

## 家用电器行业

### 建议关注业绩有望改善的飞科电器

#### 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且今年上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电**。

#### 一周行情回顾 (2019.03.04-2019.03.08)

沪深 300 指数下跌 2.5%。本周家电板块表现优于大盘，申万家电指数下跌 0.8%，跑赢市场 1.7 个百分点，其中白电指数下跌 2.9%，视听器材指数上涨 17.3%。

#### 本周行业要闻

##### 行业动态

##### 雾霾红利消失，空净行业景气度下滑

据前瞻产业研究院数据显示，2018 年空气净化器品牌退出率达到了 43.7%。雾霾是空气净化器爆发的催化剂，但是当大气治理工作展开后，空气质量的明显好转也致使空气净化器市场发展开始“掉头”。此外，经过这几年的发展，内资品牌与外资品牌的差距已经在逐渐缩小，内资品牌的影响力逐渐在增强。未来，随着空净新标准的实施，整个市场的技术门槛有所提升，品牌集中化、功能多样化、渠道趋同化将会是未来的发展方向。

##### 空气源热泵行业正在走出低谷

据产业在线监测数据显示，2018 年空气源热泵行业内销总额达到 122 亿元，同比下滑 17%。其中，家用热水与户式水机产品表现欠佳，而户式风机、工程采暖产品表现较好。不过，低迷中不乏亮点，部分细分产品的市场潜力正在显现，空气源热泵有望在今年走出最低谷。

##### 2018 年中国热水器行业总结：线上线下渠道互补融合

据华经产业研究院的数据，2018 年热水器市场销售额达到 324.6 亿元，市场整体销售额同比下滑 0.9%。其中，线上同比仍然保持 25% 的增长幅度，销售额为 87.5 亿元，销售量 848.7 万台；线下下滑幅度较大，销售额为 237.1 亿元。热水器行业销售线上渠道占比逐年增高，从 2015 年的占比 12% 扩充到 27%，未来线下线下平分天下大有可能。未来线上将会以更好的形势成为展示产品功能和技术的平台，线上线下渠道的互补和融合是大势所趋。

#### 本周重点报告回顾

➢ **海信家电公告点评：拟并表海信日立，有望充分受益中央空调行业发展红利**

➢ **飞科电器深度研究报告：稳优势铸就坚实壁垒，拓品类打开成长空间**

● **汇率跟踪：**本周人民币兑美元汇率小幅贬值。

● **原材料价格：**本周铝价格下降，铜、冷轧板卷、原油价格上升。

● **面板价格：**截止 2019 年 2 月，面板价格继续下降。

● **风险提示：**原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2019-03-10

#### 相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

飞科电器 (603868.SH) :稳 2019-03-07

优势铸就坚实壁垒，拓品类

打开成长空间

联系人：黄涛 0755-82771936

s Zhuangtao@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/03/08	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	15.72	-	1.19	1.31	13.16	12.02	13.62	12.03	19.11	17.29
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	45.80	46.24	3.11	3.39	14.79	13.57	12.11	10.52	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	44.51	45.80	4.41	4.67	10.08	9.53	5.17	4.53	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	62.66	-	2.00	2.36	31.38	26.54	27.92	23.59	26.55	26.64
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	19.76	19.55	0.98	1.08	20.09	18.29	19.34	15.73	20.13	20.92
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	41.65	54.28	2.04	2.36	20.43	17.68	14.94	12.94	33.52	35.40
海信家电	000921.SZ	增持	人民币	11.40	11.90	1.07	1.19	10.66	9.58	16.40	14.21	18.46	17.03

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

投资建议 .....	5
一周行情回顾（2019.03.04-2019.03.08） .....	6
行业回顾 .....	6
本周行业要闻回顾 .....	6
原材料价格变动跟踪 .....	11
汇率跟踪 .....	11
本周重点报告回顾 .....	12
海信家电公告点评：拟并表海信日立，有望充分受益中央空调行业发展红利（2019-03-06） .....	12
飞科电器深度研究报告：稳优势铸就坚实壁垒，拓品类打开成长空间（2019-03-07） ..	12
风险提示 .....	13

