

行业研究/动态点评

2019年05月14日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
白色家电 II 增持 (维持)

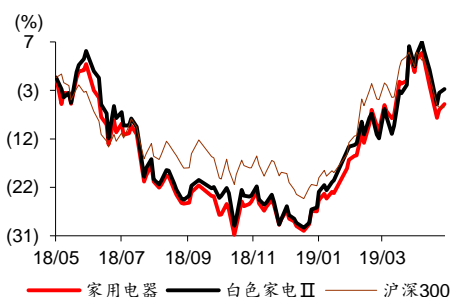
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《家用电器: 贸易摩擦加税对白电龙头影响较低》2019.05
- 2《家用电器: 行业周报(第十九周)》2019.05
- 3《家用电器: 越过高山, 重上征程》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

收入增速放缓, 盈利维持高水平

三大白电 2018 年及 2019Q1 财务比较分析

白电龙头公司维持强者恒强

2018 年及 2019Q1 美的收入和利润增速均相对领先; 格力增速有所放缓, 2018 年空调基数较高, 2019Q1 增速放缓符合预期; 海尔高端收入增速领先, 但规模依然较低, 整体拉动不明显。展望 2019, 我们预期原材料 (PPI 增速下行) 等外部因素影响减弱, 白电龙头企业维持强者恒强的竞争态势, 但海外贸易政策不确定性增加, 内销占主导企业影响或更小。

三大白电利润表现美的集团领先

2018 年, 三大白电 (格力电器、美的集团、青岛海尔) 分别实现归母净利润 262.03、202.31、74.40 亿元, 分别同比+16.97%、+17.05%、+7.71%。2019Q1, 三大白电实现归母净利润 56.72 亿元、61.29 亿元、21.36 亿元, 分别同比+1.62%、+16.60%、+9.41%。展望 2019 年, 原材料价格下行, 且维持 CPI-PPI 剪刀差趋势, 白电龙头或更能分享毛利率回升的红利。

收入增速有所回落

2018 年三大白电营业总收入分别为 2000.24、2618.20、1833.17 亿元, 分别同比+33.33%、+8.23%、+12.17% (其中空调收入分别同比+26.15%、+14.73%、+10.53%)。2019Q1, 三大白电营业总收入分别同比+2.45%、+7.42%、+10.17%。我们认为白电虽短期需求有所下降, 但竞争格局具备优势, 同时地产需求已有所回暖, 2019H2 或大概率出现收入超预期表现。

盈利能力格力有望保持行业领先

格力电器更为依托内生增长, 聚焦空调产业, 毛利率短期下滑 (主动缩短折旧周期), 但“毛销差”自 2015 年开始持续领先行业 (2018 年, 三大白电毛销差分别为 20.7%、15.8%、13.4%, 同期家电行业毛销差为 13.4%), 在净利润率表现上更具优势 (2018 年, 三大白电净利润率分别为 13.3%、8.3%、5.3%, 申万家电行业为 5.6%)。我们认为格力空调具备规模经济优势, 自有渠道销售费用更可控, 盈利能力有望保持领先。

现金流表现突出, 格力分红恢复至近五成

三大白电经营性现金流均匹配收入增长, 继续维持较大比例分红。格力 2018 年中期及年报现金分红超过 126 亿元, 分红率为 48.21%, 未来依然大概率维持行业较高。美的 2018 年现金分红 85.6 亿元, 分红率为 42.3%, 同时推出 40 亿元回购计划。青岛海尔维持 30% 左右分红率。

三大白电 PE 估值比较, 格力依然具备估值提升潜力

我们依然认为格力电器具备估值提升潜力, 预期收益率下行周期中, 公司属于市场核心资产, 且随着 MSCI 扩容, 外资有望重点配置消费行业, 消费龙头具备估值提升空间。同时, 我们认为格力大股东股权转让有利于提升未来管理灵活性, 海外发展或有望提速。且分红率如预期恢复至近五成。在需求预期改善、格局稳定的情况下, 格力财务表现或保持行业持续领先。

风险提示: 宏观经济下行; 原材料价格及人民币汇率不利波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000651.SZ	格力电器	54.10	买入	4.36	5.06	5.97	7.07	12.41	10.69	9.06	7.65
000333.SZ	美的集团	50.75	买入	3.06	3.52	4.11	4.65	16.58	14.42	12.35	10.91
600690.SH	青岛海尔	15.74	买入	1.17	1.38	1.62	1.87	13.45	11.41	9.72	8.42

