

行业研究/中期策略

2020年06月02日

行业评级:

家用电器 增持(维持)
白色家电 II 增持(维持)

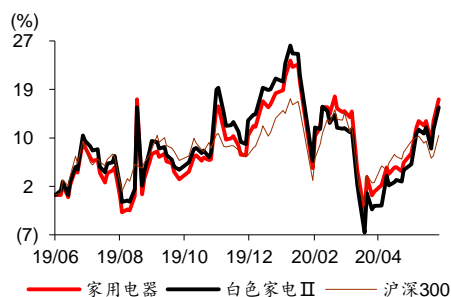
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

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:行业周报(第二十二周)》2020.05
- 2 《海信家电(000921 SZ,增持):混改稳步推进,经营逐步改善》2020.05
- 3 《家用电器:冰洗继续恢复,龙头份额加速集中》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

疫情大浪检验行业底色

家电行业 2020 年中期策略

行业进入新阶段,保持板块 2020H2 发展信心,维持“增持”评级

2020 年 Q1 前所未有的疫情冲击打乱行业收入及盈利能力恢复的进程,且在行业成熟度提升与地产周期减弱的环境下,行业收入及净利润增速趋于平缓。但我们认为竞争环境依然有利于龙头企业,且产业链地位赋予龙头企业更强的流动性优势、更高的营收现金流质量,维持长期发展的信心。在市场风险偏好下降的情况下,对标海外龙头,家电蓝筹估值中枢有望随业绩改善上行,建议关注高 ROE、稳增长个股,优选格局及竞争优势更强的白电龙头(格力电器、美的集团、海尔智家)、线上增速领先的小家电(新宝股份、小熊电器)、工程订单稳定的厨电龙头(老板电器、华帝股份)。

疫情黑天鹅扰动消费节奏,2020 年家电消费不悲观

外销订单受到贸易摩擦、疫情等外部因素影响扰动加大,同时社零数据显示家电内销需求端仍有压力,2019H2 以来的地产回暖由于疫情延后反映到家电需求中,但在疫情后,预计地产销售及竣工数据迎来反弹,带动地产后周期产品需求提升,后续地产表现对家电需求既有情绪影响也有实质影响,2020 年家电消费不悲观。

行业估值角度,看好空调、厨电、小家电电子板块

从行业动态估值看家电板块,白电龙头等蓝筹估值中枢已有一定提升,但对比国际可比家电公司仍有差距,且龙头公司积极拥抱电商,份额或进一步集中;前期受地产竣工数据压制,厨电、照明受估值处于历史偏低水平,但我们认为未来地产数据有正面影响且龙头工程订单稳定;线上渠道占优小家电企业,爆款产品及品牌获市场青睐,未来市场也有望给予更多溢价。

行业具备流动性优势,家电龙头中长期信心依然充足

家电行业消费品属性强,在经济波动周期中,更低的固定成本使得盈利能力并不会大幅波动。在 2020Q1 疫情影响下,家电生产经营活动受到较大限制,与销售相关的现金流入、流出均有减少,但部分经营活动现金流出有一定刚性(主要为销售、管理、研发相关活动费用支出),导致 2020Q1 经营活动现金流净额为负。我们认为短期家电生产经营活动虽受疫情影响,但龙头产业链优势地位依然稳固,且对上游供货商的占款能力较强,间接降低了公司的流动性需求。经营活动现金流虽有下滑,但营收现金流质量提升,且龙头企业维持稳健资本支出,展现出对产业中长期发展的信心。

采取差异化投资策略,关注稳定白电龙头,新品领先小家电及渠道优势厨电

2020H2 行业收入增速大概率筑底回升,考虑到市场风险偏好偏低,我们认为业绩增长更稳定个股有望持续赢得市场青睐,低估值高 ROE 家电蓝筹配置价值依旧。小家电板块中,部分企业研发投入加大、新品迭代加速,优势品类有望获取领先市场份额,且持续拓展长尾需求。同时,厨电工程渠道的结构性优势,在地产逻辑改善中或迎来估值提升机遇。建议关注格力电器、美的集团、海尔智家、新宝股份、老板电器。

风险提示:经济下行;地产影响超出预期;原材料价格及汇率不利波动。

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)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000651	格力电器	57.97	买入	4.11	4.05	4.42	5.25	14.10	14.31	13.12	11.04
000333	美的集团	60.42	买入	3.46	3.82	4.25	4.68	17.46	15.82	14.22	12.91
600690	海尔智家	16.61	买入	1.25	1.31	1.46	1.64	13.29	12.68	11.38	10.13
002705	新宝股份	35.58	买入	0.86	1.10	1.31	1.48	41.37	32.35	27.16	24.04
002508	老板电器	34.35	买入	1.68	1.80	2.11	2.41	20.45	19.08	16.28	14.25

资料来源:华泰证券研究所

正文目录

2020H2 家电：穿越周期还看行业底色	3
疫情冲击下，地产回暖预期延后	3
竞争基调下，渠道变化是主旋律	3
现金流角度看板块：冲击难以避免，龙头资金充足	3
估值角度看家电板块	3
地产维持回暖预期，拥抱渠道变革，家电龙头需求有望巩固	4
地产需求依然保持缓慢改善预期，疫情影响下地产后周期拉动或延后	4
渠道变革是未来提升效率的主旋律	6
原材料价格或依然维持低位，外销不确定性依然存在	8
原材料价格带来 2019 年行业盈利能力改善	8
上游原材料或维持低价	9
外贸、汇率依然存在不确定性	11
应对外部冲击：大浪退去，现金流检验行业抗压能力	13
经营活动现金流表现：短期经营活动现金流压力加大，但现金充足	14
家电板块费用支出刚性，影响经营性现金流	14
2020Q1 家电板块营收现金流质量较好，净利润现金含量下降明显	16
2020Q1 家电行业资金实力依然领先	19
投资活动现金流表现：疫情下，家电龙头资本性投资活动依然稳健	21
筹资活动现金流表现：2020Q1 家电上市公司加大筹资活动现金流入	23
估值角度看家电	25
PB-ROE 指标下，家电龙头依然具备估值修复空间	25
PE 指标受 2020Q1 财务表现影响被动抬升	26
对标海外，家电龙头 PE 估值并不高	27
家电需求展望，看好内销占比较高企业加速恢复	28
白电：空调龙头拥抱新零售挽回需求，冰箱出口持续增长	28
小家电：受到疫情冲击较小，线上需求释放，维持较饱满订单	28
厨电：关注销售及竣工数据回暖，优势厨电有望迎来差异增长	28
黑电：品牌商价格竞争激烈，外销拉动作用减弱	29
风险提示	29

2020H2 家电：穿越周期还看行业底色

疫情冲击下，地产回暖预期延后

在 2020Q1 疫情影响下，地产回暖趋势被动延后，但我们认为在疫情后，地产销售及竣工数据有望迎来反弹，有望在 2020H2 带动地产后周期产品需求迎来小复苏周期。地产区域恢复或出现差异，对于渠道下沉具备比较优势的家电龙头企业，或更能获取增量市场份额。而在东部地区家电市场以存量为主，新增需求为辅，地产新增需求的影响较小，而具备品牌优势的家电企业或更为受益。

竞争基调下，渠道变化是主旋律

短周期行业博弈市场份额，稳定需求、保增长是核心诉求。从行业长周期变化来看，企业产品、品牌策略更为稳定，但渠道调整的节奏在加快。一方面，行业规模扩张红利减弱，新品类的市场空间足够成就小企业，但对于大企业而言，成长诉求或将逐步让位于效率诉求，另一方面，线上维持较高增速，市场流量向线上汇集，且疫情中线下体系受到的冲击，直播带货的大行其道，更将加速这一变革的到来，反向引导家电渠道向线上倾斜。

现金流角度看板块：冲击难以避免，龙头资金充足

家电行业上市公司现金流质量较高，2019 年维持较高的营业收入现金比率及净利润现金含量，在 2020Q1 疫情影响下，家电经营活动受到较大限制，与销售相关的现金流入、流出均有减少，但部分经营活动现金流出有一定刚性（主要为销售、管理、研发相关活动费用支出），导致 2020Q1 经营活动现金流净额为负。

我们认为短期生产经营虽受疫情影响，但家电龙头产业链优势地位依然稳固，且对上游供货商的占款能力较强，间接降低了公司的流动性需求。经营活动现金流虽有下滑，但营收现金流质量提升，且龙头企业维持稳健资本支出，展现出对产业中长期发展的信心。

估值角度看家电板块

短期板块 PE 估值虽处于较高区间（处于过去三年的 78.5%分位数水平），但全球市场来看，整个市场的预期收益率下行，风险利率也处于相对低位，在疫情冲击减缓及地产销售数据的逐步好转的过程中，对优质企业悲观的估值情绪有望优先缓解，偏稳健资产有望迎来估值重构，对标海外家电企业，龙头公司估值中枢提升预期更强。且家电板块穿越周期能力较强，短期疫情冲击导致 PE 估值被动抬升，不改变龙头企业中长期投资价值。

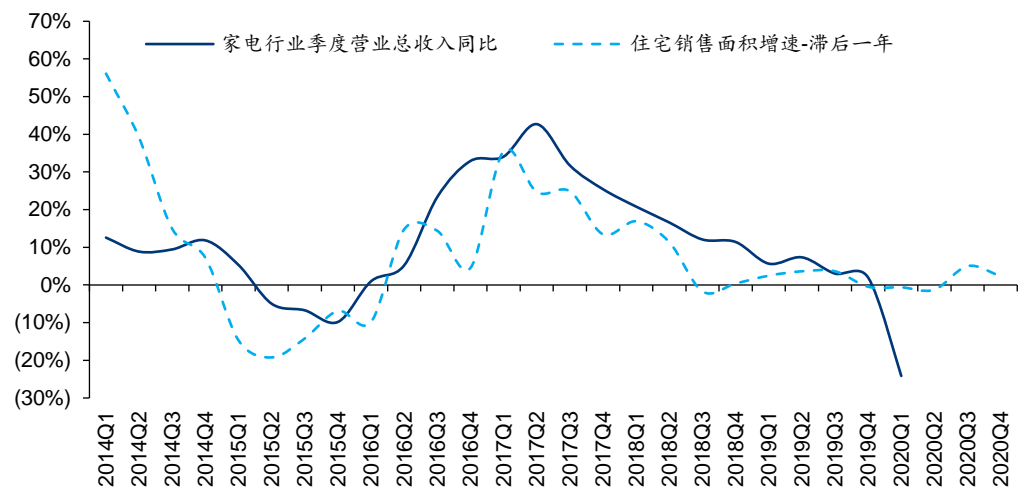
PB-ROE 指标下，家电龙头依然具备估值修复空间。对比其他消费行业，家用电器指数 PB 估值和 ROE 匹配度较高，且对比其他消费行业及个股，我们会发现若给予家用电器龙头股相同 ROE 下的市场平均 PB 估值，则龙头个股 PB 估值尚有较大提升空间。

地产维持回暖预期，拥抱渠道变革，家电龙头需求有望巩固

2017Q2 以来家电行业收入增速持续下行，历经 2016-2017 年地产大周期带来的规模化成长后，家电行业内销增速回落，且外销受外部冲击扰动，整体需求规模化增长红利减弱，我们认为未来行业内部收入增速将呈现更大的差异化。在 2020Q1 疫情影响下，地产回暖趋势被动延后，但在疫情后，地产销售及竣工数据迎来反弹，有望在 2020H2 带动地产后周期产品需求迎来小复苏周期。

但在行业保增长保份额的驱使下，竞争成为主基调，龙头采取更为主动的产品定价策略，多渠道强化存量竞争，但短期市场博弈有望加速行业格局重塑，挤出效应下龙头企业的优势将会进一步得到强化。

图表1：家电行业（申万）在 2017Q2 以来季度收入同比增速持续下滑



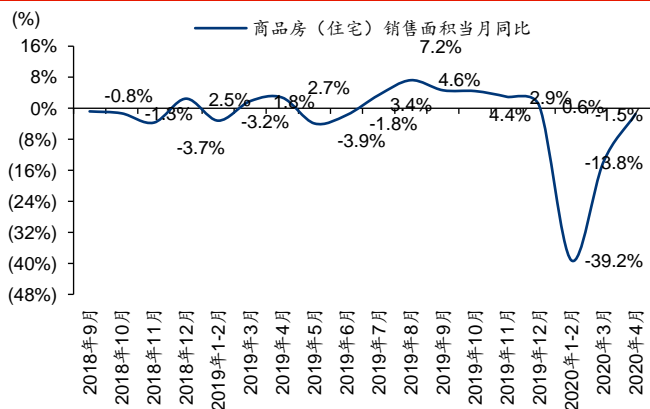
资料来源：Wind、华泰证券研究所

地产需求依然保持缓慢改善预期，疫情影响下地产后周期拉动或延后

在不考虑疫情冲击的影响下，2019H2 以来地产销售及竣工的恢复性增长，有望在 2020H2 逐步拉动家电需求，但在疫情影响下，2020Q1 地产销售及竣工出现明显的同比下滑，或推后地产滞后影响的节奏。

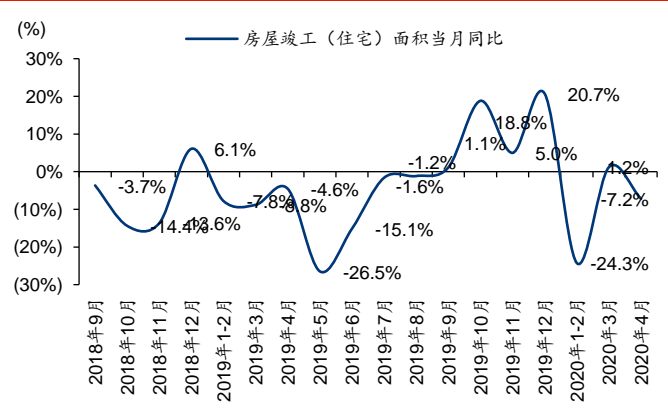
从更长的周期来看，我们认为月度地产销售及竣工数据的持续改善或首先影响家电行业估值，其次竣工数据的持续优化，对地产后周期产业链景气度的影响也将偏正面。2020 年 1-4 月住宅地产销售/竣工面积同比-18.7%/-14.5%（4 月分别同比-1.5%/-7.2%）。

图表2：2020年4月商品房(住宅)销售面积同比-1.5%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

