

## 农村市场潜力巨大，家电板块仍将有超额收益

——2010年家电行业投资策略报告

分析师

何奇峰

☎ 010-88366060-8876

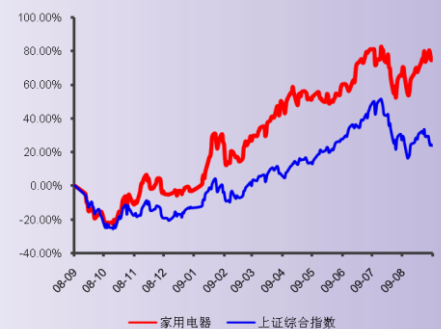
✉ heqf@cgws.com

### 要点:

- **业绩浪催生家电板块09年超额收益。**家电板块是2009年市场表现最为抢眼的几个行业之一。Wind资讯数据显示，截至2009年11月27日，家电板块全年累计涨幅127.2%，位居23个申万一级行业市场涨幅第五位。
- **2010年家电板块仍有较大概率取得超额收益。**我们的判断逻辑：2010年家电行业将进一步受益家电下乡，加上出口市场的平稳回升，需求端同比将有10% - 20%的增长，而企业的业绩表现将更多取决于与原材料价格波动及毛利变化等因素。目前的国内外经济环境来看，大宗商品价格回升到2007年高点的可能性不大，家电企业受益成本下降带来的盈利提升，仍有望在2010年的前两个季度延续。因此，我们判断2010年特别是上半年，家电行业整体经营情况存在超预期可能，家电板块仍存在较大概率获取超额收益。
- **冰箱、彩电行业2010年销量增速有望超过20%。**我们对各个产品线2010年家电下乡、城镇市场、出口市场增速进行了预测，并测算了冰箱、洗衣机、彩电、空调等行业2010年销量增速。从测算结果来看，2010年行业销量增速较快的包括冰箱（20.59%）、彩电（21.16%），而空调、洗衣机行业的销量增速预计在9.2%和10.85%左右。其中，冰箱行业增长的主要驱动因素在于家电下乡的深化带来农村市场销售的高增长；彩电行业2010年的增长驱动因素则在于城镇市场更新换代、农村平板电视需求启动以及出口市场的良好表现。
- **家电企业2010年业绩增速将呈现“前高后低”的态势。**结合2010年原材料价格走势分析和家电行业销售增速变化，我们判断家电企业盈利增速将呈现前高后低的运行态势。一季度有望是家电企业收入和盈利增速的高点，二季度开始同比将进入下降通道，其中的原因在于09年1季度是家电行业08年3季度以来的行业低点，很多企业甚至出现亏损，而09年2-3季度受益成本下降，白电上市公司盈利均处于历史较高水平，同比基数较高。
- **重点关注白电龙头和整合及管理改善个股。**2010年家电行业的投资策略，主要从两条主线进行布局：一是，家电下乡受益个股，主要包括多产品线的白电龙头青岛海尔、美的电器；二是，关注整合成效逐步显现、基本面改善预期明确的中小市值个股，包括小天鹅A、ST科龙、华帝股份、美菱电器等。

投资评级：推荐（调升）

### 家电行业相对市场表现



### 相关报告

《由趋势投资回归业绩基本面》家电行业09年3季度投资策略报告 2009.09.25

《行业景气阶段性回升，龙头个股估值优势显著》家电行业09年中期投资策略 2009.06.18

《09年1季度是家电行业此轮调整的业绩低点》家电行业动态点评, 2009.05.07

《行业需求看淡，把握主题性投资机会》家电行业09年2季度投资策略 2009.03.27

《产销暂时回稳，行业回暖需时日》家电行业2009年1月月报

《家电下乡带来主题投资机会》2009年行业投资策略报告 2008.12.09

《入围企业大增，行业龙头受益》行业动态点评 2008.11.21

《增值税转型对家电企业助益有限》行业动态点评 2008.11.12

《行业仍处下降通道》家电行业2008年11月月报 2008.11.07

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 报告目录

一、09年家电板块市场表现回顾.....	3
1.1 业绩浪催生板块超额收益 .....	3
1.2 板块估值仍处合理水平 .....	4
二、2010年家电行业经营环境展望.....	5
2.1 金融危机对家电出口造成较大冲击.....	5
2.2 刺激内需政策持续出台，缓解产能过剩压力.....	6
2.3 国内家电行业步入寡头竞争阶段.....	7
2.4 农村市场将是2010年家电企业争夺的焦点 .....	8
三、农村市场是2010年家电行业增长主要驱动力.....	9
3.1 农村家电普及率提速 .....	9
3.2 农村家电下乡销量峰值在2010年 .....	10
3.3 城镇市场2010年家电需求增速10% - 20%之间.....	11
3.4 出口缓慢复苏，明年增速约为10%.....	13
3.5 冰箱、彩电行业2010年增长前景看好 .....	15
四、企业盈利增速将呈“前高后低”态势.....	17
4.1 原材料成本稳步上升 .....	17
4.2 盈利增速或前高后低 .....	19
五、投资策略.....	19
5.1 维持谨慎推荐评级 .....	19
5.2 家电下乡受益与整合改善预期两条投资主线.....	19



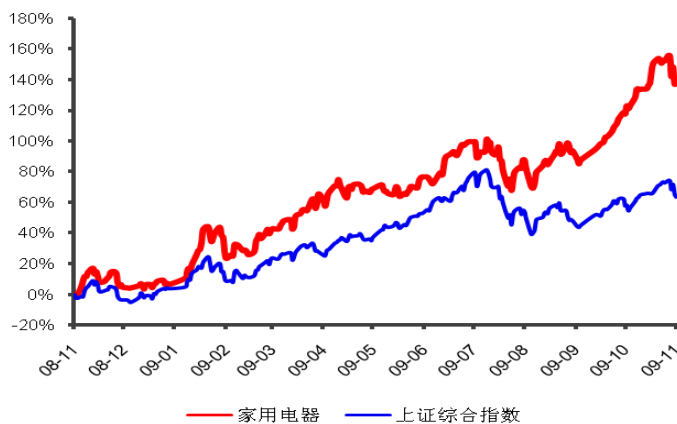
## 一、09 年家电板块市场表现回顾

### 1.1 业绩浪催生板块超额收益

家电板块是 2009 年市场表现最为抢眼的几个行业之一。Wind 资讯数据显示，截至 2009 年 11 月 27 日，家电板块全年累计涨幅 127.2%，位居 23 个申万一级行业市场涨幅第五位。

回顾家电板块 09 年以来的走势，大致可以分为三个阶段。第一阶段：家电下乡带来的主题投资。2 月份家电下乡启动、地产销量复苏，市场预期家电需求将逐步复苏，家电板块迎来了一波上升行情，一季度涨幅 34%，高于沪深 300 指数 27% 涨幅。第二阶段，4 月份的年报行情昙花一现。4 月份是个股年报和一季报集中披露的时期，在部分个股业绩超预期的带动下，家电板块 4 月份累计涨幅 13.53%，大幅领先沪深 300 指数 4.75% 的涨幅。在二季度剩下的 5-6 两个月里，地产回暖、经济复苏态势确立，金融、地产等大市值板块大幅上涨，而家电板块由于缺乏刺激因素，表现远远落后 A 股市场的整体表现。第三阶段，中报、三季报超预期业绩浪行情。在我们此前的季度策略报告中，我们判断 09 年 1 季度是家电企业此轮业绩调整的低点，2 季度开始随着需求的逐步回升，原材料价格下降带来的企业毛利回升的趋势确立，家电上市公司盈利出现上行拐点。8 月和 10 月是中报、三季报披露期，家电上市公司业绩纷纷超出市场预期，业绩回升降低了家电板块的整体估值水平，在金融、地产、石化、有色等大市值板块缺乏上行动力的情况下，家电板块成为带动市场反弹的领涨板块。Wind 资讯数据显示，3 季度家电板块整体涨幅 4.9%，较沪深 300 指数 -6.38% 的涨幅有超过 11 个百分点的超额收益。10 月份，家电板块整体上涨 19.4%，位居各板块之首，较沪深 300 指数 8.43% 的涨幅，仍有 11 个百分点的超额收益。

