



2010年12月21日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

## 业绩增长确定, 三大趋势有望带来惊喜

### 2011年家电行业投资策略

#### 投资提示:

家电是目前估值最低的消费板块, 我们认为2011年家电板块将有超预期的表现: 中长期需求未到天花板, 业绩增长确定性强, 保障性住房、农村市场和节能环保三大趋势有望带来业绩和估值惊喜。目前市场对房地产销售、补贴政策退出、出口增长持续性的担忧以反映在盈利预测和股价中, 但在这三大新趋势的推动下反而惊喜可期。

在子板块选择上青睐: 1) 厨房产品和小家电是中长线持续看好品种。首推变革中的华帝股份, 小家电苏泊尔、九阳股份保持稳健增长, 爱仕达明年重回增长通道。2) 低估值白电: 继续推荐海尔A+H股, 从制造到渠道分销的过渡; 美的电器多元化盛世持续; 格力电器商空和出口助增长, 未来农村空调普及启动的最大受益者; 志高控股节能空调保市场地位; 关注ST科龙脱帽和美菱电器改善。3) 节能环保、新技术、产品结构升级带来的上下游相关产业机会, 变频和高能效空调--美的、海尔、格力, 节能燃气灶--华帝。此外, 彩电有待价格竞争筑底, 需求无忧, 或有惊喜。持续关注海信电器、H股创维数码和TCL多媒体。四川长虹借3D概念、深康佳借参股LED可能有阶段性机会。

#### 理由:

1、大方向无忧: 十二五规划家电大国向家电强国转变, 农村普及、国际化、节能环保是重点。十二五期间家电产业规模要保持适度增长, “十二五”期末家电工业总产值达到1.1万亿元, 年均增长率8%-10%, 在全球出口市场的比重达到32%-35%。

#### 2、三大趋势有望带来惊喜:

1) 保障性住房: 对冲2012-13年补贴政策退出负面影响。根据我们测算, 每100万套保障房可分别带动灶具烟机、卫浴、空调、家电业整体5.2%、4.3%、3.2%、2%的消费增长。按照年中规划, 2010-2012年分别会有600万套左右的保障性住房兴建; 12月3日住建部通知, 明年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房1000万套。

2) 农村市场: 农村市场占比逐年提升, 且增长持续性强。预计2011年空调、冰箱、洗衣机和彩电的农村销量占比有望突破25%、50%、40%、40%; 人口普查结果还可能提高我们用以测算农村消费的人口基数。

3) 节能环保和产品结构提升, 走出粗放式量增时代, 是销售均价和盈利能力提升的中长期动力; 此外, 回收拆解企业借力以旧换新政策和回收拆解基金成立。

#### 3、2011年业绩增长确定、估值偏低。

1) 我们盈利预测中保守假设商品住宅房交房下降10%, 预计2011年空调、冰箱、洗衣机和彩电内销量同比增长分别为9%、7%、12%和15%; 出口同比增长分别为10%、5%、15%和15%。偏乐观情况下, 如果商品住宅房交房增长10%, 预计2011年空调、冰箱、洗衣机和彩电内销量同比增长可达16%、10%、17%和18%。

2) 2011年是家电补贴政策重叠最多的年份。2011年底部分家电补贴政策退出喜忧参半, 可能带来提前消费; 但由于对2012-13年持续增长的担忧, 最差的情况是“只赚业绩增长不赚估值提升”, 但我们仍相信业绩的超预期增长是股价最好的催化剂。

3) 目前估值处于历史最低位, 格力(2011净利润增长19%, 市盈率12x)、美的(26%, 14x)和海尔(30%, 14x)上市至今历史平均市盈率分别为14x、18x和19x、过去3年平均市盈率分别为12x、19x和15x。小家电公司中苏泊尔(29%, 28x)、华帝股份(经营性净利润增长49%, 23x)、九阳股份(20%, 15x)的性价比也很高。

风险: 经济和消费信心大幅下滑; 出现凉夏等极端天气。

## 目录

大方向无忧，“十二五”规划助增长 .....	4
“十二五”规划：家电大国向家电强国转变 .....	4
大家电内需空间：空调、彩电尚大，洗衣机稳健增长，冰箱高位运行 .....	4
大家电出口：空调新兴市场机会巨大，洗衣机、冰箱持续产能转移 .....	6
2011年业绩增长确定，房地产和政策退出担忧制约估值，反而惊喜可待 .....	7
厨房产品和小家电行业保持稳健增长，龙头加速渠道下沉 .....	7
商品房销售影响有限 .....	8
年底政策退出喜忧参半 .....	9
利润率取决于竞争格局，白电龙头企业优势更显 .....	11
三大趋势有望带来惊喜 .....	13
趋势一：保障性住房，城市房屋完工套数有望年均增长15%-20% .....	13
趋势二：农村市场潜力超预期，人口普查定基数 .....	15
趋势三：节能环保和产品结构提升，是中长期利润增长动力 .....	17
风险 .....	19
华帝股份 (002035.CH)：华丽转身，帝国重塑 .....	20
苏泊尔 (002032.CH)：产品结构均衡，内外销均有出彩 .....	21
九阳股份 (002242.CH)：豆浆机市场份额逐步筑底 .....	22
青岛海尔 (600690.CH)：内生+外延，增长确定性强 .....	23
美的电器 (000527.CH)：冰洗高增长有望持续 .....	24
格力电器 (000651.CH)：增发剑指商用空调 .....	25

## 图表目录

图表 1: 大家电内销未到天花板.....	5
图表 2: 婚庆高峰仍在持续.....	5
图表 3: 中国主要家电产品全球产量占比.....	6
图表 4: 空调出口新兴市场机会巨大.....	6
图表 5: 2011 年主要事件和时点.....	7
图表 6: 厨卫产品和小家电行业评分.....	7
图表 7: 厨卫产品和小家电龙头企业渠道下沉、整合市场.....	8
图表 8: 商品住宅房销售影响分产品测算 (2007-2009 平均).....	8
图表 9: 2011 年仍是房地产竣工和交房高峰期.....	9
图表 10: 商品住宅房销售情景测算.....	9
图表 11: 中国家电补贴政策时间表.....	10
图表 12: 家电下乡月度销售和以旧换新日均销售.....	10
图表 13: 白电龙头分季度毛利率和净利润率变化 v.s. PPI.....	11
图表 14: 折旧和摊销占比比较.....	11
图表 15: 2011-2013 年白电产能扩张统计.....	12
图表 16: 2011 年受益保障性住房拉动幅度测算.....	13
图表 17: 商品住宅及保障性住宅竣工套数.....	14
图表 18: 公司业绩的受益保障性住房的敏感性分析.....	14
图表 19: 今年以来的保障性住房政策摘要.....	14
图表 20: 农村保有量持续提升空间尚大 (家电每百户保有量 2009).....	15
图表 21: 农村保有量增长持续性强, 20-30 台/百户是加速拐点.....	16
图表 22: 农村需求占比逐年提高, 空调农村市场临近爆发点?.....	16
图表 23: 过去今年产品均价提升尚不明显.....	17
图表 24: 白电产品结构变化趋势.....	17
图表 25: 家电产品结构升级方向和受益公司.....	18
图表 26: 中国消费者信心指数.....	19
图表 27: 中国平均气温.....	19
图表 28: 华帝股份股权结构和激励机制有望理顺.....	20
图表 29: 华帝股份市场份额排名前列 (一二级市场中怡康零售, 2009).....	20
图表 30: 苏泊尔营业收入拆分 (1H2010).....	21
图表 31: 苏泊尔渠道下沉, 内销增长有望加速.....	21
图表 32: 苏泊尔出口拆分.....	21
图表 33: 九阳产品结构及一二级市场豆浆机销量份额变化.....	22
图表 34: 不同价位豆浆机市场份额分布.....	22
图表 35: 青岛海尔 2010-2011 备考 EPS 测算.....	23
图表 36: 海尔集团资产注入有望持续增厚每股收益.....	23
图表 37: 美的电器冰洗空全面布局.....	24
图表 38: 美的电器半年度分部业绩.....	24
图表 39: 格力增发剑指商用空调, 盈利能力持续提升.....	25
图表 40: 格力 2010 年 1-10 月内销市场份额.....	25
图表 41: 可比公司估值.....	26

## 大方向无忧，“十二五”规划助增长

### “十二五”规划：家电大国向家电强国转变

《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》提出家电产业规模要保持适度增长，年均增长率 8%-10%，“十二五”期末家电工业总产值达到 1.1 万亿元，在全球出口市场的比重达到 32%-35%。

**内需：**“十二五”时期，国内家电市场将迎来新一轮消费结构的快速升级和产品的大批量更新。“十二五”末农村家电普及程度有望达到或接近城市 20 世纪 90 年代中后期水平。

**国际化：**中国家电企业要适时在国外建立生产基地，提高境外生产的比重，形成国际化的产业布局；自主品牌要进入国际主营销渠道，在国际市场中的销售比重达 30%；发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3-5 个国际知名品牌，龙头企业自主品牌出口比例达到本企业出口量的 50% 以上。

**研发专利：**家电行业平均研发投入在销售收入中的比重将达到 3%，拥有 20 个以上国家认定的企业技术中心；全行业发明专利拥有量年均增长 8%，涌现一批企业技术带头人。

**节能环保：**“十二五”末，中国主要家电产品节能环保水平接近国际先进水平，主要家电产品能效水平平均提高 10%，建立兼顾产品使用和产品制造的总能效指标体系。

此外，“十二五”规划着重保障和改善民生，加大社会保障推进力度，合理调整收入分配结构，统筹城乡和加快城镇化进程。我们后续会详细分析保障性住房和农村需求潜力。

### 大家电内需空间：空调、彩电尚大，洗衣机稳健增长，冰箱高位运行

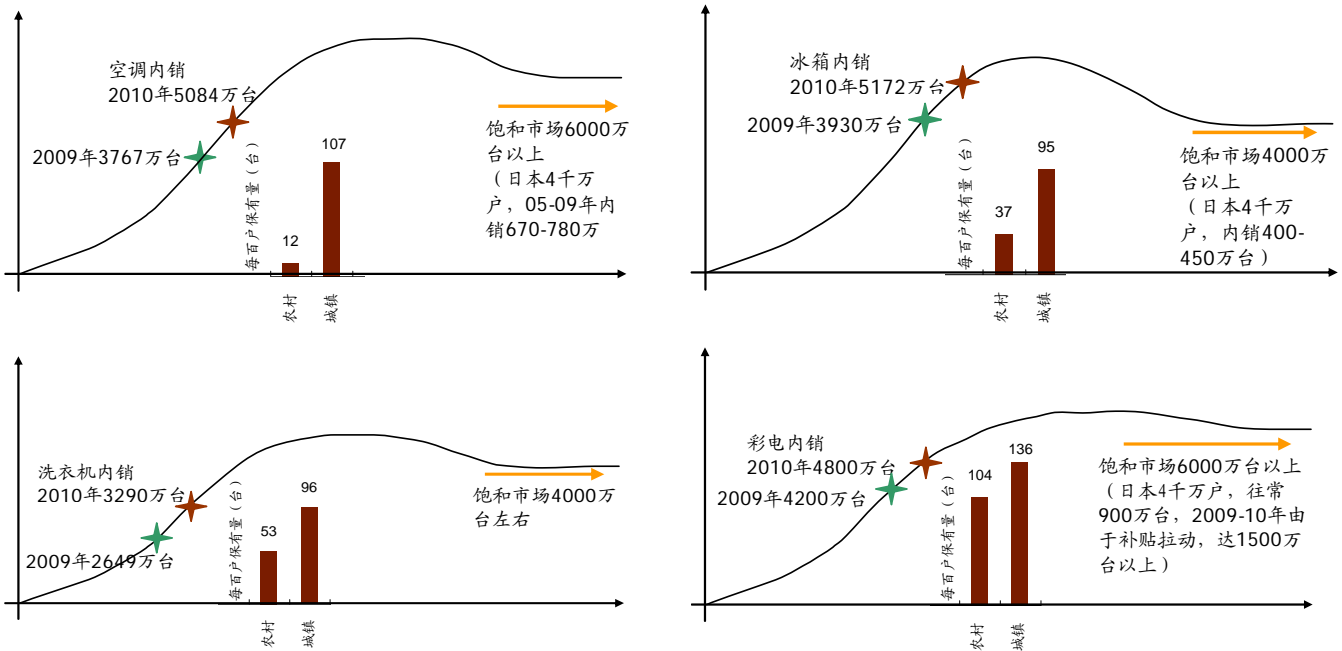
我们参考日本、韩国、美国等成熟市场的人口户数和销售规模，认为在现有统计的中国 3.9 亿户（城镇 2 亿、农村 1.9 亿）的人口结构下：

