12: 2008 年惠而浦公司市值达到顶峰	16
图 13: 2008 年惠而浦公司动态 PE 处于底部.....	16
图 14: 2000 年之后海外营业收入迅速增长	16
图 15: 2007 年惠而浦公司海外营业利润贡献达到顶峰	16
图 16: 格力、美的近 10 年海外业务营收增速惊人	17
图 17: 格力、美的海外业务毛利率远低于国内业务, 营业利润率则略低.....	17
图 18: 惠而浦与大金工业大部分年份海外业务营业利润率高于国内业务.....	17
图 19: 产业价值链转移所处阶段	19
图 20: 2012 年白电市盈率徘徊在 10-12 倍之间	20
图 21: 2012 年小家电市盈率处于下行通道	20

表目录

表 1: 3 年来农村家庭大白电保有量迅速提高	7
表 2: 国内家庭空调与小家电保有量依旧较低	8
表 3: 保障房历史开工与竣工数据	9
表 4: 美国量化宽松对国内铜现货市场价格影响分析	10
表 5: 家电下乡、以旧换新与节能补贴政策补贴力度对比	11
表 6: 空调巨头节能补贴期间毛利率对比	12
表 7: 2010 年产能转移进度测算	18
表 8: 主要空调企业 2012 年上半年海外业务毛利率大幅提升	18
表 9: 重点上市公司估值表	20

核心观点:

结论: 2012 年家电内销增速陷入低谷, 预计 2013 年国内家电需求增速将维持低位; 原材料成本下降与行业集中度提升驱动的盈利能力改善将是中期行业主要看点, 维持行业“同步大市”评级。中期看好受益“节能补贴”与保障房集中交付的子行业与公司, 长期看好一线白电企业价值链提升驱动的国际化之路。

行业中期基本面: 随着保有量提升与“家电下乡”政策退出, 预计内需不振将导致行业出货增速维持低位; 前期驱动行业增长的内需增长已消失, 成本下降与行业集中度提高将是中期行业盈利能力改善主要驱动力。

行业长期基本面: 随着农村家庭冰洗保有量超过 60%, 新增需求将逐步减少, 未来内销增速将放缓, 白电企业面临转变增长方式之压力。看好国内一线龙头受益产能转移→受益研发转移→受益品牌(市场职能)转移的国际市场价值链提升过程。若成功, 一线白电企业有望迎来新一轮增长。

政策面: 2012 年年底, “家电下乡”政策将终止, 而新一轮家电节能补贴政策已于 2012 年 6 月开始实施, 预计节能补贴政策将改善相关公司的产品结构并提升相关行业市场集中度, 改善受益公司盈利能力。此外, 2011 年, 国内有超过 1000 万套保障房开工, 截止目前全国在建保障房超过 1700 万套, 预计 2013 年下半年, 将逐步迎来保障房集中交付高峰, 或将利好空调与厨房电器子行业。

市场面: 2012 年, 板块估值处于下行通道中, 2013 年, 受行业需求不振影响, 中期不看好行业估值修复, **维持家电行业“同步大势”投资评级。**

2012 年, 白电板块估值处于历史底部, 并已与海外市场接轨。若 2013 年, 中国证券市场借创新东方进一步对外开发, A 股、H 股估值接轨, 大白电公司受到的冲击将非常有限。整个板块防御性特征较强, 若市场持续下跌, 板块存在跑赢大盘可能性, **上调白电板块投资评级至“强于大势”。**

2012 年以来, 小家电市盈率估值长期处于下降通道中, **维持该板块“同步大势”投资评级。**

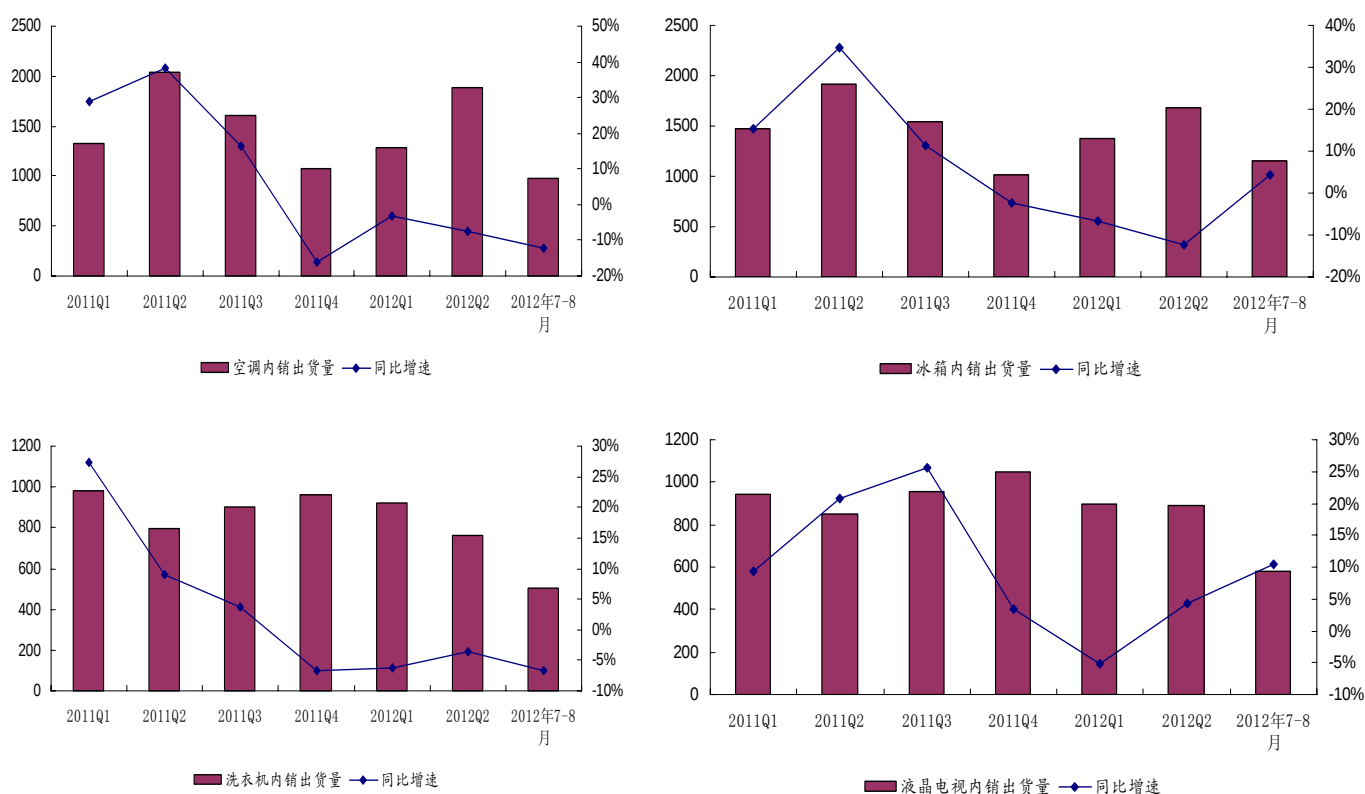
一、2013：内需仍不乐观

1.1、2012：内销出货快速放缓

2012 年，受山东、河南和四川等省市“家电下乡”政策中止与经济下行影响，国内家电需求增速放缓。截止 2012 年 7 月底，全国家用电力器具制造实现销售收入 6132 亿元，同比增长 6.25%，增速较去年同期下降 18.40Pt。2012 年前 8 个月，冰箱、洗衣机、空调等大白电产品内销出货量同比均为负增长，其中空调与洗衣机自去年第 4 季度起连续 4 个季度出现负增长；2012 年前 8 个月，大家电中唯有液晶电视国内出货量实现 1.86%正增长。

