

# 家用电器

证券研究报告  
2019年01月03日

## 家电板块存在哪些商誉减值风险？

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

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120002  
luoanyang@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080001  
mawangjie@tfzq.com

**事件:**根据当前的会计准则处理方式,公司商誉将在会计年末进行减值测试,可能对当期业绩产生一定程度影响。我们对于家电板块商誉情况进行梳理,事实上,绝大部分家电上市公司当前商誉/净资产的比例并不高,板块整体风险可控。

家电板块商誉较高的企业为美的集团和青岛海尔,分别来源于其对库卡、东芝以及 GE 家电资产的收购。按照绝对金额看,截止 2018 年 Q3 末,家电行业中美的集团账面商誉值为 296.2 亿元,青岛海尔商誉账面值为 212.0 亿元,其占净资产比重为 3-4 成,考虑到历年来较好的盈利能力及现金流,板块内商誉减值的整体风险较为可控。

其他公司中,商誉占净资产比重超过 50%的有天际股份、奋达科技、飞乐音响、英唐智控,其中奋达科技 16Q4-18Q3 新增商誉 25.5 亿元,主要来自于近两年来先后多次对电子元器件公司的并购项目。

### 1、青岛海尔

海尔 GEA 表现优异,2018 年 Q1-3 海尔凭借 GEA 的强势表现,在北美地区的收入增长 11.83%,而惠而浦在北美的表现逊色于海尔,因此,我们预计海尔面临商誉减值的压力较小,商誉减值的风险可控。

### 2、美的集团

尽管库卡 2018 年表现整体较为一般,订单增速和收入增速出现负增长,但是我们认为中国作为世界制造工厂,未来机器自动化改造的需求庞大,未来库卡的收入增长情况以及持续性均较为乐观,预计 2018 年公司商誉减值压力较小。

从并购重组历史来看,2015 年左右,家电行业部分公司进行了一系列的跨界并购,导致账上有较多商誉,且后续经营状况不佳,出现负增长或者亏损,需要警惕该类公司可能存在的商誉减值风险。

其中,并购重组项目中涉及业绩承诺且在 17-19 年之间最后一期业绩承诺到期的家电上市公司约有 16 家;而其中绝大部分都顺利完成了业绩承诺。我们认为,对于 18、19 年仍处于业绩承诺期内的项目来说,其承诺业绩相对来说具有较大可能实现;而对于 17 年业绩承诺已经到期完成的项目来说,其 18、19 年业绩表现需要视实际情况分化判断。

**风险提示:**宏观经济波动风险;商誉减值情况与预期不符等。

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:11 月冰箱产销数据亮眼,洗衣机保持平稳——2018W52 周观点》 2019-01-01
- 2 《家用电器-行业研究周报:中央经济工作会议召开,期待行业边际改善——2018W51 周观点》 2018-12-24
- 3 《家用电器-行业点评:11 月空调点评:行业数据弱改善,排产数据有所企稳》 2018-12-20



**事件：**根据当前的会计准则处理方式，公司商誉将在会计年末进行减值测试，可能对当期业绩产生一定程度影响。我们对于家电板块商誉情况进行梳理，事实上，绝大部分家电上市公司当前商誉/净资产的比例并不高，板块整体风险可控。

（注：2018年11月，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，意在加强商誉减值的规范性。此次发文强调：至少在每年年度终了进行商誉减值测试，充分关注商誉所在资产组或资产组组合的宏观环境、行业环境、实际经营状况及未来经营规划等因素，未合理判断商誉是否存在减值迹象。在商誉出现特定减值迹象时，未及时进行减值测试，且无合理理由；不能简单以并购重组相关方有业绩补偿承诺、尚在业绩补偿期间为由，不进行商誉减值测试。）