图 1 家电板块一年以来相对大盘的走势



数据来源：Wind 资讯

家电板块 2-3 季度的靓丽业绩、大幅领先市场的超额收益，在未来的一到两个季度，甚至 2010 年全年，能否延续？这恐怕是广大投资者最为关心的问题。我们撰写 2010 年家电行业投资策略报告的出发点和最终目的，就是要解答投资者的这个疑问。

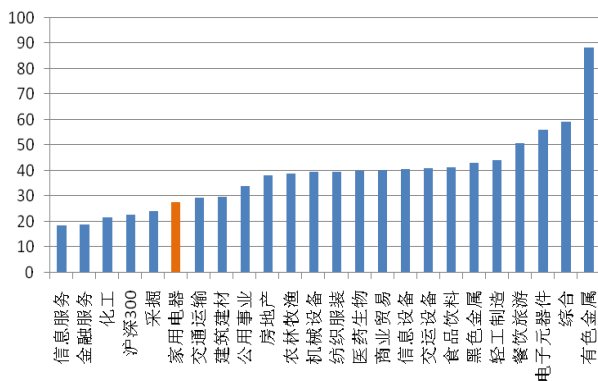


## 1.2 板块估值仍处合理水平

从基本面分析的视角，我们要判断家电行业 2010 年是否有投资机会，主要关注两个方面：一是，行业景气能否延续、上市公司业绩能否继续回升；二是，假设业绩持续回升背景下，家电板块的估值是否仍有提升空间。

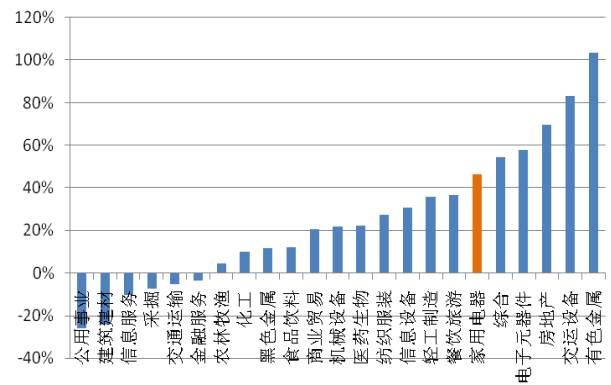
家电板块估值仍处合理水平。截至 11 月 27 日，家电板块的 TTM 滚动 PE 为 27.7 倍，高于沪深 300 指数 22.6 倍的 PE 估值水平。但是横向比较来看，家电板块当前的估值水平，仅略高于信息技术、金融和化工三大板块，与 09 年以来取得相对沪深 300 指数超额收益最高的有色、汽车、房地产、电子元器件等板块相比，动态 PE 仍处于相对较低的水平。由于金融板块涉及银行、保险和证券等大市值股票，其估值水平对整个市场的影响较大，我们如果剔除金融板块来进行分析，那么家电行业是目前 A 股市场中估值最便宜的下游消费类板块。

图 2 家电板块估值仍相对合理 (TTM, 整体法)



数据来源：Wind 资讯

图 3 2009 年以来各板块相对沪深 300 指数的相对收益



数据来源：Wind 资讯

未来家电板块的超额收益来自于业绩的持续增长。从目前的时点分析，我们认为 2010 年家电行业的投资机会来自于持续的业绩增长，进而推动板块估值中心下移，而相对估值优势的显现，将使家电板块的投资价值得到市场的持续追捧，从而使得板块在持续上涨过程中实现估值提升，并获得超越市场基准的超额收益。

总之，目前相对合理的估值水平为明年家电行业获取相对较好的市场表现奠定了基础。板块能否继续有超额收益，核心因素在于明年行业需求能否持续回升，企业业绩能否继续同比有超预期表现。我们的观点是：2010 年家电行业仍有较大概率取得超额收益。该判断的基本逻辑：2010 年家电行业将进一步受益家电下乡，加上出口市场的平稳回升，需求端同比将至少实现 10% - 20% 的增长，而企业的业绩表现将更多取决于与原材料价格波动、企业毛利变动等因素。目前的国内外经济环境来看，大宗商品价格回升到 2007 年高点的可能性不大，家电企业受益成本下降带来的盈利提升，仍有望在 2010 年的前两个季度延续。因此，我们判断 2010 年特别是上半年，家电行业整体经营情况存在超预期可能，板块仍会有较大的投资机会，详细的分析论证内容我们将在后面的报告中进行阐述。



## 二、2010 年家电行业经营环境展望

### 2.1 金融危机对家电出口造成较大冲击

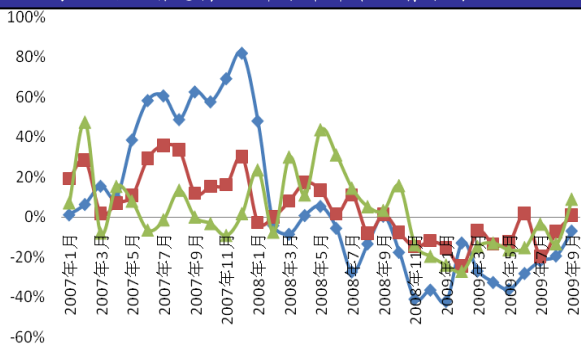
金融危机对家电制造业造成较大冲击。20 世纪 90 年代中后期，中国凭借自身劳动力、资源品和国内巨大市场等优势，成为包括家电产品在内的全球制造业中心。中国的空调、冰箱、彩电等产品产量占全球 60%-80%，海外出口占到了家电产品销量的 30%-50%。

	空调	洗衣机	冰箱	CRT 彩电	平板电视	微波炉	电饭煲
中国	6,334	3731.33	4,300	5,057	4,296	12,486	8,300
全球	8,977	9,228	6,800	6,200	11,200	15,358	10,200
占有率	70.56%	40.43%	63.24%	81.56%	38.36%	81.30%	81.37%

数据来源：长城证券研究所 数据截至 2008 年

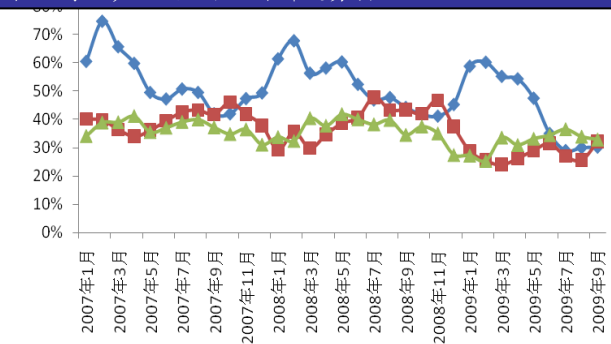
2008 年席卷全球的国际金融危机，对包括家电行业在内的国内制造业造成了巨大冲击。以空调产品为例，空调单月出口量由 08 年 4 月的 578 万台高点，同比降低到 09 年 4 月的 390 万台，空调出口自 08 年 8 月开始连续出现负增长。而空调的出口销量占比由危机前单月最高的 70%，下降到 09 年 3 季度约 30%的水平。也就是说，考虑空调行业产能规模不变，海外需求的大幅下滑使得空调行业至少 30%的产能面临过剩。

图 4 家电出口增速自 08 年下半年以来显著下滑



数据来源：产业在线 长城证券研究所

图 5 家电产品出口占比下降趋势明显



数据来源：产业在线 长城证券研究所

海外市场复苏进程缓慢，产能过剩局面将维持相当长一段时期。产业在线的数据显示，截至到 09 年 9 月空调、冰箱、洗衣机等产品出口增速并未出现明显的正增长，其原因在于欧美房地产市场仍然低迷，而欧美国家高消费、低储蓄的经济增长模式面临转型，发达国家居民储蓄率的上升必然减少消费支出。因此，家电行业 2010 年出口业务难有明显的改观。