截止 2012 年 8 月底，大部分家电产品出口虽然仍能保持正增长，但增幅均不大，无法弥补内需不振所带来的负面效应。

图1：主要大家电产品销售同比增速



资料来源：中原证券、产业在线

1.2 2013年大家电市场：上半年仍有下行压力

1.2.1 家电下乡终止，短期需求不容乐观

2012 年年底，为期 4 年的全国性家电下乡活动将终止，预计部分消费需求将在活动终止前提前释放，2013 年上半年需求将受到影响。

尽管市场普遍预计经济增速有望在 2012 年三季度见底，但考虑到消费相对

于宏观经济的滞后性，预计经济减速对消费的负面影响将在明年上半年充达到最大。

1.2.2 冰洗新增需求料将放缓

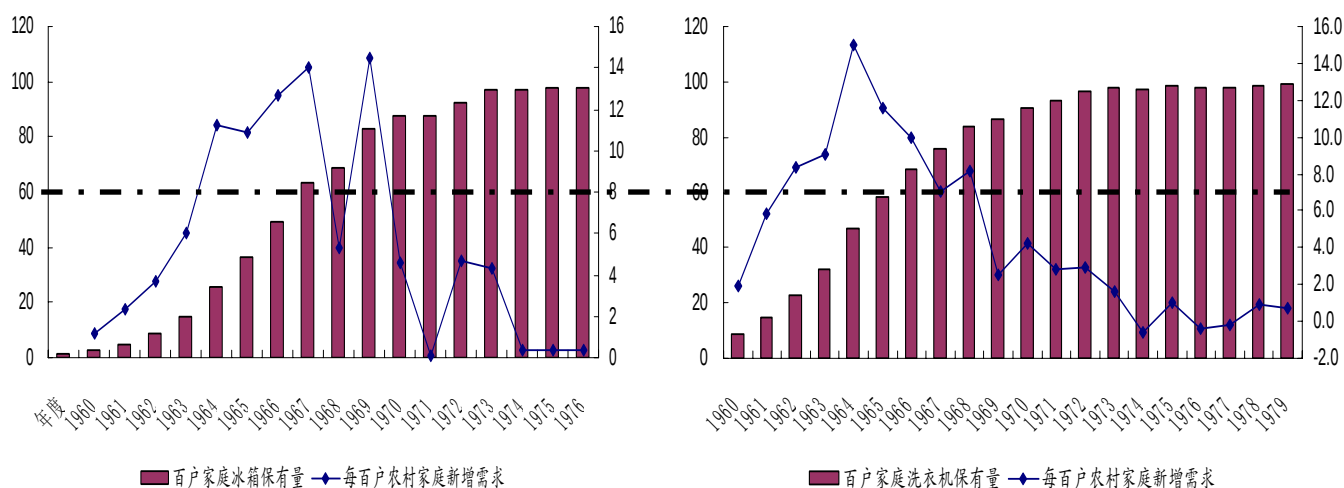
2008 年年底启动的全国性家电下乡活动，导致农村家庭大白电保有量迅速提高，截止 2011 年年底百户农村家庭冰箱、洗衣机、空调保有量均较 2008 年年底增长了近一倍（表 1），冰箱、洗衣机百户家庭拥有量均已超过 60 台，2012 年年底的保有量数据料将更高。从日本家庭耐用消费品普及过程看，保有量超过 60%之后，新增需求将开始下降（图 2），预计国内农村家庭冰洗新增需求也将下降，而目前保有量中有一半是最近二、三年购置，以冰箱、洗衣机使用寿命推算，短期内农村更新需求不会与保有量保持同步增长。

表1：3年来农村家庭大白电保有量迅速提高

	农村每百户耐用消费品拥有量: 洗衣机	农村每百户耐用消费品拥有量: 电冰箱	农村每百户耐用消费品拥有量: 空调机
2008	49.11	30.19	9.82
2009	53.14	37.11	12.23
2010	57.32	45.19	16.00
2011	62.57	61.54	22.58

资料来源：中原证券

图2：日本农村家庭百户冰洗保有量超过60台之后新增需求呈下滑趋势



资料来源：中原证券

1.2.3、城市化进程推动，空调与厨房内需可长期看好

空调与厨房小家电内销增长仍值得看好，空调与厨房电器家庭普及远未结束，除家庭收入因素外，农村电网、煤气管网、住房条件也是制约此类家电普及

主要因素之一。未来,进一步推进城市化进程将是新一届政府主要选项之一,随着城市化进程的推进,此类家电的保有量将进一步上升。

日本家电消费历史也显示,冰箱、洗衣机保有量增速下降后,小家电与空调保有量增速仍保持上升态势。

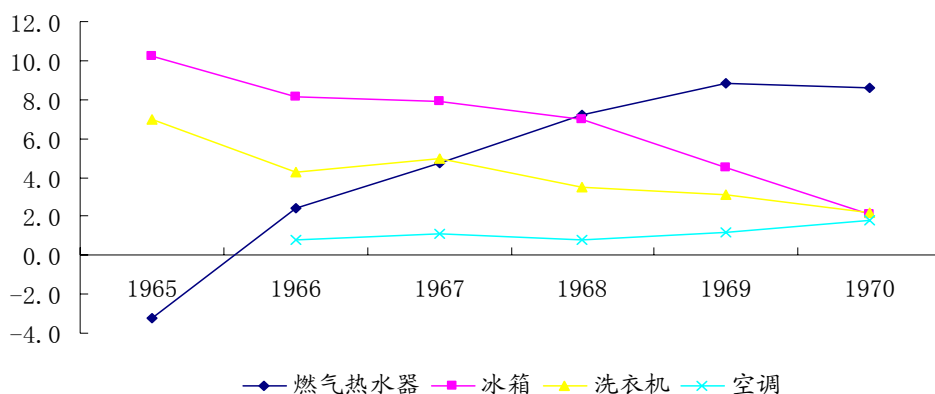
在空调与厨房电器子行业,国内企业优势明显,有望成为相关子行业内需增长主要受益方,内需驱动逻辑依旧存在。

表2: 国内家庭空调与小家电保有量依旧较低

	2011 年年底中国百户家庭保有量	
	城市家庭	农村家庭
空调	122.00	22.58
微波炉	60.70	/
消毒柜	18.98	/
抽油烟机	/	13.23

资料来源: 中原证券

图3: 1965年日本冰洗产品保有量增速下降后空调和小家电保有量增速上升



资料来源: 中原证券

1.2.4 2013年需求拉动看保障房交付

2011 年,国家提出十二五期间开工建设 3600 万套保障房,其中 2011 年实际开工 1043 万套,较 2010 年增长约 80%;2012 年,住房建设部计划开工 700 万套保障房,竣工 400 万套,预计 2012 年年底将有 1700 万套保障房在建。通常保障房建设的周期为 2-2.5 年,考虑到 2011 年中央提出大规模建设保障房计划后,地方政府需要时间落实建设用地、资金等,大部分项目实际开工集中于下半年,预计 2013 年下半年将逐步进入保障房竣工交付期。