表 1：家电板块上市公司并购业绩承诺情况梳理

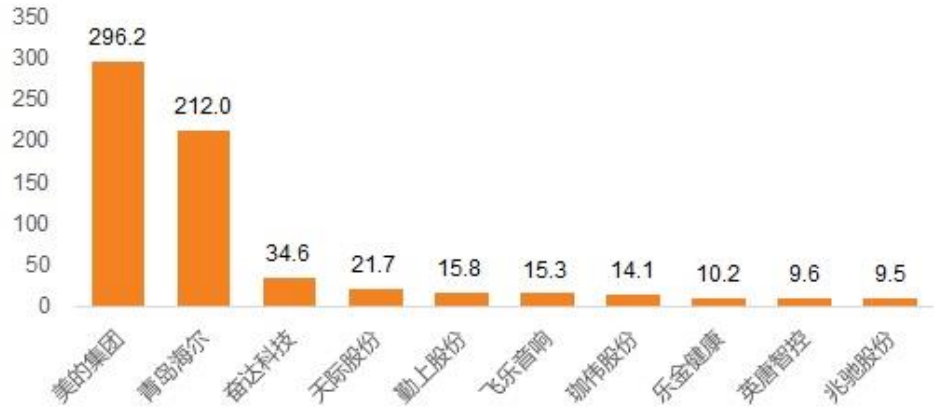
公司	18Q3期末商誉 (亿元)	18Q3期末净资产 (亿元)	18Q1-Q3净利润 (亿元)	18Q3期末商誉 /净资产	18Q3期末商誉 /Q1-Q3净利润	16Q4-18Q3新增 商誉 (亿元)
美的集团	296.2	919.8	190.9	32%	155%	238.9
青岛海尔	212.0	514.6	78.3	41%	271%	1.9
奋达科技	34.6	63.8	2.6	54%	1321%	25.5
天际股份	21.7	33.7	0.5	64%	4422%	(1.5)
勤上股份	15.8	53.0	0.7	30%	2236%	0.3
飞乐音响	15.3	26.9	(8.4)	57%	-183%	0.4
珈伟股份	14.1	49.3	0.0	29%	36301%	0.0
乐金健康	10.2	24.8	0.4	41%	2319%	(0.3)
英唐智控	9.6	19.3	2.1	50%	449%	0.3
兆驰股份	9.5	86.3	3.5	11%	272%	(0.6)
深康佳A	8.6	94.4	5.8	9%	149%	8.6
亿利达	6.0	18.2	0.8	33%	764%	4.3
和晶科技	5.6	16.8	(0.5)	34%	-1050%	0.2
奥马电器	5.5	37.5	2.7	15%	205%	0.0
和而泰	5.4	16.5	1.9	33%	277%	5.4
日出东方	5.0	35.7	(0.5)	14%	-1057%	5.0
秀强股份	4.8	12.9	0.9	37%	531%	2.5
四川长虹	4.5	213.7	4.7	2%	95%	2.9
TCL集团	4.2	574.5	28.8	1%	15%	(2.2)
雪莱特	4.1	12.5	(0.7)	33%	-609%	2.4
海立股份	3.2	51.8	2.8	6%	115%	0.0
万家乐	3.1	21.4	(0.2)	14%	-1894%	3.0
海信电器	3.0	150.5	4.0	2%	75%	3.0
天银机电	2.4	13.8	1.0	18%	245%	0.0
阳光照明	2.1	35.7	3.0	6%	69%	2.1
华意压缩	1.5	41.7	1.4	4%	107%	1.5
东方电热	1.4	22.0	1.5	6%	91%	0.0
爱仕达	1.0	22.4	1.1	5%	98%	0.6
华帝股份	1.0	25.6	4.5	4%	23%	0.0
创维数字	0.9	30.3	2.2	3%	41%	0.1
盾安环境	0.9	44.4	0.1	2%	736%	(0.3)
老板电器	0.8	56.6	10.2	1%	8%	0.8
依米康	0.7	10.2	0.6	7%	119%	0.0
三花智控	0.3	84.5	10.4	0%	3%	0.0
德豪润达	0.2	63.3	0.1	0%	131%	(0.0)

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

家电板块商誉较高的企业为美的集团和青岛海尔，分别来源于其对库卡、东芝以及 GE 家电资产的收购。按照绝对金额看，截止 2018 年 Q3 末，家电行业中美的集团账面商誉值为 296.2 亿元，青岛海尔商誉账面值为 212.0 亿元，其占净资产比重为 3-4 成，考虑到历年来较好的盈利能力及现金流，板块内商誉减值的整体风险较为可控。

其他公司中，商誉占净资产比重超过 50%的有天际股份、奋达科技、飞乐音响、英唐智控，其中奋达科技 16Q4-18Q3 新增商誉 25.5 亿元，主要来自于近两年来先后多次对电子元器件公司的并购项目。

