

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师：张志鹏

TEL: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

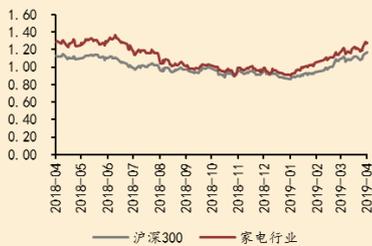
执业编号: S0820510120010

联系人：陈曼殊

TEL: 021-32229888-25516

E-mail: chenmanshu@ajzq.com

**行业评级：同步大市
(维持)**



数据来源：Wind，爱建证券研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	12.31	25.52	-0.68
相对表现	2.69	7.35	-4.16

数据来源：Wind，爱建证券研究所

行业深度 ● 家电行业

2019年4月4日 星期四

地产后周期思考

投资要点：

□ **事件。**今年1-2月份商品房住宅销售面积12319.5万平方米，同比-3.2%仍未出现好转，但30大中城市商品房成交面积2月份同比+8.3%，其中一线城市更是同比+44.6%，三线城市同比+19.49%。数据显示地产可能回温，受此影响厨电板块大幅上涨，整个3月份老板电器和华帝股股价分别上涨29.58%和30.27%，而沪深300上涨5.53%，家电板块上涨7.76%。

□ **从基本面数据与交易情况看“家电是地产后周期行业”和“厨电与地产相关性更高”两大认知。**我们通过地产数据与家电行业、厨电公司进行拟合，发现：1. 家电行业、厨电行业估值率先对地产数据做出反应；2. 地产数据传导至厨电行业基本面需3-4个月不等；3. 相比较厨电整个行业，地产对厨电上市公司的影响走势图并没有我们想象的那么紧密，华帝股份在2011年滞后地产3个月，2013年与地产同步，2014年滞后地产6个月，2015年又出现与地产同步，而老板电器的无规律性更明显，在2016年才开始出现滞后地产3个月的特征。

□ **厨电公司积极变革，弱化地产波动带来的负面影响。**一方面，厨电代表品类如油烟机在不断升级，从过去的风扇式到侧吸式到直吸式以及现在的集成灶，以产品换代带动更新消费；另一方面，厨电企业也在不断进行厨房相关产品的衍生以此拉动消费。对自身原有品类的升级和新品类的衍生创新都将降低地产波动带来的新增需求变动。

□ **现阶段家电行业及重点关注公司的估值在中位数附近。**经过年初的估值修复上涨后，截止2019年4月1日家电板块整体PE约为15.6倍，估值水平仍处在自2005年以来的中位数以下，相对沪深300的估值水平也在中位数以下。

板块重点关注公司中，从2014年至今数据来看，现阶段格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅A、九阳股份、海信电器、TCL集团的PE估值水平在中位数以上高位数以下，苏泊尔的PE估值水平已接近高位数，老板电器、华帝股份、浙江美大、飞科电器、莱克电气、荣泰健康的PE估值水平在中位数以下。

PB值方面，格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅A、华帝股份、浙江美大、九阳股份、TCL集团PB估值水平在中位数以上高位数以下，苏泊尔的PB估值水平已接近高位数，老板电器、飞科电器、莱克电气、荣泰健康、海信电器的PB估值水平在中位数以下。

□ **投资建议。**总体来看，无论估值面或基本面，家电优质公司具备长期配置价值；中短时期内，基于“地产后周期”投资逻辑，厨电公司可重点关注，关注度华帝股份>老板电器>浙江美大。

□ **风险提示。**历史数据不代表未来走势；地产政策变动。

目录

1、家电行业、厨电子行业估值率先对地产数据做出反应.....	4
2、地产数据传导至厨电子行业基本面需 3-4 个月不等.....	6
3、地产数据对厨电公司的影响.....	7
4、对地产影响的“抗衡”.....	9
5、家电行业及重点关注公司的估值情况.....	12
6、风险提示.....	14

