

[2009.09.30]

进，正可攻 退，仍可守

——家电行业 2009 年四季度投资策略

✍ 王稞

方馨

☎ 021-38676720

021-38676685

✉ wangzhen@gtjas.com

Fangxin@gtjas.com

本报告导读：

- 我们继续维持家电行业的“增持”评级。
- 三季度企业业绩超预期是最重要的股价催化剂。
- 海外厂商和经销商补库存的过程有望使得四季度我国首先实现家电出口的回暖。

投资要点：

- 现在，我们继续维持家电行业的“增持”评级。在一年多以来对行业与企业的专题研究的基础上，此次季度策略报告更多关注一些可能在第四季度影响股价的短期因素。
- 我们对家电板块历史市场表现的规律性（与大盘、房地产板块对比）进行研究，分析过去十年中与家电公司股票季节表现有关的因素：家电销售增长、房地产成交量增长、家电企业短期业绩等。
- 结合家电板块的市场表现特征（低 Beta 值等），我们认为，**家电板块的投资时点可为：大盘上涨的中后期，或见顶下跌期；行业进入旺季前；行业数据确认明显反转时。**由此可见，当前就是不错的投资时点。但是，就行业数据而言，下一个季度应该最关注什么呢？
- 首先，我们认为**三季度企业业绩超预期是最重要的股价催化剂。**从行业数据来看，在终端消费爆发及经销商库存大量消化的背景下，三季度空调冰箱行业销量内销增速创新高；液晶电视高速增长的同时面板价格初步企稳。因此，相关企业业绩超预期的可能性很大。
- **对四季度家电销售我们继续持乐观态度，主要源于政策因素、基数原因以及上半年较高的房地产成交量给四季度家电销售带来的支撑。**
- 就政策而言，家电下乡补贴兑付程序的进一步简化使得第四季度（农村家电消费高峰）可能出现类似爆发的是彩电。以旧换新数据显示，无论售旧还是买新，都以彩电为主。我们认为：四季度彩电以旧换新将继续爆发，目前的量还比较小，持续性可以期待。
- 我们对出口复苏的预期并不很高，主要是由于欧美家电零售数据仍为负增长。不过，**家电企业微观调研显示自 7 月开始出口订单显著回暖，无论持续性如何，这可能使得四季度出口同比数据出现反转。**
- 四季度渠道继续补库存因素有望带来空调和冰箱淡季出货继续高增长。同时，即使海外家电零售尚未回暖，**海外厂商和经销商补库存的过程有望使得四季度我国首先实现家电出口的回暖。**
- 我们继续重点推荐格力电器、美的电器、青岛海尔。根据以上对行业数据的分析，我们建议投资者在第四季度可以关注海信电器、合肥三洋、美菱电器等。

相关报告

分析家电行业的出口与汇兑损益	(09.09.02)
家电下乡：影响因素几何？	(09.08.03)
家电网购：家电渠道的新革命	(09.07.01)
敢问机会在何方？	(09.06.12)
探寻 ROIC 之谜	(09.06.01)
对收入水平与家电消费的思考	(09.04.30)
把握右侧投资机会	(09.04.10)
寻找超预期的可能性	(09.03.31)
家电消费在降级？	(09.02.26)
洗衣机与彩电行业是避风港么？	(09.01.16)
虽叹迷雾掩苍穹，但拨浓云探星光	(08.12.01)

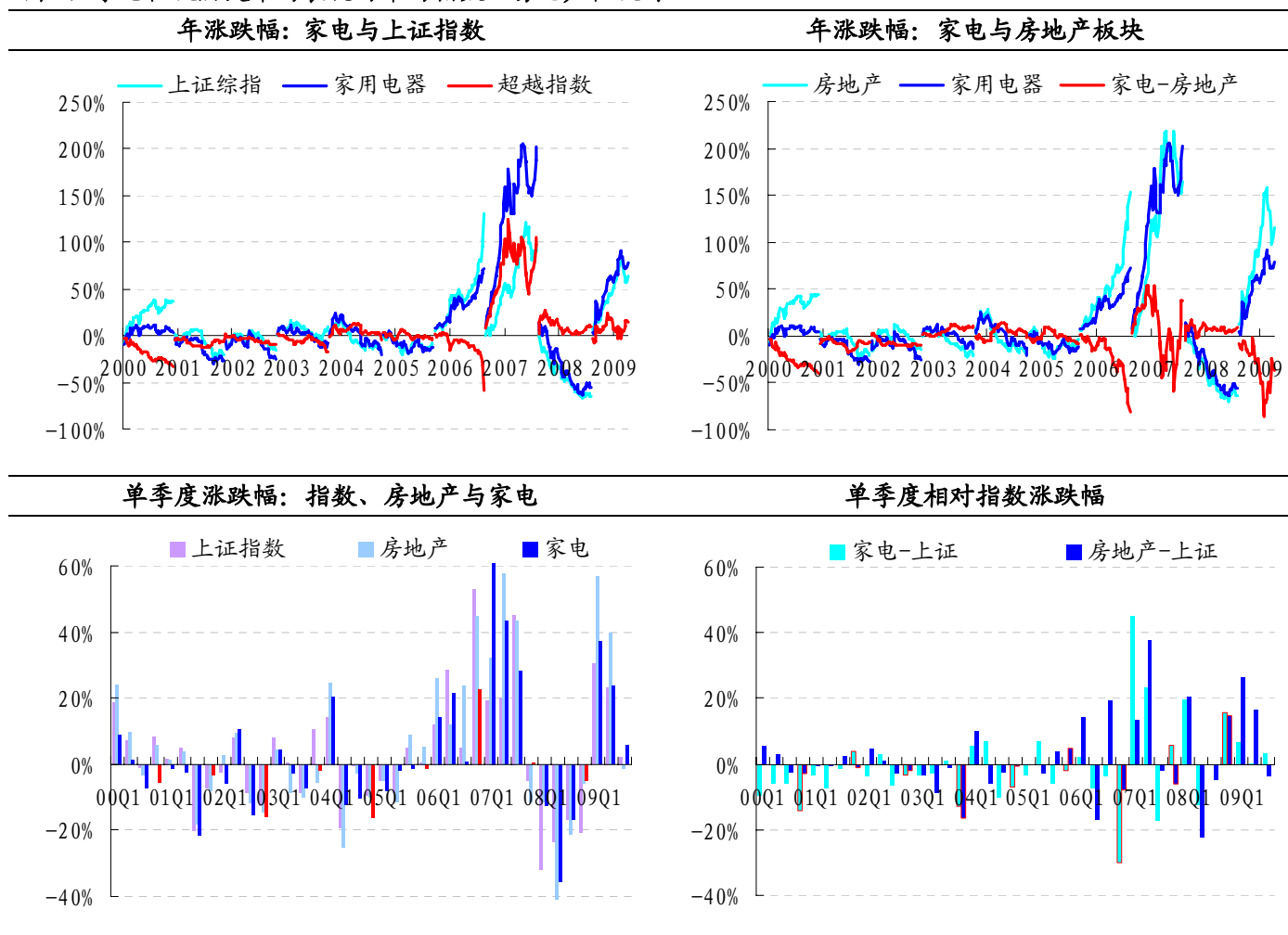
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 家电市场表现：历史究竟如何？

我们对家电行业的发展和家电企业业绩等方面进行了诸多的专题研究，但家电板块的表现似乎受到更多因素的影响。现在，我们认为有必要对家电板块历史市场表现的规律性进行研究，以探寻未来家电板块超越市场表现的驱动因素。

- ✓ 2000-2006 年家电跑输大盘，我们认为**熊市跑输主要是由于家电行业尤其空调行业剧烈整合**；2007 年开始持续跑赢，**快速上涨的时间段略落后于大盘**。一般表现是：大盘初涨时家电跑输大盘，而上涨中后期及下跌初期跑赢大盘。2007 年至今，家电板块累计上涨 141%，跑赢大盘 129 个百分点。
- ✓ **家电板块弹性比房地产板块略小，相对涨幅涨跌互现**。与相对大盘类似，家电在 07 年后跑赢房地产，但跑赢幅度显著缩窄；顶部也存在滞后性。
- ✓ **从四季度单季看，2000 年来家电板块有 3 次跑赢大盘**，分别发生于 01 年和 07-08 年，均为牛市见顶下跌的时间段；在 00 年和 06 年的大盘初升期大幅跑输大盘；在 02-05 年熊市与大盘一样表现低迷，除 03 年外均略微跑输。

