

中性

——维持

行业研究/年度策略

日期: 2008年12月3日

行业: 家电

扩大内需和结构调整驱动增长

——2009年家电行业投资策略



邓永康
021-53519888-1919
ykdeng@126.com

主要观点:

2008年我国家电行业的增长放缓。

今年我国家电行业景气度下降, 收入和利润增速明显放缓。

洗衣机产量增长较快、空调产量微幅下跌。

洗衣机产量仍然延续了较高的增长速度, 同比增长13.90%; 而去年增速最快的空调在出口和内销下滑的影响下, 产量同比下跌0.50%。

外需减弱影响家电出口。

全球经济增长减速导致我国家电出口增速明显放缓, 1~9月, 我国家电出口281.7亿美元, 同比增长17.6%, 增速同比下降10个百分点。

内需增长放缓。

国内经济景气度下滑、消费者消费意愿减弱等因素都影响了对家电的需求, 家电内销增长正在放缓。

全面推广“家电下乡”政策刺激农村家电消费。

全面推广“家电下乡”政策挖掘农村消费市场潜力、刺激家电销售。

结构调整应对需求下降的影响。

2009年, 我国家电行业将通过产品结构升级和内部结构调整提高行业集中度应对内外需求的不足。

我国家电行业中期起发展平稳。

我国家电行业的中长期发展趋势仍将保持平稳, 真正具有竞争优势的企业将迎来更大的发展空间。

家电电子行业: 扩大内需和结构调整驱动增长。

我国各主要家电电子行业面对行业波动, 都将通过扩大内需、产品升级和行业内结构调整以驱动增长。

投资建议:

评级未来十二个月内, 家电行业: 中性。

重点关注青岛海尔(600690)、美的电器(000527)和格力电器(000651)。

数据预测与估值:

家电行业重点关注股票业绩预测和市盈率

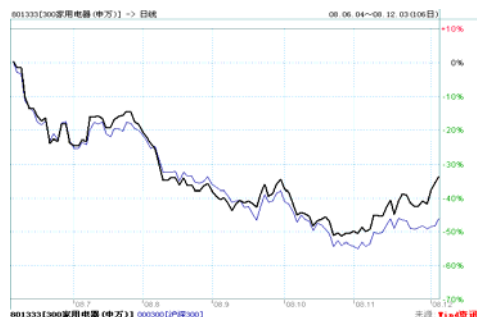
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
青岛海尔	600690	9.96	0.48	0.65	0.75	20.75	15.32	13.28	2.03	跑赢大市
美的电器	000527	9.85	0.63	0.85	1.00	15.63	11.59	9.85	3.74	跑赢大市
格力电器	000651	19.85	1.05	1.40	1.90	18.90	14.18	10.45	3.89	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为2008年12月3日收盘价

行业收入利润增长(08年1~8月)

销售收入(亿元)	5,645.85
增长率	17.39%
利润总额(亿元)	159.37
增长率	14.61%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: DYK08-AIT05

相关报告:

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一、2008年我国家电行业运行状况	5
1、家电行业增长放缓.....	5
2、洗衣机产量增长较快、空调产量微幅下跌.....	6
3、外需减弱影响家电出口.....	7
4、内需增长放缓.....	10
二、2009年我国家电行业发展趋势	12
1、扩大“家电下乡”政策刺激农村家电消费.....	12
2、结构调整应对需求下降的影响.....	15
3、原材料价格出现回落有利于缓解成本压力.....	16
4、我国家电行业中长期发展平稳.....	16
三、家电子行业：扩大内需和结构调整驱动增长	20
1、空调：行业有望回暖、龙头企业优势明显.....	20
2、冰箱：中高端产品增长加快、“家电下乡”促进农村消费.....	22
3、洗衣机：内销带动行业稳定增长.....	25
4、彩电：液晶电视高速增长，但竞争将加剧.....	28
四、估值分析与投资建议	31
1、估值分析.....	31
2、投资评级.....	32
3、风险因素.....	32
4、重点上市公司推荐.....	32

图

图 1 我国家电行业收入和利润总额增长率情况.....	5
图 2 我国家电行业毛利率和销售利润率情况.....	6
图 3 我国主要家电产品产量情况.....	6
图 4 我国主要家电产品产量增速对比.....	7
图 5 我国主要家电产品当月产量同比增速.....	7
图 6 我国对发达经济体的出口受其经济基本面影响较大....	9
图 7 我国 CPI 和一年期定期存款利率.....	11
图 8 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率...	11
图 9 我国农村居民家庭人均年纯收入及增长率.....	13
图 10 我国农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量....	14
图 11 家电制造业主要原材料价格走势.....	16
图 12 我国城镇和农村居民收入同比增长率.....	17
图 13 居民人均家庭设备用品及服务支出.....	17
图 14 农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量 单位: 台	18
图 15 我国的城镇化率.....	18
图 16 城镇居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量 单位: 台	19
图 17 我国家用空调制造行业收入和利润总额增长情况....	20
图 18 我国家用空调制造行业成本和期间费用增长情况....	20
图 19 2008 年 1~9 月我国家用空调市场总销量分布情况 ..	21
图 20 我国近年冰箱产量情况 单位: 万台.....	22
图 21 我国近年冰箱内销情况 单位: 万台.....	23
图 22 我国近年冰箱出口情况 单位: 万台.....	23
图 23 我国家用制冷制造行业收入和利润总额增长情况....	24
图 24 我国家用制冷制造行业成本和期间费用增长情况....	24
图 25 2008 年 1~9 月我国家用空调市场总销量分布情况 ..	25
图 26 我国洗衣机产量情况 单位: 万台.....	26
图 27 我国近年洗衣机内销情况 单位: 万台.....	26
图 28 我国近年洗衣机出口情况 单位: 万台.....	26
图 29 家用清洁卫生电器具行业收入和利润总额增长情况..	27
图 30 家用清洁卫生电器具行业成本和期间费用增长情况..	27
图 31 2008 年 1~9 月我国洗衣机销售产品特征	28
图 32 2007 年 1~9 月我国洗衣机销售产品特征	28
图 33 我国家用影视设备制造行业收入和利润总额增长情况	29
图 34 我国近年彩电产量情况 单位: 万台.....	29
图 35 我国家用影视设备制造行业成本和期间费用增长情况	30

表

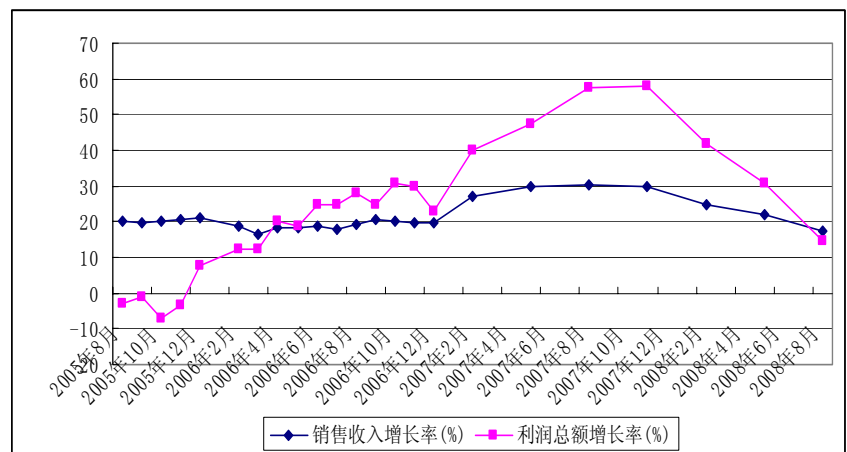
表 1 我国主要家电产品产量增速对比.....	8
表 2 2008 年 9 月我国家电产品出口量情况 单位: 万台 ...	10
表 3 2008 年 9 月我国家电产品出口额情况 单位: 亿美元 .	10
表 4 家电下乡推广地区农村人口数量.....	12
表 5 我国农村每百户家电拥有量 单位: 台.....	14
表 6 家电行业国内外市场相对估值比较.....	31
表 7 青岛海尔 08、09 年盈利预测.....	33
表 8 美的电器 08、09 年盈利预测.....	34
表 9 格力电器 08、09 年盈利预测.....	34

一、2008 年我国家电行业运行状况

1、家电行业增长放缓

由于美国次贷危机引发的金融危机导致全球经济增速放缓，直接影响了我国的家电出口；自然灾害、通货膨胀等因素又造成了国内家电需求的下降，2008 年 1~8 月，我国今年家电行业景气度下降，收入和利润增速明显放缓。根据国家统计局公布的数据，2008 年 1~8 月，我国家电行业共实现营业收入 5,645.85 亿元，同比增长 17.39%；实现利润总额 159.37 亿元，同比增长 14.61%。而去年同期，我国家电行业的收入和利润总额的增速分别达到了 30.43% 和 57.68%。

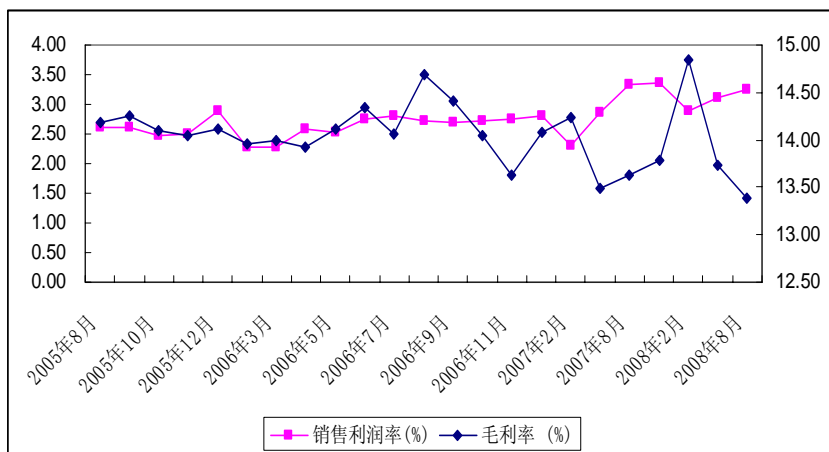
图 1 我国家电行业收入和利润总额增长率情况



数据来源：国家统计局

受出口和内销增长放缓、成本压力和行业内竞争加剧等因素的影响，我国家电行业的盈利能力也出现小幅下滑，2008 年 1~8 月，我国家电行业的毛利率为 13.38%，同比下降 0.25 个百分点；销售利润率为 3.26%，同比下降 0.06 个百分点。

图 2 我国家电行业毛利率和销售利润率情况

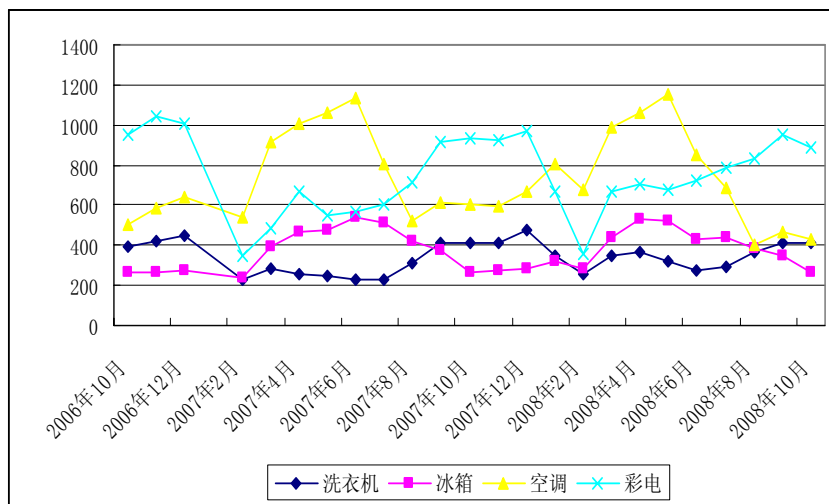


数据来源：国家统计局

2、洗衣机产量增长较快、空调产量微幅下跌

根据国家统计局的统计，2008年1~10月我国累计生产洗衣机3,409.74万台，比去年同期增长13.90%；累计生产家用电冰箱4,001.44万台，较去年同期增长3.50%；累计生产空调器7,510.10万台，比去年同期下降0.50%；累计生产彩电7,396.56万台，比去年同期下降13.80%。

