

报告类型 / 行业深度报告

家电行业 2013 年投资策略

——内需理性复苏，出口难言乐观

优于大势

上次评级: 优于大势

报告摘要:

多因素促进下，内需理性复苏:

农村市场家电普及继续，同时升级需求渐渐形成；“新型城镇化”带动城镇市场潜在首次购买需求逐步释放；未来，保障房建设将伴随“新型城镇化”有望持续进行，让更多城镇低收入人群以及低收入“新城市人”居有定所，逐渐形成一支稳定的城市消费群体；在新技术、新产品的诱惑之下，城镇市场存量家电更多的被更换或提前淘汰，形成更多的更新需求。

家电下乡政策完全退出，农村家电市场整合加速:

家电下乡政策 1 月底将完全退出市场，正所谓“潮水退去，裸泳者才会尴尬”，期间靠政策存活区域性中小品牌企业将在接下来更为激烈的竞争中逐渐淡出市场。

全球经济下行风险犹存，出口增长难言乐观:

作为我国家电出口的重要区域，美国经济有缓慢好转迹象，但欧洲经济仍处于衰退之中，日本经济依然疲弱，韩国、台湾等经济体的复苏仍面临较大的不确定性。

原材料成本压力不大:

2013 年，白色家电主要原材料中的钢、铜、冷媒等大幅涨价的可能性不大；彩电主要原材料中液晶面板有可能继续呈现阶段性的结构性涨价，但幅度不会太大。总体上来讲，2013 年，家电行业原材料成本压力不大。

各子行业投资评级差异化:

对于在全球范围内初具竞争实力，且估值具有一定优势的白色家电电子板块，给予优于大势评级；对于受益地产复苏的厨房大家电电子板块，给予优于大势评级；对于过去几年增长较多的小家电板块持谨慎偏空态度，给予劣于大势评级；内资彩电厂商国际竞争力仍然较弱，但新技术出现形成的行业热点不断，暂给予该子板块以同步大势投资评级。

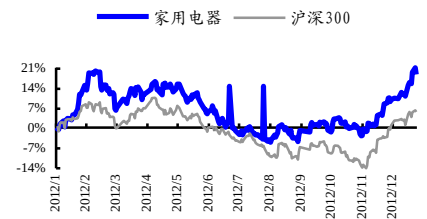
重点上市公司:

格力电器（推荐）、老板电器（推荐）、合肥三洋（推荐）、青岛海尔（谨慎推荐）、华帝股份（谨慎推荐）、苏泊尔（谨慎推荐）、海信电器（谨慎推荐）等。

风险提示:

原材料价格大幅波动，地产复苏低于预期等。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	9.52%	16.27%	16.46%
相对收益	0.04%	5.37%	12.76%

重点公司	投资评级
格力电器	推荐
老板电器	推荐
合肥三洋	推荐
海信电器	谨慎推荐
青岛海尔	谨慎推荐
苏泊尔	谨慎推荐
华帝股份	谨慎推荐
奥马电器	--

相关报告

《家电行业 2012 年下半年投资策略:新政促行业分化，龙头企业优势更突出》

2012-06-29

《白色家电行业 6 月月报:行业走势基本符合预期，新政有助行业升级加速》

2012-06-14

《4 月冰洗销售数据点评:冰洗销量均略超预期，冰箱行业库存状况持续好转》

2012-06-04

《4 月空调销售数据点评:销量下滑趋势延续，生产库存控制良好》

2012-05-23

证券分析师: 吴娜

执业证书编号: S0550511020004

(021)23061100 wun@nesc.cn

目录

1. 各家电子行业 2012 年运行回顾.....	4
1.1. 空调：2012 年全年走势符合预期.....	4
1.2. 冰洗：2012 年全年出口增长超预期.....	5
1.2.1. 冰箱：内外销增长超出预期，整体态势基本符合预期.....	5
1.2.2. 洗衣机：2012 年全年内销低于预期，出口好于预期.....	6
1.3. 彩电：技术革新速度快，内资厂商技术弱势明显.....	7
1.3.1. 国内彩电市场竞争格局及需求增长预期.....	7
1.3.2. 全球彩电市场：产品结构及技术革新.....	9
1.3.3. 小结.....	10
2. 家电行业 2013 年形势判断.....	10
2.1. 家电市场需求缓慢恢复增长，并渐趋理性.....	10
2.1.1. 农村市场：刚需为主，不乏升级需求.....	10
2.1.2. “新型城镇化”加速家电潜在需求的释放.....	11
2.1.3. 保障房建设任重道远.....	12
2.1.4. 新技术革新加速有助于城镇市场更多存量家电被提前更替.....	12
2.2. 全球经济复苏微弱，外需增长难言乐观.....	12
2.2.1. 近几年我国家电出口基本概况.....	12
2.2.2. 主要经济体复苏微弱，出口增长难言乐观.....	14
2.3. 主要原材料价格运行平稳，成本压力不大.....	15
2.3.1. 大宗原材料价格：钢价反弹空间有限，铜价走势平稳.....	15
2.3.2. 冷媒：R22 价格将持续低迷，R410a 步入下跌通道.....	16
2.3.3. 液晶面板价格整体将保持平稳.....	17
2.4. 政策环境：终结长达五年的政策扶持期.....	18
3. 结论及投资建议.....	19
3.1. 主要观点.....	19
3.1.1. 白色大家电：白电偏多，黑电中性.....	19
3.1.2. 厨房家电：大家电强于小家电.....	19
3.1.3. 估值现状：白色家电板块更具估值优势.....	19
3.2. 投资建议.....	21
4. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 家用空调 12 年月度销售情况及走势.....	4
图 2: 家用空调历年销售情况及走势	4
图 3: 冰箱 12 年月度销售情况及走势.....	5
图 4: 冰箱历年销售情况及走势	5
图 5: 洗衣机 12 年月度销售情况及走势	6
图 6: 洗衣机历年销售情况及走势.....	6
图 7: 国内彩电市场产品类别构成（零售量）	7
图 8: 国内彩电市场产品尺寸构成（零售量）	7
图 9: 内外资品牌价格走势对照	8
图 10: 平板电视（LCDTV 为主）替代空间估算.....	8
图 11: 按技术别电视出货情况及预测.....	9
图 12: 全球 3D 电视渗透率.....	9
图 13: OLED 电视和 4k 液晶电视出货情况预测（百万台）	10
图 14: 农村居民家用电器普及率（%）	11
图 15: 农村居民收入（%）	11
图 16: 城镇化率（%）	12
图 17: 家用电器出口交货值及增长情况	13
图 18: 四大家电历年出口（量）占比情况（%）	13
图 19: 我国家用电子电器出口结构（按洲别，2011）	14
图 20: 我国家用电子电器对主要经济体出口（额）结构（2011 年）	14
图 21: 主要经济体 PMI	15
图 22: 主要经济体消费者信心指数.....	15
图 23: 钢价走势	16
图 24: 铜价走势	16
图 25: R22 价格走势（元/吨）	17
图 26: R410a 价格走势（元/吨）	17
图 27: 液晶电视面板价格走势（美元）	18
图 28: 各大行业当前估值水平对照	19
图 29: 家电细分板块估值水平对照	20
图 30: 家电各主要板块历史估值（PE）水平对照	20
表 1: 家电下乡基本概况.....	18

1. 各家电子行业 2012 年运行回顾

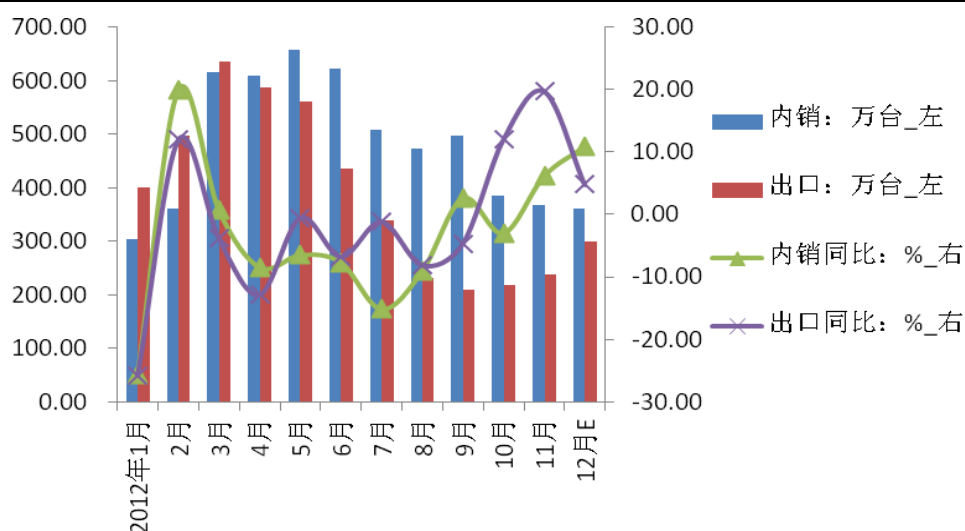
1.1. 空调：2012 年全年走势符合预期

产业在线已披露数据显示，2012 年 1-11 月，家用空调总销量完成 9754.72 万台，较上年同期同比下滑 5.01%。

家用空调内销完成 5400.81 万台，较上年同期同比下滑 5.43%，基本符合预期；出口完成 4353.91 万台，较上年同期同比下滑 4.48%，比我们的预期要差。从趋势变化上来看，内销和出口出现正增长的时点均较预期延后一月，但全年总体走势符合预期，即前低后高。