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	6
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝价格下降, 铜、冷轧板卷、原油价格上升....	11
图 3: 面板价格: 截止 2019 年 2 月, 面板价格继续下降.....	11
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值.....	11

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元) .....	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 1.7 个百分点 .....	6

## 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且今年上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电**。

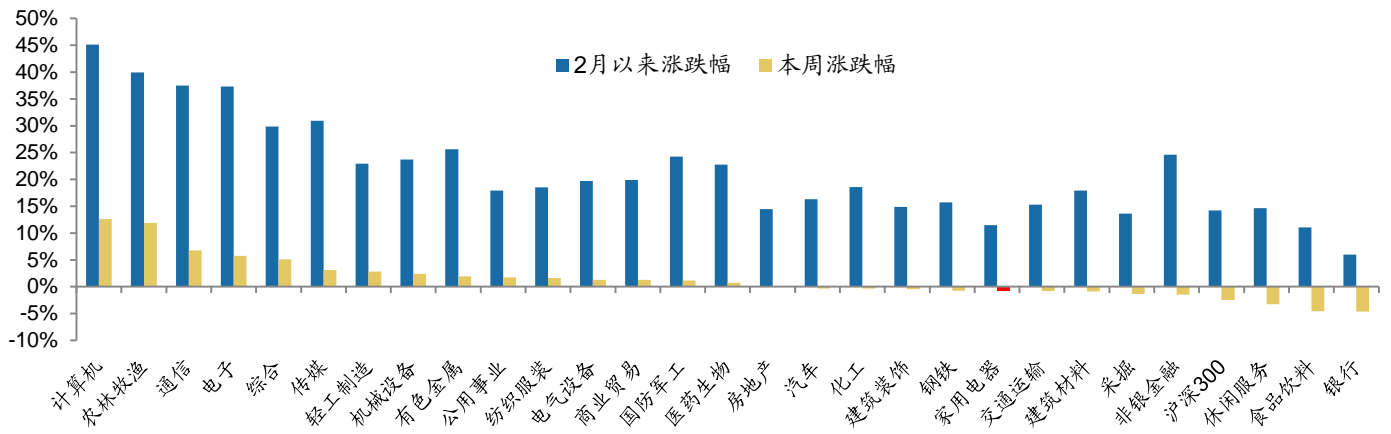
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)

公司代码	公司简称	评级	股价	EPS			净利润增速			PE	
			2019/03/08	17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	15.72	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	13.2	12.0
000333	美的集团	买入	45.80	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	14.8	13.6
000651	格力电器	买入	44.51	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	10.1	9.5
002032	苏泊尔	买入	62.66	1.59	2.00	2.36	21%	25%	18%	31.4	26.5
002242	九阳股份	买入	19.76	0.90	0.98	1.08	-1%	10%	10%	20.1	18.3
603868	飞科电器	买入	41.65	1.92	2.04	2.36	36%	6%	16%	20.4	17.7
000921	海信家电	增持	11.40	1.47	1.07	1.19	84%	-27%	11%	10.7	9.6
002705	新宝股份	增持	10.30	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	16.3	13.9
002677	浙江美大	增持	12.01	0.47	0.59	0.69	51%	24%	19%	20.5	17.3
603579	荣泰健康	增持	33.99	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	18.1	15.0
603355	莱克电气	增持	24.65	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	20.7	18.2
002508	老板电器	增持	26.56	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	17.0	16.3
600060	海信电器	增持	11.13	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	12.3	10.2
002615	哈尔斯	增持	6.09	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	19.5	16.0
002050	三花智控	买入	15.70	0.58	0.61	0.70	25%	5%	15%	25.9	22.6
000418	小天鹅 A	买入	53.65	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	18.9	16.2
002429	兆驰股份	增持	3.32	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	19.7	15.5
603515	欧普照明	增持	31.90	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	26.7	22.4
002035	华帝股份	增持	11.60	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	14.8	13.6
002403	爱仕达	增持	9.17	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	15.8	13.7
603486	科沃斯	增持	55.00	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	44.5	37.4
000100	TCL 集团	增持	3.63	0.20	0.26	0.28	66%	31%	9%	14.1	12.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 一周行情回顾（2019.03.04-2019.03.08）