图表目录

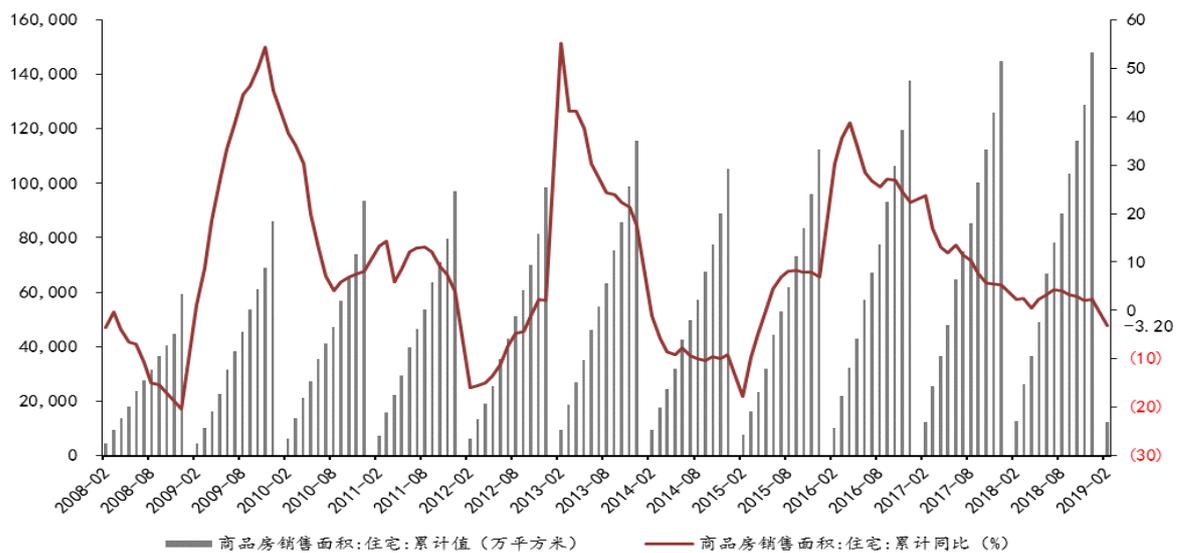
图表 1: 商品房住宅销售面积情况.....	4
图表 2: 住宅房屋竣工面积情况.....	4
图表 3: 2 月份, 30 大中城市的一二线城市成交面积同比表现良好.....	5
图表 4: 老板电器、华帝股份 3 月份股价高涨.....	5
图表 5: 家电估值率先对地产销售拐点进行反应.....	6
图表 6: 厨电 PE 对比家电 PE 对地产销售拐点更敏感.....	6
图表 7: 厨电 PE (橘色) 比家电 PE (蓝色) 弹性更大.....	6
图表 8: 油烟机大体滞后地产 3-4 个月.....	7
图表 9: 华帝股份单季度营业收入累计同比与地产销售面积同比走势.....	7
图表 10: 老板电器单季度营业收入累计同比与地产销售面积同比走势.....	8
图表 11: 老板、方太牌油烟机零售量份额呈向上趋势, 华帝油烟机零售量份额较平稳.....	8
图表 12: 2014 年房地产同比下降 9.10%, 老板电器营收同比同年及次年仍保持增长.....	9
图表 13: 2014 年房地产同比下降 9.10%, 华帝股份营收同比同年增长、次年下降.....	9
图表 14: 2016 年后老板电器与地产销售数据紧密度变高.....	9
图表 15: 洗衣机和烟灶消的升级路径.....	10
图表 16: 美大集成灶品类营收占总营收 90% 以上, 保持良好的增长态势.....	10
图表 17: 美大集成灶毛利率保持 55% 以上, 毛利率总体保持平稳.....	10
图表 18: 美大推出蒸箱款、烤箱款、基本款集成灶供消费者选择.....	11
图表 19: 洗碗机年销售额逐年增长, 18 年同比增长 24.1%.....	11
图表 20: 市面上洗碗机种类繁多, 目前水槽式、嵌入式发展较快.....	11
图表 21: 老板电器在厨房用品上的衍生布局, 增加了经营的品类.....	12
图表 22: 与 2012 年相比, 2017 年新兴品类在营收中的占比逐步增加.....	12
图表 23: 家电板块估值情况.....	13
图表 24: 厨电公司当前 PE 估值水平仍在中位数以下.....	13
图表 25: 厨电公司中老板当前 PB 估值水平仍在中位数以下.....	13
图表 26: 家电板块 PB-ROE 情况.....	14
图表 27: 重点关注公司沪 (深) 港通买入占个股总股本比例-1.....	14
图表 28: 重点关注公司沪 (深) 港通买入占个股总股本比例-2.....	14

1、家电行业、厨电子行业估值率先对地产数据做出反应

今年3月份国家统计局公布2019年1-2月份的住宅竣工面积8925.56万平方米，同比-7.8%，在经历过2018年两位数下滑后在今年开始降速幅度收窄。虽然1-2月份商品房住宅销售面积12319.5万平方米，同比-3.2%仍未出现好转，但30大中城市商品房成交面积2月份同比+8.3%，其中一线城市更是同比+44.6%，三线城市同比+19.49%。各项数据都在显示地产可能出现回温。