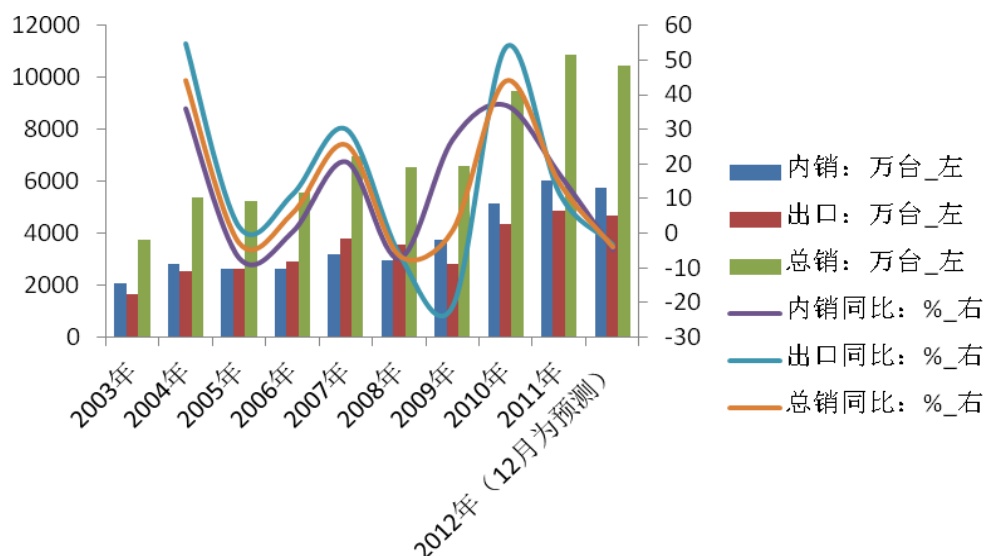
预计家用空调 2012 年全年销量在 1.04 亿台左右，同比下滑 4.27%，其中内销和出口将分别下滑 4.55%和 3.93%。

图 1：家用空调 12 年月度销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

图 2：家用空调历年销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

1.2. 冰洗：2012 年全年出口增长超预期

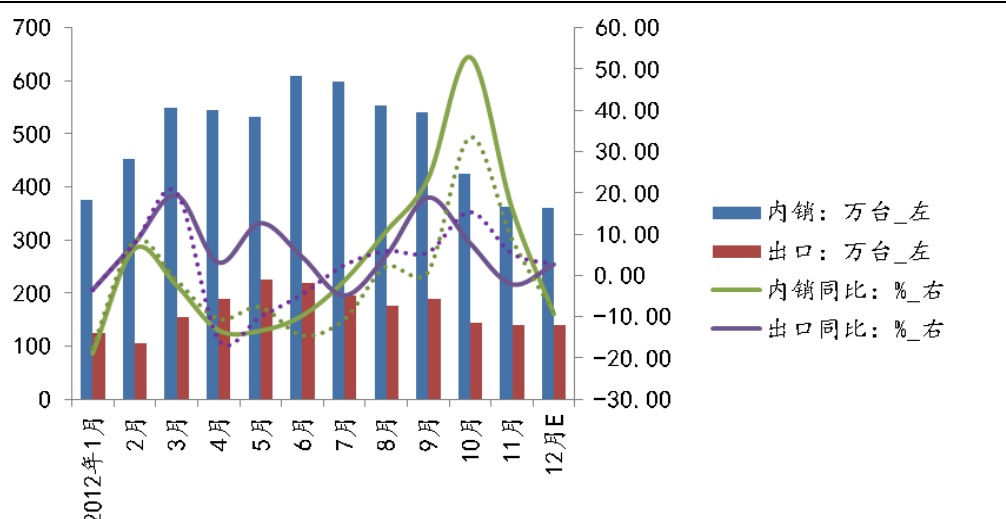
1.2.1. 冰箱：内外销增长超出预期，整体态势基本符合预期

2012 年前 11 个月，冰箱内销出口分别完成 5540 万台和 1861.73 万台，分别较上年同期同比增长 0.87%和 6.04%，均超出了我们的预期。

走势上来看，全年内销增长态势符合预期，即前低后高，高点出现于 10 月份；2 季度出口出现较明显的正增长超出了我们的预期，而下半年出口增长态势则更加符合我们的预期。

预计 2012 年全年冰箱内销和出口将分别达到 5900 万台和 2001 万台左右，分别同比增长 0.19%和 5.8%左右。也就是说，2012 年冰箱内销增速将是 2008 年以来的低点，2012 年更是大大低于政策实施（下乡政策加大力度、“以旧换新”政策开始实施）初、中期的增长速度；那么，2013 年 1 月底，下乡政策也将在最后一批省市到期终止实施，作为最受益的家电品类，冰箱内需增长也将逐渐回归理性。

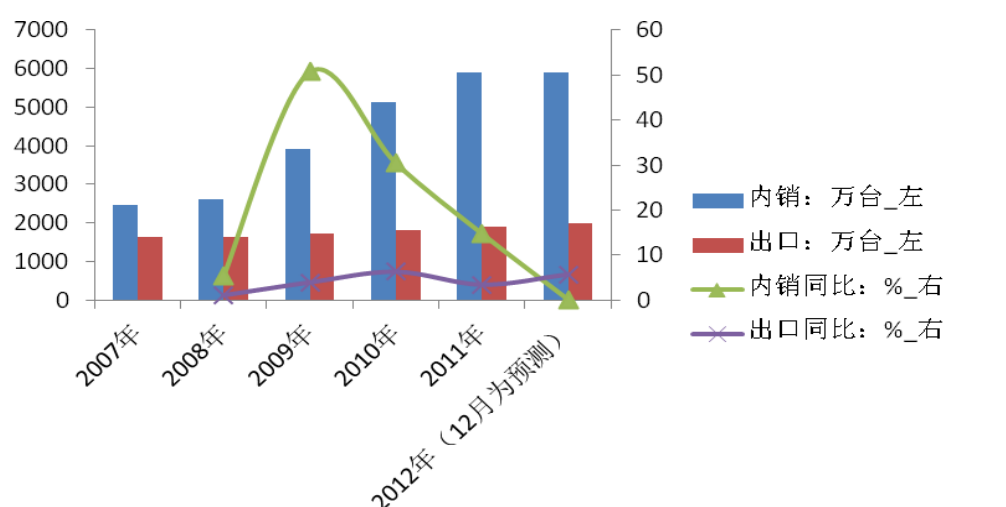
图 3：冰箱 12 年月度销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

注：虚线代表预测数据走势

图 4：冰箱历年销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

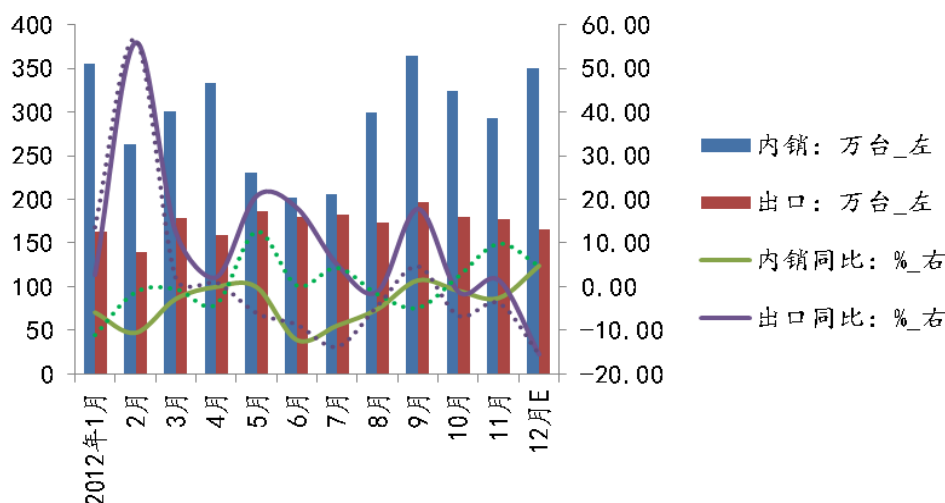
1.2.2. 洗衣机：2012 年全年内销低于预期，出口好于预期

2012 年前 11 个月内销和出口分别完成 3170.65 万台和 1917.48 万台，与上年同期相比，分别同比下滑 3.97%和增长 9.98%；其中内销略差于预期，出口则明显好于预期。

预计洗衣机 2012 年全年内销将达到 3520.65 万台左右，同比下滑约 3.17%左右，略低于我们之前的预期；全年出口将达到 2082.48 万台左右，同比增长约 7.41%左右，好于我们之前的预期。

