

前期收缩带来节前出货翘尾，维持弱零售紧格局判断

——空调 2019 年 1 月数据点评

行业简报

增持（维持）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

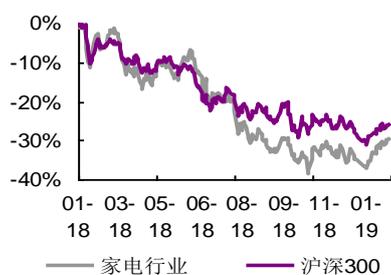
jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

“明天产品”扫地机，明天已来，机会何在？——扫地机器人行业深度报告

2019-02-17

线上销量“翘尾”持续，均价涨幅环比收窄——家电行业 2019 年 1 月淘宝数据跟踪与解读

2019-02-17

如何看待外资买入驱动的 A 股“开门红”行情？——策略及消费行业联合报告

2019-02-09

◆零售需求单月承压，出货端内销翘尾，出口小幅下滑。近日，奥维云网 1 月空调零售和产业在线 1 月出货数据相继出炉。根据奥维推总，2019 年 1 月份空调市场零售量同比-11.4%，零售额同比-10.1%。整体看，需求表现承压。

而根据产业在线统计，1 月空调内销出货同比+6.2%，2018 年 7 月以来首次转正，18 年年底以来出货小翘尾趋势延续。而 1 月出口业务由于存在 18Q4 的订单抢跑和关税效应下的新订单谈判影响，单月表现欠佳，出货量同比-8.1%。

市场对本次空调数据的一个核心疑问在于单月出货、零售和企业经营反馈表现出现了一定的分化，那么 19 年 1 月行业的真实运营情况究竟如何？

◆节前经营适度扩张补库存+春节效应扰动，单月零售/出货出现分化。

(1) 前期经营快速收缩，节前经营相对积极。18Q3 以来随着零售增速的回落，大部分企业在经营端实现了较为快速的收速。即使出货节奏相对激进的格力，还原预收确认的扰动后整体出货速度较 18H1 也出现了一定的放缓。所以目前整体渠道库存水平较前期确实有一定上升，但是整体较上轮周期高位仍有安全距离。故而春节前公司在经营上相对更为积极，出现了出货端的“翘尾”现象。

(2) 春节效应扰动，节前出货有一定抢跑。19 年春节提前预计会使得 1 月企业的生产和出货节奏出现一定的赶工现象。而这一影响预计不仅仅反应在空调数据中，在冰洗等品类中可能同样有一定反应。

◆单月数据无需过分解读，春节为基本面分水岭，维持 19H1 零售趋弱，经营趋紧的判断。我们认为单月数据波动无需过分解读，在《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》报告中我们已经指出，18Q4 基本面表现预计与 Q3 基本持平，而节前企业出货可能出现小翘尾。

而春节后，(1) 考虑到地产/宏观的负面影响以及 18 年的高基数效应，零售端和企业收入增速仍有进一步放缓的可能；(2) 而在这个背景下，企业也会在春节后对全年经营策略逐步调整，告别量价齐升宽松策略，优先保障收入/份额增长。不过虽然定价趋紧，但大宗商品价格的下跌会对利润端形成一定支撑，利润率预计相对平稳。

◆投资建议

如我们在《消费股 1 月开门红，究竟是谁买起来的？——策略及消费行业联合报告》这篇报告中所述，2019 年年初以来，家电板块走出较强行情，主要是外资基于宏观、估值等因素，借助政策催化的时点，自上而下系统性地增加了对 A 股的中长期配置。而家电作为典型的高经营壁垒、高 ROE 的优质稀缺资产，一直是外资配置的重点板块。

图 1：空调零售量及同比增速



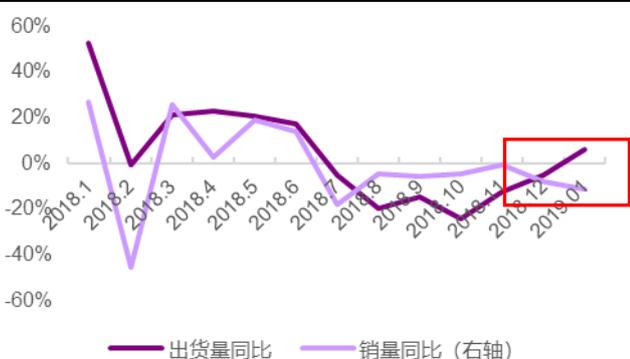
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 2：空调内销出货量及同比增速



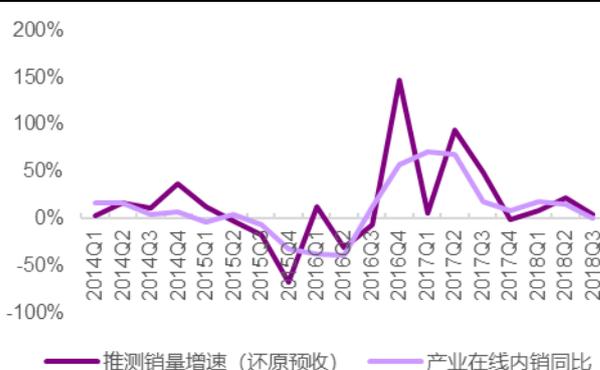
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 3：空调零售和内销出货端增速对比



资料来源：奥维云网，产业在线，光大证券研究所

图 4：格力内销出货同比增速与推测销量增速



资料来源：Wind，产业在线，中怡康，光大证券研究所测算
注：推算销量增速=（收入+预收环比变动）的同比增速-中怡康品牌单季 ASP 同比增速

后续来看，基本面短期仍有下行压力，而随着一季报的陆续发布，19 年基本面的实际情况可能带来股价和估值不同幅度的修正。所以基本面的跟踪也仍不可忽视。但对全年的投资展望，由于基本面仍在寻底，投资驱动力来自于不同资金对分母的预期，相比较基本面（分子端），资金面（分母端）的逻辑会更强，板块呈现“二元化”结构，建议关注：

1) 白电龙头仍是优质的底仓配置品种。推荐格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、美的集团。

2) 关注板块中长期逻辑清晰，成长空间明确的细分行业龙头，谨慎的投资者也可以等待 19H1 基本面预期见底的右侧信号。推荐欧普照明、三花智控、新宝股份、华帝股份、老板电器。

◆风险提示：

- 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.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下行。

表：重点推荐公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000333	美的集团	46.08	2.61	3.06	3.4	18	15	14	4.0	3.5	3.0	买入	维持
000418	小天鹅A	54.29	2.38	2.74	3.14	23	20	17	4.6	4.0	3.4	买入	维持
000651	格力电器	44.99	3.72	4.41	4.88	12	10	9	3.8	2.7	2.8	买入	维持
600690	青岛海尔	16.00	1.09	1.21	1.35	15	13	12	3.2	2.7	2.4	买入	维持
603515	欧普照明	29.88	0.90	1.14	1.35	33	26	22	5.7	4.9	4.2	买入	维持
002050	三花智控	14.60	0.60	0.63	0.80	24	23	18	3.7	3.2	2.7	增持	维持
002508	老板电器	25.28	1.54	1.66	1.84	16	15	14	4.6	3.9	3.3	买入	维持
002035	华帝股份	10.43	0.58	0.79	0.98	18	13	11	4.0	3.2	2.6	买入	维持
002705	新宝股份	10.67	0.50	0.62	0.73	21	17	15	2.1	2.0	1.9	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2月20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 2000040

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	su1@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
	安聆娴	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