由于保障房自住需求刚性,预计随着保障房集中交付期到来,新房装修驱动的家电需求将逐步释放,预计厨房家电与空调将受益更多。

2013 年,主要大家电产品内销仍将不容乐观,上半年收到的冲击或将更大。

下半年，随着保障房逐步交付，家电需求有望回暖，而与装修关联度较大的厨房家电与空调将受益更多。

表3：保障房历史开工与竣工数据

指标名称	实际开工（万套）			竣工（万套）
	保障性安居工程	保障性住房	棚户区改造住房	保障房
2008（A）	195			
2009（A）	333	200	130	
2010（A）	590			370
2011（A）	1043			400
2012（E）	700			400

资料来源：中原证券、住房和城乡建设部网站、WIND

二、原材料成本变动值的关注

2.1 白电：上半年行业盈利能力持续改善

尽管上半年行业需求疲软，但行业盈利能力持续改善。毛利率提升与财务费用下降是导致盈利能力提升最主要的因素。

受益于铜等原材料价格下降、行业集中度提高和美的电器策略调整，行业毛利率持续改善。

净利息支出减少与汇兑损失下降是导致财务费用率下降的主要原因，由于行业需求不足，一方面导致企业营业收入增长放缓甚至出现负增长，经营所需的流动资金下降，另一方面也抑制了企业扩张产能的冲动，资本性开支大幅下降，企业现金资产增加。上市公司中报显示绝大部分公司上半年经营性现金流大幅改善、资本性开支下降，账面现金增加，导致有息负债降低，利息净支出减少。上半年人民币升值趋缓导致大部分上市公司汇兑损失大幅下降（唯一的例外是TCL集团巨额美元负债）。

2.2 白电：铜价下跌是最大看点

首先行业集中度提升将继续有利于盈利能力改善；其次，白电行业成本相对铜等大宗原材料价格敏感度价高。经测算。铜价每波动1万元，空调成本波动约2.5个Pt，冰箱成本波动1个Pt（详见2012年策略报告：需求增速放缓，新驱动因素多元化）。QE3推出后，铜等大宗原材料价格曾有小幅上涨，但不久受宏观经济及需求不振影响再次下跌。若铜价继续下行，白电行业毛利率有望提升。

由于需求不振，部分企业营业收入存在下滑风险，竞争也将更加激烈，销售费用率难以明显改善。QE3推出后人民币升值明显加速，汇兑损失将增加。导致2012年期间费用率改善的因素2013年较难重现。

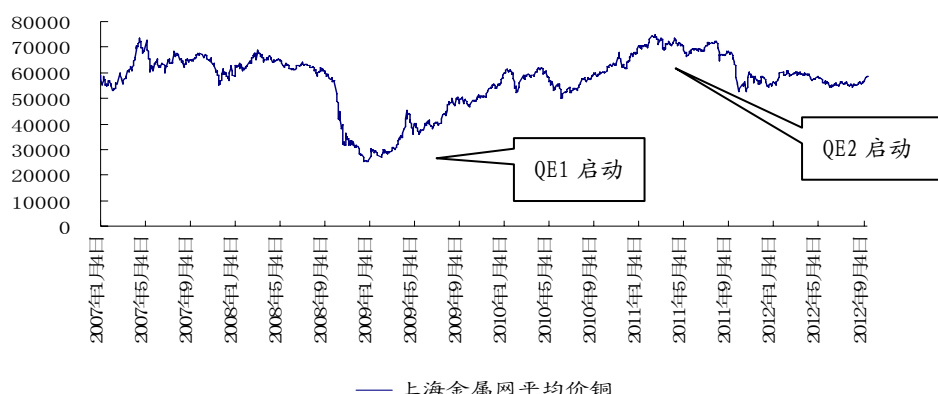
表4：美国量化宽松对国内铜现货市场价格影响分析

	启动时间	总规模	月度规模	QE 启动前 一天铜价	下一年度上半年 国内 GDP 增速	铜均价	涨幅
QE1	2008.11	12500 亿	694 亿	31225	7.10%	34876	11.69%
QE2	2010.11	6000 亿	750 亿	63050	9.60%	70469	11.77%
QE3	2012.9	400*N	400 亿	58650	7.50%	60000	<10%

资料来源：中原证券、WIND

图4：上海金属网平均铜价走势

单位：元



资料来源：中原证券、WIND

2.3 黑电：面板价格回升压制毛利率空间

2012 年，液晶电视行业产品结构持续改善，但由于产品同质化倾向严重，行业盈利能力改善仍乏力。2012 年下半年，液晶面板价格止跌回升，行业成本压力上升。2013 年，黑电行业盈利能力改善仍不容乐观。

从长期看，LCD、LED 液晶电视整个产业链向国内转移正处于加速阶段，未来液晶面板及其前端产业链国产化程度将逐步提高，并将导致液晶面板生产成本下行，但其是否能传递至家电企业还有待观察。

三、节能补贴政策有助改善企业盈利能力

3.1 节能补贴，内需拉动有限

2012 年 6 月，第二次节能补贴政策开始实施，其覆盖范围也由空调行业延伸到空调、冰箱、洗衣机、液晶电视和热水器行业。

本次家电节能补贴政策某种意义上可视为“家电下乡”与“家电以旧换新”政策的切换。通过对比不难发现这三项政策的补贴力度相近，由于“节能补贴”政策对受益产品提出了较高的节能标准，该类产品的成本与售价均较高，提升性价比扩大内需效果并不明显，该政策对内销出货量刺激有限。

表5: 家电下乡、以旧换新与节能补贴政策补贴力度对比

	家电节能补贴	家电下乡补贴	以旧换新补贴标准
液晶电视 (元)	100-400	售价 13%, 最高 455	售价 10%, 最高 400
等离子电视 (元)	250-400	售价 13%, 最高 450	售价 10%, 最高 400
定速空调 (元)	180-330	售价 13%, 最高 520	售价 10%, 最高 350
变频空调 (元)	240-400	售价 13%, 最高 520	售价 10%, 最高 350
冰箱	70-400	售价 13%, 最高 325	售价 10%, 最高 300
洗衣机	90-260	售价 13%, 最高 260	售价 10%, 最高 250
太阳能热水器	100-550	售价 13%, 最高 520	无补贴
燃气热水器	200-300	售价 13%, 最高 325	无补贴
空气能热水器	300-600	无补贴	无补贴

资料来源: 中原证券、财政部、商务部网站

3.2 节能补贴政策有助于改善行业盈利能力

2009 年 6 月至 2011 年 5 月, 空调整能补贴政策实施了二年 (第一年与第二年节能补贴具体细则有调整), 节能补贴期间, 主要上市公司盈利能力出现不同程度的改善。空调整能补贴的实质是国家为选购高能效空调产品的消费者支付部分货款, 以改善高能效空调的性价比。因此, 有理由将上市公司计入营业外收入的节能补贴调回营业收入, 评估其主营业务盈利能力。