结合历年数据来看，2012 年洗衣机内销增速创下 2007 年以来的新低，出口也是近三年来的低点。

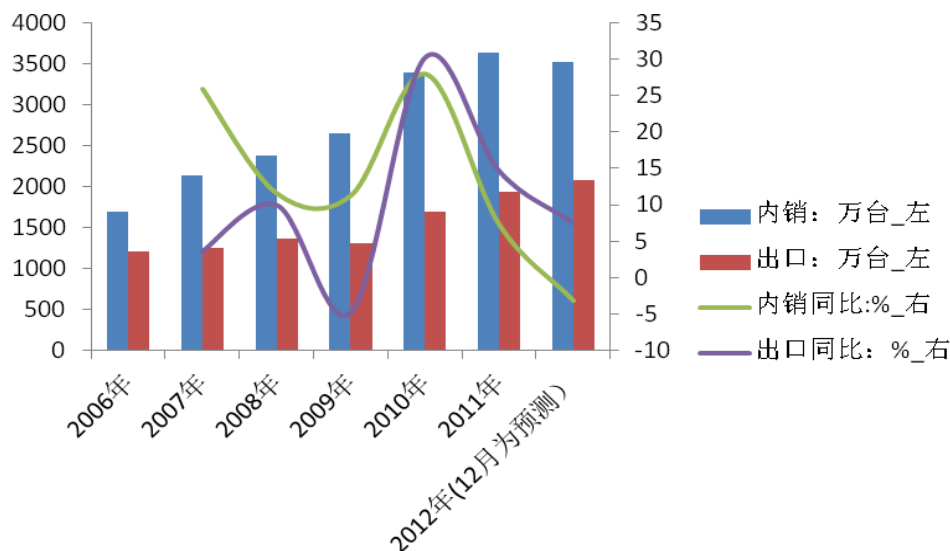
图 5：洗衣机 12 年月度销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

注：虚线代表预测数据走势

图 6：洗衣机历年销售情况及走势



数据来源：东北证券，产业在线

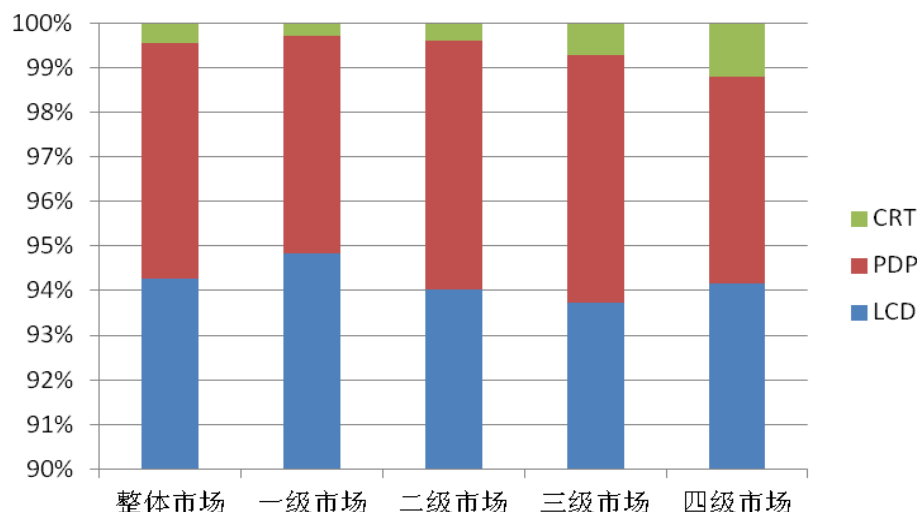
1.3. 彩电：技术革新速度快，内资厂商技术弱势明显

1.3.1. 国内彩电市场竞争格局及需求增长预期

1.3.1.1. 产品构成:液晶电视为主流类别，32 寸为主流尺寸

根据中怡康统计数据，去年前 10 个月国内彩电市场各类产品零售量构成中，液晶电视占比约 94.28%，等离子电视占比约 5.27%，CRT 电视占比约 0.45%；其中各级市场液晶电视零售量份额继续攀升，其主流市场地位难以撼动。

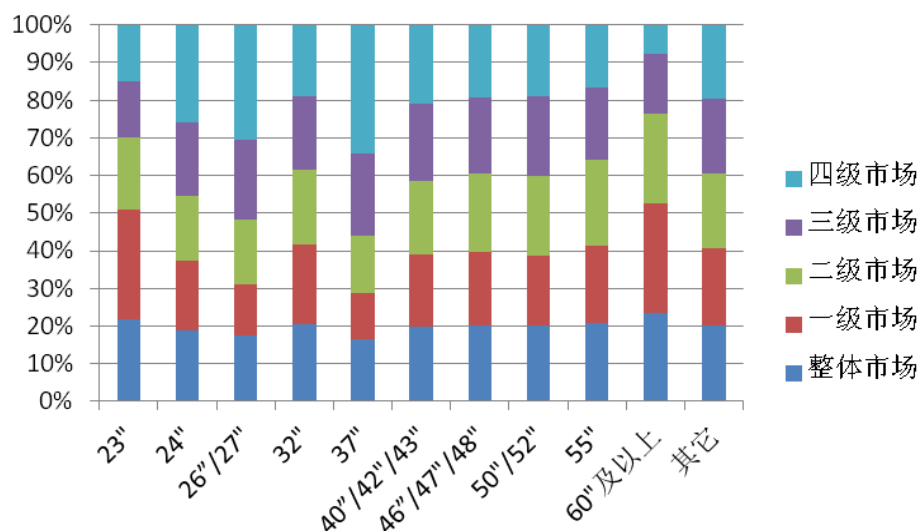
图 7: 国内彩电市场产品类别构成（零售量）



数据来源：东北证券，中怡康

目前，国内彩电市场需求以 32 寸、42 寸、46 寸为主，三种尺寸彩电零售量份额超过 75%，其中 32 寸占比超过三分之一，仍是市场主流。

图 8: 国内彩电市场产品尺寸构成（零售量）



数据来源：东北证券，中怡康

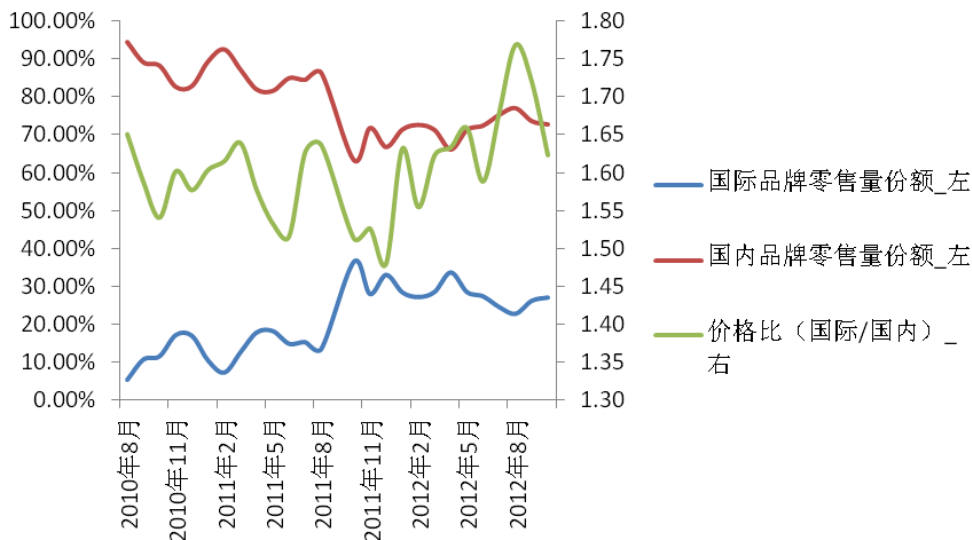
1.3.1.2. 2012 年内外资品牌格局相对稳定

品牌构成上来看，去年前 10 个月，内资品牌彩电零售量份额约 72.53%，较上年同期提升约 5.8 个百分点；内资品牌零售额份额约 61.42%，较上年同期提升 5.46 个百

分点。

目前，消费者对彩电价格仍较敏感，特别是节假日期间的敏感度更高。为此，外资品牌厂商近两三年的节假日降价促销力度加大，特别是2011年10月份更为明显，使得内外资品牌彩电间价差缩窄，从而大大削弱内资品牌彩电价格优势，抢占更多市场份额；2012年以来，国内彩电市场的价格战态势有所缓解，市场格局相对稳定。

图 9：内外资品牌价格走势对照

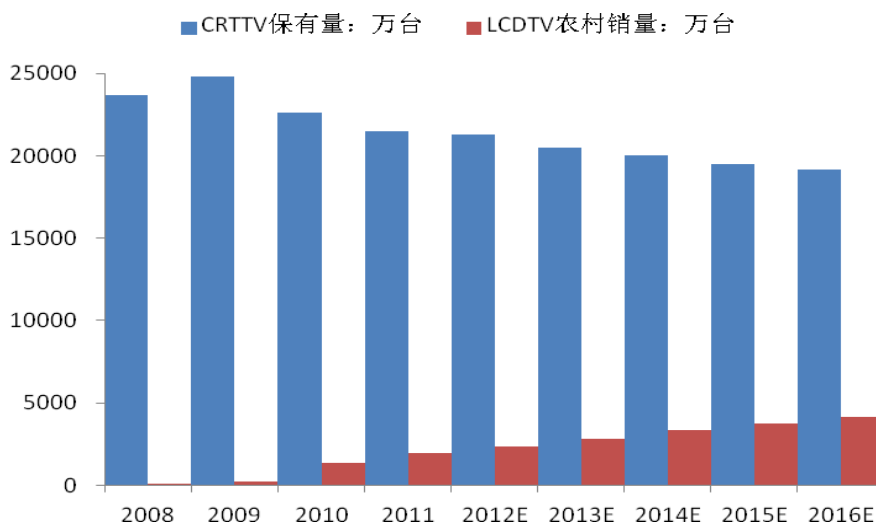


数据来源：东北证券，中怡康

1.3.1.3. 内需市场增长空间依旧可观

目前国内 CRT 电视保有量依然较大，且主要分布在农村市场，未来替代空间巨大。未来几年，随着农村市场升级换代的到来以及平板电视相对 CRT 电视价格差的收窄，平板电视将成为农村彩电市场的主流，加速对 CRT 电视的替代，推动国内彩电市场需求保持一定的增长。