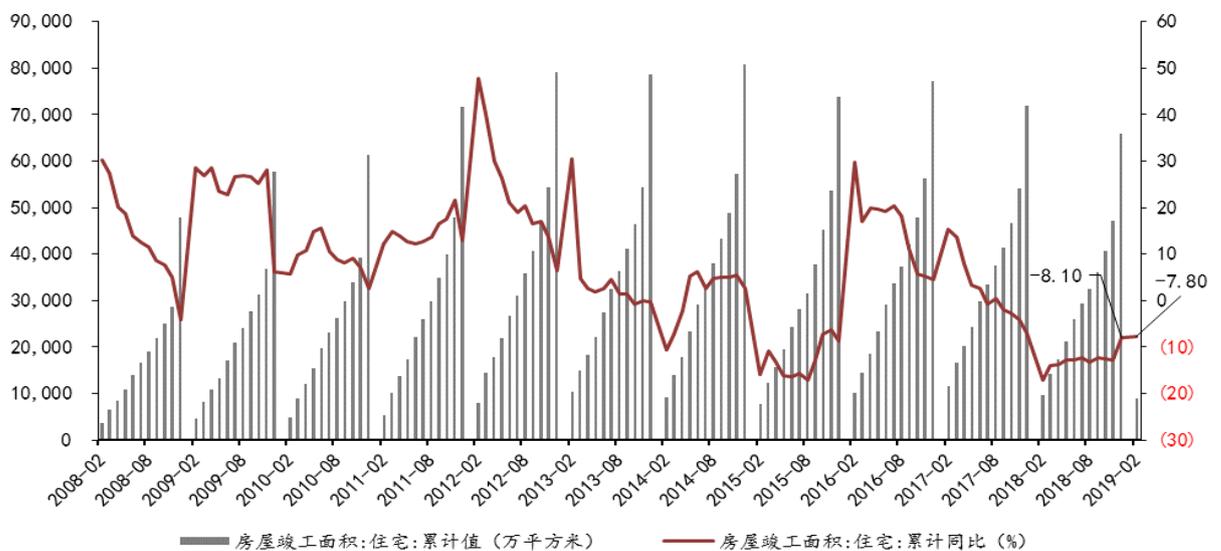
地产数据的向好虽然还未传导至地产后周期行业基本面，但市场却率先做出反应。3月份沪深300上涨5.53%，家电板块上涨7.76%，而厨电子板块的老板电器和华帝股份涨幅却是远超指数和板块分别上涨29.58%和30.27%。