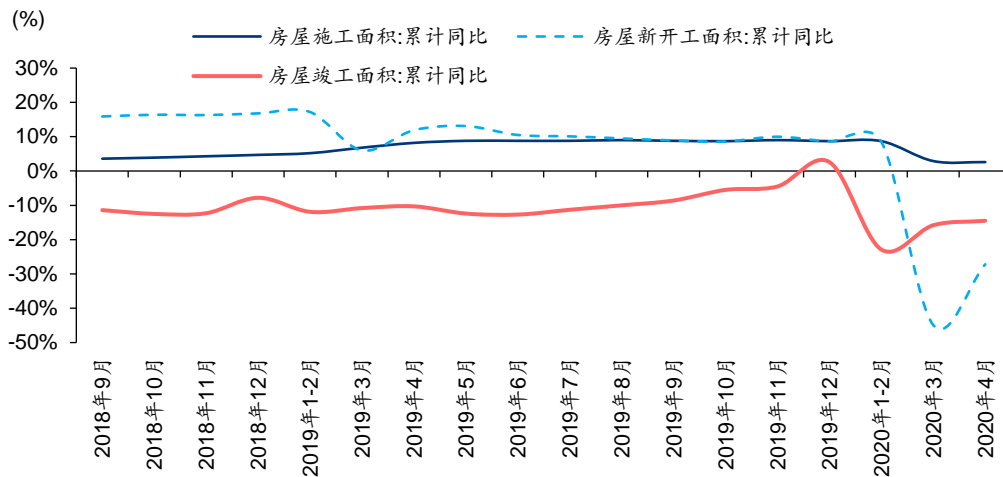
图表3：2020年4月房屋竣工(住宅)面积同比-7.2%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H2 竣工回暖或将延续。2017年下半年以来，地产开工面积增速持续高于竣工面积增速，在开工面积增速维持较高水平的情况下，2019H2 地产竣工面积增速也已经连续出现环比改善，并于2019年12月竣工面积累计同比增速转正，短期虽有疫情冲击，但地产企业在2017-2018年集中拿地有可能在2020年形成集中竣工，后续竣工增速或持续回升。

图表4： 房地产施工面积、竣工面积同比增速差或在疫情后继续收敛

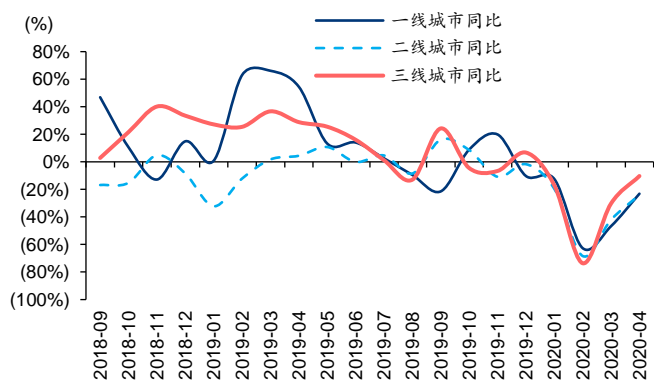


资料来源：Wind、华泰证券研究所

30大中城市商品房成交均有大幅回落，且整体表现偏弱。Wind数据显示，2019年一线、二线、三线城市成交套数累计同比增速分别为+10.7%、-2.1%、+11.3%，疫情下各个城市地产销售同比表现差异较小，三线城市恢复略好于一、二线城市（2020年4月，一线、二线、三线城市成交套数同比增速分别为-23.1%、-24.0%、-10.3%）。

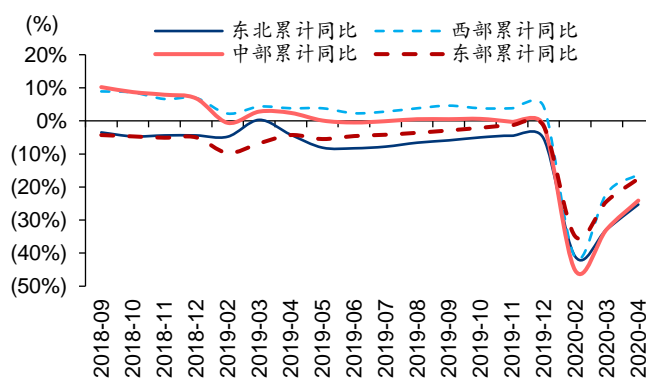
区域性表现，2019年西部、中部更佳。2019年东部、西部、中部、东北地区商品房销售面积同比增速分别为-1.5%、4.4%、-1.3%、-5.3%。疫情冲击下，东部及西部恢复速度更快，2020年1-4月东部、西部地区分别同比-17.5%、-16.2%，而中部、东北地区分别同比-24.1%、-25.3%。

图表5： 30大中城市:商品房成交套数同比增速趋同



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

图表6： 区域增速西部、东部领先



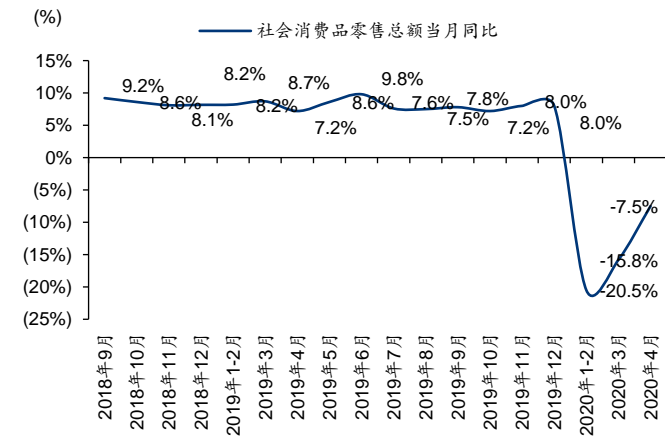
资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

考虑到2019年西部地区地产市场相对热度更高（西部更是实现销售面积增长），且疫情后西部地区地产销售恢复更快，因此我们认为在西部市场，家电保有量提升需求依然存在，地产销售的稳定增长有望巩固家电需求，对于渠道下沉具备比较优势的家电龙头企业，或更能获取增量市场份额。虽然疫情后东部地产销售也恢复较快，但在东部地区家电市场以存量为主，新增需求为辅，地产新增需求的影响较小，而具备品牌优势的家电企业或更为受益。

疫情冲击线下家电零售，线上渠道占比或有明显提升。2020年1-4月社零累计同比-16.2%（4月社零同比-7.5%），其中4月限额以上家电社零规模为607亿元，同比-8.5%。4月家电线上销售回暖明显，奥维云网数据显示，4月线上白电、厨电、黑电、小家电各个品类销量均同比增长，但消费者对于线下消费热情尚在恢复中，4月线下仅冰柜、干衣机、洗碗机等部分新兴品类实现同比销量增长。

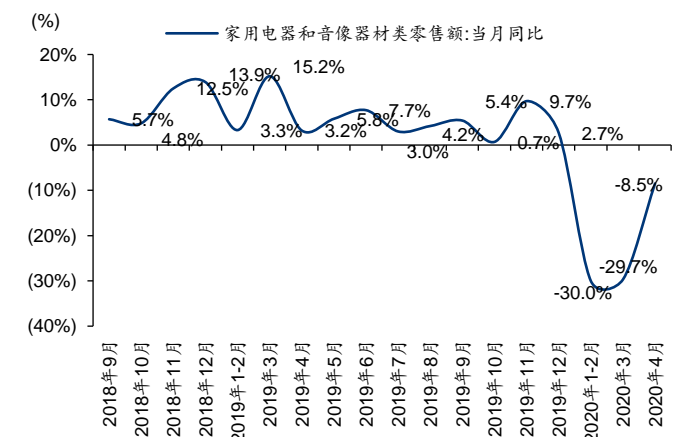
展望未来，随着国内疫情影响减弱，延后的家电需求或能逐步恢复，五一假期期间，已经显示出家电消费的高涨，线上消费增速进一步提升，同时线下消费明显恢复，全年来看经济增速偏低，居民消费能力及消费欲望减弱可能导致家电需求恢复偏弱。

图表7： 2020年4月社零同比-7.5%，1-4月累计同比-16.2%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 2020年4月限额以上企业家电及音像器材同比-8.5%

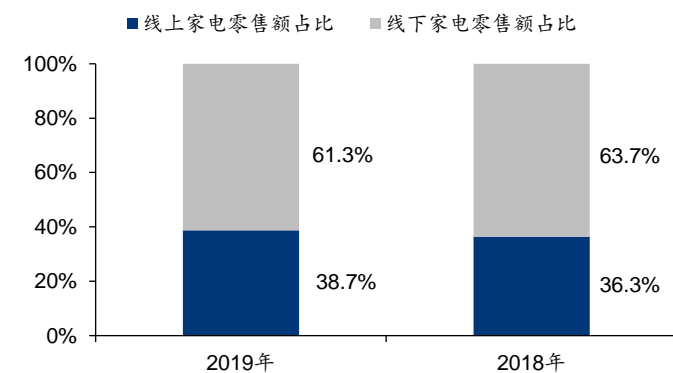


资料来源：Wind、华泰证券研究所

渠道变革是未来提升效率的主旋律

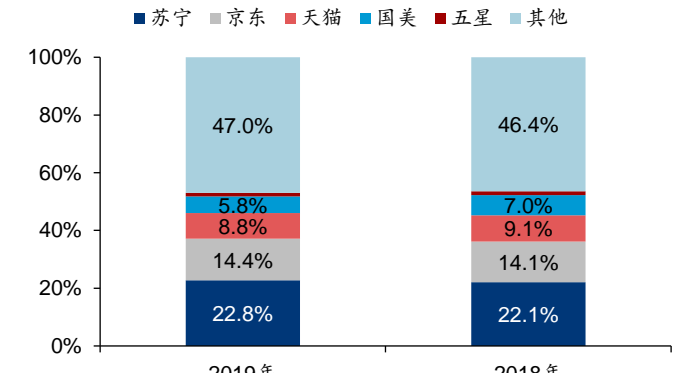
短周期行业博弈市场份额，稳定需求、保增长是核心诉求。从行业长周期变化来看，企业产品、品牌策略更为稳定，但渠道调整的节奏在加快。一方面，行业规模扩张红利减弱，新品类的市场空间足够成就小企业，但对于大企业而言，成长诉求或将逐步让位于效率诉求，另一方面，线上维持较高增速，市场流量向线上汇集，且疫情中线下体系受到的冲击，直播带货的大行其道，更将加速这一变革的到来，反向引导家电渠道向线上倾斜。

图表9： 2019年线上家电零售额份额达到38.7%，同比+1.4pct



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

图表10： 2019年苏宁、京东、天猫家电零售额份额达到46.0%



资料来源：全国家用电器工业信息中心、华泰证券研究所

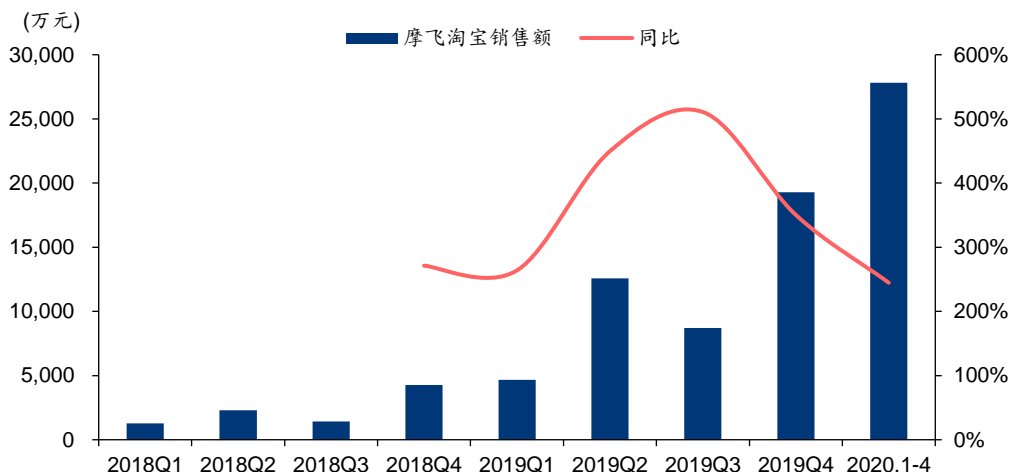
格力开始尝试的直播带货模式，更是反映出疫情压力下，龙头企业迫切转型动作。从4月25日格力董明珠在抖音首秀直播，到5月10日格力董明珠快手直播带货，再到5月15日格力董明珠在京东直播带货，直播销售额逐步提升，也凸显出龙头企业产品力与品牌力领先的情况下，通过加大线上渠道资源投放，能够较快实现流量向电商渠道的转移与转化。

对于大家电企业而言，渠道改革意味着产业链利润的重新分配，传统家电产业链的中间经销、代理环节利润占比可能会下降。因此，整体来说对于家电制造企业、传统渠道和电商渠道三方而言，C2M模式下，需要寻找一个新的平衡点，如何实现共赢而不是零和博弈或者是真正的挑战。通过格力直播带货的经验，我们可以看出格力以直播为依托的线上供销平台，不但面向消费者，也面向经销商，线上供销平台更为清晰的供货价格也将成为大家电企业渠道改革的方向。同时，龙头企业品牌力与产品力均领先的情况下，通过直播带货让利，能够带来较好的销售结果，龙头企业一旦全力进入，将带来市场更大的变化。

部分小家电企业已经积累行业领先产品设计、制造能力，并依托社交电商模式，快速形成新品牌、新品类的蓝海市场。以新宝股份旗下摩飞品牌为例，天猫淘宝平台监测数据显示，淘宝及天猫平台摩飞销售额在疫情期间维持快速增长，线上模式的摩飞爆款效应提速，品牌已经开始快速放量。其中，2020年1-4月，淘宝平台摩飞品牌销售量与销售额分别同比+184.0%、+244.6%。

小家电线上发展模式已经得到市场认可，且电商渠道有利于实现小家电产品的渠道扁平和高周转，结合产品研发迭代优势，线上小家电受到地产周期影响较小，新品类零售市场空间也足够支撑小家电企业增长。

