

下一个“家电下乡”时代？在新政信号释放处等风来

——家电行业事件点评

2019年01月09日

看好/维持

家电

事件点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

1月8日晚央视新闻联播“出实招办实事求实效”系列报道中，国家发改委副主任宁吉喆表示“今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施”。

央视采访中，宁副主任关于家电的消费新政以方向指引和释放信号为主，并未对家电新政进行展开阐述。相对应与家电行业相近的汽车行业进行了展开，基于2018年行业销量出现下滑，为促进国内形成强大市场，决定制定推行汽车、家电等消费新政，并提出支持居民合理消费、绿色消费、升级消费。同时鉴于汽车已经从城市进入乡村，考虑制定相关政策鼓励农民的消费。

观点：

基于目前官方透露的新政信号，不由让我们想到上一个家电狂欢时代——2008年到2013年的家电下乡时代，期间政府先后推行了“家电下乡”、“以旧换新”和“节能惠民”三大政策，由于其中家电下乡覆盖最广、时间最长、影响最大，本报告统称该阶段为家电下乡时代。站在2019年的起点，我们就以家电下乡时代的三大政策为参考，以史为鉴，展望呼之欲出的家电新政。

以家电下乡时代为例：

政策内容：三大政策分别通过对非城镇户口消费、新品替代消费、高效产品消费进行比例标准或定额的财政补贴，实现家电消费的普及、升级和绿色环保，最终推动市场规模扩张。三大政策前后总历时五年余，政策效果高峰出现在2008年底-2011年底的三年间，高峰期空调、冰箱、洗衣机、电视的内销复合增长率分别为26.9%、31.3%、15.1%和45.3%，年度增速峰值则分别高达36.7%、50.7%、28.4%和87.2%，在当时极大地推动了家电市场的规模发展，并促成我国十年来在全球家电市场的主导地位。

竞争格局：对比家电下乡时代白电龙头的市占率，发现政策高峰期龙头市占率并未显著上升，其中冰箱CR2甚至由54.2%降至37%，但在后家电下乡时代，即2012年至今龙头份额出现显著上升。推测该变化趋势一方面因当时三大政策大幅刺激市场规模扩大了中小企业生存空间，另一方面与当时龙头在乡村等下沉渠道尚不完善，难以完全覆盖政策优惠范围有关。

以史为鉴，我们对可能到来的家电消费新政进行大胆推测：

- ◆ **推测新政覆盖产品仍将集中在普适度高、刚需性强、产业相对完备的产品。**除家电下乡时代已有的白电与黑电，我们判断烟灶产品大概率也将进入政策惠及范围。基于2018年烟灶规模增速回落，基数缩小等因素，我们强烈看好政策落地后的厨电市场。
- ◆ **我们倾向认为政策在全国范围内多产品全面推行之前，仍可能需要短期过渡或试点。**但不得不承认，该项可能因家电下乡时代已积累的丰富经验而大幅缩减甚至省略。

- ◆ **新政推行初期对市场需求提振的确定性毋庸置疑。**但一方面十年间白电各产品保有量明显增长，需求空间相对缩小，另一方面市场规模大幅扩张，根据 2018 年前 11 个月数据，白电黑电各品类内销规模已增至 2008 年同期的 1.6-4.2 倍，因此我们判断新政推行后白电、黑电的复合增长率不会超过家电下乡时代高峰期复合增速。
- ◆ 对耐用消费品促进的新政结束后的短期市场变化我们持保守态度。
- ◆ **竞争格局仍强烈看好龙头企业。**主要基于龙头享受政策红利确定性强、产能扩张余量可满足市场增长量、资源高度倾斜中长期集中趋势稳健等三方面因素考虑。

结论：

消费促进政策的特点是一旦落实可以较快将市场利好反馈到企业营收上，央视新闻联播官方释放的新政信号将极大鼓舞家电市场的发展预期。通过对比家电下乡时代的政策与效果，我们对新政落地后的需求提振有很高期待。鉴于新政在普适性、刚需性、执行能力上的考量，我们认为覆盖品类除了此前政策范围的白电、黑电品类外，大概率增加烟灶产品。看好其中龙头公司在政策红利下的确定性增长，建议关注青岛海尔、格力电器、美的集团、老板电器。