## 2.2 刺激内需政策持续出台，缓解产能过剩压力

为应对金融危机对包括家电行业在内的出口导向型产业造成的冲击，2008年以来中央政府出台了一系列刺激内需、扩大出口、保增长、促就业的政策措施。涉及到家电行业方面，主要的政策包括：

➢ 2007年12月，在四川、河南、山东三省开展家电下乡试点。农民采购家电产品政府财政给予13%的销售补贴，下乡产品包括冰箱、彩电、手机、洗衣机等。

➢ 2008年5月底，财政部、商务部发布《继续实施家电下乡政策的通知》，川、鲁、豫三省家电下乡试点延长一年至2009年底。10月中旬，两部委根据国内经济形势变化，决定家电下乡政策由原来的三省试点推向全国12省、市、自治区，新增洗衣机作为下乡家电，以期进一步拉动农村地区家电消费、刺激内需。

➢ 2009年2月，财政部、商务部发布《关于加大家电下乡力度的通知》，家电下乡政策正式向全国推开，下乡产品也进一步扩大到空调、热水器、电脑、电磁炉、微波炉等品种。

➢ 09年4月，财政部、商务部联合其他9部委（局）出台了《家电下乡实施细则》，该《细则》明确了下乡家电产品补贴兑付标准和程序，大幅提高了彩电、冰箱、空调等产品最高限价，农民购买单一品种家电数量也由1台提高到2台，至此家电下乡的政策力度达到高点。

➢ 2009年5月19日，国务院常务会议审议并原则通过家电产品以旧换新政策，在北京、天津、上海、江苏、广东、山东、浙江、福州、长沙等9省市开展家电产品以旧换新政策，对居民交售补贴范围内冰箱、空调、彩电、洗衣机、电脑等5类旧家电，原则上按照新产品的10%销售价格进行补贴。

表 2 家电下乡、以旧换新、出口退税等相关政策一览

序号	政策	主要内容	部委	时间
1	《家电下乡试点实施方案》	在川、鲁、豫三省开展家电下乡试点，下乡家电产品包括彩电、冰箱、手机，产品限价分别为1500元，2000元和1000元以下。	财政部、商务部	2007.11
2	《继续实施家电下乡政策的通知》	在川、鲁、豫三省的家电下乡试点延续至2009年12月31日	财政部、商务部	2008.05.26
3	《家电下乡推广实施方案》	三省试点推广至12省市（自治区），新增洗衣机产品。	财政部、商务部	2008.10.16
4	提高部分家电产品出口退税率	涉及独立窗式或壁式空调、CRT电视、等离子电视及配件、DVD播放器等，12月1日起，退税率从13%提高到14%。	国务院常务会议	2008.11.12
5	《关于加大家电下乡力度的通知》	家电下乡推广至全国，新增空调、热水器、电脑、电磁炉、微波炉等产品，农户每台产品购买数量提高到2台。	财政部、商务部、工业与信息化部	2008.11.28



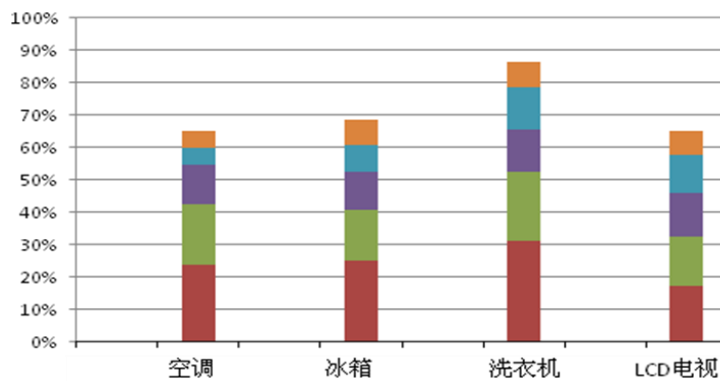
6	提高部分石化、纺织、钢铁、有色金属、电子信息产品出口退税率	CRT 彩管退税率提高到 17%	国务院常务会议	2009.03.25
7	《家电下乡实施细则》	公布了入国家电产品的最高限价；家电产品的生产与销售；补贴资金审核与兑付等实施细节。	财政部、商务部等中央 11 部委局	2009.04.16
8	国务院研究部署家电以旧换新政策	在京、津、沪等 9 省市实施家电以旧换新补贴政策，年内拟补贴 20 亿元。	国务院常务会议	2009.5.19
9	提高部分家电产品出口退税率	涉及少数型号冰箱、冰柜、独立壁式空调及部分零配件、洗衣机等产品，出口退税率由 14% 提高到 15% 或 17% 不等。	国务院常务会议	2009.06.08
10	《关于进一步改进家电下乡补贴资金审核兑付工作的通知》	简化农民申领补贴手续，根据各地实际情况，采取多种形式的补贴申请和发放方式，保证农民及时、便捷的获取家电补贴。	财政部	1009.08.14

数据来源：长城证券研究所

### 2.3 国内家电行业步入寡头竞争阶段

伴随着家电行业在全球制造中心地位的确立，家电行业的品牌集中度也在不断提升。空调、冰箱、洗衣机、液晶电视等产品的前五大品牌市场集中度均超过 65%，其中洗衣机市场前五大品牌市场集中度高达 86%。在空调领域，格力、美的两家的零售市场份额超过 50%；冰箱行业，海尔、海信系（容声、海信、科龙）、美的系（美的、华凌、荣事达）、美菱市场份额居前；洗衣机行业海尔、美的系（小天鹅、荣事达、美的）份额超过 50%；而液晶电视行业，前五大国产品牌海信、创维、康佳、TCL、长虹的零售市场份额超过了 70%。

图 6 部分家电产品行业前 5 大品牌市场集中度



数据来源：中怡康 长城证券研究所



行业集中度的提升将对国内家电零售市场形成深远的影响。一方面，厂商之间的竞争将不仅仅是单个品牌、单个细分产品市场之间的竞争，未来更多的是家电集团之间，在品牌体系、产品线结构、销售网络、制造协同等全方位的竞争。另一方面，随着市场集中度的提升，家电厂商对上下游的议价能力在增强，原材料成本变化、终端零售市场价格波动对企业的盈利影响将有所弱化。

从资本市场来看，目前A股市场已经形成美的系（美的电器、小天鹅A）、海信系（海信电器、ST科龙）、长虹系（四川长虹、美菱电器、华意压缩）等几个上市公司体系。我们判断随着家电行业集中度的继续提升，未来资本市场中家电集团控股上市公司群将继续扩大，而同一集团下家电上市公司之间的协同整合将会是2010年家电板块的热点之一。

## 2.4 农村市场将是2010年家电企业争夺的焦点

09年家电下乡销售情况超厂商预期。在2009年初，面临当时严峻的国内、国际经济形式，家电厂商普遍调低了全年营收目标预期。2季度开始，受全国气温偏高等因素影响，农村市场空调、冰箱销量迅猛增加，5月份空调内销突然放量，而冰箱行业则从一季度末就显示出销量超常增长的态势。之后的6-10月份，家电下乡销量数据不断超出市场预期，1-10月份冰箱销量高达1367万台，占前10个月冰箱行业内销量的44%，彩电前10各月下乡销量578万台，占内销份额的20%！

