

# 家用电器

## 深度复盘：家电补贴政策十问

证券研究报告

2018年09月25日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

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:新冷年开盘遇冷,全年空调仍可实现个位数增长——2018W38 周观点》 2018-09-24

2 《家用电器-行业点评:提高研发费用税前加计扣除比例,带来更好创新土壤》 2018-09-24

3 《家用电器-行业点评:8月空调:新冷年开盘遇冷,内销下滑幅度扩大》 2018-09-21

### 事件

2018年9月20日,中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制,进一步激发居民消费潜力的若干意见》。其中要壮大绿色消费,规范发展汽车、家电、电子产品回收利用行业,对家电行业的绿色、规范发展提出新政策要求。站在这一时点上,我们不妨回顾上一轮行业刺激政策时的情况。

### 第一问:上一轮补贴政策在什么背景下出台?

家电行业的刺激政策始于2007年,2007-2013年的五年间,以旧换新、家电下乡补贴、节能补贴这三大主力政策共同实施,到2013年5月彻底退出。

### 第二问:哪些品类和公司会受益?

从家电下乡、以旧换新以及节能惠民补贴政策范围来看,空调、冰箱、洗衣机、彩电、计算机五类产品均在其中,而家电下乡、节能惠民补贴范围中还包括热水器、部分小家电产品以及零部件产品。

### 第三问:政府财政需要支出多少规模?

家电下乡政策持续时间最长、补贴金额力度最大,节能惠民政策金额最小,且仅限单价高于均价的高能效产品,范围较小。整体财政规模支出水平根据时间长度以及力度大小在数百亿元人民币规模不等,主要由财政部结算。

### 第四问:补贴以什么方式兑现?

家电下乡和以旧换新是以直接补贴手段为主,节能惠民政策是间接补贴。

### 第五问:刺激政策对销量拉动如何?

2007-2013年的政策期内,其中09-12年几乎为以旧换新、节能惠民和家电下乡三大补贴同时作用的时期,其中节能惠民及以旧换新补贴可同时叠加,进一步放大政策补贴力度。

### 第六问:政策退出后影响如何?

在2012-2013政策逐步退出以后,行业增速明显下台阶,但空调、洗衣机行业仍维持震荡增长,冰箱则开始出现了持续下滑的趋势。

### 第七问:家电企业欢迎产业刺激政策吗?

政策会短期促进家电需求增长但也消耗了长期的需求。

### 第八问:猜想——如果现在出刺激政策会如何?

从政策引导性的角度看,行业话语权较大的龙头企业将更加欢迎高能效产品的结构性补贴政策。普惠型政策补贴不利于淘汰技术落后、规模较小的产能。

### 第九问:日本也曾推行过类似的家电补贴政策?

日本曾于2009年实施家电环保积分制度,刺激电视机、冰箱、空调的销量。

### 第十问:怎么看待补贴政策对短期股价的影响?

根据上次家电刺激政策效果,短期内对于二级市场股价均表现有明显提振,尤其是格力、美的、海尔等主要龙头公司。

### 投资建议

个股方面,建议积极关注龙头美的集团、青岛海尔、小天鹅 A 以及格力电器;彩电方面,建议积极关注海信电器、TCL 电子(港)以及创维数码。

**风险提示:**政策推广不及预期、宏观经济增长不及预期、目标市场出现波动



## 内容目录

事件.....	4
第一问：上一轮补贴政策在什么背景下出台？ .....	4
第二问：哪些品类和公司会受益？ .....	5
第三问：政府财政需要支出多少规模？ .....	10
第四问：补贴以什么方式兑现？ .....	11
第五问：刺激政策对销量拉动如何？ .....	13
第六问：政策退出后影响如何？ .....	14
第七问：家电企业欢迎产业刺激政策吗？ .....	15
第八问：猜想——如果现在出刺激政策会如何？ .....	17
第九问：日本也曾推行过类似的家电补贴政策？ .....	18
第十问：怎么看待补贴政策对短期股价的影响？ .....	18
投资建议 .....	19

## 图表目录

图 1：家电政策刺激快速实现产品普及 .....	4
图 2：家电下乡政策补贴方式 .....	11
图 3：以旧换新政策补贴方式 .....	12
图 4：以旧换新政策补贴方式 .....	12
图 5：2006-2014 年空调在城镇保有量快速上升（台/百户） .....	13
图 6：2006-2014 年各品类家电在农村保有量快速上升（台/百户） .....	14
图 7：家电刺激政策对销量拉动效果明显 .....	14
图 8：家电刺激政策对销量拉动效果明显 .....	15
图 9：刺激补贴期内行业内销 CR3 集中度并未上升 .....	16
图 10：四大家电的能效等级变化 .....	17
图 11：日本实施家电环比积分制度拉动家电销售 .....	18
图 12：2007 年 6 月-2008 年 6 月股价收益表现 .....	19
表 1：补贴政策覆盖产品范围 .....	5
表 2：第一批家电下乡中标企业及产品数量名录 .....	6
表 3：第二批冷柜、冰箱、洗衣机新增进入名录企业及产品型号 .....	7
表 4：第二批彩电、手机新增进入名录企业及产品型号 .....	7
表 5：第三批空调新增进入名录企业及产品型号 .....	8
表 6：第三批节能产品惠民工程一级能空调效占比约一半 .....	9
表 7：补贴政策部分受益上市公司 .....	9
表 8：2012 年前后上市的家电零部件企业 .....	9
表 9：各政策补贴情况一览 .....	10

表 10: 家电刺激政策以及财政支出情况 .....	10
表 11: 后续地方性节能惠民政策 .....	11
表 12: 上海市 1.5 匹定频空调补贴典型案例（第二轮节能惠民补贴退坡；单位：元） .....	13
表 13: 家电企业“骗补”相关事件 .....	15
表 14: 三大白电收到节能惠民补贴情况（09 年之前及 12 年后节能补贴为零） .....	16
表 15: 节能补贴对企业净利率提升幅度 .....	16
表 16: “家电下乡”政策推行时间表 .....	18