图 3 我国主要家电产品产量情况

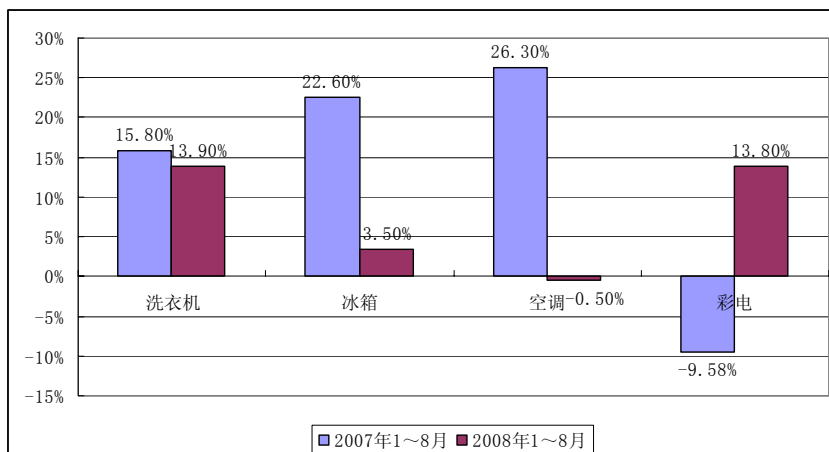


数据来源：国家统计局

从各主要家电产品的产量看，洗衣机仍然延续了较高的增长速度；彩电行业一扫去年的颓势，在平板电视热销的带动下，产量增长速度仅次于洗衣机；而去年增速最快的空调在出口和内销下滑的影响

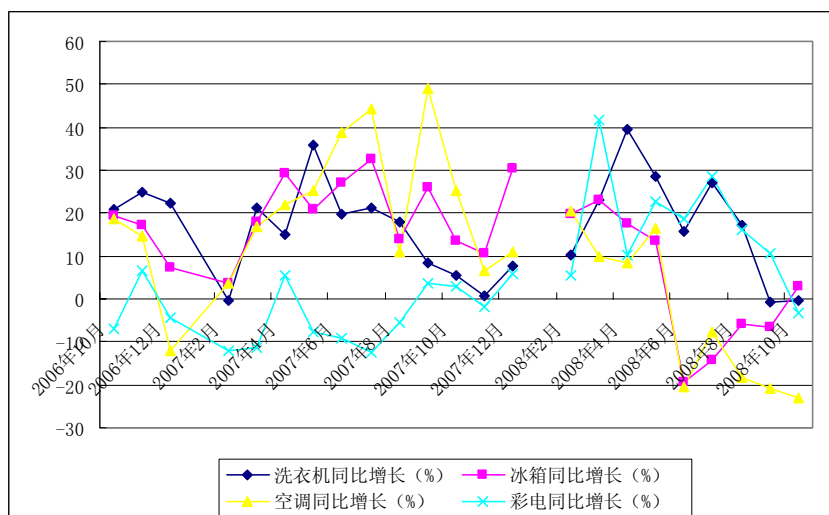
下，产量出现微幅下跌。

图 4 我国主要家电产品产量增速对比



数据来源：国家统计局

图 5 我国主要家电产品当月产量同比增速



数据来源：国家统计局

3、外需减弱影响家电出口

虽然美国次贷危机蔓延成为全球金融危机后，全球主要经济体都对金融体系实施了救助，通过实施对金融机构注资、向金融市场注入流动性、降息等举措，有效地抑制了危机在金融体系的进一步扩散，但是金融危机对实体经济的侵蚀还在继续。近期国际货币基金组织（IMF）大幅下调 2009 年全球经济增长预测，并预计发达经济体明年将出现二战以来的首次经济收缩。根据国际货币基金组织公布的最新预测，2009 年全球经济增长率为 2.2%，比该组织今年 10 月份的预测

下调约 0.75 个百分点。发达经济体经济明年下降 0.3%，而一个月前的预测为增长 0.5%。其中，美国经济将负增长 0.7%，远低于该组织一个月前预测的增长 0.1%。欧元区的两个主要经济体德国和法国明年将分别负增长 0.8% 和 0.5%。新兴经济体 2009 年的增长 5.1%，增速也有所下降。

表 1 我国主要家电产品产量增速对比

发布机构	项目	经济体	2006	2007	2008	2009
IMF	GDP	全球	5.1	5.0	3.7	2.2
		发达经济体	3.0	2.6	1.4	-0.3
		美国	2.8	2.0	1.4	-0.7
		欧元区	2.8	2.6	1.4	-0.5
		日本	2.4	2.1	0.5	-0.2
		其他发达经济体	4.5	4.7	2.9	1.5
		新兴及发展中经济体	7.9	8.0	6.5	5.1
		中国	11.6	11.9	9.7	8.5
	进口数量	发达经济体	7.5	4.5	1.8	-0.1
		新兴及发展中经济体	14.9	14.4	10.9	5.2
	出口数量	发达经济体	8.4	5.9	4.1	1.2
		新兴及发展中经济体	11.2	9.6	5.6	5.3
	消费价格	发达经济体	2.4	2.2	3.6	1.4
		新兴及发展中经济体	5.4	6.4	9.2	7.1
	LIBOR	6 个月美元	5.3	5.3	3.0	2.0
6 个月日元		0.4	0.9	1.0	1.0	
3 个月欧元		3.1	4.3	4.5	3.0	

注：1. 2008 年及 2009 年为预测数据

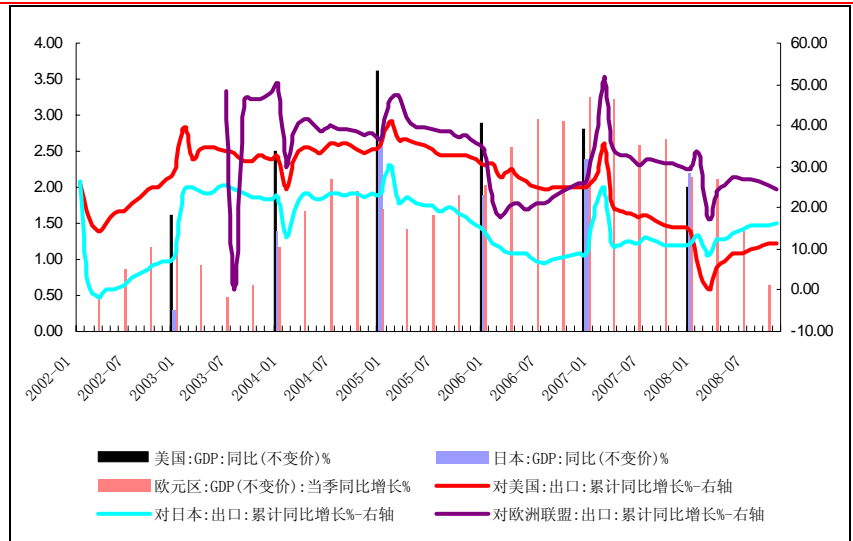
2. 除 LIBOR 外，其余均为同比数据

3. IMF 数据来自其 11 月 6 日公布的最新一期 WEO

数据来源：IMF

美、欧洲和日本的经济基本面对我国对其的出口影响较大，在 2009 年这些发达经济体增长普遍下滑的预期下，外需放缓导致的我国的出口增速下降。我们预计，我国对美、欧洲和日本的出口增速将分别下滑至 6%、8% 和 4%。

图 6 我国对发达经济体的出口受其经济基本面影响较大



数据来源: Wind 上海证券研究所

欧美市场的需求剧减，导致我国出口大幅减少。今年前三季度，我国外贸出口同比增长 22.3%，回落 4.8 个百分点。尤其是一些大宗商品出口增长放慢，对美出口增长明显减速。广东同期出口增长仅为 13.5%，远低于全国平均水平，而深圳的一般贸易增长首次出现负 1.5 的增长率。出口增速的放缓已经严重影响到我国的以加工贸易为代表的外向型企业。国家发改委中小企业司统计表明，2008 年上半年全国有 6.7 万家规模以上的中小企业倒闭。

我国家电行业对外依存度较高。中国家电协会数据显示，我国空调器、微波炉、空调压缩机的产量分别占全球的 80%、80%、75%；电冰箱、洗衣机、冰箱压缩机生产规模均占全球的 40%。

受国际经济形势、汇率等因素的影响，我国的家电出口增速明显放缓。据海关统计，2008 年 1~9 月份，我国家电累计进出口总额达 301.1 亿美元，同比增长 17.3%。其中：出口 281.7 亿美元，同比增长 17.6%，占全国出口总额的 2.62%，但出口增速比去年同期下降近 10 个百分点。

从主要家电产品出口量看，部分产品的出口量出现同比下降或者增长幅度减小。如空调在 9 月份出口 112.7 万台，同比下降了 16.7%；1~9 月累计出口 2,943.7 万台，同比仅增长了 1.9%，增幅远低于去年同期的 20.2%。冰箱在 9 月份出口 143.2 万台，同比增长 1.8%；1~9 月累计出口 1,293.1 万台，同比增长 4.0%，增幅也低于去年同期的 10.5%。

表 2 2008 年 9 月我国家电产品出口量情况 单位：万台

产品类别	当月出口量	当月数量同比	累计出口量	累计数量同比	累计产量	累计出口量占产量比例
洗衣机	132.6	7.2%	1,136.8	15.4%	3,000.6	37.8%
冰箱	143.2	1.8%	1,293.1	4.0%	3,735.5	34.6%
空调器	112.7	-16.7%	2,943.7	1.9%	7,060.7	41.7%
彩电	536.9	9.7%	3,558.8	18.0%	6,502.5	54.7%

数据来源：国家统计局 海关总署

从各种家电产品的出口额来看，9 月份空调的出口额同比小幅下跌，其它产品的当月出口额和累计出口额均保持增长，但洗衣机和彩电的月度出口额增长有放缓的趋势。

表 3 2008 年 9 月我国家电产品出口额情况 单位：亿美元

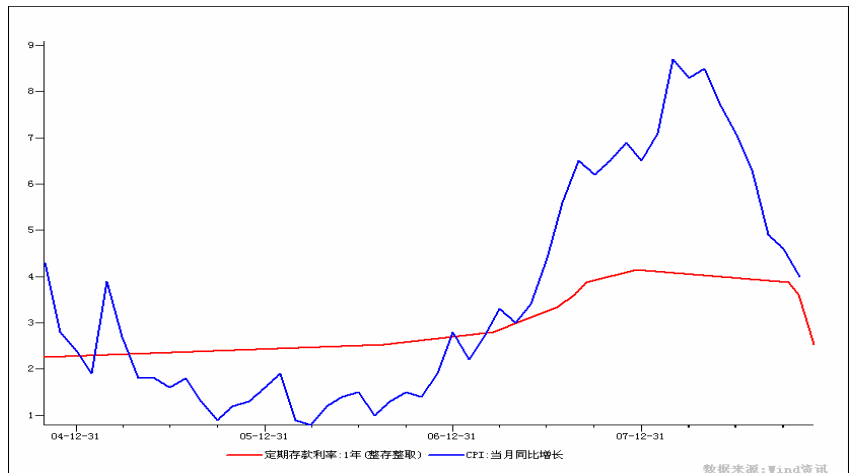
产品类别	当月金额	当月金额同比	累计金额	累计金额同比
洗衣机	1.85	23.4%	14.60	27.9%
冰箱	2.23	12.3%	17.96	10.2%
空调器	2.68	-0.9%	57.12	17.0%
彩电	11.52	20.5%	78.42	35.54%