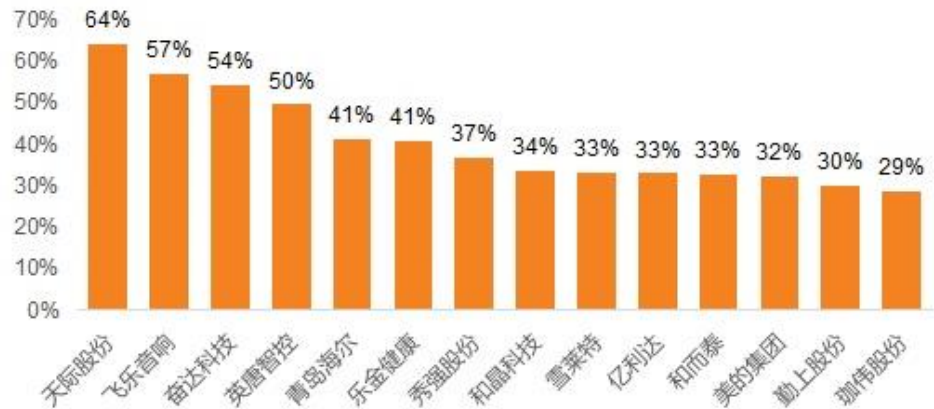
图 1：家电行业商誉值排名前十的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

从占比看，重点公司中青岛海尔和美的集团占期末净资产比例分别为 41%和 32%。

图 2：家电行业商誉占 2018Q3 期末净资产 20%以上的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1、青岛海尔

海尔 GEA 表现优异,2018 年 Q1-3 海尔凭借 GEA 的强势表现,在北美地区的收入增长 11.83%,而惠而浦在北美的表现逊色于海尔,因此,我们预计海尔面临商誉减值的压力较小,商誉减值的风险可控。

表 2：GEA 收入增速

GEA	2018Q1 (美元口径)	2018H1 (美元口径)	2018Q1-Q3 (北美市场)
收入增速	5.9%	11%	11.83%

备注：Q1-3 为北美收入增速

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：惠而浦收入增速

	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	2018Q1-Q3
惠而浦全球营收增速	3.45%	5.88%	5.13%	-0.83%	2.58%	-1.12%
北美地区收入增速	5.68%	4.48%	0.92%	3.87%	4.63%	1.95%

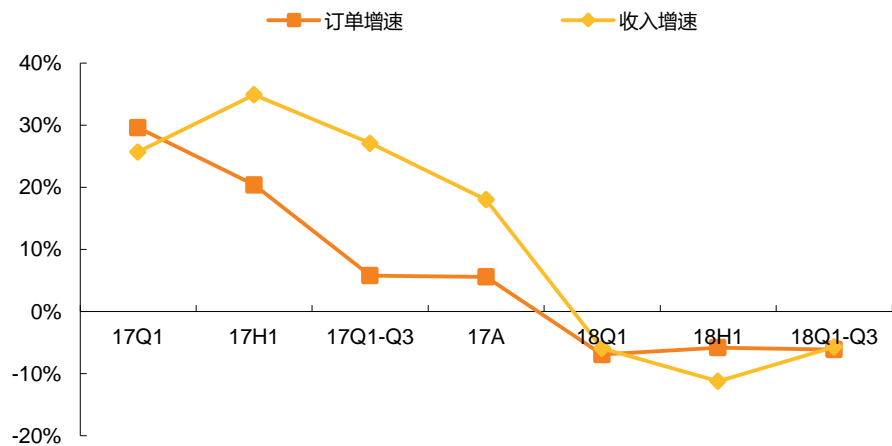
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

## 2、美的集团

2017 年，公司已经确认因并购库卡及东芝的摊销费用 24.14 亿元，预计公司今年摊销压力较小。根据公司 2017 年年报披露，审计以持续使用为基础的预计未来现金流量的现值来确定包含商誉的资产组的可收回金额，认为无需对库卡的商誉计提减值准备，商誉的减值测试中采用的关键假设包括预计收入增长率、毛利率、永续年增长率及折现率等涉及重大的会计估计与判断。

尽管库卡 2018 年表现整体较为一般，订单增速和收入增速出现负增长，但是我们认为中国作为世界制造工厂，未来机器自动化改造的需求庞大，未来库卡的收入增长情况以及持续性均较为乐观，预计 2018 年公司商誉减值压力较小。

图 3：库卡订单和收入增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从并购重组历史来看，2015 年左右，家电行业部分公司进行了一系列的跨界并购，导致账上有较多商誉，且后续经营状况不佳，出现负增长或者亏损，需要警惕该类公司可能存在的商誉减值风险。