## 事件

2018年9月20日，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》。构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点；推进服务消费持续提质扩容；引导消费新模式加快孕育成长；推动农村居民消费梯次升级。其中要壮大绿色消费，规范发展汽车、家电、电子产品回收利用行业，对家电行业的绿色、规范发展提出新的政策要求。站在这一时点上，我们不妨回顾上一轮行业刺激政策时的情况。

### 第一问：上一轮补贴政策在什么背景下出台？

对家电行业的刺激政策始于2007年，由下图可知，2007-2013年的五年间，以旧换新、家电下乡补贴、节能补贴这三大主力政策共同实施，直到2013年5月才彻底退出。

图1：家电政策刺激快速实现产品普及



资料来源：发改委，财政部，天风证券研究所

回顾政策推出的时间点来看，事实上，“家电下乡”并非是为了应对经济危机所推出的。早在2005年，中国提出了“万村千乡市场工程”以及“建设社会主义新农村”，出于改善农村生活水平以及提振农村消费需求的角，2007年底政府推出了“家电下乡”补贴政策。

为了加快政策推广，家电下乡自2007年12月从山东、河南、四川三省率先实施，2009年1月开始迅速在全国推广，直到2013年2月全国实施完毕，补贴产品范围不仅包含空调、冰箱、洗衣机、彩电等各类大家电，还包括微波炉、电磁炉、电饭煲、烟灶等厨电小家电产品。

2008年金融危机爆发后，国务院总理2009年5月19日主持召开国务院常务会议，研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施，以扩大消费需求、同时提高能源资源利用率，该政策覆盖产品范围仅涉及5种大家电产品。

2009-2012年，国家发改委、工信部、财政部联合发布实施家电的节能惠民工程，目的主要是为了提高能效、优化结构，覆盖范围包括高效照明产品、高效节能空调、平板电视、电脑，以及电机、风机、水泵等。

2012年，为缓解家电下乡政策退出对行业的冲击，国家再次发布新版节能惠民政策。

图 2：中国 GDP 增速以及消费刺激政策



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

总结，我们可以看到，历史上家电下乡政策的推行初衷并不是为了应对金融危机；真正应对 08 年金融危机，为了提振 GDP 增长、引导行业发展，以及从普惠式利民角度出发的全国性政策，是以旧换新与节能惠民类补贴政策。

## 第二问：哪些品类和公司会受益？

从家电下乡、以旧换新以及节能惠民补贴政策范围来看，空调、冰箱、洗衣机、彩电、计算机五类产品均在其中，而家电下乡、节能惠民补贴范围中还包括热水器、部分小家电产品以及零部件产品。不同覆盖范围的产品，也间接说明，提振新农村发展，与提振消费刺激，以及引导环保节能理念，产品所涉及到的品类是有显著的不同。

表 1：补贴政策覆盖产品范围

品类	家电下乡	以旧换新	节能惠民
空调	√	√	√
冰箱 (含冰柜)	√	√	√
洗衣机	√	√	√
彩电	√	√	√
计算机	√	√	√
热水器	√		√
微波炉	√		
电磁炉	√		
手机	√		
高效电机			√
配电变压器			√
清水离心泵			√
通风机			√
容积式空气压缩机			√

资料来源：财政部，天风证券研究所

从受益企业来看：

1) 家电下乡：通过招标确定生产企业及产品型号。

政府于 2007 年公布家电下乡政策的家电产品名录，农村居民必须购买目录里的指定产品才会得到政府补贴：

(1) 家电下乡产品通过公开招标方式确定；

(2) 财政部会同商务部、工业和信息化部组织制定家电下乡产品标准和招标文件，产品标准应当包括质量、节能、环保、耐用、安全及农村适应性等内容，并在招标文件中予以明确。

2007 年首批中标的企业如海尔、美菱电器、四川长虹、海信电器、深康佳都享受到了“农村市场快速启动”的作用。根据中国家电协会的初步统计，2007 年 12 月到 2008 年 9 月家电下乡试点期间，总销售额在 40 亿元左右。

表 2：第一批家电下乡中标企业及产品数量名录

第一批家电下乡中标企业及产品名录 (共15家企业、197个型号)	海尔集团	冷柜 (6)、冰箱 (10)、彩电 (10)、手机 (10)
	星星集团	冷柜 (6)、冰箱 (10)
	澳柯玛	冷柜 (6)、冰箱 (10)
	美菱	冷柜 (5)、冰箱 (10)
	白雪电器	冷柜 (6)、冰箱 (10)
	新飞电器	冷柜 (6)、冰箱 (10)
	康佳集团	冰箱 (6)、彩电 (10)
	海信科龙	冰箱 (10)
	TCL集团	彩电 (3)
	四川长虹	彩电 (10)、手机 (10)
	海信集团	彩电 (5)、手机 (10)
	创维-RGB	彩电 (4)
	夏新电子	手机 (6)
	恒基伟业	手机 (7)
	三星通信	手机 (1)

资料来源：中国电子进出口有限公司，天风证券研究所

2008 年 12 月起，试点范围扩大到内蒙古、辽宁、黑龙江、安徽、山东、河南、湖北、湖南、广西、重庆、四川、陕西等 12 个省（区、市），补贴产品增加洗衣机。2008 年第二批名录扩大了产品种类和企业。彩电中标企业分别有海信、康佳、长虹、创维、TCL、厦华、熊猫、乐华、海尔等 9 家彩电企业。洗衣机则有松下、美的、TCL、美菱等 36 家企业中标。手机则有中兴等 17 家企业，电冰箱中标企业高达 40 家，冷柜则有 19 家企业中标。

