

鉴史观今，新政风口应关注哪些方向？

2019 年 01 月 14 日

【投资要点】

- ◆ **行业承压正当时，政策风口重回，补贴预期增强属意料之中。**1月8日晚，国家发改委副主任宁吉喆在接受采访时表示，将于2019年制定并出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。这是时隔五年、继2013年6月“节能补贴”政策结束后的再一次家电行业鼓励政策的出台，这对于当前增长正承压的家电行业而言，无疑是一针强心剂。结合上一轮家电下乡和“以旧换新”实施时点来看，大批家电产品在19年也即将进入更新换代周期，从这一点出发，家电产业补贴预期增强属意料之中。
- ◆ **上一轮政策驱动下行业以及企业均实现快速成长。**2008-2011年彩电、空调、冰箱和洗衣机年符合增速分别达到45.23%、26.74%、31.26%和15.11%。产品量价的快速攀升以及补贴力度加大带给企业业绩快速提升的机会，2010年一线龙头的归母净利润增速均超过45%，二线龙头的业绩增速甚至高达200%，二线品牌改善预期大于一线。但补贴对于企业的业绩改善和股价支撑作用是边际递减函数，一线龙头不论是否受益于政策补贴，其业绩确定性对于股价具有相对稳固的支撑，股价表现更为稳健，而二线品牌的相对收益波动性更加明显。
- ◆ **新政猜想：保有量提升可期，结构升级为长远之计。**第一，此轮新政大概率继续倾向补贴单价较高的大型家电产品，从保有量上看，油烟机等大型厨电产品的普及度仍处于较低位，城镇化率提升使农村的油烟机保有量提升潜力更为显著；全装修比例提升使工程渠道日渐成熟给予前装属性更强的厨电产品以增量的提前释放；第二，随着主要大型家电产品的城乡差距逐年收窄，当下时点更新换代需求或占主导地位，从更换周期看，目前距离上一轮家电下乡已有10年，大型家电产品的使用年限也已到期，具备大规模的更换诉求；第三，从上一轮政策来看，“以旧换新”和“节能惠民”政策对高效节能产品加大补贴力度，有利于刺激头部企业加大在能效提升方面的研发投入，推动产品质量的提高，实现“以政策促企业，以企业促产业”的轮动反哺。

【配置建议】

- ◆ 我们建议关注补贴方向确定性大的白电和厨电行业，龙头经过上一轮政策补贴期间的激烈竞争以及后家电下乡阶段的资源整合后，上下游话语权进一步强化，份额提升明显，我们预计龙头在未来新政中标的竞争优势也将更加显著，继续谨慎看好业绩确定性强、相对收益稳健的白电龙头格力电器（000651）和美的集团（000333），建议关注青岛海尔（600690），以及看好在农村地区具备更多机会的厨电龙头老板电器（002508）；但由于市场份额和利润水平绝对量基数较低，二线龙头的业绩弹性预期相对更加明显，谨慎看好海信家电（000921）。

【风险提示】

- ◆ 政策补贴力度不及预期；
- ◆ 新政侧重方向与预期不符；
- ◆ 宏观经济进一步下行的系统性风险。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

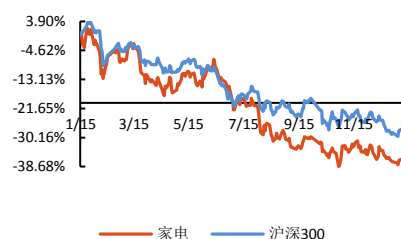
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《价值问道，贵在等待》
2018.12.06
- 《双十家电销售：小家电增速领跑，龙头强者恒强》
2018.11.26
- 《10月厨电环比改善明显》
2018.11.20
- 《关注双11大促家电答卷，小家电延续高增长》
2018.11.12
- 《家电三季报复盘：柳暗花明在前路》
2018.11.09

正文目录

1. 行业承压正当时，政策风口重回	4
1.1. 政策回溯	4
1.2. 家电下乡政策	5
1.3. “以旧换新”政策	8
1.4. “节能惠民”政策	9
2. 政策驱动下企业的快速成长	11
2.1. 补贴效应明显	11
2.2. 行业集中度下降，小品牌得到喘息之机	12
2.3. 二线龙头的相对收益更为突出	12
3. 新政猜想：保有量提升可期，结构升级为长远之计	13
3.1. 猜想一：厨电保有量提升空间可期	13
3.2. 猜想二：更换需求或占主导	14
3.3. 猜想三：结构升级更有利于企业长远发展	15
4. 投资建议	16
5. 风险提示	16

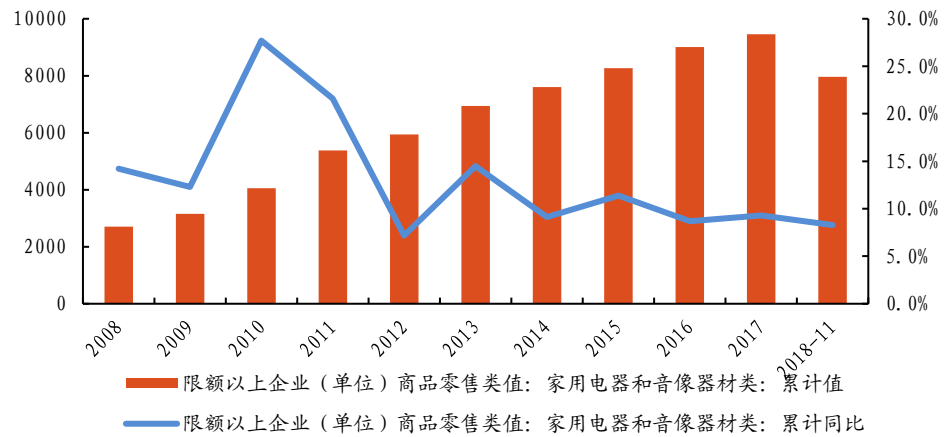
图表目录

图表 1: 家电社零总额增速 18 年以来进一步放缓	4
图表 2: 2007-2013 年三大家电补贴政策时间线梳理	5
图表 3: 家电下乡政策梳理	5
图表 4: 2000-2007 年主要白电产品农村居民每百户拥有量 (台)	6
图表 5: 2006-2013 年主要白电产品农村居民每百户拥有量增速	6
图表 6: 家电下乡两轮提价变动情况	7
图表 7: 农村居民人均可支配收入逐年提升	7
图表 8: 家电下乡销售额增速快于销售量增速	7
图表 9: 家电下乡销售额/量及补贴情况	8
图表 10: 四大品类内销量同比增速	8
图表 11: “以旧换新”政策梳理	8
图表 12: “节能惠民”政策梳理	9
图表 13: 2013 年节能补贴主要品类内销量同比增速	9
图表 14: 2013 年节能补贴主要品类内销量同比增速	10
图表 15: 家电下乡、“以旧换新”以及“节能惠民”政策对比	10
图表 16: 家电龙头企业营收增速情况	11
图表 17: 家电龙头企业归母净利润增速情况	11
图表 18: 家电部分企业政府补贴值	11
图表 19: 企业政府补助占当期利润总额比重	11
图表 20: 2009-2012 年空调 CR3	12
图表 21: 2009-2012 年冰箱 CR3	12
图表 22: 二线品牌的相对收益波动更加明显	13
图表 23: 农村油烟机保有量提升空间较大	14
图表 24: 白电城乡保有量水平差距收窄	14
图表 25: 家用空调内销量	15
图表 26: 冰箱内销量	15
图表 27: 洗衣机内销量	15
图表 28: 空冰洗内销增速	15