调整后的数据显示, 节能补贴期间 (2009 年下半年至 2011 年上半年) 毛利率低于铜价处于低点的 2009 年上半年, 但明显高于铜价接近的 2008 年。由于海尔、格力和美的的空调器业务毛利数据包含内销业务和外销业务, 节能补贴的增厚作用被出口业务摊薄, 若以格力电器内销业务毛利率评估 (见格力内销), 节能补贴对主营业务增厚空间更大。

高能效产品占比上升、产品结构改善与行业集中度加速提高是空调整能补贴期间空调行业盈利能力改善主要驱动力。

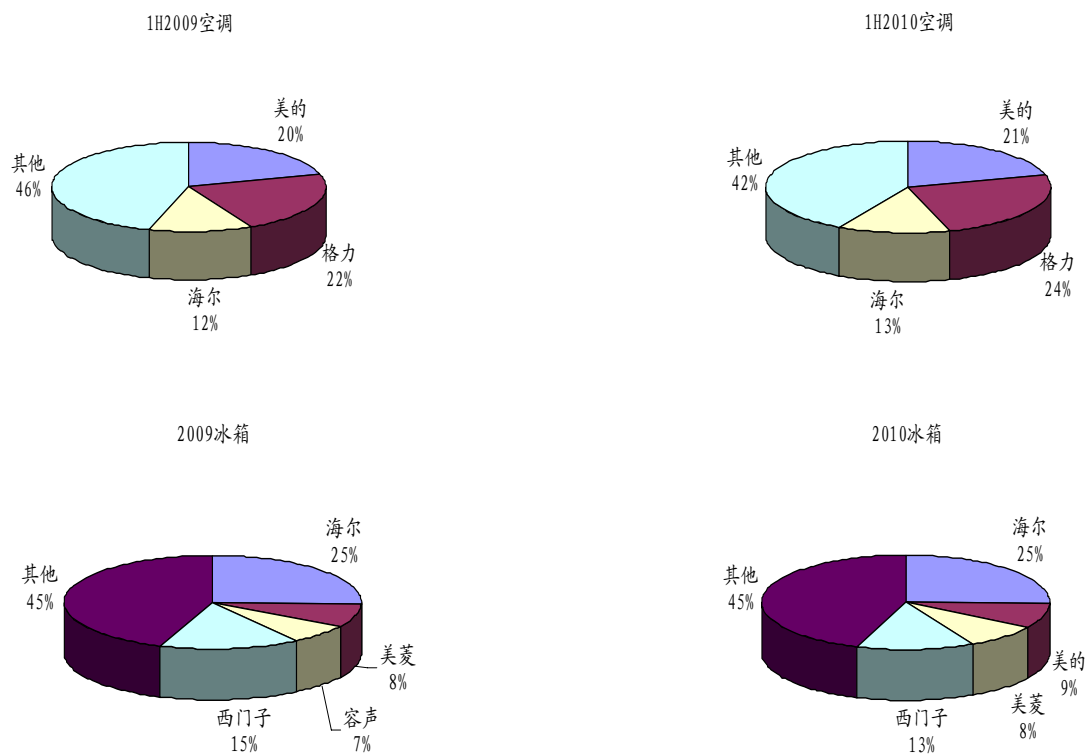
2009 年 6 月, 针对空调产品的第一次节能补贴政策开始实施, 除节能补贴政策外, 空调与冰洗的竞争环境基本相同。2010 年上半年, 前三大空调企业家用空调国内市场占有率较 2009 年同期提升了 3.27Pt, 而冰洗则未出现类似情况 (图 5)。

表6：空调巨头节能补贴期间毛利率对比

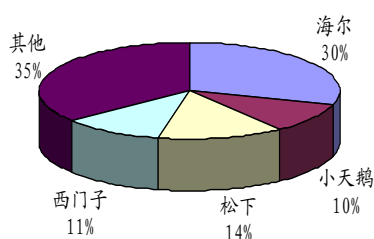
		2008	1H2009	节能补贴期	2H2011	1H2012
青岛海尔	毛利率	23.18%	25.20%	20.87%	18.89%	27.25%
	调整后毛利率			24.72%		
美的电器	毛利率	19.34%	22.98%	18.35%	25.63%	22.19%
	调整后毛利率			20.62%		
格力电器	毛利率	20.42%	25.56%	20.50%	21.60%	23.90%
	调整后毛利率			23.30%		
格力内销	毛利率	21.61%	28.31%	22.73%	23.62%	27.15%
	调整后毛利率			25.97%		
上海金属网铜均价（元）		55155	34876	59035	70369	57774

资料来源：中原证券、公司公告

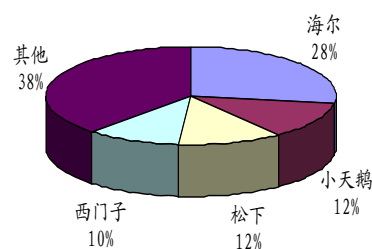
图5：2010年三半年空调内销市场集中度迅速提升，冰、洗未出现类似情况



2009洗衣机



2010洗衣机



资料来源：中原证券、中怡康

3.3 中标型号与网点数量决定公司受益程度

预计相同的逻辑将在本次家电节能补贴执行期重演。行业集中度高、竞争格局较为稳定的子行业受益节能补贴政策，盈利能力改善空间较大。行业集中度、中标产品型号数量与入选零售网点数量将是判断子行业和公司受益度的关键指标。

四、白电行业仍具长期投资价值

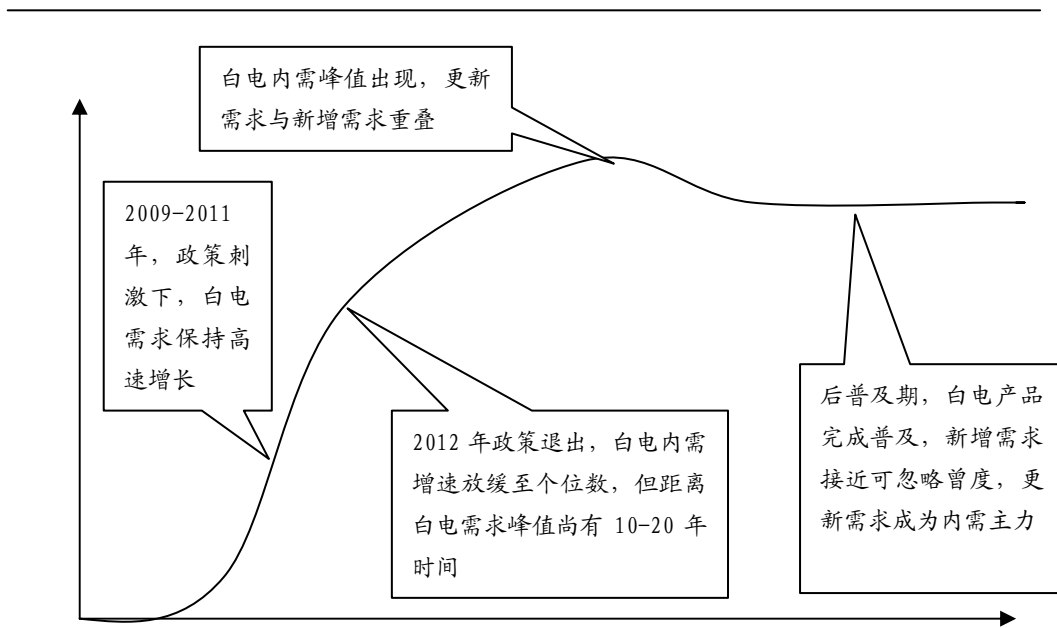
4.1 大白电：成长需要新动力

2008年-2012年，“家电下乡”等利好政策驱动内需强劲增长，并成为白电上市公司最核心的业绩驱动因素。随着农村冰洗保有量增加与年底“家电下乡”政策到期终止，前期家电企业成长的核心驱动因素将消失，一线白电企业迫切需要转变增长方式，寻找新的驱动因素，预计海外业务盈利贡献增加将是一线白电企业成长主要动力之一。