表 3：第二批冷柜、冰箱、洗衣机新增进入名录企业及产品型号

第二批新增企业 (56家)	冷柜型号	冰箱型号	洗衣机型号	第二批新增企业 (56家)	冷柜型号	冰箱型号	洗衣机型号
美的	10	12	15	统一电器	4		
小天鹅	10	15	15	飞龙家电	5	6	14
广东容声电器			11	海利士	7	9	
合肥荣事达三洋电器			15	齐洛瓦电器	5	2	
上海惠而浦			2	兆邦电器	6		
广东格兰仕		6	2	浙江上工电器	8	7	
奥马电器		15		华美电器	7		
浙江华日		15		格林电器	10		
尊贵电器		15		富士达电器		5	
顺德安博基业		2		双鹿电器		14	
赛亿电器		2	6	广东威王		11	
博西华		14		六安索伊		15	
博克电器		2		三西实业		15	
华良电器		6	8	晶弘电器		1	
苏州三星电子		3	6	宝鸡长岭		13	
上海中日家用电器		6	15	华彩电器		9	
小鸭电器			10	冰熊电器		10	
晨阳电器			15	宁波韩电		15	
宁波新乐电器			15	宁波万事发		5	
超迪电器			15	广州万宝		12	
海宝电器			5	宁波浪木		10	10
金羚电器			15	摩尔电器			6
顺达实业			8	延续第一批企业 (10家)	冷柜型号	冰箱型号	洗衣机型号
杭州松下			15	澳柯玛	10	15	15
宁波乐士			7	美菱	10	15	15
宁波科飞			14	白雪电器	10	15	
重庆欧凯			10	TCL集团	10	15	15
吉德电器			10	海信科龙	10	15	
超日实业			6	新飞电器	10	15	
宁波辰佳电器			1	康佳集团	10	11	
宁波南方电器			7	海尔	10	15	15
宁波生活电器			7	星星集团	10	15	
宁波金帅			9	海信集团		15	15
中山东菱威力			14				

资料来源：中国电子进出口有限公司，天风证券研究所

表 4：第二批彩电、手机新增进入名录企业及产品型号

第二批新增企业 (13家)	彩电	手机	延续第一批企业 (9家)	彩电	手机
福建捷联电子	3		海信集团	15	5
厦华电子	10		康佳集团	15	11
熊猫电子	15		四川长虹	15	15
乐华科技	15		创维-RGB	15	
中兴通讯		15	TCL集团	15	13
天宇朗通		15	海尔	15	15
UT斯达康		4	三星通信		9
宁波波导		7	恒基伟业		4
华为技术		15	夏新电子		5
诺基亚		12			
乐金电子		5			
摩托罗拉		6			
金立通信		12			

资料来源：中国电子进出口有限公司，天风证券研究所

2009年2月起，家电下乡工作在全国开展。补贴产品增加了摩托车、电脑、热水器、空调四类补贴品种，各省（区、市）从中自主选择两类实施。本次空调企业中有包括格力、志高、奥克斯、春兰等10家企业新入选名录。

表 5：第三批空调新增进入名录企业及产品型号

第三批新增企业（10家）	空调	延续前两批入选企业（10家）	空调
格力	15	TCL集团	15
奥克斯	15	广东格兰仕	15
志高	15	美的	15
华凌	15	松下	14
春兰	15	海信集团	15
江苏新科	15	海信科龙	15
宁波惠康	6	新飞电器	9
沈阳三洋空调	14	海尔	15
温州月兔电器	3	四川长虹	13
扬子空调	15	乐金电子	2

资料来源：中国电子进出口有限公司，天风证券研究所

## 2) 以旧换新：不通过招标限制生产企业，但以招标方式确定家电销售商和家电回收企业。

收购旧家电——消费者通过网络或者电话申请，回收企业上门收购旧家电，并向消费者开具国家统一印制的“家电以旧换新凭证”。

购买新家电——消费者凭“家电以旧换新凭证”，到中标的家电销售商购买家电。家电销售商按照家电售价减去补贴后的价格销售给消费者。财政部门根据相关信息记录和凭证给销售商补贴。为确保家电价格的透明度，家电生产企业向消费者公告“以旧换新”家电产品的规格、型号和参考价格。

回收拆解处理企业由试点省政府从现有拆解处理企业中确定，试点期间，原则上每个试点省选择 1-2 家，试点城市选择 1 家。

## 3) 节能惠民：招标确定企业及产品型号并进入推广名录。

财政部先后多批次公布节能惠民工程各品类推广目录，包括生产企业以及型号，只有名录范围内的企业销售符合要求的型号产品才能获得节能惠民补贴。“节能惠民”工程对现行 1、2 级能效定频空调产品进行补贴，对 1 级能效产品给予 500—850 元补贴，给予 2 级能效产品 300—650 元补贴。跟据财政部统计，空调整能惠民工程自 2009 年 6 月 1 日起截止到 2009 年年底共推广高能效定频空调 420 万台，大大推动了高能效空调的普及。

根据奥维咨询的统计，在 2012 年 6 月 1 日-2013 年 5 月 31 日，新一轮家电节能惠民政策实施期内，中国空调市场的高效节能空调（一二级能效空调产品）销售比重，从正式实施初期的 23.4% 快速上升至实施末期的 71.2%。

而从发改委公布的“第三批节能产品惠民工程高能效空调推广目录”看，其中 25 个空调企业共有 1655 款定频产品中标，其中 1 级能效空调为 806 款，占比 48.7%，而 2 级能效空调产品占比 51.3%。

表 6：第三批节能产品惠民工程一级能空调效占比约一半

品牌	中标第三批“节能惠民”工程空调数量		
	1级能效	2级能效	总计
美的	210	248	458
格力	34	240	274
志高	99	46	145
海尔	47	25	72

资料来源：发改委，天风证券研究所

表 7：补贴政策部分受益上市公司

家电下乡、节能惠民补贴名录企业	以旧换新补贴产品
格力电器	空调
青岛海尔	空调、冰箱、洗衣机
美菱电器	冰箱、洗衣机
四川长虹	空调、彩电、冰箱、洗衣机
海信电器	彩电
深康佳	彩电、冰箱
TCL集团	彩电、空调、冰箱、洗衣机
美的电器	空调、冰箱、洗衣机
海信科龙	空调、冰箱

