

# 18Q4 业绩波澜不惊，春节或为基本面分水岭

## ——家电行业 2018 年报业绩前瞻

行业动态

### ◆收入预览：企业经营谨慎，预计 18Q4 收入增速和 18Q3 持平

需求端，18Q4 家电促销季零售景气度略有回升，但仍处低位。家电出口依然保持较好增长，和内销形成较好对冲。经营端，由于家电企业普遍从 2018Q3 起就采取保守经营思路，在 18Q4 行业环境和 18Q3 近似的情况下，预计 18Q4 销售收入增速大概率与 18Q3 相近。

从不同子板块来看，小家电板块收入逆周期属性最强，预计白电板块收入增速环比持平，厨电/照明板块收入端较 18Q3 还有小幅下行的可能。

### ◆利润预览：成本红利开始释放，利润增速预计略高于收入

受益于上一轮提价红利、成本红利以及出口业务低基数效应，预计 18Q4 行业盈利能力依旧较为稳定，利润增速预计略高于收入增速。

从不同子板块来看，小家电板块受益于出口业务低基数和一次性因素，利润增速预计明显快于收入，白电板块和厨电/照明板块利润增速则预计基本和收入增速持平。

### ◆19H1 展望：春节或为基本面分水岭，成本红利支撑盈利能力

2019 年春节或为基本面的分水岭：春节前，因前期主动收缩，很多公司 18Q4 业绩稳定，现金流和库存状况良好，经营上或更为积极，加之春节提前，1 月出货存在短期翘尾的可能。春节后，宏观压力和高基数影响下，预计出货仍有进一步放缓可能，企业的经营策略也会从“温和竞争、量价齐升”转向“保份额、保增长”。但我们对利润端表现相对乐观：新一轮原材料成本红利有望支撑行业高盈利能力。

### ◆投资建议：从一致走向二元——怀抱确定，布局成长

2019 年家电基本面依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资呈现“二元化”结构：一方面，国内投资者机构化、海外资金话语权逐步提升，长线资金比例增加，使得优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在政策宽松和 QFII 等增量资金入市的预期下，市场风险偏好提升，高风险偏好资金会布局成长品种。

(1) 拥抱龙头确定性：格力电器、小天鹅 A、美的集团、青岛海尔。

(2) 布局成长弹性：老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。

### ◆风险分析：经济不景气，地产销量快速下滑，中美贸易争端扩大。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000333	美的集团	41.00	2.66	3.06	3.40	15	13	12	买入
000651	格力电器	38.78	3.72	4.82	5.11	10	8	8	买入
600690	青岛海尔	14.66	1.14	1.21	1.35	13	12	11	买入
000418	小天鹅 A	47.05	2.38	2.74	3.14	20	17	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 01 月 15 日

## 增持（维持）

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

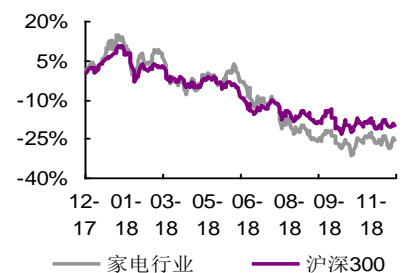
[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

### 行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

年底促销助销量高增长，行业均价下滑龙头坚挺——家电行业 12 月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-01-13

家电/家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售——家电家居产业框架研究报告

..... 2019-01-13

数据告诉你，上轮家电补贴那些事——家电行业事件点评

..... 2019-01-09

## 1、引言

2019 年以来家电板块涨幅排名前列，是基本面超预期吗，还是其他因素所致？我们对板块及重点公司 2018Q4 经营情况进行了预测，并给出了我们对 2019H1 家电基本面的预判，供投资者参考。

整体来看，18Q4 家电需求虽无明显起色，但由于前期产业链上下游的预期都偏谨慎，很多公司从 2018Q3 就主动收缩，保守经营，预计 18Q4 收入增速和 18Q3 基本持平，盈利能力也较为稳定。展望 2019H1，我们认为春节前的 1 月份出货存在短期翘尾的可能，春节后收入增速仍有进一步放缓可能，但我们对利润端表现相对乐观。

2019 年以来板块表现基本符合我们对家电投资从一致走向二元的判断，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资呈现“二元化”结构：一方面，国内投资者机构化、海外资金话语权逐步提升，长线资金比例增加，使得优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在政策宽松和 QFII 等增量资金入市的预期下，市场风险偏好提升，成长品种有望重获青睐。

## 2、收入预览：企业经营谨慎，预计 18Q4 收入增速和 18Q3 持平

18 年以来行业收入增速随零售同步放缓。2017Q3 起，家电需求进入下行周期，18Q2 大厨电板块收入增速降至个位数，18Q3 白电板块收入在空调零售大幅下滑的背景下增速降档，18Q3 家电行业整体收入增长 10%，若剔除格力电器，行业增速回落至 5%，整体进入低速增长区间。

