

家用电器

 证券研究报告
 2018年09月03日

中报透视：上半年家电行业发生了什么？

| | |
|------|------------|
| 投资评级 | |
| 行业评级 | 强于大市(维持评级) |
| 上次评级 | 强于大市 |

地产产业链个股真的那么差吗？

进入二季度各板块收入增速环比均有所放缓,但上半年空调产业链整体增速相对平稳,而与地产关联度较高的子板块受到冲击明显。从地产后周期对家电电子板块收入增速影响排序来看,我们认为厨电>白电、黑电、零部件>小家电。从Q2季度收入增速看,各子板块分化较为明显,其中小家电板块收入增速环比逆势增长,而厨电板块收入增速下滑最为明显。

地产后周期效应对于家电需求端的影响除了直观的体现在收入增速以外,也对于家电企业的现金流和周转产生明显的影响。背后的逻辑在于,在面临需求增速下降的压力时,企业可以通过选择向经销商让出账期或者应收账款的形式,维持短期收入端的增长,而这将一定程度体现在经营性净现金流的下降以及应收账款周转的恶化。

家电究竟在消费升级还是降级？

上半年家电板块整体毛利率同比-0.47%,其中Q2季度-0.22%,幅度有所收窄。

我们对于上半年毛利率波动的分拆在于以下两个方面:

- 1) 原材料因素占多少? ——行业竞争格局决定转嫁能力
- 2) 消费升级因素占多少? ——行业均价和产品结构变化趋势

展望三季度,哪些公司更加稳健?

从家电上市公司中报披露的业绩指引看,各公司对于下半年整体增速预测均较为稳健和保守,未有明显超预期的情况出现。一方面,空调行业在下半年面临较高基数,补库存逻辑较同期也有所减弱,空调产业链公司下半年整体仍有压力;另一方面,地产后周期效应仍将持续发酵,对于厨电等相关行业来说下半年收入端增长存在压力。

作为家电板块的重中之重,格力、美的、海尔三大白电企业的中报对于三季度的行业带来了什么启示?我们重点从资产负债表和现金流量表两个维度进行了分析。

投资建议

回顾18年上半年,空调行业景气度依然维持,但与此同时地产后周期效应带来的需求压力率先在厨电板块体现。而在原材料成本压力以及消费升级趋势下,我们认为白电龙头无论在成本转移还是在消费升级趋势下产品结构提升方面仍将具备优势。同时,上半年三大白电企业的报表启示着需求端的压力初现;展望下半年各家上市公司对于自身业绩预增的估计也趋势平稳和保守。

个股方面,从中报质量上看,白电龙头美的集团表现相对优秀,中长期内龙头企业具备明显的竞争优势。小家电领域建议积极关注具备品牌和品类扩张优势明显,有望受益于消费升级的龙头苏泊尔。零部件方面,中长期依然推荐具备较高技术门槛和行业地位的龙头三花智控。

风险提示:宏观经济波动风险;原材料价格波动风险;房地产市场波动风险;汇率波动风险等。

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 蔡雯娟 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110516100008 | |
| caiwenjuan@tfzq.com | |
| 马王杰 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110518080001 | |
| mawangjie@tfzq.com | |
| 罗岸阳 | 联系人 |
| luoanyang@tfzq.com | |
| 谢丽媛 | 联系人 |
| xieliyuan@tfzq.com | |

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:中报披露密集期,家电板块喜忧参半——2018W34周观点》2018-08-26
- 2 《家用电器-行业点评:7月空调内销小幅下滑,龙头表现优于行业》2018-08-21
- 3 《家用电器-行业研究周报:汇率企稳,天猫七月增速放缓——2018W33周观点》2018-08-20

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 地产产业链个股真的那么差吗？ | 4 |
| 1.1. 厨电受影响最大，小家电逆势增长 | 4 |
| 1.2. 经营性现金流变化趋势——周转、账期是否在恶化？ | 6 |
| 2. 家电究竟在消费升级还是降级？ | 7 |
| 2.1. 毛利率上升还是下降了？ | 7 |
| 2.2. 成本分拆：哪些品类发生了变化了？ | 8 |
| 2.3. 成本分拆：哪些公司在做消费升级？ | 9 |
| 3. 展望三季度，哪些公司更加稳健？ | 9 |
| 3.1. 三季度业绩指引：最直观的预期 | 9 |
| 3.2. 三大白电的启示：空调行业会怎样？ | 10 |
| 4. 投资建议 | 14 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1：一二三线城市地产调控及地产销售情况 | 4 |
| 图 2：空调、冰箱、洗衣机零售需求下滑 | 4 |
| 图 3：2014 年至今地产销售面积增速情况 | 5 |
| 图 4：分季度家电子板块收入增速（家电、白电、小家电） | 5 |
| 图 5：分季度家电子板块收入增速（厨电、黑电、零部件） | 6 |
| 图 6：索菲亚&老板电器收入增速情况 | 6 |
| 图 7：分季度应收账款周转率同比情况 | 7 |
| 图 8：主要液晶面板尺寸均价走势（美元） | 8 |
| 表 1：分季度家电子板块收入增速 | 5 |
| 表 2：厨电公司收入增速与商品房销售增速对比 | 6 |
| 表 3：Q2 季度白电、小家电、厨电经营性现金流下降（亿元） | 7 |
| 表 4：家电子板块毛利率变化情况 | 8 |
| 表 5：上半年主要原材料价格走势 | 8 |
| 表 6：上半年主要原材料价格走势 | 9 |
| 表 7：成本及消费升级因素详细分拆 | 9 |
| 表 8：公司披露三季度业绩增长区间 | 10 |
| 表 9：格力、美的、海尔预收账款余额明显下降 | 11 |
| 表 10：格力、美的、海尔应收账款余额明显上升 | 11 |
| 表 11：Q2 季度现金+其他流动资产情况 | 11 |
| 表 12：格力的返利科目余额有所下降 | 12 |
| 表 13：格力电器毛利率及销售费用率变化 | 12 |
| 表 14：格力电器递延所得税资产变化 | 13 |
| 表 15：三大白电企业存货变化情况 | 13 |
| 表 16：销售商品、提供劳务收到的现金有所下降 | 13 |