数据来源：国家统计局 海关总署

4、内需增长放缓

2008 年 10 月，我国的 CPI 在宏观调控和全球经济不景气等因素影响下继续回落。10 月份 CPI 较上年同期增长 4.0%，低于 9 月份的 4.6%，再创今年最低月度增速。不过大幅回落的 CPI 仍未改变我国连续第 23 个月陷入实际负利率的现实。负利率促使消费者出于对手中货币购买力下降的恐惧而减少不必要的支出，造成实际消费需求的减弱。同时，远高于普通消费者承受能力的房地产价格和今年以来大幅下跌的股市都降低了国内消费者的消费意愿。

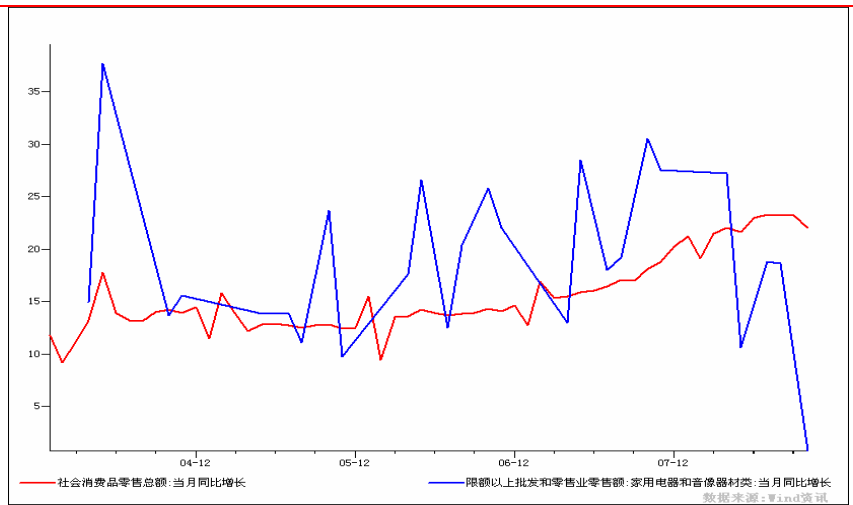
图 7 我国 CPI 和一年期定期存款利率



数据来源: WIND

根据国家统计局 11 月 12 日公布的数据, 2008 年 10 月, 我国的零售额较上年同期增长 22.0%, 增速低于 9 月份的 23.2%。10 月份的家用电器和音像器材类零售额同比增长率大幅下跌至 0.8%。国内经济景气度下滑、消费者消费意愿减弱等因素都影响了对家电的需求, 家电内销增长正在放缓。

图 8 我国社会消费品零售总额与家用电器零售额增长率



数据来源: WIND

二、2009 年我国家电行业发展趋势

1、扩大“家电下乡”政策刺激农村家电消费

1.1、2009 年 2 月 1 日开始全国推广“家电下乡”

根据财政部、商务部于 2008 年 10 月 13 日发布的《家电下乡推广工作方案》，实施家电下乡的地区从 2007 年 12 月开始实施家电下乡的山东、河南、四川三省扩大到山东、河南、四川、内蒙古、辽宁、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西和大连、青岛 14 个省、自治区、直辖市及计划单列市。根据国家统计局的数据，截至 2006 年底，这 14 个省市的农村人口数总和达到了 3.93 亿，约占我国农村人口总数的 54%，其中山东、河南和四川三省所覆盖的农村人口为 1.67 亿，约占全国农村总人口 22%。从 2008 年 12 月 1 日开始，将新增 11 省市推广家电下乡政策，能够享受家电下乡优惠政策的农村人口将增长 135%。

表 4 家电下乡推广地区农村人口数量

时间	地区	农村人口数(万)	总计(万)
2007 年 12 月 ~ 2011 年 11 月	山东	5,017.55	16,727.00
	河南	6,342.42	
	四川	5,367.03	
2008 年 12 月 ~ 2012 年 11 月	内蒙古	1,231.10	22,544.87
	黑龙江	1,777.70	
	辽宁	1,751.54	
	湖北	3,199.47	
	湖南	3,887.01	
	安徽	3,843.19	
	广西	3,087.34	
	陕西	2,273.87	
重庆	1,496.66		
2009 年 2 月 ~ 2013 年 1 月	全国其他地区	33,478.13	33,478.13
合计		73,742.00	

数据来源：国家统计局（2006） 上海证券研究所整理

11 月 30 日，财政部、商务部、工业和信息化部联合在北京召开全国推广“家电下乡”工作会议，部署在全国推广“家电下乡”工作。三部门联合宣布，当前经济形势下，为了扩大国内需求，改善民生，拉动消费带动生产，促进经济平稳较快增长，将在全国全面推广“家电下乡”工作。从 2009 年 2 月 1 日起在全国全面推广“家电下乡”，

其他的 22 个省（区、市）及新疆生产建设兵团，从 2009 年 2 月 1 日起，执行到 2013 年 1 月底。

1.2、增加洗衣机扩大退税产品覆盖范围

此次推广的下乡产品在原有的彩电、手机、冰箱（冷柜）的基础上增加了洗衣机。根据此次家电下乡推广产品（洗衣机）项目的招标文件，洗衣机的招标价格不高于 2,000 元（终端零售最高限价）。由于此次推广活动新增了洗衣机，国内洗衣机行业制造企业如青岛海尔、小天鹅和荣事达等都有可能受益。

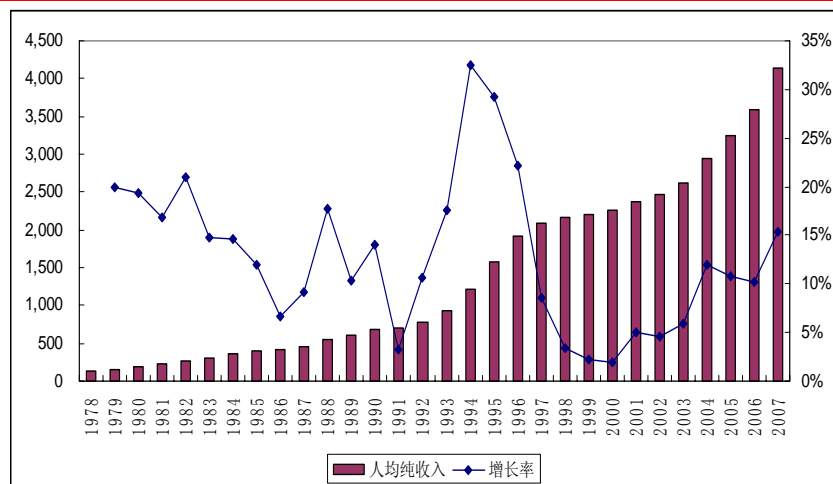
1.3、加大“家电下乡”推广力度将刺激农村家电消费需求

此次家电下乡推广活动对实施地区农民购买财政补贴家电下乡产品，国家财政比照出口退税率，直接补贴农民消费者。彩电、冰箱（含冰柜）、洗衣机、手机均按产品销售价格的 13% 给予补贴。补贴资金由中央财政和省级财政共同负担，其中，中央财政负担 80%，省级财政负担 20%。实施地区农民每户每类产品最多可购买一台（件）。

财政补贴家电下乡政策，是一项重大的支农惠农政策，是国家财政资金支持的重点由投资、出口扩展到消费领域的一项重大创新。实施家电下乡，将家电产品出口的优惠政策直接补给我国的广大农民，降低农民的消费支出成本，在增强农民消费能力的同时，提高农民的生活水平。

根据国家统计局的数据，2007 年，我国农村居民家庭人均年纯收入为 4,140.40 元。根据十七届三中全会提出的到 2020 年农民人均纯收入比 2008 年翻一番估算，到 2020 年，我国农民人均纯收入将超过 9,500 元，这相当于 2004 年我国城镇居民家庭人均可支配收入的水平。

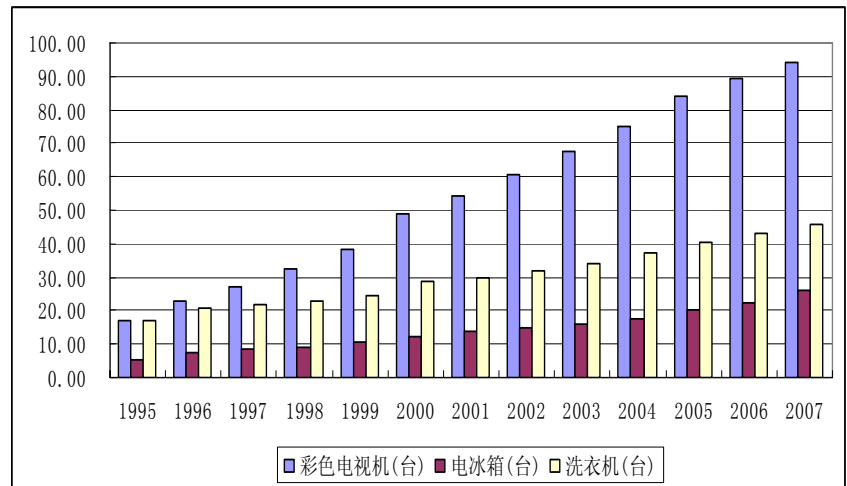
图 9 我国农村居民家庭人均年纯收入及增长率



数据来源：国家统计局

2004年，我国城镇居民家庭平均每百户的彩色电视机、电冰箱和洗衣机的拥有量分别为133.44台、90.15台和95.90台。我们保守估算到2020年，我国农村居民家庭的彩电、电冰箱和洗衣机的拥有量为2004年城镇居民家庭拥有量的80%。

图 10 我国农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量



数据来源：国家统计局

我们以农村1.8亿户估算，至2020年，我国农村家庭新增彩色电视机、冰箱、和洗衣机的数量为2,227万台、8,280万台、5,540万台。我们认为，我国农村未来对家电的需求量增长最大的为冰箱，其次为洗衣机。四川省的家电下乡产品销售数据也表明冰箱的需求量最大，占销售产品总量的55%。

表 5 我国农村每百户家电拥有量 单位：台

时间	地区	收入 (元)	彩电 (每百户拥有量)	冰箱 (每百户拥有量)	洗衣机 (每百户拥有量)
2004年	城镇	9,421	133.44	90.15	95.90
2007年	农村	4,140	94.38	26.12	45.94
2020年 (预测)	农村	9,500	106.75	72.12	76.72
增量	农村	5,360	12.37	46.00	30.78

数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

“家电下乡”是在全国推广，是认真贯彻落实党中央、国务院宏观调控重大决策，促进经济平稳较快发展的迫切需要。既有利于增强消费对经济增长的拉动作用，也有利于改善农民生产生活条件，促进社会主义新农村建设。同时，对于建立健全农村现代流通体系，缓解家电及相关产业的困难，促进产业结构调整与升级也具有重要意义。

“家电下乡”工作自2007年12月试点以来取得了明显成效。截

至 2008 年 10 月底，共销售财政补贴家电下乡产品超过 350 万台，与去年同期比较，家电销售量增长 40%。据测算，财政补贴家电下乡政策实施四年，可实现家电下乡产品销售 4.8 亿台，拉动家电消费 6,200 亿元，其他消费支出 3,000 亿元，累计拉动消费 9,200 亿元。

2、结构调整应对需求下降的影响

由于受国际经济增势减弱、家电行业出口下滑及国内销售不旺等因素的影响，我国家电行业的景气度正在下降，部分家电产品出现供过于求、库存增加等现象。从我国家电行业近 20 年的发展历史看，内部的结构调整历来是家电行业度过难关的重要手段。2009 年，我国家电行业必将继续深化结构调整，以应对内外需求的不足。