资料来源: 华泰证券研究所

三大白电龙头净利润比较：美的集团增速领先

图表1：三大白电盈利比较：2018及2019Q1美的集团增速领先

单位：亿元，元，%		格力电器	美的电器	青岛海尔
总股本(亿股)		60.16	66.06	63.68
最新A股股价(2019/5/13)		54.10	50.75	15.74
总市值(亿元)(2019/5/13)		3254.51	3352.47	1002.39
2018年利润	归属母公司净利润	262.03	202.31	74.40
	同比增速	16.97%	17.05%	7.71%
	对应EPS(元)	4.36	3.08	1.21
	扣除非经常性损益后EPS(元)	4.25	3.05	1.07
2019Q1利润	归属母公司净利润	56.72	61.29	21.36
	同比增速	1.62%	16.60%	9.41%
2019预计净利润	预测归属母公司净利润	304.27	232.52	87.72
	预测同比增速	16.12%	14.94%	17.89%
	预测对应EPS(元)	5.06	3.52	1.38

注：预测值为华泰家电团队预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2018年，格力电器、美的集团、青岛海尔分别实现归母净利润262.03亿元、202.31亿元、74.40亿元，分别同比+16.97%、+17.05%、+7.71%。

2019Q1，格力电器、美的集团、青岛海尔分别实现归母净利润56.72亿元、61.29亿元、21.36亿元，分别同比+1.62%、+16.60%、+9.41%。

格力电器主营空调产品，产品力、渠道力、品牌力持续领先，根据产业在线数据，2018年公司空调总销量市场份额达到32.8%，同比提升0.3PCT。但由于公司2018年缩短了部分固定资产折旧期限，毛利率水平有所下降。同时研发投入加大，管理及研发费用率提升，导致2018年公司净利润增速慢于收入增速。

美的集团2018年整体净利润增长高于收入，影响主要来自三个方面：一、空调业务毛利率较高，且2018年空调收入占比达到41.8%，同比+2.4pct；二、公司把控产业链定价权，根据中怡康零售均价情况，公司空调/洗衣机/冰箱均价分别同比+5%/+20%/+24%，领先行业涨幅，行业空洗冰均价分别同比+4%/+11%/+11%（其中，2018年小天鹅A归母净利润为18.62亿元，同比+23.64%）；三、机器人业务受益于美的并购KUKA期间产生的资产溢价摊销费用摊销完成，毛利率有较大幅度上行。

青岛海尔海外收入延续较高增长速度，但受到人民币汇率波动及海外整合影响，海外区域毛利率下滑影响净利润增长。公司内销洗衣机、冰箱产品份额维持行业领先，产业在线数据显示，2018年公司洗衣机、冰箱总销量份额为27.6%（同比+1.3pct）、19.3%（同比持平）。

分季度来看，2019Q1三大白电净利润同比、环比增速均较2018Q4有较明显优化。

图表2：三大龙头归母净利润分季度情况（单位：亿元，%）

	格力电器归母			美的集团归母			青岛海尔归母		
	净利润	格力同比	格力环比	净利	美的同比	美的环比	净利	海尔同比	海尔环比
2018Q1	55.82	39.00%	-19.58%	52.56	20.80%	129.98%	19.80	13.90%	59.24%
2018Q2	72.25	32.90%	29.44%	76.81	18.90%	46.12%	28.79	7.10%	45.39%
2018Q3	83.12	38.30%	15.05%	49.63	18.50%	-35.38%	13.41	6.90%	-53.40%
2018Q4	50.84	-26.70%	-38.83%	23.31	2.00%	-53.05%	13.13	5.60%	-2.09%
2019Q1	56.72	1.60%	11.56%	61.29	16.60%	162.99%	21.36	7.90%	62.65%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

展望 2019 年，原材料价格持续下行，且维持 CPI-PPI 剪刀差趋势，白电龙头或更能分享毛利率回升的红利，预计 2019 年全年格力、美的、海尔实现归母净利润分别为 304.27 亿元、232.52 亿元、87.72 亿元，分别同比+16.12%、+14.94%、+17.89%，对应 EPS 分别为 5.06 元、3.52 元、1.38 元。