图 1：家电板块历史市场表现与市场指数、房地产板块对比



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

注：标红的为四季度数据

2. 家电板块上涨的驱动因素及相关度

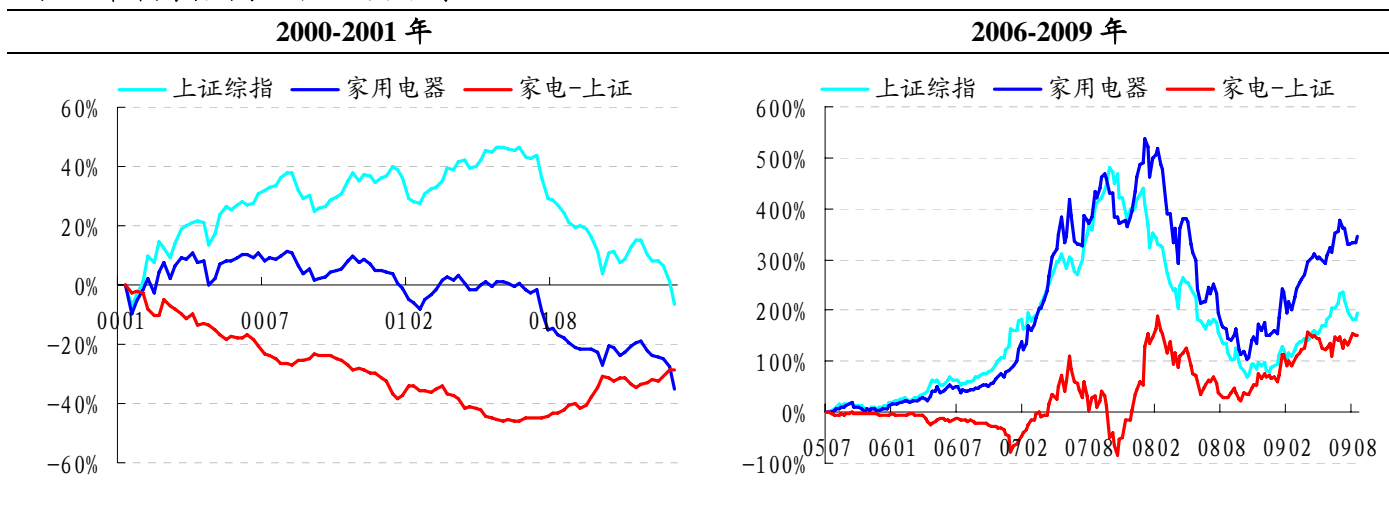
除大盘上涨之外，家电板块的上涨与对家电公司基本面预期的好转是分不开的。我们判断带来家电公司业绩预期好转的因素主要包括：家电销售增长高、房地产成交量增长高、家电企业短期业绩超预期等。

2.1. 大盘周期：家电板块具有比较明显的防御性

从历史经验来看，家电板块表现与大盘在波动趋势上基本一致。详细分析，家电板块上涨略微落后于大盘的上涨，而在大盘见顶回落时的下跌也略有滞后，跌幅相对较小，表现出比较明显的防御性特征。

- ✓ 2000-2001 年的短暂牛市上涨幅度较小，家电板块没有太好的表现，持续跑输大盘；但在 01 年 7 月大盘下跌后跌幅较小，跑输指数的幅度收窄。
- ✓ 2005 年最低点至今，大盘初涨时家电板块涨幅一直落后于大盘；在 07 年 10 月大盘见顶期间家电跑输大盘最大达 85 个百分点；但其后迅速回升，持续跑赢大盘。家电板块最高涨幅 538%，出现在 08 年 1 月；跑赢大盘幅度最高达 188 个百分点，出现在 08 年 2 月。

图 2：牛市周期内家电板块与指数表现



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

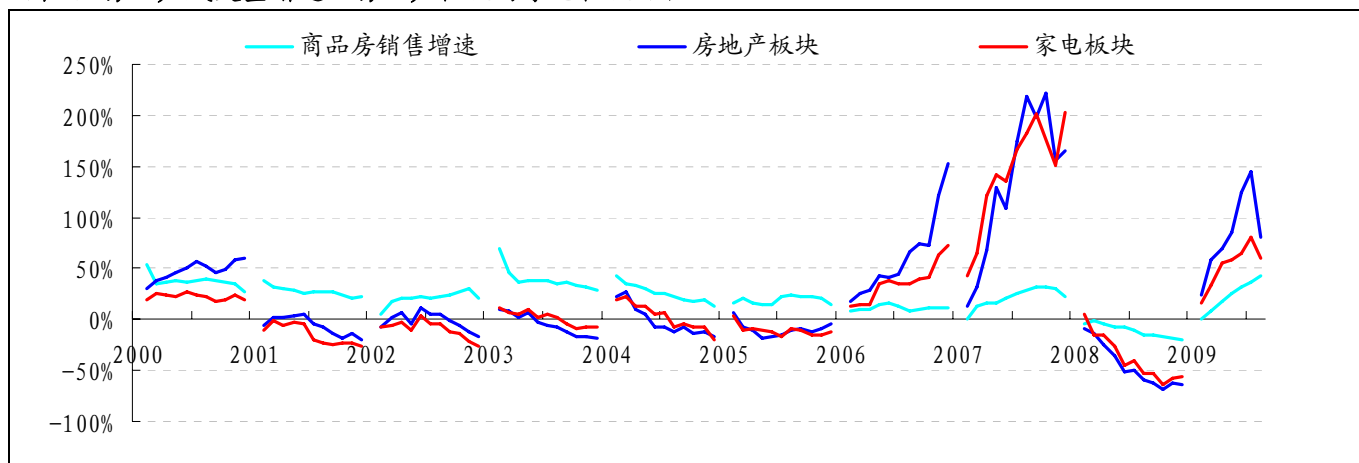
注：涨跌幅自 2000 年初、2005 年最低点开始计算

2.2. 房地产影响：房地产板块上涨与成交量增长

房地产成交量增长能够改善市场对未来家电消费的预期，从而提升家电企业的业绩预期，推动家电板块上涨。

- ✓ 从历年股价涨幅来看，房地产板块表现与房地产成交量增速的趋势近似。
- ✓ 家电板块在一般情况下波动幅度小于房地产板块，趋势比较一致。
- ✓ 家电板块见顶略微落后于房地产板块，2008 年下跌中跑赢房地产板块 9 个百分点。这可能源于对家电消费预期的转好滞后于房地产成交量增速的上升，同时家电行业业绩比较稳健。