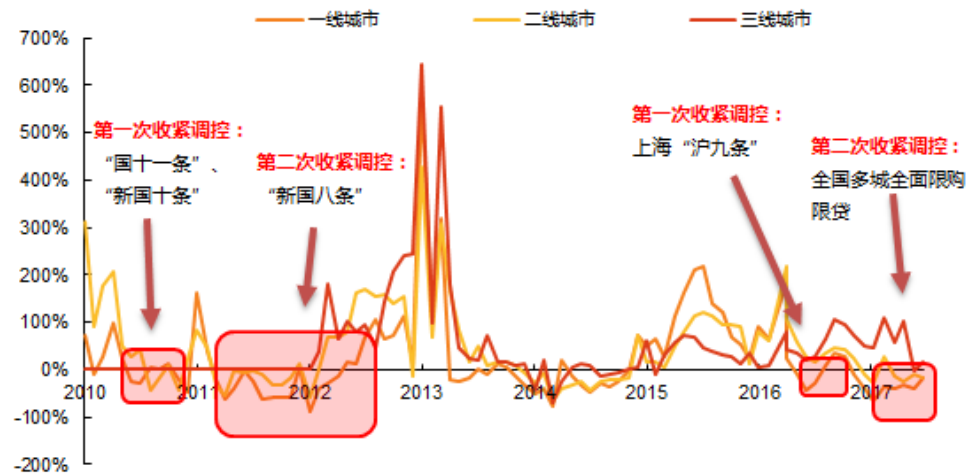
表 17：经营性净现金流有所下降.....14

1. 地产产业链个股真的那么差吗？

1.1. 厨电受影响最大，小家电逆势增长

回顾历史，地产周期对于家电需求端影响属于中期因素。在严厉的地产调控政策下，2011-2012年全国一线、二线、三线城市新房及二手房成交量全面出现下滑，调控政策对于短期地产销售的影响十分显著。

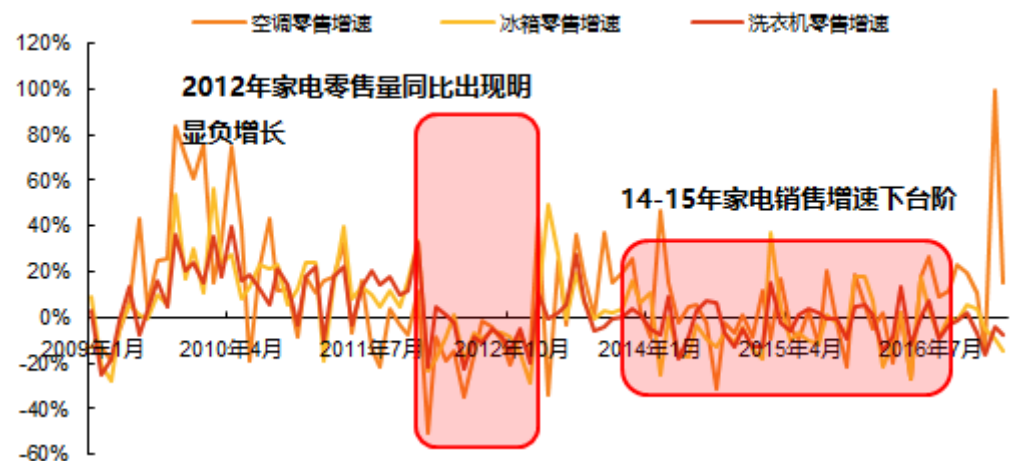
图 1：一二三线城市地产调控及地产销售情况



资料来源：国家统计局 天风证券研究所

2011年开始出现的地产销量下滑经过接近一年的滞后期在2012年初传导到家电行业。从中怡康的数据来看，空调、冰箱、洗衣机零售端销量在12年出现较为明显的下滑。国家“以旧换新补贴”（2009年6月-2011年12月）在11年底的退出一方面延长了11年地产销量下滑对于家电需求影响的传导时间，另一方面提前透支的需求也进一步加重了12年需求下滑的幅度。2012年后，限购政策开始升级，14-15年家电销售增速显著下台阶，地产调控周期的影响显著体现。