三大白电龙头收入情况分析，2019Q1 收入有所放缓

2018 年格力电器、美的集团、青岛海尔分别实现营业总收入 2000.24 亿元、2618.20 亿元、1833.17 亿元，分别同比+33.33%、+8.23%、+12.17%。其中，主营收入分别为 1705.92 亿元、2380.65 亿元、1824.94 亿元，分别同比+29.05%、+7.65%、+14.97%。

2019Q1，格力电器、美的集团、青岛海尔分别实现营业总收入 410.06 亿元、755.00 亿元、1480.43 亿元，分别同比+2.45%、+7.42%、+10.17%。

2018 年收入分产品比较，空调增速格力领先

图表3：三大白电收入比较：整体增长稳健，格力空调行业增长领先

单位：亿元，%		格力电器	美的集团	青岛海尔
分产品收入构成 (2018A)	空调	1556.82	1093.95	317.73
	生活电器/消费电器	37.94	1029.93 ^(注1)	1234.82 ^(注2)
	智能装备/机器人及自动化系统	31.09	256.78	-
	其他主营	80.07	-	272.39 ^(注3)
	主营业务合计	1705.92	2380.65	1824.94
	其他业务	294.32	237.54	8.22
	营业收入合计	2000.24	2618.20	1833.17
分产品收入同比变化 (2018A)	空调	26.15%	14.73%	10.53%
	生活电器/消费电器	64.90%	14.73%	15.87%
	智能装备/机器人及自动化系统	46.19%	-5.03%	-
	其他	83.97%	-	16.35%
	主营业务合计	29.05%	7.65%	14.97%
	其他业务	65.07%	14.31%	55.71%
	合计	33.33%	8.23%	15.11%
2019 预计总收入	总收入	2200.26	2940.23	2025.56
	对应增长率	10.00%	12.30%	10.50%

注1：美的集团该项中包含冰箱、洗衣机、厨电、小家电等收入数据

注2：青岛海尔该项中包含电冰箱（543.39 亿）、洗衣机（362.68 亿）、厨电（249.51 亿）、热水器（79.24 亿元）收入数据。

注3：青岛海尔该项中包含渠道综合服务及其他（257.62 亿）、装备部品（14.78 亿）收入数据。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

格力电器空调收入驱动稳健，价量提升。2018 年，空调业务收入 1556.82 亿元，同比+26.15%。根据产业在线数据，2018 年公司空调总销量+7.3%。其中，内销+3.4%、出口+18.8%。我们预计公司空调产品出厂均价提升或达到 17.5%。

美的集团传统家电业务增速符合预期，但受到机器人业务增速放缓拖累，2018 年机器人及自动化系统业务收入 256.78 亿元，同比-5.03%。受下游行业需求影响，中国区域机器人本体接单不足，同时机器人业务组织架构依然面临调整压力。

青岛海尔传统家电业务强化多品牌成套化家电发展战略，结合向建材、微店等渠道拓展，各渠道引流能力提升，2018 年，国内市场冰箱、洗衣机、空调、厨电、热水器收入分别同比+14%、+13%、+9%、+16%、+9%。

展望 2019 年全年，我们认为白电行业虽然短期需求有所下降，但竞争格局具备优势，同时地产需求已经有所回暖（根据华泰证券地产团队数据，截至 4 月末，全国 43 个大中城市 4 月新房销售面积同比增长 24.2%，增速较 3 月上升 7.7 个百分点，其中一、二、三线

城市分别同比增长 51.9%、43.6%、3.1%。同期 14 城二手房销售面积同比增长 21.4%，增速较 3 月提升 11.2 个百分点，其中增速靠前的城市为大连、厦门、苏州、南京、深圳)，2019H2 或大概率出现收入超预期表现，预计 2019 年格力、美的及海尔收入分别为 2200.26 亿、2940.23 亿和 2025.65 亿元，同比分别+10.00%、+12.30%和+10.50%。

收入分内外销比较，外销增长动力较弱

图表4：三大白电内外销比较：格力空调内销增长明显

	单位：亿元，%	格力电器	美的电器	青岛海尔
分内外销收入构成(2018A)	主营业务内销(亿元)	1,483.23	1,492.57	1,058.18
	内销增长	30.46%	9.14%	15.25%
	主营业务外销(亿元)	222.70	1,104.08	766.77
	外销增长	20.42%	6.21%	7.98%
	主营业务收入合计	1,705.92	2,596.65	1,824.94
	出口占比	13.05%	42.52%	42.02%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