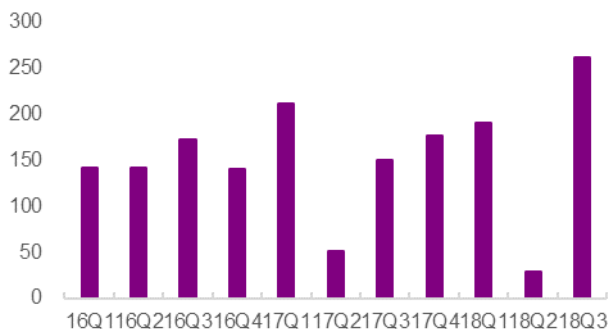
表 1：家电行业及各子板块收入增速变化

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
整体	32.2%	39.0%	30.0%	20.8%	18.7%	14.6%	10.0%
整体(剔除格力)	34.1%	35.8%	30.8%	17.7%	16.6%	11.9%	5.3%
白电	45.8%	54.6%	37.2%	22.7%	19.0%	17.0%	12.0%
黑电	6.7%	11.3%	16.7%	16.9%	14.0%	7.5%	4.8%
大厨电	25.3%	32.8%	34.0%	22.5%	31.5%	6.9%	4.4%
小家电	25.0%	22.0%	18.9%	20.8%	16.3%	18.8%	12.2%
上游	38.6%	43.5%	37.3%	22.3%	30.8%	15.7%	11.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所

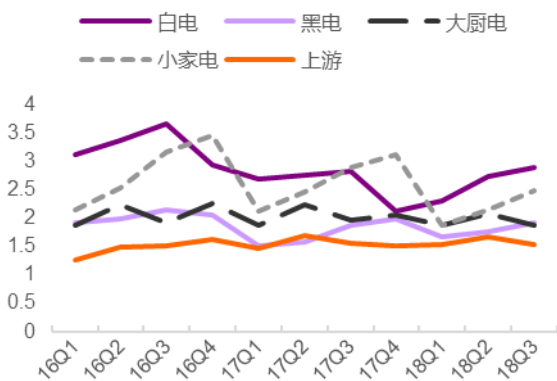
和上一轮周期不同，这轮需求下行周期中家电产业链上下游的预期都偏谨慎，很多上市公司从 2018Q3 就采取保守经营思路，重零售、重现金流、轻库存，因此我们看到白电板块 18Q3 现金流改善显著，厨电小家电等板块龙头增加对上下游的资金支持，库存增长也较为温和。

图 1：白电行业单季度经营现金流（单位：亿元）



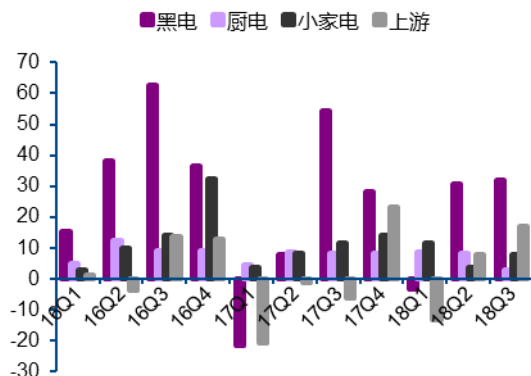
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：家电各子行业单季度存货周转率



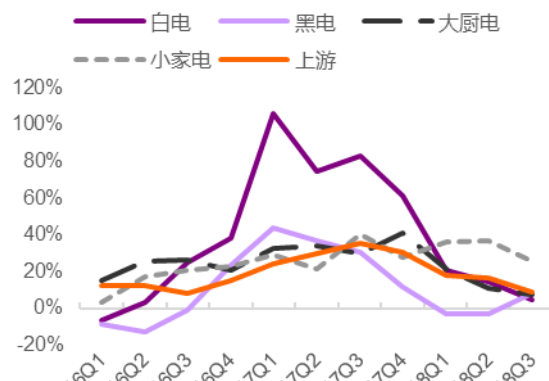
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：子行业（除白电）单季度营现金流（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：家电各子行业存货同比增长率



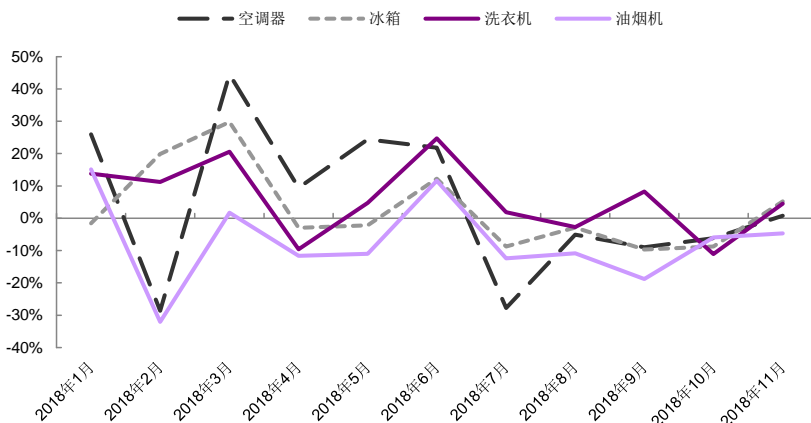
资料来源：Wind，光大证券研究所

**18Q4 销售收入增速大概率与 18Q3 持平。**需求端，18Q4 家电促销季零售景气度略有回升，但仍处低位，10-11 月家电出口依然保持较好增长，和内销形成较好对冲。经营端，由于家电企业普遍从 2018Q3 起就采取保守经营思路，在 18Q4 行业环境和 18Q3 近似的情况下，预计 18Q4 销售收入增速大概率与 18Q3 持平。