表3 家电下乡各产品分月销售情况

销售产品	销售量/金额	1-6月份	7月份	8月份	9月份	10月份
冰箱	销量(万台)	542	226	177	121	121
	销售额(万元)	1,111,678	473,622	369,719	252,652	253,744
彩电	销量(万台)	185	49	62	71	99
	销售额(万元)	222,628	71,889	103,158	128,377	196,548
手机	销量(万台)	43	12	12	12	13
	销售额(万元)	22,758	6,824	7,402	7,604	8,181
洗衣机	销量(万台)	153	30	40	44	74
	销售额(万元)	164,328	33,055	43,908	48,789	84,193
计算机	销量(万台)	11	14	16	16	21
	销售额(万元)	36,666	46,287	55,319	55,157	71,836
空调	销量(万台)	24	93	60	35	31
	销售额(万元)	61,761	243,636	160,775	94,064	84,341
电磁炉	销量(万台)	0.00	0.19	1.09	2.02	4
	销售额(万元)	1	74	413	770	1,367
热水器	销量(万台)	3.13	4.12	9.40	14.28	23
	销售额(万元)	3,081	6,281	18,657	29,672	47,321





	销量(万台)	0.00	0.06	0.34	1.18	27,919
微波炉	销售额(万元)	1.19	35	209	731	1,754

数据来源: 家电下乡信息系统

09年家电下乡产品销售出现超预期,有几个方面的因素,包括下乡产品渠道的下沉、售后服务体系的完善、补贴手续的简化、农村居民收入水平累积到一定水平等。可以预见的是,农村市场2009年在给家电企业和消费市场惊喜之后,随着2010年家电下乡最高限价的取消、刺激内需的相关补贴政策保持不变,各家电厂商将会继续加大在农村市场的拓展力度,2010年将是家电企业大规模进军农村市场的元年。

### 三、农村市场是2010年家电需求主要增量来源

#### 3.1 农村家电普及率提速

家电下乡对刺激农村家电消费,提升家电普及率起到了主导作用。我们根据家电下乡信息网、产业在线的行业内销数据,对各产品下乡销量与行业内销量进行了对比研究。分析数据表明:

家电下乡从实施到销售放量,通常需要经历两到三个月的销售爬坡期。以冰箱产品为例,1-6月份下乡销量542.2万台,而前6个月冰箱内销1954.1万台,家电下乡冰箱销量占到了内销量的27.75%。而随着7-8月份冰箱销售旺季的到来,下乡冰箱销量占内销的比重提高到53%和44.4%,9-10月份进入销售淡季后,下乡冰箱销量仍占到内销的40%以上,也就是说,不考虑淡旺季因素,正常情况下农村冰箱销量至少占内销的40%以上。而家电下乡向全国铺开从2月初开始,考虑到厂商产品招标、渠道招标,加上厂商铺货进入农村市场终端的时间,我们判断冰箱下乡销售真正放量是从4月份以后才开始。

表4 家电下乡销量占内销市场份额 单位:万台

		1-6月份	7月	8月	9月	10月
冰箱	家电下乡销量	542.2	225.7	176.6	121	120.5
	内销量	1954.1	425.21	397.69	307	228
	占比	27.75%	53.08%	44.41%	39.40%	52.85%
		1-6月份	7月	8月	9月	10月
彩电	家电下乡销量	185	49	62	71	99
	内销量	2091.6	333.7	401.8	524.2	550
	占比	8.84%	14.61%	15.55%	13.49%	18.06%
		1-6月份	7月	8月	9月	10月
洗衣机	家电下乡销量	152.9	29.8	39.9	44	74.3
	内销量	1258.76	192.95	220.73	275.6	240
	占比	12.14%	15.45%	18.08%	15.96%	30.95%
		1-6月份	7月	8月	9月	10月
空调	家电下乡销量	24.3	92.8	60.4	34.8	30.9



内销量	1804.6	432.65	284.7	339.6	332.56
占比	1.35%	21.45%	21.22%	10.25%	9.29%

数据来源：产业在线 家电下乡信息网 长城证券研究所

**农村家电普及率加速提升。**农村市场家电普及率提升速度，高于我们的预期。我们在 2009 年度家电行业投资策略中，曾经对 2009 年农村主要家电产品普及率进行了测算，预计冰箱、彩电每年普及率提升 3-3.5 个百分点左右。从 1-10 月份的下乡销售数据来看，家电产品在农村市场的普及率增速高于我们之前的判断。参照前 10 个月的下乡销售数据，我们估计 2009 年冰箱、彩电、洗衣机和空调四大产品下乡销量分别为 1600 万台、750 万台、520 万台和 300 万台，当前农村家庭总量在 2.28 亿户，2009 年上述四大家电产品在农村市场的普及率提升分别达到 7%、3.3%、2.3%和 1.3%（由于下乡销售产品难以统计是初次购买还是更新换代，我们测算时全部计入新增需求之中）。

表 5 2009 年农村家庭主要家电产品普及率提升测算

	冰箱	彩电	洗衣机	空调
全年下乡销量（万台）	1600	750	520	300
农村家庭数量（万户）	22827.5	22827.5	22827.5	22827.5
普及率提升	7.01%	3.29%	2.28%	1.31%

数据来源：国家统计局 长城证券研究所测算

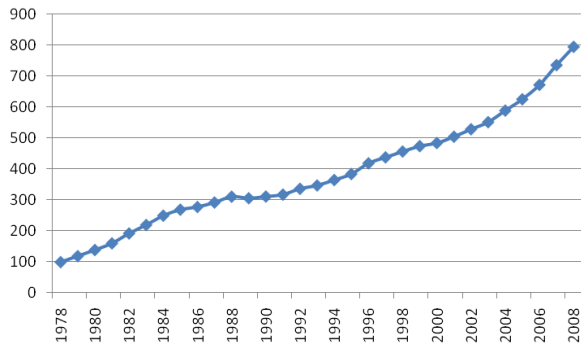
### 3.2 农村家电下乡销量峰值在 2010 年

**市场担心家电下乡对销量的拉动呈现边际递减。**2009 年 2 月，家电下乡由 12 省市向全国推广，6 月份以后公布的每月销售数据不断超出市场预期，冰箱行业在家电下乡销售带动下，6 月份开始内销同比增长超过 50%！有投资者认为家电下乡对农村市场的刺激效应，应该是边际递减的。换句话说，2009 年是下乡产品销售的高峰，随着家电产品普及率提升，“头啖汤”效应衰减，2010-2012 年下乡产品销量将逐步下降。

**2010 年家电下乡销量将再创新高。**我们通过分析农村居民收入变化趋势、家电下乡操作流程、家电普及率水平等指标，认为 2010 年家电下乡对内销的拉动效应将进一步增强，农村家电下乡销售高点在 2010 年！我们分析判断的逻辑基于以下几点：

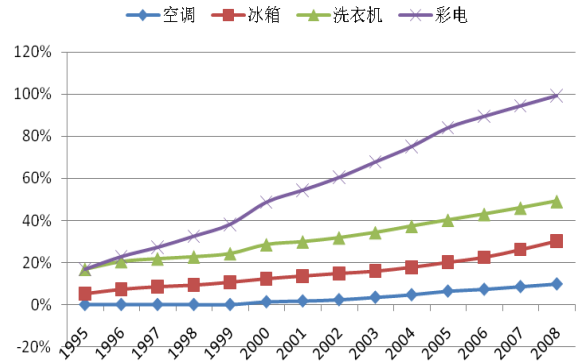
**1) 农村居民人均收入近年增速加快，家电消费面临普及率提升临界点。**分析改革开放以来农村居民收入变化趋势，我们发现农村居民收入增长有几个较快的阶段，即 1980-1985 年，1993-1997 以及 2003-2008 年三个阶段。与此相对应的是，86-88 年，1999-2000 年前后正好是农村市场彩电、冰洗产品普及率大幅提升的阶段。2003 年以来农村居民收入增速加快，主要是工资性收入占比提升带动，而这部分收入很少用于农业生产再投资，主要用于消费。我们认为家电下乡的启动，正好激发了农村居民累积的消费购买力，09 年的销售火爆也侧面印证了农村市场购买力旺盛。

图 7 农村居民人均收入指数变化



数据来源：国家统计局 长城证券研究所

图 8 农村家庭家电产品普及率变动



数据来源：国家统计局 长城证券研究所

**2) 2010 年不存在下乡产品销售爬坡期!** 我们在前面对于 09 年下乡产品销售数据的解读中, 已经指出了 09 年上半年家电下乡销售处于爬坡期, 其中冰箱、洗衣机厂商招标在 1 月下旬完成, 销售网络下沉、产品铺货完成基本 3 月份完成, 销量的大规模增长从 4 月份开始。空调、彩电因为 2 月份最高限价提高, 3 月份、5 月份各有一次产品入围招标, 因此参照冰洗产品的铺货周期, 空调和彩电下乡销量的大幅增长从 7 月份才开始。从同比的角度来看, 2010 年不存在产品招标、销售网点覆盖下沉、产品铺货等环节, 冰洗产品、彩电和空调的销售时间比 2009 年多出 3-6 个月! 这部分将是 2010 年家电下乡销量增长的主要增量部分!

