

家用电器

证券研究报告
2018年07月16日

空调产业链相对稳健，汇率压力有所缓解——2018 中报业绩前瞻

投资评级
行业评级
上次评级

强于大市(维持评级)
强于大市

我们维持家电行业“强于大市”评级，在板块整体有所回调之后，推荐白电龙头青岛海尔、格力电器、美的集团。推荐中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔，零部件领域持续推荐三花智控。黑电方面，建议关注龙头海信电器以及港股创维数码、TCL 多媒体。

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳 联系人
luoanyang@tfzq.com

谢丽媛 联系人
xieliyuan@tfzq.com

空调产业链表现相对稳健，零售端数据有所回暖

二季度空调行业内销出货量增速继续超预期，5月以来华南、华北、华东等地轮番出现的高温天气带来了零售端数据的回暖。618 电商大促，空调销售数据良好，对于七八月份旺季厂商排产和经销商备货信心有所提振。我们预计 2018 上半年，在同期高基数情况下，三大白电收入同比增速仍将保持两位数增长，二季度利润率水平受到汇率及原材料影响的压力有所缓解。空调产业链上零部件厂商三花智控排产计划稳定，预计将保持稳健增长。

行业走势图



资料来源：贝格数据

冰洗方面，消费升级及结构提升趋势延续，龙头呈现强者恒强，同时地产周期对于以更新换代需求为主的冰洗行业影响相对较小，中长期基本面稳定性高于弹性。龙头企业市场份额仍在持续提升，均价提升也带动毛利率的增长。

消费升级效应持续显现，长期看好小家电龙头苏泊尔

中国小家电行业长期增速稳健，具备品牌及品类优势的龙头有望在消费升级周期中充分受益，积极推荐苏泊尔，建议关注九阳股份。新宝股份、莱克电气等出口型公司二季度汇兑压力将有所缓解。我们预计飞科电器增速较此前有所放缓，爱仕达将保持稳健增长。

相关报告

- 1 《家用电器-行业点评:海立定增+格力举牌，零部件的地位在提升?》
2018-07-09
- 2 《家用电器-行业研究周报:北上企稳，底部提示关注超跌标的——2018W27 周观点》
2018-07-08
- 3 《家用电器-行业专题研究:从华帝世界杯看家电营销方法论——大盘底部练内功之营销篇》
2018-07-07

Q2 面板价格加速下降，市场需求表现不佳

18Q2 季度液晶面板价格呈现下降趋势延续，其中需求端表现疲软是面板价格超预期下跌的重要因素。均价方面，黑电行业 Q2 季度有所下降，我们预计海信 Q2 业绩表现也将受到行业均价下降影响较为明显。TCL 多媒体受益于产品结构升级以及销量上升明显，预计同期将出现明显增长，兆驰股份也将受益于彩电市场景气度上升。

厨电受地产周期影响较大，警惕库存上升风险

与地产周期关联度较大的厨电行业增速持续放缓，同时小米、海尔等新进入者的快速成长对于原有的行业竞争格局将带来一定的冲击。华帝经销商事件以及中怡康统计数据体现了零售端的相对疲软，同时行业库存压力有所上升。集成灶等新兴品类的崛起也将对传统烟机产生一定压力。我们预计老板电器 Q2 增速将保持平稳，华帝股份受到京津区域经销商影响，增速较此前有所放缓。集成灶行业的龙头浙江美大短期内仍将受益于行业扩张以及经销商渠道成长红利。

Q2 汇率压力大幅缓解，关注贸易战带来的影响

进入 2018 年 Q2 季度以来，人民币兑美元汇率呈现与 Q1 季度截然相反的走势，开始出现加速贬值的趋势。对于出口比例较大的公司来说汇兑压力将大幅缓解。钢材等主要原材料二季度情况相对稳定。此外，我们认为贸易战对于行业中具备技术或者制造门槛或者具备海外制造基地的行业和公司影响不大，而海外可替代的其他产能充足的行业和公司将受到一定影响。