其中，并购重组项目中涉及业绩承诺且在 17-19 年之间最后一期业绩承诺到期的家电上市公司约有 16 家；而其中绝大部分都顺利完成了业绩承诺。我们认为，对于 18、19 年仍处于业绩承诺期内的项目来说，其承诺业绩相对来说具有较大可能实现；而对于 17 年业绩承诺已经到期完成的项目来说，其 18、19 年业绩表现需要视实际情况分化判断。

表 4：家电板块上市公司并购业绩承诺情况梳理

上市公司	交易标的	收购/公告日期	业绩承诺情况 (承诺净利润, 万元)							
			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
和而泰	铨昌科技80%	2018/6/1	-	-	-	-	5100	6500	7900	-
	锐吉电子40%	2017/3/29	-	-	100	160	240	-	-	-
英唐智控	创泰科技31.55%	2018/3/16	-	-	-	-	10400	16000	21600	-
	吉利通100%、前海首科60%	2018/12/3	-	-	-	-	-	17400	20600	23800
	华南龙100%	2015/3/28	-	11500	14000	16500	-	-	-	-
银河电子	同智机电100%	2014/4/14	7397	8255	9660	11371	13189	-	-	-
三花智控	三花微通道换热器100%	2016/1/7	-	11003	14060	17463	-	-	-	-
	三花汽车零部件100%	2017/9/18	-	-	-	16892	20820	24491	-	-
日出东方	帅康电气75%	2017/3/13	-	-	6375	7650	9180	-	-	-
和晶科技	中科新瑞100%	2014/12/9	1650	1900	2200	-	-	-	-	-
	澳润信息100%	2016/5/10	-	4250	5000	5755	-	-	-	-
奥马电器	中融金49%	2017/5/10	-	-	-	24000	26400	29000	-	-
	乾坤好车49%	2017/2/4	-	-	3000	6000	12000	-	-	-
青岛海尔	海尔开利冷冻设备有限公司、三菱重工海尔空调机有限公司	2016/1/8	-	7806	7905	8289	8863	-	-	-
盾安环境	精雷电器52.68%	2016/2/20	-	-	1800	3000	5000	-	-	-
天际股份	新泰材料100%	2016/11/24	-	-	18700	24000	24800	-	-	-
康盛股份	富嘉融资75%	2016/1/6	-	7000	10000	14000	-	-	-	-
东方电热	九天光电51%	2017/3/13	-	-	4000	4800	5760	-	-	-
亿利达	马尔风机51%	2014/9/6	510	612	765	-	-	-	-	-
	爱绅科技、长天国际	2017/3/17	-	-	867	1046	-	-	-	-
	海洋新材51%	2016/4/16	-	-	561	867	1200	-	-	-
	三进压铸51%	2018/10/30	-	-	-	-	-	3060	5610	9690
乐金健康	瑞宇健身、福瑞斯	2016/12/3	-	-	3520	4940	624	-	-	-
珈伟股份	振发集团旗下多个标的	2018/8/30	-	-	-	-	2892	9717	12669	-
	国源电力	2016/6/20	-	-	7895	7018	8139	-	-	-
	华源新能源100%	2015/9/9	20017	25891	33457	36614	-	-	-	-
勤上股份	彩易达51%	2014/12/26	-	663	862	1120	-	-	-	-
	龙文教育	2016/12/1	-	2015至2018年累计实现的税后净利			-	-	-	-
奋达科技	欧朋达100%	2015/3/6	11000	13200	15840	-	-	-	-	-
	富诚达100%	2017/9/6	-	-	-	20000	26000	35000	-	-
雪莱特	富顺光电100%	2015/3/9	4540	5450	6470	-	-	-	-	-
	卓誉自动化100%	2018/5/8	-	-	-	2200	3300	4950	-	-
飞乐音响	申安投资100%	2015/1/6	13582	19107	27103	-	-	-	-	-
万家乐	翰晟携创60%	2017/3/22	-	-	1860	2760	3600	4740	-	-
	格兰博12.67%	2018/7/28	-	-	-	-	2668	3736	5604	-
长虹华意	格兰博55.75%	2018/3/8	-	-	-	-	2174	3044	4566	-
	金英马影视26.50%	2014/4/15	2650	3578	4479	-	-	-	-	-
爱仕达	索鲁磐自动化60%	2018/8/28	-	-	-	-	300	800	1200	-
	松盛机器人、劳博物流	2018/1/17	-	-	-	-	500	800	1200	-
	江宸智能	2018/12/12	-	-	-	-	1500	4000	8000	-
颜色标注	未完成业绩承诺									

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所



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