图表11：2020年1-4月，淘宝平台摩飞品牌销售额同比+244.6%



资料来源：天猫淘宝监测数据、华泰证券研究所

原材料价格或依然维持低位，外销不确定性依然存在

2020H2 拥有制造优势及产业链定价权的企业或能更受益于成本变化及应对外销波动。过去龙头企业随着市场蛋糕做大，均价稳步提升，获取量价齐升的超额收益，也为提供性价比产品的搅局者提供了市场空间，综合家电领域出现了小米、空调领域出现了奥克斯等竞争对手。但目前传统家电产品的新增需求继续保持高速增长难度在加大，面临存量竞争压力，且随着增量蛋糕减小，龙头企业也面临着调整定价策略、维持份额的压力，而原材料价格维持低位，或成为龙头企业（尤其是主业更为集中企业）维持相对稳定利润率并主动调整价格的契机，在 2020 年原材料价格依然保持低位且需求景气度不高的情况下，龙头企业或带头维持积极的定价策略，加速市场出清。

而外销面临订单不确定性正加大，龙头企业海外客户质量普遍优于中小企业，在疫情影响下，更多海外客户选择观望后续需求变化，而优质客户撤销订单的比例低于小规模客户，进而导致龙头企业所面临的外销风险小于中小企业。

原材料价格带来 2019 年行业盈利能力改善

基于申万家电板块指数成分股，我们将其中 58 家上市公司分为白电（9 家）、厨电（5 家）、黑电（10 家，主要包括电视机、机顶盒厂商）、小家电（13 家）、上游（21 家，主要包括家电零部件企业）。

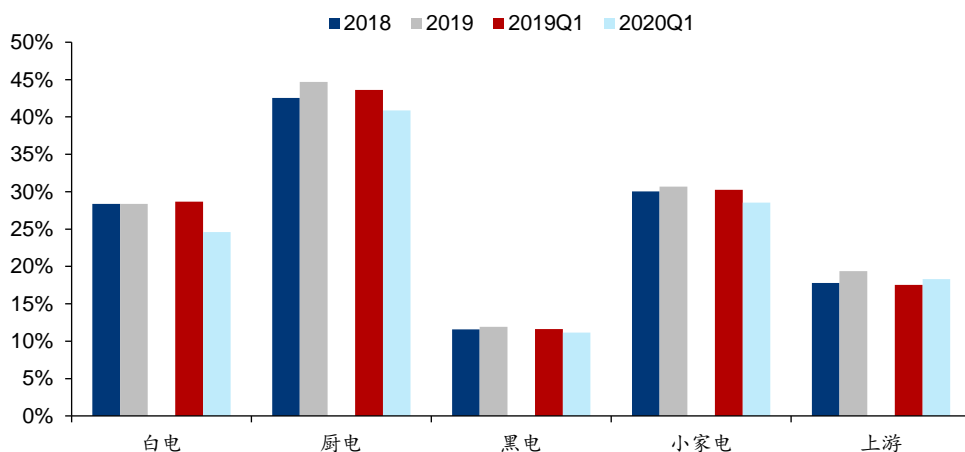
图表12：申万家电板块上市公司行业分类表

子行业	公司
白电	美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、长虹美菱、奥马电器、澳柯玛、春兰股份、惠而浦
厨电	老板电器、华帝股份、万和电气、浙江美大、日出东方
黑电	兆驰股份、海信视像、创维数字、深康佳 A、四川九洲、同洲电子、银河电子、高斯贝尔、四川长虹、ST 中新
小家电	苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器、飞科电器、莱克电气、荣泰健康、爱仕达、圣莱达、奥佳华、金莱特、天际股份、融捷健康
上游	长虹华意、盾安环境、三花智控、*ST 中科、康盛股份、*ST 毅昌、顺威股份、星帅尔、秀强股份、东方电热、依米康、天银机电、汉宇集团、聚隆科技、海立股份、立霸股份、三星新材、春光科技、奇精机械、朗迪集团、开能健康

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年以来，原材料价格下降、增值税减税等多重红利下，家电行业各个子板块均获得毛利率提升（白电/厨电/黑电/小家电/上游毛利率分别同比 +0.02pct/+2.13pct/+0.33pct/+0.66pct/+1.57pct），而其中部分厨电企业产品定位中高端、产品价格波动更小，使得厨电板块更受益于成本优化及税率变化。

图表13：家电板块各子行业毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14: 家电行业各子板块年度毛利率

(单位: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2019 YOY
白电	28.45%	29.64%	28.25%	28.35%	28.38%	0.02pct
厨电	42.68%	44.69%	42.29%	42.56%	44.69%	2.13pct
黑电	14.91%	15.48%	12.80%	11.57%	11.90%	0.33pct
小家电	28.58%	30.56%	30.04%	30.02%	30.68%	0.66pct
上游	20.21%	20.05%	19.59%	17.81%	19.38%	1.57pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1 疫情影响下收入下滑, 固定成本导致终端厂商毛利率均同比下降, 其中, 空调龙头自 2019Q4 以来持续调整价格并加大线上渠道投入, 虽然有较低的原材料价格为基础, 但白电子板块依然呈现出毛利率下滑幅度较大的情况。

图表15: 家电行业各子板块季度毛利率及变化

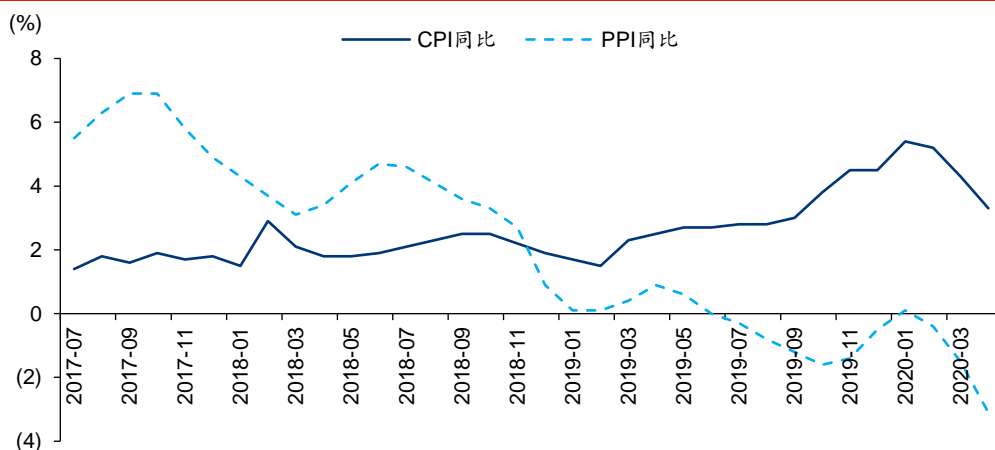
(单位: %)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1 YOY
白电	28.67%	29.66%	28.22%	26.69%	24.58%	-4.09pct
厨电	43.62%	45.60%	46.32%	43.34%	40.90%	-2.72pct
黑电	11.63%	11.01%	11.87%	12.88%	11.16%	-0.47pct
小家电	30.26%	30.18%	30.71%	31.42%	28.53%	-1.73pct
上游	17.51%	19.60%	19.32%	21.02%	18.30%	0.79pct

资料来源: Wind、华泰证券研究所

上游原材料或维持低价

成本改善预期依然存在, 原材料价格维持低位区间。展望 2020 年成本红利或依然存在, 我们认为原材料价格处于低位区间为龙头企业保持积极的定价策略提供的充足的空间, 或加速市场集中。在疫情影响下, 后续成本或维持较低水平, 但需求端偏弱, 销售价格或也面临下滑压力, 成本红利或逐步收窄。2019 年, CPI-PPI 剪刀差持续存在, 各月份 PPI 同比均值为-0.3%, 2020 年 4 月 CPI 同比 3.3%(前值 4.3%)、PPI 同比-3.1%(前值-1.5%), 其中 PPI 依然下跌。

图表16: CPI PPI 剪刀差在 2019 年持续存在, 2020 年 PPI 依然回落

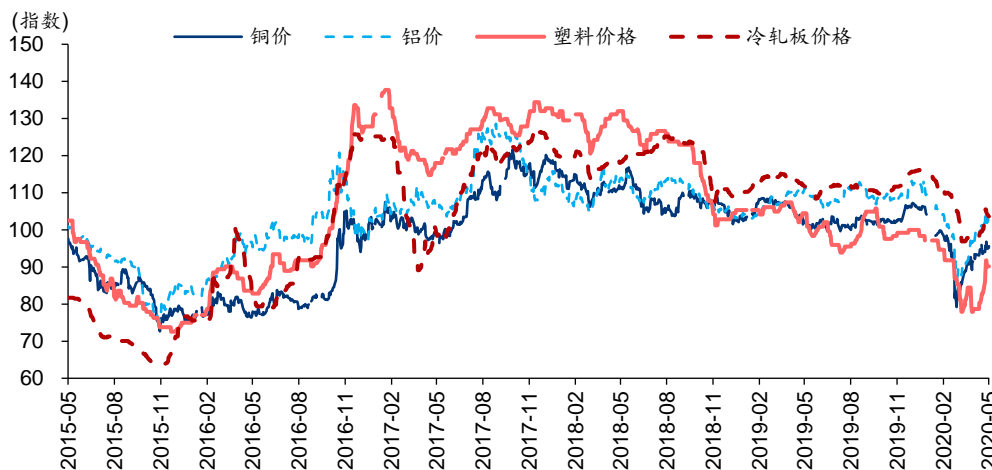


资料来源: Wind、华泰证券研究所

制造端需求偏弱, 原材料价格或保持低位。而家电主要原材料(铜、铝、塑料、冷轧板等)价格在 2019 年全面回落, 家电企业成本端压力不断缓解(2019 年, 铜平均价、铝平均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比-5.3%、-1.4%、-17.1%、-6.2%), 也为家电企业推出部分低价中低端产品抢占市场份额提供了契机。

2020 年 Q1 原材料价格依然维持低位区间, 2020 年 1-5 月(5 月 26 日), 铜平均价、铝平均价、塑料 ABS、冷轧板均价依然分别同比-13.7%、-9.8%、-15.4%、-5.4%。

图表17: 主要原材料价格于2020年1-5月依然同比继续下降



注: 以2015年1月为基期情况下, 各个价格均做调整

资料来源: Wind、华泰证券研究所

以主要白电及厨电为例, 预测成本下降情况: 冰箱>洗衣机>油烟机>空调。我们以制造业企业平均工资的变化趋势来替代其他成本的变化趋势, 同时假设2020年全年原材料价格按照2020年1-5月的幅度变化。

图表18: 白电成本构成上涨变化幅度假设

原材料	铜价 (元/吨)	铝价 (元/吨)	塑料价格 (元/吨)	冷轧板价格 (元/吨)	其他 (规模以上制造业平均工资, 元)
基期 2016	37235.9	12210.4	11231.8	3839.0	54338.0
2017	48143.5	14138.5	15156.6	4815.5	58049.0
2018	49123.1	13797.7	14783.2	5021.2	64643.0
2019	46535.1	13604.8	12253.6	4709.4	70494.0
2020E	40175.8	12275.5	10370.0	4454.4	74723.6
假设 2020 同比	-14%	-10%	-15%	-5%	6%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

同时, 假设以2016年成本比例为基期的, 根据各项原材料均价的变化带入测算模型中, 由于冰箱、洗衣机产品原材料中使用塑料、铜比例较大, 且其他成本占比较低, 因此在塑料、铜价格变化预期更大的情况下, 冰箱、洗衣机行业成本改善幅度或最大。

图表19: 白电成本构成及测算, 2020年冰箱、洗衣机产业或有更大幅度的成本改善

	空调			冰箱			洗衣机			油烟机		
	基期 2016	2019	2020E	基期 2016	2019	2020E	基期 2016	2019	2020E	基期 2016	2019	2020E
铜	25.0%	31.2%	27.0%	17.0%	18.7%	16.2%	12.0%	22.5%	19.4%	6.0%	7.5%	6.5%
铝	5.0%	5.6%	5.0%	7.0%	7.8%	7.0%	5.0%	5.6%	5.0%	6.0%	6.7%	6.0%
塑料制品	10.0%	10.9%	9.2%	15.0%	18.5%	15.7%	18.0%	13.1%	11.1%	10.0%	10.9%	9.2%
钢	15.0%	18.4%	17.4%	31.0%	38.0%	36.0%	25.0%	30.7%	29.0%	45.0%	55.2%	52.2%
其他(人工等)	45.0%	58.4%	61.9%	30.0%	38.9%	41.3%	40.0%	51.9%	55.0%	33.0%	42.8%	45.4%
总量合计	100.0%	124.5%	120.5%	100.0%	122.0%	116.1%	100.0%	123.7%	119.5%	100.0%	123.1%	119.3%
同比		-0.4%	-3.2%		-3.4%	-4.8%		-1.4%	-3.4%		-2.3%	-3.1%

注: 同比数据为各年原材料总量合计的同比变化, 由于表格空间限制, 未列示2017-2018年的数据

资料来源: Wind、华泰证券研究所测算

外贸、汇率依然存在不确定性

海外疫情、中美贸易摩擦、人民币汇率的可能负面影响依然存在。国内1月春节、2、3月疫情影响下，工厂产能不足，4月虽然复工程度已经较高，但部分前期积压出口订单依然面临交付，2020年1-4月，家电出口订单依然好于内销，而在疫情对海外市场影响下，出口订单依然面临压力。

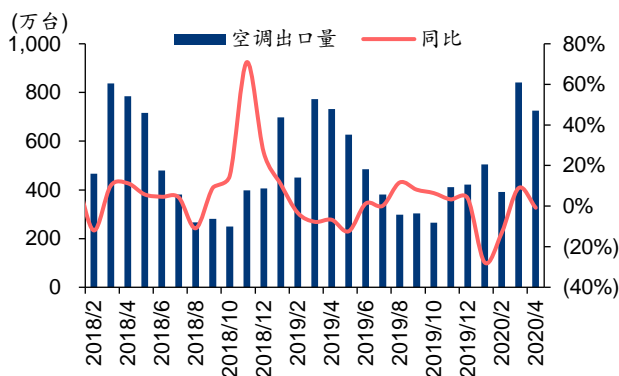
大家电销售缓慢恢复。产业在线数据显示，2020年1-4月累计家用空调销量内销YOY-44.7%、出口YOY-7.2%；冰箱YOY-20.9%、出口YOY-2.0%；洗衣机YOY-13.2%、出口YOY-12.5%。

其中4月，空调内销YOY-31.7%、出口YOY-0.8%；冰箱YOY-3.2%、出口YOY+1.6%；洗衣机YOY-13.2%、出口YOY-12.5%。

小家电恢复速度快于大家电。以微波炉出口数据为例，海关总署数据显示，2020年1-4月，微波炉出口YOY-8.6%，但3、4月出口同比增速已经达到+18.8%、+16.5%。