格力电器内销价量均获提升。分地区来看，2018 年公司国内主营收入 1483.23 亿元，同比+30.46%，海外主营收入 222.70 亿元，同比+20.42%。产业在线数据，2018 年公司空调内销量+3.4%、出口量+18.8%。

美的集团空调业务销售增长领先，拉动内销收入提升，2018 年内销实现收入 1492.57 亿元，同比+9.14%，外销受到库卡业务拖累，收入 1104.08 亿元，同比+6.21%。

青岛海尔 2018 年公司内销收入 1058.18 亿元，同比+15.25%。内销多元化品牌布局实现差异化增长，高端品牌卡萨帝收入同比+44%（2018 年卡萨帝建店超过 1800 家）。年轻化定位品牌统帅收入同比+30%。海外收入 766.77 亿元，同比+7.98%，其中 GEA 美元收入同比+13%（其他海外市场上，欧洲、南亚、日本、拉美收入同比+25%/+25%/+10%/+58%）。

展望未来，白电产业成熟度高，但内销市场空调保有量依然具备成长空间。

白电外销市场面临全球主要经济体增长放缓，且贸易政策不确定性增加的风险。如果贸易摩擦升级、关税提升，家电出口竞争力或有所削弱。但也不排除人民币汇率贬值预期提升，缓解家电出口压力。东南亚、南美等新兴经济体有一定的家电渗透空间，但市场规模低于经济发达国家。整体上，家电外销压力加大，内销占比较高公司受到影响或更小。

三大白电龙头盈利能力比较：格力有望保持领先

格力电器更为依托内生增长，聚焦空调产业（2018年空调收入占比77.8%，同比下降4.4PCT），虽然短期公司缩短固定资产折旧，导致毛利率有所下滑，但公司“毛销差”（毛利率-销售费用率）自2015年开始持续领先行业（2018年，三大白电毛销差分别为20.7%、15.8%、13.4%，同期申万家电行业毛销差为13.4%），在净利润率表现上更具优势（2018年，三大白电净利润率分别为13.3%、8.3%、5.3%，申万家电行业为5.6%），我们认为格力电器在空调业务上具备规模经济优势，且自有渠道可控性更强，盈利能力有望保持行业领先。

分产品毛利率比较：规模优势提升毛利率

图表5：三大白电毛利比较：美的毛利率提升领先

单位：%	格力电器	美的集团	青岛海尔
分产品收入毛利率(2018A)			
空调	36.48%	30.63%	31.72%
生活电器/消费电器	12.24%	29.16% ^(注1)	32.51% ^(注2)
智能装备/机器人及自动化系统	6.48%	22.85%	-
其他	18.23%	17.87%	10.49% ^(注3)
主营业务合计	34.11%	29.16%	28.78%

注1：美的集团该项中包含冰箱、洗衣机、厨电、小家电等收入数据。注2：青岛海尔该项中包含电冰箱、洗衣机、厨电、热水器收入数据。注3：青岛海尔该项中包含渠道综合服务及其他、装备部品收入数据。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

格力电器2018年缩短了部分固定资产折旧期限（折旧年限缩短，对营业利润影响为-5.05亿元，对净利润影响为-4.29亿元），毛利率水平有所下降。公司2018年毛利率为30.89%，同比-2.74PCT。其中，空调业务毛利率为36.48%，同比-0.59PCT，生活家电毛利率为18.23%，同比-2.42PCT，智能装备业务毛利率为6.48%，同比+0.63PCT。公司自2019年1月起对员工进行薪资调整，短期公司成本有所提升。公司2019Q1毛利率为31.37%，同比-0.29PCT。

美的集团受益于家电产品提价影响，2018年空调毛利率为30.63%，同比+1.59PCT，消费电器毛利率29.16%，同比+1.79PCT。而机器人业务受益于并购期间的资产溢价摊销影响解除，2018年毛利率22.85%，同比+8.37PCT。2019Q1公司毛利率达到28.64%，同比+2.43PCT。

青岛海尔2018年受到海外影响，盈利能力有所下降。公司2018年毛利率为29.00%，同比-2.00PCT。区域上，海外毛利率为24.96%，同比-3.99PCT，国内毛利率为31.54%，同比-0.82PCT。同时，2018年空调、冰箱、洗衣机、厨电、热水器、装备部品、渠道综合服务毛利率分别下降0.11、1.68、6.84、2.29、2.48、7.58、1.86PCT。2019Q1公司毛利率达到29.12%，同比+0.51PCT。