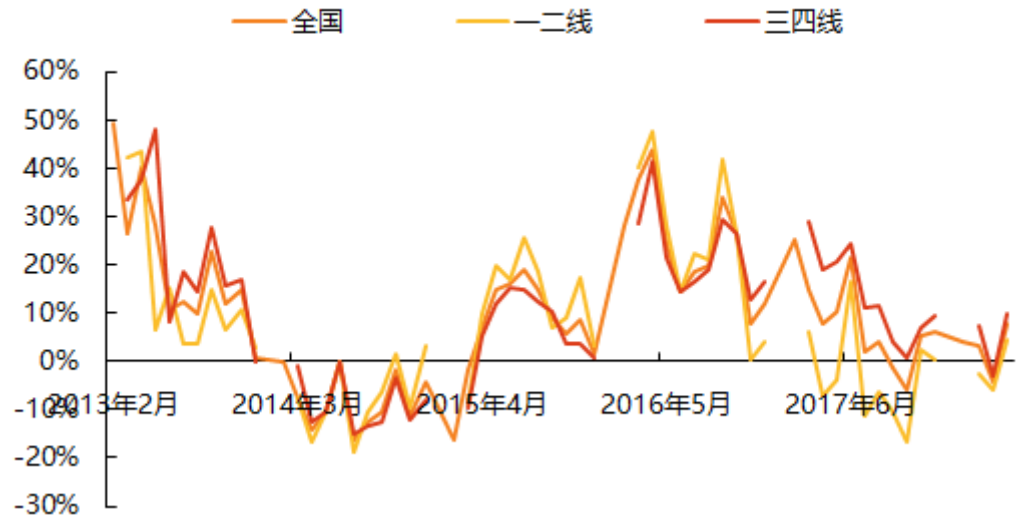
图 2：空调、冰箱、洗衣机零售需求下滑



资料来源：中怡康 天风证券研究所

从本轮地产周期情况看，17年下半年地产一二线销售面积明显下滑的后续效应开始逐步向家电板块传导。

图 3：2014 年至今地产销售面积增速情况



资料来源：国家统计局 天风证券研究所

整体而言，进入二季度各板块收入增速环比均有所放缓，但上半年空调产业链整体增速相对平稳，而与地产关联度较高的子板块受到冲击明显。

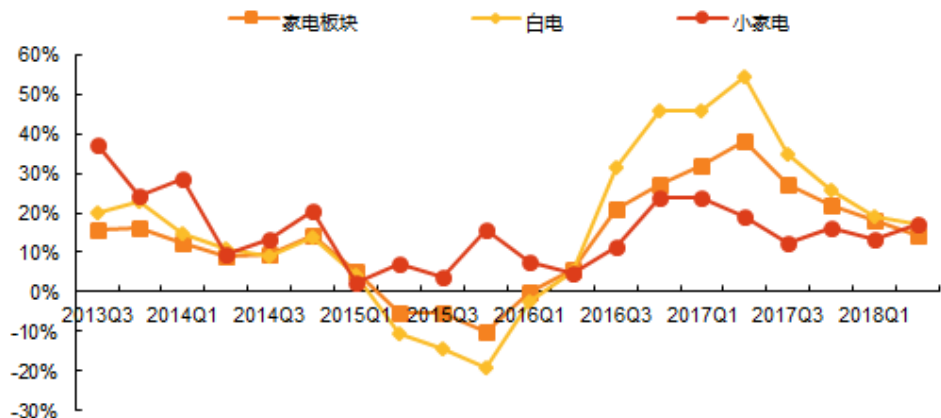
表 1：分季度家电子板块收入增速

| 子板块 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 环比 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 家电板块 | 27.3% | 22.0% | 17.9% | 14.4% | -3.5% |
| 白电 | 34.7% | 25.7% | 19.0% | 17.1% | -1.9% |
| 小家电 | 12.5% | 16.0% | 13.6% | 17.2% | 3.7% |
| 厨电 | 34.0% | 22.5% | 31.5% | 6.9% | -24.6% |
| 黑电 | 15.6% | 17.2% | 14.0% | 7.9% | -6.2% |
| 零部件 | 22.5% | 17.3% | 21.4% | 11.4% | -9.9% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

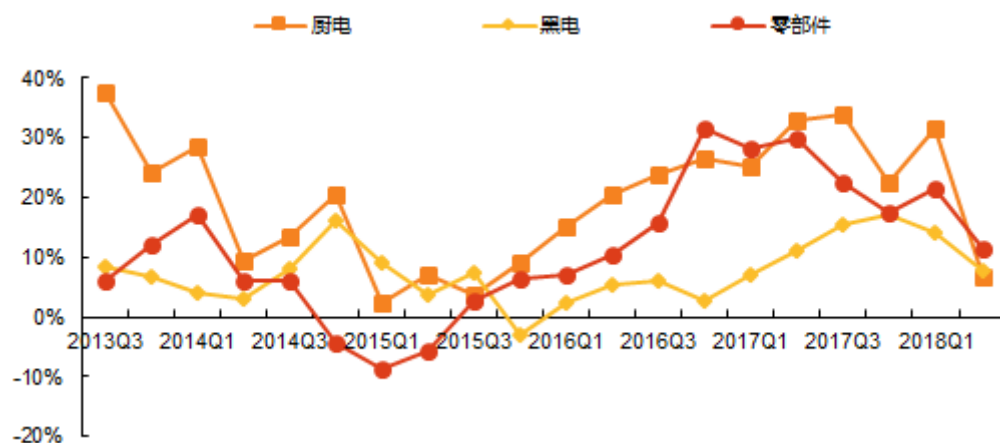
从地产后周期对家电子板块收入增速影响排序来看，我们认为厨电> 白电、黑电、零部件> 小家电。从 Q2 季度收入增速看，各子板块分化较为明显，其中小家电板块收入增速环比逆势增长，而厨电板块收入增速下滑最为明显。