图 3: 房地产成交量增速、房地产板块与家电板块涨幅



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

2.3. 家电销售: 同比高增与旺季上涨

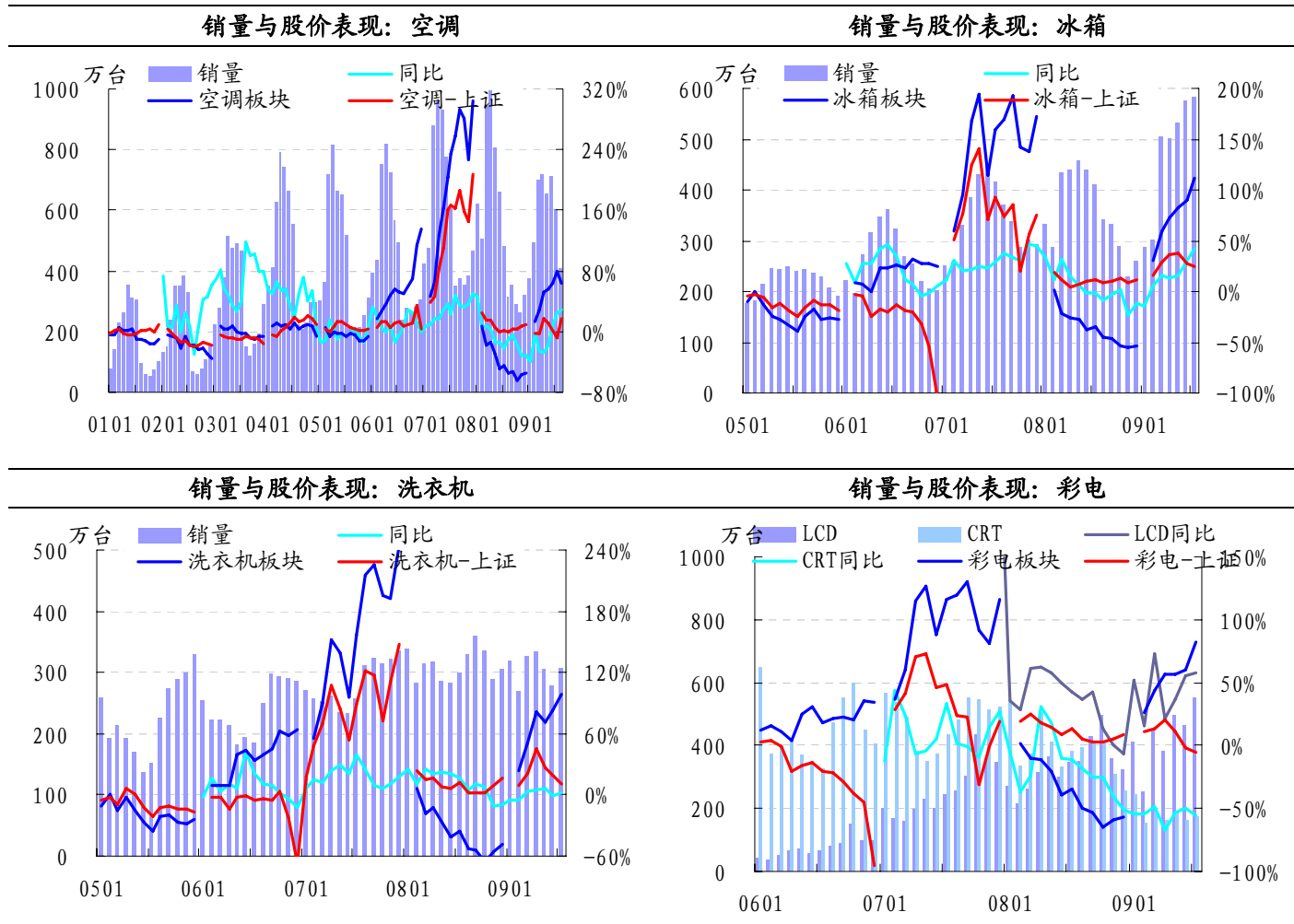
家电销售最重要的指标是销量, 包括厂商出货量与终端零售量, 以及同比和环比增长指标。销售额则还受到产品结构、产品价格和促销力度等因素的影响。

- ✓ **销量变化能够及时反映行业的景气程度**, 市场投资者根据销量数据会及时修正对相关家电企业的业绩预期。
- ✓ 销量与销售额的同比增速, 能在一定程度上**反映相关企业业绩的同比增速**。尤其在行业增长受到质疑的时期, 销量同比增速对股价会起到重要作用, 如今年 5-8 月空调销量增速逐步上升。
- ✓ **环比增速变化使得家电板块上涨集中于销售旺季**。由于旺季时细分行业景气环比显著上升, 销量环比增长高, 对相关企业全年业绩的预期也在旺季逐步明朗, 这带来家电股价上涨。因而细分行业景气度环比变化也是选择投资时点的指标。**但是, 我们更加倾向于关注细分行业同比数据的对比研究。**

具体来看, 各细分行业市场表现与其销量增长都存在一定的相关关系。其中, 同比增长加速带来的上涨与旺季上涨兼有。

- ✓ **空调**: 2002-2005 年的降价大洗牌使得高销量增长未带来板块超越大盘上涨, 02-03 年跑输大盘。**此后板块涨跌与销量同比增长的方向比较吻合, 持续跑赢大盘, 在大盘下跌情况下表现出较高的稳健性。**受到销量同比加速增长推动而上涨的期间主要包括: 04 年三季度、06 年四季度、07 年上半年及 12 月, 以及 09 年 8 月。旺季上涨主要在 07 年。
- ✓ **冰箱**: 市场表现与行业同比增速的相关性主要体现在 06 年上半年、07 年下半年与 09 年; 07 年有显著的旺季效应。不过 08 年跑赢大盘的幅度基本平稳。
- ✓ **洗衣机**: 销量季节性相对平稳, 07 年上半年的波动兼有销量环比与同比因素的影响; 而下半年回落主要受到同比因素影响, 在其后的旺季股价再回升。
- ✓ **彩电**: **由于存在升级换代因素, 销量增长带来的股价上涨难以直观表现;**但上半年液晶电视的高增对彩电行业超越大盘上涨应有重要的作用。在四季度旺季, 彩电数次反转过前的趋势而上涨并超越大盘, 如 07 和 08 年。