- 1) 空调和彩电的需求空间尚大，饱和市场稳定需求超过 6000 万台，不排除未来几年冲高至 7000-8000 万台；
- 2) 洗衣机稳健增长，未来两年突破 4000 万台；
- 3) 冰箱近两年高位运行、并仍有适度增长。

**我们认为家电内销近几年的持续增长是内生性的。**即便不考虑政策影响，近几年农村市场的普及需求和婚庆高峰带来的需求都在加速上升阶段，叠加更新换代需求，使得家电销量稳健增长。因此，虽然冰箱冲高超过我们测算的饱和市场稳定需求，但由于 2010 年底农村保有量应该不超过 55 台/百户、婚庆高峰，未来两年也能在高位持续运行、并享有一定增长，直至 2013 年家电下乡政策逐步退出。

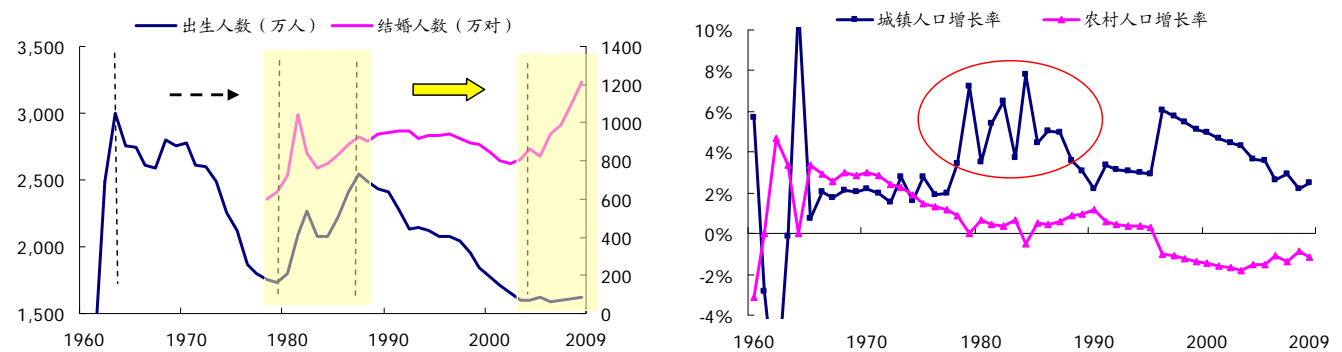
**第六次人口普查结果计划于 2011 年 7-8 月公布，如果人口和户数基数提高，我们上述测算和需求曲线还将上移。**

图表 1: 大家电内销未到天花板



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表 2: 婚庆高峰仍在持续



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

## 大家电出口：空调新兴市场机会巨大，洗衣机、冰箱持续产能转移

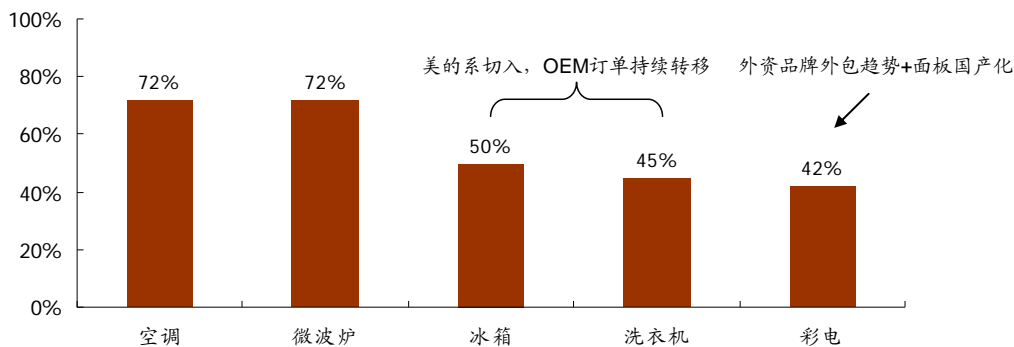
十二五规划，中国家电占全球出口市场的比重达到 32%-35%，自主品牌销售比重达 30%，龙头企业自主品牌出口比例达到本企业出口量的 50% 以上。目前家电整机产品出口额在全球出口市场的比重达到 28.6%，中国彩电、冰箱、全自动洗衣机、空调和微波炉的产量在全球的比重分别为 42%、50%、45%、72% 和 72%。

我们认为在今年出口大幅反弹的基数上，未来几年白电的出口仍能维持 10% 或以上的复合增速。其中：

- 1) 冰箱、洗衣机产能转移有望加速重启，得益于美的系切入冰箱、洗衣机行业带动 OEM 订单转移，而此前海尔坚持自主品牌出口，冰箱和洗衣机行业缺乏强势 OEM 厂商。我们预计 2011 年洗衣机行业出口增长超过 15%，美的系（小天鹅）出口有望翻番；冰箱增长 5%，产能转移可能略滞后于洗衣机、且出口欧洲比例较大。
- 2) 空调出口新兴市场机会巨大，2011 年及未来几年能够保障适度增长。分地区来看，2010 年空调出口欧美仅恢复至 2007 年 2/3 的水平，出口新兴市场占比超过 50%，且历年增长持续性较强。格力、美的、海尔（上市公司之外）等公司海外建厂、收购，布局新兴市场目的明确。
- 3) 彩电行业外包趋势明显，特别是不拥有上游面板、LED 资源的企业，更专注于将品牌运营和新技术开发。但由于 2012 年前面板、LED 上游关键核心零配件国产化率低，中国大陆企业在出口上规模的过程，仍然受制于上游供应。

人民币升值对季度盈利有一定影响，但由于产业链完整、规模优势明显（尤其白电），中国仍然是欧美复苏、新兴市场需求的最大供应方，不会丧失中长期议价能力。从全球产能转移和分布来看，中国家电制造最大的优势在于巨大的母体市场支撑，以及由此带来的规模和产业链优势。中国人口占全球比例为 20%，目前家电销售额占全球 15% 左右，是除了美国和欧洲外最大的市场。

图表 3：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 4：空调出口新兴市场机会巨大

1-8月	2007	2008	2009	2010	YoY to 2009	YOY to 2007
美国	9,252,434	7,600,020	5,959,792	6,079,537	2%	-34%
西欧	3,618,257	3,883,201	1,389,328	2,545,929	83%	-30%
日韩	1,845,357	2,134,964	2,301,419	3,906,025	70%	112%
东欧	1,358,293	2,059,931	409,463	840,717	105%	-38%
拉美	3,015,079	2,764,788	2,216,846	5,126,972	131%	70%
中东	2,714,474	3,994,738	4,562,449	6,320,639	39%	133%
其他	5,743,909	5,750,318	2,181,664	3,958,166	81%	-31%
合计	27,547,802	28,187,960	19,020,961	28,777,985	51%	4%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

## 2011 年业绩增长确定，房地产和政策退出担忧制约估值，反而惊喜可待

图表 5: 2011 年主要事件和时点

<b>行业主要事件:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1月: 《废旧电器电子产品回收处理管理条例》正式实施,生产者缴纳回收拆解基金,5-20元/台不等,尚无细则</li> <li>■ 5月底: 空调节能补贴到期,预计不会延期</li> <li>■ 11月底: 家电下乡第一批试点(四川、山东、河南)到期,延期可能性较大</li> <li>■ 12月底: 以旧换新27个省市实施到期,有延期可能性</li> <li>传言: 家电下乡或取消限价增加品类、变频空调和液晶电视加入节能补贴</li> </ul>
<b>公司主要事件:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 全年: 青岛海尔、华帝股份持续变革,资产注入和费用率下降仍可期</li> <li>■ 1-2Q: 美的、格力增发,美的争取3月,格力可能2Q</li> <li>■ 4月: ST科龙脱帽,年报后有望提请</li> <li>■ 5月: 九阳股份主要股东和管理层解禁</li> <li>■ 11月: 四川长虹、5.73 亿股可分离交易可转债认股权证到期,行权价3.5 元</li> </ul>

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

### 厨房产品和小家电行业保持稳健增长，龙头加速渠道下沉

延续年中策略，我们认为中低收入人群工资上涨和农村工返乡生活都会带来品牌化消费的提速。厨房产品和小家电品牌消费比例尚低，强势品牌、渠道和多元化的龙头企业通过渠道下沉整合市场，未来几年有望享有 30% 或以上的稳健增长。我们持续看好两个子行业：

- 1、**炊具行业:** 普及率已经较高、稳定增长。竞争激烈程度不高，强势品牌苏泊尔和爱仕达的市场份额总和仅 10%，提升空间巨大。
- 2、**厨房小家电:** 未来三年行业复合增长保持在 20+%。竞争激烈，但龙头企业通过渠道下沉整合市场。其中，灶具和吸油烟机行业前三集中度仅 30%，也有较大市场份额整合空间，华帝和老板未来两年也在加速渠道下沉。

调研显示，**炊具和小家电龙头企业渠道下沉在加速**。一方面，生活馆/专卖店计划持续推进，苏泊尔生活馆明年计划从 700 家增加至 1000 家，九阳生活馆也已达 700 家左右，爱仕达专卖店明年开始大规模招商；另一方面，各公司积极寻求三四级分销商合作，继爱仕达与海尔日日顺合作后，苏泊尔今年 10 月已与日日顺签订全国分销协议、明年中期有望进驻 1000 家日日顺卖场，目前爱仕达已进驻 800 家店、计划明年进驻 4000 家店。虽然日日顺贡献尚小，爱仕达近期每月出货金额仅 300 万（总收入 2%），苏泊尔也预计明年日日顺仅可能贡献 1-2 亿收入（总收入 2-3%），但随着三四级消费升级和企业开发更多高性价比产品，未来空间巨大。