2.1、产品结构升级

各项家电新标准的出台和家电消费需求的多元化等因素都在推动了我国家电产品结构升级，高效、节能、环保成为家电产品的发展趋势。

自 2008 年 9 月 1 日变频空调能效标准实施以来，美的、格力、海尔等品牌纷纷布局变频空调市场。随着众多空调品牌介入变频领域，变频空调的销量逐渐放大已成为必然趋势。2009 年，我国将提高定频空调的能效等级，新的空调能效国家标准的入门等级将从原来的五级提高到三级或是二级，能效不达标的空调将被退市，高效节能空调将成为市场主流。

冰箱的一、二级市场产品结构升级明显，多开门、大容量、时尚的外观设计的冰箱产品销售比例不断提高。另外，洗衣机行业也在重点发展大容量、智能化、节水和静音波轮式全自动洗衣机和滚筒式洗衣机。得益于平均价格的下跌和三、四级市场的启动，液晶电视在国内市场发展迅速，2008 年前三季度零售额达到 577 亿元，同比增长 47%。

2.2、行业集中度将继续提高

家电行业景气度下降会使一些规模小，经营管理不善的企业面临更大的困境。这些企业破产或者退出市场是优胜劣汰、产业升级与结构调整的必然。中小企业退出的会继续提高行业集中度，有利于优化家电行业龙头企业的生产和经营环境，进而促进行业产业结构的优化。

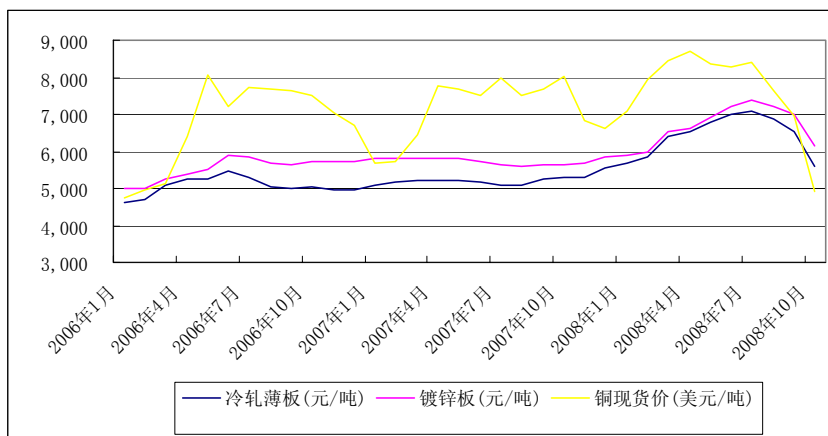
国内家电行业龙头通过兼并收购实施产业布局调整和加快行业整合。如美的电器（000527）在收购荣事达后，今年又收购小天鹅（000418）24.01%的股权，成为控股股东，公司的洗衣机产品规模和

综合技术能力得以大幅提高。我国家电行业只有通过兼并收购，逐步建立几个年销售额千亿元以上的大型企业集团，形成以著名品牌为龙头、一批与整机企业协作配套的零部件专业化企业为基础的生产体系，我国才能从一个家电制造大国发展成家电制造强国。

3、原材料价格出现回落有利于缓解成本压力

空调、冰箱、压缩机等产品是家电业内钢材和铜消费的主要领域。由于我国已经成为世界家电制造基地，我国的家电业也成为是全球大宗原材料市场的重要买家。前几年，由于国际大宗原材料价格大幅上升，我国家电制造业遭受了巨大的原材料成本压力。从 2008 年下半年开始，国际大宗商品价格出现大幅下跌，到 10 月份底，国内冷轧板和镀锌板的价格分别跌至 5,606 元/吨和 6,160 元/吨，环比分别下跌 14.07% 和 12.04%；LME 的现货铜价也到 4,895 美元，环比下跌 29.82%。原材料价格的下降有利于家电行业降低生产成本，制定更有弹性的产品价格体系。

图 11 家电制造业主要原材料价格走势



数据来源：聚源数据

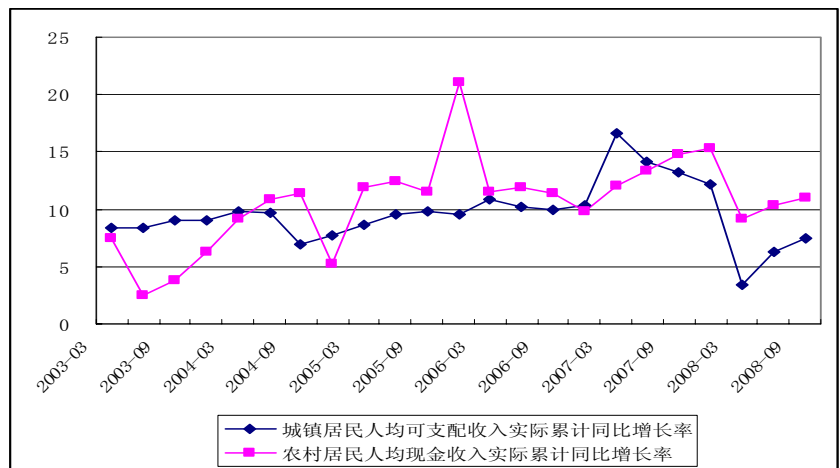
4、我国家电行业中长期发展平稳

近来随着国内外经济增长放缓，我国通过放松货币政策、采取扩张性财政政策来刺激消费。9 月末以来，中国 3 次下调存款利率，并在 10 月初取消了征收近 9 年的利息税，鼓励消费政策意图十分明显。我国将会继续推出鼓励居民消费的政策，如财政部提出将进一步研究实施扩大消费的财税政策，提高所得税起征点等增加居民消费能力。

财政部、商务部、工业和信息化部 11 月 30 日联合宣布，从 12 月 1 日起将“家电下乡”实施范围扩大到 14 个省区市，并从明年 2

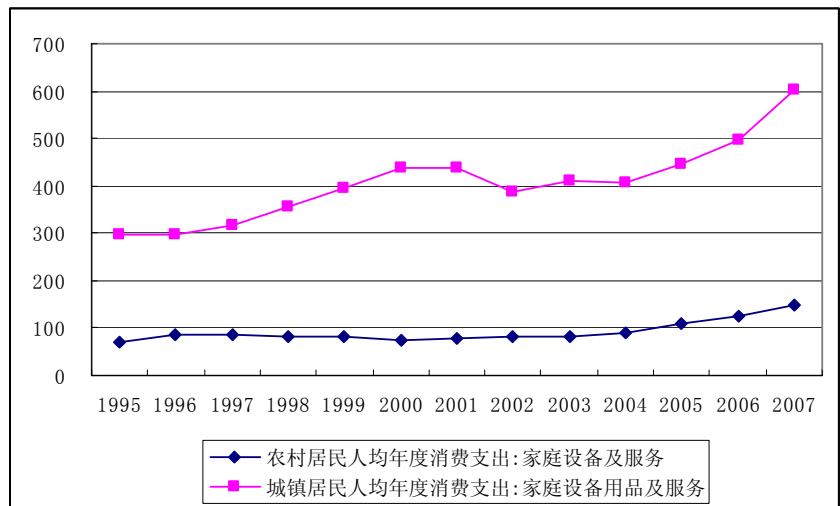
月 1 日起在全国全面推广，各地实施时间统一暂定为四年。实施这一政策的目的是用四年左右时间基本使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平，使城乡家电普及率差距由目前的近 20 年缩小到 10 年，同时优势企业可基本形成以农村市场为导向的家电生产和流通体系。面对世界金融危机给我国经济运行带来的挑战，在全国推广“家电下乡”，对农民购买家电实行财政补贴，是我国扩大内需尤其是挖掘农村消费市场潜力、缓解家电行业困境、确保经济平稳较快发展的一项重要措施。

图 12 我国城镇和农村居民收入同比增长率



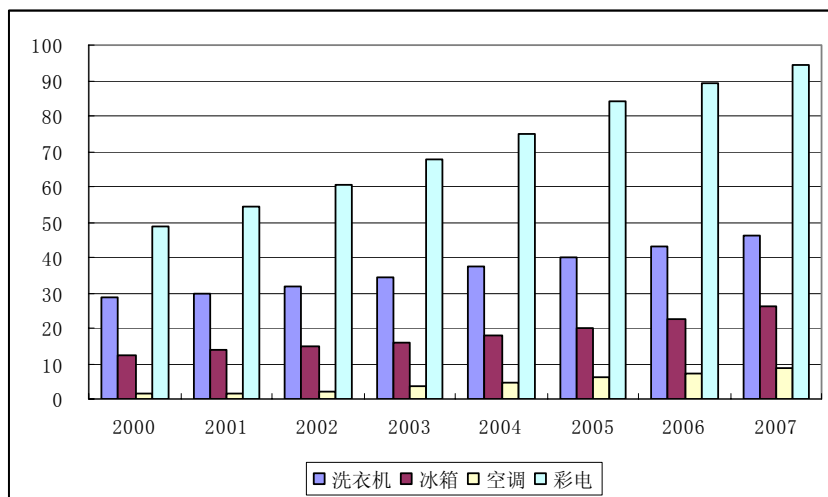
数据来源：国家统计局

图 13 居民人均家庭设备用品及服务支出



数据来源：国家统计局

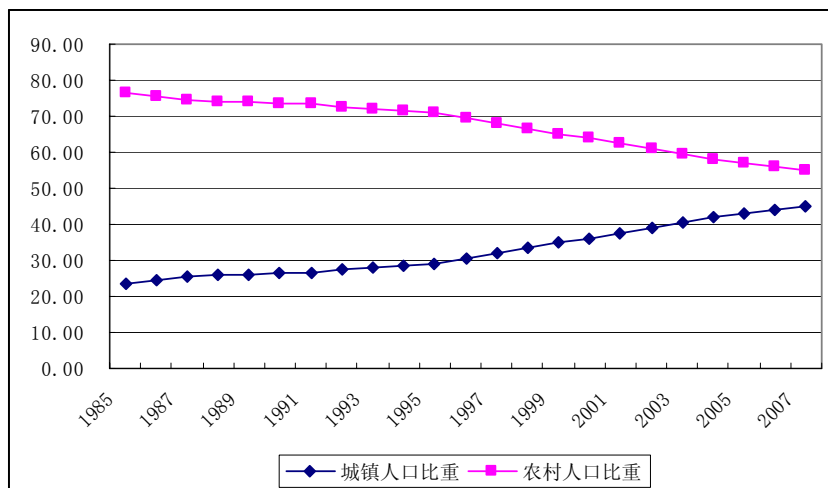
图 14 农村居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量 单位：台



数据来源：国家统计局

根据国家统计局的数据，2007 年末我国城镇人口占总人口的比例达到 44.94%，比上年提高了 1.04 个百分点。随着经济迅速增长，我国城市化率近 10 多年由 20% 增至 40%，走过了英、美等国百年以上的历程，而且至今增长势头不减，这主要是由于农村人口大量流入城市和城市建设保持大量投入。预计到 2020 年，我国城镇化率将达到 50% 至 55%，到 2050 年可能达到 60% 至 70%。“十一五”时期我国城镇化进程将一直保持快速推进的势头。城镇化的快速推进，必然带来更多的消费需求，构成“十一五”内需快速扩大的主要来源，也是经济快速增长的强大动力。