图 4：家电销量与股价表现：空调、冰箱、洗衣机和彩电



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

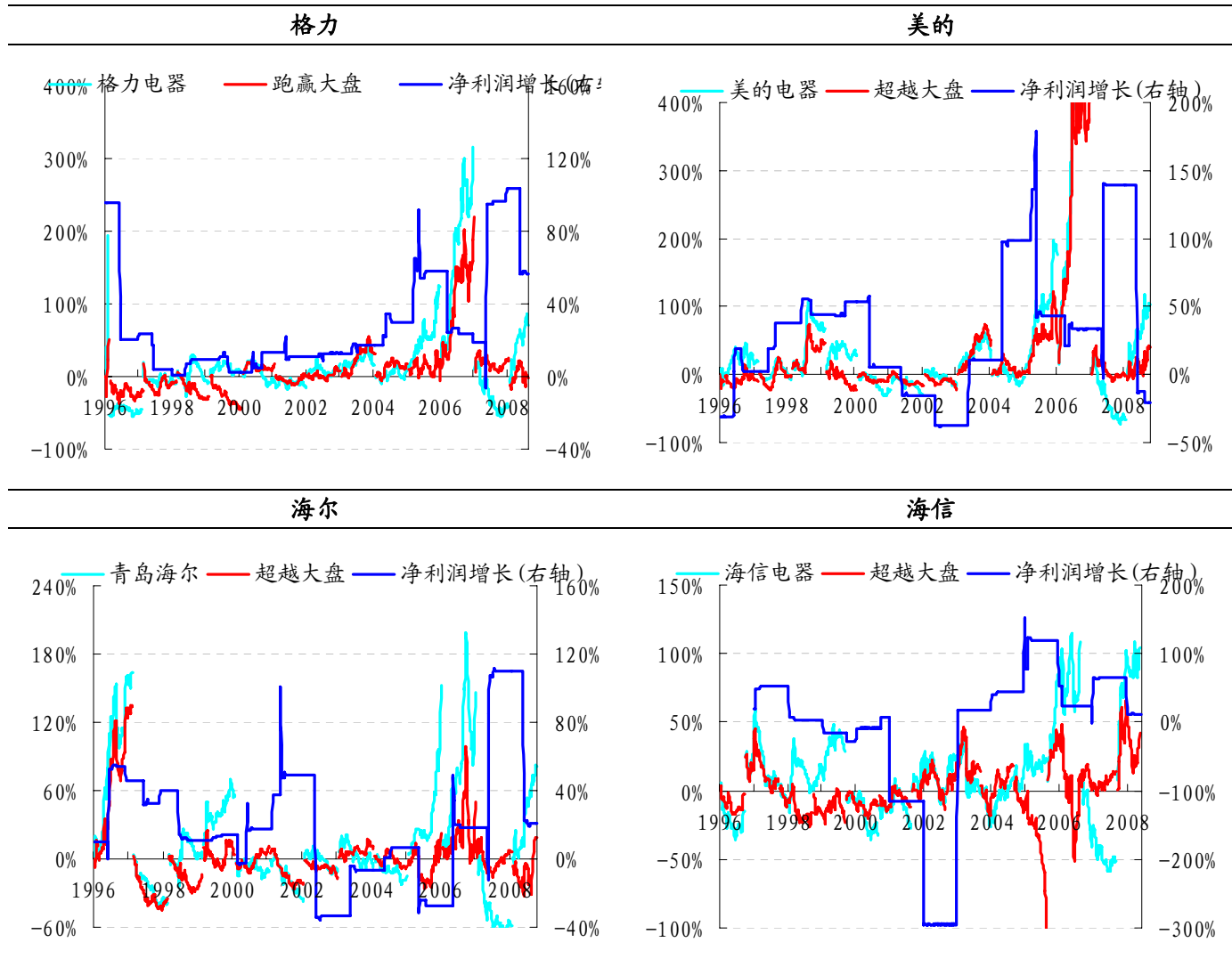
注：涨跌幅自每年初开始计算

2.4. 业绩超预期

业绩超预期所带来的股价上涨可能发生在业绩公布或预增之时；也可能随着公司产销的逐步明朗，超预期的可能性日益确定，提前反映在股价当中。

- ✓ 用什么指标来表示业绩超预期呢？我们对比股价走势和利润增速。简便起见，如果单季度利润增速出现较为显著的增长，我们则认为业绩超预期。
- ✓ 从以往的经验来看，**单季业绩超预期能够提升全年业绩的预期**，但也需要考虑是季节性转移还是盈利能力提升，对股价的影响略有差异。
- ✓ **并非市场紧密跟踪的龙头企业就不会超预期**，事实上，从过去 5 年的数据来看，格力电器历年的业绩都超过市场一致预期。
- ✓ 不完全归纳，从 TTM 净利润增速的变化来看，比较明显的受到利润加速增长推动的上涨区间：
 - 格力 2004Q2-Q3、2005 年 Q2 及 2009 年 Q1；
 - 美的 98 Q3、99 年 6-7 月、04Q3-Q4、06Q1；
 - 海尔 97Q2、07Q1-Q2；
 - 海信 97Q4、03 Q4 等。

图 5: 业绩超预期与股价表现: 格力、美的、海尔、海信



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

注: 涨跌幅自每年年初开始计算

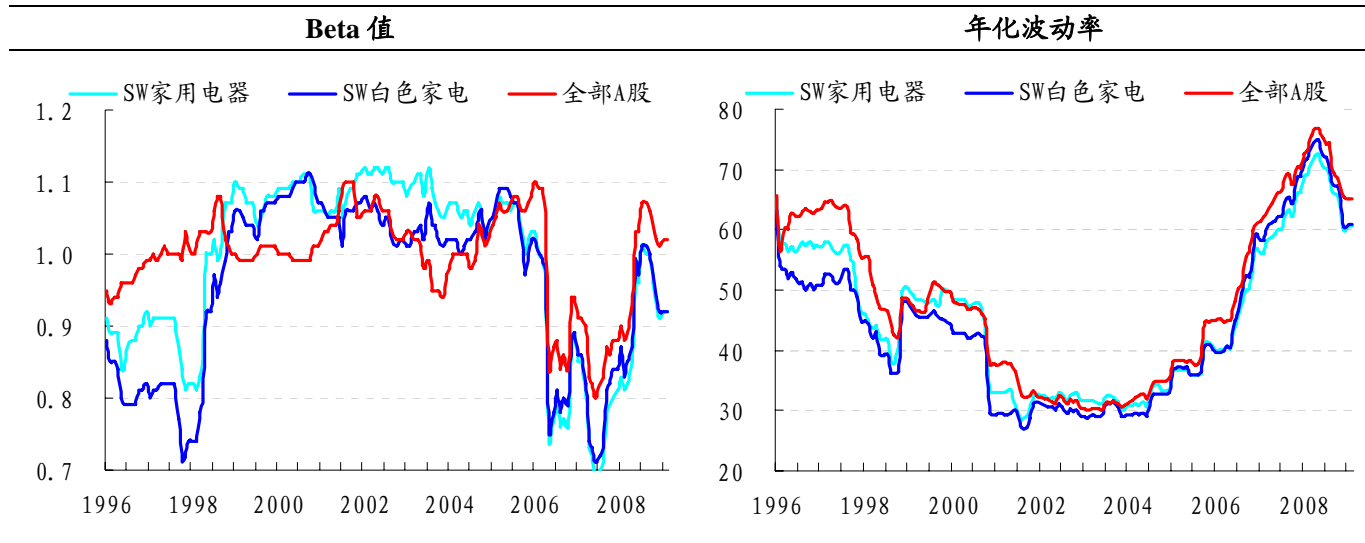
3. 家电板块的风险、弹性及投资策略

3.1. Beta 值较低, 弹性较小

家电作为可选消费品, 从全产品线来看, 发展日益成熟, 当前投资者将家电行业当作相当传统的制造业。这样造成的结果就是, **2006 年来家电板块 Beta 值一直低于大盘**。股价波动幅度较小, 在大盘下跌中的表现较好, 具有比较明显的防御性特征。

- ✓ 近年来家电板块 Beta 值持续低于大盘, 最低达到 0.7。白电 Beta 值在家电板块中较低, 尤其是空调, 这也与空调企业的收入规模增大有关。
- ✓ 家电年化波动率一直低于大盘, 在大盘波动率上升过程中存在一定的滞后性。

图 6: 家电板块 Beta 值与波动率 (最近 24 个月)



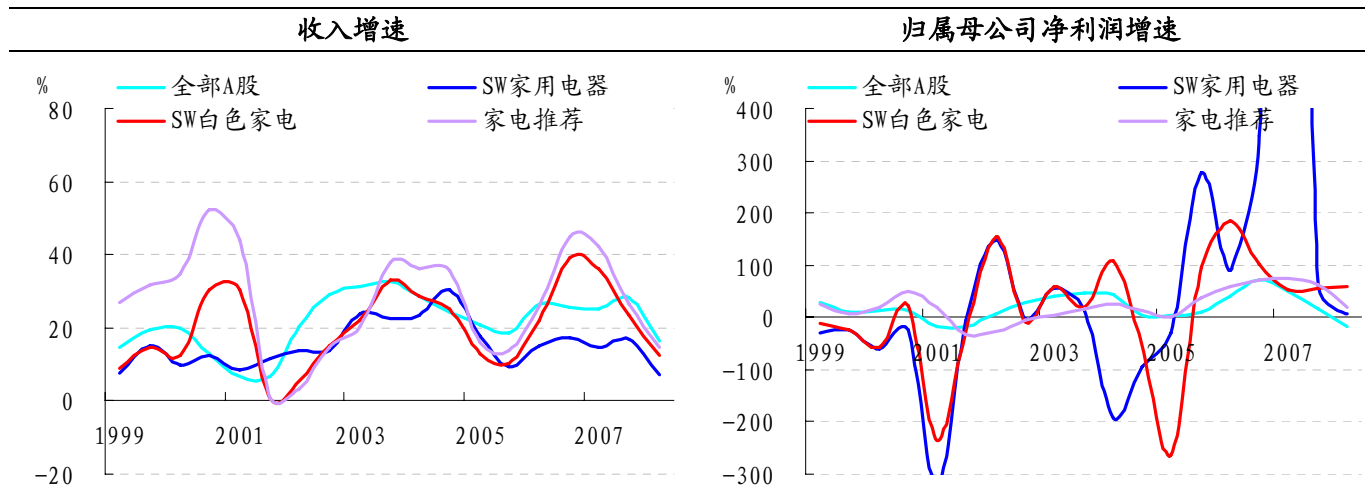
数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

3.2. 业绩较稳健

在历次经济波动中, 家电板块尤其是白电的业绩是比较稳健的。这主要得益于稳定增长的国内外需求和日益增加的品牌集中度。

- ✓ 家电板块收入增速较为平稳, 维持在 10%-30% 的幅度。利润增速由于存在巨额亏损公司, 波动幅度较大。
- ✓ 白电推荐组合 (格力美的海尔) 无论是收入还是净利润增速, 都持续高于全部 A 股, 仅 2001-2002 年较低。同时其净利润增速较为稳定。

图 7: 家电板块收入利润增速与市场比较



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

3.3. 适合的投资策略?

