

悲观预期已有一定消化，底部配置价值依旧

——家电行业每周观点 20180819

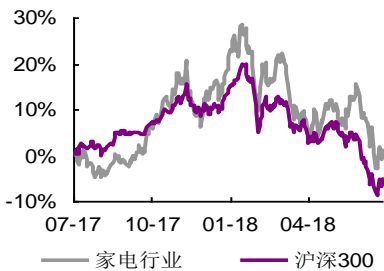
行业周报

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-22169123
jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-22169171
ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

空调零售数据回暖，重申估值底部不宜悲观——家电行业每周观点 20180812
..... 2018-08-12
用理性战胜恐慌，用产业研究取代短期
边际思维——家电行业每周观点
20180805
..... 2018-08-05
对于传统品牌来说，最好的反击是自我
进化——米家空调对空调行业的影响和
启示
..... 2018-07-31

一、本周核心观点：

市场目前对家电包括很多消费板块的担忧依旧集中在：1) 短期：自7月以来零售数据的持续放缓，带来基本面的下修；2) 中期：因地产下行周期对行业增速拖累的担忧；3) 长期：宏观经济、居民可支配收入包括消费支出比例的悲观预期。虽然宏观层面的预期需要政策或改革措施来扭转，但我们认为，目前自下而上来看，板块很多龙头公司的估值已经基本反映了当前的悲观预期，现阶段处于明确底部，从业绩确定性的角度配置价值依旧存在的。

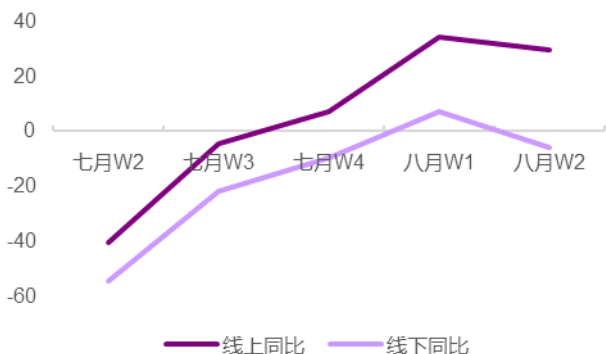
短期零售判断：7月短期波动已有恢复，维持后续温和放缓判断。7月上半月奥维周度空调零售数据大幅下滑，龙头全月安装卡增速普遍-10%左右，引发市场恐慌。目前来看，后续几周高频零售数据逐步回暖，8月已恢复正增长。这也印证了我们之前对下半年空调需求的预判：短期数据存在天气、基数扰动，出现波动实属正常。考虑到家电大比例的更新换代需求，后续零售大概率是温和放缓，而非断崖式下跌。周度高频数据只是用于跟踪行业的一个参考维度，而不宜作为投资研究依据。

年内基本面判断：空调全年依然实现确定性增长，冰洗产品升级为主体现弱周期属性

1) 在去年高基数效应和今年天气和地产原因的共同影响下，预计下半年空调零售端增速确实会逐步放缓。但即使下半年零售端增长降为个位数（部分月份不排除负增长），在适度补库存带动下，全年出货端依旧可以保持接近10%的增长，龙头收入端预计同比增长15%以上，业绩增长的确定性依旧良好。

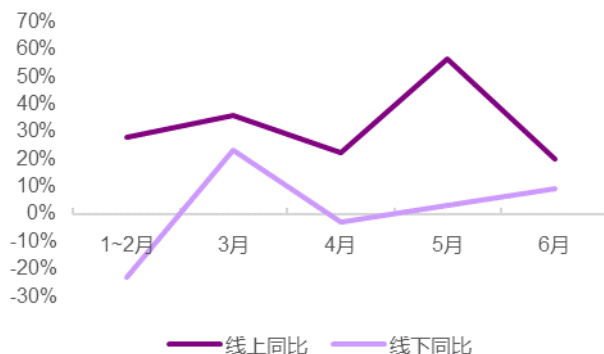
2) 冰洗产品受地产周期影响较小，需求相对稳定，产品升级、品牌升级趋势继续拉动ASP稳步提升。其中冰箱变频和多开门升级趋势逐步显著，产品升级带来的ASP弹性逐步超越洗衣机。

图 1：空调线上线下销量同比增速



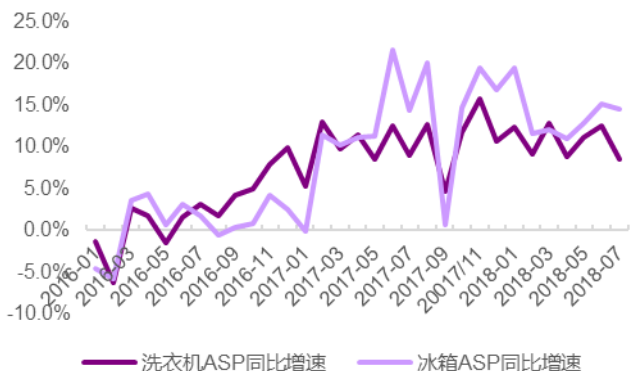
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 2：上半年空调线上线下同比增速