图 4：分季度家电子板块收入增速（家电、白电、小家电）



资料来源：WIND 天风证券研究所

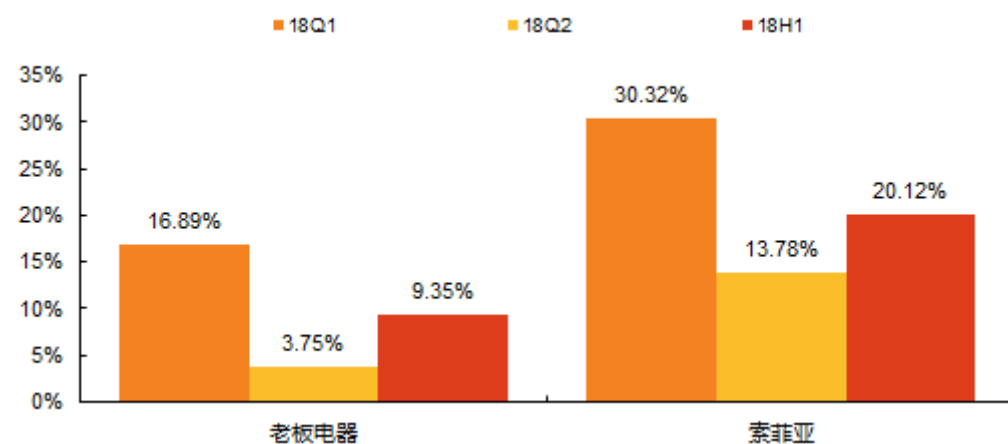
图 5：分季度家电子板块收入增速（厨电、黑电、零部件）



资料来源：WIND 天风证券研究所

厨电与橱柜装修属性类似，对比索菲亚和老板电器来说，其用户群具有较高重叠度。从二季度以及上半年的收入增速情况看，其表现存在较为一致的情况，地产后周期效应对于上半年影响十分明显。

图 6：索菲亚&老板电器收入增速情况



资料来源：WIND 天风证券研究所

从结构来看，考虑厨电销售滞后商品房销售 1~2 个季度，一二线收入占比小的公司受地产影响相对较小。

表 2：厨电公司收入增速与商品房销售增速对比

| 厨电重点公司 | 老板电器 | 华帝股份 | 万和电气 | 浙江美大 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 收入增速：18Q2 | 3.8% | 12.8% | -1.3% | 49.3% |
| 收入增速：18Q1 | 16.9% | 23.2% | 49.6% | 53.2% |
| 一二线占比预估 | 63% | 50% | 40% | 20% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

1.2. 经营性现金流变化趋势——周转、账期是否在恶化？

事实上，地产后周期效应对于家电需求端的影响除了直观的体现在收入增速以外，也对于家电企业的现金流和周转产生明显的影响。背后的逻辑在于，在面临需求增速下降的压力

时，企业可以通过选择向经销商让出账期或者应收账款的形式，维持短期收入端的增长，而这将一定程度体现在经营性净现金流的下降以及应收账款周转的恶化。

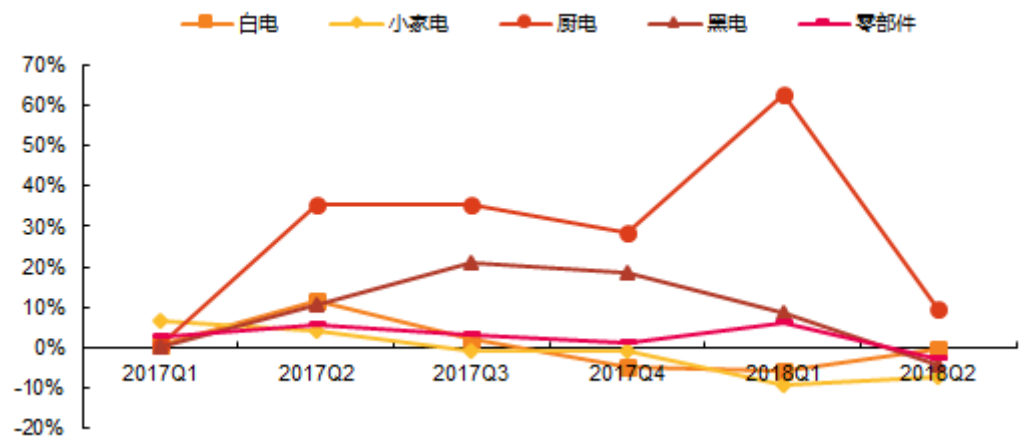
表 3：Q2 季度白电、小家电、厨电经营性现金流下降（亿元）

| 子板块 | 18Q2 | yoy | 18H1 | yoy | 18Q1 | yoy |
|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 白电 | 27.85 | -44.9% | 217.86 | -17.3% | 190.01 | 89.3% |
| 小家电 | 2.71 | -65.0% | 9.32 | -12.8% | 6.61 | 123.3% |
| 厨电 | 8.32 | -4.7% | 16.93 | 58.4% | 8.62 | 97.9% |
| 黑电 | 30.69 | 201.2% | 30.53 | 483.0% | -0.16 | 99.1% |
| 零部件 | 17.59 | 49.2% | 16.86 | 616.5% | (0.73) | 95.1% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