1. 行业承压正当时，政策风口重回

1月8日晚，国家发改委副主任宁吉喆在接受采访时表示，将于2019年制定并出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。这是时隔五年、继2013年6月“节能补贴”政策结束后的再一次家电行业鼓励政策的出台，引发了市场热议。宁副主任还表示，支持居民合理消费、绿色消费、升级消费，在汽车方面也将考虑制定相关政策鼓励农民进行消费。这对于当前增长正承压的家电行业而言，无疑是一针强心剂。

图表 1: 家电社零总额增速 18 年以来进一步放缓



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

其实在2018年9月，国务院就已发布了消费纲领性文件《中共中央国务院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》，彼时虽然未具体提及家电领域相关政策，但《意见》提出促进实物消费不断提档升级、推动农村居民消费梯次升级、以消费提质升级助推经济高质量发展，与当前家电行业的发展路径不谋而合。结合上一轮家电下乡和“以旧换新”实施时点来看，大批家电产品在19年也即将进入更新换代周期，从这一点出发，家电产业补贴预期增强属意料之中。

由于目前消息面并未出现详细的政策信息，我们建议通过回溯上一轮家电政策补贴期行业的种种表现，对19年即将出台的新政以及相关受益标的进行展望。

1.1. 政策回溯

家电下乡、“以旧换新”以及“节能惠民”三大政策共同购成了上一轮扩大家电消费的政策体系，旨在为了应对2007年以来在美国诞生的全球金融风暴影响下对我国消费性电子产品出口需求骤降造成的压力，通过促进内需消费寻求新的经济支撑，具有明显的救市意图。其中家电下乡政策从2007年12月开始在山东、河南、四川、青岛三省一市进行试点，并于2013年1月31日结束，持续期限约为5年；“以旧换新”政策出台于2009年5月，意在推动家电产品的节能减排，并与家电下乡政策相衔接，于2011年12月31日结束，持续期限为2.5年；“节能惠民”补贴政策最初于2009年5月开始，彼时主要针对高能效定频空调进行补贴，后延期一年至2011年6月，并于2012年6月1

日启动第二轮节能惠民补贴,于2013年5月31日结束,合计持续时长约为2.5年,目的在于促进家电产业结构优化升级。从政策实施期限来看,家电下乡政策的受惠期在三大政策中最长,总体时长达5年,分区域来看各地均达4年之久,而“以旧换新”政策和“节能惠民”政策实施期限较短。

图表 2: 2007-2013 年三大家电补贴政策时间线梳理



资料来源: 网络公开资料, 东方财富证券研究所整理

1.2. 家电下乡政策

家电下乡政策是国家为应对全球金融危机造成的出口萎靡转而扩大内需、激发农村市场消费活力等目的颁布的救市政策, 其主要面对的补贴对象为农村户籍居民, 2010年后新增国有农、林场职工。在政策实施的5年中, 补贴品类从最初的3个大件品类逐步增加至2010年后约16个品类, 惠及范围和优惠力度不断提升。2011年11月底之后, 随着第一批试点区域政策受惠期的退出, 家电下乡政策也逐渐退出历史舞台。

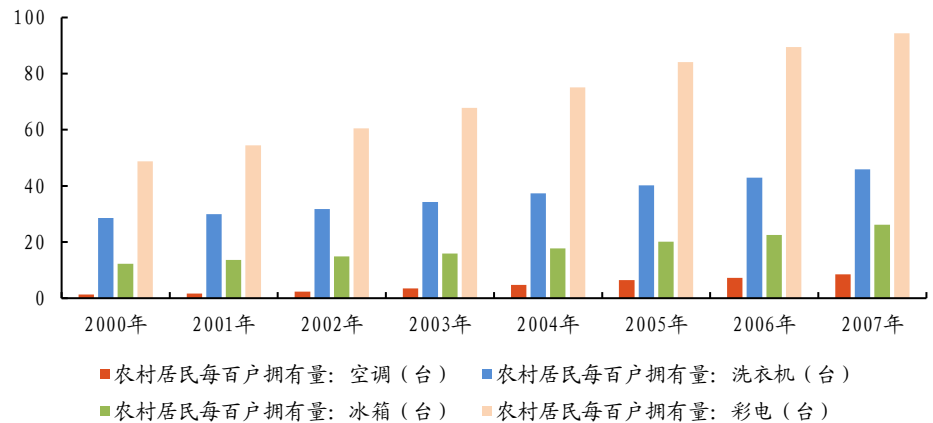
图表 3: 家电下乡政策梳理

实施阶段	2007.12	2008.12	2009.02	2010.03
阶段特征	区域试点	扩大推广地区范围	全国推广	全国推广
限购台数	2台	2台	2台	2台
补贴区域	山东、河南、四川、青岛三省一市	原试点的三省一市的基础上新增内蒙古、辽宁、大连等14个省、自治区、直辖市及计划单列市	全国各省市	全国各省市
补贴品类	彩电、冰箱(含冰柜)、手机	新增洗衣机	新增摩托车、电脑、热水器(含燃气热水器、太阳能热水器和储水式电热水器)、空调、电磁炉、微波炉	新增电动自行车、电饭煲、抽油烟机、燃气灶、电压力锅、DVD影碟机
补贴标准	限价内按产品售价13%补贴	限价内按产品售价13%补贴	限价内按产品售价13%补贴	限价内按产品售价13%补贴
补贴对象	农民			新增国有农、林场职工

资料来源: 网络公开资料, 东方财富证券研究所

家电下乡补贴品类范围的演变呈现出从刚需产品向品质产品阶段性扩容的特点。在试点阶段，补贴品类主要为彩电、冰箱和手机，从主要品类 2000-2007 年的农村保有量来看，彼时彩电产品在农村地区的保有量领先其他白电产品差距较大，表明彩电在农村市场开始进入普及向更新换代过渡的阶段，而空调、洗衣机和冰箱的保有量仍处于相对低位，因此在那一阶段，补贴类型主要还是以普及需求产品为主。