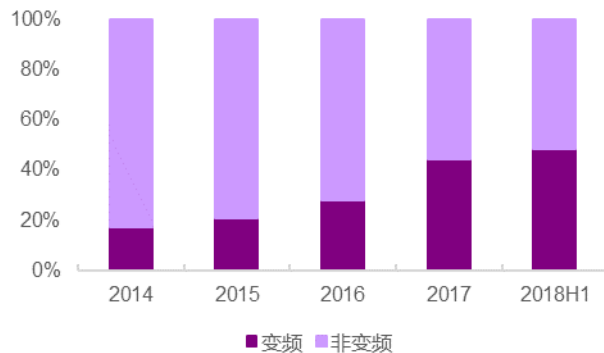
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：冰洗产品 ASP 同比增速



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 4：冰箱产品变频升级趋势



资料来源：中怡康，光大证券研究所

中长期：核心看需求&高 ROE 能否保持

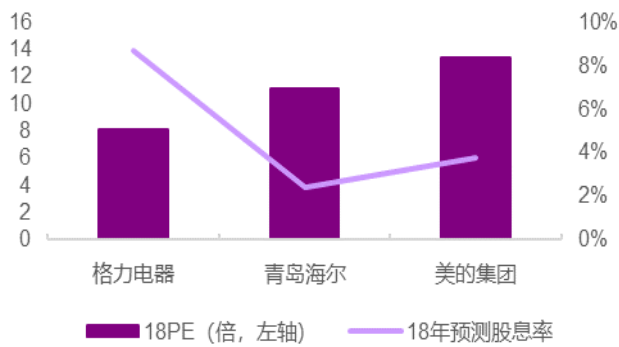
关于对家电中长期配置价值的详细论述请参见我们前期的报告：《用理性战胜恐慌，用产业研究取代短期边际思维》。

二、投资建议：

对于空调 7 月零售端的小幅下滑无需过度悲观。龙头全年的业绩确定性和中长期配置价值的逻辑基础也没有发生变化。市场货币环境较前期已有一定改善，风险偏好也在继续降低。我们虽然无法左右市场短期的情绪，判断短期的股价涨跌，但我们认为，现阶段应着眼中长期，白电龙头的配置价值仍在。

- 1) **白电龙头的配置价值依旧存在：**格力电器（隐含股息率超过 8%）、青岛海尔（三大白电中经营周期更优，具备一定阿尔法）、美的集团（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际）、小天鹅 A（扣除净现金不足 200 亿市值，年产生 20 亿自由现金流，仍是不可多得的优质资产）。
- 2) **估值已经反映悲观预期，中长期成长逻辑依旧清晰的：**欧普照明、华帝股份、老板电器。
- 3) **股价底部，基本面景气度稳定或环比提升的：**新宝股份、九阳股份。

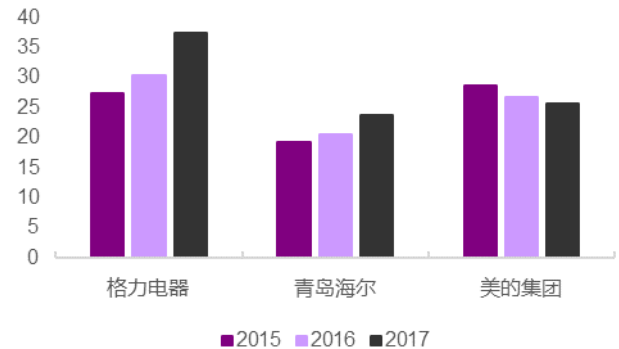
图 5：白电龙头估值与预测股息率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：其中 18 年股息率以过去三年平均分红比例计算，格力电器以 70% 的分红比例计算。

图 6：白电龙头 ROE 水平高企



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

三、周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘。本周沪深 300 指数下跌 5.15%，家电板块整体下跌 6.80%，行业表现逊于大盘。其中白电整机 (-7.86%)、黑电整机 (-4.10%)、厨电与小家电 (-5.71%)、照明 (-7.14%)、家电零部件 (-4.68%) 板块均有所下跌。

1) 本周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
上周表现	-6.80%	-5.15%	-7.86%	-4.10%	-5.71%	-7.14%	-4.68%
年度至今	-27.43%	-21.97%	-25.12%	-29.87%	-30.21%	-27.56%	-32.07%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	德奥通航	4.26%	三花智控	-11.85%
第二名	新宝股份	0.93%	华帝股份	-11.43%
第三名	天银机电	-0.17%	荣泰健康	-10.84%
第四名	国盛金控	-0.19%	青岛海尔	-9.95%
第五名	地尔汉宇	-0.88%	欧普照明	-9.72%

资料来源：Wind，光大证券研究所

四、数据聚焦

中怡康 7 月白电数据——空冰洗销量平淡，均价小幅提升。7 月空、冰、洗零售量分别同比-31%/-21%/-8%，零售额分别同比-29%/-10%/-1%。均价方面，空、冰、洗 ASP 分别同比+3%/+15%/+8%。竞争格局方面，7 月空调格力/美的/海尔销量分别同比-31%/-33%/-25%；7 月冰箱海尔/美的/美菱

销量分别同比-13%/-33%/-25%；7月洗衣机海尔/小天鹅/美的销量分别同比+0%/-12%/+8%。

五、风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
私募业务部	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		