图 10：平板电视（LCDTV 为主）替代空间估算

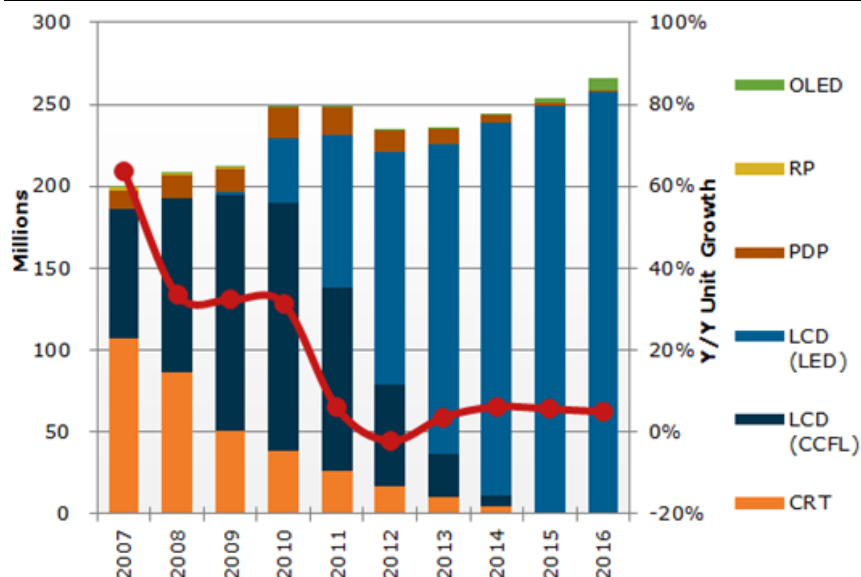


数据来源：东北证券

1.3.2. 全球彩电市场：产品结构及技术革新

受宏观经济环境影响，2012 年全球彩电需求下滑。根据 Displaysearch 数据，2012 年全球液晶电视出货量减少至 2.05 亿台，同比小幅下滑，等离子电视出货量约 1300 万台。

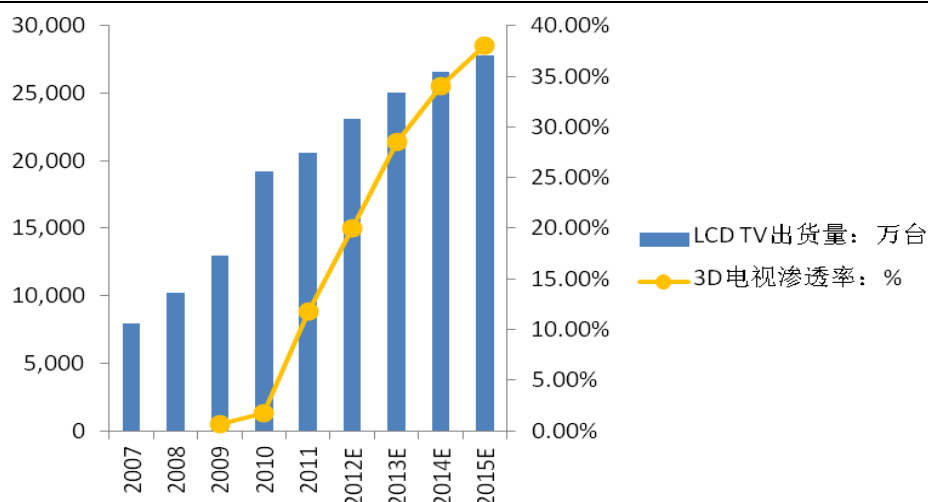
图 11: 按技术别电视出货情况及预测



数据来源：东北证券，Ddisplaysearch

智能电视、3D 电视是彩电行业近几年的热点，智能电视、3D 电视渗透率将进一步提升，且朝着更高层次的智能化程度以及裸眼 3D 技术等方向不断进步。根据 Displaysearch 数据，目前全球 3D 电视市场渗透率 2012 年将达到 20% 左右，且随着其价格的降低，3D 电视市场普及将加快，到 2015 年其市场渗透率有望达到 40% 左右。

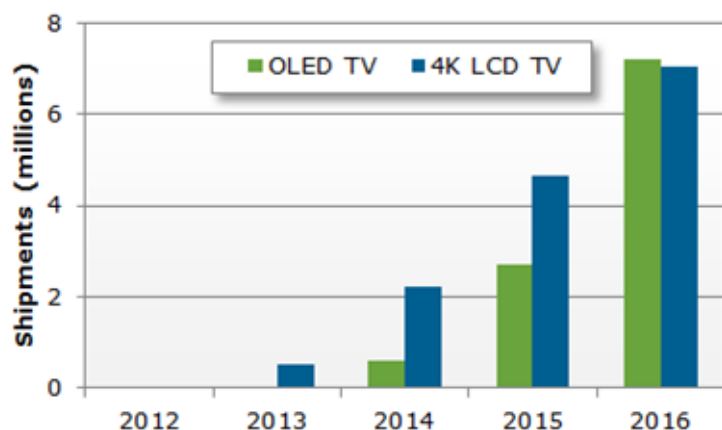
图 12: 全球 3D 电视渗透率



数据来源：东北证券，Displaysearch

我们认为，今年及未来一段时期，彩电产品仍处于功能上、显示技术上的升级转换时代；且目前来看，彩电产品更加智能化是升级趋势，而 OLED 则是下一代显示技术。而根据 Displaysearch 估计，今年彩电行业的热点话题将围绕 4k*2k（超高分辨率），认为 OLED 电视的商品化还需时间，并预计一直到 2015 年，4k 液晶电视出货量都将超过 OLED 电视。

图 13: OLED 电视和 4k 液晶电视出货情况预测（百万台）



数据来源：东北证券，Displaysearch

1.3.3. 小结

不同于白色家电行业，彩电行业技术革新速度更快，新老产品更替周期较短，产品使用寿命也随着新技术的加速出现在不断缩短。我们认为，对于彩电行业，除了关注其出货量指标，更需关注其产品结构特征、新技术应用及发展趋势。

国内彩电厂商过去一直存在的“缺芯少屏”问题正随着液晶面板的逐步国产化得到缓解，而其所面临的更为突出的问题则正是其较为薄弱的技术研发及产品创新能力。目前，在新技术应用领域，国内彩电厂商相对国外厂商的劣势显著，往往只是新一代产品的跟随者，不过值得庆幸的是，其中的滞后时间也在不断缩短；这也表明国内彩电厂商正在努力提升其研发水平，缩小与国外品牌厂商之间的技术差距，但扭转局势仍将可能是一个较为漫长的过程。

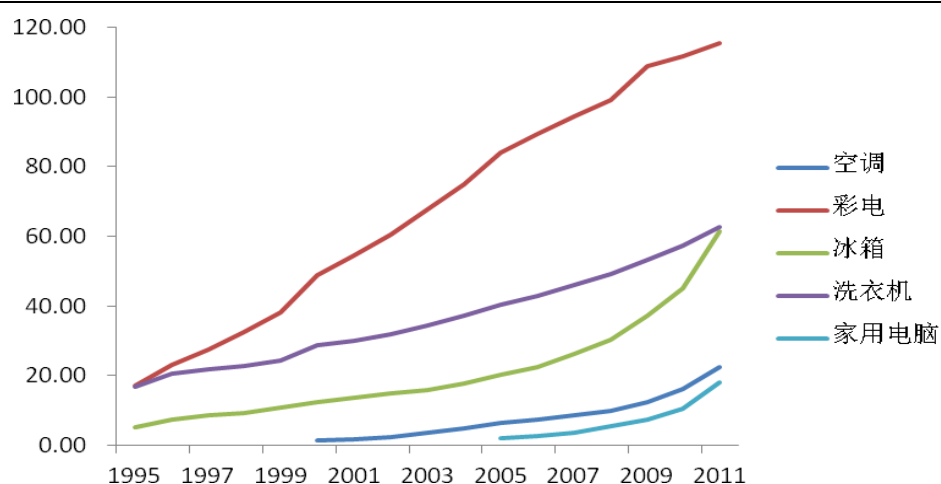
2. 家电行业 2013 年形势判断

2.1. 家电市场需求缓慢恢复增长，并渐趋理性

2.1.1. 农村市场：刚需为主，不乏升级需求

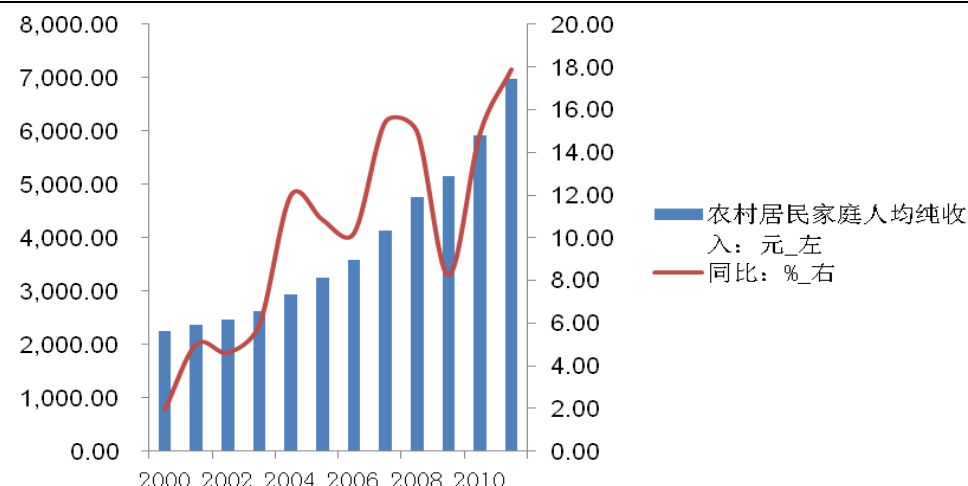
农村市场家电普及率依然不高，还存在较多的刚性需求。伴随农村居民收入水平的不断提升，农村居民也将越来越注重生活品质的提高，家电消费的中高端化、多样化需求将日益凸显。因此，未来的农村市场不再是低端家电的集中营，也不再是企业去库存的重要阵地。