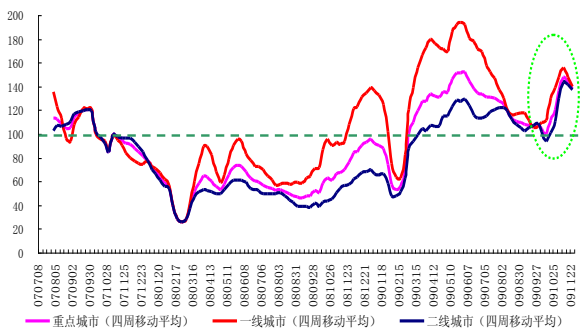
**3) 补贴兑付流程简化、销售服务网络完善解决农民购买家电的最后障碍。** 2009 年 8 月, 财政部发出《关于进一步改进家电下乡补贴资金审核兑付工作的通知》, 要求各地政府根据当地实际, 简化农民购买下乡家电补贴的兑付流程。农民以往购买产品后, 需本人亲自去县、乡一级财政部门申领, 补贴兑付周期在 15 个工作日左右。而简化后的申领程序, 由销售网点代为支付申领, 兑付期限缩减到 3-5 个工作日。此外, 随着下乡家电销量的增长, 厂商加大了产品售后服务的投入力度, 解决了农民购买家电的后顾之忧。

### 3.3 城镇市场 2010 年家电需求增速 10% - 20%之间

**地产销量回暖拉动 09 年城镇家电新增需求。** 根据中指研究院的数据, 2009 年 1-10 月全国住宅销量达 6.1 亿平米, 同比增幅达 50.1%, 并且超过了 08 年全年 5.6 亿平米销量近 10%。从重点城市来看, 增长幅度基本上都超过了全国平均情况。长城证券地产小组跟踪的重点城市中, 本年度 1-47 周销量同比超过 100%的城市有天津、南京、杭州、苏州、武汉、成都等城市, 重庆也接近翻倍; 另外, 深圳、长沙也有将近 90%的增幅。受地产成交量回升的拉动, 从 2 月份开始, 冰箱、洗衣机内销增速明显加快, 空调市场则从二季度开始单月内销突然提速。

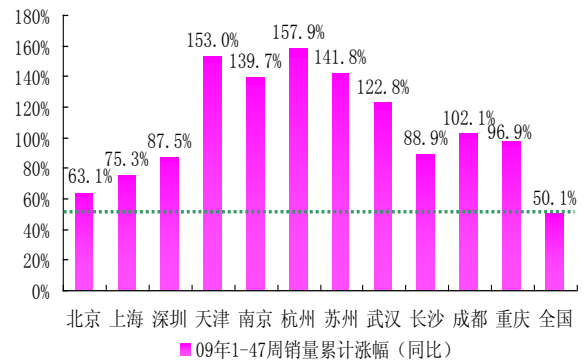


图 9 一、二线城市销量指数 (07 年下半年均量=100)



数据来源: 中指研究院

图 10 国内部分重点城市销量增长情况 (全国为 1-10 月)



数据来源: 中指研究院

冰洗及空调产品与地产销相从关性高, 平板电视仍处更新换代阶段。从各产品的内销拉动因素来看, 剔除家电下乡对内销影响, 我们大致判断地产销量对冰、洗、空产品内销增速贡献在 10% - 20% 之间, 而平板电视近年单月内销高达 40% 以上的增长则主要受益以旧换新政策刺激下的更新换代需求加速释放。

图 11 空调行业单月内销增速变化

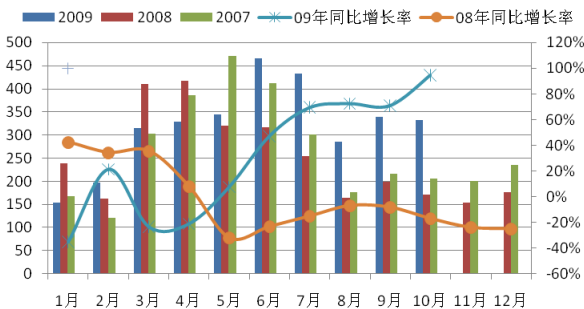


图 12 冰箱行业单月内销增速变化

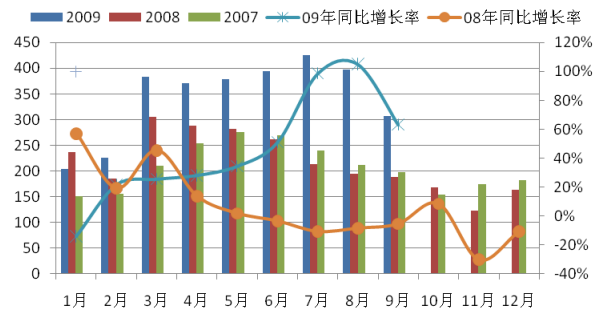
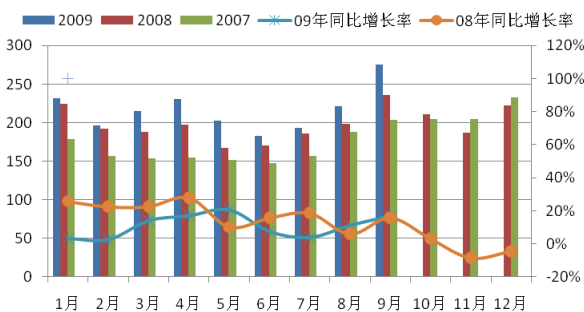
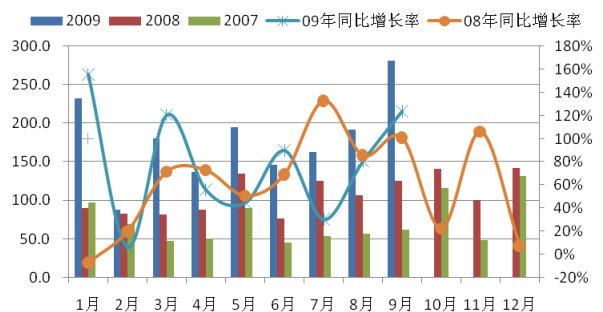


图 13 洗衣机行业单月内销增速变化



数据来源: 产业在线

图 14 平板电视行业单月内销变化



数据来源: 产业在线



**2010年地产销量增速回落，家电新增需求增长约5%。**长城证券地产研究小组认为，2010年地产销量增速预计在-10%至5%之间。房价经过09年的上涨后，部分刚性需求将被迫退出“有效需求”行列，但决定销量的仍然是供应因素。长城证券地产小组统计了地产销量与可供销售面积之间的关系，2000-2009年，“销量/可供销售面积”的平均比值为0.87。2007年，这一比值为1.07，显示出“透支”迹象，2008年，比值为0.74，则是明显“滞销”并积压了大量库存。2009年，比值为1.01，主要是消化了08年的库存，但也不排除年末透支了部分2010年的需求。我们预计2010年这一比值在0.9左右，也就是销量可能为7.87亿平米，这将比09年下降5%左右；如果比值回到历史0.87的平均水平，则销量下降10%左右；如果比值达到1，也就是乐观情况下，销量增长5%左右。因此，综合考虑预计2010年行业销量可能在下降10%到增长5%之间。考虑到家电新增消费与一手房和二手房交易量密切相关，但从消费时序来看，一般滞后地产销售3-6个月时间。因此，2010年上半年家电城镇市场销售仍将受09年下半年销量增长的带动，我们预计2010年上半年城镇新增家电需求仍有10%的增长。而2010年下半年城镇家电销量则会因地产成交量的下滑出现5%-10%的下滑。综合分析，我们预计2010年城镇市场家电新增需求可能增长5%。