风险提示：汇率波动风险，原材料价格波动风险，宏观经济波动风险等。



我们维持家电行业“强于大市”评级，在板块整体有所回调之后，推荐白电龙头青岛海尔、格力电器、美的集团。推荐中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔，零部件领域持续推荐三花智控。黑电方面，建议关注龙头海信电器以及港股创维数码、TCL 多媒体。

空调产业链表现相对稳健，零售端数据有所回暖

二季度空调行业内销出货量增速继续超预期，5月以来华南、华北、华东等地轮番出现的高温天气带来了零售端数据的回暖。618 电商大促，空调销售数据良好，对于七八月份旺季厂商排产和经销商备货信心有所提振。我们预计 2018 上半年，在同期高基数情况下，三大白电收入同比增速仍将保持两位数增长，二季度利润率水平受到汇率及原材料影响的压力有所缓解。空调产业链上零部件厂商三花智控排产计划稳定，预计将保持稳健增长。

冰洗方面，消费升级及结构提升趋势延续，龙头呈现强者恒强，同时地产后周期效应对于以更新换代需求为主的冰洗行业影响相对较小，中长期基本面稳定性高于弹性。龙头企业市场份额仍在持续提升，同时均价提升也带动毛利率的增长。

消费升级效应持续显现，长期看好小家电龙头苏泊尔

中国小家电行业长期增速稳健，具备品牌及品类优势的龙头有望在消费升级周期中充分受益，积极推荐苏泊尔，建议关注九阳股份。新宝股份、莱克电气等出口型公司二季度汇兑压力将有所缓解。我们预计飞科电器增速较此前有所放缓，爱仕达将保持稳健增长。

Q2 面板价格加速下降，市场需求表现不佳

18Q2 季度液晶面板价格呈现下降趋势延续，其中需求端表现疲软是面板价格超预期下跌的重要因素。均价方面，黑电行业 Q2 季度有所下降，我们预计海信 Q2 业绩表现也将受到行业均价下降影响较为明显。TCL 多媒体受益于产品结构升级以及销量上升明显，预计同期将出现明显增长，兆驰股份也将受益于彩电市场景气度上升。

厨电受地产周期影响较大，警惕库存上升风险

与地产周期关联度较大的厨电行业增速持续放缓，同时小米、海尔等新进入者的快速成长对于原有的行业竞争格局将带来一定的冲击。华帝经销商事件以及中怡康统计数据体现了零售端的相对疲软，同时行业库存压力有所上升。集成灶等新品类的崛起也将对传统烟机产生一定压力。我们预计老板电器 Q2 增速将保持平稳，华帝股份受到京津区域经销商影响，增速较此前有所放缓。集成灶行业的龙头浙江美大短期内仍将受益于行业扩张以及经销商渠道成长红利。

Q2 汇率压力大幅缓解，关注贸易战带来的影响

进入 2018 年 Q2 季度以来，人民币兑美元汇率呈现与 Q1 季度截然相反的走势，开始出现加速贬值的趋势。对于出口比例较大的公司来说汇兑压力将大幅缓解。钢材等主要原材料二季度情况相对稳定。此外，我们认为贸易战对于行业中具备技术或者制造门槛或者具备海外制造基地的行业和公司影响不大，而海外可替代的其他产能充足的行业和公司将受到一定影响。

从幅度上看，截止 2018 年 6 月 30 日，Q2 季度以来人民币兑美元的贬值幅度达到 5.3%，同时除对欧元小幅升值以外，对日元及港币均有明显幅度贬值。

表 1：18Q2 季度人民币兑主要外币汇率波动情况

在岸人民币汇率	2018.3.31	2018.6.30	汇率变动
美元	6.2733	6.6246	-5.3%
欧元	7.7380	7.7028	0.5%
日元	0.0591	0.0599	-1.4%
港币	0.7994	0.8443	-5.3%

