

行业研究/动态点评

2019年01月28日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)  
白色家电 II 增持 (维持)

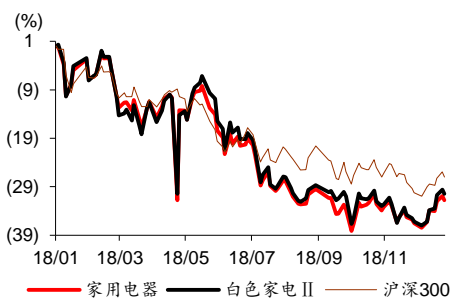
**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**王森泉** 执业证书编号: S0570518120001  
研究员 wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《家用电器: 行业周报 (第四周)》2019.01
- 2 《老板电器(002508,买入): 产业链龙头受益地产修复预期》2019.01
- 3 《家用电器: 全年符合预期, 12月美的高增长》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 空调中长期布局时点或到来

## 2019年空调行业展望

### 空调销量或存压, 均价有望保持龙头领先, 看好估值提升潜力

关注 2019Q1 空调销售数据情况, 受到 2018H1 高基数影响, 中性估计下 2019Q1 空调销量或同比持平。2018 年空调均价提升虽弱于冰洗产品, 但行业内龙头公司均价保持领先, 且盈利能力维持优势。家电促进政策有望落地, 同时地产改善预期增强, 原材料价格持续下行, 预计龙头厂商保持净利润增速高于收入增速, 在市场弱势中防御性价值突出, 看好未来空调龙头 PE 估值的提升潜力。

### 中性估计下空调 2019Q1 销售或同比持平

产业在线数据, 2018 年 1-12 月, 空调总销量 1.51 亿台, YOY+6.3%; 内销量 9280.85 万台, YOY+4.6%; 外销量 5788.24 万台, YOY+9.3%。基于 2018H1 空调销售的较高基数, 以及对于空调行业保有量提升需求稳健增长和房地产带来的新增需求滞后释放预期, 同时考虑外销出货的需求的提前释放, 中性估计下 2019Q1 空调销量或同比持平。

### 2018Q4 空调均价同比+3.8%

空调均价提升虽然弱于冰洗产品, 但基于成本压力的差异(空调行业占优)、行业竞争格局的差异(空调行业占优), 空调行业龙头(尤其以格力为主)盈利能力依然有望保持在整体行业中的领先地位。截止 2018Q4, 根据中怡康数据, 空调零售均价为 4402 元, 同比提升 3.8%。对比冰箱与洗衣机产品, 空调均价提升较弱(同期冰箱、洗衣机均价分别提升 5.8%、10.2%)。

### 空调周期性放缓, 中长期空间依然较明确

我国宏观经济增长预期依然稳健, 巩固行业成长基础的前提下, 对标日本市场, 我们认为城市空调市场依然处于行业空间大幅扩容阶段, 农村市场的仍处于高速成长期, 同时, 在受益于一户多机属性下的保有量增长以及庞大保有量下的更新需求, 整体市场在未来 10 年内有望保持较稳健成长。

### 行业中长期布局时点或到来

我们依然维持中长期布局低估值白电龙头的观点, 龙头具备收入与净利润稳健增长的预期, 长期价值持续向上, 市场对于价值标的的需求依然存在。空调行业竞争格局为家电子行业中最优, 我们认为龙头企业在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有较明显优势, 同时利用自身在渠道、品牌以及资金上优势, 在弱市中有望挤占更多份额, 扩大领先优势。因此, 基于行业未来增长趋势、驱动因素变化和国内空调渠道的特点, 持续推荐空调产业链具备护城河及产品优势的格力电器、美的集团、青岛海尔, 建议关注海信家电。

风险提示: 空调行业景气度下行幅度超预期; 行业竞争加剧; 出口外贸政策风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
000651	格力电器	39.90	买入	3.72	4.44	5.06	5.97	10.73	8.99	7.89	6.68
000333	美的集团	41.90	买入	2.60	3.08	3.46	4.06	16.12	13.60	12.11	10.32
600690	青岛海尔	15.46	买入	1.09	1.25	1.43	1.65	14.18	12.37	10.81	9.37