图 1：本周家电板块表现优于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑赢市场 1.7 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	2月以来涨跌幅
沪深 300	-2.5%		14.2%
家用电器	-0.8%	1.7	11.5%
视听器材 (申万)	17.3%	19.7	43.3%
白色家电 (申万)	-2.9%	-0.4	8.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 行业回顾

### 本周行业要闻回顾

#### 行业动态

##### ➤ 雾霾红利消失，空净行业景气度下滑

2018 年空气净化器厂商逐步减少，在一年的时间里，空气净化器品牌退出率达到了 43.7%。此外，经过这几年的发展，内资品牌与外资品牌的差距已经在逐渐缩小，内资品牌的影响力逐渐在增强。未来，随着空净新标准的实施，整个市场的技术门槛有所提升，品牌集中化、功能多样化、渠道趋同化将会是未来的发展方向。

##### 市场销量大幅下滑，四成厂商退出市场竞争

雾霾是空气净化器爆发的催化剂，却也让空净市场滑入悲哀之境。当大气治理工作展开后，空气质量的明显好转也致使空气净化器市场发展开始“掉头”。2018 年 11 月空气净化器市场继续走低，受到 2017 年市场火爆影响，2018 年同比下滑幅度加大。据奥维云网监测数据显示，2018 年 1-11 月份空气净水器销售额为 110 亿元，同比下滑 26.7%。



同时，随着 2016 年新国标出台后，空气净化器厂商也逐步减少，2018 年 1-11 月，我国净化器市场在售品牌为 453 个，但 2017 年 1-11 月，净化器市场在销售品牌为 608 个，在一年的时间里，空气净化器品牌退出 266 个，退出率达到了 43.7%。但同时，在 2018 年 1-11 月，国内净化器市场新进入品牌超过 100 个。可以看出，空气净化器结束了近 5 年的快速增长态势，逐步进入调整期。

### 内资品牌占比提升，小米关注度排第一

空气净化器经过几年的快速发展，市场进入转折期，增速放缓，竞争加剧，卖点扭转，良性发展。在这几年的发展期，内资品牌与外资品牌的差距已经在逐渐缩小，内资品牌的影响力逐渐在增强。根据奥维云（AVC）网线下监测数据显示，内资品牌零售额份额呈现逐年增长的趋势，从 2015 年的 20% 左右增长至 2018 年的 40% 左右。主要是因为近几年内资品牌逐渐注重自己的品牌形象及品牌影响力，产品逐渐迎合消费者需求。

从具体品牌关注度来看，2018 年小米占据了 26.5% 的较大份额，排名第一；除小米外，排名第四的 352 占比 5.2%，除这两个品牌有明显互联网基因除外，其余品牌都是以线下渠道铺设为主的。飞利浦、三星、霍尼韦尔、Blueair、亚都，品牌和产品都经历了市场洗礼，排名分列 2、3、7、8、9 位，占比较大，这也说明了用户在进行关注或者选购时，对于品牌仍有较强依赖。艾吉森、贝克艾尔等品牌，在近期宣传手笔较大，也引起了消费者足够重视，纷纷进入榜单。

### 未来中国空气净化器行业发展趋势分析

2018 年国内空气净化器市场继续走低，受到 2017 年市场火爆影响，2018 年同比下滑幅度加大。同时，空气净化器厂商也逐步减少，在一年的时间里，空气净化器品牌退出率达到了 43.7%。此外，经过在这几年的发展，内资品牌与外资品牌的差距已经在逐渐缩小，内资品牌的影响力逐渐在增强。