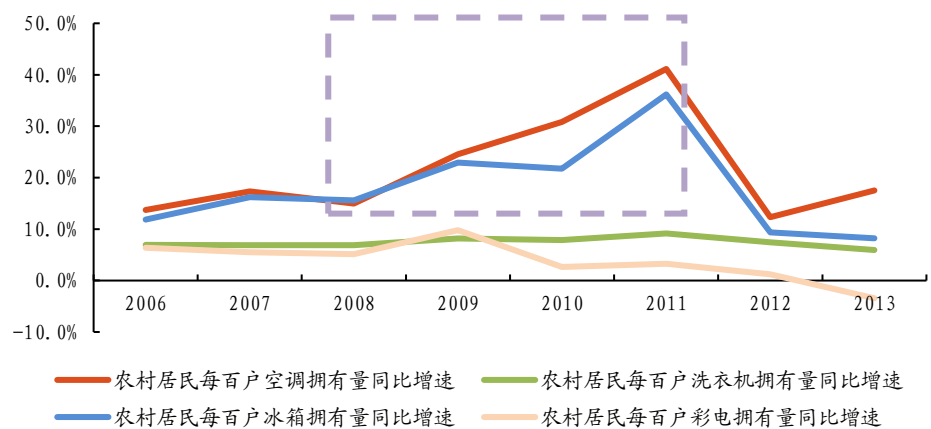
图表 4：2000-2007 年主要白电产品农村居民每百户拥有量（台）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2008-2010 年，补贴品类先后新增了洗衣机、空调等白电品类以及热水器、微波炉、电饭煲、抽油烟机等厨电品类，补贴产品进一步丰富，普及度越低的产品列入范围的时点越晚，彩电、冰箱、洗衣机、空调等技术成熟度高、单价较高、生产厂家较为集中的产品的普及度率先得到提升，其中空调从 2009 年开始被列入补贴范围，当年农村空调保有量增速便同比提升近 10pct，从 2008 年每百户保有量 9.82 台提升至 2011 年的 22.58 台，2009/2010/2011 年三年同比增速分别达 24.54%/30.83%/41.13%，年复合增速 32%。从这一层面来看，家电下乡政策较好完成了其历史性任务：加速了农村地区家电产品普及进程。

图表 5：2006-2013 年主要白电产品农村居民每百户拥有量增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

农村居民购买力是消费的贮水池。我们在梳理政策的过程中发现另一个值得注意的地方，便是补贴产品最高限价的两次上调。第一阶段，彩电、冰箱和洗衣机的最高限价分别为 2000/2500/2000 元，随后经过两次上调后，产品单价逐渐从中低端向中高端提升，如彩电最高限价经过两轮上调后达 7000 元，涨幅高达 250%；另根据商务部，自 2010 年提价后，空调限价提高部分的产品销售量占比提升至 40%左右。

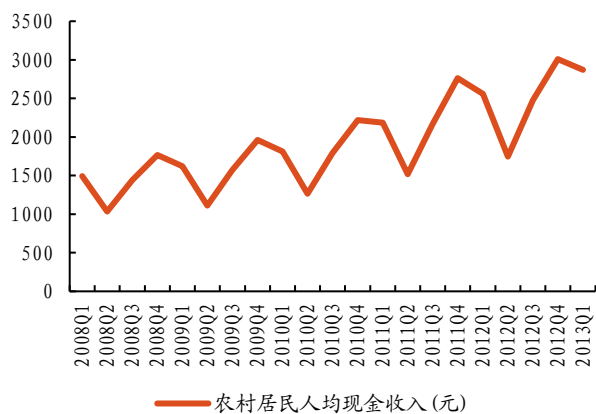
图表 6：家电下乡两轮提价变动情况

补贴品类	2007.12 最高限价(元)	2008.12 新增后最高限价(元)	2009.02 调整 & 新增后最高限价(元)	环比提价涨幅	2010.01 调整 & 新增后最高限价(元)	环比提价涨幅
彩电	2000	2000	3500	75.00%	7000	100.00%
冰箱	2500	2500	2500	/	4000	60.00%
空调	1000	1000	1000	/	2000	100.00%
手机	/	1000	2000	100.00%	3500	75.00%
洗衣机	/	/	2500	/	3500	40.00%
壁挂式空调	/	/	4000	/	6000	50.00%
落地式空调	/	/	600	/	1000	66.67%
电磁炉	/	/	1000	/	1500	50.00%
微波炉	/	/	4000	/	5000	25.00%
太阳能热水器	/	/	1500	/	2500	66.67%
储水式电热水器	/	/	2500	/	3500	40.00%
燃气热水器	2000	2000	3500	75.00%	7000	100.00%

资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

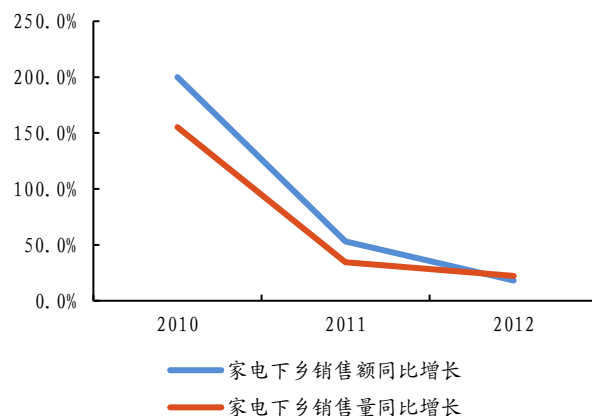
此外从历年家电下乡销售额与销售量增速来看，销售额的增长显著快于销售量的增长，表明下乡产品的均价在持续提升，提价幅度明显高于销量涨幅。对应当时农村居民人均可支配收入水平来看，我们认为这侧面表明了农村居民的潜在购买力是十分可观的，产品提价并未限制农村消费者的购买力。随着后期政策的逐步推进，农民的消费意愿得到强刺激，这一阶段，政策因素对家电需求的拉动效应远超行业内生增长效应。

图表 7：农村居民人均可支配收入逐年提升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：家电下乡销售额增速快于销售量增速