**更新换代需求有望加速释放。**2009年5月，国务院决定在北京、天津、广东等9省市开展家电以旧换新试点，具体补贴产品、实施细则由各地政府决定。8月份开始，9省市陆续实施家电以旧换新。截至11月16日，9个试点省市共回收五大类旧家电2390149台，其中电视机1687379台，冰箱217166台，洗衣机308784台，空调33783台，电脑143037台；共销售五大类新家电2030156台，其中电视机937786台，冰箱324582台，洗衣机317745台，空调241057台，电脑208986台，销售额达80.21亿元。根据我们跟踪的家电厂商的反馈，预计2010年城镇市场更新换代需求对冰、洗、空产品的内销增速拉动在5%-10%左右，其中平板电视仍有望维持在20%的增长水平。

### 3.4 出口缓慢复苏，明年增速约为10%

受金融危机影响，2009年前三季度家电出口出现大幅下滑。空调行业由于国内产能占全球比重最高，前8月出口量同比下滑29%，进入9月份后由于08年同期基数较低，出口增速下滑幅度收窄。冰洗产品出口形势与空调行业相近，只是下滑幅度在15%-20%之间，9月份开始冰洗出口开始企稳回升。

本轮全球金融危机是对原有“发展中国家制造——发达国家过度消费”这一原有国际经济分工模式的颠覆。海外出口市场特别是欧美出口市场总量必然缩减，这将会对包括家电行业在内的出口过剩行业造成冲击。

此轮家电出口下滑冲击较大的是空调行业。由于欧美房地产市场是此次金融危机的中心，地产销量大幅下降最直接的冲击就是对中国出口空调产品需求的下滑。冰箱、洗衣机由于出口中更新换代需求占比较高，下滑幅度并没有空调行业显著。





随着欧美经济的企稳回升，家电作为日常耐用消费品，其消费具有一定的刚性，海外市场需求并不会较危机前大幅缩减，我们预计家电出口市场将逐步恢复到2007年本轮经济周期高点前的水平。

至于出口业务恢复的进程，我们倾向于缓慢复苏，其过程可能需要2-3年才能达到危机前的出口水平。原因在于一方面，欧美储蓄率的提高，家庭消费支出预算压缩；另一方面，危机前的家电出口与房地产需求关系紧密，而欧美地产市场复苏需要至少2-3年时间。因此，我们后续将重点关注欧美国国家居民消费信心、收入预期、储蓄率水平变动、房地产市场复苏进程等因素的变化趋势，以此来预估未来家电出口市场需求可能的趋势。我们预计2010年冰洗、空调出口增速在10%左右，平板电视出口增速在20%左右。

图 15 空调行业单月出口增速变化

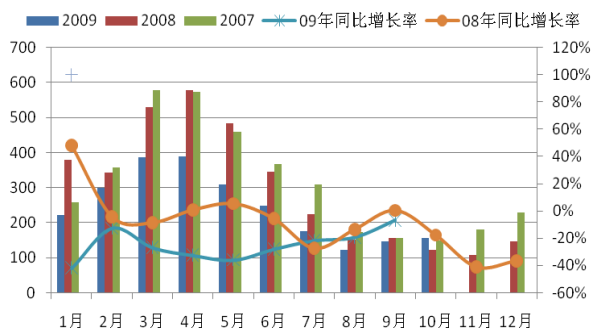


图 16 冰箱行业单月出口增速变化

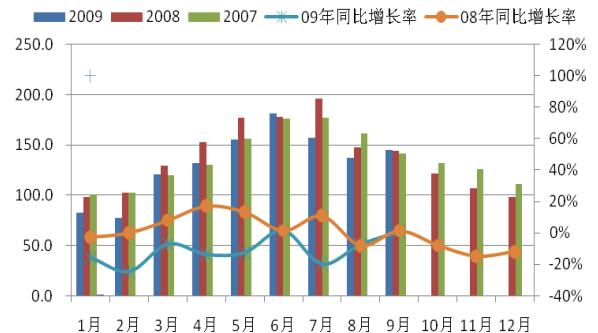


图 17 洗衣机行业单月出口增速变化

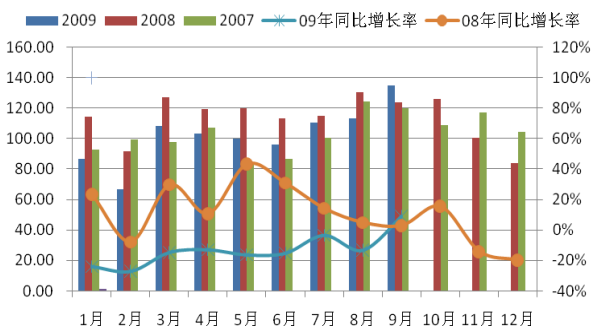
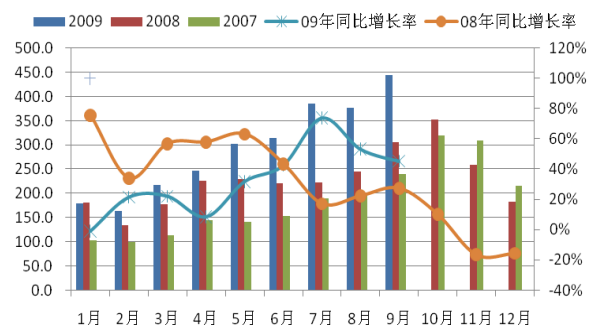


图 18 平板电视行业单月出口增速变化



数据来源：产业在线

数据来源：产业在线



### 3.5 冰箱、彩电行业 2010 年增长前景看好

根据我们对于 2010 年家电下乡、城镇市场、出口市场的分析判断，我们测算了 2010 年冰箱、空调、洗衣机和平板电视销量增速。

#### 冰箱行业 2010 年销量测算假设：

1) 1-10 月份冰箱下乡销量 1367 万台，全年预计 1600 万台，2010 年考虑到 1-3 月份的销售为增量，预计在 400 万台左右，而 2010 年 4-12 月份农村家庭冰箱普及率提升 9 个百分点，新增销量 2050 万台，农村家电下乡销售增速约 50%；

2) 城镇市场 2009 年销售 2100 万台，2010 年增长 10%；

3) 出口市场 2009 年销量 1404 万台，2010 年增速 10%；

#### 彩电行业 2010 年销量测算假设：

1) 1-10 月份彩电下乡销量 580 万台，全年预计 750 万台，2010 年考虑到最高限价取消、平板电视下乡等因素，预计 2010 年彩电农村家庭彩电保有率提高 4 个百分点，下乡彩电销量增速 50%；

2) 城镇市场 2009 年销售 3140 万台，2010 年增长 20%；

3) 出口市场 2009 年销量 4800 万台，2010 年增速 20%；

#### 洗衣机行业 2010 年销量测算假设：

1) 1-10 月份洗衣机下乡销量 341 万台，全年预计 520 万台，2010 年考虑到 1-3 月份销售增量贡献，预计 2010 年洗衣机农村市场保有率提高 3.5 个百分点，销量增速约 15%；

2) 城镇市场 2009 年销售 1580 万台，2010 年增长 10%；

3) 出口市场 2009 年销量 1200 万台，2010 年增速 10%；

#### 空调行业 2010 年销量测算假设：

1) 09 年前 10 月空调下乡销量 243 万台，全年预计 300 万台，2010 年考虑到 1-6 月份新增销量（09 年上半年家电下乡空调销量忽略不计）的贡献，假设农村家庭空调普及率提升 2 个百分点，且均为家电下乡拉动；