未来，随着空净新标准的实施，整个市场的技术门槛有所提升，然而在这种情况下，小企业跟不上市场和技术迭代的步伐，就会被淘汰。同时，企业在功能和技术上越发细分，区别于前几年的概念炒作泛滥，现在的产品更强调专业功能。

**品牌集中化：**2016 年新国标出台后，品牌数量由 2015 年的峰值 1000 多个降到 2018 年 11 月末的 453 个。整体来看，新国标的出台，使行业标准进一步完善，筑高了空净企业和品牌商的准入门槛，整个空净趋向良性发展，品牌集中化趋势明显。

预计在未来，具备完善的综合研发、工业设计以及配件、配套生产能力的企业、品牌将会越来越有竞争优势，很多中小品牌将被拒之门外。

**功能多样化：**空气净化器产品功能也在随市场需求而不断细化，目前已出现了一定程度的市场细分。从苏宁平台上已经可以看到部分细分的空气净化产品，如针对母婴市场定制开发的空气净化器、专属医用级杀菌空气净化器、能增加氧含量的空气净化器以及加湿、除湿型的空气净化器、适合办公环境的桌面空气净化器，如 A.O.史密斯的除重度雾霾的空气净化器、夏普具医疗级杀菌功能的空气净化器等不同功能类型的空净产品，整个空净市场进一步呈现出功能多样化的趋势。

**渠道趋同化：**综合来看，线上线下的品牌开始互相渗透和融合，事实上，渠道的趋同化是以消费需求导向决定的，消费者既需要线上碎片化、多元化的满足消费方式，也需要线下的体验和服务。行业的发展更倾向于双线的融合贯通，空净的发展既需要线上流量的聚合、曝光和精准引流；也需要线下的综合体验、售前引导和后续服务，由此看来，能贯穿双线的平台将备受大众推崇。（新闻来源：中国家电网）

### ➤ 空气源热泵行业正在走出低谷

经历煤改电市场转淡之后，2018年的空气源热泵行业上下游洗牌趋势初显，全年以较大幅度的下滑收官。不过，低迷中不乏亮点，部分细分产品的市场潜力正在显现，空气源热泵有望在今年走出最低谷。

#### 2018年细分市场表现迥异

据产业在线监测数据显示，2018年空气源热泵行业内销总额达到122亿元，同比下滑17%。其中，家用热水与户式水机产品表现欠佳，而户式风机、工程采暖产品表现较好。

**热水市场：**2018年整体热水产品总内销额为54.5亿元，同比小幅微滑。其中家用热水同比去年减少3.5%，商用热水同比增长6.2%。**造成热水下滑的主要原因在于整体家电行业的不景气。**

虽然目前家用热水零售市场表现惨淡，但房产配套在2018年实现较为明显的增长，减缓了整体家用市场的下滑幅度，并且在南方沿海及西南地区政策推动下，仍将迎来较好的势头。空气源热泵家用热水工程市场在建筑节能一体化的政策下将继续火热拉动，但工程市场的低价竞争趋势急需企业优化成本。

通过回顾家用热水市场表现，导致行业滑落的原因更多地来源于2017年企业过于专注于北方煤改电市场，致使南方部分渠道流失，与此同时大品牌凭借性价比比较高的优势迅速占领房产配套以及零售市场份额，致使行业品牌集中度显著提升。

而商用热水市场后劲不足，与去年同期增长相比不理想，与企业沟通发现，南方商用热水在华东、华南地区发展成熟，市场容量逐渐缩减；西南地区仍表现亮眼；北方地区因温度相对较低，使用工程采暖产品制热水效果更好，因此热水产品的一部份份额被商用采暖产品抢占。