从应收账款的变化看，Q2 季度各子板块普遍出现周转放缓的情况，我们认为在需求端承压背景下，企业通过向经销商放松回款要求，从一定程度上增加经销商拿货的积极性。

图 7：分季度应收账款周转率同比情况



资料来源：WIND 天风证券研究所

2. 家电究竟在消费升级还是降级？

2.1. 毛利率上升还是下降了？

上半年家电板块整体毛利率同比-0.47%，其中 Q2 季度-0.22%，幅度有所收窄。具体来看：

1) 白电板块龙头具有较强的对上游议价、对下游涨价的能力，Q2 季度毛利率同比正向提升；我们认为，消费升级趋势尤其是冰洗品类的结构提升对于毛利率改善做出了重要贡献。

2) 小家电板块毛利率下滑主要为以出口型代工业务为主的企业下滑，一方面在原材料涨价情况下，作为中游企业溢价能力较弱，另一方面尽管二季度中后期开始人民币汇率有所恢复，但汇率波动传导存在一定滞后期；

3) 厨电板块进入下半场竞争，上游成本提升的同时，下游竞争加剧，提价困难；

4) 黑电板块中，以面板为主的 TCL 集团受到上半年液晶面板价格明显下滑影响，毛利率同比显著下降；虽然面板价格大幅下降，但是整机厂商多选择产品降价、扩张规模，从而毛利率并未出现明显好转。

5) 零部件板块, 以三花为代表的成本加成模式企业, 受到出口汇率滞后传导影响, 二季度毛利率仍受到汇率影响有所下降。

表 4: 家电子板块毛利率变化情况

| 子板块 | 18Q2 | yoy | 18H1 | yoy | 18Q1 | yoy |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 白电 | 27.9% | 1.1% | 27.5% | 0.2% | 27.1% | -0.8% |
| 小家电 | 29.9% | -0.7% | 29.8% | -1.0% | 29.7% | -1.2% |
| 厨电 | 44.0% | -0.4% | 42.2% | -1.7% | 40.3% | -3.0% |
| 黑电: TCL集团 | 17.2% | -6.2% | 18.3% | -2.6% | 19.5% | 1.2% |
| 黑电: 其他 | 12.1% | -1.7% | 14.2% | -2.6% | 12.5% | -1.5% |
| 零部件 | 17.7% | -1.5% | 17.4% | -1.2% | 17.1% | -0.8% |

资料来源: WIND 天风证券研究所

2.2. 成本分拆: 哪些品类发生了变化?

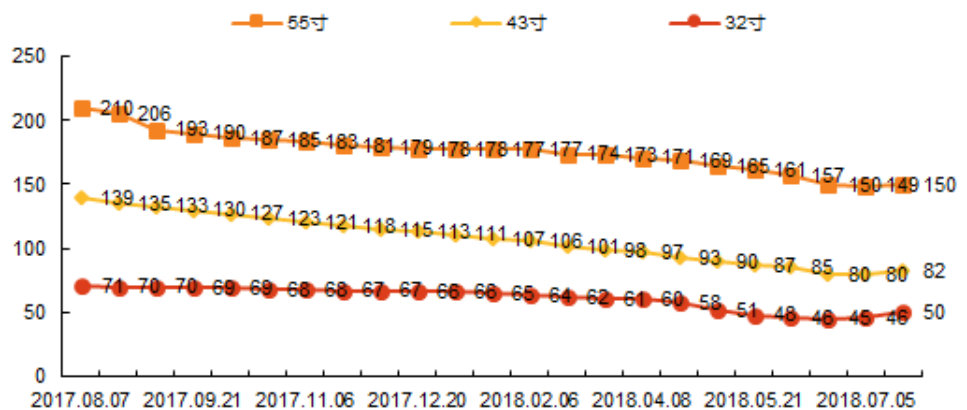
今年以来铜、铝、钢材等主要大宗商品原材料价格同比仍有一定幅度上升, 对家电企业生产成本端产生了一定压力。其中上半年铜、铝价格同比涨幅约 5-10%, 钢材价格同比涨幅约 15%; 塑料价格整体基本持平。

表 5: 上半年主要原材料价格走势

| 同比 | SHFE铜 | SHFE铝 | 中国塑料价格指数 (中塑指数) | 钢材综合价格指数 (1994年4月=100) |
|-----------|-------|-------|--------------------|---------------------------|
| 2016H2 | 4.3% | 15.4% | 10.2% | 35.7% |
| 2017H1 | 28.3% | 17.4% | 21.9% | 46.7% |
| 2017H2 | 29.2% | 17.1% | 9.1% | 41.3% |
| 2018H1 | 11.7% | 4.9% | 1.1% | 15.0% |
| 2018下半年至今 | -5.1% | -7.2% | 1.5% | 2.2% |

资料来源: WIND 天风证券研究所

图 8: 主要液晶面板尺寸均价走势 (美元)



资料来源: witsview 天风证券研究所

钢、铜、铝、塑料件为白电产品的主要大宗原材料, 而液晶面板为电视机产品的主要成本, 根据各产品的成本构成测算如下:

表 6：上半年主要原材料价格走势

| 品类 | 成本上升率 |
|-----|--------|
| 空调 | 6.9% |
| 冰箱 | 5.1% |
| 洗衣机 | 5.7% |
| 彩电 | -12.4% |
| 其他 | 5.9% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

2.3. 成本分拆：哪些公司在做消费升级？

我们对于上半年毛利率波动的分拆在于以下两个方面：

- 1) 原材料因素占多少？——行业竞争格局决定转嫁能力
- 2) 消费升级因素占多少？——行业均价和产品结构变化趋势

首先，我们对于上节中测算的 18H1 产品成本上升影响毛利率波动与实际毛利率波动进行对比，我们假设其中的差异值来自于**向上游**及**向下游** 2 个方向的传导。

表 7：成本及消费升级因素详细分拆

| 18H1 | 成本影响 毛利率 | 实际毛利 率变化 | 差异值 | 三花智控制 冷零部件毛 利率变化 | 向上游传导 系数假设 | 上游传导： 毛利率增加 | 下游传导： 毛利率增加 |
|------|-------------|-------------|-------|------------------------|---------------|----------------|----------------|
| 格力电器 | -4.6% | 1.9% | 2.7% | -1.7% | 1.10 | 1.9% | 0.8% |
| 美的集团 | -4.4% | 1.9% | 6.4% | -1.7% | 1.10 | 1.9% | 4.5% |
| 青岛海尔 | -3.9% | 1.2% | 2.7% | -1.7% | 1.10 | 1.9% | 0.8% |
| 美的电器 | -4.6% | 1.5% | 3.1% | -1.7% | 0.95 | 1.6% | 1.4% |
| 小天鹅A | -4.3% | 1.0% | 5.2% | -1.7% | 1.10 | 1.9% | 3.4% |
| 奥马电器 | -3.4% | 6.1% | 9.6% | -1.7% | 0.90 | 1.5% | 8.0% |
| 海信科龙 | -4.4% | 0.1% | 4.3% | -1.7% | 1.05 | 1.8% | 2.5% |
| 惠而浦 | -3.8% | 2.5% | 6.3% | -1.7% | 0.90 | 1.5% | 4.8% |
| 海信电器 | 9.3% | 1.2% | -8.1% | | | 0.0% | -8.1% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

其次，我们假设三花智控上半年传统制冷业务毛利率波动率，作为白电整机厂商向零部件企业成本传导能力的基准，并根据整机厂商的议价能力强弱分别假设传导系数，可测算出向上游传导成本所带来的毛利率改善。

最后，向上游传导后的毛利率与实际毛利率的差异值则来源于向下游终端传导（消费升级），我们认为，上半年由于**美的主动对洗衣机等产品进行结构性调整**，美的集团及小天鹅的结构升级趋势十分明显，带来毛利率正向改善幅度远超竞争对手。

此外，我们认为，值得关注的是**惠而浦**上半年主动进行的产品结构升级，带来的毛利率改善效果也十分明显；同时，我们认为**奥马电器**则由于业务转型，传统家电业务占比下降以及高达 98%毛利的平台业务收入占比上升带来了毛利率的改善。

3. 展望三季度，哪些公司更加稳健？

3.1. 三季报业绩指引：最直观的预期

从家电上市公司中报披露的业绩指引看，各公司对于下半年整体增速预测均较为稳健和保守，未有明显超预期的情况出现。一方面，空调行业在下半年面临较高基数，补库存逻辑较同期也有所减弱，空调产业链公司下半年整体仍有压力；另一方面，地产后周期效应仍将持续发酵，对于厨电等相关行业来说下半年收入端增长存在压力。

表 8：公司披露三季度业绩增长区间

| 公司 | 18Q1业绩增速 | 18Q2业绩增速 | 一季报对18H1业绩增速预计 | 半年报对1-9月业绩增速预计 | 18Q3业绩增速预计 |
|------|----------|----------|----------------|----------------|------------|
| 三花智控 | 13.0% | 9.9% | 0%~30% | 0%~20% | -18%~35% |
| 浙江美大 | 49.7% | 45.1% | 45%~50% | 30%~50% | 9%~54% |
| 苏泊尔 | 21.9% | 23.7% | 0%~30% | 0%~30% | -44%~47% |
| 九阳股份 | 7.9% | -0.9% | -20%~20% | -20%~20% | -66%~56% |
| 老板电器 | 20.1% | 3.5% | 10%~30% | 5%~20% | -4%~36% |
| 华帝股份 | 49.6% | 43.3% | 30%~50% | 30%~50% | -18%~65% |
| 兆驰股份 | 17.0% | -60.6% | -30%~0% | -30%~0% | -36%~54% |
| 爱仕达 | -19.4% | 50.8% | 5%~30% | 0%~30% | -23%~102% |
| 新宝股份 | -32.6% | -26.6% | -30%~0% | -15%~15% | 4%~76% |
| 亿利达 | 18.4% | 10.7% | 20%~60% | -30%~10% | -97%~6% |
| 万和电气 | 16.1% | 48.4% | 15%~45% | 10%~45% | -58%~99% |
| 盾安环境 | 3.5% | -45.9% | -20%~10% | -30%~0% | 83%~-141% |
| 勤上股份 | 24.8% | -26.3% | 0%~35% | -40%~8% | -216%~38% |
| 德豪润达 | 103.5% | -9.2% | 100%~145% | 110%~140% | -69%~-161% |
| 德奥通航 | -60.7% | -46.3% | -76%~-26% | -56%~-8% | 155%~-917% |
| 和而泰 | 32.6% | 22.7% | 20%~50% | 10%~40% | -26%~71% |
| 雪莱特 | 61.3% | -495.1% | -213%~-187% | -295%~-204% | -190%~-99% |
| 天际股份 | -89.4% | -59.7% | -93%~-63% | -71%~-49% | -34%~122% |
| 毅昌股份 | 106.3% | -32.1% | 24%~62% | 34%~56% | -33%~-64% |
| 奋达科技 | 20.5% | 7.7% | 10%~30% | 0%~30% | -11%~46% |
| 顺威股份 | -358.7% | -10.7% | -227%~-187% | -237%~-198% | 8%~-159% |
| 奥马电器 | 82.1% | 28.1% | 40%~70% | -10%~10% | -97%~-43% |
| 康盛股份 | -23.8% | -136.1% | -114%~-86% | -126%~-84% | -137%~-69% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