结合家电板块的市场表现特征, 以及促进家电板块股价上涨的诸多因素, 我们认为, 家电板块的投资时点可为:

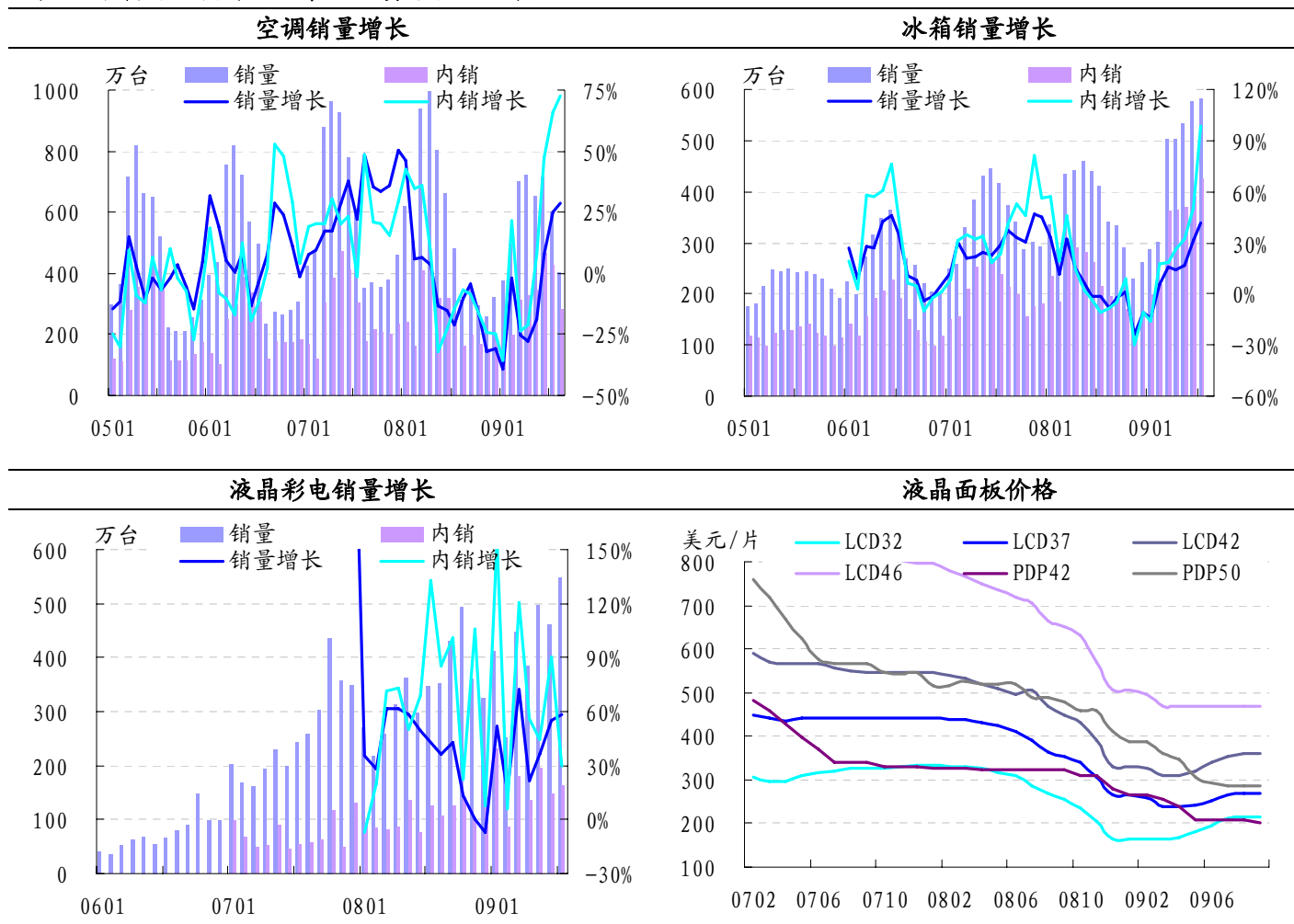
- ✓ **大盘上涨的中后期，或见顶下跌期**，将有比较明显的相对收益。
- ✓ **行业进入旺季前**。基于行业旺季时能够实现大部分的收入与利润，奠定全年的业绩基础，同时事件性因素刺激的可能性更大，因此如果对旺季消费较有信心，旺季时买入是一种投资策略。
- ✓ **行业数据确认明显反转时**。例如今年的空调板块，在旺季内销开始爆发时，格力与美的并未有很明显的超越大盘上涨；反而在近期 7-8 月数据出台后有大幅上涨，说明一方面淡季仍有上涨机会，另一方面市场需要在同比高增数据得到确认后再全面提升预期，带来上涨。

4. 2009 年四季度，什么可能超预期？

4.1. 三季度业绩超预期的可能性很大

我们认为，在终端消费爆发及经销商库存大量消化的背景下，三季度空调冰箱行业销量内销增速创新高，相关企业业绩超预期的可能性很大。三季报将集中于 10 月中下旬公布，有望支撑板块上涨。

图 8: 冰箱与空调行业三季度业绩可能超预期



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

- ✓ **7-8月空调销量同比分别增长25%与29%，其中内销分别增长70%与71%，**下乡市场启动；9月仍然处于压货初期，由于经销商现金多预期好，预计仍将比较顺利。另外，考虑到节能补贴政策下产品升级显著，三季度空调厂商业绩很有可能超预期。具体来看，由于补贴直接计入营业外收入，因此可能营业收入增长有限，但利润增长非常显著。主要受益品种格力、美的和海尔。
- ✓ **7月冰箱销量增长42%，其中内销大幅增长99%。**7月下乡销售47亿元，8月回落到37亿元，属于正常的季节性回落；考虑到同比增长数据，预计8-9月仍然维持在较高位置。
- ✓ **9月彩电销售旺季已经已经开始，**液晶电视高增长持续的同时面板价格初步企稳，三季度收入增长可期；考虑到面板价格上涨带来的成本压力，毛利率可能较二季度略微下滑，但仍可保持在较高水平，尤其9月新品销售旺。综合考虑，三季度业绩的超预期可以期待。

4.2. 四季度家电销售继续看好

我们对四季度家电销售继续持乐观态度，主要源于政策因素、基数原因以及上半年较高的房地产成交量给四季度家电销售带来的支撑。其中，彩电洗衣机景气度环比提升，空调冰箱同比有望继续较高增长。