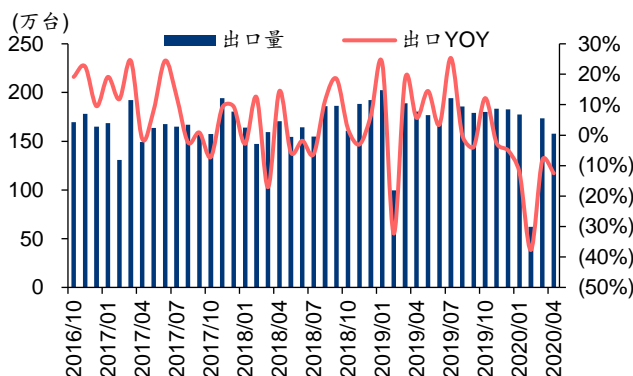
另一方面，同时出口订单企业之间增长差异明显，中小企业出口客户面临更大的经营风险，订单呈现向龙头企业集中的趋势。

图表20：2020年4月，空调出口YOY-0.8%



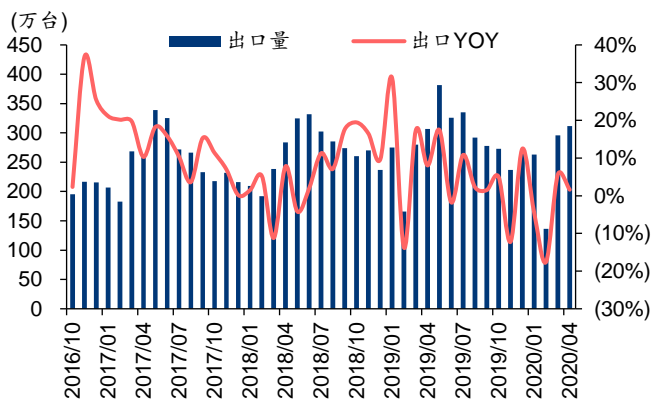
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表21：2020年4月，洗衣机出口YOY-12.5%



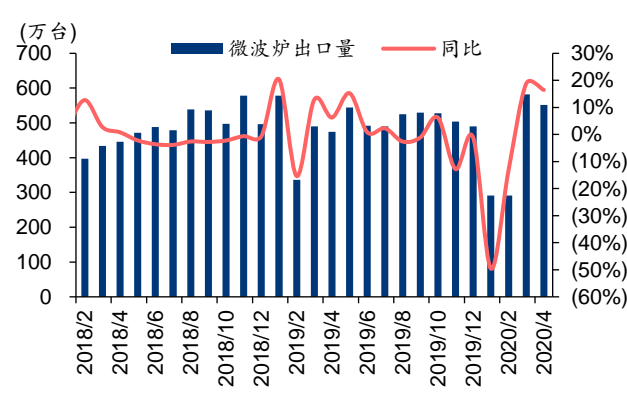
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表22：2020年4月，冰箱出口YOY+1.6%



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表23：2020年4月，微波炉出口YOY+16.5%

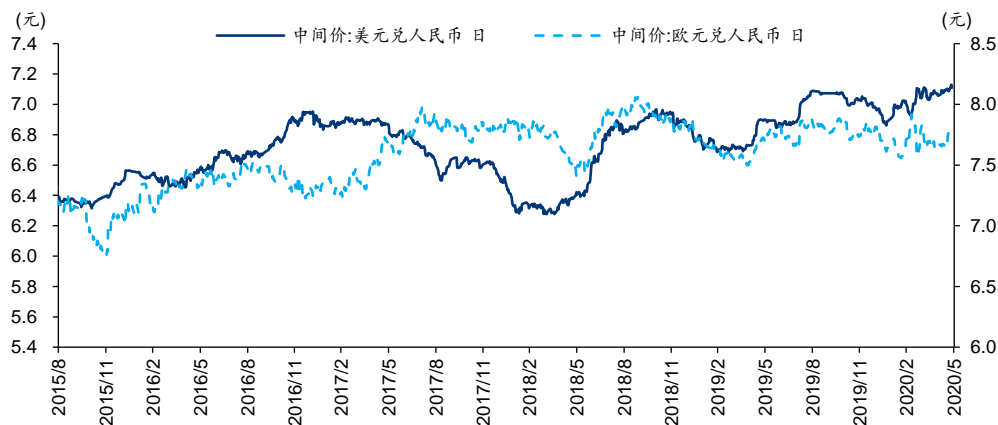


资料来源：海关总署、华泰证券研究所

中美贸易摩擦的可能影响依然存在，但在家电出口以美元结算居多的情况下，人民币贬值周期中，家电产品保持了较强的出口竞争力。2020年Q1汇率波动依然呈现出有利于家电出口的局面，2020年以来（2020年1月1日至5月29日），人民币相对美元汇率同比贬值3.83%和人民币相对欧元汇率同比贬值0.83%。

展望 2020 年，华泰证券宏观团队预计，短期内人民币贬值压力和央行稳定操作并存，人民币汇率将在 7 附近继续震荡，长期看人民币汇率稳中有升，2020 年不存在大幅度的贬值或者升值基础（《窄区间的新试探》，2020.5.14）。考虑到 2019 年美元兑人民币汇率平均价为 6.899 元，即使 2020 年人民币汇率保持在 7 附近震荡，人民币汇率（兑美元）依然有望实现小幅贬值，家电企业外销毛利率或有望小幅改善。

图表24： 2020年以来人民币依然有所贬值， 全年美元兑人民币汇率或保持7附近震荡



资料来源：Wind、华泰证券研究所

应对外部冲击：大浪退去，现金流检验行业抗压能力

家电行业上市公司现金流质量较高，2019年维持较高的营业收入现金比率及净利润现金含量，在2020Q1疫情影响下，家电经营活动受到较大限制，与销售相关的现金流入、流出均有减少，但部分经营活动现金流出有一定刚性（主要为销售、管理、研发相关活动费用支出），导致2020Q1经营活动现金流净额为负。

我们认为短期生产经营虽受疫情影响，但家电龙头产业链优势地位依然稳固，且对上游供货商的占款能力较强，间接降低了公司的流动性需求。经营活动现金流虽有下滑，但营收现金流质量提升，且龙头企业维持稳健资本支出，展现出对产业中长期发展的信心。

- (1) 经营活动现金流：2019年家电行业上市公司经营活动现金流净额为1052.2亿元，2020Q1疫情冲击下，可选消费品经营活动受到明显影响，在部分刚性费用支出影响下，家电行业经营性现金流净额为-122.8亿元。但营收现金流质量较高，2019年家电行业营业收入现金比率为93.5%，2020Q1提升到105.0%。同样在刚性费用支出影响下，2020Q1家电行业净利润现金含量为-144.8%。

但家电行业资金实力依然领先，2020Q1家电行业货币资金占总资产比例达到26.7%，居申万一级行业分类（剔除银行及非银金融）第一。自有资金保证企业经营必要支出，有利于缓解疫情带来的冲击。在需求恢复的情况下，充足资金有利于快速恢复。

- (2) 投资活动现金流：家电行业上市公司依然维持投资现金流出，但2019年已经较2016年及2017年高点（海尔及美的在期间进行较大规模的海外并购）明显回落，2020Q1家电行业购建资产的倾向偏低，但龙头企业并未放慢资本投资步伐，格力、海尔资本投资同比增长，依然保持对行业发展信心。
- (3) 筹资活动现金流：2019年家电行业上市公司对上游供货商占款能力持续领先，负债端以应付款项占比最高，短期借款及长期借款为家电行业上市公司占比第二及第三高的负债。对上游供货商的占款能力较强，间接降低了公司的流动性需求，家电行业仅在需要进行较大资本支出时倾向于融资借款（2016-2017年），2019年筹资活动现金流净额为负，主要由于家电行业上市公司有较大规模偿还债务及分红。

2020Q1家电行业筹资活动现金流净额为119.0亿元（2019Q1同期为59.8亿元）。家电龙头企业更倾向于在扩张周期中加大融资，2020Q1仅海尔保持较大的筹资金额（筹资活动现金流净额为75.8亿元）。

图表25：家电板块（申万）现金流状况稳健

	经营活动 现金流净额	营业收入 现金比率	净利润 现金比率	投资活动 现金流净额	筹资活动 现金流量净额
2012	402.05	91.91%	171.50%	-240.89	26.72
2013	477.30	87.35%	149.37%	-176.77	-110.89
2014	699.46	90.06%	167.35%	-575.72	26.77
2015	1,069.54	108.13%	263.60%	-763.46	-28.73
2016	797.20	101.51%	149.59%	-1,124.53	605.42
2017	706.31	96.90%	100.43%	-1,378.64	438.93
2018	1,027.79	95.51%	161.57%	-943.32	3.59
2019	1,052.19	97.74%	151.96%	-539.99	-343.84
2019Q1	222.21	101.26%	116.65%	-319.77	59.77
2020Q1	-122.83	109.13%	-144.77%	-105.45	119.03

注：营业收入现金比率=经营活动现金流入金额/营业收入；净利润现金比率=经营活动现金流净额/归母净利润

资料来源：Wind、华泰证券研究所

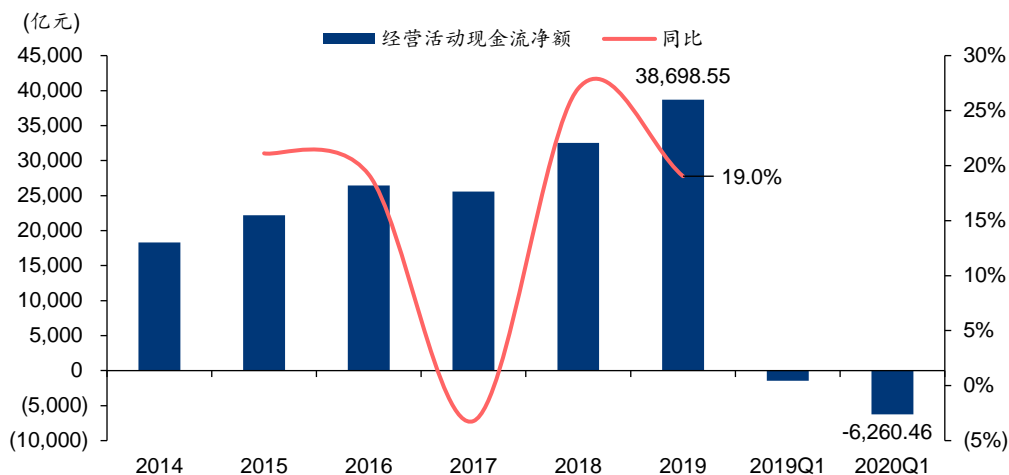
经营活动现金流表现：短期经营活动现金流压力加大，但现金充足

2020Q1 面临疫情冲击，A股上市公司（剔除银行与非银金融）经营活动受限，经营活动现金净流出 6260 亿元。其中，可选消费行业销售活动受影响最大，家电行业经营现金流净额为 -122.8 亿元。但家电行业上市公司营收现金流质量较高，2020Q1 营业收入现金比率提升至 105.0%。同时家电龙头企业经营成熟度高，产业链上下游均可提供经营杠杆，不需要大量的现金去维持日常经营与投资，且家电龙头手握大量资金，货币资金优势为产业链整合拓张提供了充足的资金弹药，在宏观经济冲击下未来龙头企业有望在全球化的拓展中保持优势。

家电板块费用支出刚性，影响经营性现金流

A股上市公司（剔除银行与非银金融），2019 年经营活动现金流净额为 3.87 万亿，同比增长。2020Q1 面临疫情冲击，A股上市公司（剔除银行与非银金融）经营活动受限，经营活动现金净流出 6260 亿元。

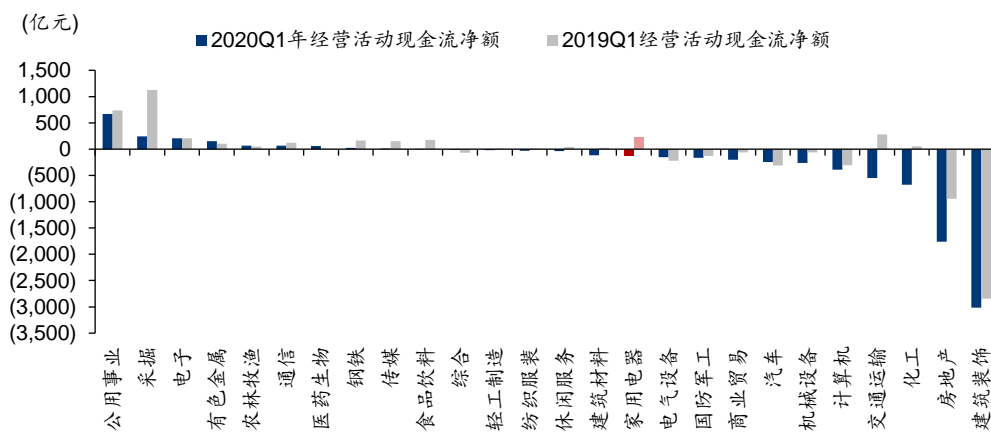
图表26： 2020Q1，A股上市公司（剔除金融）经营活动现金流净流出 6260 亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2020Q1 消费行业中除农林牧渔、食品饮料等必选消费品保持经营活动现金流净额为正，汽车、家电、休闲服务、纺织服装、轻工制造等可选消费品经营活动现金流净额均为负，其中 2020Q1 家电行业经营现金流净额为 -122.8 亿元（2019Q1 同期为 +222.2 亿元）。

图表27： 家电行业经营性现金流净额，2020Q1 净流出 122.8 亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表28： 家电各个子板块经营活动现金流净额