## 2.1、18Q4 出口较为稳定，对冲疲软内销

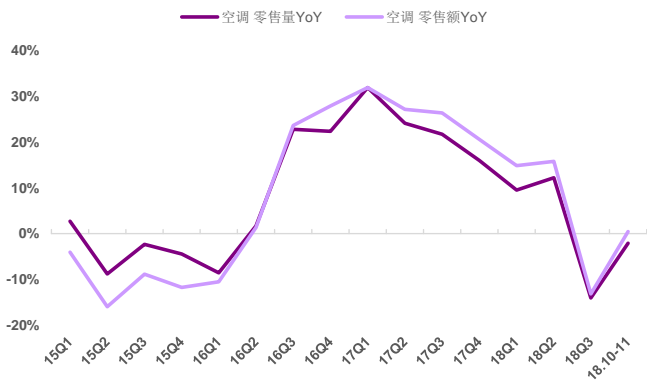
**18Q4 促销季白电及大厨电零售增速低位震荡。**在高基数下，18Q3 白电及大厨电零售已经基本回落至个位数或负增长。进入 18Q4，综合中怡康和奥维 10-11 月推总数据来看，家电促销季零售景气度略有回升，但仍处低位。

图 5：2018 年 10-11 月主要大家电品类零售额同比增速略有回升



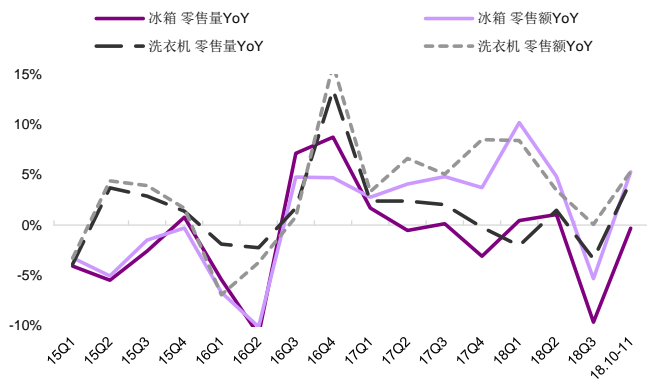
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 6：2018 年 10-11 月空调品类零售增速回升



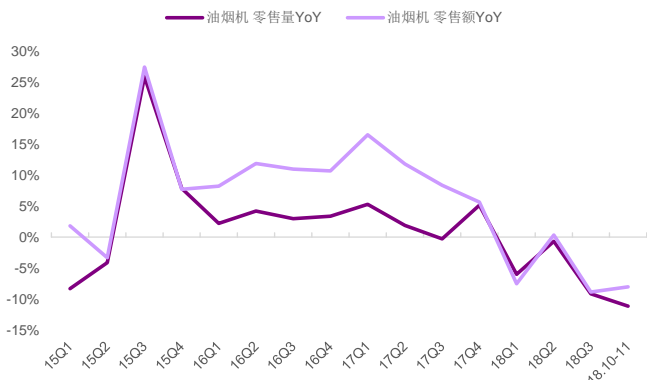
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 7：2018 年 10-11 月冰箱、洗衣机品类零售增速回升



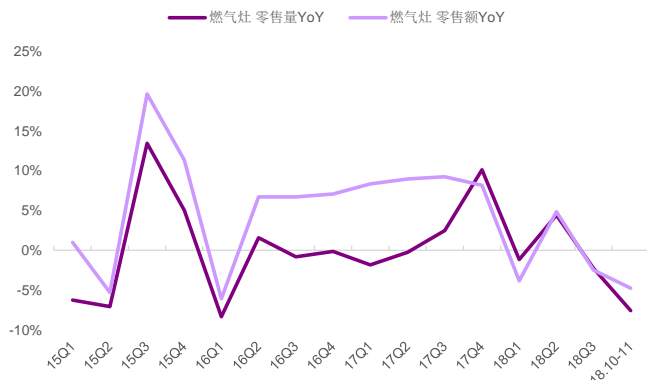
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 8：2018 年 10-11 月油烟机品类零售增速走弱



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 9：2018 年 10-11 月燃气灶品类零售增速走弱