费用科目变化：格力渠道更为可控，降低销售费用率支出

图表6：三大白电费用率比较：格力继续降低销售费用率

单位：%	格力电器	美的电器	青岛海尔
费用率比较(2018A)			
销售费用率	9.45%	11.87%	15.63%
同比变化百分点	-1.66PCT	0.82 PCT	-2.12 PCT
管理及研究费用率	5.68%	6.86%	7.31%
同比变化百分点	1.63 PCT	0.75 PCT	0.32 PCT
财务费用率	-0.47%	-0.70%	0.51%
同比变化百分点	-0.76 PCT	-1.03 PCT	-0.36 PCT
汇兑损益(亿元)	2.29	-4.85	-0.18

资料来源：Wind、华泰证券研究所

格力电器维持了销售费用率的重点管控，2018年公司销售费用率为9.45%，同比-1.66PCT。同时，公司提升员工报酬、增加折旧摊销等，管理及研发费用率均有提升，其中，管理费用率达到了2.18%，同比+0.54PCT，研发费用率达到了3.49%，同比+1.08PCT。同时由于汇率波动，公司汇兑损益减少13.75亿元，使得财务费用为-9.48亿元。

美的集团销售、管理及研发率均有提升，2018年公司加大多品类联合促销，推动体验店建设（全年在建材市场开设139家体验中心，并升级375家旗舰店为体验中心），销售费用率达到了11.87%，同比+0.82个百分点。受到研发投入加大影响，公司管理及研发费用率为6.86%，同比+0.75PCT。同时，人民币汇率波动，为公司带来汇兑收益4.85亿元，同时利息收入较大幅度增加，全年财务费用为-18.20亿元。

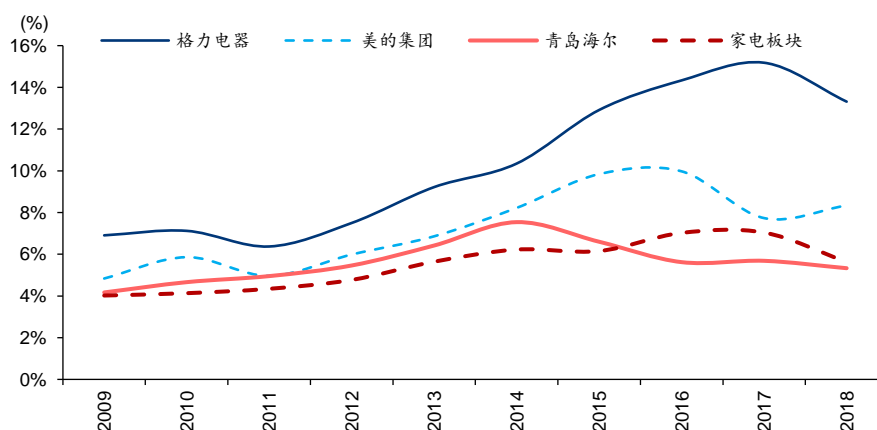
青岛海尔多品牌格局形成，多品牌营销有所减少，继续推进成套智慧家电解决方案落地（2018年全屋集成渠道零售额超过50亿元，增长超过100%），2018年建设4个智慧家庭城市体验中心、423个全屋智慧家庭集成店，3037个全网智慧家庭体验店。2018年销售费用率达到了15.63%，同比-2.12PCT。公司海外并购对于管理要求提升，管理费用增加，公司管理及研发费用率为7.31%，同比+0.32PCT；同时，利息支出增长态势缓和，且汇兑损益大幅减少，财务费用有小幅变化。

销售净利润率格力电器长期优于行业

三大白电中，格力销售净利润率长期高于行业平均，2018年，格力电器、美的集团、青岛海尔净利润率分别为13.3%、8.3%、5.3%。我们认为，格力净利润率优势，一方面来自于稳定市场地位及规模优势，在产品均价与成本的上行周期中，公司产品更受益于CPI-PPI剪刀差效应；另一方面，渠道稳固且把控力度强，整体期间费用可控。