图 14: 农村居民家用电器普及率 (%)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 15: 农村居民收入 (%)



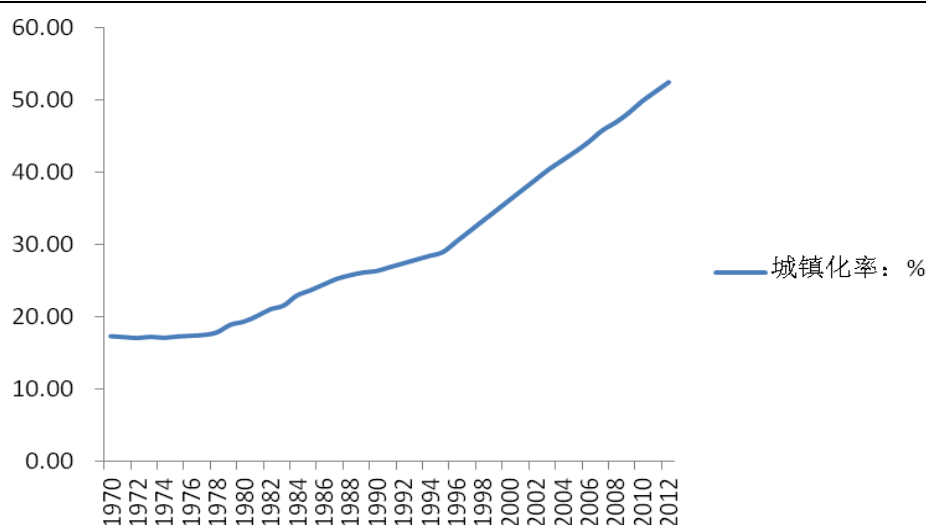
数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.1.2. “新型城镇化”加速家电潜在需求的释放

“城镇化”进程在不断的推进,但旧的“城镇化”是粗放型的推进,形式化色彩更浓一些。根据国家统计局数据,2011 年中国城镇化率为 51.27%,而据统计实际能够完全享有城镇居民待遇的人口比例仅仅 35%。而今年提出的“新型城镇化”更多的注重的是“人的城镇化”,让农民享有更多向城市迁移的选择权,特别是让 2.11 亿农民工和 7000 万城镇间流动人的成为真正的城市人。那么,“新型城镇化”的推进过程中,进城农民中越来越多的人享有城市的归属感,其过去不稳定的消费越来越多的向更加稳定的消费转变。

“新型城镇化”的推进和实现过程中,过去我们所测算的由城镇化带来的潜在家电需求会逐步得到释放,成为城镇家电需求中新的增长点。

图 16: 城镇化率 (%)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.1.3. 保障房建设任重而道远

2013 年进入“十二五”的第三年, 按照计划, 整个“十二五”期间, 我国计划建设 3600 万套保障房, 其中 2011 年计划 1000 万套, 2012 年 700 万套, 预计 2013 年计划在 600 万套左右。根据住建部数据, 2011 年完成保障房 1043 万套, 2012 年前十个月新开工 722 万套, 基本建成 505 万套。同时, 我们认为, 未来几年, 为保障“新型城镇化”的顺利推进, 保障房建设有望持续进行, 让更多城镇低收入人群以及低收入“新城市人”居有定所, 逐渐形成一支稳定的城市消费群体。

2.1.4. 新技术革新加速有助于城镇市场更多存量家电被提前更替

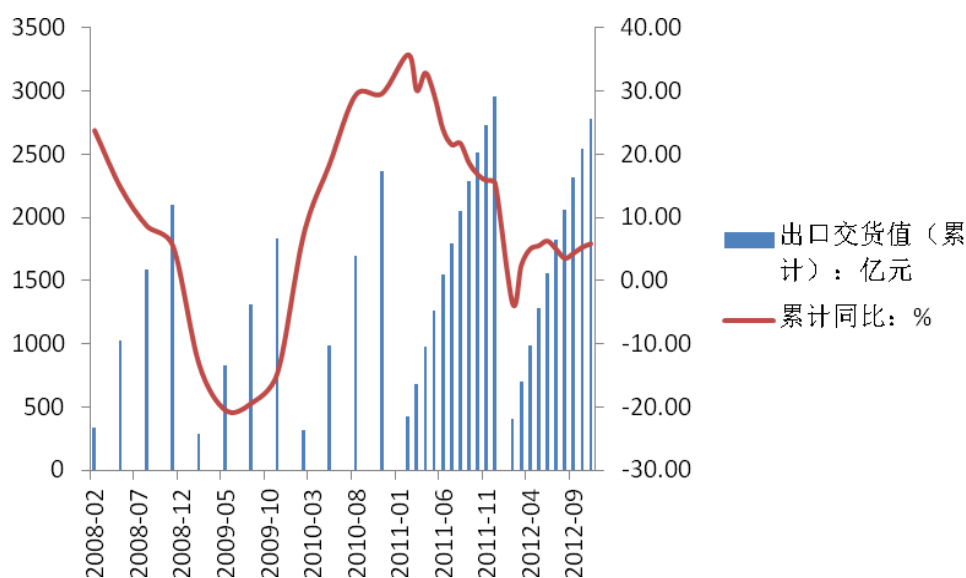
伴随消费升级, 国内家电行业的技术革新步伐也在不断向前推进, 越来越多的更节能、更环保以及更功能化、人性化的新型家电涌向市场, 为消费者带来越来越多的选择空间, 改变更多消费者的旧的消费观念, 缩短家电实际使用年限, 加速推进消费升级。因此, 在新技术、新产品的诱惑之下, 城镇市场越来越多的存量家电被更换、甚至被提前淘汰, 释放甚至是提前释放潜在的更新需求。

2.2. 全球经济复苏微弱, 外需增长难言乐观

2.2.1. 近几年我国家电出口基本概况

作为全球家电生产基地之一, 我国家用电器 2012 年前 11 月出口交货值累计实现 2774 亿元, 同比增长 5.85%; 占其工业产值的比重约 27.58%, 环比小幅回落, 同比没有显著变化。

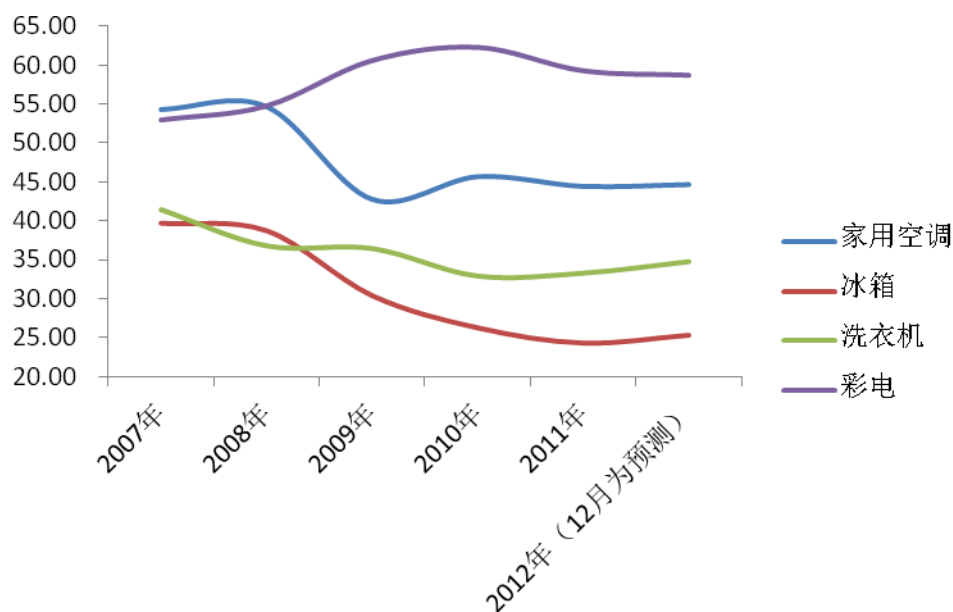
图 17: 家用电器出口交货值及增长情况



数据来源：东北证券，国家统计局

四大家电中出口均占有较大比重，2012 年前 11 月，彩电、家用空调、洗衣机、冰箱出口量占比分别为 58.69%、44.69%、34.78%、25.33%，与上年全年相比均无显著变化。