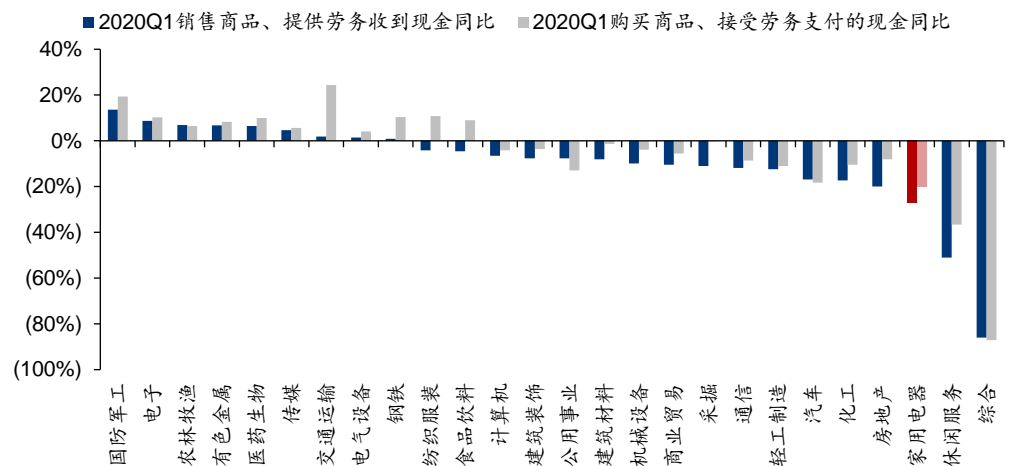
	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
白电	553.64	567.69	745.07	865.54	196.46	-115.73
厨电	37.14	30.45	26.51	40.66	7.01	-2.31
黑电	75.85	-32.76	26.50	12.90	-17.36	-13.12
小家电	55.12	35.60	52.38	72.69	5.57	8.95
上游	16.45	-5.24	36.04	60.58	5.64	-0.61

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 经营现金流入端，综合、休闲服务、家电、房地产、化工等主要为可选消费行业销售活动受影响最大，其中家电板块销售商品、提供劳务收到现金流入同比下滑 27.2%。

2020Q1 经营现金流出端，销售活动受限，同时购买商品、接受劳务支付流出也有明显减小，减少前五位分别为综合、休闲服务、家电、汽车、公用事业。其中，家电板块流入下滑幅度略大于流出下滑幅度（同比下滑 20.1%）。

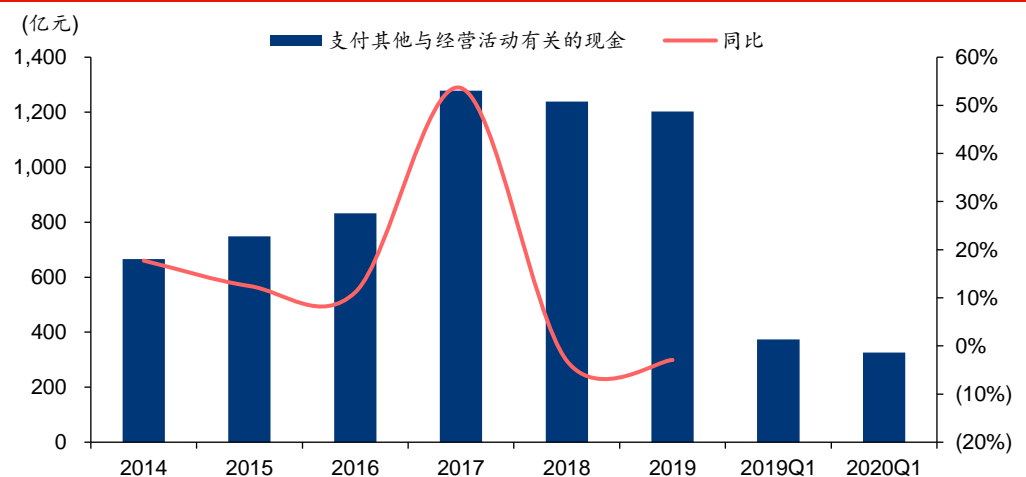
图表29： 2020Q1，A股上市公司（剔除金融）可选消费行业经营现金流入、流出均有明显同比下滑



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 家电行业经营性现金流为负的原因不仅仅在于销售商品、提供劳务收到现金流入下滑更大，同时还由于家电行业（尤其是龙头企业）与销售渠道关系紧密，长期保持在销售、管理等费用端的稳定现金支出（现金流反映在“支付其他与经营活动有关的现金”），2020Q1 支付其他与经营活动有关的现金仅同比下滑 12.9%。

图表30： 2020Q1，家电行业（申万）支付其他与经营活动有关的现金同比下滑 12.9%

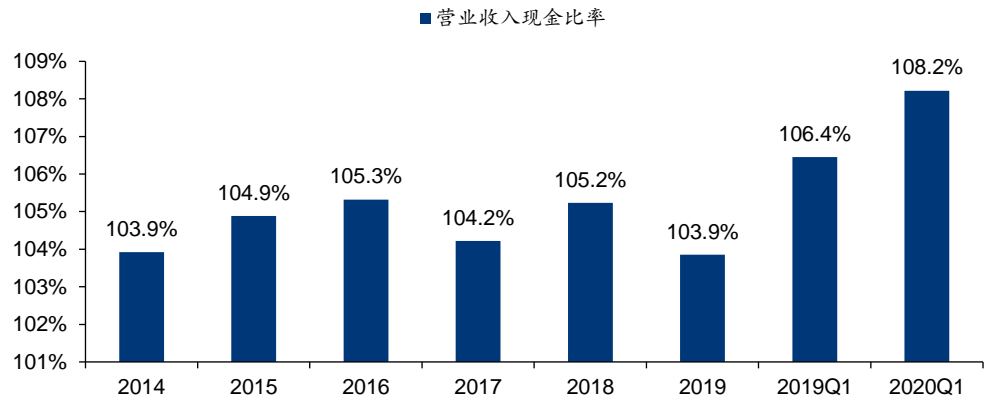


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 家电板块营收现金流质量较好，净利润现金含量下降明显

A 股上市公司（剔除银行与非银金融），2019 年营业收入现金比率为 103.9%，2020Q1 更是提升到 108.2%，反映出危机中企业更为偏好于以现金等形式确认收入，同时加大票据承兑回收现金，减小风险暴露。

图表31： 2019，A股上市公司（剔除金融）营业收入现金比率为 103.9%

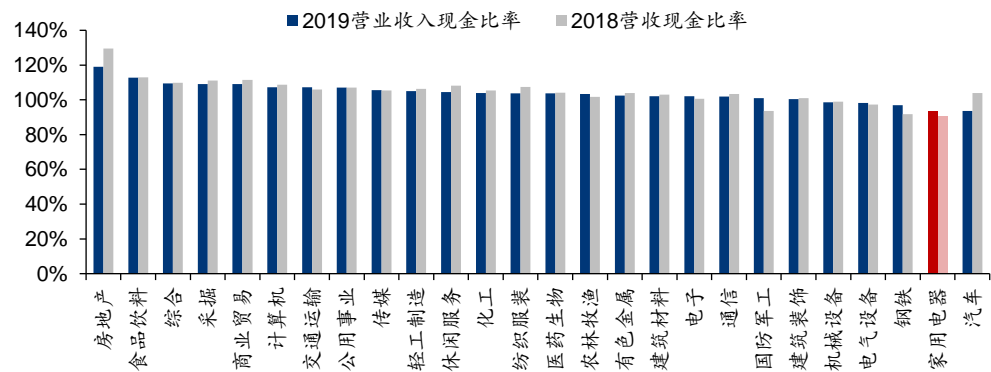


注：营业收入现金比率=经营活动现金流入金额/营业收入

资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2019 年营业收入现金比率最高的五个行业分别为房地产、食品饮料、综合、采掘、计算机，而家电行业由于商业模式特点，家电销售与下游渠道采用信用销售占比较高（应收款项方式结算较多），2019 年营业收入现金比率仅为 93.5%，低于 A 股平均水平。

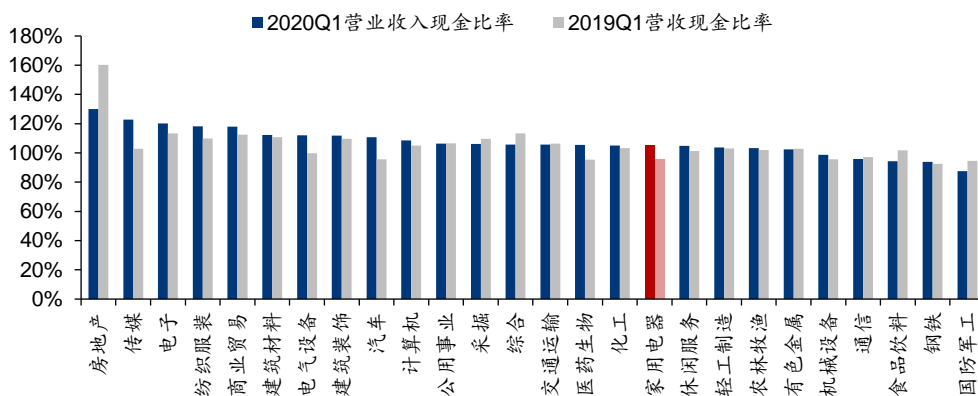
图表32： 家电行业应收款项占比较高，2019 年营业收入现金比率低于行业平均



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 疫情冲击下，一方面，家电企业采用应收款项方式结算有所减少，另一方面，部分企业票据到期承兑回收现金增多，整体使得营收现金流质量反而有所提升，家电行业营业收入现金比率达到 105.0%（2019Q1 同期为 95.6%）。

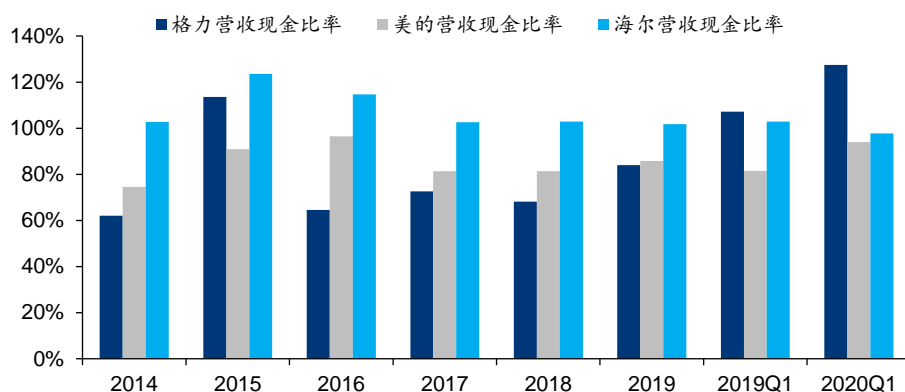
图表33： 家电行业 2020Q1 营业收入现金比率依然偏低



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019年三大家电龙头企业营业收入现金比率维持2014-2018年平均水平附近，2020Q1格力、美的同比均有所提升。我们认为格力、美的等大家电龙头企业，在经营紧张时期应付款项占资产比例均下降，其中格力应收票据到期承兑、回收现金，美的应收票据及账款有明显下滑。

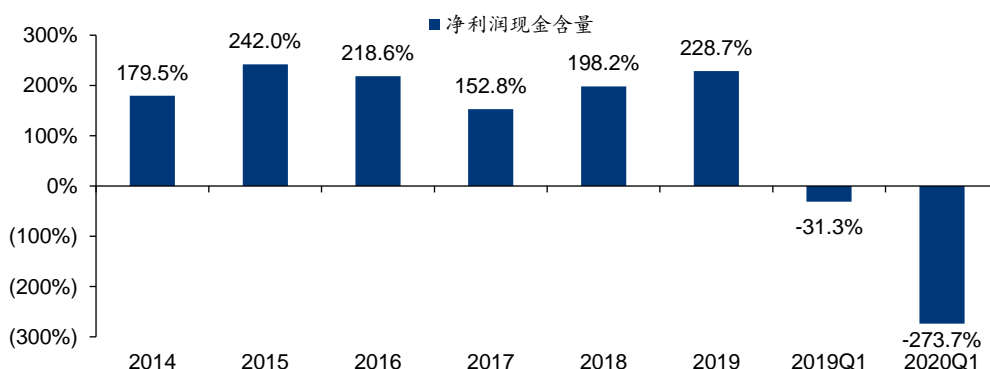
图表34： 2020Q1 格力营业收入现金比率提升明显



资料来源：Wind、华泰证券研究所

A股上市公司（剔除银行与非银金融），2019年净利润现金含量为228.7%，2020Q1下滑至-273.7%，刚性费用支出占用了大量现金。

图表35： 2019，A股上市公司（剔除金融）净利润现金含量为228.7%

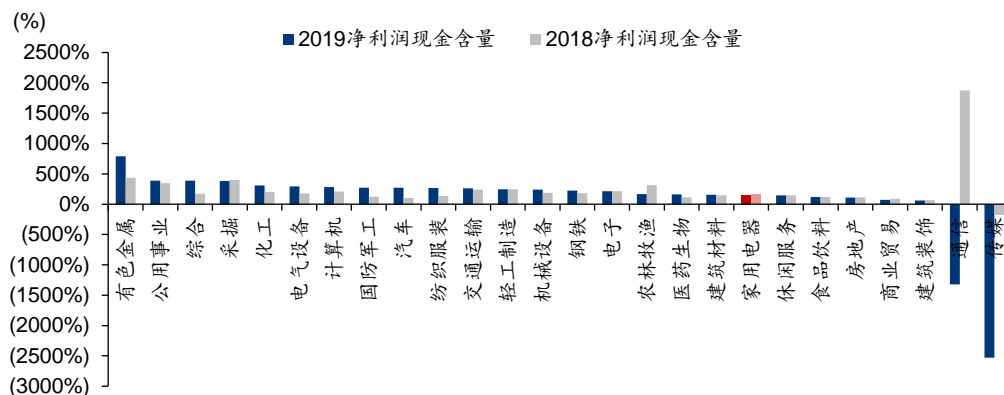


注：净利润现金含量=经营活动现金流净额/归母净利润

资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2019年净利润现金含量最高的五个行业分别为有色金属、公用事业、综合、采掘、化工，而家电行业由于固定资产较少，折旧摊销费用占有的净利润较少，2019年净利润现金含量为152.0%，略低于A股平均水平。