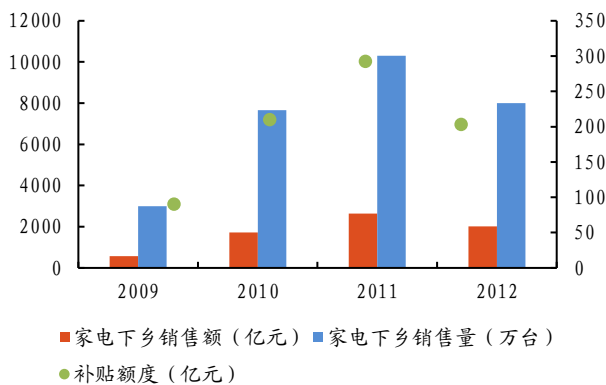


资料来源：商务部，东方财富证券研究所

补贴力度由强渐弱，彩电、冰箱、空调和洗衣机销量持续攀升。据商务部数据，截止 2012 年 11 月末，全国家电下乡产品累计销售量达 2.93 亿台，累计销售额实现 7071 亿元，其中彩电、冰箱、空调和热水器在 2011-2012 年间家电下乡产品累计销售额均超过 500 亿元，尽管未获取到相关产品的具体补贴额度，但从主要几类产品家电下乡期间的内销数据来看，2008-2011 年彩电、空调、冰箱和洗衣机年符合增速分别达到 45.23%、26.74%、31.26%和 15.11%。

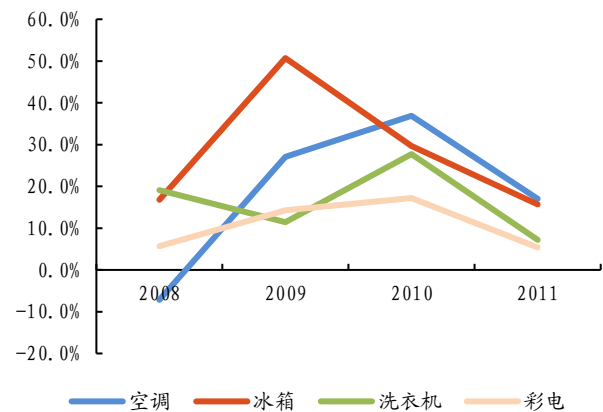
此外我们根据 2010-2012 年期间商务部网站披露的数据测算如下补贴规模，补贴从 2009 年开始持续提升，至 2011 年到达顶峰后，2012 年大幅回落，对应 2011 年底试点区域政策到期以及其他区域政策的逐步退出。

图表 9：家电下乡销售额/量及补贴情况



资料来源：商务部，东方财富证券研究所

图表 10：四大品类内销量同比增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. “以旧换新”政策

家电“以旧换新”政策是政府为了促进节能减排发展循环经济，进一步扩大内需，于 2009 年 5 月提出，最先在北京、天津、上海等 9 地，针对彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑等 5 类产品进行“以旧换新”试点。由于补贴品类较少，总体补贴力度相比家电下乡政策也显得较弱，但从产业升级角度来看，“以旧换新”政策推动了家电产品的更新换代进程，使行业的高端产品比例进一步提升，对行业的健康发展更有意义。

图表 11：“以旧换新”政策梳理

实施阶段	2009.06	2010.06
补贴区域	北京、天津、上海、江苏、浙江等 9 个省市进行试点	除海南外全国所有地区
补贴品类	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑
补贴标准	按新家电售价的 10% 补贴	按新家电售价的 10% 补贴

资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

由于“以旧换新”政策主要惠及群体是已经拥有家电产品并有更换需求的消费者，从补贴品类来看，彩电、冰箱、洗衣机、空调等耐用家电产品的使用年限均在 10-12 年左右，对应的购买时点为 1999 年左右。受限于收入水平和购买渠道，彼时大型家电产品的消费主要发生在城镇地区，因此“以旧换新”

更多惠及城镇地区的消费者，与家电下乡形成互补，全面惠及不同消费水平的阶层。

1.4. “节能惠民”政策

“节能产品惠民工程”于2009年5月以财政部和国家发改委联合颁布《关于开展节能产品惠民工程的通知》为标志开始推行的节能减排战略，通过财政补贴方式，对能效等级1级或2级以上的空调、冰箱、彩电、洗衣机等10类高效节能产品进行推广应用，包括已经实施的高效节能产品与新能源汽车财政补助标准依据高效节能产品与普通产品价差的一定比例确定。

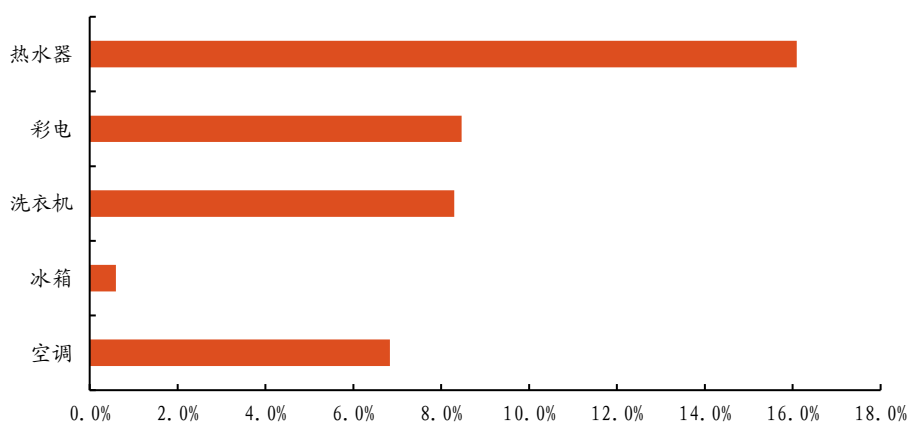
图表 12: “节能惠民”政策梳理

实施阶段	2009.05	2010.05	2012.06
补贴区域	全国	全国	全国
补贴品类	能效等级1级或2级以上的空调、冰箱、彩电等10余种品类	7500W及以下的分体式空调	燃气热水器（电热水器由于耗电较多被剔除）等5大品类
补贴标准	以空调为例，能效等级2级的空调给予300-650元/台补助，能效等级为1级的空调给予500-850元/台补助	能效等级为1级的空调给予200-250元/台补助，能效等级为2级的空调给予150-200元/台补助	能效等级1级的燃气热水器给予200-400元/台补助
补贴期限	1年	1年	1年

资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

如果说2008-2011年家电下乡政策刺激的是乡镇市场的普及型需求，那么新一轮节能补贴政策则重塑了家电产业结构，产品结构在优化升级的同时带动了销量的增长。这一阶段补贴覆盖产品仍集中在白电上，包括空调、彩电、冰箱、洗衣机、热水器五类，2013年上述五类产品内销量分别同比增长6.83%、8.46%、0.60%、8.30%、16.09%。