此外，在龙头企业的积极推动下，**小家电品类的快速增加值得期待**。九阳今年 9 月切入电饭煲后，还上市了豆芽机（199 元）和可煮食物/方便面的多功能电水壶（200-300 元）；苏泊尔明年内销出口均有新品类，内销新品类包括电蒸锅、电饼秤等，出口 SEB 也会新增电水壶、面包机等小家电订单。

图表 6: 厨卫产品和小家电行业评分

行业	子分类	行业发展路径					评分	市场规模(亿元)	评分	未来3年需求CAGR	评分	成本受劳动力工资上升的影响	评分	总分
		品牌消费占比	前3大市场份额	盈利能力		行业竞争程度								
				平均毛利率	平均净利率									
厨卫	厨房小家电	68%	47%	35%	8%	高	1	750	3	20%	5	中	2	11
	卫浴电器	电热水器83%	电热水器58%	39%	10%	高	1	680	3	12%	3	中	2	9
	炊具	<30%	13%	31%	6%	中	5	190	1	16%	5	高	1	12
	洁具	41%	19%	22%	3%	中	1	220	1	12%	3	高	1	6

资料来源: 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表7：厨卫产品和小家电龙头企业渠道下沉、整合市场

	苏泊尔	爱仕达	华帝股份	九阳股份	老板电器
一二级市场销售终端	2009年底 进店率85%  (以3C卖场、连锁超市、未来计划家居卖场为主)	2593个, 进店率100%。主要为连锁超市	1350个, 进店率约为50-60%  两年内进店率达到70%	进店率80%-85%。3000个经销商	约1800个, 进店率75%
三四级市场销售终端	2009年底 8000个, 其中生活馆532家。其中生活馆占总营业收入5%, 三四级共10-20%  (经销商分销为主)	近200个经销商。五金小铺难以统计	专卖店1564家	估计约2万个	专卖店520家
未来计划	2010年新建炊具终端1200个, 电器终端2000个, 其中生活馆300家	2010年底铺货海尔日日顺6000个三级市场网点	继续发展, 现有专卖店约2000个, 另有近300家橱柜专卖店		计划至2011年底实现“千店计划”, 即开设10家旗舰店、100家形象店和1,000家普通店
产品品类和占收入比例 (括号内)	2009年 炊具 (53%) 厨房小家电 (47%)	炊具 (94%) 厨房小家电 (6%)	灶具和吸油烟机 (62%) 热水器 (22%) 其他 (16%)	食品料理机 (78%) 其他小家电 (22%)	吸油烟机 (54%) 燃气灶 (30%) 消毒柜 (9%)

资料来源：公司数据，中金公司研究部

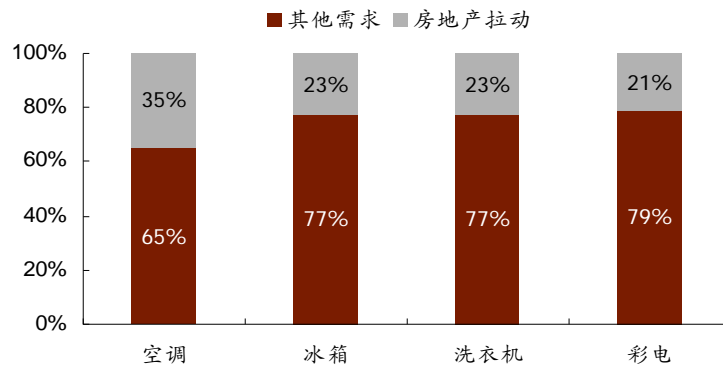
### 商品房销售影响有限

关于商品住宅房销售和家电的关系，过去用很多方法测算，但由于其他难以量化的影响因素太多（经济周期、凉夏天气、渠道库存变化），一直未有准确结论，白电龙头股价也总是与房地产板块同步。我们从三个方面来探讨商品房对家电的影响，认为**2011年房地产影响有限，我们采取“商品住宅房交房下降10%”作为基本预测是足够保守的**：

- 1) 房地产销售影响还是经济周期影响？05和08年大周期还伴随经济周期向下。仅房地产销量下滑对家电的影响不大。最悲观情况下，按单月销量下降30%计算，影响空调单月增速最多-10%，加上以旧换新和农村需求拉动，呈现小周期；对其他产品的负面影响更低。
- 2) 2009-2010年商品住宅房销售大幅高于竣工面积，合计差异6.5亿平方米。如果数据统计准确，2011年仍然是竣工交房的高峰期。

我们盈利预测中**保守假设**商品住宅房交房下降10%，预计2011年空调、冰箱、洗衣机和彩电内销量同比增长分别为9%、7%、12%和15%；出口同比增长分别为10%、5%、15%和15%。**乐观情况下**，如果商品住宅房交房增长10%，预计2011年空调、冰箱、洗衣机和彩电内销量同比增长可达16%、10%、17%和18%。

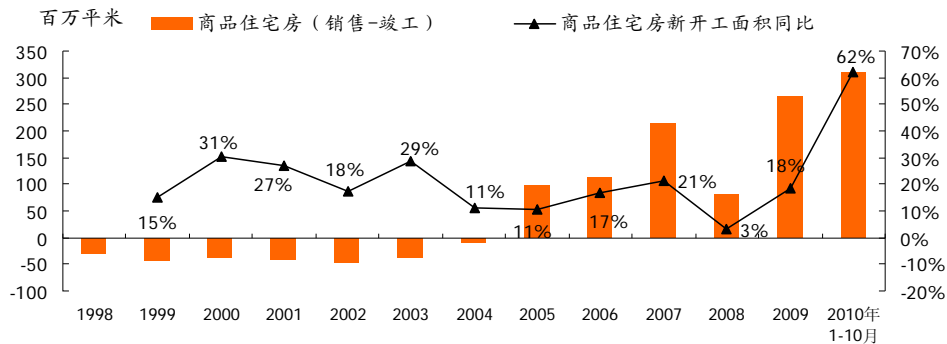
图表8：商品住宅房销售影响分产品测算（2007-2009平均）



资料来源：产业在线，中金公司研究部



图表 9: 2011 年仍是房地产竣工和交房高峰期



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 10: 商品住宅房销售情景测算

	2011 年行业需求增速预期								占比	更新换代和新增需求影响	占比
	房地产影响 (-30%)	房地产影响 (-20%)	房地产影响 (-10%)	房地产影响 (0%)	房地产影响 (10%)	房地产影响 (20%)	房地产影响 (30%)	占比			
家电零售总体	2.5%	6.0%	9.5%	13.0%	16.5%	20.0%	23.5%	35%	20%	65%	
空调	2%	5%	9%	13%	16%	20%	24%	37%	20%	63%	
冰箱	3%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	17%	10%	83%	
洗衣机	7%	10%	12%	15%	17%	20%	23%	26%	20%	74%	
彩电	12%	13%	15%	17%	18%	20%	22%	17%	20%	83%	
灶具	2%	7%	12%	16%	21%	25%	30%	46%	30%	54%	
烟机	3%	7%	12%	16%	21%	25%	30%	45%	30%	55%	
洁具	2%	7%	11%	16%	21%	25%	30%	46%	30%	54%	

资料来源: 中金公司研究部

### 年底政策退出喜忧参半

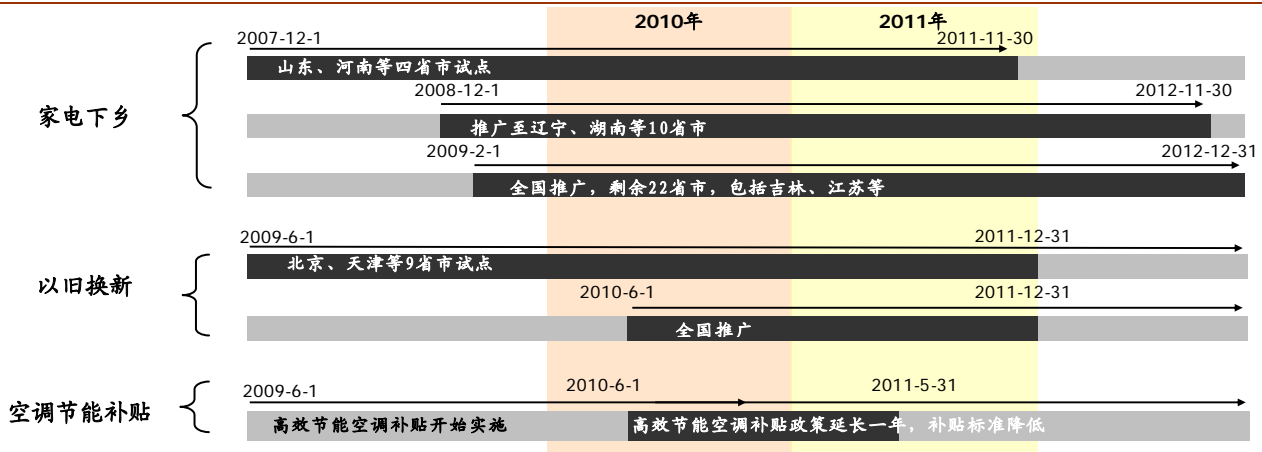
家电下乡和以旧换新政策稳步推进, 促进消费作用明显, 自 2009 年实施以来累计实现销售收入合计 3282 亿, 其中家电下乡销售 2155 亿元, 以旧换新销售额达 1127 亿元; 今年年初至 11 月底实现 2459 亿, 同比增长 200%, 占家电 5000-6000 亿消费比例约 40%, 其中家电下乡销售 1504 亿元, 以旧换新销售 955 亿元。我们看到每月、每日销售金额逐月攀升, 同比增速回落并不十分明显, 显示农村需求增长持续性和以旧换新拓展后的政策拉动增量。

对于 2011 年家电投资, 政策的影响喜忧参半:

- 1) 喜: 实际拉动效果仍然显著, 2011 年是家电补贴政策重叠最多的年份, 虽然家电下乡拉动效应降低、但以旧换新拉动有望超越家电下乡。年底政策退出还可能带来提前消费, 但基于提前消费的投资机会只赚利润不赚估值。
- 2) 忧: 年底政策退出会导致市场对 2012-13 年持续增长的担忧, 所以最差的情况是“只赚业绩增长不赚估值提升”。但是我们也看到保障性住房拉动效果从 2011 年下半年或 2012 年开始有望显现, 按每年 500 万套测算, 保障性住房可拉动家电消费 10% 以上 (详细测算见下一章), 可对冲部分政策的退出。