**采暖市场：**2018年整体采暖内销市场实现了67.5亿元的销售规模，同比下滑幅度25%以上。细分采暖产品中，户式水机同比滑落近60%，户式风机同比增长700%以上，工程采暖同比增长20.6%。

**细分采暖产品可知，户式水机是导致整体大幅滑落的主因。**北京煤改电市场容量的缩减虽然在预期之内，但天津市场任务进程放缓以及山西市场户水煤改不振出乎意料。另外，在财政实力相对薄弱地区，回款较慢的现象造成大量项目流失，特别是河北、山东地区的户水煤改电项目，许多企业虽中标但最终未能出货。户式风机内销总量达45.1万台的规模，通过监测区域中标信息我们了解到，北方地区大部分项目均为一户一台的情况，而北京、天津、河南以及河北部分城市有一户两台的要求。但同样存在有中标之后未出货的情况，主要集中在河南鹤壁、山东、宁夏等地区。

工程采暖产品表现相对亮眼，虽然全年内销额增长幅度缩减，但在激烈的市场竞争下逐渐获得认可。在热泵企业的推动下，空气源热泵工程采暖产品已经从煤改电区域吹向了西北、东北地区以及内蒙古省。尤其在西北的甘肃、宁夏、青海、陕西省政府大力推进以及电化新疆的提出，工程采暖在北方地区遍地开花。

商用采暖市场虽然没有补贴的限制，但大规模集中供暖改造往往需要通过合同能源管理方式操作，目前大部分经销商无法独立承接，而整机厂家过多地承接这类项目最终会导致资金风险较大，因此整体工程采暖项目反而由大机组往小机组的方向发展。



### 预测：2019 将迎增长

从产业环境来看，2018 年四部委发布扩大清洁取暖范围的通知，在西北地区，陕西省六市均被划入示范期范围内，合计每年将获中央直补 18 亿元。甘肃省响应中央号召同样开始大力实施清洁取暖，未来将有更多地区加入到清洁取暖的建设中。与此同时，房地产政策将由紧到松，部分城市通过人才引进政策放宽购房限制。

基于这些背景，**产业在线预计 2019 年户式风机与工程采暖产品将继续拉动空气源热泵行业增长，全年总销售额将达到 136.9 亿元的规模，同比实现 12.1% 的增长。**

**细分热水产品：**2019 年家用热水零售市场会进一步滑落，但工程市场将减缓整体下滑水平。商用热水产品源于南方市场空间有限，且北方渠道使用采暖机组制热水更加稳定，二者在一定程度上将出现相互竞争的现象，因此商用热水增幅水平将有所滑落。

**细分采暖产品：**户式水机同比会小幅缩减，户式风机、工程采暖产品将延续高增趋势。虽然煤改电市场规模将逐渐萎缩但户水零售市场却在悄然兴起，并在未来三年中继续保持较高的增长水平。

工程采暖在 2018 年增幅相对减缓，主要源于资金短缺以及政府项目的缩减问题，但整体锅炉市场改造是硬性规定，为完成指标各地项目也将逐渐提上日程。2018 年工程采暖增长幅度虽有所减少，但许多热泵企业已经预先拿下了多地厂商供暖合约的单子，预计 2019 年仍有大幅拉动。

预计在 2019 年户式风机将继续保持较高的增长，突破 80 万台的规模。但随着北方六省煤改电项目的逐渐完成，户式风机到 2021 年增幅水平将有所减少。

**总体来看：**2019 年将进入品牌大换血的后煤改电时代，南方热水渠道需着重于房产配套市场的推广，商用热水产品在西南地区以及工业热水应用领域仍有想象空间。采暖市场，户式产品在零售渠道上增长强劲。虽然煤改电的主战场将进一步萎缩，但随着汾渭平原的加入导致煤改六省继续扩散，户式风机产品发展空间相对较大；而户式水机在河北、山西、山东等北方零售渠道已经涌现出大量需求。（新闻来源：产业在线）