资料来源: 华泰证券研究所

## 空调行业中长期布局时点或到来

家电促进政策有望落地，同时地产改善预期增强，原材料价格持续下行，预计龙头厂商保持净利润增速高于收入增速，在市场弱势中防御性价值突出，PE估值有提升潜力。我们依然维持中长期布局低估值白电龙头的观点，龙头具备收入与净利润稳健增长的预期，长期价值持续向上，市场对于价值标的的需求依然存在。白电龙头企业在规模、现金流、品牌、渠道等方面拥有相对优势，更能够抵御需求低迷，同时自身在渠道、品牌以及资金上优势，在弱市中能够挤占更多份额，扩大领先优势。同时，如果后续促进家电消费政策落地，我们看好家电龙头的估值提升潜力。

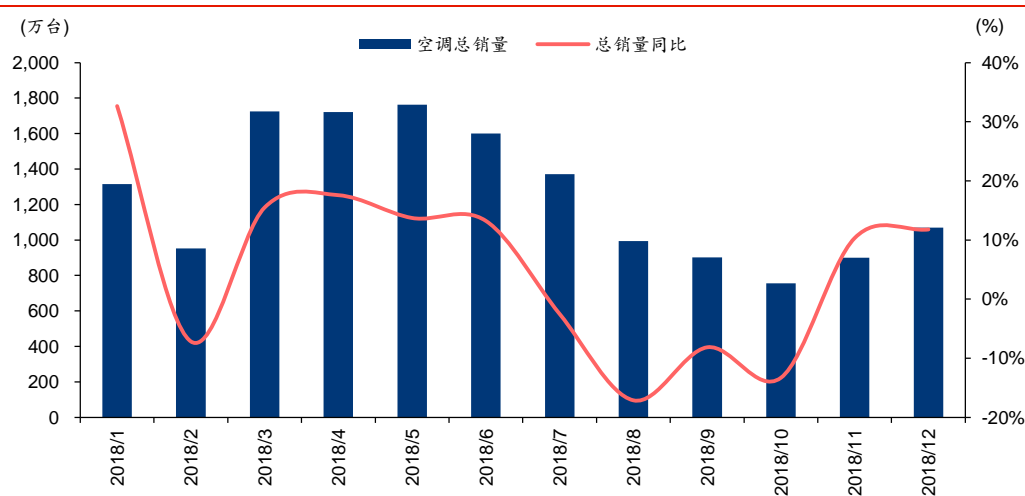
### 关注 2019Q1 空调销售量数据

回顾 2018 年空调销售量表现，增速呈现出明显的前高后低。产业在线数据显示，2018 年 12 月家用空调整体销售 1069.37 万台，YOY+11.8%。其中，内销 663.30 万台，YOY+5.1%；出口 406.07 万台，YOY+24.8%。2018 年 1-12 月，空调总销量 1.51 亿台，YOY+6.3%；内销量 9280.85 万台，YOY+4.6%；外销量 5788.24 万台，YOY+9.3%。

其中，2018H1，如果将 1 月与 2 月合计来看（春节效应影响 2 月出货数据），上半年各月空调销量增速均超过 12%，全年各月增速呈现出较为明显的前高后低。

基于 2018H1 空调销售的较高基数，以及对于空调行业保有量提升需求稳健增长和房地产带来的新增需求滞后释放预期，同时考虑外销出货的需求的提前释放，中性估计下 2019Q1 空调销量或与去年同期保持持平。

图表1：2018年各月空调销量，增速表现出较明显的前高后低



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

空调内销增速符合预期，呈现较明显的前高后低，但 11 月及 12 月，受到原材料价格的持续下行、厂商春节备货等因素影响，内销增速有所恢复。

空调出口受到中美贸易政策的不确定影响，一方面关税调整的最后执行时间还未确定，另一方面人民币兑美元汇率依然有利于出口，部分企业加快出口出货，拉动单月外销增速，但也需关注可能对 2019 年一季度出口有一定程度的透支影响。