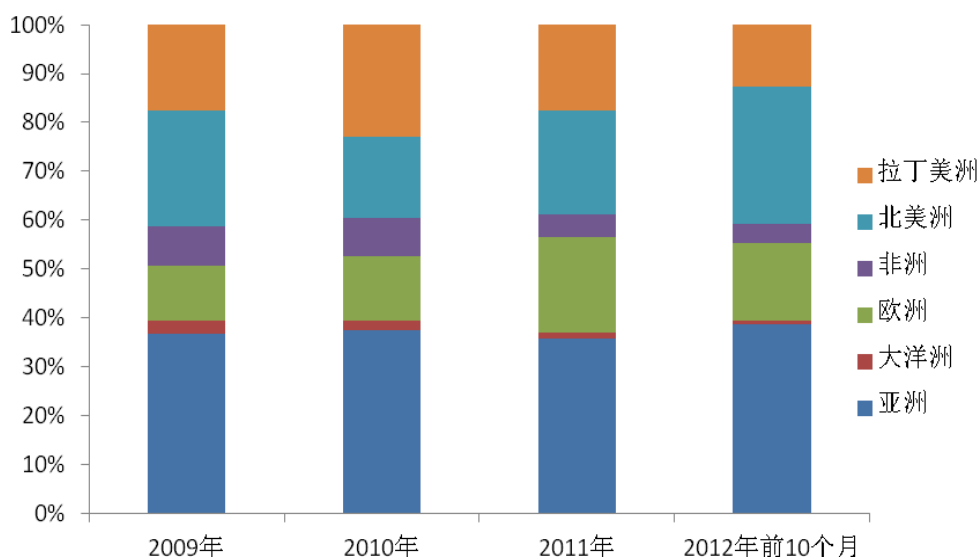
图 18: 四大家电历年出口（量）占比情况（%）



数据来源：东北证券，产业在线

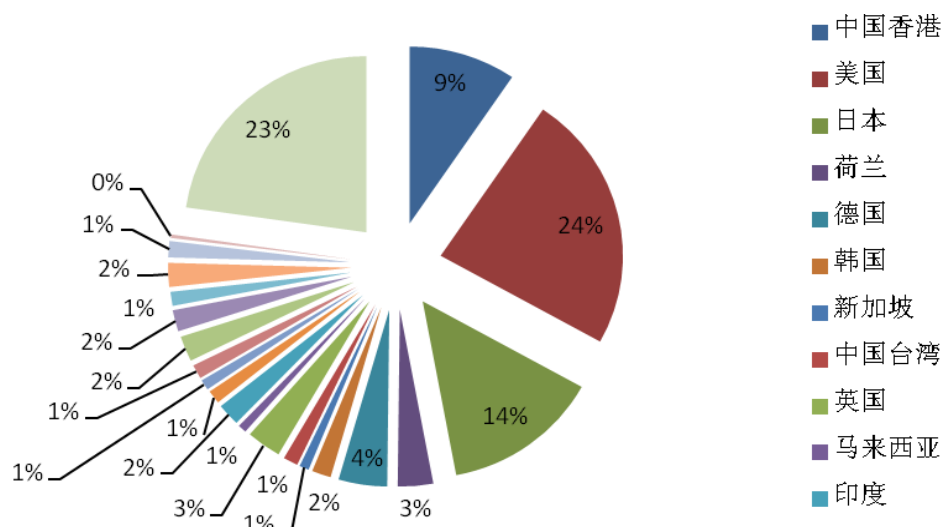
从出口地域结构来看，我国家用电器对亚洲、北美出口占比较大，其次是欧洲、拉美等。就主要经济体而言，对美国、日本和欧洲主要经济体出口较多，对新兴经济体的出口近几年也有较快速增长，正逐步成为我国家电出口的重要增长支柱。

图 19: 我国家用电子电器出口结构（按洲别，2011）



数据来源：东北证券，产业在线

图 20: 我国家用电子电器对主要经济体出口（额）结构（2011 年）

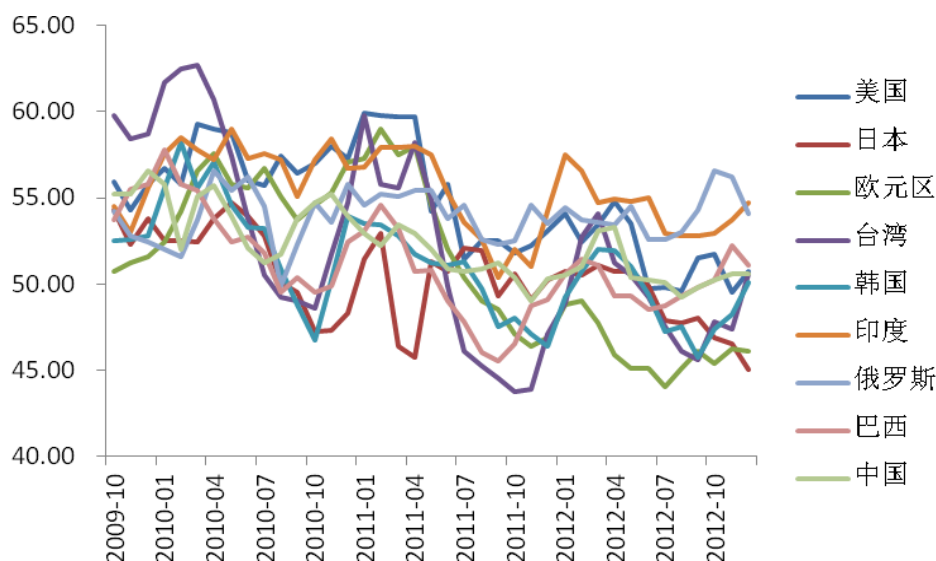


数据来源：东北证券，WIND

2.2.2. 主要经济体复苏微弱，出口增长难言乐观

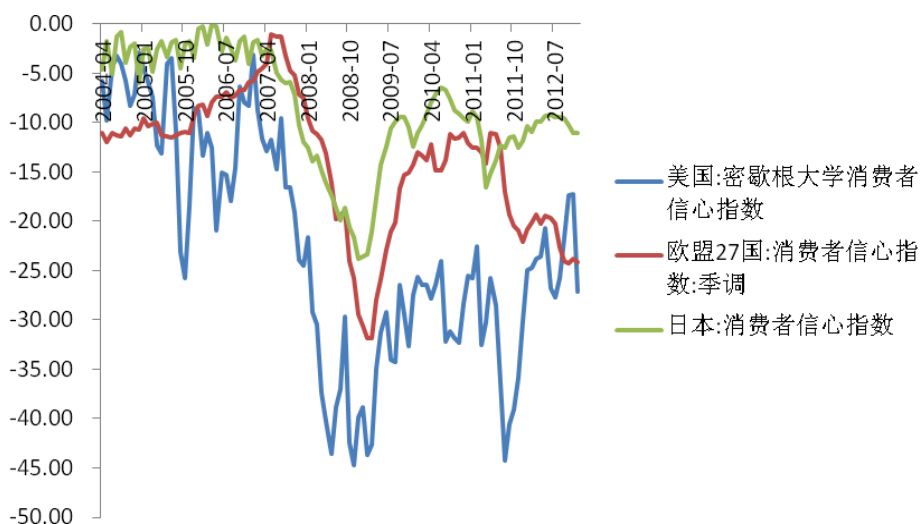
从近几个月各主要经济体制造业 PMI 指数来看，美中两国经济有缓慢好转迹象，但欧洲经济仍处于衰退之中，日本经济依然疲弱，韩国、台湾等亚洲经济体制造业仍面临较大的不确定性。在全球主要经济体经济下行风险依然较大的宏观背景下，2013 年，我国家电出口增长的不确定性依然较大。

图 21: 主要经济体 PMI



数据来源: 东北证券, WIND

图 22: 主要经济体消费者信心指数



数据来源: 东北证券, WIND

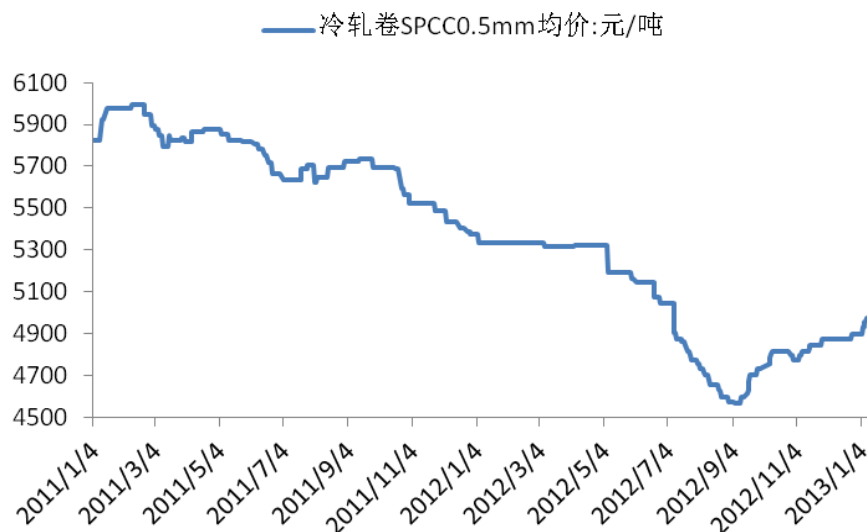
2.3. 主要原材料价格运行平稳, 成本压力不大

2013 年, 白色家电主要原材料中的钢、铜、冷媒等大幅涨价的可能性不大; 彩电主要原材料中液晶面板有可能继续呈现阶段性的结构性涨价, 但幅度不会太大。总体上来讲, 2013 年, 家电行业原材料成本压力不大。