图表 13: 2013年节能补贴主要品类内销量同比增速

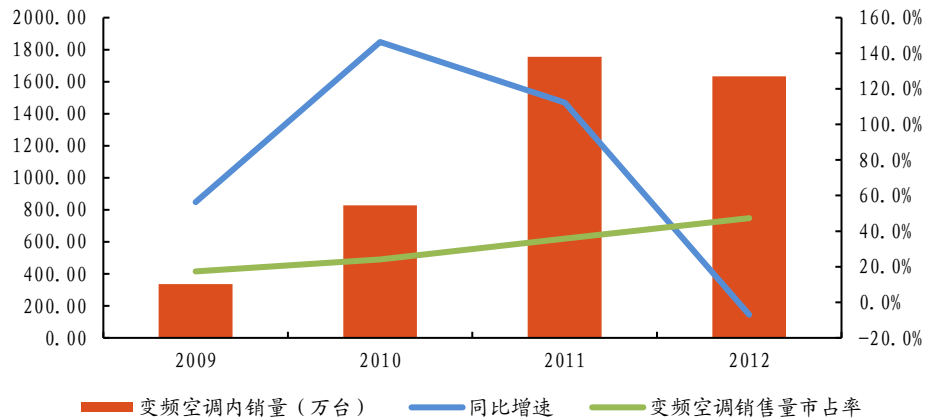


资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

“节能惠民”大大提升高效节能产品的占有率，推动行业产品结构加速升级。以空调为例，这一阶段针对高效节能产品的大力补贴极大压缩了低能效产

品的需求，高效节能空调的市占率从政策实施初期的 5% 提升至 2013 年初 80% 左右水平，3-5 级低能效空调基本停产，企业产能得到释放，生产效率优化，行业整体能效水平提升 24%。

图表 14: 2013 年节能补贴主要品类内销量同比增速



资料来源：国家信息中心，奥维云网，中怡康，东方财富证券研究所

家电下乡在三大政策中对家电产业的推动力度最大，主要体现在惠及补贴力度以及惠及品类范围两个方面。从家电下乡到“节能惠民”，家电在短短几年内快速完成了大型家电产品在全国范围的普及以及基础功能性产品的优化升级，这一阶段千亿级的销售额虽然提前透支了未来两年的购买力，引致 2012 年行业增速骤降，但为下一个耐用消费品更换周期到来储备了充足的更新换代需求。

图表 15: 家电下乡、“以旧换新”以及“节能惠民”政策对比

实施阶段	家电下乡	“以旧换新”	“节能惠民”
实施范围	全国	全国	全国
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、手机、空调、热水器、电磁炉、微波炉、电脑等 16 余种品类	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑 5 大品类	能效等级 1 级或 2 级以上的彩电、冰箱、洗衣机、空调、热水器、照明产品等 10 余种品类
补贴比例	13%	10%	5%-20% ^{*1}
限购台数	2 台	不限	不限
实施期限	5 年	2.5 年	2.5 年
补贴标准	限制产品价格：如彩电单价不超过 3500 元；冰箱（含冷柜）单价不超过 2500 元；洗衣机单价不超过 2000 元；空调（壁挂式）单价不超过 2500 元 ^{*2}	设置补贴上限：如彩电补贴不超过 400 元/台；冰箱（含冷柜）补贴不超过 300 元/台；洗衣机补贴不超过 250 元/台；空调补贴不超过 350 元/台	依据高效节能产品与普通产品价格差的一定比例确定，如对能效等级 2 级的空调给予 300-650 元/台的补助，对能效等级 1 级的空调给予 500-850 元/台的补助
补贴对象	农民以及国有农、林场职工	城乡居民	城乡居民

资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

*1: 该比例以空调节能补贴额度为代表进行测算得出

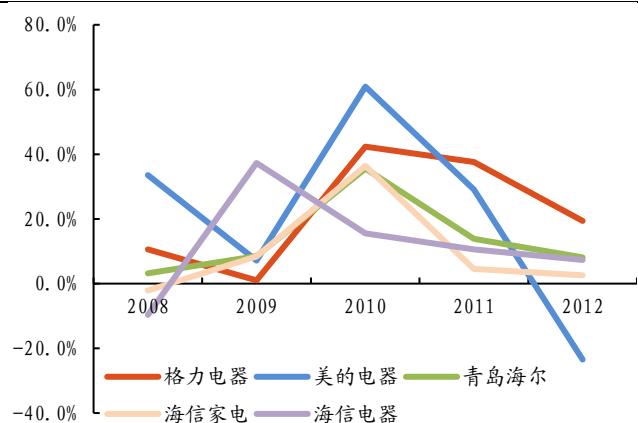
*2: 所列单品最高限价为第二次上调最高限价价格

2. 政策驱动下企业的快速成长

2.1. 补贴效应明显

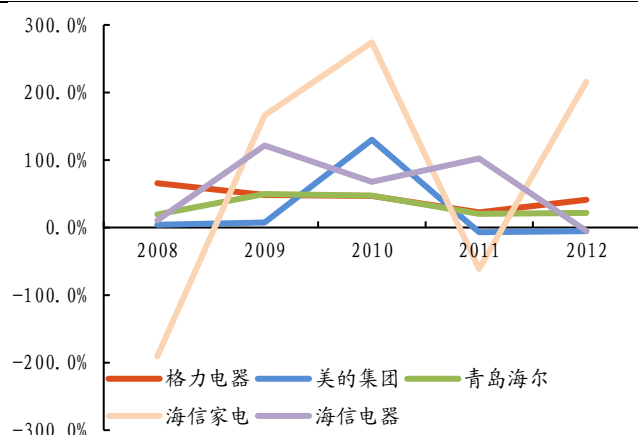
政策支持虽然最终落地到消费者手中，但在推行过程中企业有意识地进行价格调整，数次上调的最高限价也给予企业一定的提价空间，同时在政策刺激下需求得到提前释放，销量也实现了快速增长。量价齐升态势下，2009-2012年期间家电企业营业收入实现快速上升，其中龙头企业收入增长显著。可以看到，家电主要企业的收入和利润释放期基本都在2010年。

图表 16: 家电龙头企业营收增速情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

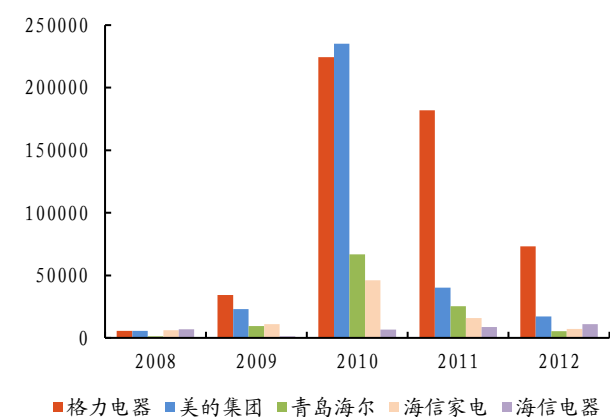
图表 17: 家电龙头企业归母净利润增速情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