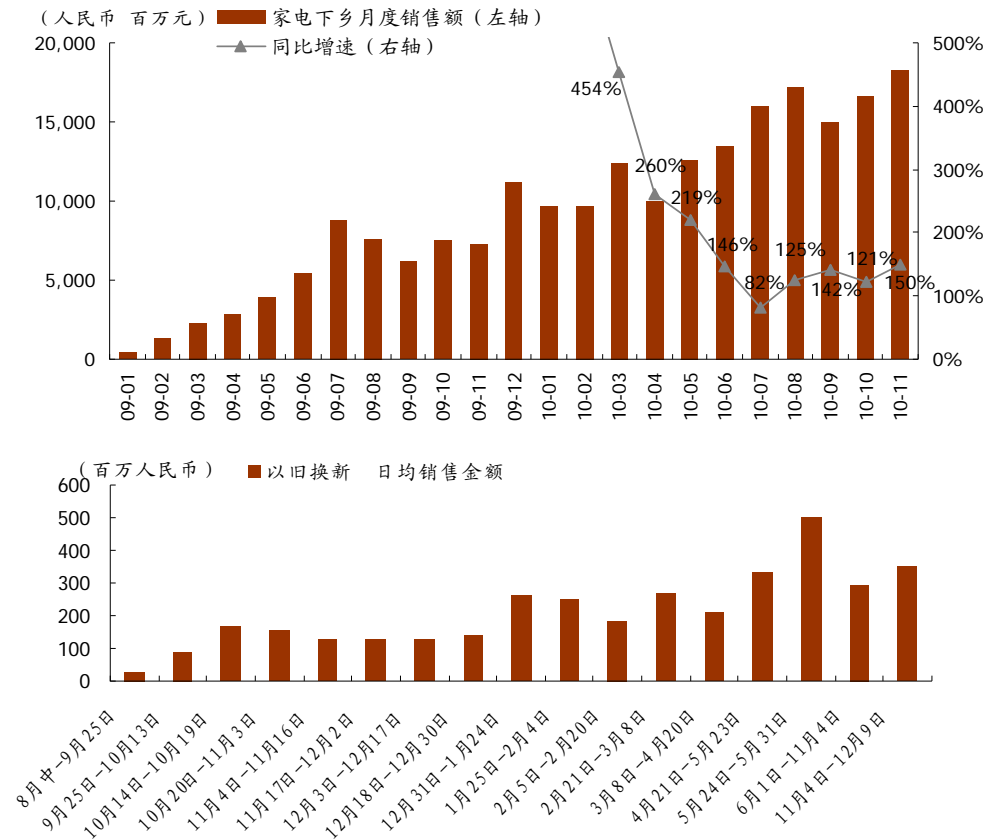
关于家电补贴政策是否可能延期, 我们判断家电下乡第一批延期的可能性较大, 与“十二五”规划提高农村家电保有量目标相一致; 以旧换新有一定可能性, 主要是与明年 1 月 1 日实施的《废旧电器电子产品回收处理管理条例》呼应, 在回收拆解基金形成一定规模之前, 继续支撑家电回收和拆解产业发展。

图表 11：中国家电补贴政策时间表



资料来源：财政部，商务部，中金公司研究部

图表 12：家电下乡月度销售和以旧换新日均销售



资料来源：财政部，商务部，中金公司研究部

### 利润率取决于竞争格局，白电龙头企业优势更显

2010 年下半年至 2011 年是众多白电公司增发扩产，有投资者担忧产能扩张加剧竞争，我们认为无需过虑：

- 1) 扩产不改变中长期竞争格局，而竞争格局是影响价格策略和利润率的根本因素。白电竞争格局稳定，主要是品牌和渠道的竞争，龙头企业产能扩张靠行业增长和市场份额整合消化。2005 年以后几次扩产周期并未改变行业竞争格局。
- 2) 折旧和摊销占比低（仅占收入的 1-1.5%），扩产带来的短期固定成本增加对利润压力不大；产品库存水平是影响产品短期定价和市场份额目标的主要因素，目前行业库存处于正常水平。

中长期利润率趋势取决于竞争格局，从过去几年 PPI 和各公司毛利率相关性上也可见一斑，白电和小家电龙头企业毛利率短期受原材料成本上涨负面影响，但是随着龙头企业进一步整合市场、议价能力提高，中长期毛利率和净利润趋势向上。

图表 13: 白电龙头分季度毛利率和净利润率变化 v.s. PPI



资料来源：公司数据，CEIC，中金公司研究部

图表 14: 折旧和摊销占比比较

2009年 (百万人民币)	家电			家电上游		
	格力	海信	苏泊尔	海立股份	三花股份	常发股份
营业收入	42,637	18,407	4,116	4,513	2,040	966
营业利润	2,975	469	425	119	331	86
营业利润率	7.0%	2.5%	10.3%	2.6%	16.2%	8.9%
折旧和摊销	431	179	61	258	65	20
占营业收入比重	1.0%	1.0%	1.5%	5.7%	3.2%	2.1%
ROE	33.7%	12.7%	15.2%	4.2%	19.6%	20.7%
ROA	7.1%	6.1%	10.5%	1.3%	10.0%	8.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15：2011-2013 年白电产能扩张统计

	格力	美的	海尔	小天鹅	ST科龙	美菱	志高	产能合计
<b>家用空调（万台）</b>								
2010年产能	2700	2600	1,200		600		460	7560
2011年新增产能	250		300					
2012年新增产能		950						
2013年新增产能								
<b>2013年产能</b>	<b>2,950</b>	<b>3,550</b>	<b>1,500</b>		<b>600</b>		<b>460</b>	<b>9060</b>
<b>冰箱（万台）</b>								
2010年产能		1200	800		800	500		3300
2011年新增产能		400	300		200	120		
2012年新增产能		500			200	100		
2013年新增产能						100		
<b>2013年产能</b>		<b>2,100</b>	<b>1,100</b>		<b>1,200</b>	<b>820</b>		<b>5220</b>
<b>洗衣机（万台）</b>								
2010年产能			1300	1300				2600
2011年新增产能				200				
2012年新增产能				800				
2013年新增产能								
<b>2013年产能</b>			<b>1,300</b>	<b>2,300</b>				<b>3600</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 三大趋势有望带来惊喜

### 趋势一：保障性住房，城市房屋完工套数有望年均增长 15%-20%

“十二五”规划加大了保障性住房的推进力度。按照 500-600 万套保障性住房测算，假设前两年每年竣工率为 50%，我们认为 2011 年开始保障性住房对家电消费的滞后影响有可能开始体现，2012-13 年成为拉动高峰，拉动最高相当于商品住宅房的 75%。

虽然保障性住房的进程和效果还需观望，但此次政府的推动力度强于以往。此外，保障性住房可能会对商品房有一定的挤出作用。综合考虑以上因素，我们地产组的预期是：加之保障性住房，我国城市住房完工套数增长率会保持 15%-20% 的水平。

目前市场的预测较为悲观，各公司的盈利预测基本仅是基于商品房的影响（-10% 左右的影响假设，这也是家电板块估值一直受压的原因之一）和新增消费的拉动，因此即便保障性住房不能够达到每年 600 万套的增量，也会对各类家居产品的消费带来实质性的拉动作用。

**测算方法：**测算出每 100 万套住房带来的新增销量，考虑到可能会购买较低价格的商品，进行价格调整后，计算出对各类商品销售额的拉动。此外，我们还测算了 290 万套（2010 年建设规划的一半）的拉动作用供大家参考。

**测算显示：**

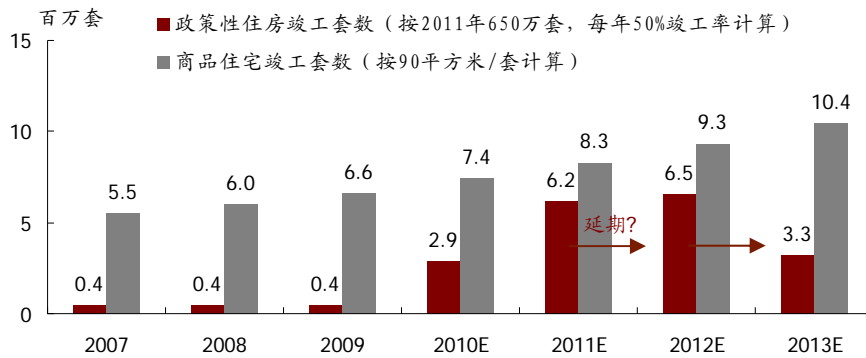
- 1) 每 100 万套保障房可分别带动灶具烟机、卫浴、空调、家电业整体 5.2%、4.3%、3.2%、2% 的消费增长。
- 2) 如果每年有 290 万套的保障性住房推出，则灶具、烟机、卫浴、空调等子行业最敏感，新增年消费增长率分别能够达到 14%、17%、13% 和 9%。且这些产品在农村和低层级市场的普及率较低，投资于这些门类本身就具备很好的安全性和上行空间。
- 3) 在未来 3-5 年间，2000 多万套保障性住房可拉动我国厨卫产品市场扩容近 1 倍，空调市场扩容 60%，家电消费市场整体扩容 40%。

图表 16：2011 年受益保障性住房拉动幅度测算

	目前预测						新增100万套带来的量增	价格调整后的新增销售额	新增290万套带来的量增	价格调整后的新增销售额	考虑到保障性住房后的销售额增长
	2011年行业需求增速预期	房地产影响	占比	更新换代和新增需求影响	占比	2010年销量(万套)					
家电零售总体	9.5%	-10%	35%	20%	65%	5000(亿元)	100亿	2.0%	290亿	6%	15%
空调	9%	-10%	37%	20%	63%	5000	4.0%	3.2%	12%	9%	18%
冰箱	7%	-10%	17%	10%	83%	5000	2.0%	1.5%	6%	4%	11%
洗衣机	12%	-10%	26%	20%	74%	3200	3.1%	2.3%	9%	7%	19%
彩电	15%	-10%	17%	20%	83%	4800	3.1%	2.3%	9%	7%	22%
灶具	12%	-10%	46%	30%	54%	1600	6.3%	4.7%	18%	14%	25%
烟机	12%	-10%	45%	30%	55%	1400	7.1%	5.7%	21%	17%	29%
洁具	11%	-10%	46%	30%	54%	230(亿元)	5.2%	4.3%	15%	13%	24%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 17: 商品住宅及保障性住宅竣工套数



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

下表中, 我们使用了每年 290 万套保障房作为假设来测算各公司业绩的敏感性:

- 1) 2011 年业增速本身就有望快于 30%, 受益后更快的公司有: 华帝股份、苏宁电器、青岛海尔、三家家纺公司、海尔电器和中宇卫浴。
- 2) 如果保障性住房对消费的拉动见成效, 很多公司的净利润增速有望提升 5-15% 至 40% 以上的水平、最低的也能在 24% 以上, 行业景气度显著提升。

图表 18: 公司业绩的受益保障性住房的敏感性分析

		2011年原预测		2011年受益保障性住房后		对净利润增速的 拉动幅度
		净利润增速	市盈率	净利润增速	市盈率	
<b>A股:</b>						
002035.CH	华帝股份(经营性)	49%	23.5	64%	21.3	15%
002035.CH	华帝股份(整体)	31%	23.5	43%	21.4	13%
000527.CH	美的电器	26%	14.1	31%	13.5	5%
000651.CH	格力电器	19%	11.7	27%	10.9	8%
600690.CH	青岛海尔	30%	14.5	36%	13.9	5%
600060.CH	海信电器	20%	14.8	27%	14.0	7%
市盈率较高但基本面受益:						
002508.CH	老板电器	22%	41.3	34%	37.6	12%
<b>港股及海外:</b>						
0449.HK	志高空调	17%	9.3	24%	10.0	7%
1169.HK	海尔电器	43%	14.5	48%	14.0	5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 19: 今年以来的保障性住房政策摘要