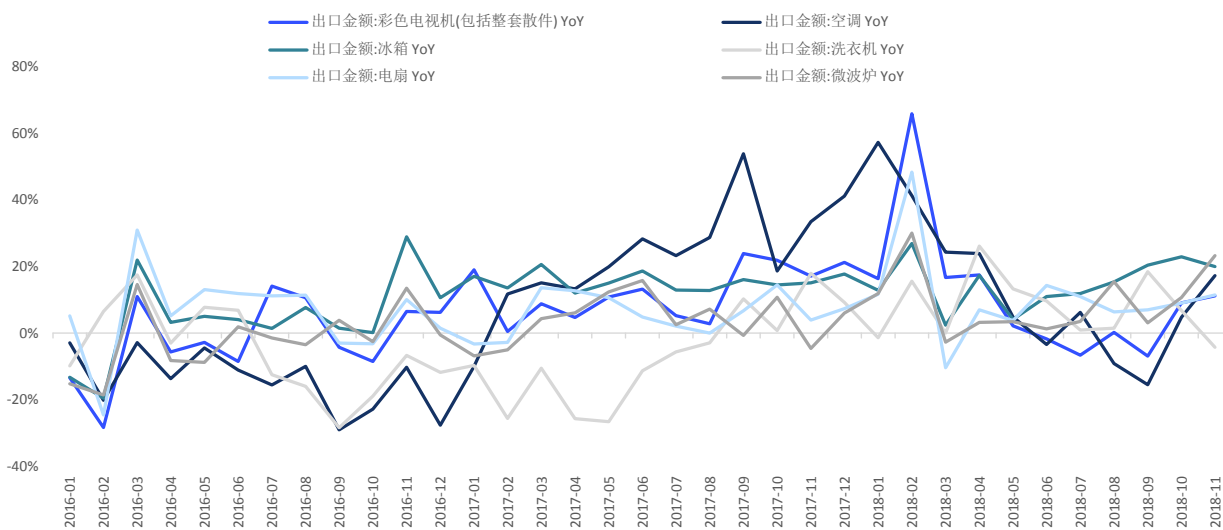


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

2018 年出口大局已定，对冲疲软的国内需求。考虑到后续贸易争端带来的不确定性，出口买卖双方都在加快 2018 年出口订单的出货节奏，甚至

提前备货，因此 18 年 10-11 月各品类家电出口均保持较好增长。在内销较为疲软的背景下，出口形成较好对冲，成为上市公司收入增长的稳定器。

图 10：2018Q4 家电出口基本保持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.2、小家电板块收入逆周期属性最强

从不同子板块来看，小家电板块收入逆周期属性最强，预计白电板块 18Q4 收入增速环比持平，厨电/照明板块收入端较 18Q3 还有小幅下行的可能。

**白电板块：**除格力外，弱需求下空调企业淡季出货节奏相对谨慎。冰洗需求中更新需求占比相对空调较高，但在地产调控和社零下滑的双重压力下，整体需求仍然受到一定压制。龙头依靠产品结构升级和品牌份额的提升，收入增速依旧领先行业。白电龙头 18Q4 收入增速预计延续 18Q3 表现，仅有格力和海尔单季收入仍能保持双位数增长，美的单季收入预计同比持平。

**厨电/照明板块：**厨电/照明依然是受地产销售/竣工影响最大的子板块，2018Q4 厨电/家用照明需求依旧明显承压，龙头公司收入端预计较 18Q3 还有小幅下行的可能。

**小家电板块：**内销层面，小家电产品中厨房小家电需求刚性较强，未受到经济周期的明显影响，而吸尘器、净水器等新兴品类在促销季继续保持快速增长，由于 18 年电商备货延后到 Q4，预计 18Q4 小家电企业内销收入增速较 18Q3 明显提升。外销层面，前期人民币汇率的大幅贬值使得外销订单盈利能力明显修复，企业接单积极性上升，预计出口收入温和回升。综合来看，18Q4 小家电龙头收入增速有望优于 18Q3，逆周期属性较强。

### 3、利润预览：成本红利开始释放，利润增速预计略高于收入

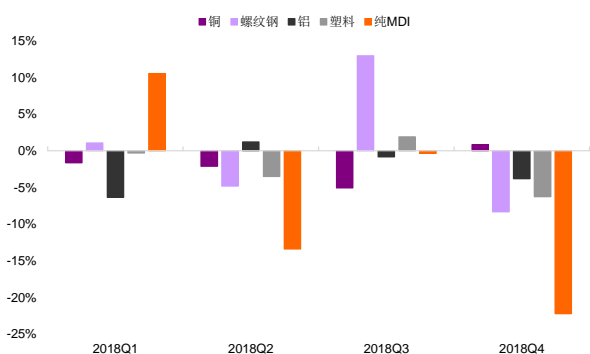
#### 3.1、成本和汇率因素均向好，短期盈利稳定

在过去 3-4 个季度的基本面下行周期,行业利润增速比收入增速更稳定,表现出较强的韧性,韧性一方面来自产业链控制力,龙头通过产品升级和费用管控确保利润稳定,另一方面来自人民币汇率贬值趋势下出口业务盈利能力和汇兑损益的反转。受益于上一轮提价红利、出口业务低基数效应以及成本红利,预计 18Q4 行业盈利能力依旧较为稳定,利润增速预计略高于收入增速。

##### 3.1.1、成本：原材料价格大降，白电成本已低于 17Q4

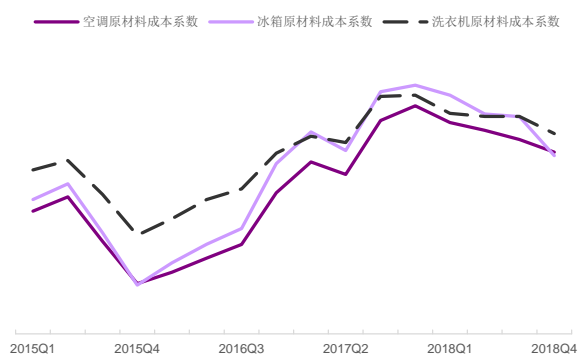
2018 年前三季度家电产业上游原材料价格稳中有降,2018Q4 以来螺纹钢/铝/塑料/MDI 价格均出现明显下降,根据我们的测算,三大白电综合成本环比均明显下降,其中冰箱成本降幅最大,且均已低于 2017Q4 同期水平。

图 11：18Q4 家电上游主要原材料价格大幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：18Q4 白电综合成本已低于 17Q4



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

从毛利率来看，前期原材料成本上升压力已经基本通过提价得到消化，但由于 18Q4 消耗的部分是前期原材料库存，预计家电上市公司毛利率略有提升，但尚不明显。2019 年在内外需求预期均较弱的背景下，竞争格局偏紧，原材料价格弱周期下的成本红利有望成为支撑龙头高盈利水平的最重要抓手。