### ➤ 2018 年中国热水器行业总结：线上线下渠道互补融合

#### 2018 年中国热水器销售情况分析

随着房地产市场繁荣后装修市场的带动，及沐浴生活方式普遍化、油气管道铺设的惠及效应等因素，由于房产的滞后交房效应及另 2 大因素的长期推动，我国热水器市场销售额逐年增长。2018 年热水器市场销售额达到 324.6 亿元，市场整体销额同比下滑 0.9%。其中，线上同比仍然保持 25% 的增长幅度，销售额为 87.5 亿元，销售量 848.7 万台；线下下滑幅度较大，销售额为 237.1 亿元。

**分渠道来看，百货商店销量同比下滑 6%，大连锁销量同比下滑 13%，超市销量同比下滑 6%，其他家电渠道销量同比下滑 6%，唯有线上渠道销量同比增长，平台电商增长了 38%，专业电商增长 16%。**2018 年量价双升，上半年价格涨幅较好，下半年有所回落。数据显示，2017 年双十一均价为 1190 元，2018 年双十一均价为 1201 元。进入冬季，11 月和 12 月销量同比增长迅速。

#### 热水器销售特征分析

近三年来，线上 1500-2999 元的电热产品销量持续增长，其中，1500-1999 元销量涨幅最高，同比增加 79.2%。分容积段来看，70-79 升销量迅速攀升，同比增长 711%，将会成为企业竞争的主战场。

**龙头企业逐步向中端渗透，但高端产品在线上渗透率的提高需要时间和培育。而低价**

格端到中端价格段已经逐步渗透。在 TOP3 品牌的产品中，1000-1499 元价格段零售额占比达到了 30.1%，1500-1999 元价格段零售额占比达到了 12.5%，同比增长 37.4%，而 1000 元以下的机型开始被放弃，零售额占比 13.6%，同比下滑 7.9%。

近五年来，线上机型数量增加了 1010 款，线下机型数量仅 389 款，仅 2018 年线上新机数量就为 904 个，可见企业对线上机型投入数量增加，逐步超过线下。TOP20 机型占比份额变小，竞争激烈程度增加，线上未来将不再只是低端低价老旧机型的专属区。

**线上渠道方面：**专业型电商份额占比 68.2%，近两年调整产品结构明显，而平台型电商结构相对稳定。专业型电商在 1500-2500 元价格段的占比比平台型电商份额占比高 5%。从容积段来看，平台型电商增长主要在 60 升以下的产品，同比增长 3.9%。而专业型电商增长速度最快在 60 升以上，同比增长 4.3%，仅 70-79 升容积段专业电商平台销量同比增长 864%。

**线下渠道方面：**市场销售额和销售量近三年处于下滑态势。销售额为 237.1 亿元，同比下滑 8.5%，销售量为 1457 万台，同比下滑 10.5%。

### 热水器行业未来前景展望

在消费升级的大背景下，家用热水器行业同样正走在升级向上的道路上，其中又以一二级市场趋势尤为明显。中国热水器行业正在经历从普及型消费向舒适性消费转变的阶段，这将推动行业进一步向前发展。消费升级，要求企业为市场供给更多高品质的产品。多点用水、沐浴舒适性要求提升，都对产品提出了更高的要求。电热水器、燃气热水器、空气能热水器、太阳能热水器四大品类，正在各自的领域通过技术创新不断升级产品。

针对体积大、加热慢、等待时间长等行业痛点，电热水器企业推出了不少创新产品，如海尔 3D 速热横式电热水器、A.O. 史密斯免更换镁棒型电热水器等。2018 年，电热水器行业正在朝着速热、大容量、健康的方向不断升级。