资料来源：发改委，财政部，天风证券研究所

4) 此外，以顺威股份、东方电热等为代表的一系列公司原本在产业链中话语权偏弱，借助家电下乡及以旧换新政策期红利，在 2012 年前后密集实现上市。

受益于家电刺激政策，一些原本在产业链中溢价能力偏弱的上游零部件公司，因业绩增长较快，符合了 A 股上市条件，在 2011-2012 年出现了一批上游零部件公司获得上市资格，但又由于政策退出之后的业绩增速下降，目前已有不少企业发生了主业变更（如原来的华声股份卖壳）或多元化探索（例如，天银机电、和盛新材、康盛股份等）。

表 8：2012 年前后上市的家电零部件企业

公司	上市时间	上市前三年业绩CAGR	上市后至今业绩CAGR	18H1原家电主营占比
国盛金控（华声股份）	2012年4月16日	19%	55%	0%
顺威股份	2012年5月25日	66%	-194%	100%
东方电热	2011年5月18日	128%	-3%	46%
天银机电	2012年7月26日	22%	19%	87%
地尔汉宇	2014年10月30日	38%	7%	100%
中科新材（禾盛新材）	2009年9月3日	65%	-35%	92%
康盛股份	2010年6月1日	21%	14%	72%

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 第三问：政府财政需要支出多少规模？

整体来看，家电下乡政策持续时间最长、补贴金额力度最大，节能惠民政策金额最小，且仅限单价高于均价的高能效产品，范围较小。整体财政规模支出水平根据时间长度以及力度大小在数百亿元人民币规模不等，主要由财政部结算。

表 9：各政策补贴情况一览

品类	家电下乡	以旧换新	节能惠民
空调	挂壁325元/落地520元	350元	180-400元
冰箱 (含冰柜)	325元	300元	70-400元
洗衣机	260元	250元	100-260元
彩电	455元	400元	100-400元
计算机	455元	400元	260元
热水器	燃气325元/太阳能520元		200-400元
微波炉	130元		
电磁炉	78元		
手机	130元		

资料来源：财政部，天风证券研究所

从各补贴政策参与部委情况看，家电下乡、以旧换新政策以商务部为主导，节能惠民政策由工信部、发改委、商务部共同参与。其中财政主要由中央财政为主，地方省级财政为辅，根据财政部印发的《家电下乡补贴资金管理办法》，中央财政负担 80%，省级财政负担 20%。

表 10：家电刺激政策以及财政支出情况

政策内容	以旧换新	节能惠民	家电下乡	新节能惠民
时间	2009-2011	2009-2012	2007-2013	2012-2013
补贴对象	全国城乡居民	全国城乡居民	全国农村居民	全国城乡居民
补贴产品	5种家电	10种家电	16种家电	12种家电
具体补贴方式	新家电销售价格的10%	对能效等级1或2级的空调给予300-850元/台(套)的补助	售价的13%	售价的3%~23%
合计补贴金额估算	约301亿元	约130亿元	约886亿元	约256亿元
结算部门	商务部审核，财政部结算	地方财政部门、节能主管部门审核，财政部结算	商务部审核，财政部结算	地方财政部门、节能主管部门审核，财政部结算

资料来源：工信部，财政部，商务部，天风证券研究所整理

在全国性的政策退出后，北京和重庆等地方城市延续出台了地方性的节能惠民政策，但在补贴的力度上和此前有所差别。

1) 2013 年重庆市政府财政预算安排 15.6 亿元兑现汽车惠农、家电惠民政策。

2) 根据北京市商务委此前统计，2011 年 9 月 1 日-2012 年 2 月 29 日实施的京版高效节能家电促销试点政策，全市 29 家零售企业共销售 5 类高效节能家电 102.2 万台，销售额约 40 亿元，售出的家电价格平均在 3500 元/台以上。按照 10% 平均补贴力度估算，2011 年 9 月开始的半年内约补贴资金 4 亿元；结合北京市财政局 2017 年决算报告公布用于落实节能减排商品促消费政策以及旅游、跨境电商等费用 48.5 亿元，我们预计北京市每年用于家电节能补贴财政投入超过 10 亿元。

表 11: 后续地方性节能惠民政策

城市	实施年份	品类	上轮政策补贴最高限额	当地新政策补贴最高额度 (元)	补贴最高限额下降幅度 (元)
重庆	2013年3月1日至 2013年12月31日	冰箱	400	180	220
		洗衣机	260	150	110
		空调	400	210	190
北京	2015年11月27日到 2018年11月30日	电视机	400	800	
		电冰箱	400	800	
		洗衣机	260	800	
		热水器	550	800	
		空调	400	800	