3.2. 三大白电的启示：空调行业会怎样？

作为家电板块的重中之重，格力、美的、海尔三大白电企业的中报对于第三季度的行业带来了什么启示？我们重点从资产负债表和现金流量表两个维度进行分析：

1) 资产负债表分析：

• 预收账款集体下降的背后？

从半年报预收账款余额来看，格力、美的、海尔均有一定幅度的下降，其中以空调业务为主的格力电器预收账款同比、环比下滑幅度最大。我们认为，作为收入端的先行指标，预收账款的下降其实体现了经销商后续备货积极性不足。而对于美的集团来说，我们认为，今年公司将渠道存货作为对于渠道经销商 KPI 考核的第一指标，预收账款的下降是其主动战略执行下相对合理的结果。

表 9：格力、美的、海尔预收账款余额明显下降

| 预收账款余额 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 格力电器 | 133.6 | 62.9 | 123.8 | 20.8 | -67.0% | -83.2% |
| 美的集团 | 118.3 | 141.7 | 145.3 | 110.1 | -22.3% | -24.3% |
| 青岛海尔 | 35.2 | 41.5 | 44.6 | 34.9 | -16.0% | -21.8% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

- 应收账款上升的原因？

上半年三大白电应收账款余额呈现逐季上升的趋势，我们认为，应收账款的上升一方面意味着收入规模在扩张；另一方面，应收账款周转效率也对应着企业在行业需求环境变化时，对于下游经销商政策的宽松程度。

表 10：格力、美的、海尔应收账款余额明显上升

| 应收账款+票据 余额 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 格力电器 | 241.6 | 285.2 | 301.1 | 376.3 | 31.9% | 25.0% |
| 美的集团 | 267.8 | 302.7 | 337.6 | 373.2 | 23.3% | 10.5% |
| 青岛海尔 | 248.5 | 271.1 | 282.5 | 291.1 | 7.4% | 3.0% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

- 现金安全垫还有多厚？

尽管二季度格力、美的、海尔的现金及其他流动资产（主要为银行理财）的余额环比一季度有所下降，但从绝对余额来看数百亿甚至上千亿的规模，仍具备强大的现金安全垫。现金含量环比一季度下降的主要原因来自于二季度现金流量表质量的下降，经营性净现金流科目表现下滑是最大的原因。

表 11：Q2 季度现金+其他流动资产情况

| 现金+其他流动 资产 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|
| 格力电器 | 1,112.3 | 1,113.0 | 1,183.9 | 1,131.5 | 1.7% | -4.4% |
| 格力电器：现金 及现金等价物+ 其他流动资产 | | 825.2 | | 469.5 | -43.1% | |
| 美的集团 | 829.8 | 842.6 | 968.5 | 914.6 | 8.5% | -5.6% |
| 青岛海尔 | 295.5 | 317.7 | 385.9 | 381.6 | 20.1% | -1.1% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

注：格力电器的现金及现金等价物=货币资金-使用受到限制的存款（包括法定存款准备金，票据、信用证等保证金，其他受限资金）-不属于现金及现金等价物范畴的定期存款+其他现金等价物

• 变化的返利意味着什么？

首先，从未付返利的科目来看，格力、美的的未付返利应包含于其他流动负债科目下；而海尔的其他流动负债科目、递延收益、预计负债等科目余额均与收入及可能的返利规模不匹配，因此我们预计海尔的返利应处于其他应付款科目下。

表 12：格力的返利科目余额有所下降

| 其他流动负债 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 格力电器 | 616.8 | 615.6 | 618.9 | 607.0 | -1.4% | -1.9% |
| 美的集团 | 273.8 | 266.1 | 298.1 | 321.9 | 21.0% | 8.0% |
| 其他应付款 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
| 青岛海尔 | 86.4 | 98.4 | 99.7 | 110.8 | 12.6% | 11.1% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