图表 1：商品房住宅销售面积情况



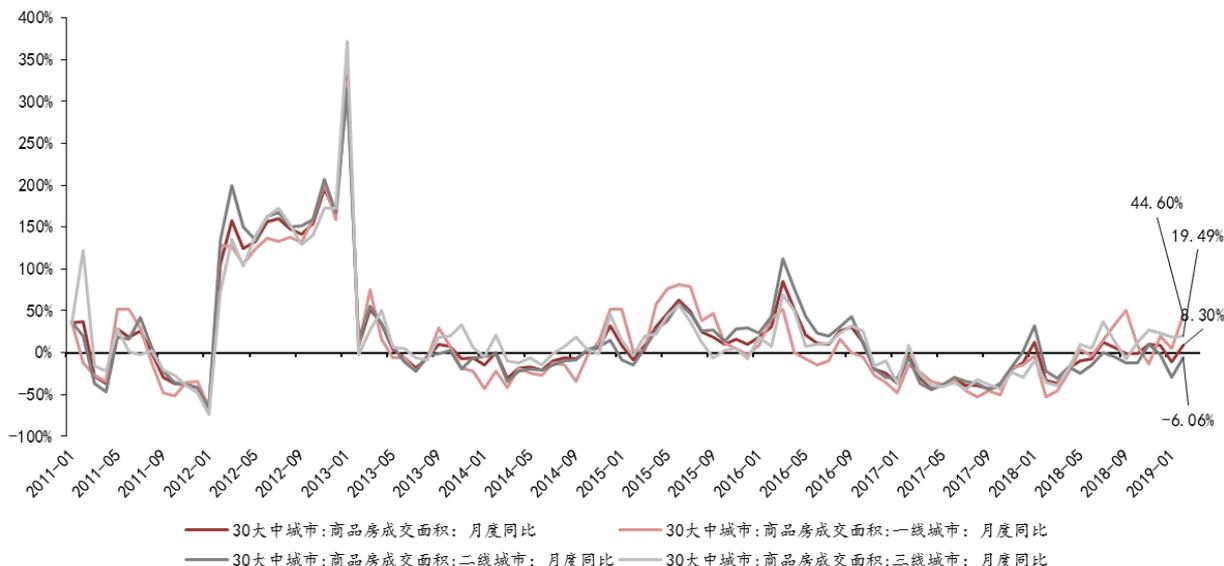
数据来源：Wind，国家统计局，爱建证券研究所

图表 2：住宅房屋竣工面积情况



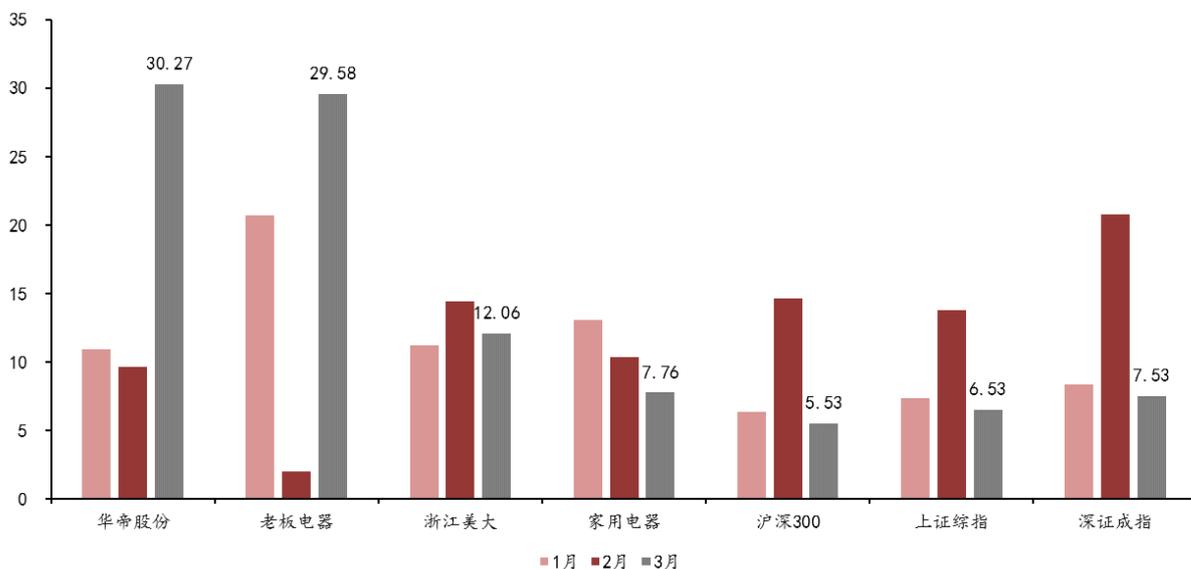
数据来源：Wind，国家统计局，爱建证券研究所

图表 3：2 月份，30 大中城市的一三线城市成交面积同比表现良好



数据来源：Wind，爱建证券研究所

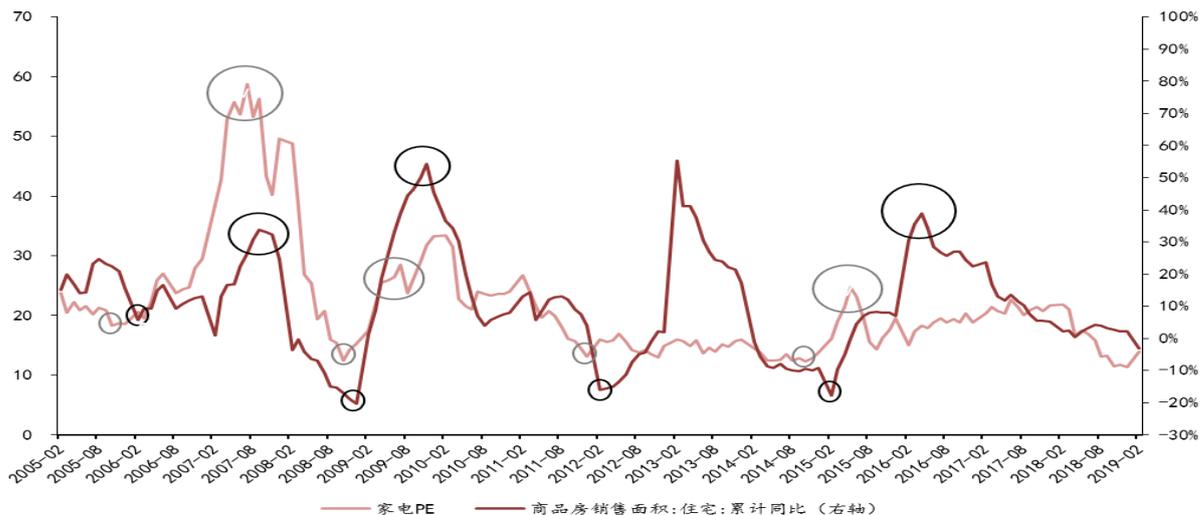
图表 4：老板电器、华帝股份 3 月份股价高涨



数据来源：Wind，爱建证券研究所

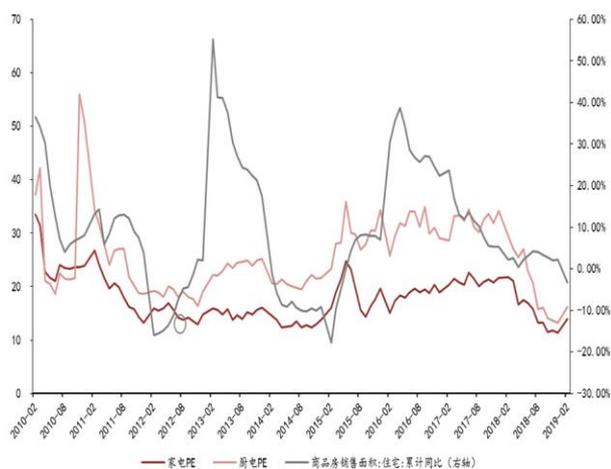
家电市场需求可分为两部分，一部分新增需求，一部分更新需求，在新增需求方面，新房装修所带来的家电购置需求尤为重要。市场普遍认知“家电是地产后周期行业”，并且在家电各子板块中厨电与地产相关度最高。