风险提示：家电新政侧重方向与预期不符，新政促进力度不及预期。

附录

“家电下乡”时代出现的动机来自于 2008 年由美国开始的金融危机，政府为扩大内需市场提振消费制造业，先后推行了三大全国性消费政策。政策贯穿了 2008 年至 2013 年的五年多时间，由于起止时间并不平衡，通常我们认为自 2008 年底至 2011 年底的三年间是三大政策的效果高峰期，政策的具体内容及历程我们整理如图 1，并总结了三项政策的规律：

- ◆ 三项政策推广方向不同，大底可对应宁副主任提出的新政相关的合理消费、升级消费和绿色消费三方面。
- ◆ 推广产品虽有先后，但基本以市场普及度较高、刚需属性较强、产业规模较完善的大型家电为主，政策的普适性、对居民生活质量提高、执行能力是制定方针的主要考量。
- ◆ 均存在试点到扩张的过程。家电下乡、以旧换新等均先小范围省市试点，历时一年左右才逐步全国推广。节能惠民 2009-2011 年段直接全国范围推广是由于仅限空调单品类，随后 2012-2013 年第二阶段开启全国多品类推广。

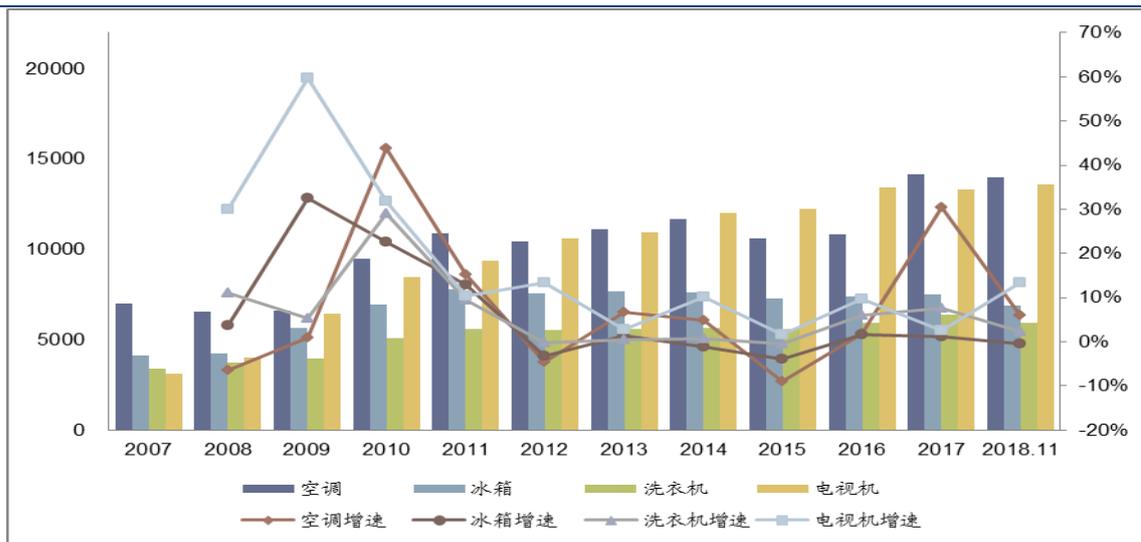
图 1：家电下乡时代三大政策内容及推行情况一览



资料来源：公开资料整理，wind，东兴证券研究所

基于三大政策，在家电下乡时代，中国家电企业迎来了迄今为止最大的狂欢。期间各主要家电产品的总销量、内销量均得到大幅提升，甚至影响了一个家电产品使用周期内的需求趋势。