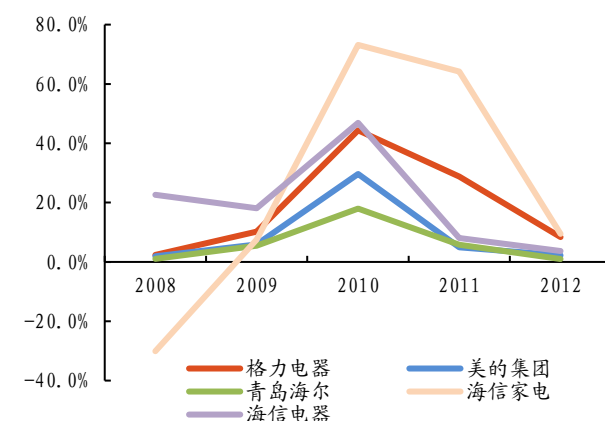
由于家电下乡政策的补贴直接落实到消费者，而“以旧换新”和“节能惠民”政策均可直接补贴到企业（“以旧换新”政策中回收补贴范围内旧家电并送到拆解处理企业可享受定额运费补贴，“节能惠民”政策直接补贴到企业端），2010年正是两大政策叠加时点，因此这一年企业政府补助额度显著攀升。从绝对值来看，格力和美的收到的政府补贴最高；从政府补助占当期企业利润总额的比重来看，格力、美的、海尔和海信电器在政策期间最高比重均未超过40%，海信家电的政府补助占比利润高达73%。

图表 18: 家电部分企业政府补贴值



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 企业政府补助占当期利润总额比重

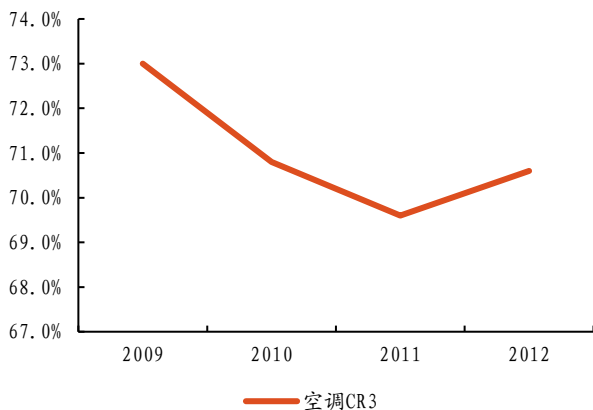


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 行业集中度下降，小品牌得到喘息之机

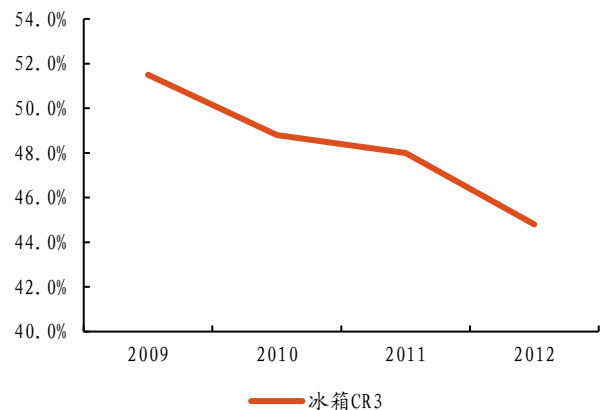
政策补贴期间，白电行业集中度呈现出下降趋势。产业在线数据显示，2009-2012年空调CR3（格力、美的、海尔）从73%降至2011年约70%，冰箱CR3（美的、海尔、科龙）从52%降至2012年的45%。补贴虽然有利于白电龙头企业在原有的产品、渠道和品牌的基础上继续强化其优势，但也给了中小品牌更多的机会，市场需求得到刺激快速扩容，众多小企业趁势发展也抢占了部分市场份额。尤其是家电下乡对标的区域主要是农村市场，彼时白电龙头尚未建立起完善的线下渠道结构，下沉程度相比区域性家电品牌缺乏先发优势，因此在政策阶段内，白电竞争格局相比后家电下乡时期略显恶劣。

图表 20: 2009-2012 年空调 CR3



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

图表 21: 2009-2012 年冰箱 CR3



资料来源：产业在线，东方财富证券研究所

政策保护下的成长是短暂的，内生增长的持续性才是构筑壁垒的关键。前期中小品牌在政策支持下得到了短暂的发展，导致家电行业在市场份额方面一度出现“劣币驱逐良币”的现象。但进入后家电下乡时期，政策的逐步退出使得小品牌虚高价格让利渠道商的做法难以为继，而质量并不优良的产品在没有补贴的扶持下无法继续获得消费者的认可，白电行业竞争格局得到修复。而龙头企业在此前依靠家电下乡快速拓展其在农村地区的渠道建设，例如海尔在家电下乡5年内实现了超1500亿元的销售规模，其面向农村市场的物流渠道日日顺在2012年的销售额也突破500亿元；格力在此期间弥补了其在农村和三四线城市较为薄弱的渠道，提升了市场知名度，扩大品牌影响力，2012年单一空调产品的销售额超过了千亿元。龙头企业在政策实施期积累起来的渠道和品牌基础，在后家电下乡时代逐渐转化为推动其市场份额提升的驱动因素。

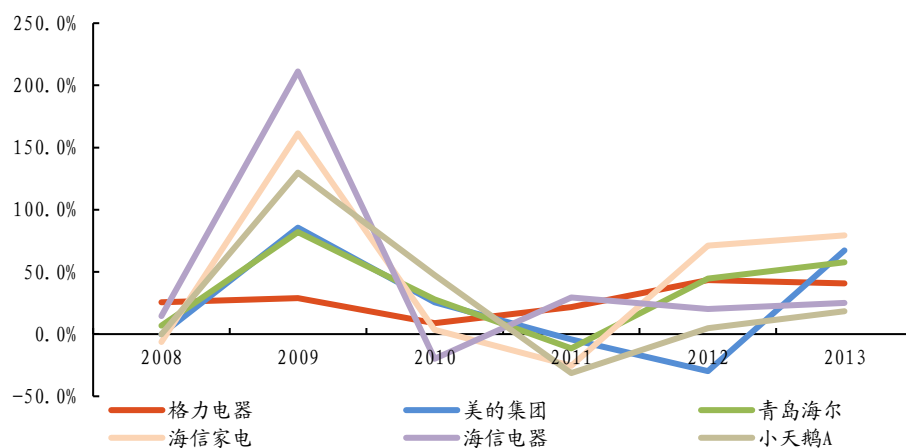
2.3. 二线龙头的相对收益更为突出

我们选取了在政策补贴期间具有一定代表性的白电和黑电企业，对它们在此期间个股绝对收益表现以及股价与沪深300指数的相对收益进行比较，发现在2009年各企业均取得较高的收益率，其中二线白电龙头海信家电（原海信科龙）、小天鹅A以及黑电龙头海信电器当年的股价涨幅分别达到258.05%、226.56%和307.90%，我们认为，二线龙头之所以能够获得超越一线龙头的绝对收益，一方面是二线龙头的盈利水平基数较低，补贴对这些企业的利润改善力