日期	政策	要点
2010-3-5	温家宝《政府工作报告》	建设保障性住房 300 万套, 各类棚户区改造住房 280 万套。扩大农村危房改造试点范围。
2010-4-15	国土资源部《2010 年的住房用地供应计划》	2010 年全国住房建设用地拟供应量达到 18.5 万公顷, 同比增幅超过 135%, 其中保障房用地供应为 2.45 万公顷, 棚改房地为 3.66 万公顷
2010-5-19	住建部《确保保障房建设 签订 2010 年责任书》	各省要在今年 7 月底前全面开工建设保障性住房项目, 在今年共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套, 改造农村危房 120 万户
2010-09-27	国土资源部、住房和城乡建设部《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》	力推保障房建设落实, 严格土地出让管理。闲置土地优先保障房用地供应。
2010/10/27	《中共中央关于制定十二五规划的建议》	强化各级政府职责, 未来五年要加大保障性安居工程建设力度, 加快棚户区改造, 发展公共租赁住房, 增加中低收入居民住房供给。
2010/12/2	住建部下发通知指出	按照国务院关于大幅度增加保障性安居工程建设的要求, 明年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套。

资料来源: 住房和城乡建设部, 中金公司研究部

## 趋势二：农村市场潜力超预期，人口普查定基数

未来几年，农村冰箱、洗衣机保有量还在稳健提升中，农村空调今年底有望接近 20 台/百户、占比总销售 20% 以上，与 2005-06 年冰箱快速普及启动前很相似，在未来 1-2 年内进入快速普及期。根据今年销售匡算，2010 年底农村大家电普及率分别达空调 17 台/百户、冰箱 49 台/百户、洗衣机 58 台/百户、彩电 108 台/百户。

农村市场从以下三个方面支撑家电消费：

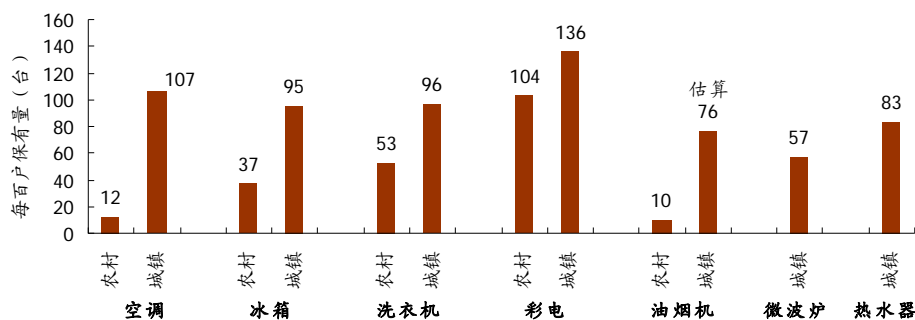
### 1、保有量增量屡创新高，且增长持续性强：

- 1) 从历史数据看，农村消费存在“跟风”现象，因此我们看到农村彩电、洗衣机和冰箱分别在农村保有量达到 20、30 和 20 台/百户之后，呈现加速普及的态势，空调有望再未来 102 年内成为下一个快速普及产品；
- 2) 刘易斯拐点出现，基本工资尤其是低收入阶层工资的上涨不是短期趋势，家电支出占比降低，除了普及之外，还给本土的大众品牌消费品公司带来加速成长的新机遇。（详见 2010 年 6 月 23 日报告《品牌让生活更美好——大众消费“品牌化”系列报告之主题篇》）
- 3) 住房条件的改变。新农村建设、“建材下乡”、宅基地“三统一”集中建房逐步改变农村住房条件，水电气等基础供应更为完善，带动家电、燃气具的消费。此外，回家乡就业农民工带来的生活方式改变，也在加速农村消费方式向城镇看齐。

2、农村市场占比逐年提升，对整体销售拉动日益明显。预计 2011 年空调、冰箱、洗衣机和彩电的农村销量占比有望突破 25%、50%、40%、40%；我们测算的基础是农村 7 亿人口，1.8 亿户，第六次人口普查结果（2011 年 7-8 月公布）还可能提高我们用以测算农村消费的人口基数。

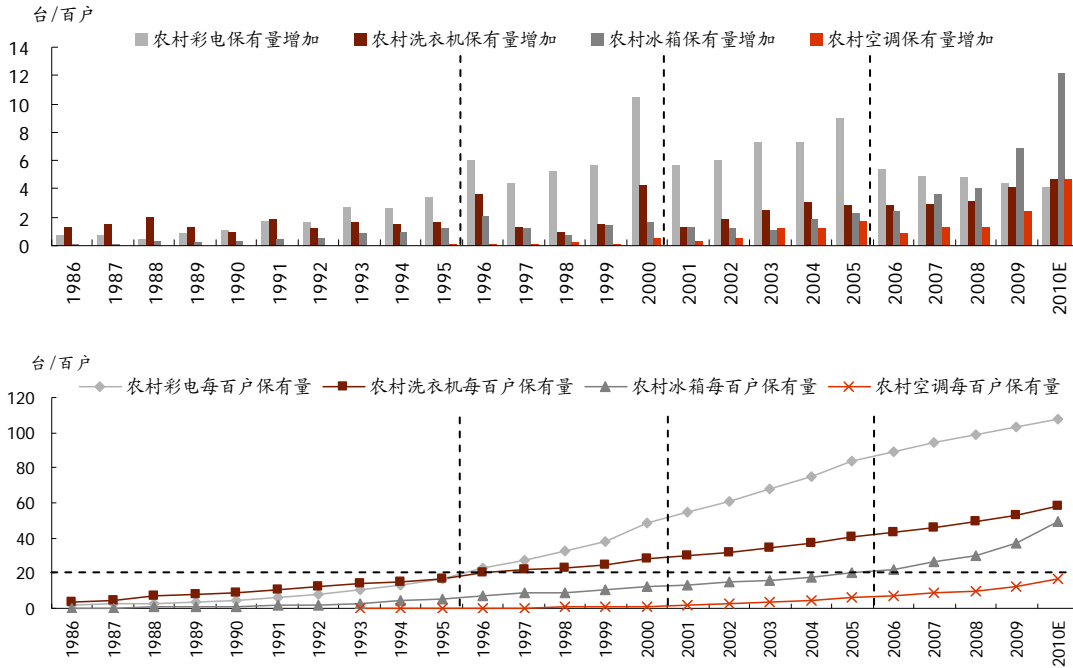
3、城镇化和“新市民”。2009 年底我国目前城镇化率 47%，但实际上有大量的“新市民”涌入城市（“新市民”是指迁移到城镇工作、生活，但未取得当地户口的群体，主要包括农村进城务工人员）。经测算目前大概有 3 亿左右生活在城市但没有户籍的人员，这一数字已接近接近有户籍城市人口的数量。长远来看，随着 80-90 后农民对城市生活的追求、城镇化建设，5.9 亿留守农民中的一部分也会逐步向城市转移，新市民的队伍会逐渐扩大。而伴随着政府对这一群体的重视，对新市民医疗、子女教育问题的解决以及就业信息的引导，新市民对城市的归属感会逐渐加强，最终融入城市生活。这些新市民的创业、安家历程将拉动基础耐用家庭消费品的新一轮消费热潮。而立足于中低端品牌的大众消费也将迎来发展契机，潜在市场空间巨大。

图表 20：农村保有量持续提升空间尚大（家电每百户保有量 2009）



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 21：农村保有量增长持续性强，20-30 台/百户是加速拐点



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 22：农村需求占比逐年提高，空调农村市场临近爆发点？

农村需求占比	空调	冰箱	洗衣机	彩电
2005	1.8%	20.4%	30.4%	30.5%
2006	9.1%	20.1%	15.7%	38.2%
2007	12.9%	26.7%	22.9%	49.6%
2008	17.3%	43.5%	31.6%	58.5%
2009	20.9%	43.2%	32.2%	26.8%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

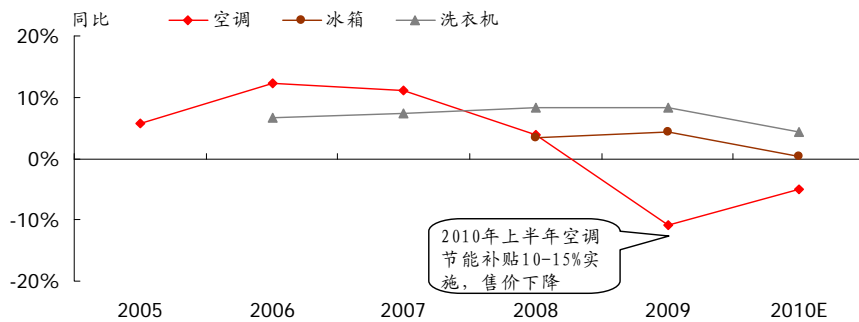


### 趋势三：节能环保和产品结构提升，是中长期利润增长动力

从80年代城镇普及到近几年的农村普及，家电内销市场的增长基本为粗放式量增，在原材料价格提升的过程中终端零售价格提升并不明显，而家电企业之间的竞争也多靠“价格+渠道”抢占市场份额、规模效应和成本节约提升盈利能力。

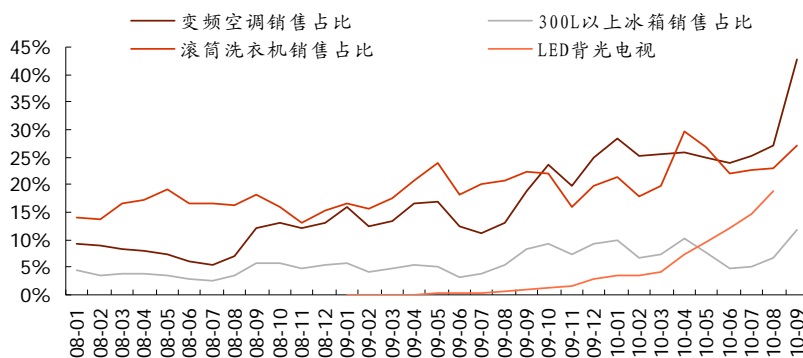
未来几年随着更新换代需求比例提升，以及国内家电企业研发能力、中高端新品开发能力提升，我们看到产品结构的提升呈现加速趋势，且创新概念不断涌现：**节能、环保、智能**，龙头企业有望通过质增获得销售均价和盈利能力提升。

图表 23：过去今年产品均价提升尚不明显



资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 24：白电产品结构变化趋势



资料来源：中怡康，中金公司研究部

下表中我们罗列了短期（1-2年）和中长期（3-5年）家电产品可能的升级方向，以及受益公司。其中，滚筒洗衣机、大容量冰箱、变频空调、互联网/LED背光电视、节能灶具、节能灯等已经成为部分龙头企业提升均价和毛利的手段，尤其在竞争格局较为健康的白电和小家电行业效果明显。