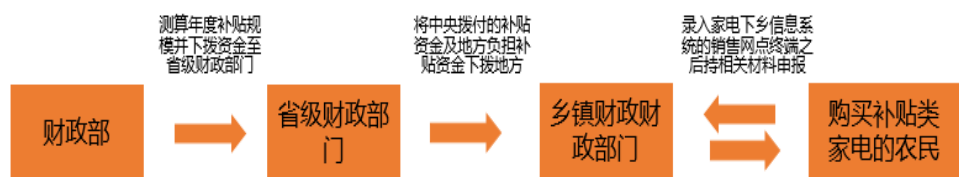
资料来源：政府网站，天风证券研究所整理

## 第四问：补贴以什么方式兑现？

- 1) 直接补贴（财政部门消费者）：家电下乡、以旧换新
- 2) 间接补贴（政府向节能产品推广企业进行补贴）：节能惠民

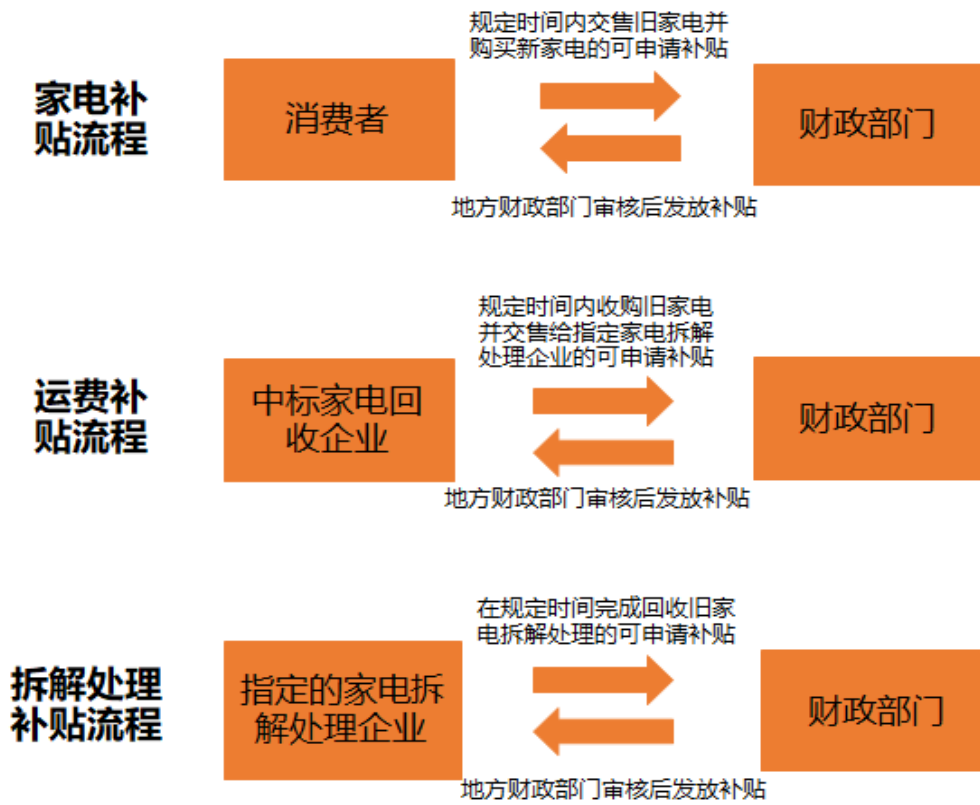
家电下乡和以旧换新政策的补贴方式是财政部门直接补贴消费者，消费者凭借相关材料向地方财政部门申报得到补贴。

图 2: 家电下乡政策补贴方式



资料来源：《家电下乡补贴资金管理办法》，天风证券研究所

图 3：以旧换新政策补贴方式



资料来源：财政部，天风证券研究所

节能惠民政策则是间接补贴方式，由政府向节能产品推广企业进行补贴，而消费者是以企业承诺推广价格减去财政补助后所得价格购买节能产品。

图 4：以旧换新政策补贴方式



资料来源：财政部，天风证券研究所

家电下乡和以旧换新政策的骗补手段以假冒农民信息为主，参与者多为基层销售渠道。而节能惠民政策直接向企业补贴，骗补参与者多为企业，即通过伪造产品推广数目或私自提高销售价格来骗取补贴。

## 第五问：刺激政策对销量拉动如何？

2007-2013 年的政策期内，其中 09-12 年几乎为以旧换新、节能惠民和家电下乡三大补贴同时作用的时期，其中节能惠民及以旧换新补贴可同时叠加，进一步放大政策补贴力度。此外，部分地方政府也出台配套补充政策叠加，对于销售需求提振明显。

以上海市为例，2009 年 6 月 29 日，上海市发展改革委、市财政局、市经济信息化委、市商务委、市质量技监局等部门联合制定的上海市节能空调地方补贴政策正式出台。从 2009 年 7 月 1 日到 2010 年 5 月 31 日，在上海购买并安装符合一定条件的 1 级和 2 级能效节能空调（包括定频和变频空调），可获得上海市财政补贴。

表 12：上海市 1.5 匹定频空调补贴典型案例（第二轮节能惠民补贴退坡；单位：元）

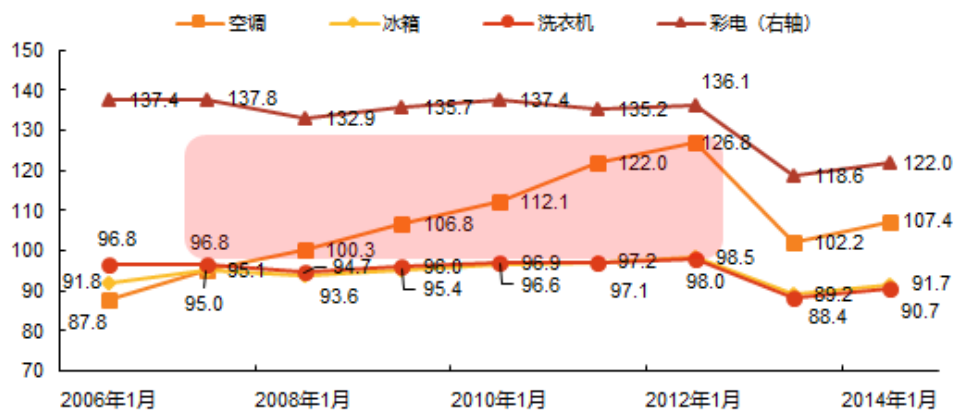
能效等级	上海地方能效补贴	第一轮：国家能效补贴	第一轮：合计能效补贴	叠加：以旧换新补贴（10%，上限350元）	第一轮：典型累计补贴案例（1.5匹定频）	中怡康行业均价	实际补贴力度
1级	150	550	700	240	940	3100	30%
2级	100	350	450	265	715		23%
能效等级	上海地方能效补贴	第二轮：国家能效补贴	第二轮：合计能效补贴	叠加：以旧换新补贴（10%，上限350元）	第一轮：典型累计补贴案例（1.5匹定频）	中怡康行业均价	实际补贴力度
1级	150	240-330	390-480	265	715	3100	23%
2级	100	180-250	280-350	280	580		19%