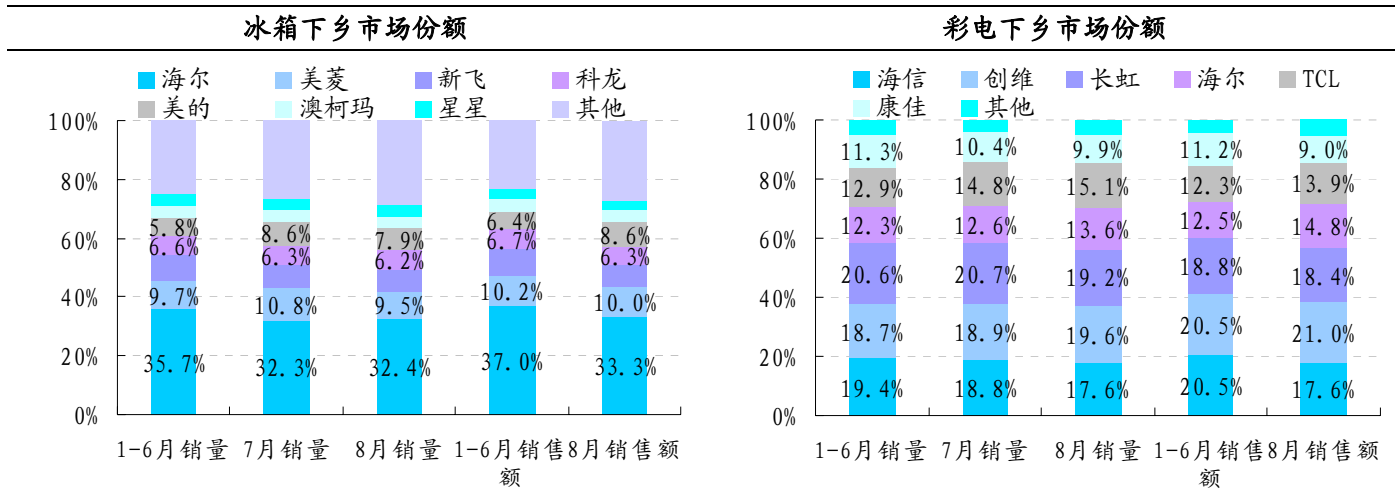
- ✓ 彩电旺季已到，下乡彩电限价取消在即，以旧换新实施彩电最受益，四季度受益于季节性与政策将比较显著。同时彩电新品频发，液晶面板短缺逐步好转，四季度液晶电视收入增长可期；液晶面板价格企稳，产品结构随新品而提升，尤其是很多厂商推出了LED背光的高端系列，彩电厂商成本压力环比将下降，四季度盈利增长可以期待。**彩电板块中，液晶电视进入最早、铺货最早的是海信，而最受益面板供应放开的应该是前期面板较短缺的康佳。**
- ✓ 洗衣机逐步进入旺季，城市高端洗衣机需求旺盛，下乡市场逐步启动。行业景气环比提升。**迅速扩张的合肥三洋和整合进入中后期的小天鹅都将受益。**
- ✓ 空调冰箱经销商补库存过程仍在进行，同时房地产成交量支撑四季度零售消费；去年四季度基数较低，较高的同比增长仍有望持续。同时产品结构提升显著。**我们继续推荐格力、美的、海尔。**

4.3. 家电下乡：彩电下乡爆发是大概率事件

1-8月的家电下乡造就了冰箱行业的辉煌，下乡销售共326亿元，其中冰箱196亿元，冰箱企业受益显著。目前家电下乡补贴兑付程序进一步简化，并将进入四季度农村家电消费高峰，下乡销售四季度景气上升可以期待。从细分产品上看，四季度可能出现类似爆发的是彩电。我们观察家电下乡的历史数据：

- ✓ 冰箱下乡集中度高于整体市场，上半年青岛海尔业绩超预期明显受益于较高的冰箱下乡销售 and 市场份额。我们判断**下乡产品旺季需求爆发能够给农村渠道深入的企业带来显著的业绩贡献。**
- ✓ 国内彩电厂商在下乡市场的份额普遍高于整体市场，主要源于外资品牌的缺席。我们认为四季度农村彩电旺季将会较旺，国内彩电厂商份额较大的趋势仍会持续，随着彩电下乡限价提升到3500元并有望取消，液晶下乡或有较好表现。我们认为**国内五大彩电品牌都将明显受益于四季度彩电下乡爆发，而液晶下乡比重的增加将略微改变市场份额，主攻液晶的海信或更为受益。**

图 9：家电下乡市场份额



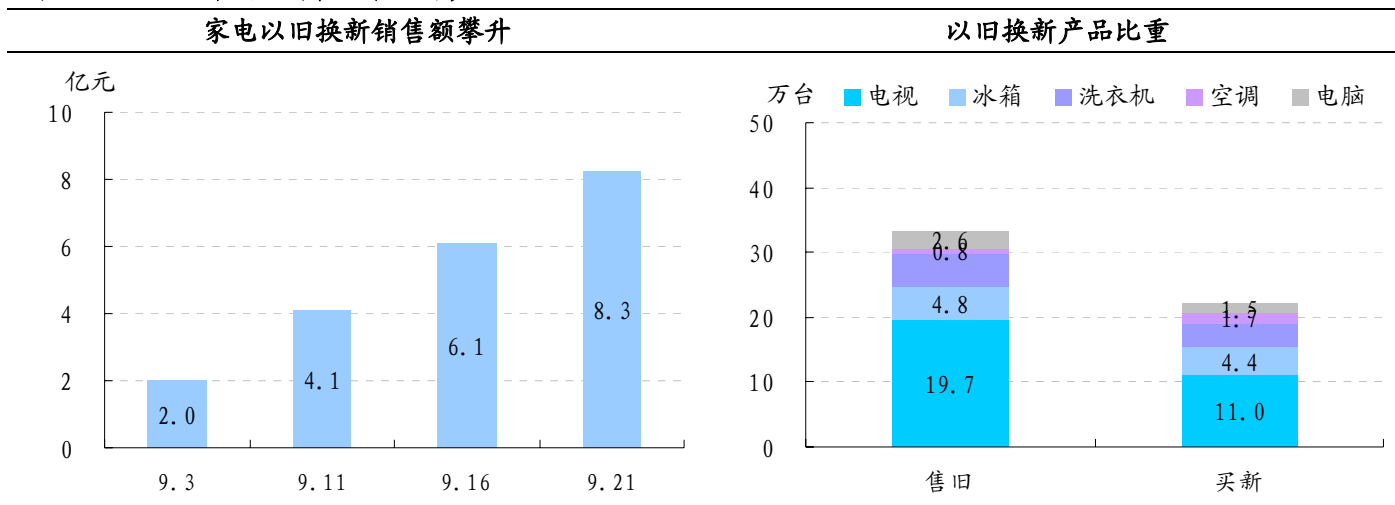
数据来源：家电下乡信息管理系统，国泰君安证券

4.4. 以旧换新：进入迅速扩张期，彩电是最大的受益者

8月中旬各地以旧换新试点开始，9月家电销售额迅速攀升。截至9月21日，以旧换新销售额已达8.26亿元，10天销售额达4亿元。无论售旧还是买新，都以彩电为主，符合我们之前的判断。我们认为：

- ✓ 四季度彩电以旧换新将继续爆发，目前的量还比较小，持续性可以期待。
- ✓ 城市更新需求以液晶电视为主，内销彩电产品升级将更进一步。CRT去年四季度的基数已有显著下降，由于CRT衰退带来的负面影响将缩小。
- ✓ 关于价格方面，目前液晶面板价格企稳，彩电厂商纷纷通过推出新品来维持和提升均价，以旧换新补贴使得消费者更易接受提升后的价格。我们认为9月及四季度液晶电视均价相对上半年将有提升，同比下滑幅度有望收窄至15%左右，降价对收入的负面影响大大减弱；毛利率有望企稳，今年彩电盈利能力的提升没有悬念。