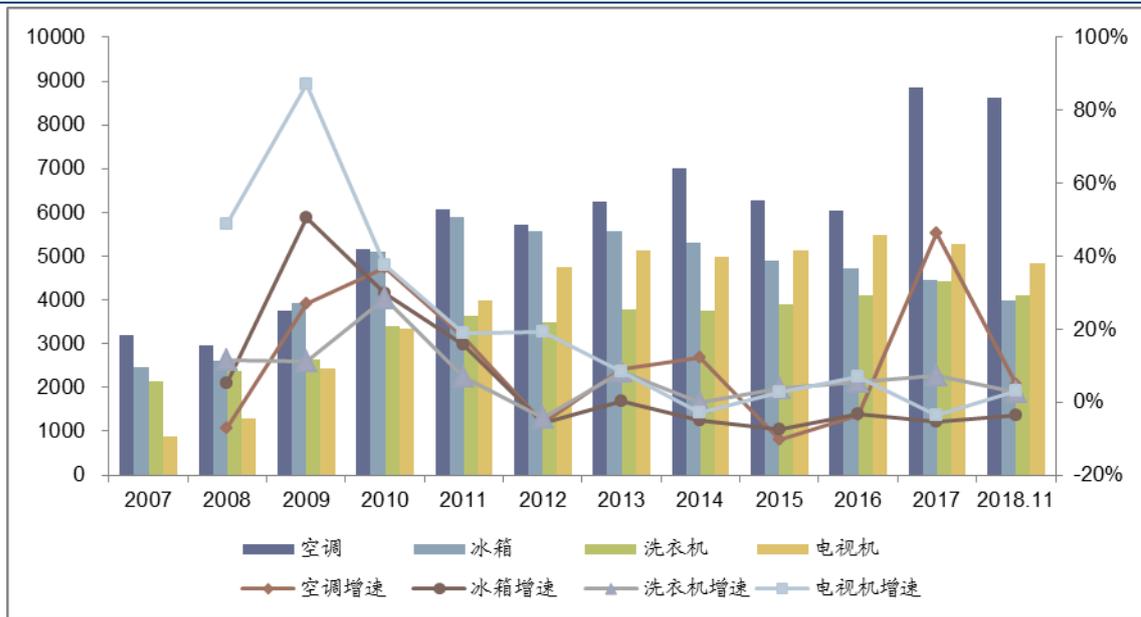
图 2：白电黑电产品总销量（万台）及增速（%）变化



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

- ◆ 期间空调、冰箱、洗衣机、电视的年度内销增速峰值分别达到 36.7%、50.7%、28.4%和 87.2%，在政策高峰期增速持续性增长，由 2008 年之后的三年内销复合增长率空冰洗黑分别为 26.9%、31.3%、15.1%和 45.3%。
- ◆ 在三大政策全面展开的 2009、2010 年度，各产品销量受到极大刺激，呈现出爆发式增长，但随后年份增速由于基数增大、需求疲软、政策逐步退出等原因而逐步下滑，至 2012 年增速一度低至负增长，这与当年以旧换新政策结束、上半年节能惠民真空期、农村需求阶段性满足等因素密切相关。