图表 25：家电产品结构升级方向和受益公司

	短期（1-2年）	中长期（3-5年）	受益公司和排序
空调	1) 变频空调占比从20+%提升至2011年50%，龙头企业计划翻番；2) 一二级高能效比空调	新冷媒空调（淘汰R22制冷剂）	格力、美的、海尔、志高
冰箱	大容量冰箱（300L以上，多开门，法式对开门），现在占比8%	物联网冰箱	海尔、科龙、美菱、美的
洗衣机	1) 滚筒洗衣机占比从20%提升至40%左右，龙头企业计划翻番；2) 变频洗衣机	变频洗衣机	小天鹅、合肥三洋
彩电	1) LED背光占比从15%提升至50%左右，龙头企业计划超过50%；2) 互联网电视，现在占比15%	3D电视，智能网络电视	海信、创维、TCL、康佳、长虹
灶具	节能燃气灶；嵌入式燃气灶	整体厨房	华帝股份、老板电器
吸油烟机	欧式吸油烟机	整体厨房	老板电器、华帝股份
节能灯	节能荧光灯销售比例从现在40%提升至60%或更高	LED节能灯	雷士照明、浙江阳光、康佳
<b>整体</b>		<b>智能家居、家电互联</b>	

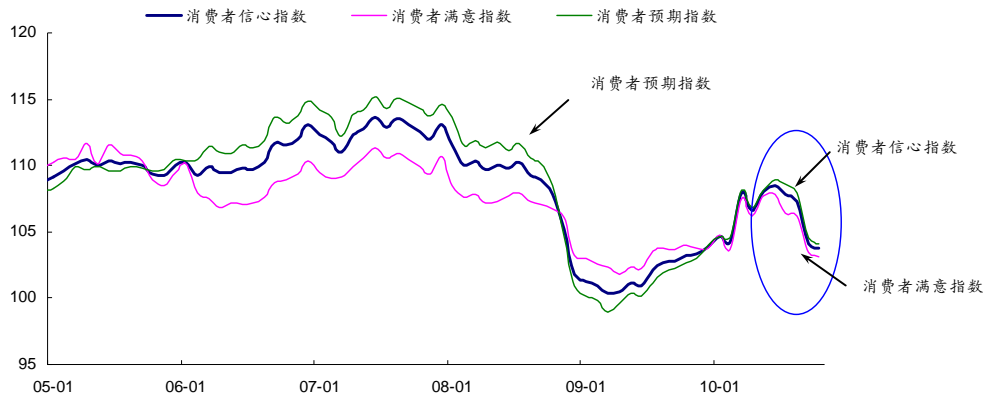
资料来源：中怡康，中金公司研究部

## 风险

### 经济和消费者信心指数大幅下滑，影响家电消费

中国消费者信心指数自 2009 年初探底后逐步回升，2010 年中到达高点，下半年略有下探，近期有企稳迹象。长期来看，近期出台的“十二五”规划着重强调提高城乡居民收入，扩大内需，将有利于消费者信心的稳定和提升。

图表 26：中国消费者信心指数

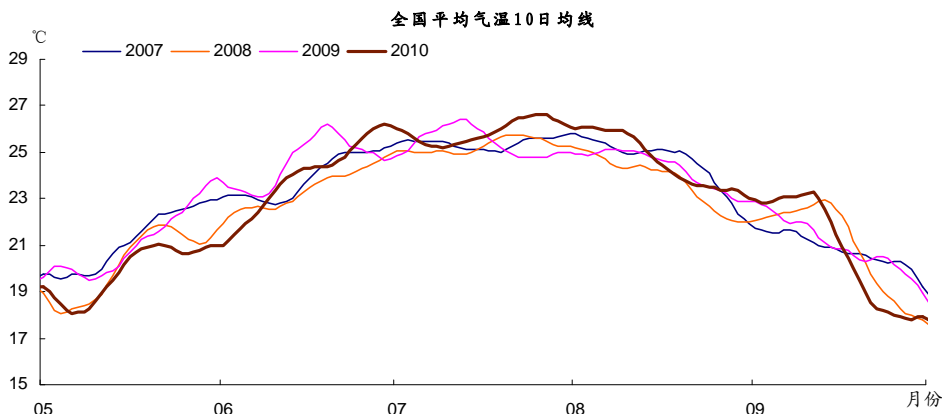


资料来源：CEIC，中金公司研究部

### 凉夏可能，带来单年制冷产品空调需求波动

近年来全球气候变化异常现象频发，极端天气频现，2010 年我国夏季平均气温高于近年同期，是今年空调销售火爆的重要原因，但是气候变化的反复和凉夏的不可预见性也给空调行业增长带来不确定性。

图表 27：中国平均气温



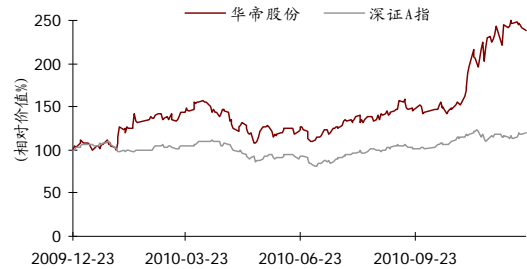
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 华帝股份 (002035.CH)：华丽转身，帝国重塑

### 主要财务，股票信息

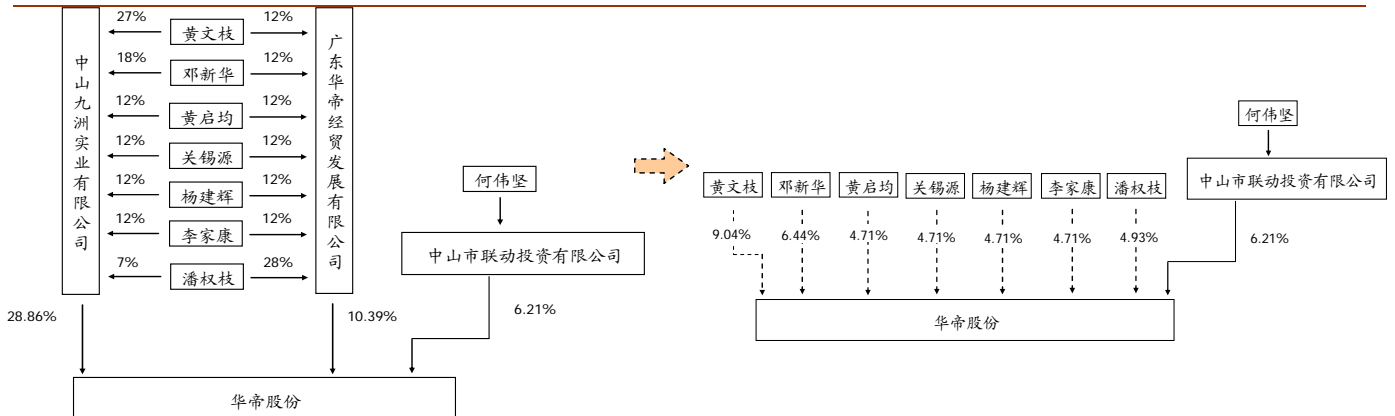
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,413	1,386	1,648	1,975	2,412
(+/-)	8%	-2%	19%	20%	22%
营业利润	-11	63	136	202	268
(+/-)	-149%	698%	116%	49%	32%
净利润	-11	54	115	150	199
(+/-)	-175%	-583%	114%	31%	32%
每股收益(元)	-0.05	0.24	0.51	0.67	0.89
每股净资产(元)	1.4	1.7	1.9	2.3	2.9
每股经营现金流(元)	0.0	0.9	0.8	1.1	1.4
市盈率	-316.4	65.5	30.6	23.5	17.7
市净率	11.3	9.5	8.1	6.8	5.4
股价/经营现金	3,629.7	18.5	20.9	14.7	11.3
EV/EBITA	64.7	24.0	18.3	13.9	10.2
净资产收益率	-3.6%	14.7%	27.1%	29.6%	31.1%
投入资本回报率	-3.3%	14.2%	26.3%	28.8%	30.5%
股息收益率	0.0%	0.5%	1.6%	1.9%	1.9%

	A股
股票代码	002035 CH Equity
当前股价(人民币)	15.76
日成交量(百万股)	4.27
52周最高价/最低价(人民币)	17.2/6.238
总市值(百万人民币)	3,519.21
发行股数(百万股)	223
其中：流通股(百万股)	134
主要股东(持股比例)	中山九洲实业有限公司 (28.86%)



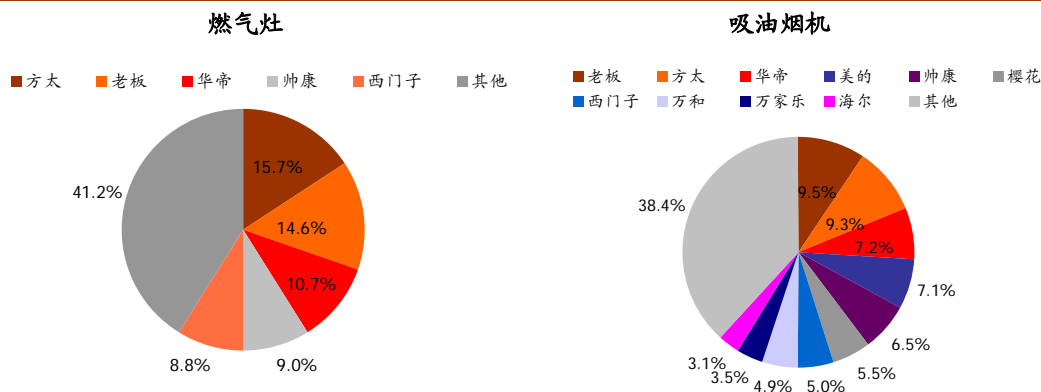
资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

图表 28：华帝股份股权结构和激励机制有望理顺



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29：华帝股份市场份额排名前列（一二级市场中心怡康零售，2009）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 苏泊尔 (002032.CH): 产品结构均衡, 内外销均有出彩

### 主要财务, 股票信息

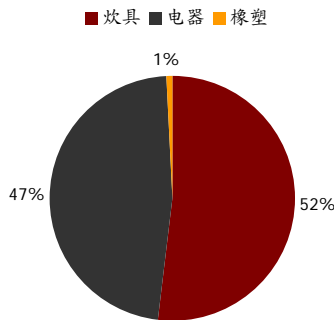
(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,622	4,116	5,714	7,061	8,617
(+/-)	23%	14%	39%	24%	22%
营业利润	995	1,270	1,632	2,018	2,459
(+/-)	28%	28%	29%	24%	22%
净利润	237	310	402	517	651
(+/-)	38%	31%	30%	29%	26%
每股盈利(元)	0.41	0.54	0.70	0.90	1.13
市盈率	60.2	45.8	35.4	27.5	21.9
市净率	7.37	6.62	5.90	5.18	4.49
股价/经营现金	77.0	37.2	35.9	30.1	24.0
EV/EBITDA	28.3	22.5	22.5	17.7	14.0
净资产收益率	13.3%	15.2%	17.6%	20.0%	22.0%
投入资本回报率	11.9%	13.6%	15.8%	17.9%	19.5%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%

A股	
股票代码	002032 CH Equity
当前股价(人民币)	24.65
日成交量(百万股)	1.28
52周最高价/最低价(人民币)	26.62/13.685
总市值(百万人民币)	14,229
发行股数(百万股)	577
其中: 流通股(百万股)	86
主要股东(持股比例)	SEB国际股份有限公司(51.31%)