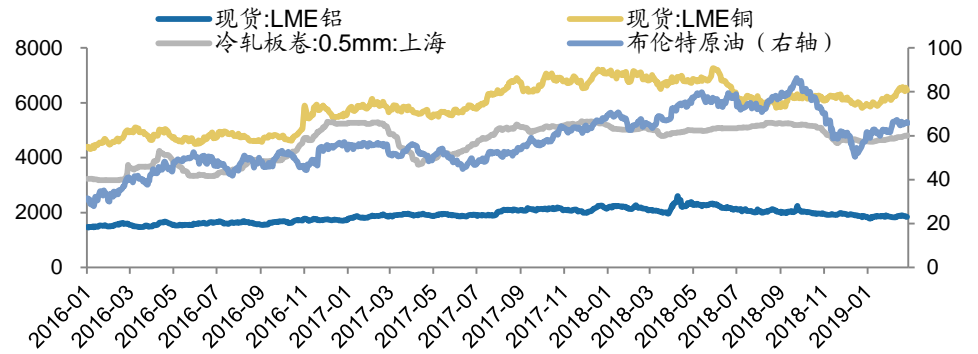
零冷水和恒温则是众多燃气热水器企业集中发力的重点，围绕零冷水提出的技术解决方案层出不穷。与电热水器相同，大出水量同样是燃气热水器企业布局的重点。

此外，太阳能热水器市场正在逐步实现由真空管型产品向舒适性更高的平板型产品的过渡，空气源热泵热水器则向着变频、高效的方向继续前行。

**渠道方面，热水器行业销售线上渠道占比逐年增高，从 2015 年的占比 12% 扩充到 27%，未来线下线下平分天下大有可能。**未来随着 5G 技术的快速发展，新技术 VR 更好的融合，线上将会以更好的形势成为展示产品功能和技术的平台，线上线下渠道的互补和融合是大势所趋。（新闻来源：中国家电网）

### 原材料价格变动跟踪

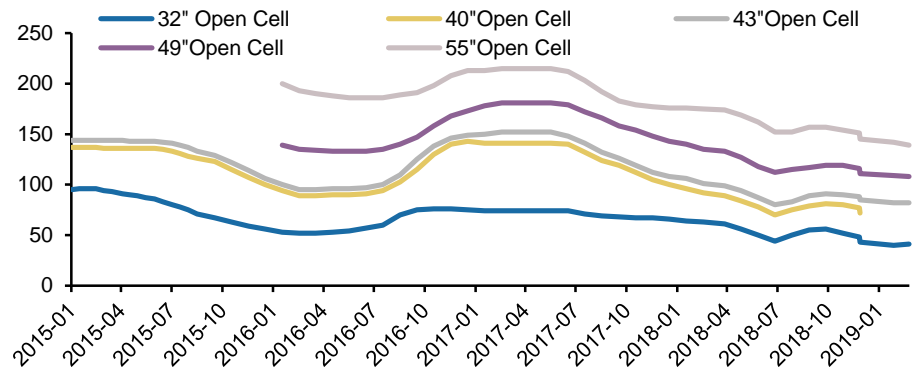
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝价格下降, 铜、冷轧板卷、原油价格上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位分别为美元/吨、美元/吨、元/吨、美元/桶

图 3: 面板价格: 截止 2019 年 2 月, 面板价格继续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

### 汇率跟踪

图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 本周重点报告回顾

### 海信家电公告点评：拟并表海信日立，有望充分受益中央空调行业发展红利（2019-03-06）

- **公告受让海信日立 0.2% 股权，并将海信日立纳入并表范围**

2019年3月5日晚，海信家电发布公告以人民币2500万元受让联合贸易持有的青岛海信日立空调系统有限公司（海信日立）0.2%的股权。本次股权受让完成后，公司将持有海信日立49.2%的股权，在成为其第一大股东的同时也拟将海信日立纳入公司合并报表范围。此举将有利于提升公司资产、收入、现金流规模，并依托海信日立中央空调业务良好的盈利能力改善公司整体毛利率水平。