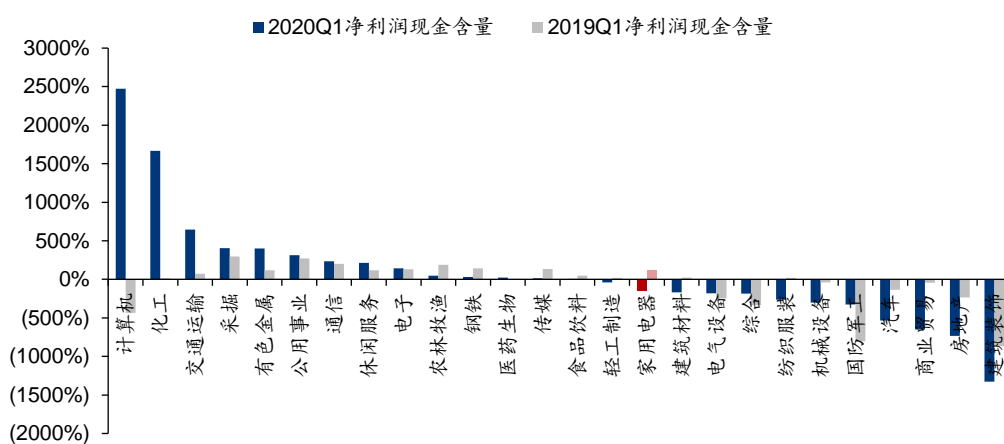
图表36： 家电行业固定资产较少，2019年净利润现金含量为152.0%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1疫情影响下，销售商品、提供劳务现金流入与购买商品、接受劳务现金流出均有下滑，但部分经营活动现金流出有一定刚性（主要为销售、管理、研发相关活动费用支出），家电行业净利润现金含量为-144.8%（2019Q1同期为+116.6%）。

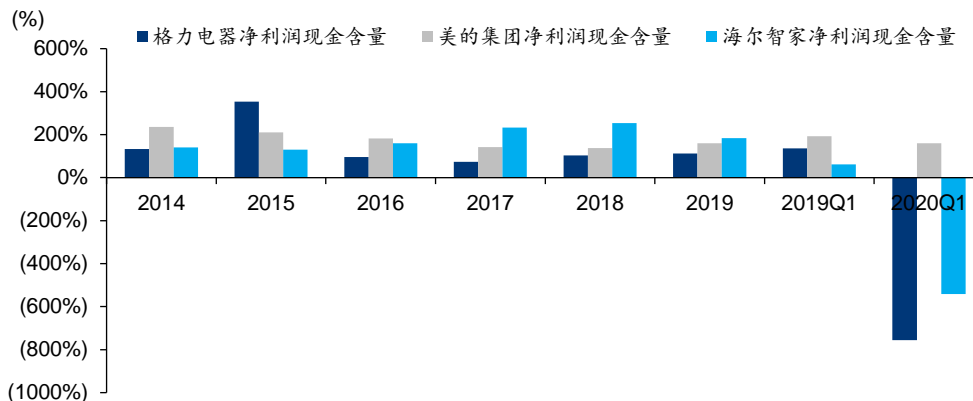
图表37： 家电行业2020Q1净利润现金含量依然偏低



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 三大家电龙头企业净利润现金含量差异明显，美的较为稳定。2020Q1支付其他与经营活动现金较为刚性，影响了经营活动现金流净额表现，根据三大白电2019年年报细项披露，主要为销售、管理、研发费用支出（格力还包括较大金额的票据质押、保函保证金的净增加额），其中该科目格力支出114.96亿元，海尔支出53.82亿元，美的支出74.90亿元。

图表38： 2020Q1 美的净利润现金含量较为稳定

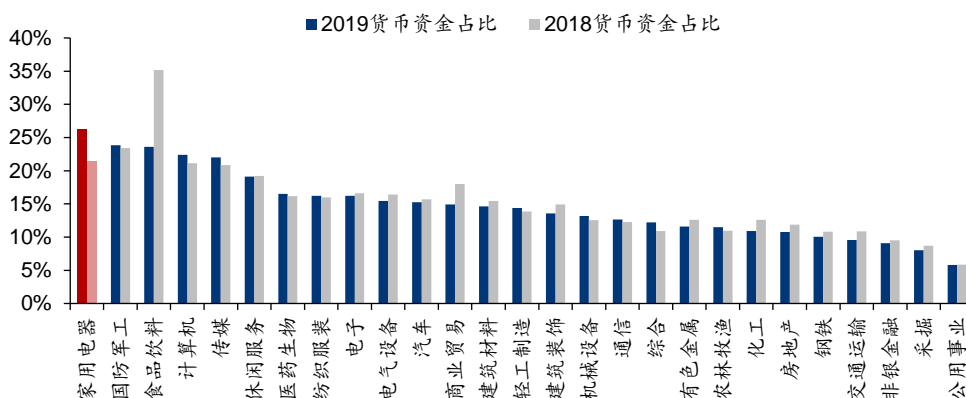


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 家电行业资金实力依然领先

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2019 货币资金占比最高的五个行业分别为家电、国防军工、食品饮料、计算机、传媒，其中，家电行业货币资金占总资产比例为 26.2%，居第一位。2018 年末货币资金占比最高的行业为食品饮料行业，占比高达 35.2%；其次为国防军工和家电行业，占比分别为 23.4%和 21.4%，均大幅高于 A 股整体水平。整体上，大消费内的各个细分子行业货币资金占资产比例均处于较高水平。

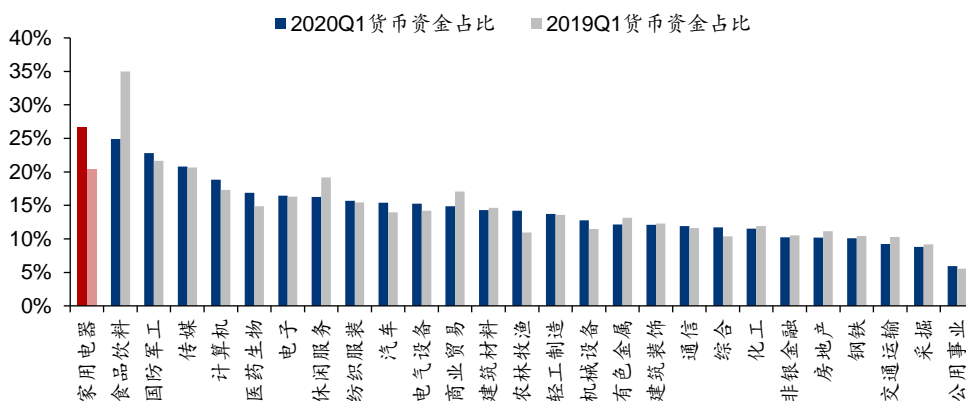
图表39： 家电行业库存现金占比较高，2019 年家电行业货币资金占比全行业领先



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1 虽有疫情冲击，货币资金占比最高的五个行业分别为家电、食品饮料、国防军工、计算机、传媒，保持较强的资金实力。其中，家电行业货币资金占比为 26.7%。自有资金保证企业经营必要支出，有利于缓解疫情带来的冲击。

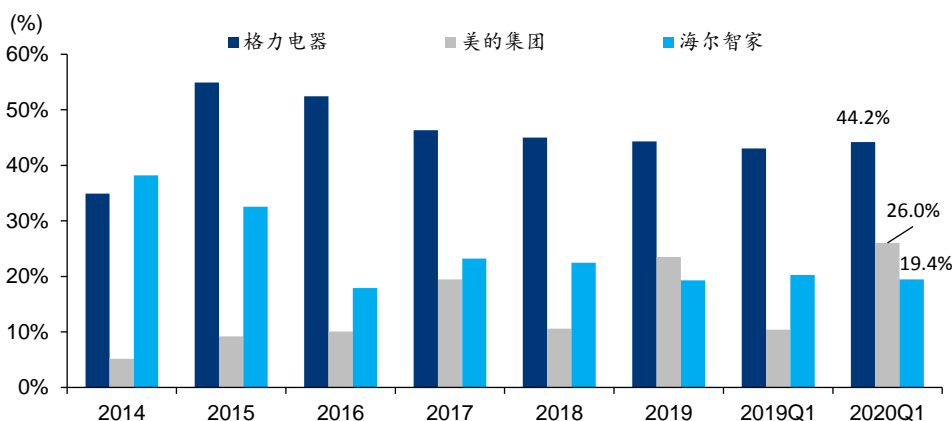
图表40： 家电行业货币现金占比较高，2020Q1 家电行业货币资金占比继续全行业领先



资料来源：Wind、华泰证券研究所

家电行业内部分化明显，2020Q1 格力电器货币资金占比高达 44.2%，远高于行业平均水平，流动性优势明显。2020Q1 美的集团和海尔智家货币资金占比则分别为 26.0%和 19.4%，美的货币资金规模有明显提升。

图表41： 货币资金比例，2020Q1 格力维持行业领先

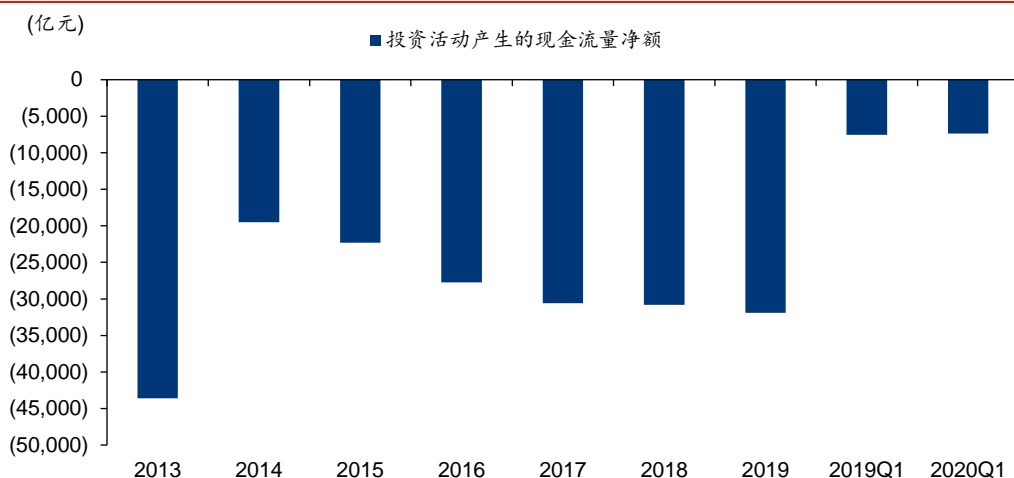


资料来源：Wind、华泰证券研究所

投资活动现金流表现：疫情下，家电龙头资本性投资活动依然稳健

A股上市公司（剔除银行与非银金融）2020Q1 投资活动产生的现金流量净额为-7367.3 亿元，投资支出同比小幅减少 2.1%。面对疫情影响，整体投资活动有小幅下降。

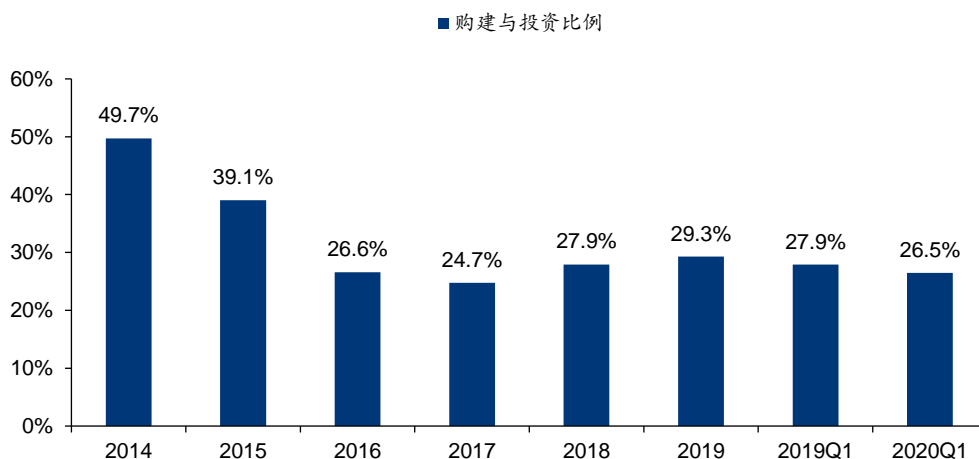
图表42： 2020Q1，A股上市公司（剔除金融）投资活动产生的现金流量净额为-7367.3 亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

投资现金流支出中，A股上市公司（剔除银行与非银金融）购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(简称为“购建与投资”)比例今年来稳定在 25%~30% 区间, 2020Q1 购建与投资占投资活动现金流出比例下降至 26.5%。面临疫情冲击，A股上市公司（剔除银行与非银金融）资本类开支有所减少。

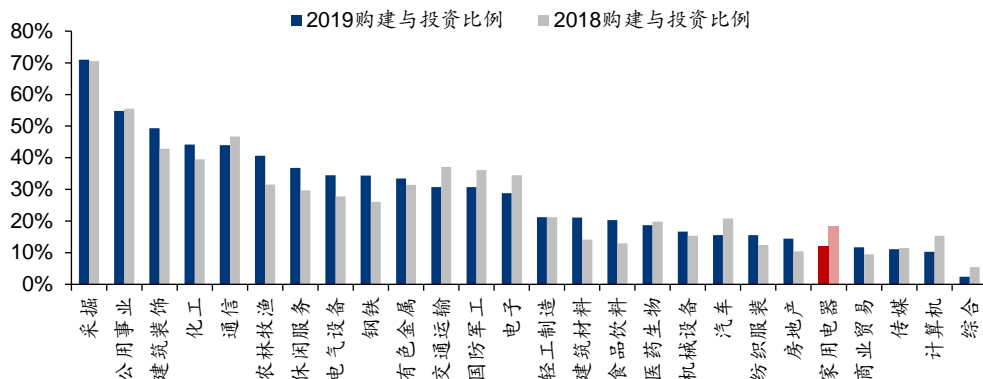
图表43： 2020Q1，A股上市公司（剔除金融）购建与投资比例小幅下降



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），2019 年家电行业购建与投资占投资活动现金流出比例为 12.1%，家电行业相对成熟、轻资产运营，资本性支出占比较低，为货币资金的留存奠定基础。

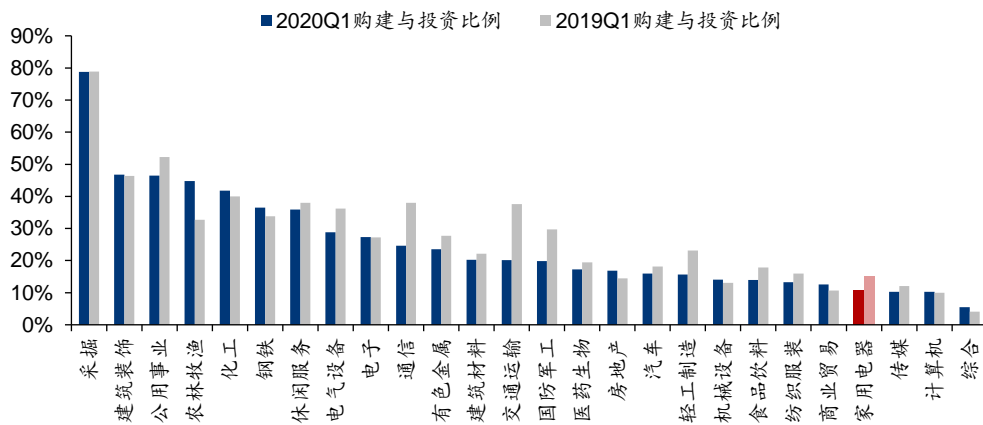
图表44： 2019年家电行业购建与投资占投资活动现金流出比例下降为12.1%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