图 3: 白电黑电产品内销量（万台）及增速（%）变化



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

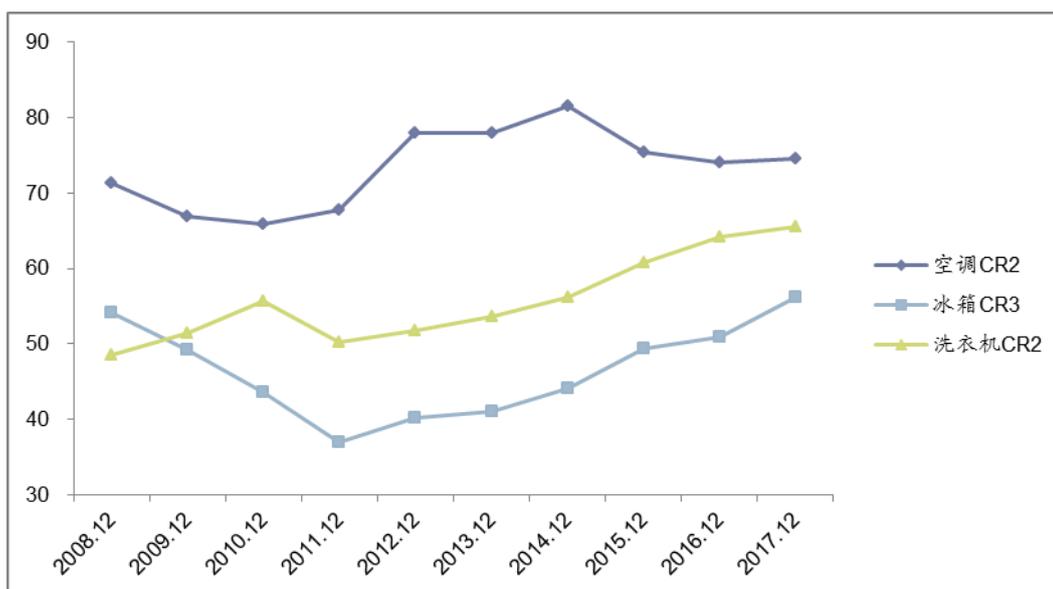
而在竞争格局上则呈现出另一种趋势，龙头集中度提升在家电下乡时代受到抑制，却在随后迅速推进。根据 wind 数据，我们整理了白电产品第一梯队的龙头企业的市占率，空调 CR2 分别为格力、美的；冰箱 CR3 为海尔、美的、海信科龙（现海信家电）；洗衣机 CR2 则是海尔、美的（含小天鹅）。

- ◆ 家电下乡时代龙头市占率并没有显著提升，相反整体呈下降趋势。按每年的 12 月份月度内销市占率统计，去除偶然性因素，家电下乡时代龙头市占率有下降趋势，空调 CR2 由 2018 年底的 71.4% 至 2011 年底降至 67.8%，冰箱 CR2 更是由 54.2% 降至 37%，只有洗衣机因美的旗下小天鹅的强势崛起，基本保持不变。
- ◆ 后家电下乡时代是龙头企业抢占市场份额的高峰期。自 2012 年三大政策逐步退出，三大白电的龙头市占集中度强势提升，从后续年份看，三白电龙头峰值集中度较 2011 年底均提升了超过 15%，其中冰箱 CR3 市占率更是累计提升高达 19.2%，这在已经趋于成熟的中国白电市场是极为重要的现象。
- ◆ 我们尝试追溯这一趋势变化的原因，发现并非当时龙头企业出现问题，恰恰相反，格力、美的、海尔三大龙头在家电下乡时代的高峰三年间均保持强势增速，期间三龙头在中国大陆的销售复合增长率分别高达 26.1%、32.5% 和 37.5%。
- ◆ 政策期内各产品龙头集中度放缓的原因我们认为至少基于两点：1. 政策刺激市场规模大幅扩大，而早期

龙头产能仍有限，蛋糕扩大给了中小型企业更多生存空间，其中把握住需求的中小企业借此抢占份额；2.以当时最主要的家电下乡政策，下沉到乡镇企业，彼时龙头下沉渠道铺设尚不完备，给了众多非龙头公司获得区域差异化优势的契机。

- ◆但随着三大政策的结束，市场需求回落甚至短期收缩，导致中小企业生存环境大幅恶化，其中盲目扩张规模、试图以量取胜的劣币被迅速淘汰，相反龙头企业凭借政策红利而得到了资本、生产、技术甚至管理方面的优势积累，此消彼长最终加速了市场集中化。

图 4：白电产品龙头市占率的变化情况 (%)