- **海信日立是国内中央空调多联机市场龙头，为公司贡献丰厚投资收益**

海信日立于2003年由海信集团与日立空调共同投资在青岛建立，主营产品为多联机，是中央空调市场份额占比最大且最具发展前景的子品类。基于多联机市场良好的成长性以及海信日立稳定的行业龙头地位，海信日立所贡献的投资收益近年来已经成为公司盈利的重要组成部分。2015-2017年海信日立分别为公司贡献投资收益3.97亿、5.71亿、7.32亿，占公司归母净利润比例为68%、52%、61%（2017年归母净利润剔除出售子公司宝弘物业产生的非经常性损益）。若此次并表完成，公司有望更充分的受益中央空调多联机市场的发展红利。

- **投资建议**

虽然地产周期下行导致中央空调市场2018年增速放缓，但由于家庭渗透率仍较低，我们依旧看好中央空调市场的长期发展前景，同时我们认为海信日立在多联机领域的龙头优势仍将保持。由于本次收购尚未完全结束，暂不考虑并表影响，我们预计2018—2020年公司归母净利润为14.6亿元、16.2亿元、18.0亿元。最新收盘价对应2019年估值为8.7xPE，目前仍低于家电行业平均水平，估值存在修复空间。但在地产后周期影响下公司传统白电业务经营能否改善及中央空调业务发展短期内仍有待观察，给予公司合理价值11.90元/股，对应2019年估值为10xPE，维持“增持”评级。

- **风险提示**

中央空调渗透率提升不及预期；房地产销售下行；终端消费持续羸弱。

### 飞科电器深度研究报告：稳优势铸就坚实壁垒，拓品类打开成长空间（2019-03-07）

- **品牌力、渠道力以及成本控制力共同铸就坚实壁垒**

飞科作为个护小家电龙头，定位于大众消费市场，品牌力、渠道力领先，成本控制能力强，三大优势共同为公司铸就坚实壁垒，有效抵御小米生态链企业等新进入者的冲击。具体来看：

### 1) 品牌形象深入人心，渠道建设助力增长

一方面具有强大的品牌影响力，持续多年的高频率广告投入已经为其赢得了消费者认知和信任；另一方面，公司深耕线上和线下渠道，实现渠道全面覆盖，同时对渠道进行精细化管理，形成强大的渠道优势。

### 2) 成本控制能力领先，高性价比奠定市场竞争力

**研发过程：**公司的研发部门不断优化产品，选取性价比较高的零部件和原材料，同时提高产品的集成化程度，有效地降低成本和提高毛利率。

**生产过程：**公司采取以外包为主的轻资产模式，对外包厂商实行严格的成本管理制度，在控制生产成本方面取得了良好的效果。

#### ● 拓展新品类，产品多元化将打开新的成长空间

飞科利用其强大的品牌力和渠道力，拓展新品类，协同效应显著，有望为公司带来新的增长点。2019年，公司推出排插，排插行业公牛一家独大，但公牛以流通渠道为主，飞科渠道与其错开，有望凭借渠道力占据一定的市场份额；未来飞科也将推出电动牙刷，电动牙刷渗透率低，市场空间广阔，公司有望打开新的增长空间。

#### ● 投资建议

盈利预测基本假设：1) 行业集中度将持续提升；2) 消费升级趋势持续；3) 新品类稳步上市。根据以上假设，我们预计2018-2020年归母净利润为8.9、10.3和12.0亿元（同比增速分别为6.2%、15.6%、16.9%），最新收盘价对应2019年PE为18.6倍，公司作为个护小家电龙头，受益于消费升级，公司主力产品稳健增长，新品持续推进，预计业绩将持续、稳健增长，参考与之接近的内销小家电龙头苏泊尔、九阳股份的估值，给予合理价值54.28元人民币，对应2019年23xPE，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

内销需求低迷；新品拓展不力；行业竞争格局恶化；消费升级趋势不达预期。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。



### 广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

### 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

### 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

### 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

### 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

### 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。



研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。