资料来源：wind、天风证券研究所

1、Q2 季度影响：汇兑损益影响将大幅减少

首先需要明确，汇率波动短期对于利润表的影响主要体现在“**财务费用-汇兑损益**”以及“**资产减值损失&公允价值变动&投资收益**”等科目中，我们通过以下方式进行测算：

1) 货币性资产的损益（按年报数据估算）

假设 Q2 季度资产负债表中的货币性资产未发生明显变化，我们以 2017 年报所披露的货币性资产情况，对 Q2 季度由于汇率（按照平均汇率）变动产生的损益进行估算。

表 2：Q2 季度人民币平均汇率变化

人民币平均汇率	2018Q1	2018Q2	汇率变动
美元	6.3628	6.3802	-0.3%
欧元	7.8088	7.6021	2.7%
日元	0.0587	0.0585	0.3%
港币	0.8114	0.8131	-0.2%

资料来源：wind、天风证券研究所

从平均汇率情况看，尽管 Q2 季度人民币贬值速度较快，但相较于 Q1 季度的快速升值，人民币兑美元等主要外币的平均汇率基本持平，整体波动幅度并不大。

从货币性资产的角度看，美的集团由于现金收购库卡资金来源中很大比例来自于银团借款，本期欧元负债大幅增加。Q2 季度，人民币兑美元波动很小，而人民币兑欧元平均汇率出现明显升值，若不考虑套保因素影响，我们预计将对美的集团 Q2 季度汇兑损益产生较为明显的正向影响。

表 3：家电企业外币货币性资产汇兑损益情况（根据 2017 年报测算）

代码	美元净头寸 (亿美元)	欧元净头寸 (亿欧元)	日元净头寸 (亿日元)	港币净头寸 (亿港元)	一次性汇兑损益 (亿人民币)
格力电器	60.6	0.0	(2.2)	0.6	1.05
美的集团	12.6	(40.3)	43.0	0.1	8.55
青岛海尔	(24.8)	0.4	69.3	10.3	(0.51)
三花智控	1.4	(0.2)	0.0	0.0	0.06
莱克电气	2.6	0.0	0.2	0.0	0.04
兆驰股份	(2.5)	0.0	0.0	0.0	(0.04)
新宝股份	2.2	0.0	0.0	(0.2)	0.0

资料来源：公司年报、天风证券研究所

2) 涉及出口业务收入的损益影响大幅减少

事实上，经历过 2017 年以来汇率的大幅波动，越来越多的上市公司开始采取更加主动采取套期保值的方式降低波动影响。而 Q2 季度美元平均汇率基本与 Q1 季度持平，也保证了上市公司出口业务短期内受到汇率波动的影响大幅减少。

表 4：家电主要上市公司套保政策情况

名称	详细
格力电器	2018 年 5 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日，不超过 100 亿美元
美的集团	2018 年不超过 100 亿美元
青岛海尔	2018 年不超过 65 亿美元
小天鹅 A	2018 年 1 月至 12 月，不超过 4.75 亿美元
海信科龙	2018 年不超过 1.5 亿美元
惠而浦	2018 年不超过人民币 25 亿元
美菱电器	2018 年 7 月 1 日 - 2019 年 6 月 30 日，不超过 7 亿美元
哈尔斯	2018 年不超过 1 亿美元
爱仕达	2018 年 4 月至 2019 年 4 月底，不超过 1.2 亿美元（约人民币 8.28 亿元）
莱克电气	2018 年不超过 8 亿美元
兆驰股份	2018 年 3 月 23 日起 12 个月内，不超过 10 亿美元
华意压缩	2018 - 2019 年，不超过 5 亿欧元（其他外币全部折算为欧元）
新宝股份	2018 年开始，不超过三年，在 30,000 万美元（等值 20 亿元人民币）范围内
奥马电器	2018 年 6 月 1 日 - 2019 年 5 月 31 日，不超过 3 亿欧元
深康佳 A	2014 年开始，期限为五年，不超过 12 亿美元