上半年格力的返利余额同比及环比均有所下降，而美的、海尔的返利科目余额均有所上升，且与收入增速基本匹配。因此，我们认为，格力的返利余额下降有两种可能：

- 1) 返利支付增加导致未付的返利余额下降；
- 2) 当期的返利计提减少，导致未付返利下降。

第一种情况，我们认为如果格力以实物返利或者销售折扣的方式支付返利，将观察到毛利率的下降；同时，将前期销售费用中计提的返利回冲，将观察到销售费用率同时也下降。

表 13：格力电器毛利率及销售费用率变化

| 格力电器 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | Q1同比 | Q2同比 |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 毛利率 | 34.4% | 30.1% | 30.9% | 29.4% | -3.5% | -0.7% |
| 销售费用率 | 14.8% | 10.2% | 10.9% | 7.1% | -3.9% | -3.2% |
| 毛-销 | 19.6% | 19.9% | 20.0% | 22.3% | 0.4% | 2.4% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

而 Q2 季度我们看到毛利率下降的幅度远不及销售费用率下降幅度（即毛-销实际大幅上升 2.4pct），则意味着格力在二季度的实际产品毛利率有明显上升（结构提升或均价上升），或者返利支付以现金形式支付。

但从二季度格力的现金流量表看，Q2 经营活动现金流出 253.7 亿元，同比减少约 40 亿元，因此现金支付返利的可能性较低。

第二种情况，我们认为，如果格力减少当期的返利计提，将观察到当期“递延所得税资产-预提费用”科目余额下降或者增速的下降。

表 14：格力电器递延所得税资产变化

| 格力电器 | 2017H1期末 | 2017A期末 | 2018H1期末 | 较18年初变化 | 较17H1变化 |
|----------------------|----------|---------|----------|---------|---------|
| 递延所得税资产-预提费用 (亿元) | 115.4 | 102.6 | 109.7 | 6.9% | -5.0% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

从 18H1 科目余额看，较年初变化增速以及同比增速均远低于收入规模增速，因此我们认为，本期格力存在对于返利计提的比例下降的可能性。

- 存货在上升吗？

事实上，仅从上市公司的存货情况看，除了海尔略有上升以外，格力、美的上半年的存货余额较年初均有较为明显的下降。一方面，上半年空调行业高景气度依然维持，空调出货情况良好的情况下，公司存货水平并不高；另一方面，主要原材料价格上半年已经基本趋势稳定，上市公司也并不需要大幅度囤积原材料库存。

表 15：三大白电企业存货变化情况

| 存货 (亿元) | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018H1 | 18H1同比 | 较年初环比 |
|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 格力电器 | 133.4 | 165.7 | 151.0 | 131.2 | -1.6% | -20.8% |
| 美的集团 | 208.9 | 294.4 | 265.1 | 237.2 | 13.6% | -19.4% |
| 青岛海尔 | 172.3 | 215.0 | 228.5 | 225.1 | 30.7% | 4.7% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

2) 现金流量表：为何销售商品现金增速低于收入增速？

18 年上半年格力、美的销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，而青岛海尔同比增速与收入增速基本匹配；而经营性净现金流方面，三大白电企业同比均有较为明显的下降。

我们认为，收到的现金下降以及经营性净现金流的下降背后，体现了公司对于经销商打款政策的要求更为宽松。以美的为例，公司在 T+3 以及严格管控渠道存货的经营思路下，其经营性净现金流下降主要由于公司主动盘活资金，加大了对公司上下游产业链融资支持力度，提升资金使用效率和生态链整体经营效率。

而格力则由于在实际业务操作中，无论在出货、提货及对经销商业务中会使用大量票据，造成现金流的下降。与此同时，需要警惕的是现金回款效率的降低是否意味着需求端的压力在上升。

表 16：销售商品、提供劳务收到的现金有所下降

| 销售商品、提供 劳务收到的现金 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 格力电器 | 310.7 | 212.5 | 337.1 | 197.3 | -35.5% | -7.1% |
| 美的集团 | 471.3 | 528.6 | 550.7 | 461.2 | -2.1% | -12.7% |
| 青岛海尔 | 420.1 | 327.9 | 392.9 | 497.0 | 18.3% | 51.6% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

表 17：经营性净现金流有所下降

| 经营活动产生的 现金流量净额 (亿元) | 2017Q1 | 2017Q2 | 2018Q1 | 2018Q2 | 同比 | 环比 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 格力电器 | 87.8 | -51.4 | 143.6 | -54.2 | -161.7% | -5.4% |
| 美的集团 | 70.1 | 68.9 | 44.3 | 31.9 | -54.6% | -53.8% |
| 青岛海尔 | 58.1 | 25.8 | 19.9 | 33.8 | -41.9% | 30.7% |

资料来源：WIND 天风证券研究所

4. 投资建议

回顾 18 年上半年，空调行业景气度依然维持，但与此同时地产后周期效应带来的需求压力率先在厨电板块体现。而在原材料成本压力以及消费升级趋势下，我们认为白电龙头无论在成本转移还是在消费升级趋势下产品结构提升方面仍将具备优势。同时，上半年三大白电企业的报表启示着需求端的压力初现；展望下半年各家上市公司对于自身业绩预增的估计也趋势平稳和保守。

个股方面，从中报质量上看，白电龙头美的集团表现相对优秀，中长期内龙头企业具备明显的竞争优势。小家电领域建议积极关注具备品牌和品类扩张优势明显，有望受益于消费升级的龙头苏泊尔。零部件方面，中长期依然推荐具备较高技术门槛和行业地位的龙头三花智控。

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 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 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 |