度远大于一线龙头，业绩边际改善效果明显，另一方面二线品牌受益于补贴政策正快速扩张，业绩改善预期下成长性逻辑趋于显性，市场份额以及盈利能力的提升速度均快于一线品牌，因此我们判断，在同样的补贴政策落实过程中，二线龙头将获得相比一线龙头更大的业绩和股价释放弹性。

从相对收益方面来看，一线龙头的相对收益表现相比二线品牌更加稳健，其中仅格力电器在政策补贴期间取得正向相对收益，2008-2012年分别为25.54%、28.87%、8.79%、21.74%和43.44%，二线品牌由于受益于补贴对业绩的改善预期，在补贴高峰期其股价超额收益虽然十分突出，2009年海信家电、海信电器和小天鹅A的相对收益率分别达到161.34%、211.18%和129.85%，但在补贴逐步退出后这部分企业的相对收益滑坡明显，2012年上述三家企业的相对收益率分别下滑至71.13%、20.06%和4.64%，降幅达90.21pct、191.12pct和125.21pct。由此来看，补贴对于企业的业绩改善和股价支撑作用是边际递减函数，一线龙头不论是否受益于政策补贴，其业绩确定性对于股价具有相对稳固的支撑，股价表现更为稳健，而二线品牌的相对收益波动性更加明显。

图表 22：二线品牌的相对收益波动更加明显



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

3. 新政猜想：保有量提升可期，结构升级为长远之计

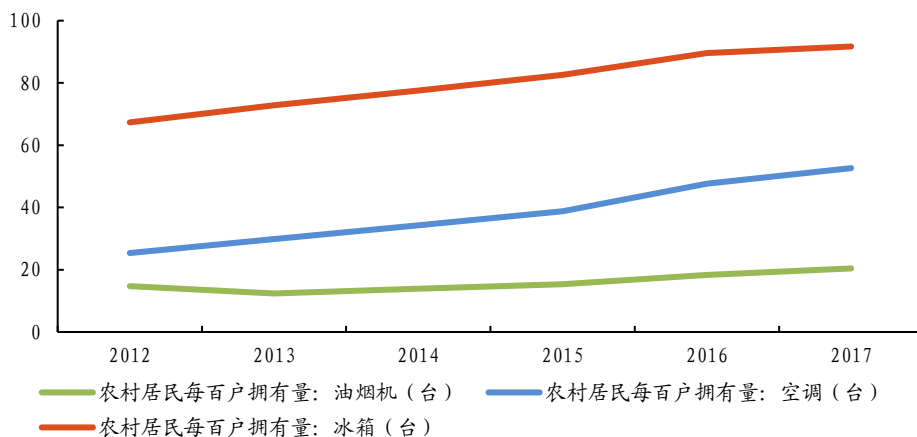
过去的2018年，我国的家电企业面临多重困境：对外出口关税加征在即，对内地地产阴霾笼罩、终端需求疲软，虽未完全复刻2007年的行情，但内外承压的背景多有相似。正因此，在新政出台重回风口之际，我们以史为鉴，希望从过去政策实施结果对新一轮家电支持政策进行大胆猜想：

3.1. 猜想一：厨电保有量提升空间可期

我们认为，此轮可能出台的新政与上一轮政策在子板块补贴力度的侧重点或将有所不同，但仍将倾向于单价较高的大型家电产品，尤其是刚需性较强而当前普及度仍待提高的子行业。从保有量上来看，白电如空调、冰箱、洗衣机，以及彩电等大型白电和黑电产品的平均保有量已经达到一定水平，但油烟机等大型厨电产品的普及度仍处于较低位，尤其是随着城镇化进程的加快推进，我们认为农村的油烟机保有量提升潜力更为显著；而城镇方面，由于环保等的需求，全装修的比例逐年提升，工程渠道日渐成熟给予前装属性更强的厨电产品

以增量的提前释放。据国家统计局数据,2017年我国农村油烟机保有量为20.42台/百户,相比空调(52.63台/百户)和冰箱(91.70台/百户)更具备政策支持诉求。

图表 23: 农村油烟机保有量提升空间较大

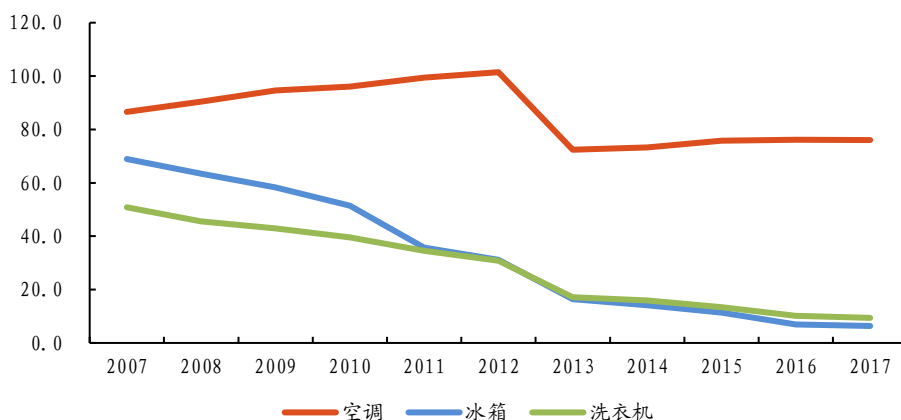


资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

3.2. 猜想二: 更换需求或占主导

新政的提出背景虽然从国内外经济环境有相似之处,但从产业方面来看已有明显差异。首先,2007年底国内各家电产品正处于成长期,其中刚需性最强的白电产品,其保有量相比日本等邻国也属于较低水平;第二,由于收入分配和渠道下沉存在差异,城镇居民的家电耐用品保有量明显高于农村地区,城乡差异较为明显,以空调为例,2007年我国城镇家庭平均每百户空调保有量为95.08台/百户,农村每百户空调拥有量仅为8.54台/百户,农村空调保有量水平仅为城镇水平的8.98%;2017年,城镇和农村空调保有量分别提升至128.61台/百户和52.63台/百户,农村空调保有量水平为城镇水平的40.92%,城乡差距缩小了约32pct。因此相对于上一轮普及型需求的政策侧重方向,我们认为此轮新政将更倾向于更新换代需求。从更换周期看,目前距离上一轮家电下乡已有10年,大型家电产品的使用年限也已到期,具备大规模的更换诉求。