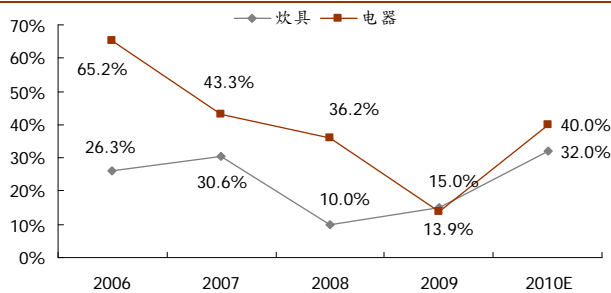
资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 30: 苏泊尔营业收入拆分 (1H2010)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 31: 苏泊尔渠道下沉, 内销增长有望加速



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 32: 苏泊尔出口拆分

	1H2008	1H2009	YoY	1H2010	YoY
SEB订单(根据关联交易)	208	269	29%	484	80%
非SEB出口	283	205	-27%	346	69%
总出口	491	474	-4%	830	75%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我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。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 九阳股份 (002242.CH)：豆浆机市场份额逐步筑底

### 主要财务，股票信息

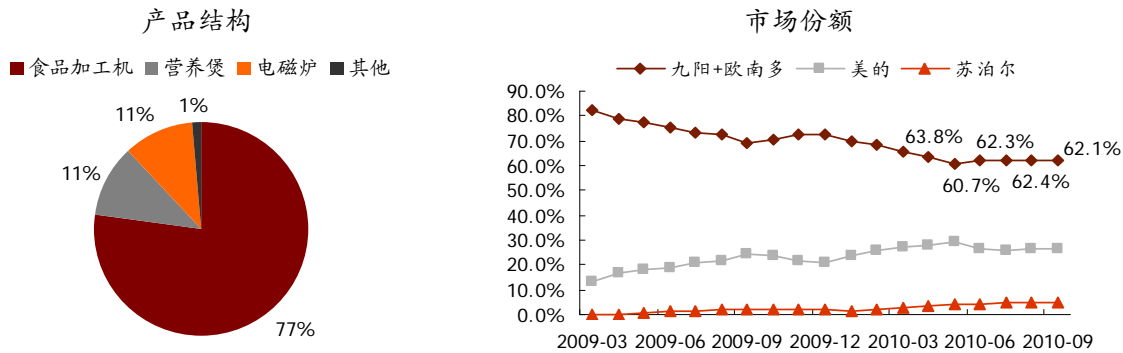
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,323	4,636	6,009	7,182	8,247
(+/-%)	123%	7%	30%	20%	15%
营业利润	734	733	990	1,201	1,427
(+/-%)	81%	0%	35%	21%	19%
净利润	538	610	689	830	981
(+/-%)	72%	13%	13%	20%	18%
每股收益(元)	0.71	0.80	0.91	1.09	1.29
每股净资产(元)	3.2	3.7	4.3	5.1	6.1
每股经营现金流(元)	1.3	1.0	0.9	1.3	1.5
市盈率	22.8	20.1	17.8	14.8	12.5
市净率	5.1	4.3	3.7	3.2	2.6
股价/经营现金	12.9	15.6	17.6	12.2	10.6
EV/EBITA	2.8	7.4	9.6	7.7	6.2
净资产收益率	23.6%	22.8%	22.8%	23.9%	24.1%
投入资本回报率	22.3%	21.6%	21.0%	21.4%	21.1%
股息收益率	1.7%	2.9%	2.8%	3.0%	3.2%

A股	
股票代码	002242 CH Equity
当前股价(人民币)	16.1
日成交量(百万股)	3.74
52周最高价/最低价(人民币)	19.7/10.92
总市值(百万人民币)	12,251.29
发行股数(百万股)	761
其中：流通股(百万股)	191
主要股东(持股比例)	上海利鸿新技术有限公司(49.71%)



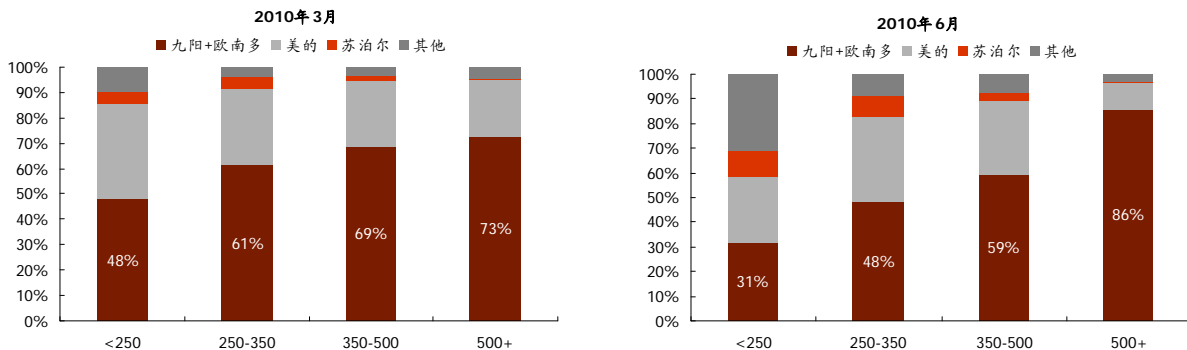
资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

图表 33：九阳产品结构及一二级市场豆浆机销量份额变化



资料来源：公司数据，中怡康，中金公司研究部

图表 34：不同价位豆浆机市场份额分布



资料来源：中怡康，中金公司研究部

## 青岛海尔 (600690.CH): 内生+外延, 增长确定性强

### 主要财务, 股票信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	30,408	32,979	60,918	73,825	86,653
(+/-%)	3%	8%	85%	21%	17%
营业利润	1,167	1,631	2,601	3,696	5,042
(+/-%)	30%	40%	59%	42%	36%
净利润	768	1,149	1,965	2,563	3,161
(+/-%)	19%	50%	71%	30%	23%
每股收益 (元)	0.57	0.86	1.47	1.91	2.36
每股净资产 (元)	5.1	5.8	8.1	10.4	13.3
每股经营现金流(元)	1.0	3.5	0.7	1.7	2.2
市盈率	48.3	32.3	18.9	14.5	11.7
市净率	5.5	4.8	3.4	2.7	2.1
股价/经营现金	28.2	8.0	39.4	16.7	12.6
EV/EBITDA	22.7	15.3	8.3	5.9	4.4
净资产收益率	11.3%	14.9%	18.1%	18.5%	17.8%
投入资本回报率	9.9%	13.1%	15.5%	16.1%	15.8%
股息收益率	0.5%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%

A股	
股票代码	600690 CH Equity
当前股价 (人民币)	27.72
日成交量 (百万股)	10.06
52周最高价/最低价 (人民币)	29.15/16.1
总市值 (百万人民币)	37,104
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%)



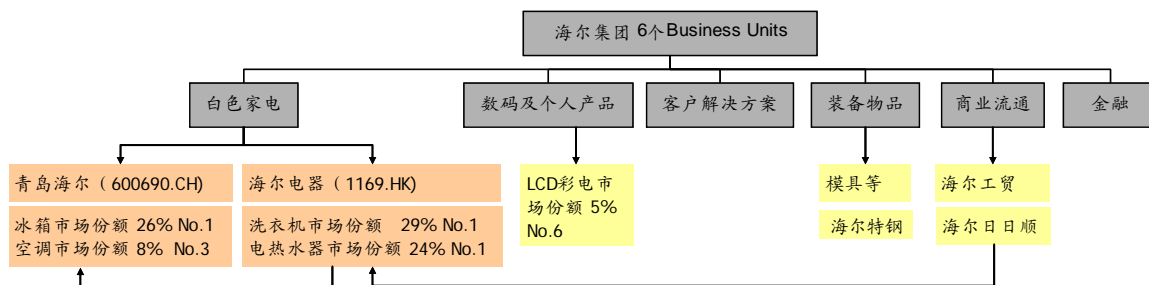
资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 35: 青岛海尔 2010-2011 备考 EPS 测算

	2009	2010E	2010E备考	2011E	2010E备考
每股收益 (元)	0.86	1.47	1.66	1.91	1.91
YoY	50%	71%	93%	30%	15%
其中					
采购代理平台费下降增厚每股收益 (元)		0.05	0.09		
收购少数股东损益增厚每股收益 (元)		0.02	0.17		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 36: 海尔集团资产注入有望持续增厚每股收益



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

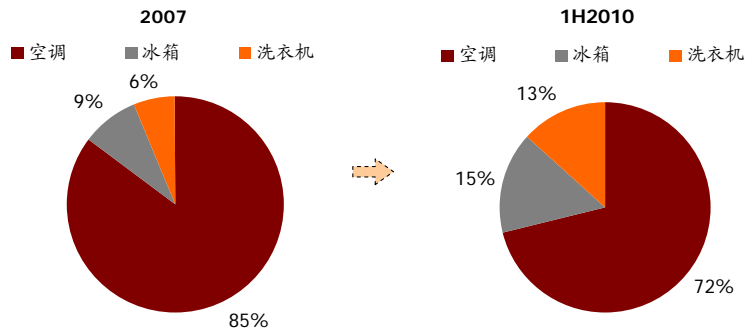
## 美的电器 (000527.CH)：冰洗高增长有望持续

### 主要财务，股票信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	A股	
营业总收入	45,313	47,278	69,473	83,478	97,269	000527 CH Equity	17.45
(+/-%)	29%	4%	47%	20%	17%	日成交量(百万股)	22.48
营业利润	1,727	2,520	2,760	5,373	8,037	52周最高价/最低价(人民币)	20.06/10.29
(+/-%)	-6%	46%	10%	95%	50%	总市值(百万人民币)	54,449
净利润	1,025	1,892	3,350	4,219	4,993	发行股数(百万股)	3,120
(+/-%)	-15%	85%	77%	26%	18%	其中：流通股(百万股)	1,545
全面摊薄每股收益*(元)	0.30	0.55	0.98	1.24	1.46	主要股东(持股比例)	美的集团(42.49%)
每股经营现金流(元)	1.10	0.60	1.31	1.69	1.99	美的电器 — 深证A指	
市盈率	58.1	31.5	17.8	14.1	11.9		
市净率	12.5	6.3	4.7	3.5	2.7		
股价/经营现金	15.9	28.9	13.3	10.3	8.8		
EV/EBITDA	12.0	9.5	8.3	7.2	5.6		
净资产收益率	21.6%	20.0%	26.5%	25.0%	22.5%		
投入资本回报率	13.9%	14.8%	19.6%	18.6%	16.8%		
股息收益率	2.3%	0.6%	2.3%	2.3%	2.3%		

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

图表 37：美的电器冰洗空全面布局



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 38：美的电器半年度分部业绩

(百万人民币)	空调及零部件	冰箱及零部件	洗衣机及零部件
1H10			
营业收入(包括分部间交易)	27571	6111	5395
YoY	43%	108%	112%
营业利润	722	581	337
营业利润率	2.6%	9.5%	6.3%
1H09			
营业收入(包括分部间交易)	19233	2942	2545
营业利润	1274	247	115
营业利润率	6.6%	8.4%	4.5%
1H08			
营业收入(包括分部间交易)	22793	2945	1985
营业利润	1227	150	48
营业利润率	5.4%	5.1%	2.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 格力电器 (000651.CH): 增发剑指商用空调