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 5：18Q2 季度家电企业套保情况分析

名称	18Q2出口收入预计	最高可套保比例	出口收入损益(套保上限)	出口收入损益(不套保)	货币性资产损益	合计损益影响(套保上限)	合计损益影响(不套保)
格力电器	80	34%	0.7	(0.1)	(0.1)	0.6	(0.1)
美的集团	296	30%	0.1	(0.0)	8.3	5.9	8.3
青岛海尔	201	30%	0.1	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.1)
三花智控	15	92%	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	(0.1)
莱克电气	12	39%	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
兆驰股份	11	60%	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	0.0
新宝股份	21	9%	0.1	(0.0)	(0.0)	0.1	(0.0)

资料来源：公司公告、天风证券研究所

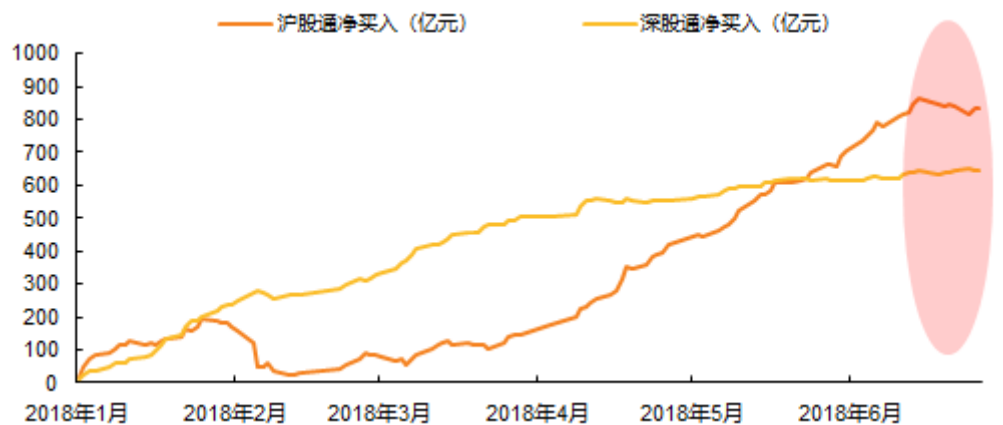
总体而言，我们认为 18Q2 季度汇率因素对整体业绩损益的影响将大幅下降，Q2 季度上市公司财务费用科目将回归常态。同时，假设下半年人民币持续贬值，我们预计将在下半年出现较大幅度一次性正向汇兑收益。

出口型企业外销毛利率与汇率波动关联密切，我们预期 Q2 季度企业出口业务毛利率受到汇率影响也将大幅减少。参考过去数年人民币汇率处于贬值通道过程中，出口业务毛利率总体呈现逐年增长趋势，我们预计如果下半年人民币持续贬值，将对企业出口毛利率恢复有所帮助。

2. 警惕快速贬值预期，资金面变化带来的估值波动

今年以来，由于沪港通、深港通额度不断扩大，以及 A 股纳入 MSCI 指数不断推进，北向资金流入呈现加速状态，但近期北向资金净流出情况越来越多开始出现。

图 1：2018 年以来深港通及沪港通累计净买入情况



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

事实上，进入二季度后期，人民币对美元汇率开始加速贬值，我们认为，如果人民币贬值的预期持续，资金层面外流的情况可能出现，并对上市公司估值带来一定程度的波动。

尽管短期在半年报很难看到因为汇率贬值来带明显的财务收益贡献，但环比 Q1 季度汇率

波动的影响将大幅减少。同时，下半年持续贬值的预期可能带来更大程度的汇兑改善，出口占比较高的上市公司将有明显受益，建议积极关注此前因人民币升值受到汇兑损益影响较大的三花智控，以及出口占比较高的小家电企业新宝股份、莱克电气。