图 15 我国的城镇化率

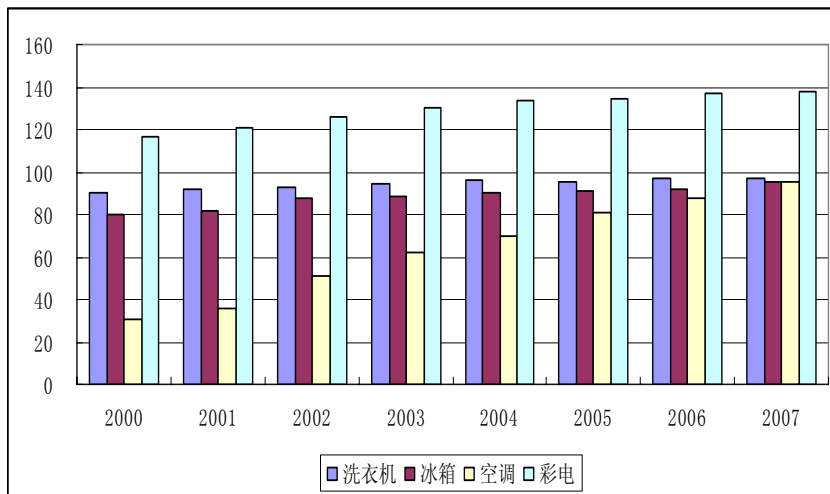


数据来源：国家统计局

随着城镇居民收入水平、生活品位的提高和消费观念的转变，家电消费趋向于品质消费，价格高低不再是消费者购买家电的决定性因

素。城镇居民的家电消费正在升级，把品牌、品质和时尚的外观造型作为选择家电的重要指标，这在一定程度上加快了家电产品的更新换代速度和促进了家电销售。

图 16 城镇居民家庭平均每百户耐用消费品拥有量 单位：台



数据来源：国家统计局

由于美国、欧洲等发达国家经济的经济衰退，2009 年我国的家电出口将面临更大的挑战。原材料价格下降、提高出口退税率和人民币升值放缓能在一定程度上促进我国家电的出口。虽然目前的家电行业内需出现波动，但我们对中长期的家电内需增长仍有信心。我国实施的积极财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的措施扩大国内需求；全面实施增值税转型改革，鼓励企业设备投资；提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平，努力扩大消费，促进经济平稳。扩大内需已经成为当前经济工作中的重中之重。我国的城镇化进程的推进、居民收入水平的提高、住房条件的改善；能效及环保标准带来的产品更新换代；全面实施“家电下乡”，扩大农村家电消费，都能促进家电的内销。在面临行业景气度短期下滑时，我国的家电业也能通过兼并收购、实施内部结构调整，继续提高行业集中度。只有真正具有竞争优势的企业才能抵御行业寒流，迎来更大的发展空间。因此，我们认为，我国家电行业的中长期发展趋势仍将保持平稳，不会出现大起大落。

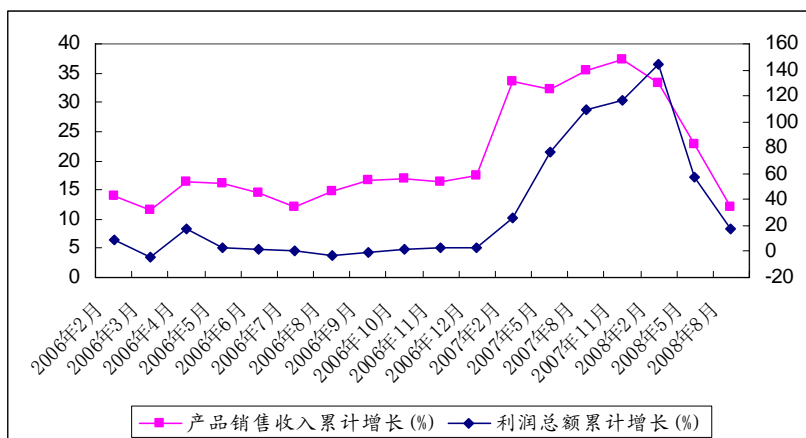
三、家电子行业：扩大内需和结构调整驱动增长

1、空调：行业有望回暖、龙头企业优势明显

1.1、收入和利润增长放缓

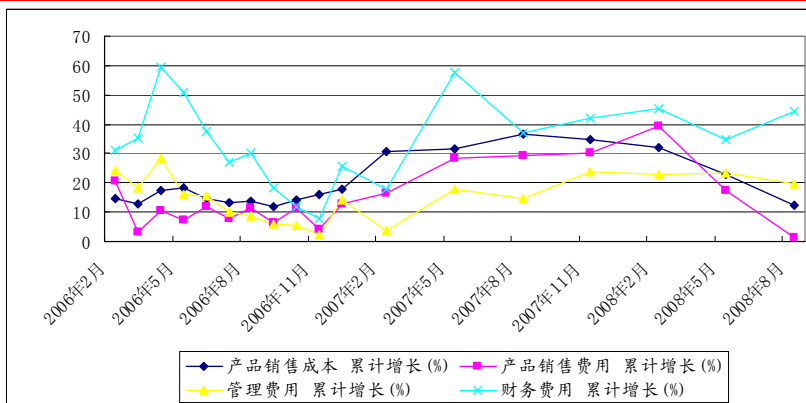
由于受空调内销不旺等因素的影响，我国家用空调行业的收入和利润的增长放缓，根据国家统计局的数据，2008年1~8月，我国家用空调行业共实现销售收入1,690.31亿元，同比增长12.20%；实现利润总额62.21亿元，同比增长18.03%。产品销售成本为1,461.24亿元，同比增长了12.57%，略高于收入增速；同时，管理费用和财务费用同比分别增长了19.86%和44.40%，也高于收入增速；但产品销售费用同比仅增长了1.17%，远低于收入的增长幅度。

图 17 我国家用空调制造行业收入和利润总额增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

图 18 我国家用空调制造行业成本和期间费用增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

1.2、城镇化和内需仍将维持空调内销稳定增长

目前，由于消费能力的提升，空调已经成为我国城镇居民的生活

必需品，据中经网统计数据，2006 年中国城镇家庭每百户空调保有量为 87.79 台，而发达国家平均每户空调保有量都超过一台。随着我国加快城市化进程，国家三农政策的支持下的农民生活水平的提高，空调内销市场仍有较大发展空间。

1.3、实施新能效标准将加快行业整合，提高行业集中度

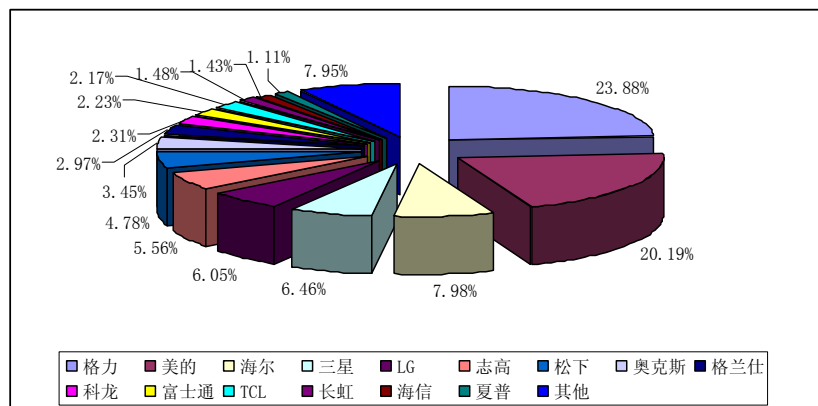
实施新的能效标准将是我国空调业在新冷冻年度最大的挑战，虽然到目前为止，仍没有确定是二级还是三级为空调国家新能效标准入门级，但 2009 年提高空调能效国家标准的已定。新的空调能效国家标准的入门等级将从原来的五级提高到三级或是二级，能效不达标的空调将被退市。虽然各厂商已有二级以上空调产品销售，但国内空调四、五级能效的数量达总空调数的 70% 左右。提高能效等级后，空调生产厂商不经要调整生产线和零部件的采购，而且要处理低能效产品的库存。

新能效标准的实施将使得高耗能空调产品退市，将引发新一轮的空调行业洗牌，一些创新能力和成本管理能力强，不具备整体实力和差异化优势的企业将被淘汰出局。而格力、美的和海尔等强势品牌将继续主导我国空调市场，市场占有率将继续提高。

1.4、行业有望回暖、龙头企业优势更加明显

2008 年，由于受到国内外经济形势、自然灾害等负面因素的影响，我国空调行业总体增长放缓。但由于部分中小企业退出空调市场，空调行业龙头的市场占有率继续上升。从 2008 年 1~9 月的总销量看，格力的市场份额从去年同期的 21.22% 提高到 23.88%，美的的市场份额从去年同期的 19.38% 提高到 20.19%。

图 19 2008 年 1~9 月我国家用空调市场总销量分布情况



数据来源：中华商务网

可以看出，在行业运行环境恶化，行业增长放缓时，空调行业中的龙头公司的竞争优势并没有削弱，反而优势更加明显。

2009 年，新能效标准的实施，将加速空调行业的整合，部分竞争力不足的空调企业将陷入困境，甚至被淘汰出局，空调企业数量进一步减少。节能、环保、变频空调有望在 2009 年获得较大发展。新能效标准的实施，将提升空调销售价格，预计 2009 年空调产品价格整体上将出现 10~15% 的提升。如果空调市场能够顺利接受高效节能空调，生产企业能有效的控制生产成本，我国家用空调行业在 2009 年有望回暖，格力、美的和海尔等企业将延续良好的增长趋势。

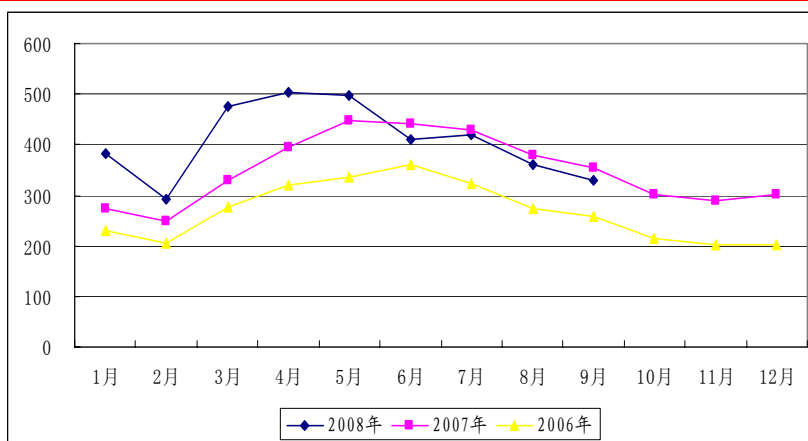
2、冰箱：中高端产品增长加快、“家电下乡”促进农村消费

2.1、冰箱内销趋于平稳

根据国家统计局的数据，2008 年 1~9 月，我国累计生产冰箱 3,678.51 万台，同比增长 11.46%；累计销售冰箱 3,619.83 万台，同比增长 10.20%，其中国内销售 2,305.45 万台，同比增长 14.18%；出口 1,044.79 万台，同比增长 5.32%。

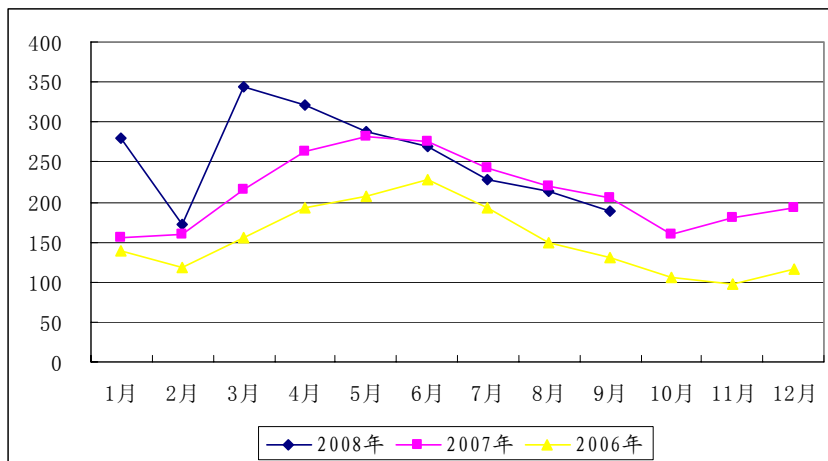
虽然 2008 年 1~9 月，冰箱的产量、销量和内销量的增长率都在 10% 以上，但这主要是由于 1~4 月份，冰箱内销同比增长了 40.66%，从 5 月份开始，冰箱内销的增速明显放缓，6 月份开始出现负增长。由于国庆黄金周和冰箱企业加大了促销力度，从 10 月份开始，冰箱的内销止跌企稳，同比增长了 1.62%。