净利润率排序为格力优于美的，领先海尔。青岛海尔与美的集团由于分别在2016年、2017年完成海外并购，费用率有较大提升，拖累了净利润率表现。

图表7：净利润率排序为格力优于美的、海尔。



资料来源：Wind、华泰证券研究所

三大白电龙头存货及现金流比较

存货依然处于高位

图表8：三大白电存货均超200亿元，美的、海尔延续了海外并购后的高库存规模

单位：亿元		格力电器	美的电器	青岛海尔
存货情况比较	存货	200.12	296.45	223.77
(2018A)	同比2017年金额变化	34.43	2.01	8.74
	2017年同比2016年金额变化	75.43	138.17	62.66

资料来源：Wind、华泰证券研究所

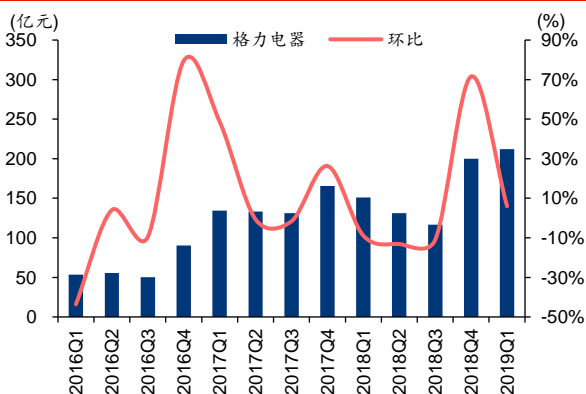
2018年格力电器存货略有提升，反映出目前行业需求影响，同时公司或对于2019年夏季天气对需求影响预期依然偏正面。公司渠道具备较强的库存调节能力，存货主要为原材料和产成品，分别为85.39亿元、96.39亿元。

美的集团2017年之前空调库存较低，在2017年空调热销影响下，空调库存提升，2018年依然延续了2017年以来的较高库存规模。公司存货主要为库存商品与原材料，分别为182.80亿元、51.21亿元。

2018年，青岛海尔存货主要为库存商品（205.18亿元），2016年公司并表GEA后导致存货有较大增加，目前依然保持了相对较大规模的存货。

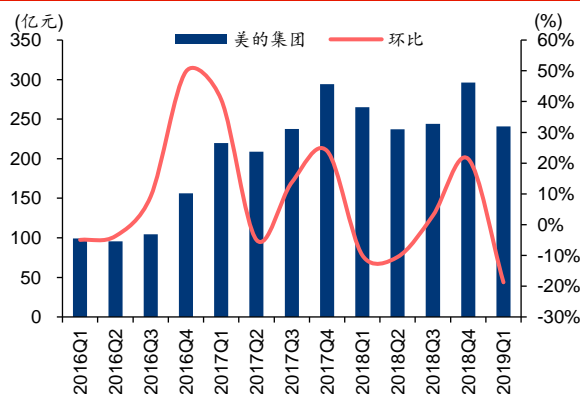
截止2019Q1，格力、美的、海尔存货分别达到212.15、240.90、229.07亿元。

图表9：格力电器季度存货及环比增速



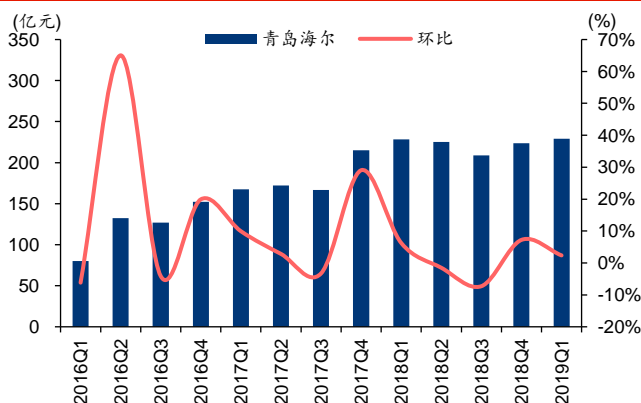
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：美的集团季度存货及环比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：青岛海尔季度存货及环比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

存货周转格力电器更为领先。自2014年以来，格力存货周转天数均处于45~50天左右水平，反映出格力空调产品的溢价效应和渠道商积极的提货，而美的与海尔均由于海外并购，导致存货周转有所下降。

图表12: 存货周转天数, 2018年格力领先

	格力电器	美的集团	青岛海尔	申万家电板块
2014	44.42	51.47	40.34	55.87
2015	49.28	44.66	44.87	55.06
2016	45.69	40.60	52.16	53.87
2017	46.27	44.96	60.18	55.11
2018	47.63	56.53	60.69	58.49