图 10：以旧换新试点销售额和细分产品

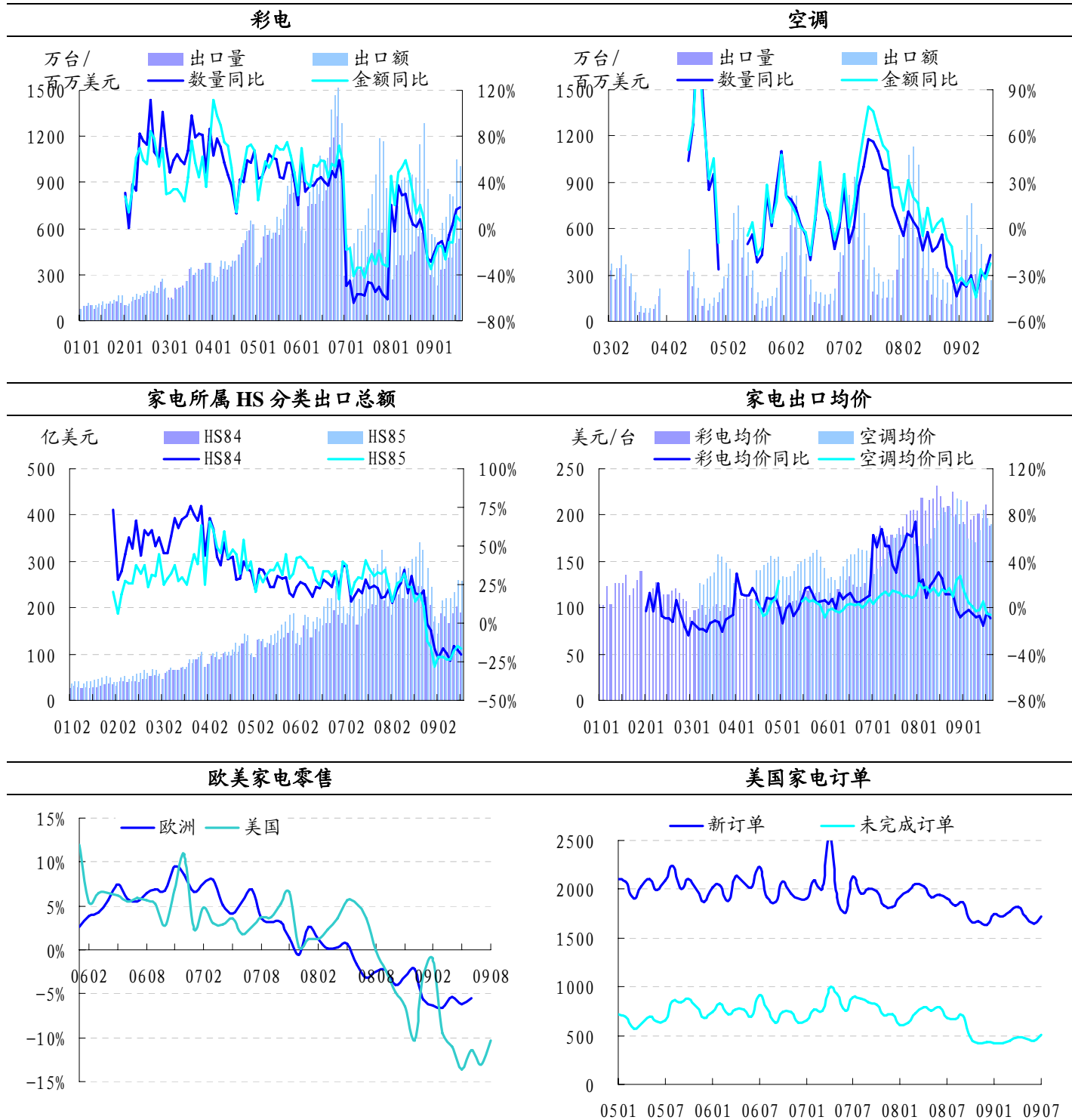


数据来源：以旧换新信息管理系统，国泰君安证券

4.5. 出口复苏：四季度交货高峰，持续性需要零售反转

我们对出口复苏的预期并不很高，主要是由于欧美家电零售数据仍处于负增长。不过，家电企业微观调研显示自7月开始出口订单有显著回暖，无论持续性如何，这些订单可能使得四季度出口出现反转。

图 11: 家电出口数据



数据来源：中经网，Bloomberg，国泰君安证券

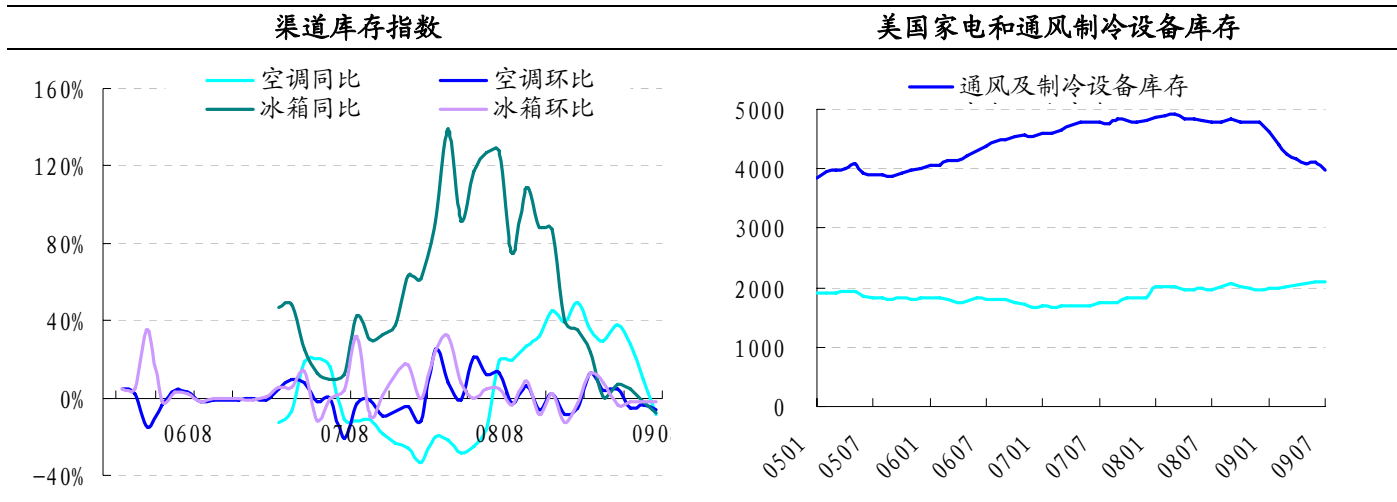
- ✓ **订单的显著回暖主要体现在小家电和照明等圣诞旺季产品。**大家电出口下滑的幅度有收窄趋势，尤其彩电出口已有正增长；空调8月出口量降幅收窄到20%以内。不过，主要家电产品所在的HS84章和85章出口总值仍有较大降幅，可能与降价因素有关。
- ✓ 值得注意的是，彩电与空调均价同比下降均在10%以内，达不到原材料及同型号产品内销降价幅度；除美元贬值因素外，显示了**出口产品结构的提升**。
- ✓ **8月美国家电订单数据环比有正增长，与国内企业的出口订单增长吻合。**由于订单交货周期以及约定交货时间等因素，暂未反映到家电出口的实际增长中来。我们认为四季度将是小家电等产品出口交货的高峰期。
- ✓ **出口复苏的持续性，我们坚持认为应该观察欧美零售数据的好转。**8月美国家电零售同比下滑10.4%，仍处于较大的衰退之中；美国家电及通风制冷设备库存有比较明显的消化，目前白电的出口复苏应以补库存为主，复苏的持续需要家电零售好转；同时小家电等出口复苏的持续性要观察圣诞旺季的销售情况。

4.6. 补库存：还有多大空间？

我们认为，四季度渠道继续补库存因素有望带来空调和冰箱淡季出货继续高增长。同时，海外厂商和经销商补库存的过程有望使得海外家电零售尚未回暖的情况下，四季度我国首先实现家电出口的回暖。

- ✓ 内销补库存还有没有空间？据中国家电协会最新预测，2010冷年空调内销量有望增长10%。考虑到经销商淡季压货量一般要达到本冷年销售的一定比例，同时旺季空调旺销大量清空了经销商库存并增加了手持现金，经销商有补库存的动力和能力。**从渠道库存指数看，8月空调冰箱无论同比还是环比均在下降，我们认为四季度内销补库存还有较大空间，关键要看厂商相关政策。**
- ✓ 出口补库存已经开始。美国通风制冷设备库存显著消化，显示OEM客户的库存大量减少，微观企业数据表明订单有明显增加。**在国外家电零售未回暖的背景下，无疑反映了出口补库存已经启动。**