### 主要财务, 股票信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	42,200	42,637	57,674	67,821	79,074
(+/-%)	11%	1%	35%	18%	17%
营业利润	2,339	2,975	2,395	4,267	6,168
(+/-%)	70%	27%	-19%	78%	45%
净利润	1,967	2,913	3,946	4,686	5,287
(+/-%)	55%	48%	35%	19%	13%
每股收益 (元)	0.66	0.97	1.32	1.57	1.77
每股净资产 (元)	2.5	3.6	4.4	5.5	6.8
每股经营现金流 (元)	0.7	2.9	0.7	2.2	2.6
市盈率	27.8	18.7	13.8	11.7	10.3
市净率	7.2	5.1	4.1	3.3	2.7
股价/经营现金	25.2	6.4	26.4	8.3	7.0
EV/EBITA	10.9	3.3	7.1	6.1	4.7
净资产收益率	26.8%	29.2%	31.5%	29.7%	27.0%
投入资本回报率	25.9%	27.3%	29.7%	28.3%	25.8%
股息收益率	1.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

	A股
股票代码	000651 CH Equity
当前股价 (人民币)	18.27
日成交量 (百万股)	48.35
52周最高价/最低价 (人民币)	20.15/11.747
总市值 (百万人民币)	51,482.85
发行股数 (百万股)	2,818
其中: 流通股 (百万股)	2,156
主要股东 (持股比例)	格力集团公司 (19.45%)



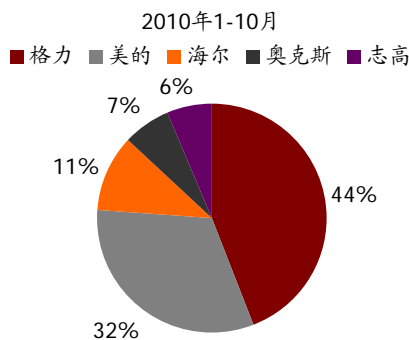
资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 39: 格力增发剑指商用空调, 盈利能力持续提升

指标名称	单位	总部商用空调 技改扩产项目	武汉商用空调 建设项目	郑州家用空调 建设项目	年产600万台新型 节能环保家用空 调压缩机项目	节能环保制冷设备 工程技术研究中心 技术改造建设项目
设计规模	商用空调新增销售收入 (亿元) 家用空调 (万台 (套)) 压缩机 (万台)	17.96	14.65	250	600	-
总投资	万元	60,003	56,067	76,295	118,000	56,000
固定资产	万元	54,403	53,067	72,295	107,757	49,408
流动资金	万元	5,600	3,000	4,000	10,243	6,592
营业收入	万元	179,600	146,500	384,500	202,564	-
税后净利润	万元	25,124	23,103	23,070	30,012	-
内部收益率	%	32.81	32.5	28.02	18.85	-
回收期 (含建设期)	年	4.96	4.68	4.66	6.25	-
利润率		14%	16%	6%	15%	-

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 40: 格力 2010 年 1-10 月内销市场份额



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表 41：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	净利润(百万美元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E				
<b>家电</b>																				
A股	白电	000527.CH	美的电器	17.45	8,157	3,350	77%	4,219	26%	4,993	18%	0.98	1.24	1.46	17.8	14.1	11.9	22.1%	0.80	
		000651.CH	格力电器	18.27	7,713	3,946	35%	4,686	19%	5,287	13%	1.32	1.57	1.77	13.8	11.7	10.3	15.8%	0.88	
		600690.CH	青岛海尔	27.72	5,559	1,965	71%	2,563	30%	3,161	23%	1.47	1.91	2.36	18.9	14.5	11.7	26.8%	0.70	
		600983.CH	合肥三洋	13.18	1,052	305	48%	402	32%	502	25%	0.57	0.75	0.94	23.0	17.5	14.0	28.2%	0.81	
		000418.CH	小天鹅A	19.50	1,684	545	145%	749	37%	1,016	36%	0.86	1.18	1.61	22.6	16.5	12.1	36.5%	0.62	
		000521.CH	美的电器	12.56	699	304	1%	399	31%	472	18%	0.67	0.88	1.04	18.7	14.3	12.1	24.6%	0.76	
		000521.CH	美的电器 (经营性)	12.56	699	159	-46%	313	97%	426	36%	0.35	0.69	0.94	35.9	18.2	13.4	63.9%	0.56	
		600336.CH	澳柯玛	8.03	410	73	40%	146	101%	127	-13%	0.21	0.43	0.37	37.7	18.8	21.6	32.2%	1.17	
		000921.CH	ST科龙 (经营性)	8.00	1,379	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	22.9	18.2	13.3	30.9%	0.74	
		000921.CH	ST科龙	8.00	1,379	660	339%	770	17%	907	18%	0.49	0.57	0.67	16.4	14.1	11.9	17.3%	0.95	
				A股平均				24%		28%		17%				16.3	12.9	10.8		
黑电	000100.CH	TCL集团	3.46	2,197	639	36%	789	23%	814	3%	0.15	0.19	0.19	22.9	18.6	18.0	12.8%	1.79		
	600839.CH	四川长虹	3.83	1,634	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	65.9	41.7	32.8	41.8%	1.58		
	000016.CH	深康佳	5.08	770	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	56.7	37.6	23.3	56.1%	1.01		
	600060.CH	海信电器	12.69	1,648	620	24%	743	20%	874	18%	0.72	0.86	1.01	17.7	14.8	12.6	18.7%	0.95		
			A股平均				26%		29%		25%				25.4	19.7	15.8			
小家电	002242.CH	九阳股份	16.10	1,835	689	13%	830	20%	981	18%	0.91	1.09	1.29	17.8	14.8	12.5	19.3%	0.92		
	002403.CH	爱仕达	18.28	657	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	54.1	36.1	24.5	48.4%	1.12		
	002032.CH	苏泊尔	24.65	2,132	402	30%	517	29%	651	26%	0.70	0.90	1.13	35.4	27.5	21.9	27.2%	1.30		
	002035.CH	华帝股份	15.76	527	115	114%	150	31%	199	32%	0.51	0.67	0.89	30.6	23.5	17.7	31.5%	0.97		
	002035.CH	华帝股份 (经营性)	15.76	527	100	102%	150	49%	199	32%	0.45	0.67	0.89	35.0	23.5	17.7	40.7%	0.86		
	002508.CH	老板电器	39.33	943	125	53%	152	22%	188	23%	0.78	0.95	1.17	50.3	41.3	33.5	22.6%	2.2		
	000533.CH	万家乐	11.05	1,144	228	18%	319	40%	407	28%	0.33	0.46	0.59	33.5	23.9	18.8	33.6%	1.00		
			A股平均				26%		29%		25%				25.4	19.7	15.8			
	H股	白电	1169.HK	海尔电器	8.20	2,256	849	102%	1,214	43%	1,584	31%	0.40	0.56	0.74	20.8	14.5	11.1	36.6%	0.57
			0921.HK	海信科龙	5.19	1,379	767	349%	939	22%	1,106	18%	0.57	0.69	0.82	9.2	7.5	6.4	20.1%	0.46
0921.HK			海信科龙 (经营性)	5.19	1,379	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	13.0	10.4	7.6	30.4%	0.43	
0449.HK			志高控股	6.70	667	421	34%	492	17%	528	7%	0.61	0.72	0.77	10.9	9.3	8.7	12.0%	0.91	
				H股平均												13.4	10.4	8.4		
黑电	0751.HK	创维	4.65	1,539	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	12.9	10.5	9.6	16.1%	0.80		
	1070.HK	TCL多媒体	3.02	422	-905	-328%	391	143%	585	50%	-0.83	0.36	0.54	-3.6	8.4	5.6	n.a.	n.a.		
	2618.HK	TCL通讯	7.60	1,071	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	68.4	39.7	23.6	70.3%	0.97		
		H股平均												25.9	19.5	12.9				
美国	WHR US	Whirlpool	90.08	6,848	711	117%	668	-6%	873	31%	9.35	8.78	11.48	9.6	10.3	7.8	10.8%	0.89		
	UTX US	United Technology	78.80	72,764	4,363	14%	4,829	11%	5,412	12%	4.72	5.23	5.86	16.7	15.1	13.4	11.4%	1.47		
	GE.US	GE	17.70	188,589	11,774	7%	13,110	11%	16,211	24%	1.11	1.23	1.52	16.0	14.4	11.6	17.3%	0.92		
		国际平均												14.1	13.2	11.0				
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	185.90	8,408	4,594	76%	4,792	4%	5,274	10%	15.32	15.98	17.59	12.1	11.6	10.6	7.1%	1.70		
	ARCLK.TI	Arcelik	7.38	3,217	534	10%	530	-1%	560	6%	0.79	0.78	0.83	9.3	9.4	8.9	2.3%	3.98		
	DLG.IM	De'Longhi	6.12	1,203	72	122%	78	9%	92	18%	0.48	0.52	0.62	12.7	11.7	9.9	13.2%	0.96		
	SK.FP	SEB	77.04	5,061	243	66%	261	7%	288	10%	4.86	5.22	5.76	15.8	14.8	13.4	8.8%	1.80		
	PHIA.NA	Philips	22.40	29,044	1,700	315%	1,908	12%	2,133	12%	1.72	1.94	2.16	13.0	11.6	10.4	12.0%	1.08		
		国际平均												12.6	11.8	10.6				
日本	6502.JP	Toshiba	435	21,979	83,835	525%	131,323	57%	159,731	22%	19.78	30.99	37.69	22.0	14.0	11.5	38.0%	0.58		
	6367.JP	Daikin Industries	2875	10,048	30,395	57%	52,953	74%	68,100	29%	103.70	180.66	232.33	27.7	15.9	12.4	49.7%	0.56		
	6752.JP	Panasonic	1156	33,804	108,815	205%	158,993	46%	185,000	16%	44.36	64.81	75.42	26.1	17.8	15.3	30.4%	0.86		
	6758.JP	Sony	2930	35,096	84,123	306%	149,950	78%	190,900	27%	83.74	149.26	190.03	35.0	19.6	15.4	50.6%	0.69		
	6753.JP	Sharp	839	11,111	30,855	602%	32,485	5%	45,565	40%	27.78	29.25	41.02	30.2	28.7	20.5	21.5%	1.40		
		国际平均												28.2	19.2	15.0				
韩国	066570.KS	LG Electronics	114500	14,333	467,690	-77%	1,478,085	216%	2,217,507	50%	3,233	10,219	15,330	35.4	11.2	7.5	117.7%	0.30		
	005930.KS	Samsung Electronics	932000	118,808	15,367,053	59%	15,307,019	0%	18,586,686	21%	104,325	103,918	126,183	8.9	9.0	7.4	10.0%	0.90		
		国际平均												22.2	10.1	7.4				

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 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

北京市朝阳区建外大街甲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

### 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

### 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



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