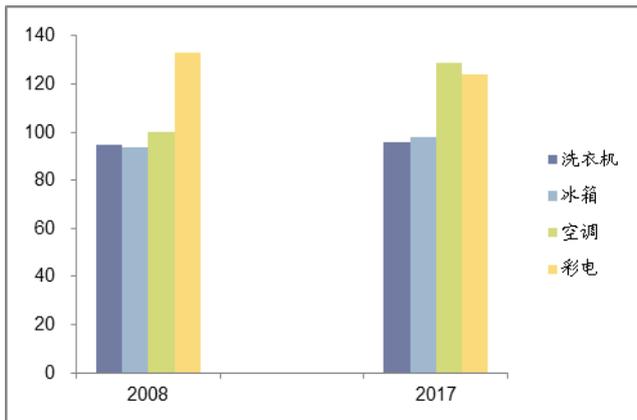


资料来源：wind, 东兴证券研究所

刚刚度过的 2018 年与彼时的 2008 年有多重相似，同样面临国际市场环境的恶化，市场消费升级的放缓甚至回落，制造端、渠道端的压力增大，同样需要通过提振内销市场需求以保持多方面增长，在相似的背景下我们对尚未到来的家电消费新政进行大胆的猜测，并将在随后期间小心求证：

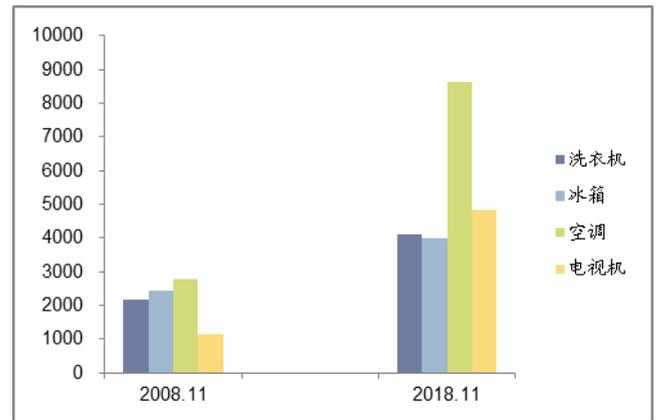
- ◆我们认为家电新政仍将集中在普适度高、刚需性强、产业相对完备的产品，除了家电下乡时代的白电与黑电，我们判断烟灶产品也大概率在政策惠及范围内。一方面因为 2018 年烟灶市场受地产后周期影响规模大幅缩减，急需政策的提振，另一方面随着厨电市场的逐步成熟，其在下沉市场的刚需性逐步增强，消费地位已接近白电产品，而最新数据中的 2016 年油烟机城乡保有量仅为 71.5 和 18.4，侧面印证了对相关政策的强烈需求。

图 5: 2017 年与 2008 年白电黑电百户保有量对比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 6: 2018 前 11 月与 2008 同期内销量对比（万台）



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

- ◆ 我们倾向认为在全国范围多产品政策推行前，可能仍需要短期过渡或试点，以更好地对市场需求进行预判及确定财政预算。但由于家电下乡时代已积累了丰富经验，过渡阶段也可能大幅缩减甚至省略。
- ◆ 对比家电下乡时代，新政推行初期的市场需求提振确定性极高，待新政落地，市场整体将景气上行。
- ◆ 另一方面，对比十年间情况差异，白电主要产品十年间保有量均明显提高，冰箱与洗衣机进一步接近“一户一机”的理论饱和值，空调则由百户保有量 100.3 提升至 128.6，考虑到 2013 年的统计调整，白电保有量实际增长值还在统计数据之上。同时白电黑电各品类内销量十年间已大幅提升，2018 年前 11 月内销量数据是同期 2008 年的 1.6-4.2 倍。一方面需求空间减弱，另一方面销量基数增加，由此我们判断新政推行后的白电、黑电的复合增长率将不会超过家电下乡高峰期的复合增速。但对可能的厨电市场抱有较高期待。
- ◆ 考虑到耐用消费品促进政策本身存在将中长期市场需求进行提前释放的属性，我们对新政结束后的短期市场变化持保守态度。
- ◆ 竞争格局方面二三梯队企业可能出现惊喜，但在新政期间仍然强烈看好龙头企业，原因有三：1. 不论中小企业是否能把握契机，龙头享受政策红利的确定性是毋庸置疑的；2. 当前龙头产能已基本足够满足预期的市场增长；3. 当下集中度已到较高水平，生产、渠道资源的大幅倾斜，保证了龙头企业中长期集中趋势确定。

风险提示：家电新政侧重方向与预期不符，新政促进力度不及预期。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。