2) 2009 年空调城镇市场销售 3500 万台，2010 年增长 5%；

3) 2009 年空调出口销量 2800 万台，2010 年出口增速 10%。

从测算结果来看，2010 年行业销量增速较快的包括冰箱（20.59%）、彩电（21.16%），而空调、洗衣机行业的销量增速预计在 9.2%和 10.85%左右。其中，冰箱行业增长的主要驱动因素在于家电下乡的深化带来农村市场销售的高增长；彩电行业 2010 年的增长驱动因素则在于城镇市场更新换代、农村平板电视需求启动以及出口市场的良好表现。



表 6 部分家电子行业 2010 年销量增速预测

		2009 年	2010E
冰箱	家电下乡	1600	2400
	增速		50%
	城镇市场	2100	2210
	增速		10%
	内销合计	3700	4610.5
	增速		24.61%
	出口	1404	1544.4
	增速	-0.15	10%
	合计	5104	6154.9
	增速		20.59%
		2009 年	2010E
彩电	家电下乡	750	1000
	增速		50%
	城镇市场	3140	3768
	增速		20%
	内销合计	3890	4768.5
	增速		22.58%
	出口	4800	5760
	增速		20%
	合计	8690	10528.5
	增速		21.16%
		2009 年	2010E
洗衣机	家电下乡	520	600
	增速		15%
	城镇市场	1580	1738
	增速		10%
	内销合计	2100	2338.2
	增速		11.34%
	出口	1200	1320
	增速		10%
	合计	3300	3658
	增速		10.85%
		2009 年	2010E
空调	家电下乡	300	450
	增速		50%
	城镇市场	3500	3675
	增速		5%
	内销合计	3800	4125.5
	增速		8.57%
	出口	2800	3080



	增速		10%
合计		6600	7205.5
	增速		9.17%

数据来源：长城证券研究所

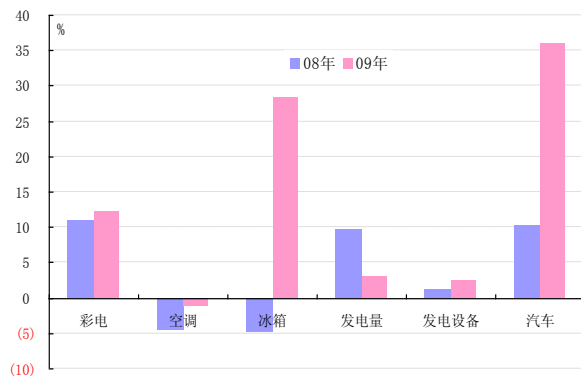
## 四、企业盈利增速将呈“前高后低”态势

### 4.1 原材料成本稳步上升

#### 铜价：需求复苏推动价格稳步上涨

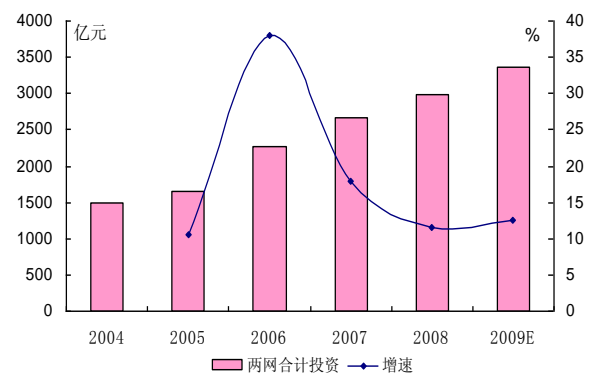
2003-2008年由于发达国家完成工业化铜需求稳定，消费量年均下滑2%，全球占比不断缩小，而正处于工业化过程中的中国铜消费量年均增长11%，全球占比已上升至28%，因此中国需求对全球铜市的景气度影响越来越大。据国际铜组织（ICSG）统计数据，前八个月国内表观消费量同比增长48%，预计2009年中国精炼铜表观消费量增加26%，而除中国之外的全球精炼铜需求下滑12%。同时ICSG称，预计2010年全球多数国家的铜需求量料回升，在2011年，全球铜供需料大体平衡。因此，中国需求的大幅增长是市场在库存高企，铜价已经大幅上涨的背景下继续看多的基础。

图 19 金属铜下游行业产量变化



数据来源：wind，中国电力网，长城证券研究所

图 20 国内电网投资规模



中国铜消费结构与国外不同，电力占比45%。我们预计2009年两网合计增速达近33%，2010年中国两网累计增速22%，因此电力投资拉动铜消费将是影响中国铜需求乃至全球铜需求的主要因素。从其他主要用铜行业建筑、家电、汽车产量变化来看，同比增速不断放大也是拉动铜需求的重要因素，我们预计明年废铜增加以及补库不确定可能导致中国进口减缓，但在电网拉动、家电等行业需求继续看好下铜消费有望继续稳步增长。

2009年靓丽的铜价背后，充裕的流动性以及火热的“中国需求”因素是十分重



要的推手。中国 8 月精铜进口从 6 月份记录高位 38 万吨下降到 22 万吨，就引发市场对除中国外的需求无法快速跟上以抵消中国需求下降的忧虑。目前来看中国进口需求放缓而 LME 铜库存随之不断攀升，同时中国上海期货交易所的铜库存一直呈现升势显示出铜真实需求对价格的配合明显不足。据 ICSG 预测全球精炼铜供应将存在 37 万吨的过剩量，而 2010 年或将扩大。安泰科也预测 2009 年铜市将存在 56 万吨的过剩量，中国也将产生 135 万吨的过剩。

我们认为高涨的铜价与实际需求的存在不匹配的实际状况，那么由资金推动的高铜价在明年通胀预期不断升温引致宽松货币政策退出或将对虚高的铜价产生较大影响，进而使得铜的金融属性退让于其金属属性，而在 2010 年全球经济回暖，内需继续增长，外需回升的支撑下，供需基本面将由过剩向平衡过渡，铜价的上行空间或有所收窄。

图 21 LME 铜库存及价格变化情况

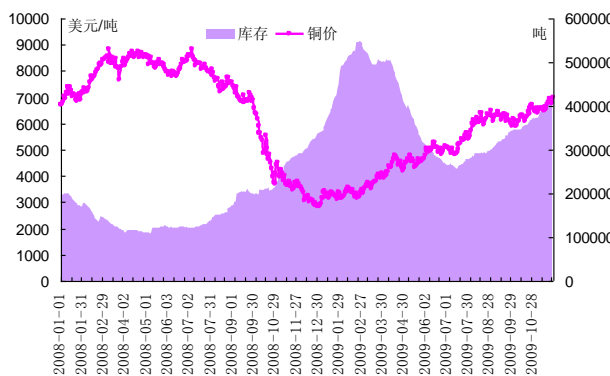
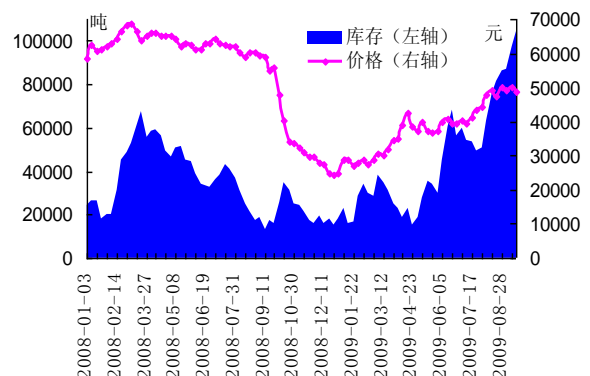