在疫情面前，行业继续降低资本性支出，2020Q1家电行业购建与投资支出金额下滑至74.8亿元(2019Q1同期为135.5亿元)，占投资流出比例下滑至10.9%(2019Q1同期为15.2%)。

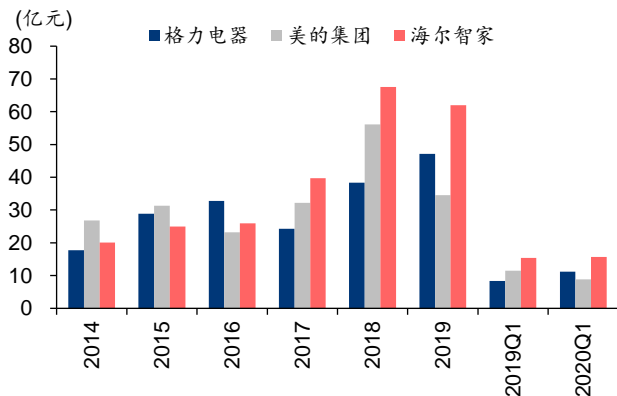
图表45： 2020Q1家电行业购建与投资比例下滑至10.9%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

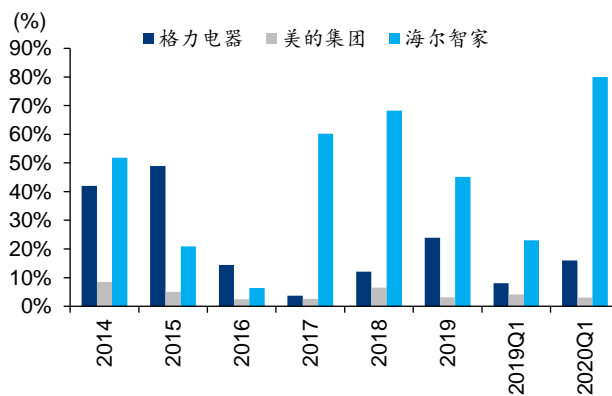
家电龙头购建与投资支付资金近年有所提升，但比例差异明显。其中，美的集团和格力电器由于有较大规模的投资支出，购建与投资占比较低。2020Q1龙头企业并未显著放慢资本投资开支，其中，2020Q1格力购建与投资支出同比+33.9%、海尔同比+2.3%，仅美的同比-22.7%。从占比来看，海尔购建与投资支付的现金15.7亿元，占比为80.0%，高于行业平均水平。美的和格力购建与投资占比仅分别为3.0%和16.0%。

图表46： 家电龙头购建与投资支付的现金近年有所增长



资料来源：华泰证券研究所

图表47： 购建与投资占比差异较为明显

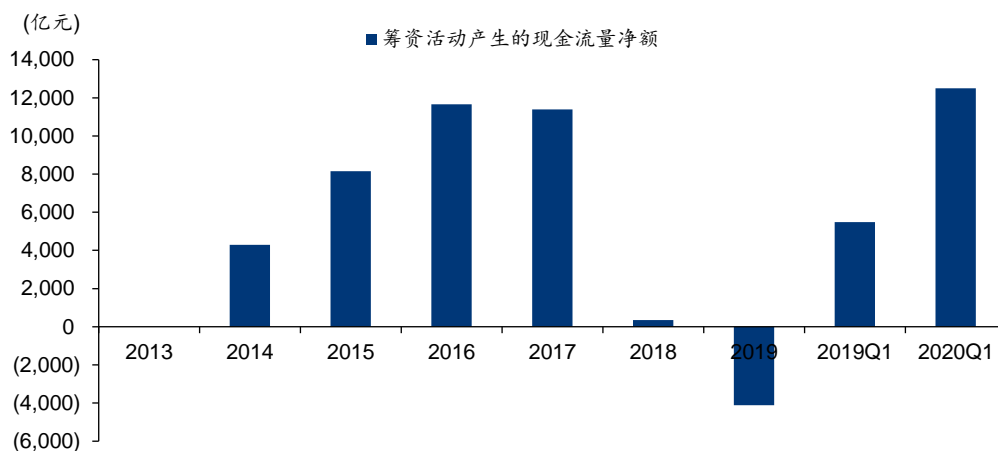


资料来源：华泰证券研究所

筹资活动现金流表现：2020Q1 家电上市公司加大筹资活动现金流入

A股上市公司（剔除银行与非银金融），2020Q1 筹资活动产生的现金流量净额为 12504.2 亿元，同比大幅增长 127.8%，主要为取得借款金额同比增长 8492.5 亿元。

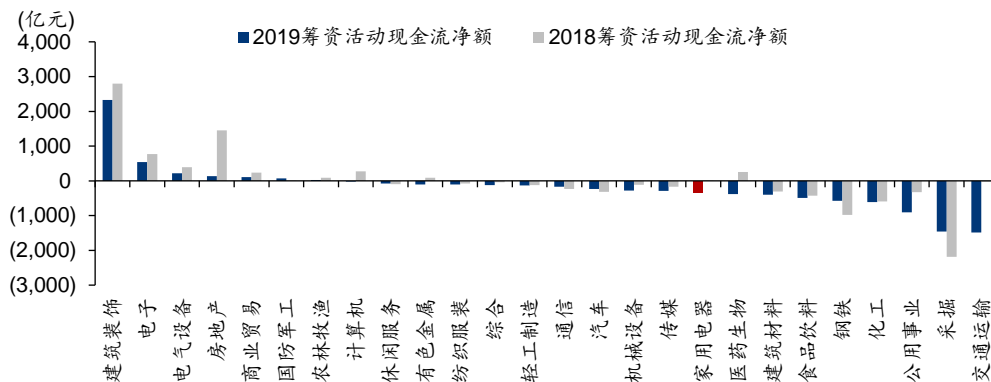
图表48：2020Q1，A股上市公司（剔除金融）筹资活动产生的现金流量净额为 12504.2 亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

筹资活动现金流中，依据申万一级行业分类（剔除银行及非银金融），A股上市公司（剔除银行与非银金融）差异较大，2019年筹资活动现金流出前五位交通运输、采掘、公用事业、化工、钢铁，家电行业流出 343.8 亿元（2018年同期为流入 3.6 亿元），主要由于借款减少以及分红增加。

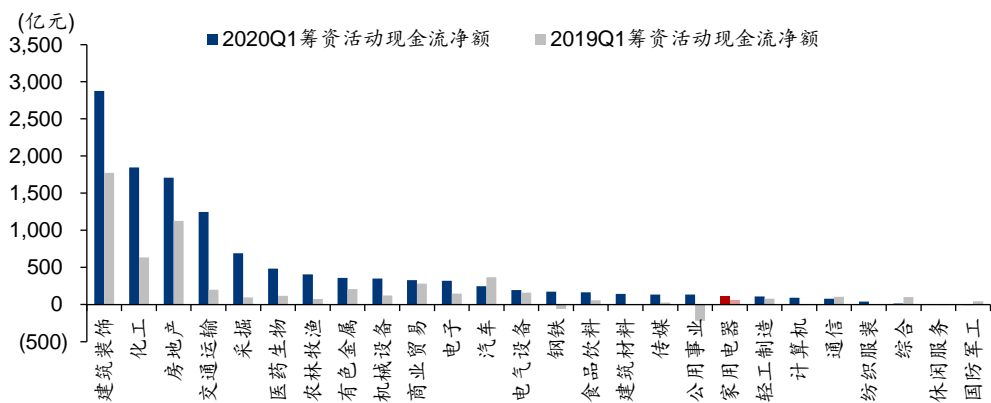
图表49： 2019年家电行业筹资活动现金流净额为-343.8亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

疫情冲击下，2020Q1各行业主动获取借款，满足流动性需求，仅国防军工行业筹资活动现金流净额为负。2020Q1家电行业筹资活动现金流净额为119.0亿元（2019Q1同期为59.8亿元）。

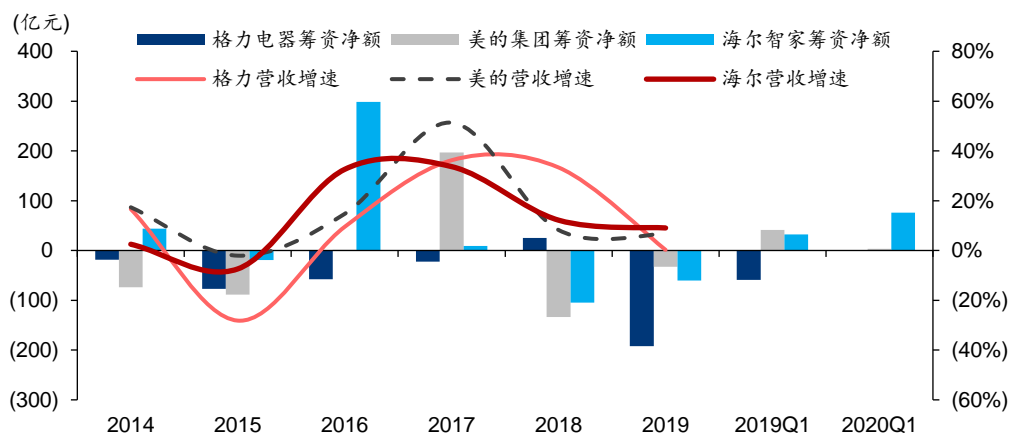
图表50： 2020Q1家电行业筹资活动现金流净额为119.0亿元



资料来源：Wind、华泰证券研究所

家电龙头筹资活动现金流净额与营业收入增速同向变化趋势较明显，龙头企业更倾向于在扩张周期中加大融资。同时，三大白电账面货币资金占总资产比例有较大差异，海尔占比较低。2020Q1仅海尔保持较大的筹资金额（筹资活动现金流净额为75.8亿元）。

图表51： 家电龙头筹资活动现金流净额与营业收入增速同向变化趋势较明显

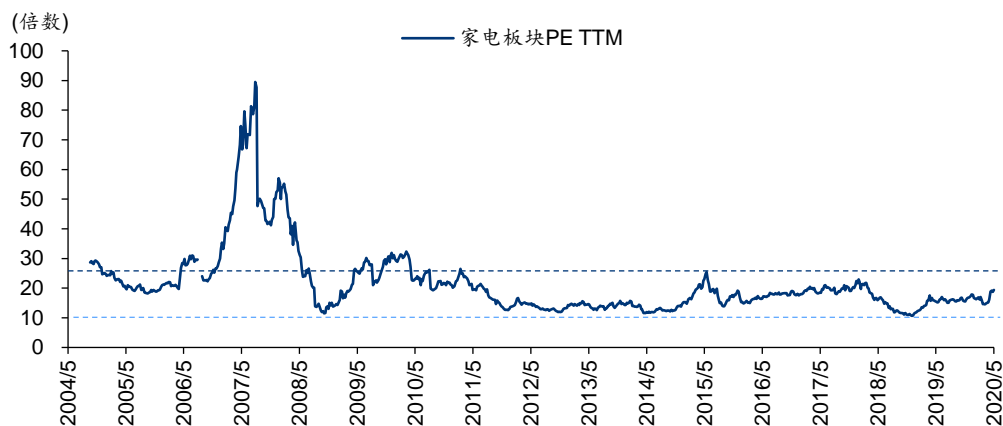


资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值角度看家电

回顾家电板块(申万)指数走势,从长周期来看,家电板块多次穿越牛熊,维持趋势向上,业绩仍为驱动家电板块增长的核心。截至2020年5月29日,家电板块2020年累计下跌3.94%,在28个申万子行业中排名第17。从估值变化来看,目前家电板块PE ttm 估值倍数为19.37X,处于过去3年的78.5%分位数水平。全球市场来看,整个市场的预期收益率下行,风险利率也处于相对低位的情况下,优质企业在疫情影响减缓及地产销售数据的逐步好转的过程中,悲观的估值情绪有望优先缓解,偏稳健资产估值重构带来的估值中枢提升预期更强。

图表52: 申万家电板块市盈率波动区间以10-25倍之间为主



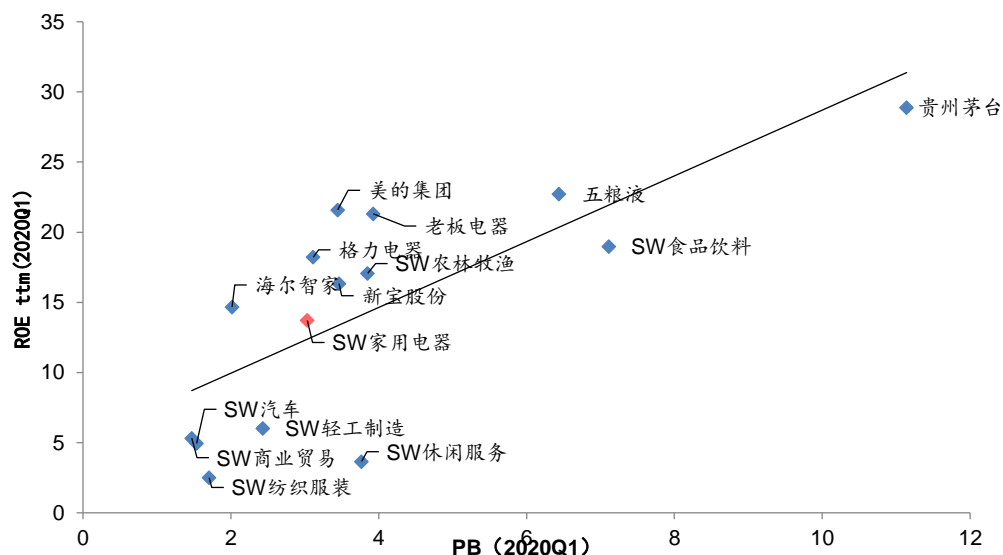
资料来源: Wind、华泰证券研究所

PB-ROE 指标下, 家电龙头依然具备估值修复空间

ROE 指标综合反映了盈利能力、运营能力、财务杠杆, 相比其他指标, 更好的呈现了家电等消费行业为投资者获取高质量回报的资产基础, 家用电器指数有更高的 ROE (根据 Wind 数据, 以 2020Q1 数据计算 ROE, 家电行业居 28 个申万行业第四位), PB 水平处于中上游(根据 Wind 数据, 以 2020Q1 数据计算 PB, 家电行业居 28 个申万行业第七位)。