2.3.1. 大宗原材料价格: 钢价反弹空间有限, 铜价走势平稳

2012 年前 9 个月, 钢价延续上一年的下跌行情; 受钢企补库存等因素导致铁矿石价格上涨影响, 9 月钢价开始触底反弹, 并延续至今; 但我们认为, 由于宏观经济复苏乏力, 下游需求增长缓慢, 2013 年钢价反弹空间有限。自去年年初以来, 铜价保持小幅波动, 走势温和; 且 2013 年, 受宏观经济影响, 铜价将持续较平稳走势。

图 23: 钢价走势



数据来源: 东北证券, 亚洲金属网

图 24: 铜价走势

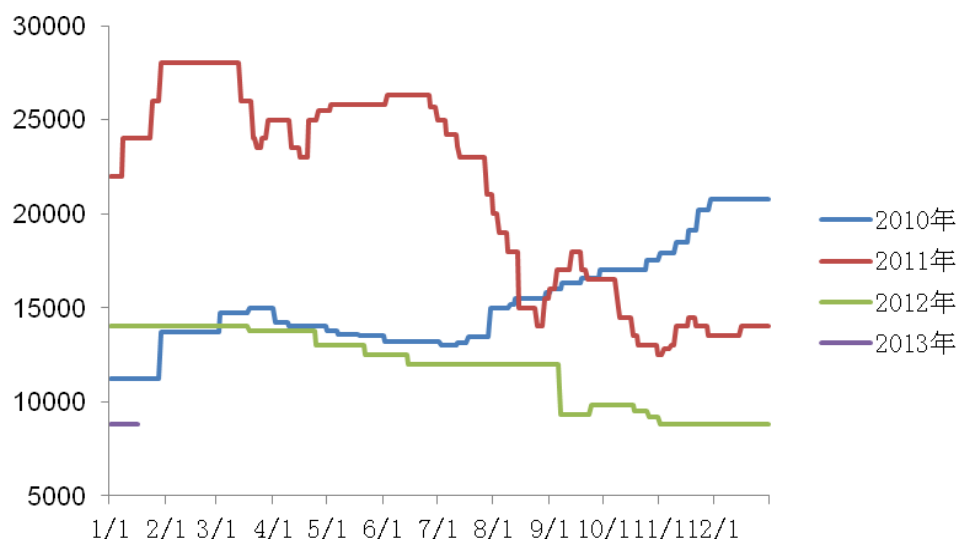


数据来源: 东北证券, 亚洲金属网

2.3.2. 冷媒: R22 价格将持续低迷, R410a 步入下跌通道

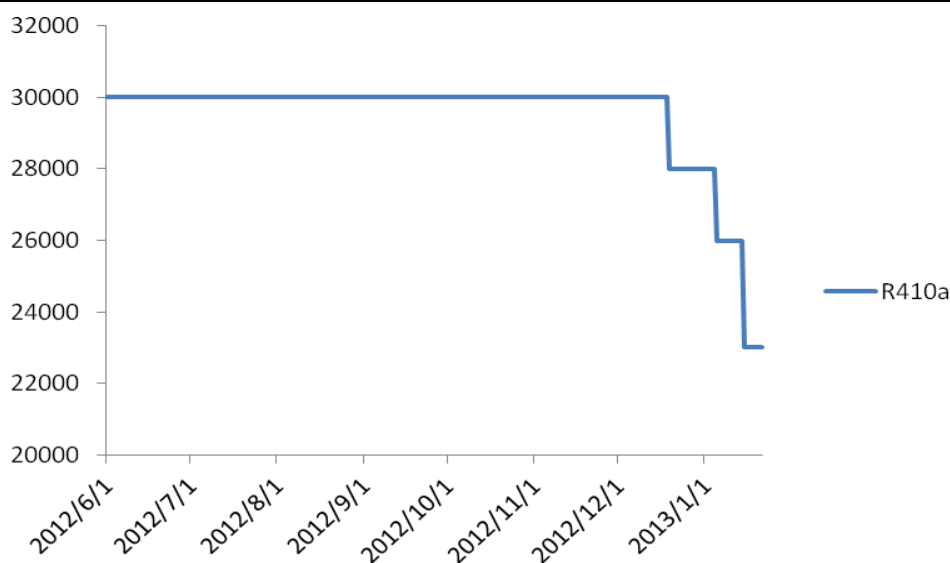
制冷剂 R22 价格 2012 年全年延续上年下半年的下跌态势, 至今年年初 R22 价格回落至 8800 元/吨。由于下游需求增长缓慢, 以及变频空调 (多采用 R410a) 市场份额提升, 预计制冷剂 R22 价格将持续低迷走势。新冷媒 R410a 自去年年底也开始跌价, 至今年 1 月下旬已经由 30000 元/吨跌至 23000 元/吨。

图 25: R22 价格走势 (元/吨)



数据来源: 东北证券, 产业在线

图 26: R410a 价格走势 (元/吨)

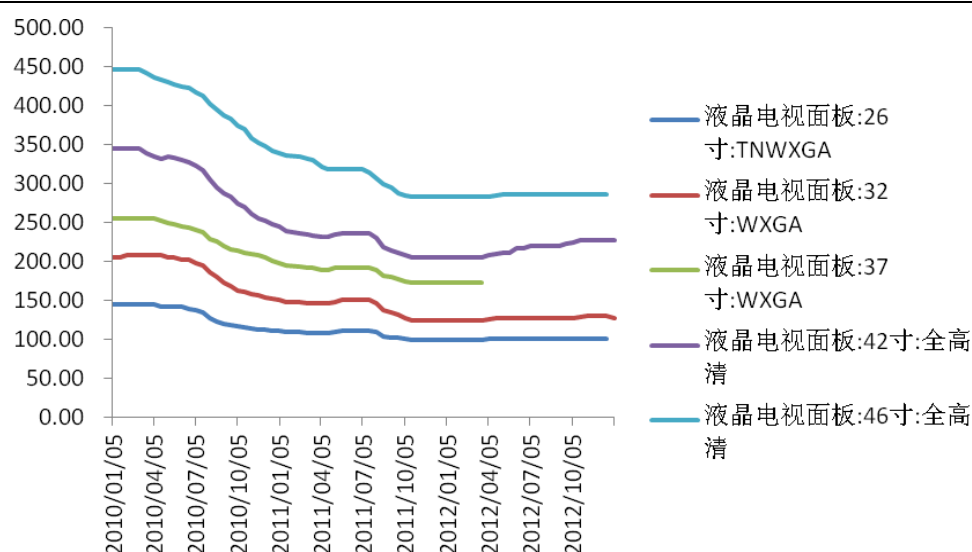


数据来源: 东北证券, 产业在线

2.3.3. 液晶面板价格整体将保持平稳

2012 年, 液晶电视面板价格呈现结构性平稳上扬; 其中 32 寸、42 寸等主流尺寸面板价格上涨幅度相对明显, 特别是 42 寸液晶电视面板价格 2012 年年底较年初涨幅达到 10.68%, 其次是 32 寸此类涨幅为 4%, 其他各类尺寸价格涨幅微弱。从 Displaysearch 数据来看, 2013 年开年第一周, 32 寸、42 寸液晶电视面板价格较上年底环比有小幅回落, 但仍分别较上年同期同比上涨 2.4% 和 10.19%。而根据我们的测算, 全球液晶面板产能过剩局势仍将持续存在, 其价格上涨空间将较为有限; 预计 2013 年液晶电视面板价格整体将保持平稳, 上一年结构性上扬态势也将伴随主流尺寸面板产能的释放逐步接近尾声。

图 27: 液晶电视面板价格走势 (美元)



数据来源: 东北证券, Displaysearch

2.4. 政策环境: 终结长达五年的政策扶持期

过去几年来, 国内家电行业享受着政策的暖风, 不断演绎着较好的增长局势, 但也透支了后续几年的市场需求, 打乱了市场需求本身增长的合理性。“家电以旧换新”政策在 2011 年 12 月前到期终止, “家电下乡”政策也在 2013 年 1 月底前全部到期终止。那么, 相对前几年, 2013 年的国内家电市场将少了政策过多的干预, 终结了长达五年的政策扶持期, 逐步回归于更为理性的竞争态势。

至于政策退出的影响, 我们认为, 正所谓“潮水退去, 裸泳者才会尴尬”, 中标家电下乡的区域性中小品牌企业实际竞争力不足, 较大程度上是依赖政策而存活, 政策退出之后, 这些企业的弱势将更为突出, “物竞天择, 适者生存”, 那么, 这些企业将在接下来更为激烈的竞争中逐渐淡出市场。农村家电市场将伴随政策的退出加快整合步伐, 未来, 农村市场上的家电产品和后续服务的品质也将更有保障。

表 1: 家电下乡基本概况

开始时间	实施范围及结束时间	实施力度
2007 年 12 月	以山东、河南、四川三省为试点; 将在 2011 年 11 月底结束	补贴产品为彩电、冰箱 (冰柜) 和手机 3 类产品
2008 年 12 月 1 日	试点范围扩大到内蒙古、辽宁、黑龙江、安徽、山东、河南、湖北、湖南、广西、重庆、四川、陕西等 12 个省市; 将在 2012 年 11 月底结束。	补贴产品增加洗衣机。
2009 年 2 月 1 日	余下的 19 个省 (区、市) 及新疆生产建设兵团全面启动; 将在 2013 年 1 月底结束。	补贴产品增加了摩托车、电脑、热水器和空调。
2010 年 1 月 1 日	家电下乡产品最高限价大幅提高, 彩电、手机的最高限价提高至 7000 元、2000 元, 冰箱、空调等 10 类产品的最高限价均有 25%-5% 的提高幅度。	
以上实施期限均为 4 年		