因此，基于“家电是地产后周期行业”的认知，市场对未来预判迅速做出反应，即便当下家电基本面并未出现转折；基于“厨电与地产相关性更高”的认知，厨电估值在对地产销售拐点时做出的反应更大。

图表 5：家电估值率先对地产销售拐点进行反应



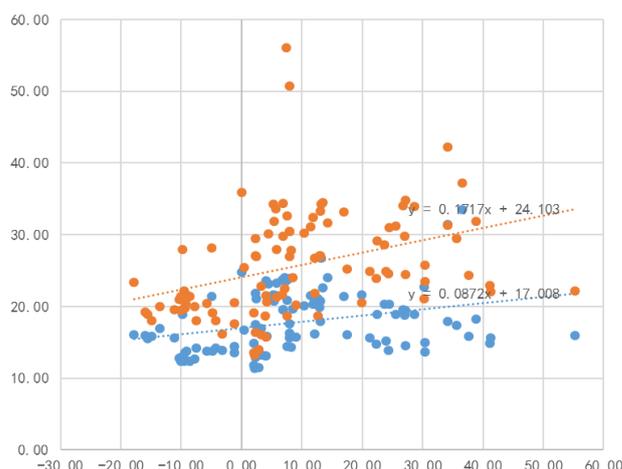
数据来源：Wind，国家统计局，爱建证券研究所

图表 6：厨电 PE 对比家电 PE 对地产销售拐点更敏感



数据来源：国家统计局，Wind，爱建证券研究所

图表 7：厨电 PE (橘色) 比家电 PE (蓝色) 弹性更大

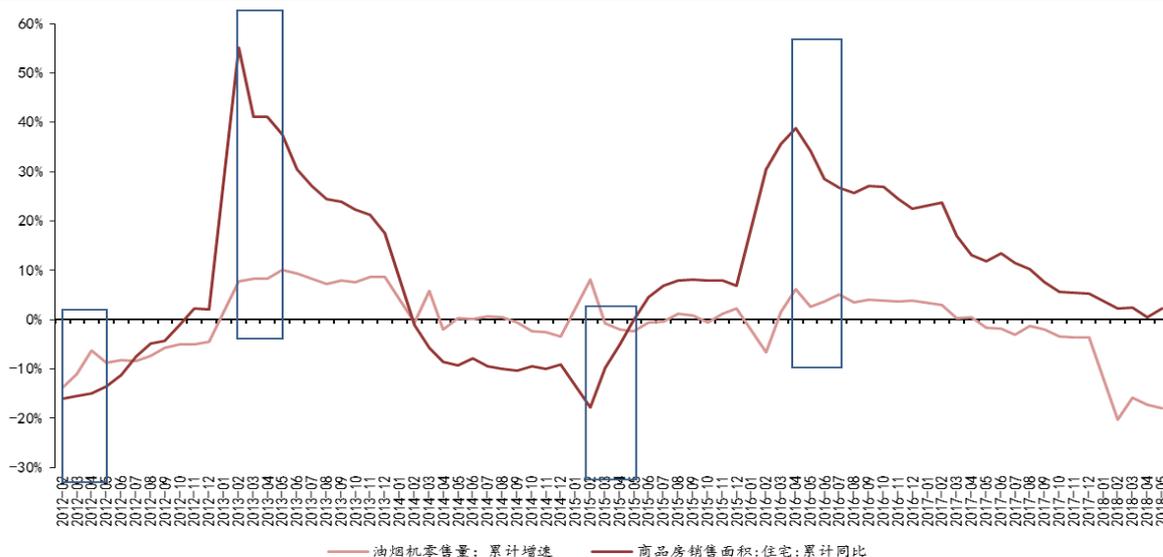


数据来源：国家统计局，Wind，爱建证券研究所

2、地产数据传导至厨电子行业基本面需 3-4 个月不等

拐点的到来可以作为操作信号的判断，但行情的延续还是要回归基本面。我们选取厨电中最重要的油烟机品类与地产销量数据进行拟合，其中油烟机数据来自中怡康零售量数据。通过对地产销量向上向下拐点的观察，我们发现厨电销量拐点滞后其 3-4 个月不等。