表 2: 原材料价格对成本和毛利率的影响敏感性测算

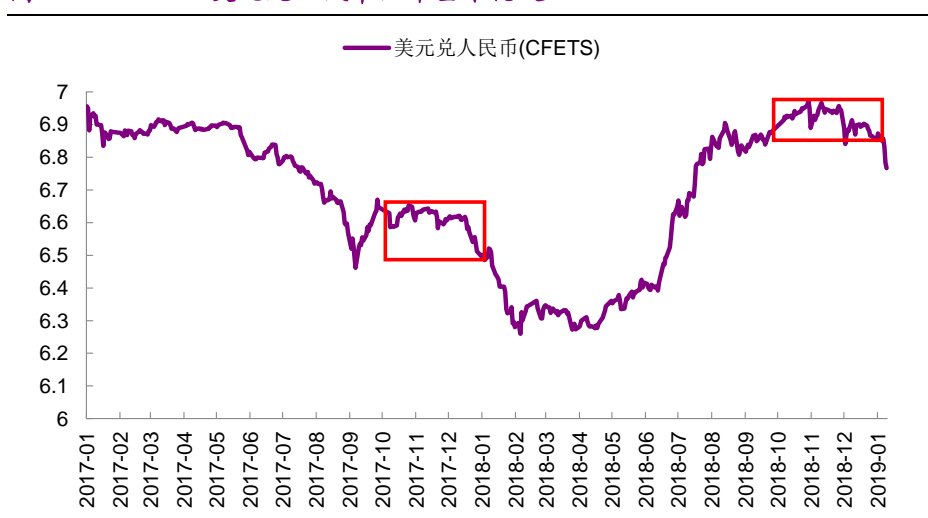
	17 年均价同比	18 年均价同比	2019 各季度环比	空调毛利变动	冰箱毛利变动	洗衣机毛利变动
铜价增速	29%	3%	0%	0.4pct	0.2pct	0.1pct
			-2%	1.4pct	0.5pct	0.4pct
			-4%	2.3pct	0.9pct	0.6pct
钢价增速	47%	12%	0%	-0.4pct	-0.5pct	-0.5pct
			-2%	0.3pct	0.4pct	0.4pct
			-4%	1pct	1.4pct	1.4pct
铝价增速	20%	-2%	0%	0.1pct	0pct	0.1pct
			-2%	0.2pct	0.1pct	0.2pct
			-4%	0.3pct	0.2pct	0.3pct
塑料增速	7%	-1%	0%	0.2pct	0.3pct	0.2pct
			-1%	0.3pct	0.6pct	0.3pct
			-2%	0.4pct	0.9pct	0.5pct

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

### 3.1.2、汇率: 人民币汇率稳定, 低基数带来业绩弹性

2018Q4 美元兑人民币汇率基本稳定, 相关企业出口订单盈利能力和汇兑损益预计亦保持稳定, 但 2017Q4 末人民币汇率快速升值, 相关企业出口订单盈利能力受损, 并产生大量汇兑损失, 因此出口型企业业绩基数较低, 单季业绩增速有望呈现较好弹性。

图 13: 2018Q4 美元兑人民币汇率基本稳定



资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 3.2、仅小家电板块净利润增速仍明显快于收入

从不同子板块来看, 小家电板块受益于出口业务低基数和一次性因素, 利润增速预计明显快于收入, 白电板块和厨电/照明板块利润增速基本和收入增速持平。

**白电板块:** 电商促销季白电均价略有下降, 受益于成本红利, 白电龙头单季毛利率基本持平, 收入和利润增速基本持平, 二线龙头盈利能力继续承压。

**厨电/照明板块：**由于需求疲软和新进入者增加，厨电线上提价受阻，但线下渠道继续推动产品结构优化，预计 2018Q4 龙头毛利率基本保持稳定，厨电龙头利润端增速预计和 18Q3 增速基本持平。18Q4 欧普照明扣非利润增速和收入相近，但由于上一年政府补贴基数高，单季利润预计个位数增长。

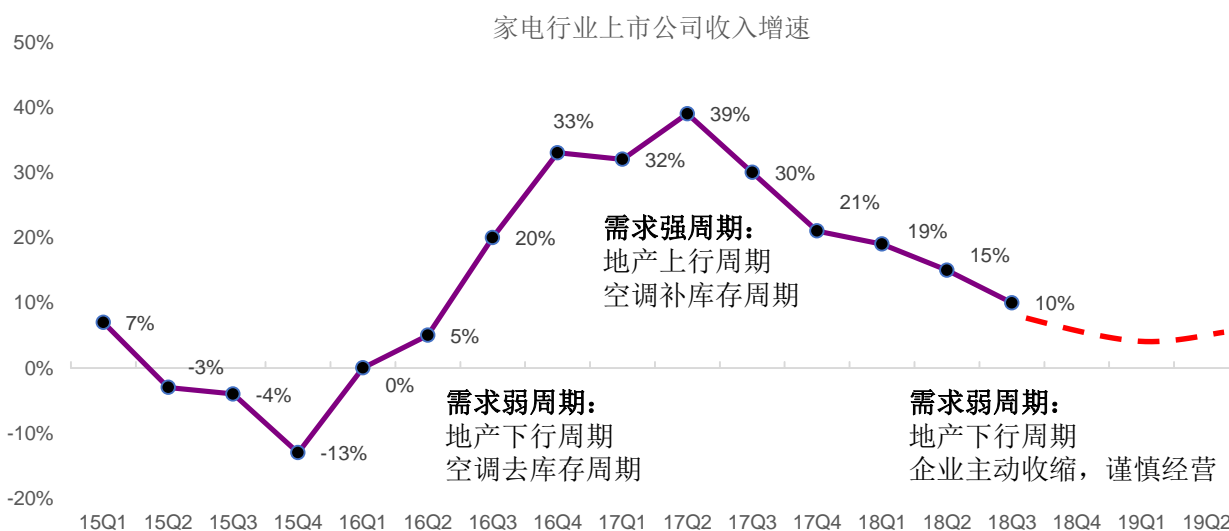
**小家电板块：**2018Q4 美元兑人民币汇率基本稳定，而 2017Q4 末人民币汇率快速升值，出口型企业业绩基数较低，新宝等出口型小家电企业单季业绩增速有望呈现较好弹性。苏泊尔和九阳股份分别由于所得税率调整和政府收储土地的一次性因素，预计单季利润增速也明显快于收入。