数据来源: 东北证券

伴随政策实施的这几年, 农村市场中的家电零售终端渠道日趋丰富, 家电厂商通过自建以及与区域家电卖场合作加快自身渠道下沉, 区域家电连锁门店数目快速增长。政策只是刺激需求的催化因素, 政策退出了, 潜在的需求还在, 其退出对需求

增长的负面影响只是暂时的。

因此，我们判断，政策退出后，在短期内会减弱农村家电消费的活跃程度；但家电下乡政策的作用效果是潜移默化的，给农村家电消费带来的影响是深远的。当前农村市场家用电器整体普及程度依然不高，且低端化的存量家电产品面临升级换代，农村家电市场前景依然广阔。

未来几年，伴随农村家电零售终端的不断成熟、农村家庭电器使用环境的改善以及农村居民收入水平的不断提升，农村家电需求将保持较好的增长态势。

3. 结论及投资建议

3.1. 主要观点

2013 年，家电行业上游成本压力不大；下游需求上来看，内需增长将缓慢复苏，并在政策完全退出背景下回归理性；外需方面，由于全球经济复苏微弱，出口增长仍将难言乐观。

具体到细分行业而言，我们的主要观点如下：

3.1.1. 白色大家电：白电偏多，黑电中性

从产业升级角度上来看，白色家电产品升级换代显著程度弱于黑色家电，白色家电的产品差异化程度低，国内白色家电企业依托多年来的成本优势，在全球竞争中有较好的市场地位；彩电产品伴随新技术的不断革新，产品更替速度较快，而国内彩电企业技术开发基础薄弱，在全球竞争中处于不利地位。

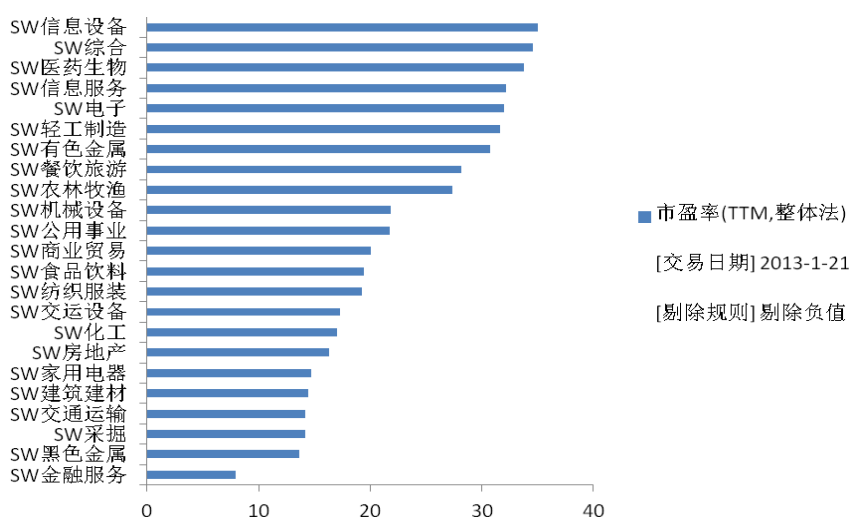
3.1.2. 厨房家电：大家电强于小家电

受新型城镇化建设的推进、保障房政策以及地产回暖预期等因素影响，2013 年厨房大家电将迎来较好的增长。而受前几年增速过快影响，2013 年厨房小家电市场增长将继续放缓，出现同比下滑的可能性较大。

3.1.3. 估值现状：白色家电板块更具估值优势

我们以申万行业划分标准来看，1 月 21 日所有行业平均 PE（TTM）为 22.5 倍，其中家电行业为 14.7 倍，那么，横向比较来看，目前家电行业相对估值处于较低水平。

图 28：各大行业当前估值水平对照

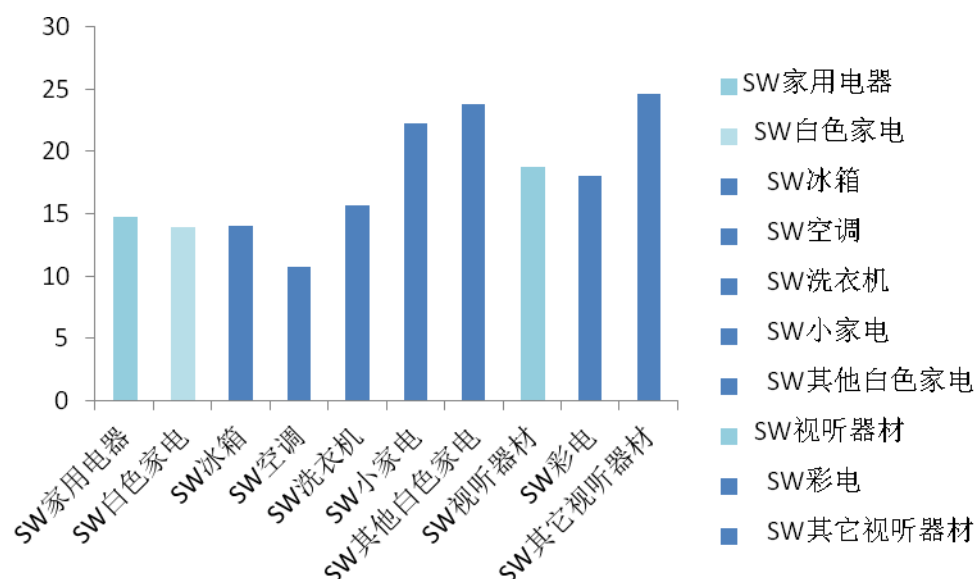


数据来源：东北证券，WIND

细分板块来看，空调仍是家电行业估值最低的板块，其 1 月 21 日 PE（TTM）10.7 倍，低于白色家电板块的 13.9 倍；其次是冰箱和洗衣机板块，小家电和彩电板块的

相对估值均处于较高水平。

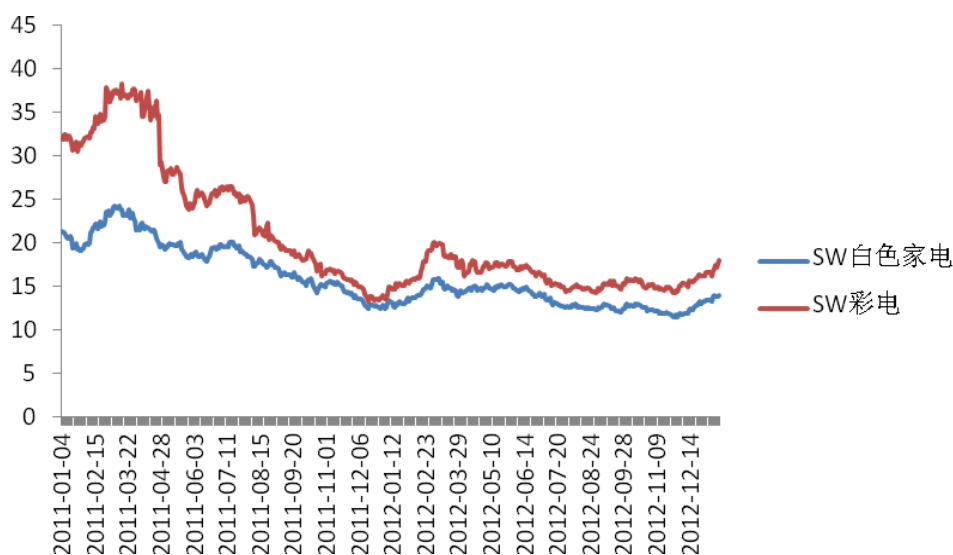
图 29: 家电细分板块估值水平对照



数据来源: 东北证券, WIND

我们选取近两年的数据来看, 白色家电板块当前估值低于该区间的平均水平, 处于相对较低水平, 具有历史估值优势, 但与上年同期相比, 当前白色家电板块估值水平变化程度不大, 历史估值优势并不显著; 而彩电板块当前估值高于该区间的平均水平, 且较上年同期有一定程度的提升, 不具历史估值优势。

图 30: 家电各主要板块历史估值 (PE) 水平对照



数据来源: 东北证券, WIND

3.2. 投资建议

结合前文分析，我们对 2013 年各家电子板块的评级大致如下：

对于在全球范围内初具竞争实力，且估值具有一定优势的白色家电子板块，我们给予优于大势评级；对于受益地产复苏的厨房大家电子板块，我们给予优于大势评级；而对于过去几年增长较多的小家电板块持谨慎偏空态度，给予劣于大势评级；对于彩电，我们认为内资厂商国际竞争实力仍然欠缺，但由于技术革新带来的行业热点不断，我们给予该子板块以同步大势投资评级。

建议关注的上市公司有：格力电器（推荐）、老板电器（推荐）、合肥三洋（推荐）、青岛海尔（谨慎推荐）、华帝股份（谨慎推荐）、苏泊尔（谨慎推荐）、海信电器（谨慎推荐）等。

4. 风险提示

原材料价格大幅波动，地产复苏低于预期等。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760