图 20 我国近年冰箱产量情况 单位：万台



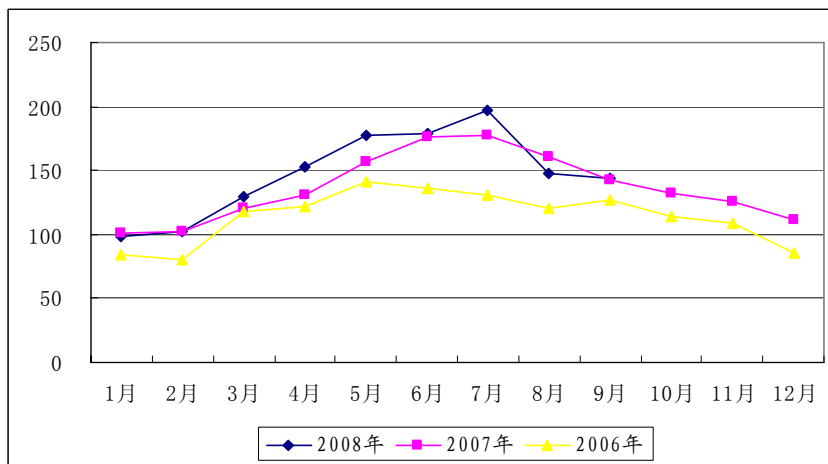
数据来源：中华商务网

图 21 我国近年冰箱内销情况 单位: 万台



数据来源: 中华商务网

图 22 我国近年冰箱出口情况 单位: 万台



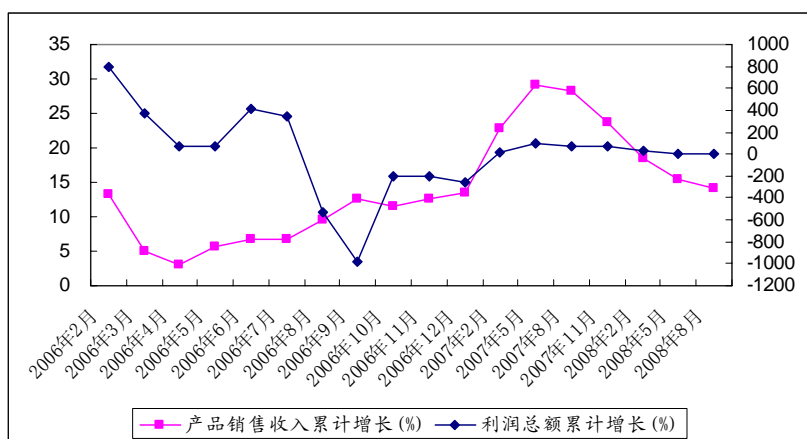
数据来源: 中华商务网

2.2、行业增长速度放缓

根据国家统计局的数据, 2008年1~8月, 我国家用制冷行业共实现销售收入1,088.15亿元, 同比增长14.16%; 实现利润总额28.84亿元, 同比增长3.24%。产品销售成本为927.18亿元, 同比增长了13.88%, 低于收入增速; 但产品销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长了15.58%、22.32%和44.90%, 都明显高于收入增速。

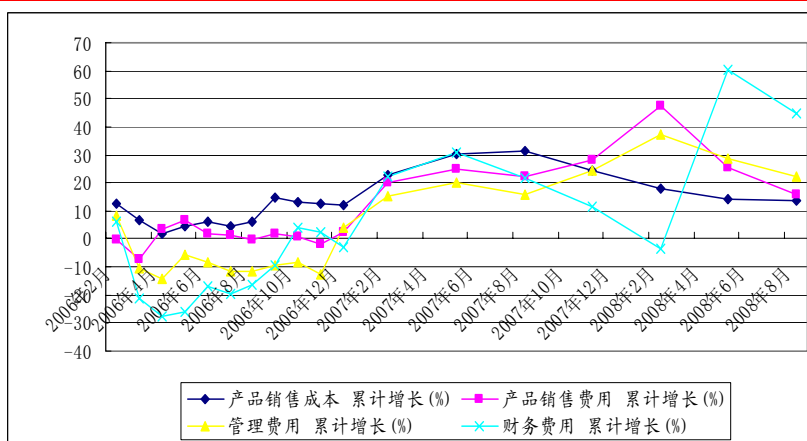
从今年5月份开始, 冰箱行业的增长速度明显放缓, 2008年1~8月, 收入增速比上年同期下降14.20个百分点, 利润总额增速比上年同期下降66.25个百分点。

图 23 我国家用制冷制造行业收入和利润总额增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

图 24 我国家用制冷制造行业成本和期间费用增长情况



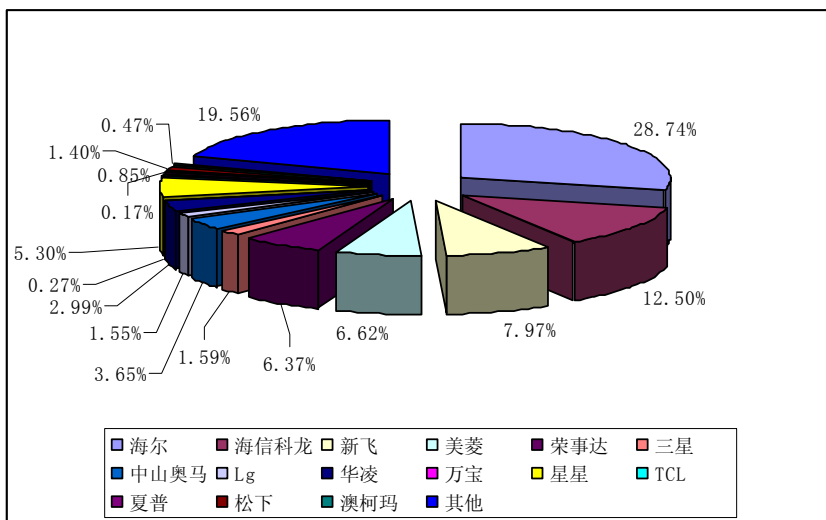
数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

2.3、中高端产品增长加快、行业集中度进一步提高

根据中怡康的数据，2008 年前三季度累计，三门冰箱的零售量和零售额市场份额分别是 10.3%和 17.8%，与去年同期累计相比分别增长了 37.66%和 34.77%；多门冰箱零售量和零售额市场份额分别为 0.4%和 1.4%，与去年同期累计相比分别增长了 249.15%和 232.04%；对开门冰箱零售量和零售额市场份额分别为 3.2%和 10.8%，与去年同期累计相比分别增长了 34.49%和 57.03%。三门、多门和对开门冰箱的零售额总计达到 30%。由此可见，中国的冰箱消费市场整体趋向高端。三开门、多门和对开门冰箱销售量的大幅增长迎来了中国冰箱的高端增长时代。

根据国家信息中心发布的调查数据，2008 年，我国冰箱行业的品牌集中度进一步提高。2008 年 1~8 月，前十名销售量占有率为 89.07%，比去年同期提高了 3.8 个百分点，而前三位占有率提高了 7.19 个百分点。

图 25 2008 年 1~9 月我国家用空调市场总销量分布情况



数据来源：中华商务网

2.4、中高端产品和“家电下乡”成为行业增长的双引擎

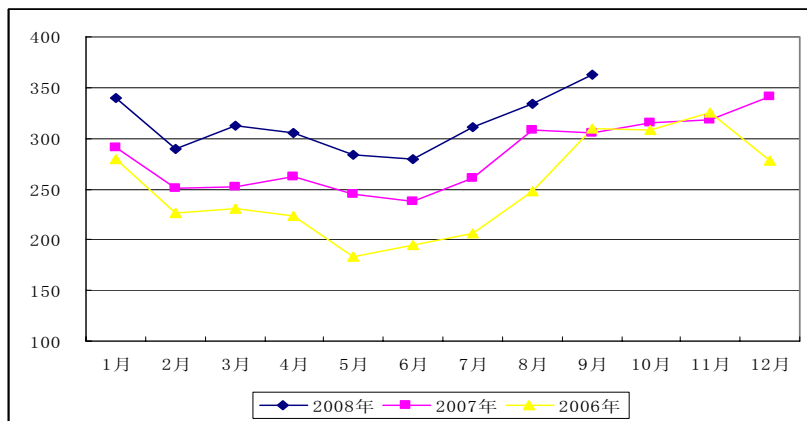
我国的冰箱行业在经历了从07年下半年到08年一季度的爆发式增长后，从08年5月份开始，经历了近半年的调整期。明年，全球经济的放缓将影响我国冰箱的出口，但我国冰箱行业有望通过产品升级换代，提高中高端产品的销售比重，进一步提升产品均价。同时，在我国三、四级市场及农村市场，冰箱保有量相对较低。我国将在2009年2月1日开始在全国全面推广“家电下乡”活动，将带动农村市场的消费需求，农民的持续性增收将潜在需求转化为现实的消费行为，会引发冰箱的三、四级市场的放量增长。中高端产品和“家电下乡”将成为促进我国冰箱行业增长的双引擎。

3、洗衣机：内销带动行业稳定增长

3.1、内销增长平稳

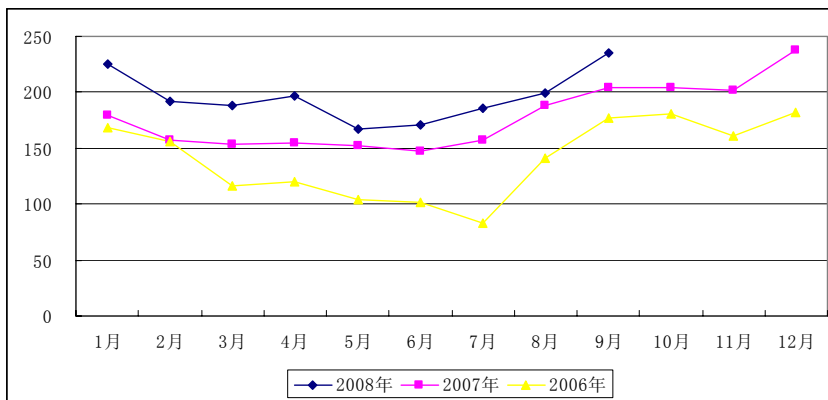
2008年1~9月，我国累计生产洗衣机2,818.1万台，同比增长16.70%；销售2,812.9万台，同比增长16.95%，其中内销1,759.7万台，同比增长17.87%；出口1,053.2万台，同比增长15.45%。从月度数据看，我国洗衣机的内销增长较快，除5月份同比增长5.9%外，其他的几个月的增速都保持在二位数。