经历四年“家电下乡”，国内白电龙头已初具全球竞争优势，2012年中期策略报告《短期景气疲软难掩新霸主端倪》指出当前国内白电龙头销售规模与市值已接近惠而浦、伊莱克斯等海外巨头，并使国内白电企业有能力支撑同等规模的研发投入，而成本优势与产业链集群优势已构筑国内白电企业的核心竞争优势。

国内市场增速放缓将迫使国内白电龙头更关注海外市场，而海外白电龙头的去生产化到去研发化将为国内企业提供更好的掘金机会。

图6：白电国内需求变化模型预测

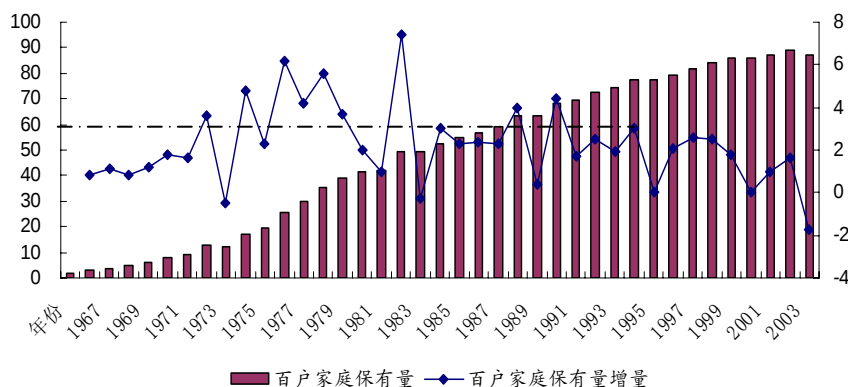


资料来源：中原证券

4.2 欧美日白电企业均通过开拓海外市场创造股东价值

欧美日一线白电企业均通过开拓海外市场实现其股东价值最大化。1990年之后，日本家庭空调保有量超过60%，空调保有量增速放缓。日本空调企业大金工业（6367 JP Equity）通过海外市场拓展实现企业盈利增长。2004财年（2003年4月1日-2004年3月31日），大金工业来自海外的营业利润首次超过来着日本本土市场的营业利润。2008财年（2007年4月1日-2008年3月31日），大金工业来自海外的营业利润达到历史峰值，2008年大金工业市值达到历史峰值（图7-图11），公司市值较日本国内空调需求下降的1990年增长了近3倍。2000年之后，海外市场成为大金工业主要业绩驱动因素。

图7：1990年之后日本空调保有量达到60台，新增需求开始下降



资料来源：中原证券

图8：2008年大金工业海外营收增速达到顶峰（单位：10亿）

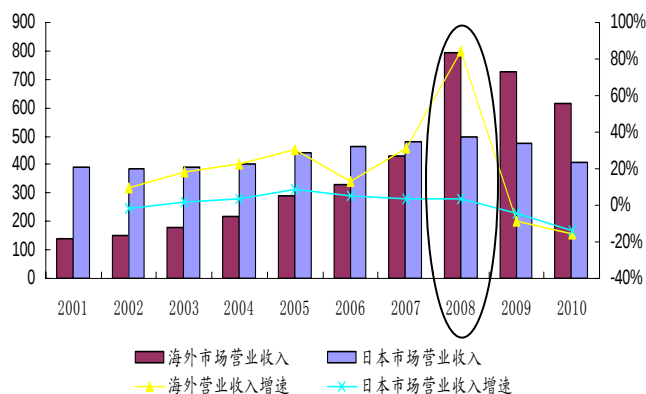
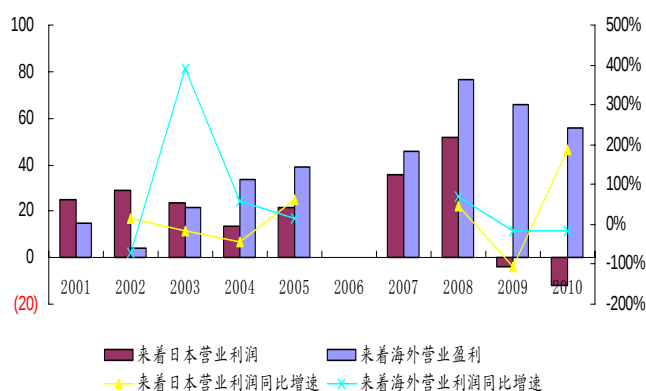


图9：2008年大金工业海外营业利润达到峰值



资料来源：中原证券、港澳资讯

图10：2008年大金工业市盈率处于底部

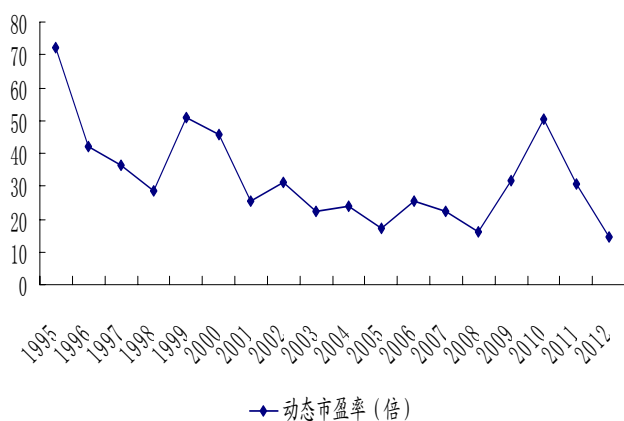
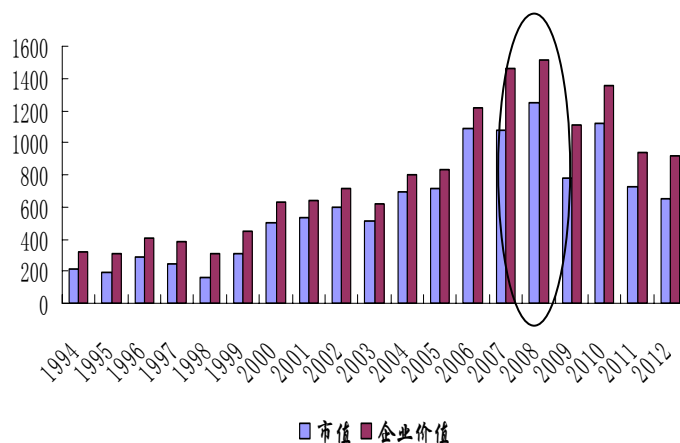