## 4、2019H1 展望：春节或为基本面分水岭，成本红利支撑盈利能力

**春节前：**一方面，因前期主动收缩，很多公司 18Q4 业绩稳定，现金流和库存状况良好，19 年 1 月家电龙头经营上或更为积极，例如空调龙头存在适度增加渠道库存的可能。另一方面，19 年春节（2 月 5 日）较 18 年（2 月 16 日）有所提前，春节促销和备货因素可能导致收入提前。两方面因素结合，我们认为 19 年 1 月家电出货数据存在短期翘尾的可能。

**春节后：**一方面，在地产和宏观因素压制下，叠加高基数效应，2019 年国内零售增速预计前低后高，**2019H1 零售仍处于放缓趋势中**。另一方面，全球经济增速放缓背景下，贸易争端也将带来潜在不确定性，**出口增速可能出现较大波动**。内外需求均压力较大情况下，**企业的经营策略也会从“温和竞争、量价齐升”转向“保份额、保增长”**，在原材料下行趋势下，**ASP 提升空间有限**。

图 14：家电行业收入增速回顾与展望

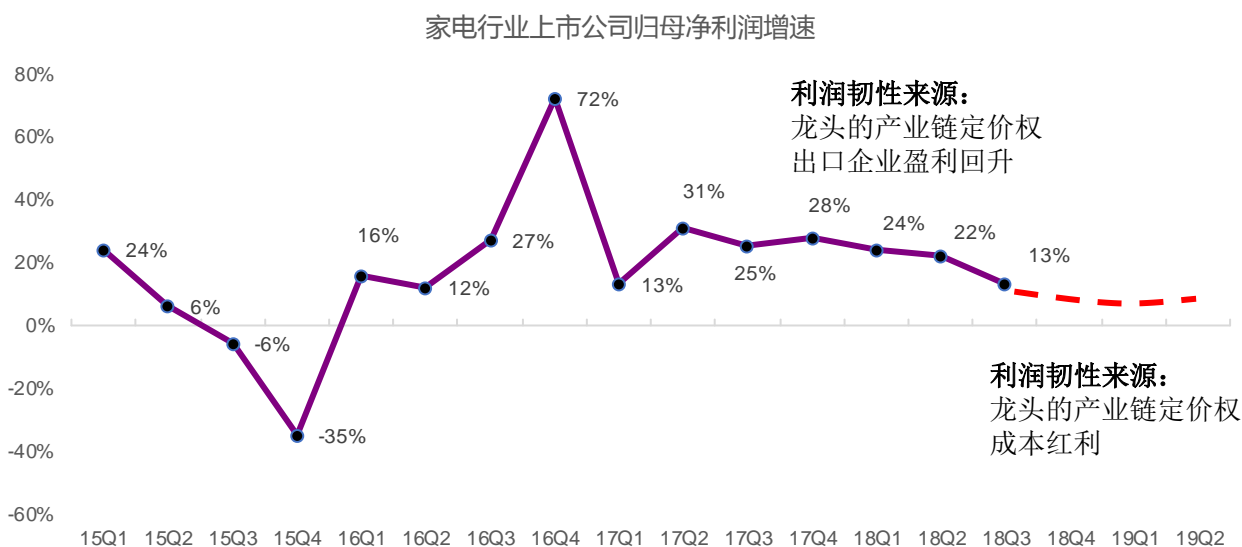


资料来源：Wind，光大证券研究所测算

但我们对利润端表现相对乐观：**新一轮原材料成本弱周期将有望接棒提价红利，成为行业盈利能力的最重要支撑**，但由于竞争格局偏紧，预计不同公司盈利能力将由于产业链控制力差异出现分化。



图 15：家电行业归母净利润增速回顾与展望



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

## 5、重点公司 2018Q4 收入/利润预计

**格力电器：**公司大概率完成 2018 年 2000 亿元的收入目标，所以 18Q4 单季收入预计维持 30% 左右增长，在零售端需求走弱的背景下，公司通过预收确认收入节奏、空调销售公司补库存等因素驱动收入增长，但扰动因素也对收入增速有一定影响。

**美的集团：**18Q4 空调安装卡预计实现低个位数增长，但由于 2017H2 补库存力度较大，基数较高，出货依旧面临增长压力。洗衣机业务调整逐步见效，单季收入预计个位数增长，冰箱预计维持低个位数增长。前期厨电业务去库存效果较好，小家电业务收入增速有望逐渐恢复。18Q4 收入端增速预计与 18Q3 基本持平（同比+1%）。公司已公布 2018 年归母净利润预计同比增长 15%~20%，东芝预计全年能够实现扭亏，由于 17Q4 非经常性收益基数较高，我们预计公司 18Q4 净利润同比增长 2%~7%。