资料来源: Wind、华泰证券研究所

应收、应付周转, 格力相对领先

2018年格力电器、美的集团应收账款及应收票据与增速基本匹配, 青岛海尔加强应收款项的收回, 应收科目金额有所下降。美的、海尔采取的T+3或类似的销售方式, 下游保有的库存更低, 使得下游经销商的应收占款更小。

图表13: 应收款项金额格力较高, 但周转处于行业领先

	单位: 亿元	格力电器	美的电器	青岛海尔
应收款项情况比较	应收账款及应收票据	436.11	319.46	246.52
(2018A)	同比2017年金额变化	55.40	35.64	-8.29
	2017年同比2016年金额变化	51.47	75.01	-5.63

资料来源: Wind、华泰证券研究所

应收周转格力电器更为领先。应收账款周转反映出格力下游经销商回款积极, 公司资金回笼速度较快, 2015-2018年虽有波动, 但格力整体依然处于相对领先水平。

图表14: 应收账款周转天数, 2018年格力领先

	格力电器	美的集团	青岛海尔	申万家电板块
2014	5.89	21.97	19.51	30.12
2015	10.20	25.66	22.94	35.17
2016	9.71	26.97	27.80	36.35
2017	10.65	23.17	27.91	34.23
2018	12.28	25.59	22.47	34.66

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2018年格力电器、青岛海尔应付账款及应付票据与成本增速匹配, 美的集团由于2017年并购KUKA, 应付款项有一次性较大提升, 2018年已经有所下降。

图表15: 应付款项金额美的集团较高

	单位: 亿元	格力电器	美的电器	青岛海尔
应付款项情况比较	应付账款及应付票据	498.23	602.27	473.85
(2018A)	同比2017年金额变化	55.03	-1.26	53.53
	2017年同比2016年金额变化	56.51	165.11	90.34

资料来源: Wind、华泰证券研究所

应付账款周转天数, 格力电器依然具备相对优势。更长的应付账款周转天数反映出格力具备较强的供应链地位, 对供应商占款能力较强。

图表16： 应付账款周转天数，2018 年格力占款能力更强

	格力电器	美的集团	青岛海尔	申万家电板块
2014	110.88	64.13	76.79	73.95
2015	140.63	65.90	78.51	75.54
2016	134.19	66.64	77.39	77.03
2017	115.88	60.35	75.75	73.22
2018	95.76	68.92	73.87	72.76

资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营性现金流变化与收入匹配度较高，格力分红恢复至近五成

图表17： 三大白电经营性现金流量情况比较：格力受到票据质押变化影响，经营现金流有较大影响

	单位：亿元	格力电器	美的电器	青岛海尔
经营性现金流比较	经营活动现金流净额	269.41	278.61	189.34
(2018A)	同比变化金额	105.82	34.18	28.48
	主要影响因素	票据质押保证金减少	收入增长	收入增长

资料来源：Wind、华泰证券研究所

格力电器 2018 年经营活动现金流为 269.41 亿元，较去年同期增加 105.82 亿元。主要由于公司票据质押保证金减少 58.41 亿元，剔除影响后，经营性现金流增长 47.41 亿元，与收入规模增长基本匹配。

美的集团 2018 年经营活动现金流为 278.61 亿元，同比增加 34.18 亿元，青岛海尔经营活动现金流为 189.34 亿元，同比增加 28.48 亿元，基本与公司收入增长相匹配。

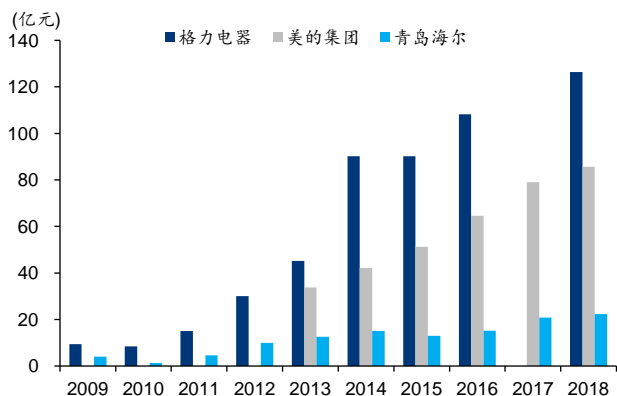
三大白电龙头现金流充裕历史分红金额保持高位

格力电器虽然基于公司经营规划考量，2017 年未进行分红，但 2018 年（中期分红约 36 亿元、年报分红约 90 亿元）现金分红超过 126 亿元，分红率为 48.21%，我们预期公司大股东股权转让完成后分红率有望稳步提升。