图表 8：油烟机大体滞后地产 3-4 个月

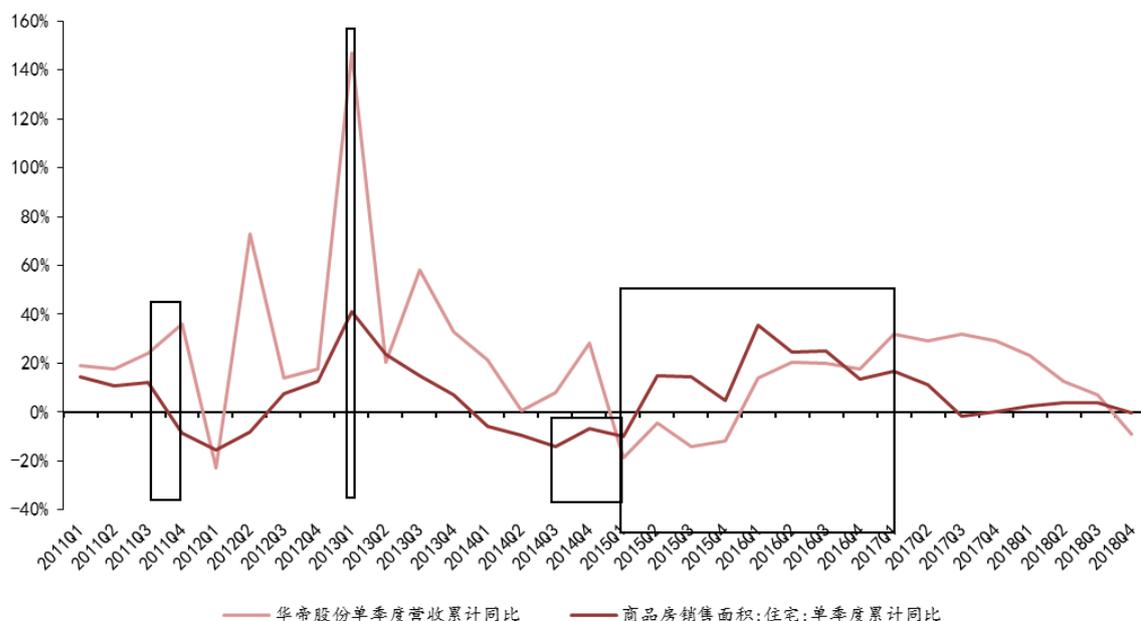


数据来源：中怡康，国家统计局，爱建证券研究所

3、地产数据对厨电公司的影响

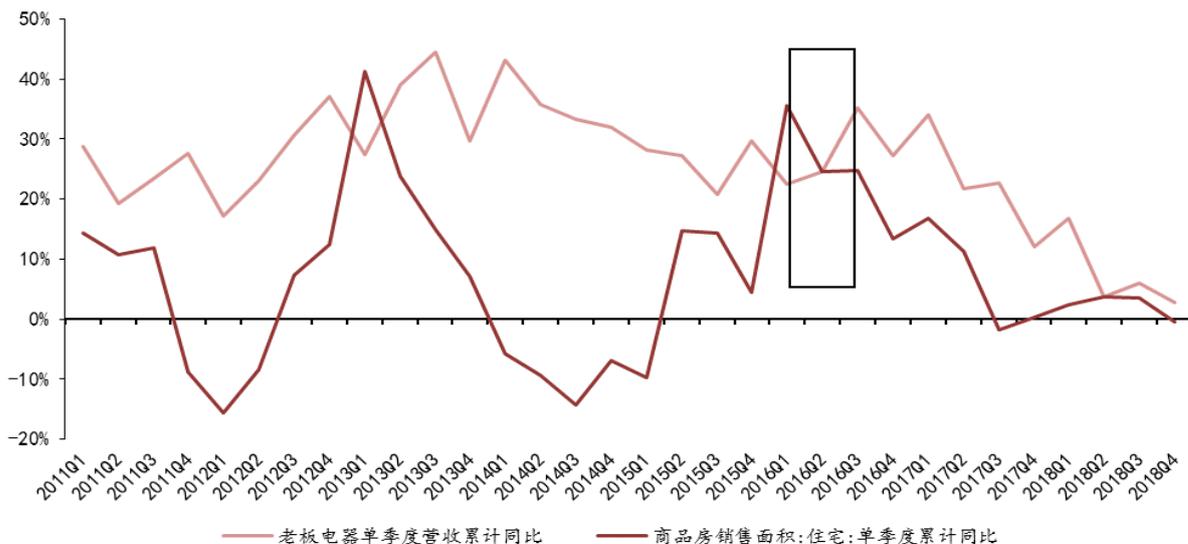
厨电公司我们选取老板电器和华帝股份进行分析。相比厨电行业较为稳定的滞后地产数据 3-4 个月，厨电公司并没有明显的规律。华帝股份在 2011 年滞后地产 3 个月，2013 年与地产同步，2014 年滞后地产 6 个月，2015 年又出现与地产同步；老板电器的无规律性更明显，在 2016 年才开始出现滞后地产 3 个月的特征。