图11：2008年大金工业市值达到历史顶峰（单位：10亿）



资料来源：中原证券、港澳资讯

备注：公司PE为扣除非经常性损益后每股收益计算值

惠而浦与伊莱克斯也曾经历过类似的全球化过程。近10年来惠而浦公司来自北美以外地区的营业收入日益增加；2007年，非北美市场为惠而浦贡献的营业利润首次超过北美市场，2008年惠而浦市值达到峰值。

值得关注的是惠而浦与大金市值达到最高阶段期间，市盈率均处于低位，也就是说其市值增长是其盈利驱动的，而来着海外市场盈利增长是其盈利改善最主要的原因。

图12：2008年惠而浦公司市值达到顶峰（单位：百万）

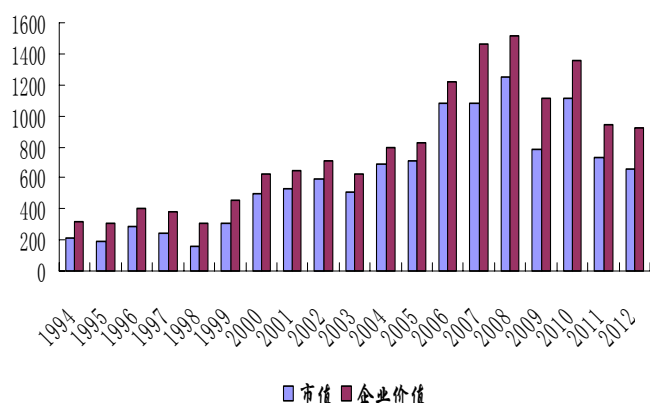
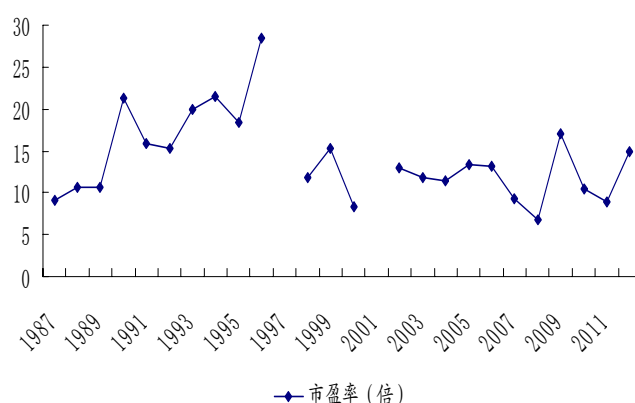


图13：2008年惠而浦公司动态PE处于底部



资料来源：中原证券、港澳资讯

备注：公司PE为扣除非经常性损益后每股收益计算值

图14：2000年之后海外营业收入迅速增长

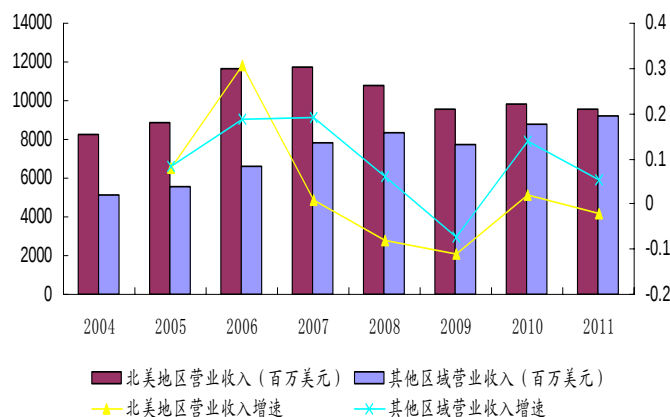
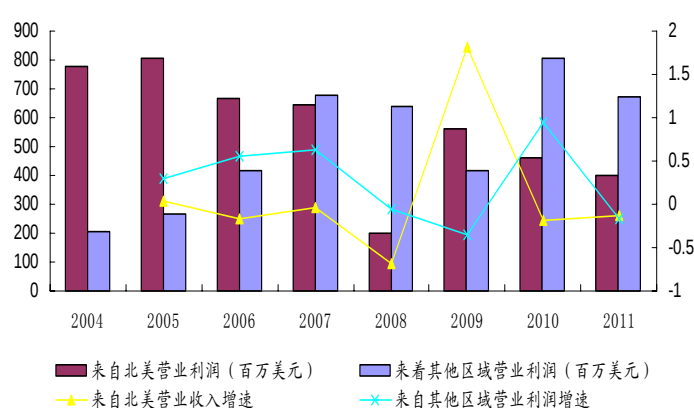


图15：2007年惠而浦公司海外营业利润贡献达到顶峰



资料来源：中原证券、港澳资讯

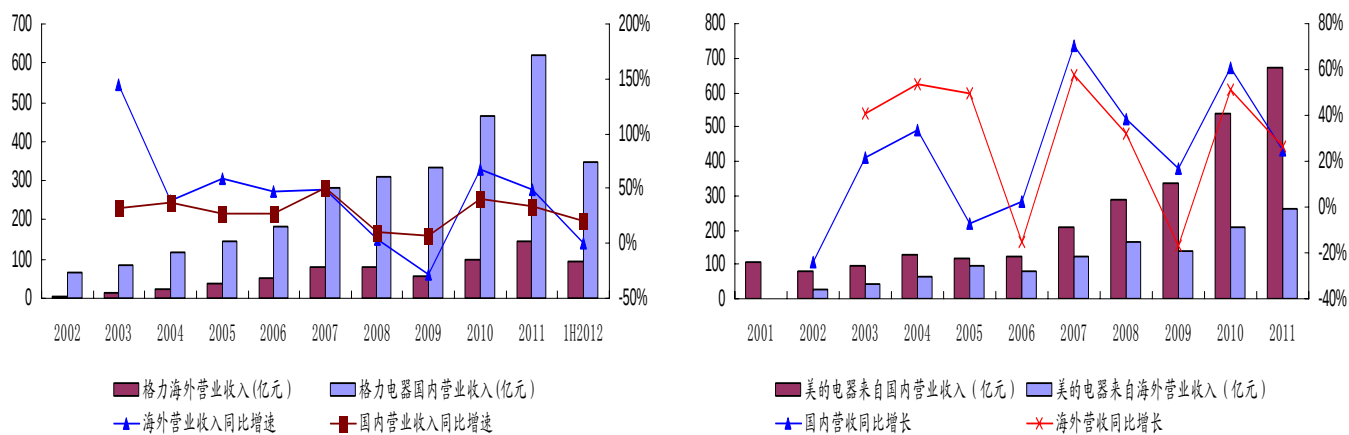
4.3 OEM模式曾帮组国内企业经迅速拓展海外市场

OEM 模式曾是国内家电企业拓展海外市场的利器，格力电器 2002 年至 2011 年十年间海外业务营业收入自 6 亿元增长到 145 亿元，增长了近 22 倍；同期，美的电器海外业务营业收入从 29 亿增长到 259 亿元，增长了近 9 倍。