图 12：内外销渠道库存均有显著的消化



数据来源：以旧换新信息管理系统，国泰君安证券

5. 2010 年展望：政策、房地产与出口

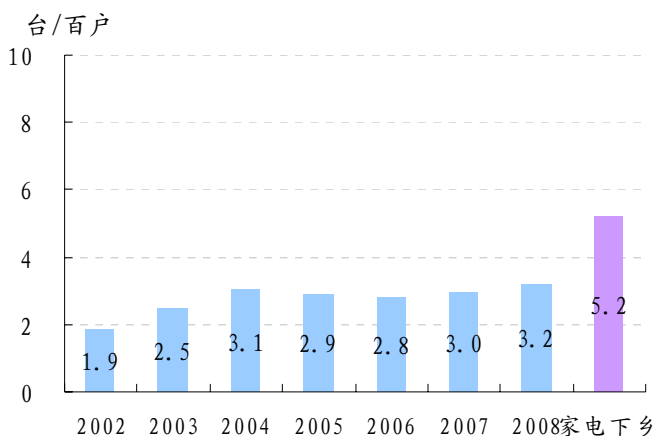
5.1. 行业刺激政策的持续性

家电下乡冰箱的销售非常好，四季度彩电销售应也有较好表现，后续的持续性如何是市场广泛关注的。我们认为家电下乡在未来几年的实施时间内仍有较大的潜力可以挖掘：

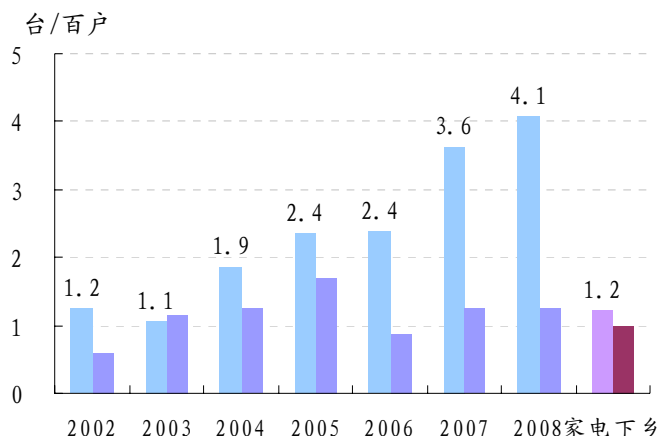
- ✓ 09 年 1-8 月冰箱下乡共销售 944 万台，销售额 196 亿元，简单测算相当于增加全国农村冰箱保有量 5.2 台/百户，相比前几年有一定的加速。但农村冰箱销售本身正在进入一个快速增长期，近几年保有量增长有加速趋势；同时下乡冰箱已经占据农村市场的绝大部分份额。因此，家电下乡带来的额外增长并不会对未来几年的冰箱销售带来明显负面影响，反而由于示范效应或加速农村冰箱的普及。
- ✓ 1-8 月洗衣机和空调分别相当于增加保有量 1.2 与 1.0 台/百户，其中洗衣机由于旺季未到，占从前几年保有量增加量的比重还比较小。即使只是洗衣机保有量的自然增长，那么今年四季度以及未来几年的保有量增长就将比较显著，支撑销量继续增长。
- ✓ 1-8 月家电下乡销售额 326 亿元，相比农村市场整体规模还比较小；同时政策本身正在优化，包括优化补贴兑付流程、取消限价等；另外上半年基数较低，2010 年家电下乡销售额有望取得较大的增长。

图 13: 内外销渠道库存均有显著的消化

农村冰箱保有量增长



农村洗衣机、空调保有量增长



数据来源：以旧换新信息管理系统，国泰君安证券

以旧换新方面，我们认为未来的实施地域扩张和产品扩张值得期待。

- ✓ 以旧换新试点一个多月，成果斐然。销售额已达 8 亿元，其中 9 月 12-21 日的 10 日内销售 4 亿元。这可能存在一定的需求集中爆发因素，但接下来的彩电旺季以旧换新销售可能更好。
- ✓ 中期来看，国内液晶电视目前的存量大概在 5000 万台左右，而彩电总存量约 4.5 亿台，液晶对 CRT 的替代将持续一段时间，目前正处于加速替代期。
- ✓ 地域扩张方面，试点地区的在总人口的占比约 28%，在城镇人口的占比约 36%，未来全面铺开有望有较好表现。

- ✓ 产品扩张方面，目前纳入以旧换新的包括彩电、冰箱、洗衣机、空调和电脑，未来有可能扩张到小家电等相关领域。

节能补贴方面，目前基本确定一二级能效空调补贴将实施3年，今年是第1年；上海对变频空调也给予补贴。未来这一政策可能拓展到冰箱、洗衣机、彩电等多种产品，变频空调的纳入也存在可能性。

- ✓ 从政策的实施效果来看，空调产品结构提升显著，高能效空调销售占比逐年提升。龙头厂商的高能效产品占比均达到10%以上。
- ✓ 目前主流空调厂商纷纷表示主推变频，我们认为无论是向定频高能效还是向变频空调方向发展，最重要的都是市场脱离了低能效空调时代，也即是走出了无序低价竞争的阶段，长期产品结构提升空间很大。

5.2. 房地产因素的影响

房地产成交量无论对家电销售还是对家电板块的表现，都有重要的作用。目前市场对下半年房地产成交量的看法存在分歧，我们认为：

- ✓ **上半年房地产成交量增长高，对下半年和明年上半年的家电销售形成支撑。**
- ✓ 对于下半年成交量，市场比较普遍认可的是增速将下滑。但我们认为**只要成交量有规模，家电消费就有支撑**。最理想的情况当然是继续高增。

5.3. 出口：底部已现，回升速度？

2009年基本上是家电出口的底部，未来回升的速度如何，需要看全球经济恢复的速度，具体从指标上看可以观察欧美房地产成交量和家电零售额增速。我们认为：

- ✓ 上半年家电出口大幅下滑，其中空调出口下滑超过30%，未来再出现这样大的下滑可能性不大。同时下半年下滑幅度已有收窄，底部基本得到确认。
- ✓ 今年三四季度的出口复苏主要的驱动力是补库存，因前期海外厂商和经销商预期较差而致力于库存消化。明年补库存的因素可能会继续发挥影响，尤其是上半年旺季的空调和冰箱。但如果家电零售仍然比较低迷，那么增长不会太明显，难言复苏。
- ✓ 最差的情况莫过于明年美国经济再次探底。在这种情况下，家电出口可能仍然低迷，但一方面09年出口基数已经较低，另一方面海外厂商和经销商库存大量消化未及回补，出口再降的可能性不是很大。

6. 上市公司盈利预测

表 1: 上市公司盈利预测一览

证券代码	证券简称	股价	GTJA				Wind		股票评级
			2009PE	2010PE	2009EPS	2010EPS	2009EPS	2010EPS	
000651.SZ	格力电器	22.49	17	14	1.35	1.62	1.22	1.46	增持
000527.SZ	美的电器	17.60	21	18	0.85	1.01	0.81	0.98	增持
600690.SH	青岛海尔	16.44	19	17	0.86	0.95	0.77	0.93	增持
002242.SZ	九阳股份	26.00	19	15	1.38	1.71	1.41	1.72	增持

002032.SZ	苏泊尔	17.27	26	23	0.67	0.75	0.66	0.81	谨慎增持
600983.SH	合肥三洋	15.28	29	24	0.52	0.65	0.58	0.77	谨慎增持
002011.SZ	盾安环境	13.59	27	21	0.51	0.65	0.50	0.58	谨慎增持
600060.SH	海信电器	14.39	26	23	0.55	0.62	0.63	0.77	谨慎增持
000100.SZ	TCL集团	3.58	33	17	0.11	0.21	0.12	0.16	中性
600839.SH	四川长虹	4.85	97	44	0.05	0.11	0.08	0.16	中性
002050.SZ	三花股份	16.15	19		0.85		0.78	0.92	中性
000541.SZ	佛山照明	8.58	36	31	0.24	0.28	0.21	0.25	中性
000016.SZ	深康佳A	4.52	24	16	0.19	0.28	0.24	0.31	中性
000418.SZ	小天鹅A	9.05	35	26	0.26	0.35	0.31	0.43	中性
600261.SH	浙江阳光	12.86	29	24	0.44	0.54	0.50	0.60	中性
000521.SZ	美菱电器	6.91	4	25	1.63	0.28	0.52	0.28	中性
002076.SZ	雪莱特	8.09	74	54	0.11	0.15	0.13	0.17	中性
002035.SZ	华帝股份	5.48	274	69	0.02	0.08		0.21	中性

数据来源：以旧换新信息管理系统，国泰君安证券

作者简介:

王稹:男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、家用电器行业、替代能源策略的研究。

方馨:女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com