图表 9：华帝股份单季度营业收入累计同比与地产销售面积同比走势



数据来源：国家统计局，Wind，爱建证券研究所

图表 10：老板电器单季度营业收入累计同比与地产销售面积同比走势



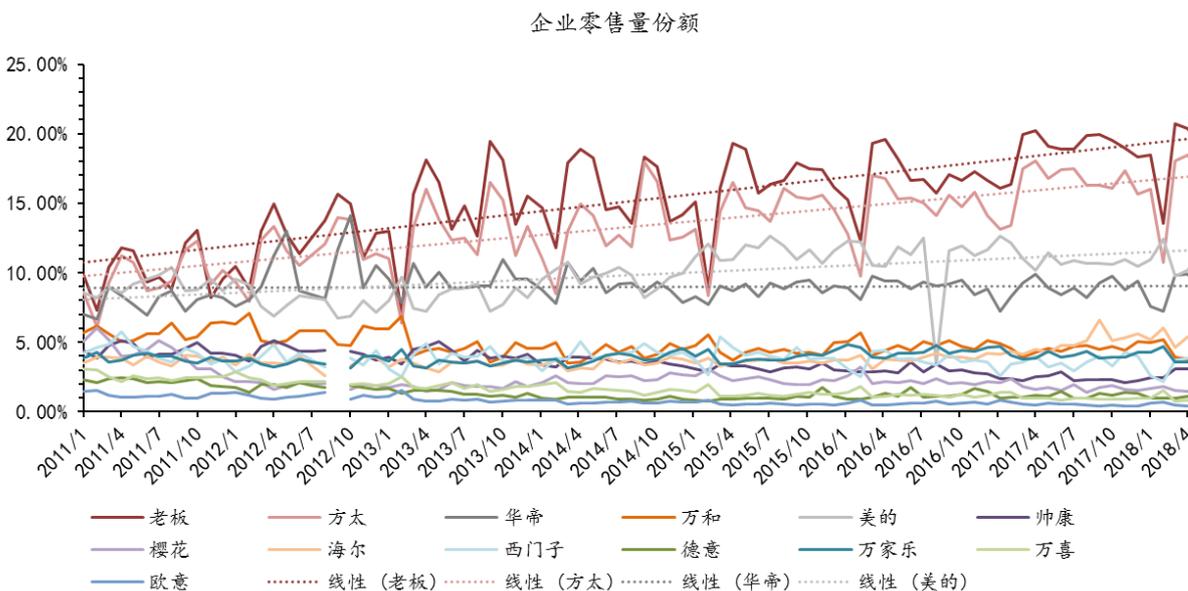
数据来源：国家统计局，Wind，爱建证券研究所

地产对厨电的影响较其他家电品类更大，但过去油烟机、燃气灶等品类渗透率低，并且厨电上市公司经营良好，利用其极具竞争的品牌力不断侵蚀杂牌厨电产品的市场份额，因此可以看到相比较厨电整个行业，地产对厨电公司的影响走势图并没有我们想象的那么紧密，尤其老板电器。

2014 年房地产同比下降 9.10% 的时候，老板电器同年实现营收增长 35.24%、隔年仍实现营收增长 26.58%；而华帝股份对地产的弹性大一些，同年实现营收增长 14.05%、隔年实现营收下跌 12.06%。

2016 年后老板电器与地产销售数据走势的紧密度变高，主要是随着非地产因素带来的市场空间缩小，厨电的高毛利率仍吸引着众多企业进入，美的、海尔等品牌始终虎视眈眈以此竞争不断加大，因此老板电器加大对工程渠道铺设力度，地产销售数据对其影响也加大。