**青岛海尔：**结合产业在线及零售数据来看，18Q4 公司家用空调内销预计继续下滑，冰洗则维持较好增长，冰箱表现好于洗衣机，对内销收入形成支撑。而海外市场有望依旧维持双位数增长。综合看，预计公司单季收入依然能够实现 10%+ 增长，考虑到 17Q4 由于人民币升值带来的公允价值变动收益，因而单季利润增速预计略低于收入端。全年看，预计收入同比 +13%~14%，利润端同比增速则接近 10%。

**小天鹅 A：**公司产品端的调整在 18Q4 逐渐展现成效，单季内销收入预计实现个位数同比增长，外销则继续保持两位数增长，整体收入预计同比 +5%~10%。同时，产品结构升级和外销盈利能力的修复继续带动利润端表现优于收入端。全年看，预计收入同比增速为高个位数水平，利润增速则保持在 15% 以上。

**海信家电：**18Q4 空调内销收入下滑幅度有一定收窄，而冰箱业务改善趋势持续，预计内销收入同比个位数增长。出口方面，空调和冰箱出口收入预计同比增长 20%~30%。中央空调业务虽受地产下行影响，但收入仍可保证两位数增长，受到补贴摊销等非经常性因素影响，预计经营利润个位数增

长。综合来看，预计公司 18Q4 单季收入和利润均能实现 0~5% 增长。全年来看，预计收入同比增长 7%~8%，17 年由于股权处置收益基数较高，净利润预计同比下滑 28% 左右。

**美菱电器：**内销方面，公司 18Q4 空调内销收入依旧承压，预计同比两位数下滑，冰箱高端化趋势拉动 ASP 提升，收入预计仍有稳定增长。整体看，单季收入端预计同比持平。18Q4 公司出口订单盈利能力依旧承压，预计单季净利润依然为亏损。

**老板电器：**行业需求继续承压，公司 18Q4 收入延续前期较弱表现，预计单季收入增长 0~5%，线上提价遇到瓶颈，但线下渠道产品结构继续升级，整体毛利率保持平稳，单季利润增速和收入增速基本持平。

**华帝股份：**行业需求继续承压，公司虽然积极调整应对行业下行周期，但短期收入增速预计继续下行，预计 2018Q4 公司收入增长 0~5%，受益于产品结构升级，利润端增速仍显著高于收入端，预计同比增长 25%~35%。全年收入增速 10% 左右，净利润增速 35~40%。

**苏泊尔：**预计 2018Q4 公司内销收入继续保持较好增长，进入小家电出口旺季后，外销收入增长大幅提速，整体收入保持 20% 左右或更快增长。公司作为浙江省 2018 年拟认定高新技术企业已过公示期，预计 18 年全年所得税追溯调整，因此 18Q4 利润增速预计明显快于收入。

**九阳股份：**公司前期渠道调整效果逐步显现，线下渠道持续实现正增长，同时促销季线上新品反响不错，双 11 增速接近 30%，Q4 收入端预计实现双位数增长，预计全年收入增速接近 10%。利润端，因营销投入和渠道支持费用较多，扣非后利润增速预计低于收入，但由于政府收储土地的一次性收益 8000 万左右，18Q4 利润增速预计明显快于收入。

**新宝股份：**由于前期人民币汇率大幅贬值，外销订单有望小幅恢复，同时来自国内新零售平台的订单快速增长，预计公司 2018Q4 收入延续个位数增长。利润端由于 2017 年同期基数较低，预计 2018Q4 毛利率同比明显回升，单季净利润增速超 30%。

**飞科电器：**2018Q4 零售表现较为平稳，9 月底发布的家居电器新品暂时贡献不大，但受益于双 11 备货延后，预计 18Q4 收入端能够实现双位数增长，2017 年同期利润端基数较高，预计 18Q4 利润增速在 0~10% 之间。全年来看，公司收入增速接近 10%，净利润增速接近 5%，业绩受渠道调整的影响较大。

**三花智控：**2018Q4 公司家用制冷业务订单继续受下游空调整机企业谨慎排产影响，家用制冷收入预计仅个位数增长，但汽零收入增长有望继续提速，公司 18Q4 整体收入增速预计接近 10%。由于价格竞争加剧，家用制冷毛利率预计同比下滑，但 17Q4 基数不高，整体来看利润预计小幅增长。

**海信电器：**2018Q4 国内外液晶电视需求依旧较为疲软，预计公司 2018Q4 整体收入表现平淡。17Q4 利润端基数不高，18Q4 利润增速有望出现一定好转。

**TCL 集团：**收入端，华星光电和通讯业务单季收入预计继续同比下滑，TCL 电子预计保持较好增长，拉动整体收入保持小幅增长。公司已自愿披露 2018 年年度业绩预计，2018 年净利润同比增长 13~21%，归母净利润同比增长 28~35%，其中 18Q4 单季归母净利润预计增长 20%+。

**欧普照明：**预计 2018Q4 流通、电商及商照渠道保持较好增长，线下家居照明专卖店渠道受到地产下行影响仍有经营压力，估计整体收入同比增速

略有下降，在 10~15% 之间。在对标品主动降价打压竞争对手的策略下，公司扣非利润增速预计和收入持平。但考虑到 17Q4 政府补助基数高，单季利润增速预计个位数，全年增长 25% 左右。