**图表2：2018年各月空调出口增速翘尾**



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

**图表3：2018年各月空调内销增速前高后低**



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

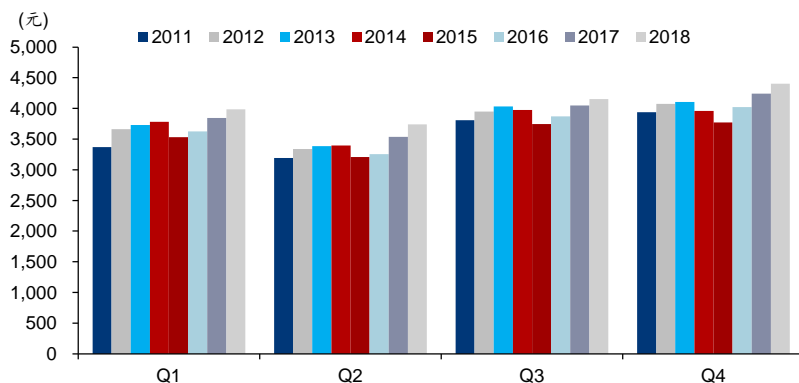
**预期 2019 空调均价保持龙头增速领先态势**

空调均价提升弱于冰洗产品，但行业内公司盈利能力保持领先。截止 2018Q4，根据中怡康数据，空调零售均价为 4402 元，同比提升 3.8%。对比冰箱与洗衣机产品，空调均价提升较弱（同期冰箱、洗衣机均价分别提升 5.8%、10.2%）。

一方面，过去的 2 年中，空调所面临的成本压力要弱于冰箱与洗衣机产品，产品零售价格提升受到原材料被动驱动力更弱，产品均价提升主要以主动的更新换代为主；另一方面，冰洗行业消费升级趋势更为明显（冰箱多开门产品、洗衣机滚筒化更新等），结构升级一定程度带动均价提升。

同时，空调行业参与者开始更为注重线上渠道推广，而线上与线下持续存在的均价差，导致对线下均价提升产生一定冲击，减弱了均价提升的幅度。据中怡康周度零售监测数据，2018 年 44-49 周，APF 一级挂机、APF 一级柜机的线上/线下均价的比值分别为 79.3%、72.8%。

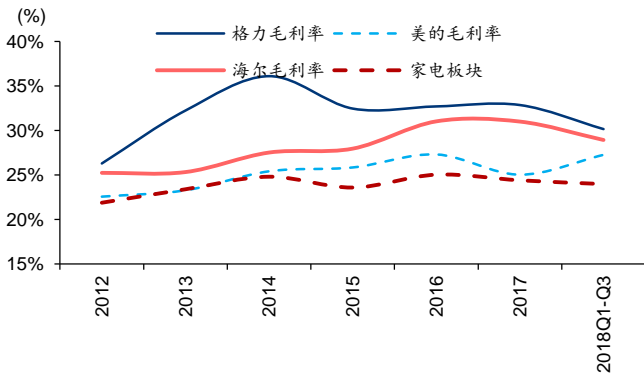
**图表4：空调均价截止 2018Q4 同比+3.8%**



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

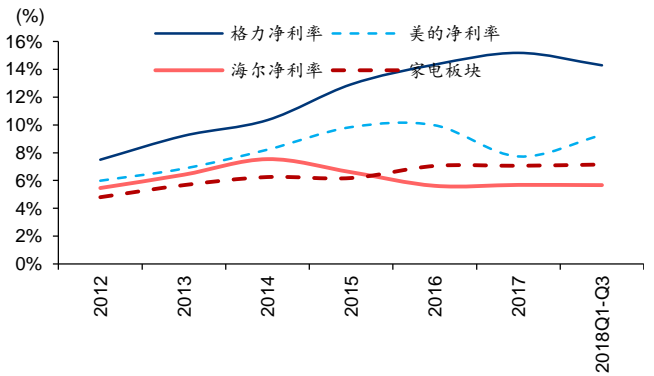
因此，我们认为空调均价提升虽然弱于冰洗产品，但基于成本压力的差异（空调行业占优）、行业竞争格局的差异（空调行业占优），空调行业龙头（尤其以格力为主）盈利能力依然有望保持在整体行业中的领先地位。