资料来源：上海市财政局，中怡康，财政部，天风证券研究所

从保有量提振的角度看，由于保有量较低，农村家庭的空调、冰箱、洗衣机和彩电的保有量均实现快速提升。

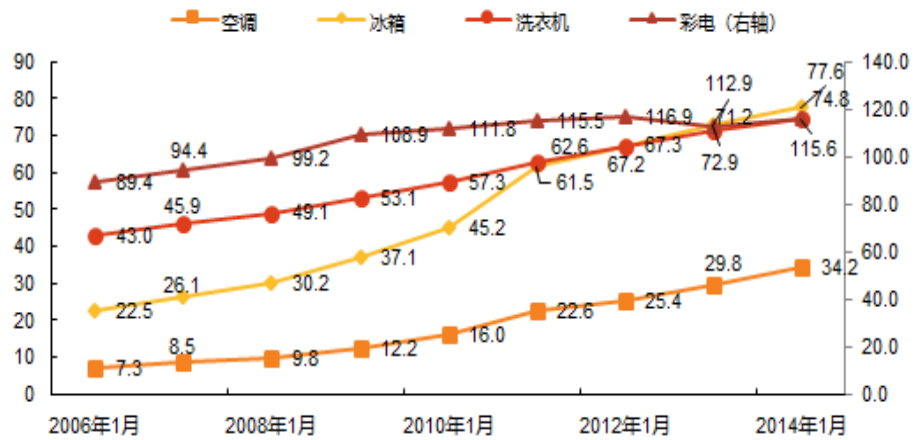
需要注意的是，以旧换新类政策，由于并不局限于同类产品的以旧换新，允许诸如用一台回收的旧电视，获得抵扣资格去购买新空调，因此在同期阶段，我们观察到，在城镇家庭中保有量较低的空调快速提升；而保有量已经相对较高的冰洗产品，并未出现明显上升。

图 5：2006-2014 年空调在城镇保有量快速上升（台/百户）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：2006-2014 年各品类家电在农村保有量快速上升（台/百户）

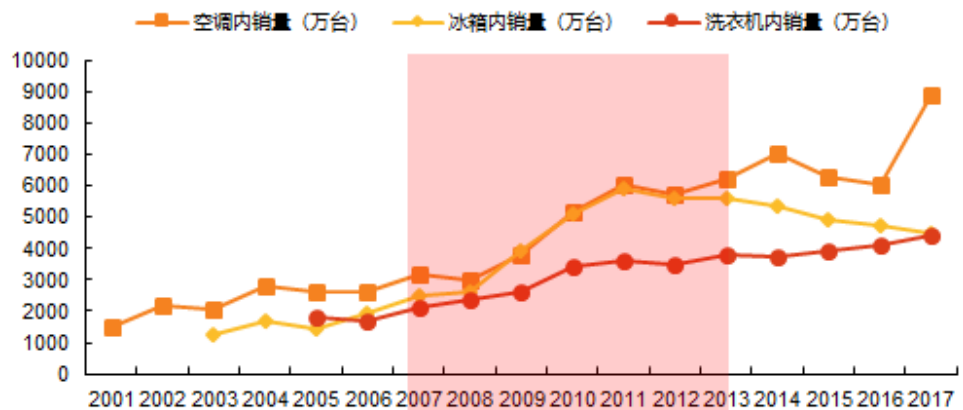


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 第六问：政策退出后影响如何？

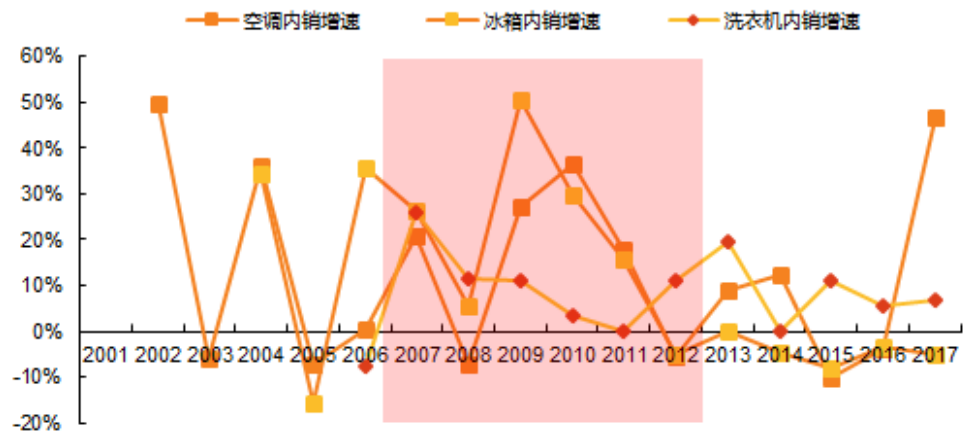
在刺激政策期间，对于空调、冰箱、洗衣机的内销量均有明显的提振作用；而在 2012-2013 政策逐步退出以后，行业增速明显下台阶，但空调、洗衣机行业仍维持震荡增长，冰箱则开始出现了持续下滑的趋势。

图 7：家电刺激政策对销量拉动效果明显



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 8：家电刺激政策对销量拉动效果明显



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 第七问：家电企业欢迎产业刺激政策吗？

1) 从企业反馈的角度看，产业刺激补贴政策确实在短时间内可以提振消费需求，拉动家电企业甚至产业链的收入增长。但另一方面，刺激政策无疑提前透支了部分中长期需求，尤其在政策红利期结束后容易造成行业波动。