表 3: 18Q4 家电行业重点覆盖公司收入增速预判

板块	公司	收入增速					
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q1-3	2018Q4E	2018E
白电	格力电器	33%	30%	38%	34%	25%~35%	32%~34%
	美的集团	17%	13%	1%	10%	-2%~4%	7%~9%
	青岛海尔	13%	15%	11%	13%	8%~12%	13%~14%
	小天鹅 A	20%	8%	-1%	9%	5%~10%	8%~9%
	海信家电	16%	15%	-4%	9%	0~5%	7%~8%
	美菱电器	16%	4%	-15%	1%	-5%~5%	-1%~1%
厨电	华帝股份	23%	13%	7%	14%	0%~5%	10%~11%
	老板电器	17%	4%	6%	8%	0%~5%	6%~7%
照明	欧普照明	24%	13%	14%	16%	10%~15%	14%~16%
小家电	苏泊尔	21%	31%	24%	25%	20%~25%	24%~26%
	九阳股份	6%	16%	0%	7%	10%~15%	8%~10%
	新宝股份	4%	-5%	5%	1%	5%~10%	2%~3%
	飞科电器	-6%	19%	7%	6%	10%~15%	7%~9%
零部件	三花智控	20%	11%	15%	15%	5%~10%	12%~14%
黑电	海信电器	17%	-10%	4%	4%	0%~5%	3%~4%
	TCL 集团	1%	0%	-1%	0%	0%~5%	0%~1%

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

表 4: 18Q4 家电行业重点覆盖公司利润增速预判

板块	公司	归母净利润增速					
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q1-3	2018Q4E	2018E
白电	格力电器	39%	33%	38%	37%	25%~35%	33%~36%
	美的集团	21%	19%	19%	19%	2%~7%	17%~18%
	青岛海尔	14%	7%	10%	9%	8%~12%	9%~10%
	小天鹅 A	29%	17%	8%	18%	10%~15%	16%~17%
	海信家电	12%	24%	-65%	-32%	0~5%	-28%~-27%
	美菱电器	-8%	-118%	-47%	-45%	-20%~-30%	-114%~-87%
厨电	华帝股份	50%	43%	31%	42%	25%~35%	35%~39%
	老板电器	20%	4%	-3%	5%	0%~5%	4%~5%
照明	欧普照明	42%	37%	35%	37%	5%~10%	25%~27%
小家电	苏泊尔	22%	24%	20%	22%	30%~35%	25%~26%
	九阳股份	8%	-1%	12%	6%	20%~25%	9%~10%
	新宝股份	-33%	-27%	59%	8%	30%~40%	12%~14%
	飞科电器	-13%	25%	1%	3%	0%~10%	2%~5%
零部件	三花智控	13%	10%	-6%	5%	3%~8%	4%~5%
黑电	海信电器	5%	-50%	-92%	-39%	-20%~-10%	-32%~-29%
	TCL 集团	63%	46%	4%	31%	20%~30%	28%~30%

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

## 6、投资建议

**投资建议：**2016-2017 年，基本面上行+资金面一致认同，共同铸就了龙头股票的靓丽表现。2019 年家电需求放缓趋势还在延续，基本面也依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对“分母”的预期，家电投资呈现“二元化”结构：

一方面，国内投资者机构化、海外资金话语权逐步提升，长线资金比例增加，使得优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在政策宽松和 QFII 等增量资金入市的预期下，市场风险偏好提升，高风险偏好资金会布局成长品种。

**(1) 拥抱龙头确定性：**龙头由于良好竞争格局和稳固的行业地位，在弱需求下，业绩依旧可以保障有确定性增长，且股息率、现金流、ROE 等经营指标领先，估值均处于或接近历史底部，安全边际高，配置价值领先。推荐：格力电器、小天鹅 A、美的集团、青岛海尔。

**(2) 布局成长弹性：**部分公司短期业绩下修不改其长期成长性，且战略布局和行业地位依旧领先，在 2019 年宏观政策宽松的预期下，有望迎来市场对其增长预期和估值情绪的修复，推荐：老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。

## 7、风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.中美贸易争端扩大，影响家电出口景气度。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000333	美的集团	41.00	2.66	3.06	3.40	15	13	12	买入	维持
000651	格力电器	38.78	3.72	4.82	5.11	10	8	8	买入	维持
600690	青岛海尔	14.66	1.14	1.21	1.35	13	12	11	买入	维持
000418	小天鹅A	47.05	2.38	2.74	3.14	20	17	15	买入	维持
603515	欧普照明	27.38	1.18	1.14	1.35	23	24	20	买入	维持
002032	苏泊尔	51.30	1.60	2.08	2.55	32	25	20	买入	维持
002035	华帝股份	8.80	0.88	0.79	0.98	10	11	9	买入	维持
002508	老板电器	22.11	1.54	1.66	1.84	14	13	12	买入	维持
002242	九阳股份	16.06	0.90	1.02	1.15	18	16	14	增持	维持
002050	三花智控	13.85	0.60	0.63	0.80	23	22	17	增持	维持
603868	飞科电器	37.93	1.92	2.05	2.32	20	19	16	增持	维持
600060	海信电器	8.58	0.72	0.97	1.13	12	9	8	增持	维持
000921	海信家电	8.18	1.47	1.06	1.21	6	8	7	增持	维持
000521	长虹美菱	3.22	0.03	0.09	0.11	104	36	29	增持	维持
002705	新宝股份	9.11	0.51	0.55	0.80	18	17	11	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 15 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com