在这 10 年间，虽然营业收入快速增长，但海外业务盈利能力并不强，海外业务毛利率远低于内销业务毛利率，海外业务营业利润率与内销业务接近，而美日白电企业海外业务营业利润率一般高于国内业务。

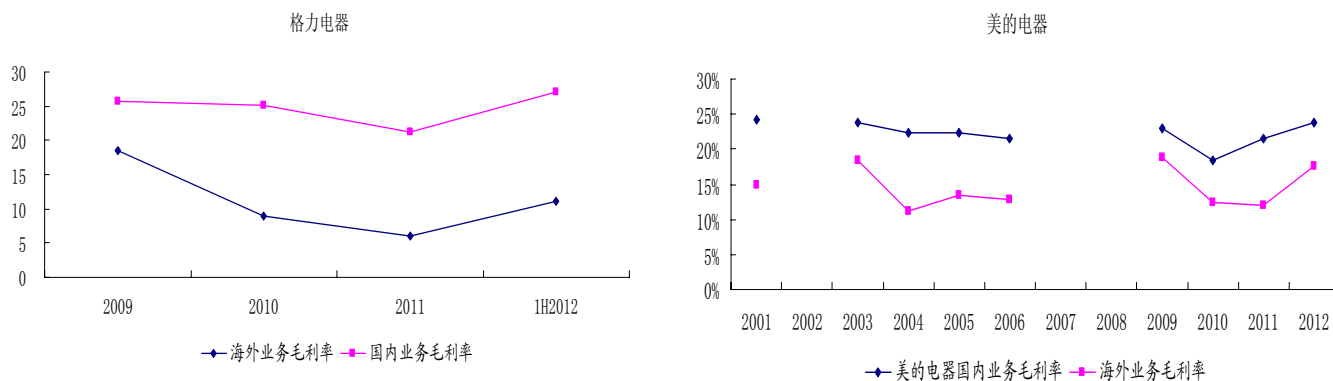
更重要的是全球 90% 的空调已由中国生产，未来进一步产能转移空间已非常有限（表 7），产能转移驱动的利润增长模式已快走到了尽头。

图16：格力、美的近10年海外业务营收增速惊人



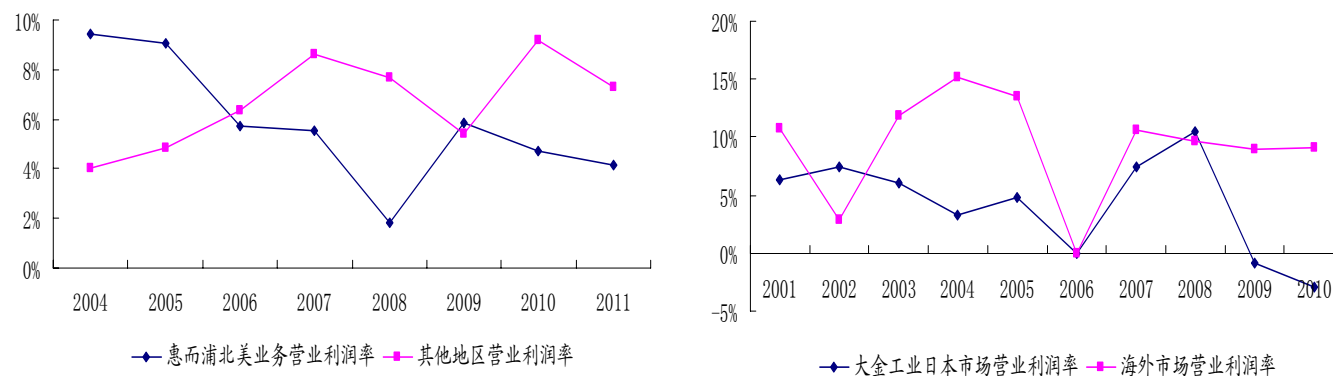
资料来源：中原证券

图17：格力、美的海外业务毛利率远低于国内业务，营业利润率则略低



资料来源：中原证券、公司公告

图18：惠而浦与大金工业大部分年份海外业务营业利润率高于国内业务



资料来源：中原证券、公司公告

4.4 一线白电公司国际化路径：受益产业价值链转移

受益成本优势与产业链集群优势，近年来白电产能转移如火如荼。其中空调产能转移已接近极限，2011年，全球超过90%的空调产自中国。2012年上半年，国内主要空调生产厂家外销业务在营业收入未现大幅下降的情况下实现了毛利率的大幅提升。直接原因当然是美的电器改变策略之后主动提高海外定制业务的价格与盈利能力，而更深层的原因是产能转移接近完成之后国内空调企业博弈能力显著增强。产能转移是产业价值链转移的第一步，产业价值链的转移还应包括附加值更高的研发职能与市场职能得转移，即：产能转移→研发转移→品牌（市场职能）转移。

现阶段，美的、格力等公司已有能力支撑与欧美龙头同一数量级的研发投入，而欧美同行在去生产化后继续保持研发优势将变得日渐困难。近年来伊莱克斯研发投入呈下降趋势，可被视为欧美同行去研发化的开端。

品牌（即市场职能）的转移将更晚一些，途径也更为复杂。强劲的新兴市场需求与部分国际龙头战略收缩为一线白电企业全球化提供了难得的契机。

新兴市场对国际巨头品牌忠诚度低，消费者价格敏感性高，本国家电工业尚处于起步阶段，国内品牌有望通过高性价比产品切入。

近期日资家电巨头也纷纷调整战略，部分退出白电领域，也为白电企业品牌海外试水提供了难得契机。

借鉴微笑曲线理论，研发与市场职能的附加值高于制造端。通常的OEM订单在价格核定原则为：成本+双方协商的利润率，成本核算中甚至连政府鼓励出口的出口退税也被扣除。国内制造商向海外巨头提供的OEM价格仅有这类产品海外销售价格的1/3。以此推算，白电产业链转移过程中一线龙头盈利改善空间巨大。

表7：2010年产能转移进度测算

	内销	出口	总出货	全球销量	海外市场销量	海外市场占比
空调	6204.25	5046.25	11250.5	12830	6625.75	76.16%
冰箱（冰柜）	6219.79	2489.85	8709.64	16790	10570.21	23.56%
洗衣机	3397.66	1692.43	5090.09	14000	10602.34	15.96%

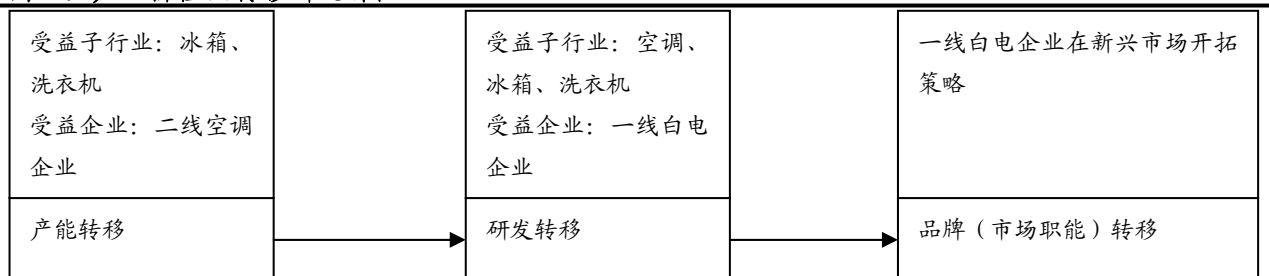
资料来源：中原证券

表8：主要空调企业2012年上半年海外业务毛利率大幅提升

	1H2011	1H2012	改善
格力电器	4.81%	11.02%	6.21%
美的电器	9.84%	17.58%	7.74%
志高空调	10.28%	16.02%	5.74%