图 26 我国洗衣机产量情况 单位: 万台



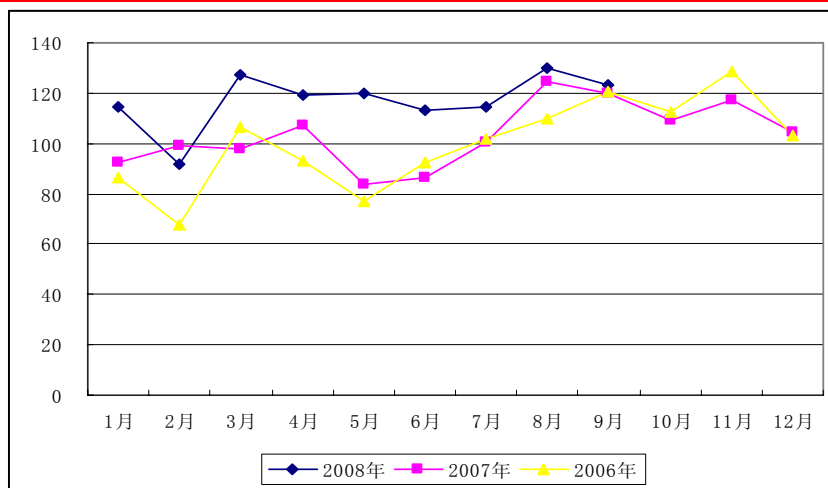
数据来源: 中华商务网

图 27 我国近年洗衣机内销情况 单位: 万台



数据来源: 中华商务网

图 28 我国近年洗衣机出口情况 单位: 万台

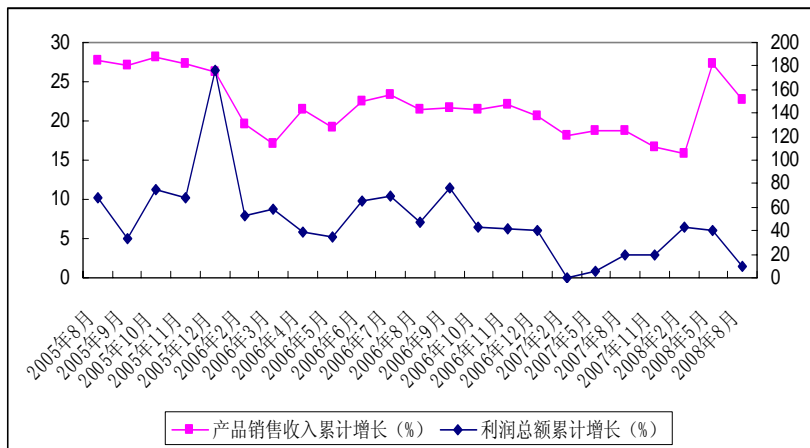


数据来源: 中华商务网

根据国家统计局的数据, 2008年1~8月, 我国家用清洁卫生电器行业共实现销售收入 326.04 亿元, 同比增长 22.63%; 实现利润

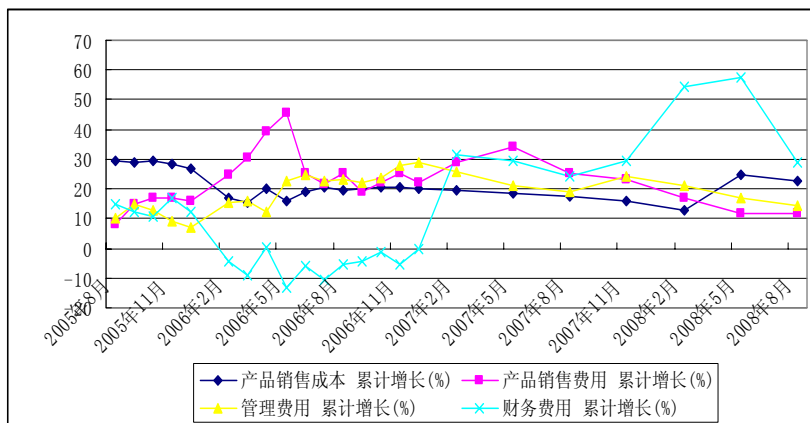
总额 10.58 亿元，同比增长 9.59%。产品销售成本为 266.78 亿元，同比增长了 22.46%，基本和收入增速持平；产品销售费用、管理费用和分别同比增长了 11.61%、14.09%，低于收入增速；但财务费用同比增长了 28.95%，明显高于收入增速。

图 29 家用清洁卫生电器具行业收入和利润总额增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

图 30 家用清洁卫生电器具行业成本和期间费用增长情况

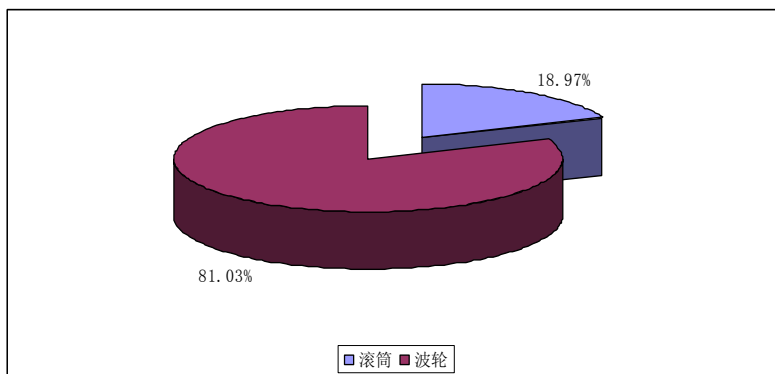


数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

3.2、高端洗衣机占比提高

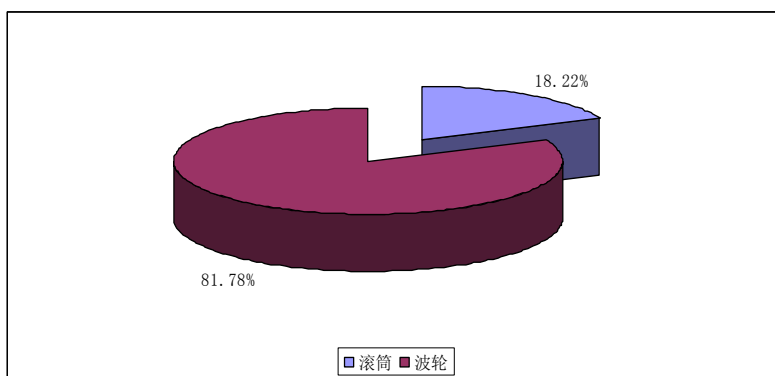
面对来自外部经济因素的影响，我国洗衣机行业各生产企业纷纷推出新的高端产品，来消化人民币升值、原材料和劳动力成本大幅增加等压力。今年 1~9 月，三星、夏普、合肥三洋、西门子和松下等外资品牌洗衣机销量增幅较大，这些生产企业的产品以高端洗衣机为主，在高端滚筒和波轮洗衣机市场占有相当的份额。定位于高端的滚筒洗衣机的销售比例也出现小幅攀升。今年 1~9 月，滚筒洗衣机共销售 533.6 万台，同比增长 21.80%，占洗衣机销售总量的 18.97%，同比提高 0.75 个百分点。

图 31 2008 年 1~9 月我国洗衣机销售产品特征



数据来源：中华商务网 上海证券研究所整理

图 32 2007 年 1~9 月我国洗衣机销售产品特征



数据来源：中华商务网 上海证券研究所整理

3.3、行业增长前景乐观

我国洗衣机业的发展一直处于一个相对平稳的环境，以海尔、小天鹅、荣事达等企业为代表的洗衣机企业占据了国内洗衣机市场主要份额。2008 年我国洗衣机行业受国内外的经济形势的影响程度较小，保持了持续稳定的发展态势，内销和出口均有较大的增长，市场需求呈现出多层次和多元化，产品升级趋势明显。由于洗衣机已被列入“家电下乡”优惠产品范围，随着我国“家电下乡”在全国的全面推广，农村市场对中低端洗衣机产品的需求将被激活。综合来看，明年我国洗衣机行业的增长前景比较乐观。

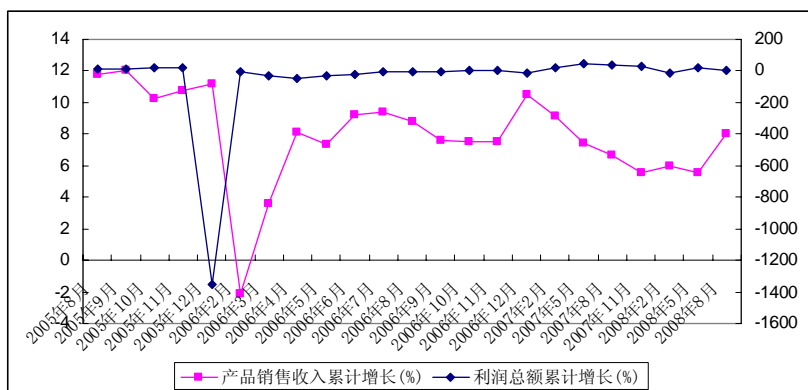
4、彩电：液晶电视高速增长，但竞争将加剧

4.1、收入和利润保持稳定

根据国家统计局的数据，2008 年 1~8 月，我国家用影视设备制造行业共实现销售收入 1,764.46 亿元，同比增长 8.02%；实现利润总额 31.88 亿元，同比增长 5.35%。产品销售成本为 1,555.98 亿元，同

比增长了 6.62%，略低于收入增速；但产品销售费用、管理费用分别同比增长了 13.44%、22.07%，高于收入增速；而财务费用出现较大幅度的下跌，同比下降了 18.46%。

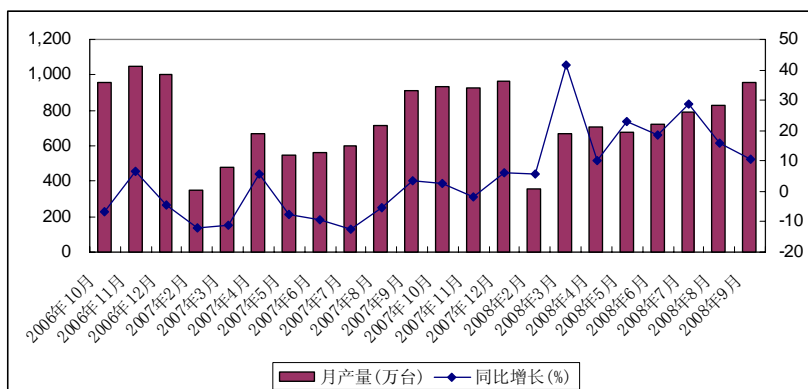
图 33 我国家用影视设备制造行业收入和利润总额增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

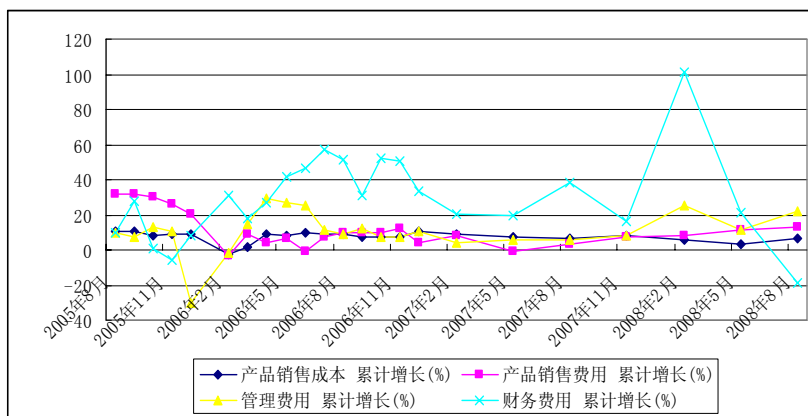
根据国家统计局的数据，2008 年 1~9 月，我国累计生产彩电 6,502.51 万台，同比增长 16.60%；销售 6,455.30 万台，同比下降 0.67%，其中出口彩电 3,656.00 万台，同比增长 14.10%。今年以来，我国以液晶电视为主的平板电视的快速增长抵消了 CRT 下滑对行业规模的影响，使彩电行业的收入和利润保持稳定，并出现小幅的增长。