**图表5：家电行业盈利能力中，格力毛利率保持领先**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

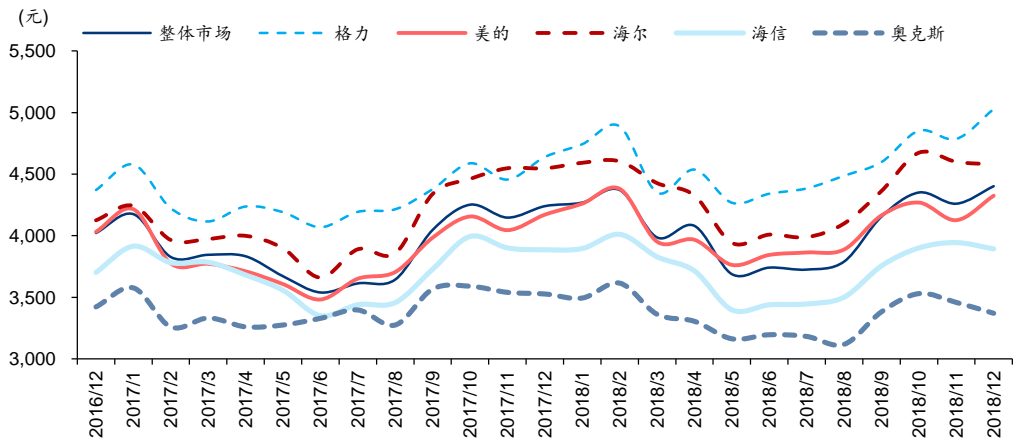
**图表6：家电行业盈利能中，格力净利润率大幅领先**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**格力、海尔空调均价保持行业领先，且均价提升幅度领先。**中怡康零售监测数据显示，从公司来看，格力、美的、海尔、海信、奥克斯 2018 年全年均价分别同比+5.7%、+5.4%、+5.6%、+0.3%、-2.7%，同期行业均价同比+3.9%。

**图表7：公司空调均价格力、海尔保持领先**



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

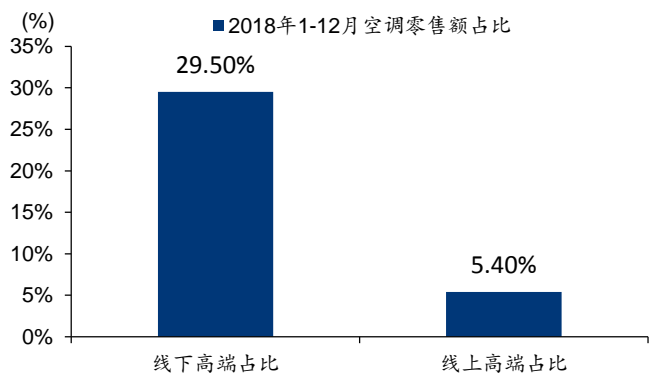
**结构化产品升级存在，拉动产品均价上行**

**线下主打空调高端产品，线上结构化升级潜力较大。**根据奥维云网数据显示，2018 年按照零售额统计，线下高端产品占比达到 29.5%，而线上高端产品占比仅为 5.4%。呈现出明显的差异化特点。

我们认为，一方面，线上主导的产品上，重点技术渗透更低，因此对应的产品技术溢价也更低。奥维云网数据显示，2018 年以变频、节能为重点技术中，线上渗透率分别为 59%、40%，明显落后于线下的 81%、61%，虽然线上渠道在智能化产品占比更高，但智能化目前仍以概念和产品联网控制为主，带来的产品技术优势并不明显。另一方面，线上渠道更为扁平化，减少了相应的渠道费用支出，能够更大程度的让利给消费者。