资料来源：中原证券、WIND

图19：产业价值链转移所处阶段



资料来源：中原证券研究所

4.5 2013：一线企业继续推进国际化布局

2013 年，仍将是一线白电企业继续推进国际化布局的一年。格力、美的和海尔国际化模式各有特点。

格力电器将海外渠道建设作为现阶段国际化工作的重点，除了在巴西、中东、俄罗斯等新兴市场已建立了自有品牌销售渠道，2011 年在美国成立销售分公司，并有意设立欧洲销售分公司，预计 2013 年，格力主要工作仍将是市场渠道建设，考虑到全球性经济不景气，2013 年海外业务贡献难有较大突破。

美的电器通过国际收购、投资建厂提升海外业务附加值，目前已独资在越南投资建厂、与开利合资在印度投资建厂，并通过收购获得了开利空调在埃及、巴西和阿根廷子公司的部分股权。美的越南工厂运作并不理想，印度合资工厂目前正处于建设期；2010 年和 2011 年下半年，公司分别收购了开利 Miraco 与开立空调南美业务部分股权，受全球经济不景气影响，这些合资企业 2012 年前三季度盈利略有下滑，预计 2013 年这些合资公司仍将处于磨合期，优化资源配置将成为工作重点，2013 海外业务贡献仍将较为有限。

海尔近年来收购了新西兰费雪·派克公司和日本三洋东南亚业务，但这二项业务收购主体为海尔集团，而现有海外业务也有相当部分是通过集团平台实现，短期内海外业务贡献不会对上市公司造成太大影响。

2013 年，一线白电企业的自有品牌海外业务仍将处于布局与磨合阶段，尚未进入收获期。

五、估值与投资建议

5.1 大白电板块估值已接轨

受大盘系统性风险与政策退出预期压制，近一年来白电板块动态市盈率始终徘徊在 11 倍左右，截止 11 月 9 日，申万白电板块 2012 年动态市盈率为 11.03 倍，横向比较，已基本实现了与国际同行的接轨；纵向比较，也已处于近 5 年的底部，接近金融危机期间最低值，政策退出预期反映充分，安全边际较高。若 2013 年，中国证券市场进一步对外开发，A 股、H 股估值接轨，大白电企业受到的冲击将非常有限。整个板块防御性特征较强，若市场持续下跌，板块存在跑赢

大盘可能性，上调白电板块投资评级至“强于大势”。

图20：2012年白电市盈率徘徊在10-12倍之间



资料来源：中原证券、WIND

5.2 小电估值仍在调整过程中

截止11月9日，小家电板块2012年动态市盈率为15.68倍，高于国际同行，但已处于近5年低点。2012年以来，小家电市盈率估值长期处于下降通道中，维持该板块“同步大势”投资评级。

图21：2012年小家电市盈率处于下行通道



资料来源：中原证券、WIND

表9：重点上市公司估值表

板块	证券简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2011	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E	2012Q3	
白色家电	美的电器	1.11	1.12	1.28	6.32	9.18	8.27	8.20	7.17	1.45	增持
	格力电器	1.86	2.49	3.02	8.21	22.53	12.11	9.05	7.46	2.74	买入
	青岛海尔	1	1.23	1.38	3.97	10.73	10.73	8.72	7.78	2.70	买入
	小天鹅	0.72	0.64	0.75	5.73	7.18	9.97	11.22	9.57	1.25	增持
	合肥三洋	0.6	0.64	0.75	2.89	6.5	10.83	10.16	8.67	2.25	增持
	奥马电器	1.17	1.23	1.64	3.56	12.16	10.39	9.89	7.41	3.42	买入
	海尔电器	0.61	0.87	1.05	1.99	10.4	17.05	11.95	9.90	5.23	/

电视	海信电器	1.95	1.11	1.3	6.19	8.01	4.11	7.22	6.16	1.29	增持
	TCL 集团	0.12	0.09	0.12	1.34	2.04	17.00	22.67	17.00	1.52	增持
	四川长虹	0.09	0.09	0.1	2.91	1.91	21.22	21.22	19.10	0.66	增持
小家电	九阳股份	0.66	0.64	0.71	3.68	6.35	9.62	9.92	8.94	1.73	买入
	老板电器	0.73	0.99	1.21	6.33	16.25	22.26	16.41	13.43	2.57	增持
	苏泊尔	0.824	0.72	0.83	4.56	9.25	11.23	12.85	11.14	2.03	增持
	华帝股份	0.62	0.64	0.73	2.41	7.07	11.40	11.05	9.68	2.93	买入
	日出东方	1.23	1.12	1.26	8.44	12.78	10.39	11.41	10.14	1.51	增持
	万和电气	1.04	1.09	1.26	11.35	15.83	15.22	14.52	12.56	1.39	增持

资料来源：中原证券

5.3 估值修复依赖新驱动因素获得市场认可

2012 年白色家电动态市盈率长期底部徘徊，除了大盘系统性风险外，相关利好政策退出也是压制板块估值重要因素之一。进入 2013 年后，随着利空预期兑现，资本市场将能够较为客观的评估内需增长放缓对上市公司的影响。

当前白电行业估值与海外同行接轨，而我国白电行业所处生命周期与海外同行不同，随着产业价值链中高附加值职能的转移，新驱动因素被资本市场所认可，板块估值有望获得成长性溢价。

5.4 白电长期投资仍有价值

国内白电企业目前正处于海外业务价值链提升的起步阶段，未来国内一线白电企业有望依靠规模与成本优势成为全球性行业龙头，从日美等发达国家白电企业在资本市场成长经历看，现阶段国内白电企业仍具投资价值。

5.5 2013年投资策略

5.5.1 关注有望提高产业链地位的白电龙头

一线白电公司已具备提升产业链地位之实力，具备进一步参与国际竞争能力。随着产业价值链中高附加值职能的转移，若新驱动因素被资本市场所认可，一线白电公司有望获得成长性溢价。

5.5.2 关注有望受益于产能转移的二线公司

随着一线白电企业的崛起，产能转移有望向二线白电企业转移，关注生产与成本控制能力较强的二线白电上市公司：合肥三洋、奥马电器

5.5.3 关注有望受益于城市化进程的厨电上市公司

2013 年，保障房有望集中交付，关注受益于保障房装修驱动的厨房电器上市公司，如老板电器。

5.5.4 关注受益节能补贴政策的上市公司

2012 年 6 月，第二次节能补贴政策启动，关注受益较大的上市公司：格力电器、青岛海尔、奥马电器等。

六、主要假设与风险

- 1、政策退出后大家电销售出现负增长。
- 2、一线白电企业提高产业链地位遭遇瓶颈
- 3、保障房集建设周期超出预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。