2) 家电补贴中企业因下属经销商监管不力，存在被认为是不规范的“骗补”行为，以及财政资金下发不及时，对上市公司业绩波动曾经造成一定的负面影响。

表 13：家电企业“骗补”相关事件

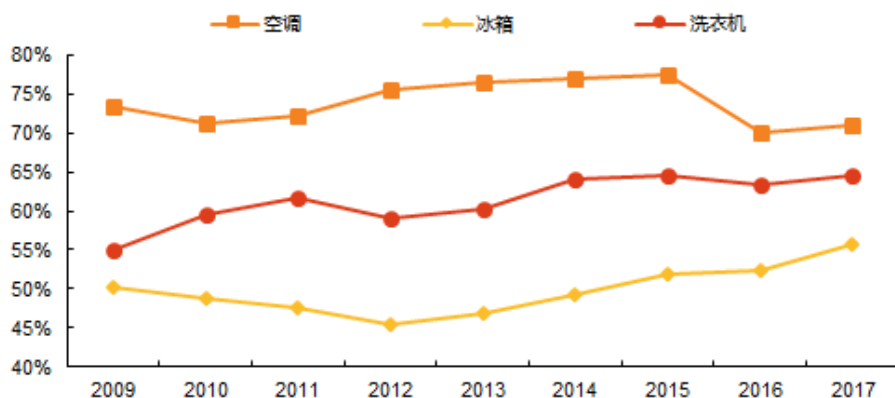
时间	事件
2011年1月	财政部、商务部关于加强家电下乡、家电以旧换新监管防止骗补等有关问题的紧急通知。
2013年6月	国家审计署发布公告，宣布格力、长虹、美的等8家家电企业违规利用节能惠民政策，骗补国家财政资金超过9000万元。
2015年9月	康佳发布公告，将退回平板电视以及冰箱节能补贴8996万元，1.5亿元其他应收账款无法收回（已经计提坏账准备2041万元）。
2015年12月29日	四川长虹发布公告，根据省财政厅《关于下达清算节能家电产品推广补贴资金的通知》，向本公司拨付节能家电产品（热泵热水器）推广补贴清算资金8万元；收回本公司节能家电产品（平板电视）推广补贴清算资金43956万元（4.39亿元），且目前账面应收到的补贴资金9430.50万元无法收回。

资料来源：财政部，商务部，WIND，天风证券研究所

3) 从行业集中度来看，在刺激补贴期内行业集中度并未明显上升，而冰箱、空调品类甚至略有下降。我们认为，普惠性的补贴政策，尤其是家电下乡类政策，使得地方小企业难以被彻底淘汰出局，反而不利于龙头市占率的提升。而后期的新节能惠民政策，由于只针

对高效产品进行补贴，小企业在产品研发以及成本控制方面相对落后，大企业具有更强的优势，因此我们认为，龙头企业从行业集中度角度考量，也在后续的政策反馈中，相对更认可节能类政策。

图 9：刺激补贴期内行业内销 CR3 集中度并未上升



资料来源：产业在线，天风证券研究所

4) 以节能补贴为例，通过间接补贴的方式，会一定程度上占用上市公司的现金流和账期。通过企业先行垫付，政府再补贴的方式，如果补贴款项落实不到位，将带来一定的经营风险；另一方面，也降低了龙头企业的经营效率和周转效率。

表 14：三大白电收到节能惠民补贴情况（09 年之前及 12 年后节能补贴为零）

节能惠民补贴 (亿元)	2009A	2010A	2011A	2012A	合计
格力电器	2.42	21.47	16.75	4.79	45.43
美的电器/美的集团	2.29	23.51	4.03	1.72	31.54
青岛海尔	0.85	6.61	2.50	0.87	10.82

资料来源：WIND，天风证券研究所

从对于公司净利率影响的角度看：

一方面，直接向消费者补贴的形式（如家电下乡、以旧换新）对于公司产品价格和净利率并没有直接的提升；此外，由于行业集中度并未明显变化，而家电下乡产品结构更倾向于中低端，我们认为，对于净利率的提升带动作用不明显。

另一方面，节能惠民补贴推出后显著地改善了产品结构（如前文所述，一级、二级能效空调占比大幅提升），在补贴期内通过政府补贴的形式体现出来；而在补贴期结束后，我们认为，随着产品均价恢复正常，产品结构的改善逐步体现在毛利率的改善，最终带动净利率的提升。

表 15：节能补贴对企业净利率提升幅度

节能补贴对净利率提升	2009A	2010A	2011A	2012A
格力电器	0.6%	3.5%	2.0%	0.5%
美的电器/美的集团	0.5%	3.2%	0.4%	0.3%
青岛海尔	0.3%	1.1%	0.3%	0.1%

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 第八问：猜想——如果现在出刺激政策会如何？

假设在当前时点下推出新的刺激政策，我们认为若提前进行详细的企业征询，从政策引导性的角度看，行业话语权较大的龙头企业将更加欢迎高效产品的结构性补贴政策。普惠型政策补贴不利于淘汰技术落后、规模较小的产能，反而不利于行业集中度的进一步提升；而针对高效产品补贴，更有利于龙头企业充分发挥产业优势。

对于政策拉动带来的效果，则重点需要关注：

- 1) 针对各品类的财政补贴力度，普惠式政策所涉及的财政支出总金额更高（如百分比、补贴上限以及针对不同能效等级的标准等）
- 2) 补贴形式的落实情况（直接补贴还是间接补贴，以及补贴款项的实际落实）

而历史上，也曾通过提高能效标准的形式进行政策刺激。2015 年初，发改委发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案通知》。关键内容如下：

- 1) 提出将在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等家电产品上首先实施该制度；
- 2) 用能产品能效“领跑者”目录每年发布两次；
- 3) 将制定激励政策，鼓励能效“领跑者”产品的技术研发、宣传和推广；
- 4) 将根据具体情况，适时将能效“领跑者”指标纳入能效标准指标体系。