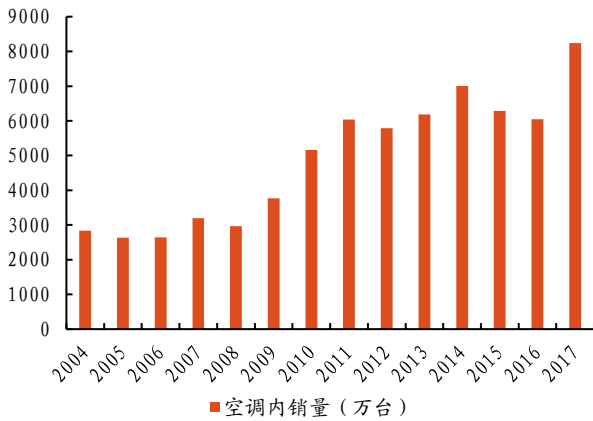
图表 24: 白电城乡保有量水平差距收窄



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

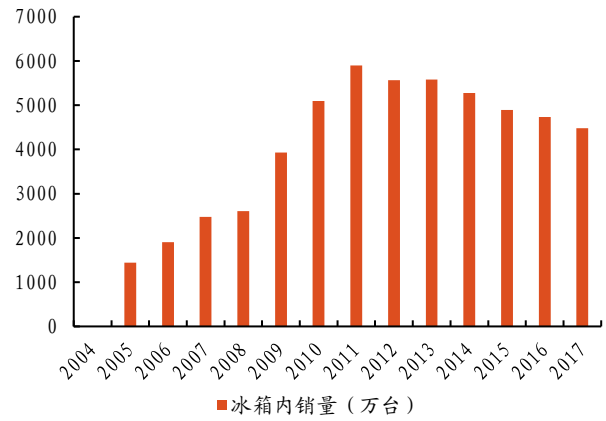
此外,从品类来看,2007年以来,空调和洗衣机的内销量十年间持续走高,但冰箱的内销量在2011年后持续下滑,从2012-2017年间并未出现与上一轮补贴期间较为匹配的内销增长阶段,从这一点来看,我们认为此轮更换周期中,冰箱的更换力度应该大于空调和洗衣机。

图表 25: 家用空调内销量



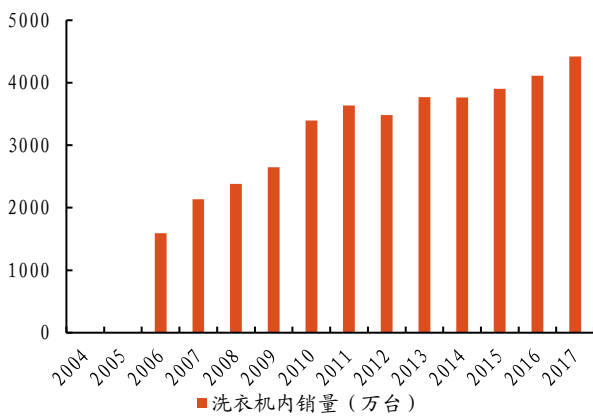
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 26: 冰箱内销量



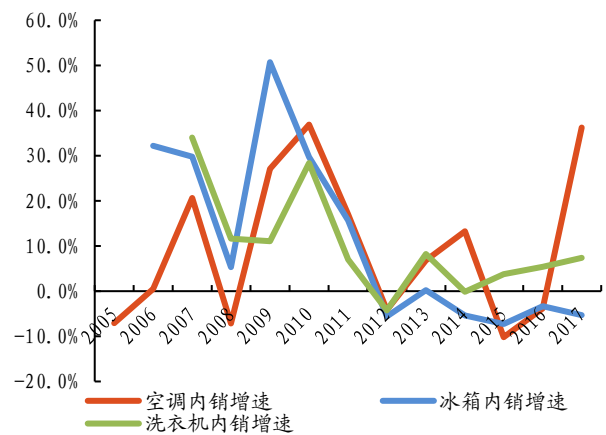
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 洗衣机内销量



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 空冰洗内销增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.3. 猜想三: 结构升级更有利于企业长远发展

从上一轮政策来看,家电下乡政策对所有企业倾向于普适性受惠,而“以旧换新”和“节能惠民”政策在中标企业的选择上门槛更高,对高效节能产品加大补贴力度,有利于刺激头部企业加大在能效提升方面的研发投入,推动产品质量的提高,同时该类政策对企业的服务能力、物流配送能力、生产供应能力和质量控制能力有更高的要求,有利于实现“以政策促企业,以企业促产业”的轮动反哺。从这方面来看,上下游话语权和综合实力强大的行业龙头有望率先受益。

4. 投资建议

我们认为当前家电行业仍处于筑底阶段，上游房地产仍不明朗，下游需求未来预计持续疲软，行业缺乏明显的催化剂。此次发改委酝酿家电补贴新政，若能如期落地，则行业景气度有望得到恢复性回暖，但由于家电目前规模以发展到较高水平，在高基数效应下，除非补贴力度同等水平提高，否则行业难演上轮补贴政策的辉煌。我们从周期、产品以及技术两方面再做总结展望：

1) 从周期来看，目前时点距离上一轮家电下乡政策实施期已达耐用品使用年限，10年前大部分家电产品形成的普及型需求如今逐渐演变为更新换代需求；

2) 从产品来看，由于政策补贴存在经济杠杆效应的任务，会更侧重于刚需性强的产品，油烟机在农村市场的渗透率较低，且城镇化率提升对于农村家电产品新置需求正逐步显露，厨电在农村地区的保有量提升空间较为可观；此外白电产品虽然在城镇以及农村地区都已具备较高水平，但同时也意味着较大的更新换代诉求，从内销规模来看，冰箱在10年间的更换规模相比空调和洗衣机并不显著，因此同样的刺激效用下，冰箱的置换率或高于其他白电品类；

3) 结合当下家电行业的产品结构升级趋势以及部分产品具有库存蓄水现象，我们认为新政将更侧重于高效节能型产品，推动行业产能出清；此外，横向结合具备综合影响范围的其他行业，家庭物联网场景正在积极试验阶段，家电产品作为目前最合适的家庭IoT入口，智能升级刻不容缓，智能家电产品或也将被列入补贴范围。

我们建议关注补贴方向确定性大的白电和厨电行业，龙头经过上一轮政策补贴期间的激烈竞争以及后家电下乡阶段的资源整合后，上下游话语权进一步强化，份额提升明显，我们预计龙头在未来新政中标的竞争优势也将更加显著，继续谨慎看好业绩确定性强、相对收益稳健的白电龙头格力电器（000651）和美的集团（000333），建议关注青岛海尔（600690），以及看好在农村地区具备更多机会的厨电龙头老板电器（002508）；但由于市场份额和利润水平绝对量基数较低，二线龙头的业绩弹性预期相对更加明显，谨慎看好海信家电（000921）。

5. 风险提示

政策补贴力度不及预期；
新政侧重方向与预期不符；
宏观经济进一步下行的系统性风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。