表 6：2018H1 主要公司业绩前瞻

公司	18Q1收入 增速	18Q1业绩 增速	18Q2收入 增速预计	18Q2业绩 增速预计	18H1收入 增速预计	18H1业绩 增长预计
美的集团	17.2%	20.8%	14%	15%	16%	17%
格力电器	33.3%	39.0%	24%	28%	28%	33%
青岛海尔	13.0%	14.0%	15%	15%	14%	15%
小天鹅A	19.7%	28.7%	14%	15%	17%	22%
海信科龙	16.4%	12.4%	15%	15%	16%	14%
飞科电器	-5.9%	-13.0%	9%	0%	1%	-7%
莱克电气	11.8%	-50.2%	11%	19%	11%	-26%
TCL集团	0.9%	63.2%	-1%	51%	0%	56%
海信电器	16.5%	5.5%	8%	10%	12%	7%
三花智控	20.4%	13.0%	15%	16%	17%	15%
浙江美大	53.2%	49.7%	50%	49%	51%	49%
苏泊尔	21.2%	21.9%	13%	12%	19%	19%
九阳股份	5.6%	7.9%	11%	7%	9%	7%
老板电器	16.9%	20.1%	10%	12%	13%	15%
华帝股份	23.2%	49.6%	16%	36%	19%	40%
兆驰股份	59.6%	17.0%	40%	16%	49%	16%
爱仕达	9.4%	-19.4%	12%	56%	11%	9%
新宝股份	3.9%	-32.6%	6%	8%	5%	-6%
亿利达	33.0%	18.4%	25%	20%	28%	20%

资料来源：WIND、天风证券研究所

表 7：重点公司估值表

重点公司估值											
	公司	市值 (亿元)	股价	EPS			PE			BVPS	PB
				17A	18E	19E	17A	18E	19E		
白电	美的集团	3169.01	47.84	2.66	3.20	3.83	17.98	14.96	12.48	11.96	4.00
	小天鹅A	384.87	60.85	2.38	2.93	3.57	25.57	20.77	17.04	11.98	5.08
	格力电器	2794.91	46.46	3.72	4.59	5.18	12.49	10.12	8.97	11.79	3.94
	海信科龙	123.60	9.07	1.47	0.92	1.06	6.17	9.86	8.56	4.94	1.84
	青岛海尔	1147.53	18.82	1.14	1.40	1.69	16.57	13.44	11.14	5.48	3.43
厨电	老板电器	265.54	27.98	1.54	1.87	2.28	18.17	14.96	12.27	5.88	4.76
	苏泊尔	437.72	53.30	1.59	1.96	2.45	33.52	27.19	21.76	6.81	7.82
小家电	九阳股份	132.24	17.23	0.90	1.03	1.21	19.14	16.73	14.24	4.82	3.57
	爱仕达	30.69	8.76	0.49	0.57	0.74	17.88	15.37	11.84	6.34	1.38
	飞科电器	218.50	50.16	1.92	1.97	2.38	26.13	25.46	21.08	5.93	8.45
	莱克电气	122.14	30.46	0.91	1.35	1.54	33.47	22.56	19.78	8.26	3.69
	新宝股份	76.22	9.37	0.51	0.59	0.85	18.30	15.88	11.02	4.64	2.02
黑电	TCL集团	388.87	2.87	0.22	0.30	0.37	13.18	9.57	7.76	2.30	1.25
	兆驰股份	111.36	2.46	0.13	0.16	0.20	18.92	15.38	12.30	1.85	1.33
	海信电器	157.67	12.05	0.72	0.99	1.20	16.74	12.17	10.04	10.80	1.12
上游	亿利达	32.39	7.31	0.32	0.70	0.93	22.92	10.44	7.86	3.44	2.12
	三花智控	358.55	16.91	0.60	0.71	0.97	28.18	23.82	17.43	3.82	4.42

资料来源：WIND、天风证券研究所

风险提示

汇率波动风险，原材料价格波动风险，宏观经济波动风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com