图 22 上期所铜库存及价格变化情况



数据来源: Bloomberg, wind, 长城证券研究所

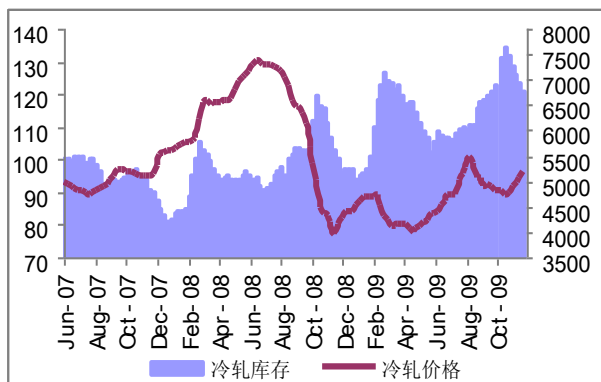
### 冷轧钢：库存仍处高位，钢价将稳中有升

冷轧钢供求关系相对稳定，2010 年新增产能扩张有限，随着下游需求的持续回升，冷轧钢价格有望维持稳步攀升的态势。目前，国内冷轧钢主要由鞍钢、宝钢、武钢等少数几个钢铁大厂生产，集中度相对较高，新增产能从建设到投产需经历一年以上的建设期，而 2008-2009 年几大钢厂均无冷轧新增产能开出，这意味着 2010 年冷轧钢板价格将更多与下游汽车、家电需求紧密相关。

从库存情况来看，冷轧目前的库存仍处在相对高点，在考虑供给没有大幅开出的背景下，需求对库存的消化起到关键作用。我们对于 2010 年相关家电产品行业增速测算来看，2010 年除冰箱行业仍有 20% 左右增长外，其他产品销量增速仅在 10% 左右。考虑到 2010 年一季度冰箱、空调行业将会为旺季进行产品生产储备，冷轧钢库存有望在一季度继续下降，但考虑到汽车、家电等下游需求总量并未大幅增加，因此冷轧板价格相对维持稳中攀升的态势，对于 2010 年家电成本上行并不构成较大的压力。不过，冷轧板价格波动不确定性在于铁矿石价格谈判尚未完成，一旦美元持续贬值、国际大宗商品价格上涨，未来包括冷轧板在内的钢材产品价格仍有输入性上涨压力。

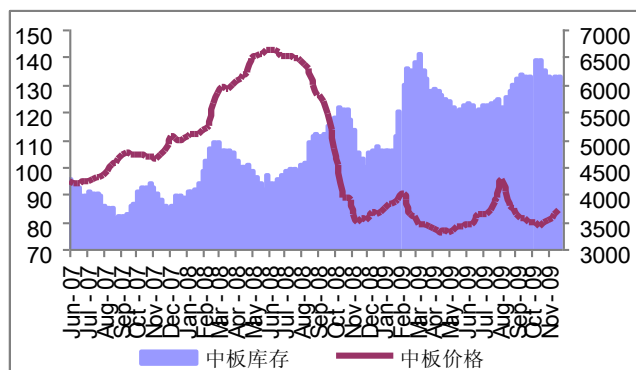


图 23 冷轧钢板库存及价格变化



资料来源：MYSTEEL，长城证券研究所

图 24 中板库存及价格变化



资料来源：MYSTEEL，长城证券研究所

## 4.2 企业盈利增速或前高后低

家电企业 2010 年业绩增速将呈现“前高后低”的态势。结合 2010 年原材料价格走势分析和家电行业销售增速变化，我们判断家电企业盈利增速将呈现前高后低的运行态势。一季度有望是家电企业收入和盈利增速的高点，二季度开始同比将进入下降通道，其中的原因在于 09 年 1 季度是家电行业 08 年 3 季度以来的行业低点，很多企业甚至出现亏损，而 09 年 2-3 季度受益成本下降，白电上市公司盈利均处于历史较高水平，同比基数较高。

## 五、投资策略

### 5.1 调升行业评级至推荐

根据前面几个章节对于 2010 年行业销售增速、成本变化趋势和企业盈利变动趋势的判断，我们认为 2010 年上半年家电行业收入增速保持同比较快正增长，成本上升尚不对企业毛利造成较大冲击，家电企业 2010 年上半年盈利实现较快增长的可能性较大。另外，从估值方面来看，目前家电板块滚动 PE (TTM) 在 27 倍左右，仍处于 A 股市场各板块估值水平的相对低。因此，我们判断 2010 年上半年特别是一季度，家电板块仍存在获得超额收益的可能。2010 年下半年随着行业增速回落，原材料成本上升累积压力可能侵蚀企业毛利，下半年家电板块获取超额收益概率不大。综合考虑，我们调升家电行业至“推荐”评级。

### 5.2 家电下乡受益与整合改善预期两条投资主线

我们 2010 年家电行业的投资策略，主要从两条主线进行布局：一是，家电下乡受益个股，主要包括多产品线的白电龙头青岛海尔、美的电器；二是，关注整合成效逐步显现、基本面改善预期明确的中小市值个股，包括小天鹅 A、ST 科龙、华帝股份、美菱电器等。



### 投资时点：2010 上半年仍可超配家电板块

由于 09 年上半年特别是一季度家电下乡刚推向全国，下乡产品销售有 2-3 个月的销售爬坡期，其中冰洗、彩电产品在 4 月份以后开始销量上升，空调则从 7 月份开始逐步释放下乡销量。考虑到 09 年下乡销量基数低的因素，09 年上半年家电下乡销量数据将会比较靓丽。同时，考虑到 2010 年上半年原材料成本上升对企业盈利影响尚处于可控范围内，企业业绩仍将会有同比较快增长，我们认为 2010 年上半年仍可超配家电板块。2010 年下半年，无论是从销售增速还是企业盈利变化趋势，总体预期没有上半年那么乐观，如果出口没有大幅复苏，则家电板块 2010 年下半年投资机会并不明显。

### 板块与个股选择：首选白电个股，关注黑电龙头企业

我们认为 2010 年白电行业特别是冰箱子行业增长确定性较高，企业毛利仍能维持相对高点，青岛海尔、美菱电器、美的电器等个股仍将受益。彩电特别是平板电视 2010 年将迎来农村市场普及期，黑电龙头海信、康佳等有可能受益。不过，我们对平板电视行业相对谨慎，销量增速虽然乐观，但 2010 年随着需求回升面板价格面临上涨压力，黑电企业盈利波动会比较大，阶段性、波段操作将是黑电板块的主要操作策略。

个股方面，我们建议重点关注行业中基本面改善预期明显的中小市值个股。一类是资产整合后的协同效应发挥、业绩加速回升的公司，包括小天鹅 A 和 ST 科龙，另一类是管理改善，经营效率提升的公司，包括华帝股份和美菱电器。

表 7 家电板块个股盈利预测和投资评级

证券代码	股票名称	最新收盘价	EPS		PE		PB	投资评级
			2009	2010	2009	2010		
000651	格力电器	27.33	1.14	1.44	23.97	18.98	5.58	推荐
600690	青岛海尔	23.49	0.97	1.07	24.22	21.95	3.08	推荐
002242	九阳股份	30.05	1.35	1.54	22.26	19.51	5.64	推荐
000527	美的电器	22.04	0.91	1.03	24.22	21.40	7.57	推荐
002035	华帝股份	9.65	0.13	0.57	74.23	16.93	2.89	推荐
000418	小天鹅 A	15.17	0.30	0.51	50.57	29.75	3.04	推荐
600983	合肥三洋	24.97	0.63	0.75	39.63	33.29	7.92	谨慎推荐
600060	海信电器	22.89	0.58	0.67	39.47	34.16	2.28	谨慎推荐
002050	三花股份	22.53	0.81	0.90	27.81	25.03	3.61	谨慎推荐
002032	苏泊尔	21.07	0.63	0.71	33.44	29.68	4.04	谨慎推荐
000521	美菱电器	11.37	0.15	0.26	75.80	43.73	2.43	谨慎推荐

数据来源：长城证券研究所

## 研究员介绍及承诺

何奇峰：经济学硕士，电子/家电行业分析师，三年证券从业经验。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 评级标准

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

深圳办公地址：福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层  
邮编：518034  
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366650  
网址：<http://www.cgws.com>