对比其他消费行业, 家用电器指数 PB 估值和 ROE 匹配度较高, 考虑家电板块中龙头个股, 我们会发现若给予家用电器龙头股相同 ROE 下的市场平均 PB 估值, 则龙头个股 PB 估值尚有很大提升空间。

图表53: 消费领域 PB-ROE 分布图 (以 2020Q1 PB 及 ROE ttm 计算), 家电龙头个股仍有提升空间



资料来源: Wind、华泰证券研究所

PE 指标受 2020Q1 财务表现影响被动抬升

分子板块来看，白电企业（美的集团、格力电器、海尔智家）中，格力电器 2020Q1 财务表现偏弱，公司 PE 估值被动抬升，但相对来看白电龙头在盈利能力、资金杠杆、上游占款、营运资金管理上优势依然明显。从白电企业中 PE 估值水平所处的过去 3 年的分位数来看，海尔智家及美的集团相对更低。

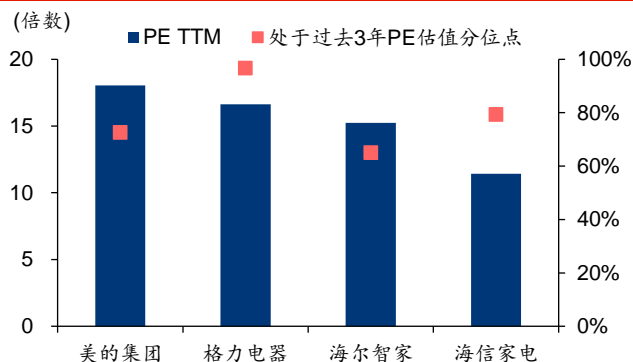
厨电企业整体 PE 估值所处分位数水平均较低，华帝股份、万和电气、浙江美大均处于过去 3 年 PE 估值的地步区间，但疫情导致地产后周期的拉动作用或延后，厨电企业仍将面临零售端压力，工程渠道占优企业相对 PE 更高。

黑电企业 PE 估值所处分位数水平差异较明显，行业依然面临激烈竞争态势，盈利能力的确定性仍将存在。

小家电板块个股 PE 估值所处分位数水平整体较高，细分板块依然具备较高成长性，且疫情影响下，具备线上渠道优势企业享受更高的 PE 估值。

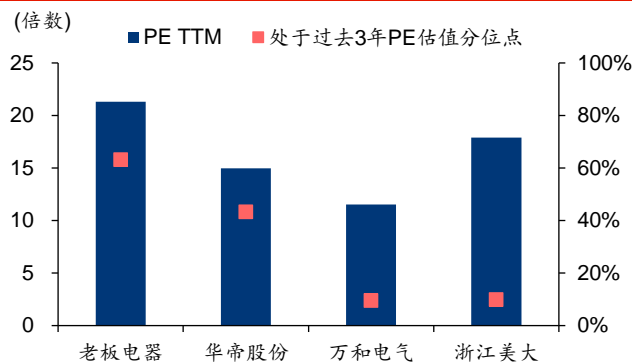
上游板块个股 PE 估值所处分位数水平由于多元化业务与盈利能力差异较明显。

图表54：白电板块个股估值水位（截至2020年5月29日）



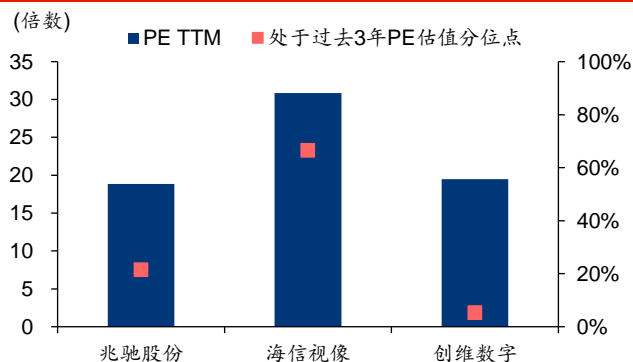
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表55：厨电板块个股估值水位（截至2020年5月29日）



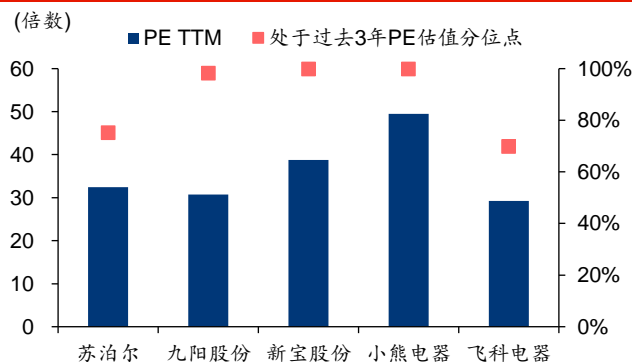
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表56：黑电板块个股估值水位（截至2020年5月29日）



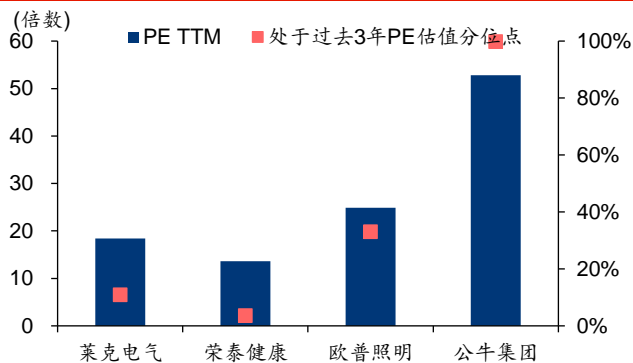
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表57：小家电板块个股估值水位（截至2020年5月29日）



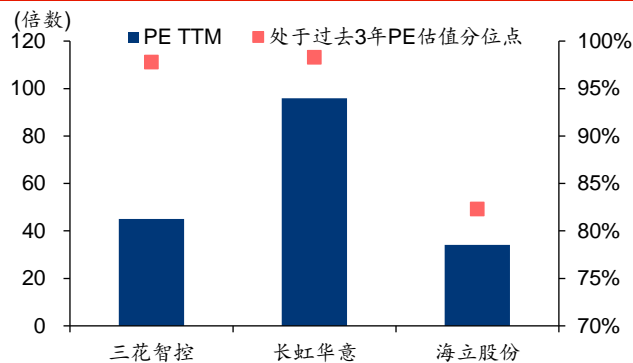
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58: 其他家电板块个股估值水位(截至2020年5月29日)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表59: 上游板块个股估值水位(截至2020年5月29日)

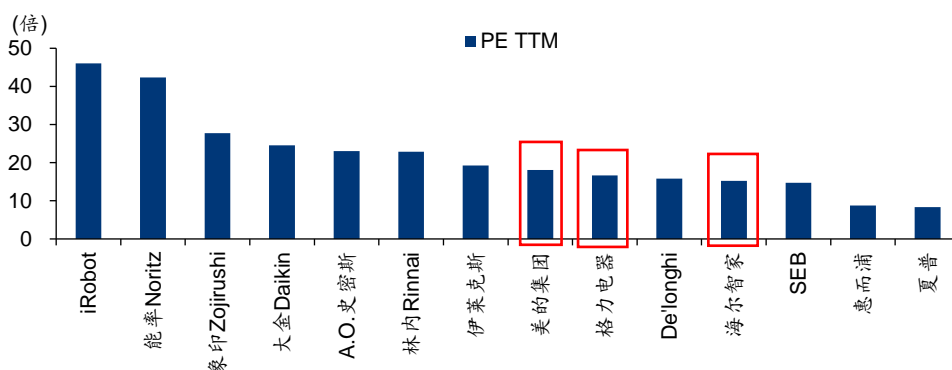


资料来源: Wind、华泰证券研究所

对标海外, 家电龙头 PE 估值并不高

家电龙头个股有较稳定业绩表现, 对标海外家电个股, 家电龙头 PE 估值并不高。目前时点, 我们预计 2020 年外资仍将从市场资金面对板块产生重要影响, 纳入三大指数(MSCI、富时罗素、标普道琼斯) 吸引的海外跟踪资金持续流入, 简单对标截至 2020 年 5 月 29 日的 PE TTM 估值情况, 海外家电股(见图表 60) 平均 PE TTM 估值为 23.1 倍, 而国内龙头个股估值处于相对较低水平(美的、格力、海尔 PE TTM 估值分别为 18.1、16.6、15.3 倍)。

图表60: 海外家电上市公司估值(截至2020年5月29日)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

展望未来: 我们依然认为国内家电龙头占据全球行业领导地位、现金流表现稳健、账面现金资产充裕, 且维持较高的 ROE 水平, 其在全球范围内具有蓝筹稀缺特性, 虽然受到疫情短期冲击, 部分龙头公司 2020Q1 业绩承压, 导致 PE 估值被动抬升, 处于历史分位数高位, 但压制龙头公司业绩因素均有所缓解, 且在竞争为主旋律的背景下, 龙头公司维持了领先的经营水平和产业链地位, 板块中具备业绩支撑的龙头企业有望对标海外估值, 依然具备中长期配置机会。

家电需求展望，看好内销占比较高企业加速恢复

从目前时点往后看，国内疫情已经得到控制，家电零售景气度有望逐步回升。但是海外依然有比较大的影响，海外家电零售或出现明显回落。

- 1、**疫情下，现金流紧张或成为普遍现象，优势企业更能逆势出击。**短期来看，需求偏弱或导致产业链企业销售不畅、存货积压，面临现金流紧张局面，且疫情对同质化较高的产品销售影响更为明显，部分企业面临加速淘汰压力。相对而言，产业链中的优势企业有望借疫情，提升行业集中度，强化竞争格局。
- 2、**流量或向线上进一步集中，疫情或成为家电企业调整线下渠道的契机。**在家电线下需求缓慢恢复的背景下，龙头企业更为积极主动的拥抱线上渠道，在品牌影响力领先的情况下，高性价比成为最直接的引流方式，多层级的线下渠道价格优势不明显，面临更强的转型压力。
- 3、**短期原材料成本红利或依然存在。**下游需求偏弱，原材料供给侧逐步推动减产，但短期内原材料价格或依然保持低位区间，成本红利或依然存在。
- 4、**大家电外销压力或逐步加大，但类似国内疫情期间居家隔离需求增长，海外小家电或表现依然较好。**国内家电企业复工以来，优先保证海外订单交付，出口增速恢复快于内销，但考虑到疫情导致海外渠道库存增长，后续订单增长需求或有所减弱。海外收入占比比较大的大家电企业可能会有更大的压力，而小家电企业可能由于海外部分地区也实施居家隔离，厨房类小家电有需求提升的可能。
- 5、**海外工厂停工更可能导致短期全球产业链向中国集中。**海外面临工厂停工压力，供给不足，可能会加剧订单向中国转移的趋势。

白电：空调龙头拥抱新零售挽回需求，冰箱出口继续增长

空调：5月高温天气为内需销售带来好转契机，龙头更主动拥抱新零售。疫情余波影响下，线下流量不足，获取线上流量成为差异化营销的主要方式，格力5月2场直播带货收获不断增长的销售额，市场见证了龙头企业依托产品力+品牌力组合在新零售模式中促销的影响力，有望加速市场出清、巩固弱周期市场份额，有望以较低的库存迎来将在2020年7月1日实施的新能效等级标准。海外疫情如果在空调销售旺季依然未得到有效控制，空调零售或受到明显影响、海外渠道库存增加，后续出口订单或面临下滑风险，推荐格力电器、美的集团。

冰洗：内销线上渠道率先回暖、线下渠道有望逐步恢复，海外冰箱销售继续回暖，居民食品囤积需求稳定外销订单，洗衣机需求或面临短期冲击。而由于冰洗需求释放更为平滑，预计疫情结束后，大部分海外地区冰洗需求有望快速恢复。

小家电：受到疫情冲击较小，线上需求释放，维持较饱满订单

小家电产品内销以线上消费为主，疫情影响下，更深化了线上渠道影响力。线上渠道扩张了小家电行业的客户覆盖面，依托社交传播模式，爆款产品流量成本获得较大幅度降低，同时在短时间内向意向消费者快速传播。我们认为海外虽有疫情影响，且部分小家电产品出口占比较高，但居家隔离导致部分厨房小家电订单增长，我们更为看好以厨房小家电为主的出口型小家电企业保持较稳定订单水平，推荐新宝股份、小熊电器。

厨电：关注销售及竣工数据回暖，优势厨电有望迎来差异增长

受到精装修产业赋能影响，地产销售与竣工数据回暖预期得到强化，工程及零售渠道优势企业收入或有明显改善。保利资本、碧桂园创投共同设立“产业链赋能基金”，合计规模达到50亿元，基金将主要聚焦房地产产业链上下游，围绕房地产精装修相关领域布局，提升品牌合作空间。

同时地产竣工及销售趋势好转，国家统计局数据显示，2020年4月住宅房屋竣工面积同比-7.2%，其中1-2月-24.25%，3月份+1.2%，4月住宅商品房销售面积同比-1.5%，其中1-2月-39.2%，3月份-13.85%。工程产品毛利率虽有下降，但综合考虑原材料成本依然维持低位以及工程渠道更低的费用率水平，净利润受到渠道结构变化影响较小，推荐老板电器、华帝股份。

黑电：品牌商价格竞争激烈，外销拉动作用减弱

电视出口销量占比较高，且全球主要产能集中在中国，短期海外部分城市关店、渠道受阻或影响零售需求，但后续回补的可能性较高。内销市场需求动力依然不足，价格竞争态势依然激烈，外销市场受到渠道变化影响，部分城市封城关店导致电器专卖店需求减弱，但超市渠道为满足居民基本生活需求，未受到关店影响，需求增速或能维持小幅增长。

风险提示

(1) 疫情冲击及经济下行。

如果疫情冲击下，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) 地产销售下滑。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

(3) 原材料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

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司