因此，我们认为线上渠道或进入能效竞争阶段，未来变频、一级能效产品占比或迎来更大比例的增长，同时也有望缩小与线下渠道产品均价的差异化程度。

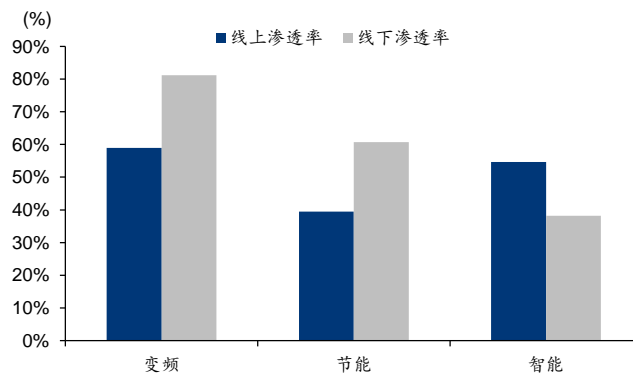
**图表8： 线下空调高端产品占比领先**



注：高端定义 空调挂机 4000+，空调柜机 9000+

资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

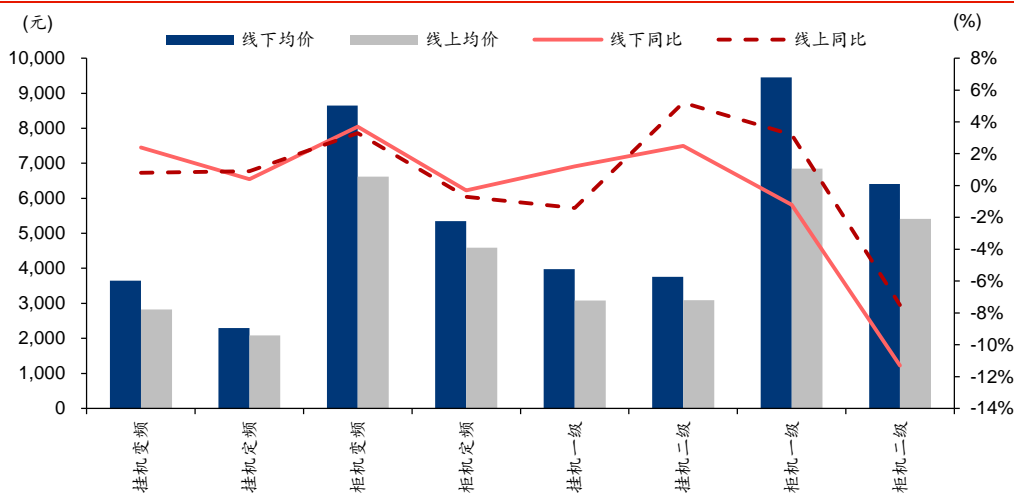
**图表9： 2018年，空调重点技术渗透线上、线下侧重不同**



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

空调线下渠道中高端产品上均价差异更为明显。奥维云网数据显示，过去的2018年中，汇总各个级别的空调产品来看，线下产品保持均价差异，且在中高端产品（变频、一级能效为主）上，均价的差异更为明显。

**图表10： 2018年空调线下均价均保持领先，并在中高端产品上差异更为明显**



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

### 风险提示

- (1) 空调行业景气度下行幅度超预期。2018年空调销售规模创历史新高，可能部分透支未来需求，空调出货数据或存在出现大幅低于预期的风险。
- (2) 行业竞争加剧。空调行业需求减弱的背景下，各厂商为保持市场份额，或采取价格竞争的方式，存在影响市场均价以及厂商的盈利水平的风险。
- (3) 出口外贸政策风险。海外贸易不确定因素尚未完全消除，如果主要的出口对象出现重大贸易政策变化，可能影响行业出口表现，存在出口贸易政策风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com