美的集团 2018 年报现金分红 85.6 亿元，分红率为 42.3%，同时 2018 年公司还推出 40 亿元回购计划，合计回馈股东金额超过 125.6 亿元。

青岛海尔维持稳定分红率，从 2012 年开始均保持为 30% 左右的分红率，2018 年未发生明显变化。

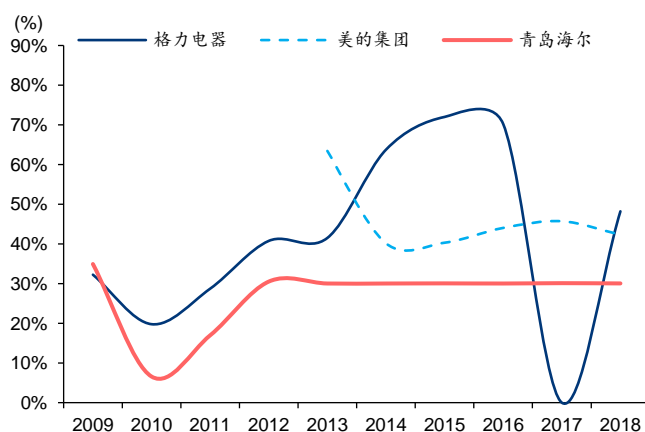
图表18： 三大白电现金分红金额



注：2018 年现金分红中，格力合计中期及年报金额

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 三大白电分红率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

三大白电龙头 ROE 及估值比较

ROE 比较：格力领先

图表20：三大白电 ROE 比较：行业领先，全球范围内均属于较高水平

	单位：%、次	格力电器	美的电器	青岛海尔
ROE 比较(2018A)	资产负债率	63.10%	64.94%	66.93%
	销售净利润率	13.31%	8.34%	5.33%
	总资产周转率	0.86	1.02	1.15
	净资产收益率	33.40%	25.80%	20.78%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2018年，格力电器、美的集团、青岛海尔 ROE 分别为 33.40%、25.80%、20.78%，在家电 A 股上市企业中居于前列，并在全球范围内均属于较高水平。

格力电器 ROE 较高主要受益于明显高于同业对手的净利润率水平，同时公司较高财务杠杆（主要为无息负债）所形成的，但由于账面保持了较大金额的货币资金，资产规模较大，影响了总资产周转率。

美的集团 ROE 低于格力、高于海尔，公司近年来资本开支较少，总资产周转率高于格力电器。

青岛海尔由于通过海外借款进行收购，资产负债水平高于格力、美的。

PE/PB 估值比较：看好格力未来估值提升潜力

图表21：三大白电估值比较：格力 PE 估值处于相对低位

截止 2019/5/13	格力电器	美的电器	青岛海尔
PE 估值比较(2019E)	10.69	14.42	11.41
PB 估值比较(2019E)	3.48	3.74	2.50

注：均为华泰家电团队预测数据

资料来源：Wind、华泰证券研究所

目前家电处于供需偏弱的周期阶段，白色家电终端需求或难有超预期表现，但我们依然看好行业龙头在行业景气度较低的情况下，保持在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有相对优势，有望维持较高的盈利水平。同时，从绝对估值水平来看，格力电器 PE TTM 仅为 12 倍左右，处于整体 A 股偏低水平。

图表22: 三大白电 PE TTM 估值历史对比, 格力处于相对低位



资料来源: Wind、华泰证券研究所

格力具备较大的估值提升潜力, 压制公司估值提升因素均有所缓解。我们认为公司大股东转让事项有利于提升公司未来管理灵活性, 同时公司管理层换届后, 原有管理层得到最大程度保留, 经营管理层面依然稳定, 有利于维持公司经营水平和产业链优势。而家电行业龙头个股具备较高业绩稳定性、较高分红率, 在需求预期改善的情况下, 公司收入及净利润表现有望保持行业领先。

风险提示

(1) 宏观经济下行。

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

(2) 原材料价格及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com