图 10：四大家电的能效等级变化

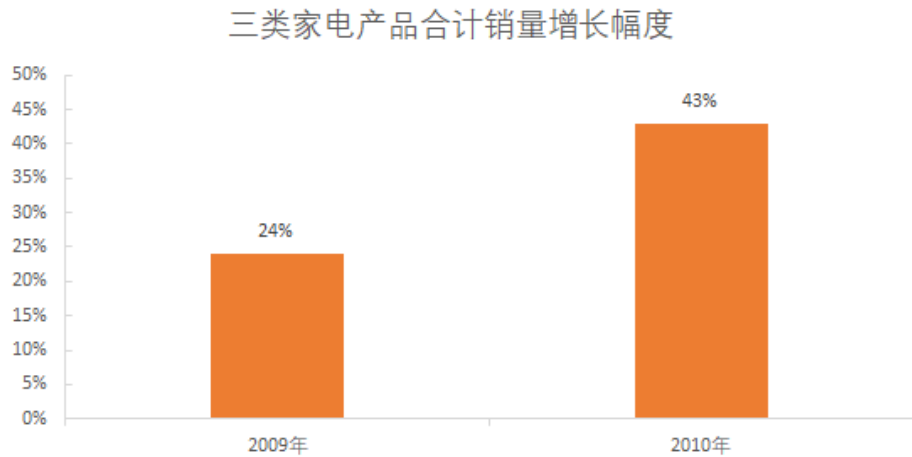
空调	冰箱	洗衣机	电视
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2004/8/23, 制定定频空调能效标准五级指标。</li> <li>• 2008/9/1, 首发变频空调五级能效指标, 确定2级指标为节能评价价值。</li> <li>• 2010/6/1, 定频空调能效标准变5档为3档, 原1、2级下调为新2、3级。</li> <li>• 2013/10/1, 变频空调能效标准变5档为3档, 原1、2级下调为新2、3级。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003/11/1, 制定冰箱能效五级指标。</li> <li>• 2009/5/1, 冰箱能效等级指标提高了两个档次。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2005/10, 增加五级能效等级指标; 增加节能评价价值。</li> <li>• 2013/10/1, 新标提高4个档次。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2006/3/1, 更新评价指标, 淘汰待机能耗高于9瓦, 能效指数高于1.5的CRT。</li> <li>• 2010/6/1, 出台平板电视能效标准, 能效三级以下的平板电视强制退市。</li> </ul>

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

## 第九问：日本也曾推行过类似的家电补贴政策？

历史上，日本也曾经通过政策引导和刺激行业发展。自 2009 年 5 月 15 日开始，日本实施家电环保积分制度，也被称为绿色积分制度，2011 年 3 月 31 日到期，补贴产品包括电视机、冰箱、空调共三类。

图 11：日本实施家电环保积分制度拉动家电销售



资料来源：日本经济产业省，天风证券研究所

家电环保积分补贴制度实施之后，大大刺激了电视、冰箱、空调等产品更新换代，促进了节能家电产品的热销。该制度实施期间，电视机、空调、冰箱产品的出货量得到大幅增长，三类家电产品合计销量增长幅度 2009 年为 24%，2010 年同比增幅则高达 43%。

## 第十问：怎么看待补贴政策对短期股价的影响？

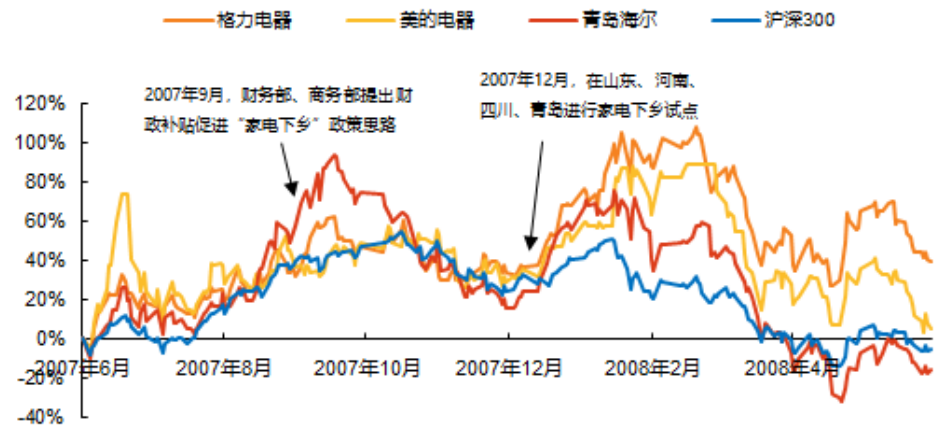
最早的“家电下乡”政策从 2007 年 9 月提出到 12 月试点政策正式出台落地，短期内对于二级市场股价均表现有明显提振。格力、美的、海尔等主要龙头公司相对于沪深 300 指数均有明显的超额收益表现。

表 16：“家电下乡”政策推行时间表

时间	事件
2007年9月	财政部、商务部提出了财政补贴促进“家电下乡”的政策思路，即针对农村消费者定向研发、生产、销售指定家电产品，并由中央和地方财政以直补方式给予销售价格13%的资金补贴。
2007年12月	首先在山东、河南、四川、青岛等4个省或计划单列市进行了家电下乡试点，对农民补贴仅限于彩电、冰箱（含冰柜）、手机三大类产品中部分中低档产品，补贴标准是商品价格的13%。
2008年12月	试点范围扩大到中东部等14个省、自治区、直辖市及计划单列市，补贴商品增加了洗衣机。
2009年2月	家电下乡政策开始推广到全国，补贴品种、品牌进一步增加，档次范围有所扩大，节能标准有所提高。

资料来源：财政部，天风证券研究所

图 12：2007 年 6 月-2008 年 6 月股价收益表现



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 投资建议

我们认为，如果未来可能再次出现行业刺激政策，参考历史经验，基于当前的家电保有量、普及率以及财政补贴压力，则针对更新换代需求为主以及符合节能、绿色等产业升级方向，对整体财政压力较小的结构性政策概率更大，也更有利于行业未来的持续性增长。

相对来说，我们更为看好更新需求占比较大的品类（如冰箱、洗衣机、彩电等）。我们认为，当前家电产品普遍存在超龄服役的现象，而一旦推行比较有吸引力的补贴刺激政策，将提前出现较多的更新换代需求。

此外，我们认为家电行业仍然属于强者恒强的行业，最优秀的企业并不是完全依靠政策扶持和财政补贴形成的竞争优势。个股方面，建议积极关注龙头美的集团、青岛海尔、小天鹅 A 以及格力电器；彩电方面，建议积极关注海信电器、TCL 电子（港）以及创维数码。

## 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