图 34 我国近年彩电产量情况 单位：万台



数据来源：国家统计局

图 35 我国家用影视设备制造行业成本和期间费用增长情况



数据来源：国家统计局 上海证券研究所整理

4.2、液晶电视出现高增长

我国家庭的彩电保有量超过 3.4 亿台，从 2008 年开始，我国彩电市场将进入更新换代的高峰，更新换代对液晶电视的拉动作用也非常明显。2008 年 1~9 月，我国液晶电视内销总量达到 780 万台，同比增长 54.2%，并追平了 2007 年全年的内销总规模；液晶电视的内销额达到 577 亿元，占彩电总销售额的 62% 以上，与 2007 年同期相比增长了 46.9%。

液晶电视的迅速发展，主要得益于平均价格的快速下滑和三、四级市场的启动。根据奥维咨询的监测数据，三、四级市场液晶电视的比重已达 18%，比 2007 年同期增长 3.5 个百分点。2008 年 1~9 月，液晶电视价格的整体降幅达到 15.6%，特别是大尺寸（40 英寸及以上）液晶电视的价格降幅较大，经过春节、“五一”和奥运行情的三波拉动，整体上下降了 20% 以上。

4.3、09 年液晶电视增长放缓、竞争加剧

虽然我国的液晶电视市场出现了高速增长，但国内彩电企业并没有竞争优势。我国液晶电视的发展受限于上游液晶面板资源，国内液晶电视整机生产企业只能控制价值链的 30% 左右。从 2007 年开始，国内彩电企业开始建设液晶模组生产线，如创维和 LGD 合作的模组厂，三星和 TCL 合作模组厂，海信、康佳自建的模组厂。虽然彩电生产企业把价值链向上延伸到液晶模组，能提高价值控制能力，但仍然不能摆脱境外面板生产商的上游资源垄断。由于三星、索尼、夏普、LG 等日韩品牌通过低价策略大幅度侵占了国产品牌的市场份额，国产品牌在大中型城市的市场恶化，目前没有任何一家国内企业的市场份额超过 10%。

中外液晶电视品牌愈演愈烈的价格战争导致液晶电视价格没有

最低，只有更低。据 ZDC 监测数据显示，2008 年年初液晶电视的市场均价为 10,726 元，9 月液晶电视市场均价历史性的跌破了 1 万元大关。10 月全球金融危机的风暴更是让厂商和家电卖场都感觉到了“寒冬”的来临，大幅压低利润甩卖产品，希望通过这种方式为上游厂家解脱库存压力又向下游消费者让利刺激消费。2009 年降价仍然是液晶电视市场的主旋律，液晶电视均价将跌破 9,000 元关口。虽然降价能刺激消费，但价格下降过快会造成不具备规模和成本优势的国内液晶整机生产企业利润下滑。

2009 年，欧美经济不景气将影响我国液晶电视的出口；国内的房地产市场持续不景气，多数城市的房价呈下跌趋势，房地产的不景气将对我国液晶电视市场产生拖累。海内外需求下降将导致我国液晶电视市场需求增幅放缓，行业整体赢利能力将下降。国内液晶电视整机生产企业由于缺乏竞争优势，将在 2009 年面临严峻的考验。

四、估值分析与投资建议

1、估值分析

与国际市场同类家电行业上市公司样本相比，我国国内市场家电行业上市公司 08、09 年的平均动态市盈率已经接近于国际市场的平均估值水平。

表 6 家电行业国内外市场相对估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			07A	08E	09E	07A	08E	09E
青岛海尔	600690.SS	9.96	0.48	0.65	0.75	20.75	15.32	13.28
美的电器	000527.SZ	19.85	1.05	1.40	1.90	18.90	14.18	10.45
格力电器	000651.SZ	9.85	0.63	0.85	1.00	15.63	11.59	9.85
海信电器	600060.SS	6.70	0.41	0.54	0.76	16.34	12.41	8.82
九阳股份	002242.SZ	41.20	1.35	2.19	2.86	30.59	18.84	14.40
国内市场估值						20.44	14.47	11.36
SEB SA	SK FP	23.44	30.60	3.53	3.65	0.77	6.65	6.42
DAIWA HOUSE INDU	1925 JP	742	1.47	58.93	72.04	505.45	12.59	10.30
NIKON CORP	7731 JP	956	12.36	145.58	133.31	77.38	6.57	7.17
SANYO ELECTRIC	6764 JP	169	0.31	5.40	4.56	554.10	31.30	37.08
RINNAI CORP	5947 JP	3500	9.98	172.92	192.99	350.70	20.24	18.14
NISSHINBO INDS	3105 JP	582	4.14	47.62	55.50	140.55	12.22	10.49
LG HOUSEHOLD & H	051900 KS	141000	39.37	7427.5	9878.5	3581.3	18.98	14.27
ELECTROLUX AB-B	ELUXB SS	66.5	11.73	6.73	6.92	5.67	9.88	9.61
WHIRLPOOL CORP	WHR US	37.77	62.01	5.73	4.74	0.61	6.60	7.97
BLACK & DECKER	BDK US	41.86	61.33	5.23	4.10	0.68	8.01	10.22
SNAP-ON INC	SNA US	34.54	23.82	4.13	4.29	1.45	8.37	8.05

国际市场估值

474.42 12.85 12.70

数据来源: WIND 资讯, Bloomberg 数据库, 上海证券研究所; 相关公司 07EPS 经过除权处理

2、投资评级

2009 年, 全球经济增速放缓和国内房地产行业景气度下降都将影响对家电的需求, 我国家电行业的短期波动不可避免, 但国家推出的“家电下乡”等扩大内需政策和家电行业的内部结构调整都将使我国家电行业在中长期保持平稳发展。综上所述, 我们给予家电行业的投资评级为:

未来十二个月内, 中性。

3、风险因素

2009 年, 全球经济经济增长放缓, 欧美等经济发达国家经济衰退将影响我国家电的出口; 国内以外贸加工为主的中小企业的倒闭将导致失业人数增加、居民收入水平的下降和房地产持续低迷都将导致国内家电消费的下降。

4、重点上市公司推荐

我国家电业的龙头企业在行业波动时加快了整合力度, 竞争优势将更加明显。我国加大推广家电下乡政策的力度, 对冰箱、洗衣机的利好作用最大, 相关上市公司也将直接收益, 我们推荐家电行业中二家综合类家电行业龙头上市公司青岛海尔 (600690) 和美的电器 (000527)。我国的家用空调行业在 2009 年有望回暖, 行业内龙头公司仍将延续良好的增长态势, 我们推荐格力电器 (000651)。

4.1、青岛海尔 (600690)

2008 年前三季度, 公司实现营业总收入 259.65 亿元, 同比增长 9.57%; 实现归属于母公司所有者的净利润 7.51 亿元, 同比增长 47.25%, 实现基本每股收益 0.56 元。

公司前三季度的综合毛利率达到了 22.47%, 比上年同期提高 2.65 个百分点, 这主要是由于公司今年推出了海尔法式对开门、意式三门、卡萨帝系列等冰箱和节能、静音、奥运等系列空调, 中高端产品销售比重的提升和降成本措施的实施, 使公司产品毛利率尤其是冰箱产品毛利率出现较大幅度的提高。

从 2009 年 2 月 1 日开始, 我国将在全国全面推广“家电下乡”政策, 下乡的家电产品在原有的彩电、手机、冰箱 (冷柜) 的基础上

增加了洗衣机。我国加大推广家电下乡政策的力度，对冰箱、洗衣机的利好作用最大。青岛海尔的冰箱在国内市场的销售量占有率达到了27.59%，公司在收购海尔电器的20.01%的股权后，也能从洗衣机业务中获得投资收益，我们认为青岛海尔将直接受益于我国加大推广“家电下乡”政策。

我们预计公司08、09年的基本每股收益为0.65元和0.75元，对应的08、09年动态市盈率为15.32倍、13.28倍，给予公司投资评级为：未来六个月内，跑赢大市。

表 7 青岛海尔 08、09 年盈利预测

至 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2007A	2008E	2009E
主营收入	29,468	38,781	50,089
年增长率 (%)	26.94	31.60	29.16
净利润	643	871	1,003
年增长率 (%)	15.74	35.32	15.14
每股收益 (元)	0.48	0.65	0.75
PER (X)	20.75	15.32	13.28

数据来源：上海证券研究所整理

4.2、美的电器 (000527)

2008年1~9月，公司实现营业收入373.42亿元，同比增长31.17%；实现净归属于母公司股东的净利润12.35亿元，同比增长18.48%，实现基本每股收益0.65元。

2008年上半年，公司完成了对无锡小天鹅股份有限公司(000418.SZ)24.01%的股权收购，成为小天鹅的控股股东，公司的洗衣机产品规模和综合技术能力得以大幅提高。公司的洗衣机业务不仅实现了内生性和外延性增长，而且由于并入报表的小天鹅洗衣机业务的毛利率较高(上半年达到了24.11%)，使公司上半年的洗衣机业务的毛利率同比提高了1.19个百分点，达到了21.19%。如果公司能够有效整合美的、荣事达、小天鹅多品牌资源，把洗衣机业务做大做强，在美的洗衣机生产基地二期和小天鹅新区工业园达产后，将可能威胁到海尔国内洗衣机行业第一的地位。

公司在收购小天鹅后，在空调、冰箱、洗衣机三大白色家电业务确立了国内行业前三的地位，公司将整合现有白电资源，通过增发募集资金项目的建设，做大做强三大白电业务，进一步提高产品的市场份额，顺利实现“352”战略，成为我国乃至全球领先的白色家电企业集团。

我们预计公司08、09年的EPS分别为0.85元和1.00元，动态PE分别为11.59倍和9.85倍，我们给予公司的投资评级为：未来六

个月内，跑赢大市。

表 8 美的电器 08、09 年盈利预测

至 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2007A	2008E	2009E
主营收入	33,297	47,615	58,900
年增长率 (%)	57.28	43.00	23.70
净利润	1,193	1,610	1,891
年增长率 (%)	122.60	34.90	17.70
每股收益 (元)	0.63	0.85	1.00
PER (X)	15.63	11.59	9.85

数据来源：上海证券研究所整理

4.3、格力电器 (000651)

2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 351.12 亿元，比上年同期增长 19.60%；实现归属于母公司所有者的净利润 14.47 亿元，比上年同期增长 86.36%，实现每股收益 1.16 元。公司营业收入保持了较快的增长趋势，并取得了良好的经济效益。

从 2008 年 5 月份，由于受自然灾害和天气的影响，原为旺季的国内空调市场销售低迷。2008 年 1~9 月，我国共内销空调 2,453.70 万台，同比下降 3.21%。而由于欧美发达国家进入经济衰退，1~9 月的空调出口也同比下降 1.27%。前三季度，公司凭借技术、品牌、规模和渠道优势，空调销量仍同比增长了 10%，市场占有率达到 23.88%，同比提高 2.66 个百分点。另外，公司得益于原材料价格下跌，第三季度的毛利率达到 20.47%，环比增长 2.2 个百分点，同比提高 1.31 个百分点。空调行业的内外需求的下滑对公司的影响不大。

我们预计公司 08、09 年的 EPS 分别为 1.40 元和 1.95 元，动态 PE 分别为 14.18 倍和 10.45 倍，我们给予公司的投资评级为：未来六个月内，跑赢大市。

表 9 格力电器 08、09 年盈利预测

至 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2007A	2008E	2009E
主营收入	38,041	52,000	70,173
年增长率 (%)	44.33	36.69	34.95
净利润	1,270	1,755	2,369
年增长率 (%)	159.75	38.19	35.50
每股收益 (元)	1.05	1.40	1.90
PER (X)	<u>18.90</u>	<u>14.18</u>	<u>10.45</u>

数据来源：上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。