图表 11：老板、方太牌油烟机零售量份额呈向上趋势，华帝油烟机零售量份额较平稳



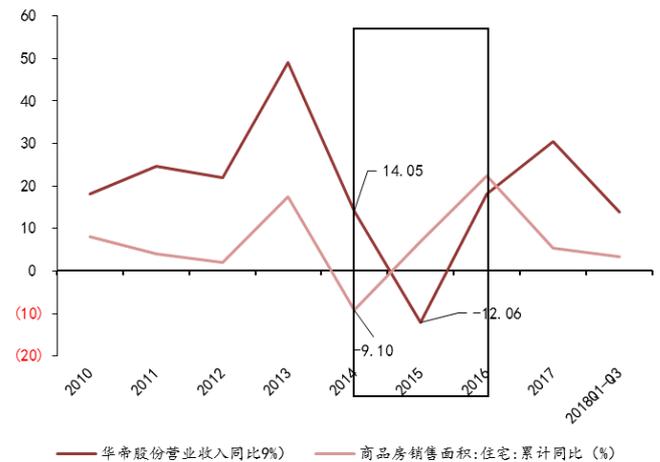
数据来源：中怡康，爱建证券研究所

图表 12: 2014 年房地产同比下降 9.10%，老板电器营收同比同年及次年仍保持增长



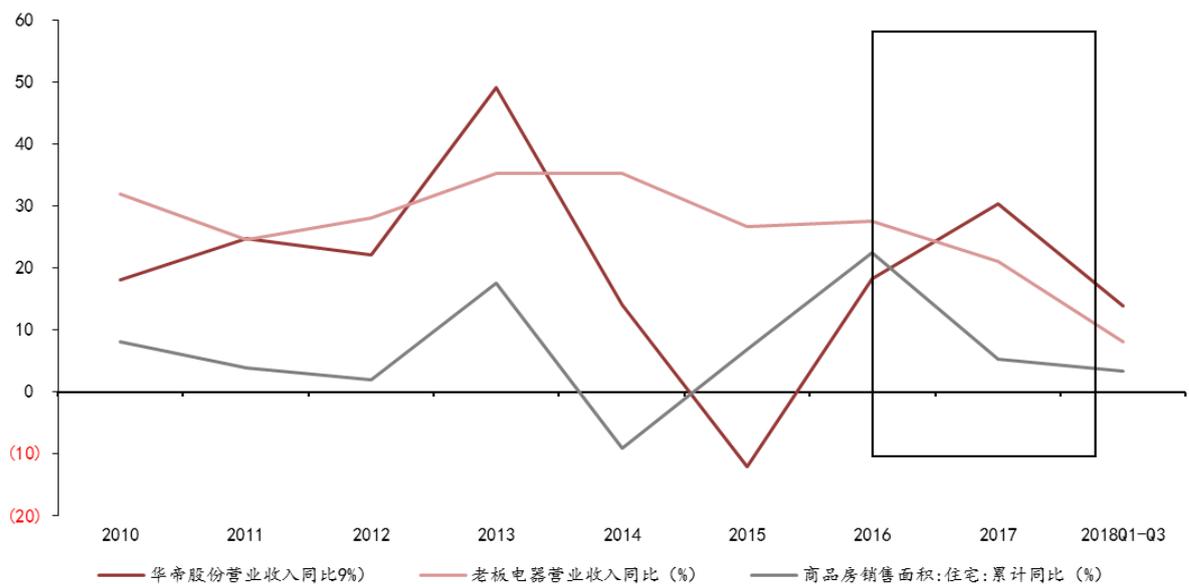
数据来源: 国家统计局, Wind, 爱建证券研究所

图表 13: 2014 年房地产同比下降 9.10%，华帝股份营收同比同年增长、次年下降



数据来源: 国家统计局, Wind, 爱建证券研究所

图表 14: 2016 年后老板电器与地产销售数据紧密度变高



数据来源: 国家统计局, Wind, 爱建证券研究所

4、对地产影响的“抗衡”

白电中洗衣机经历从波轮到滚筒到烘干一体的变革，以产品颠覆式升级带动消费者更新换代的需求并且促进洗衣机市场持续发展。同样，厨电代表品类的油烟机也在不断升级，从过去的风扇式到侧吸式到直吸式以及现在的集成灶，以产品换代带动更新消费，一定程度上减少地产波动的影响。尤其在智能化、高品质、健康态的风口下集“烟、消、灶”于一身的集成灶，更是对传统烟灶产品的一次重大挑战。

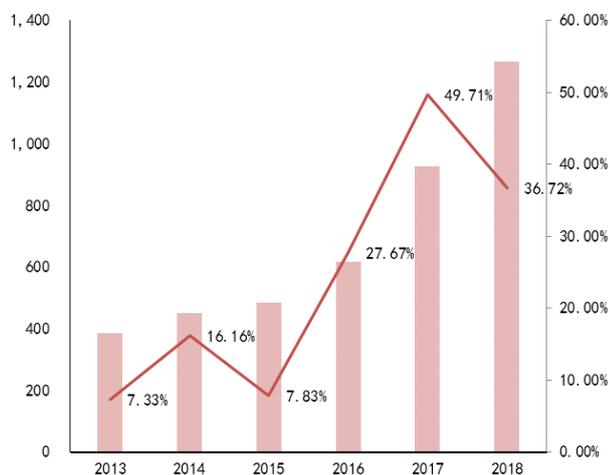
图表 15: 洗衣机和烟灶消的升级路径



数据来源: 老板电器官网, 海尔官网, 浙江美大官网, 爱建证券研究所

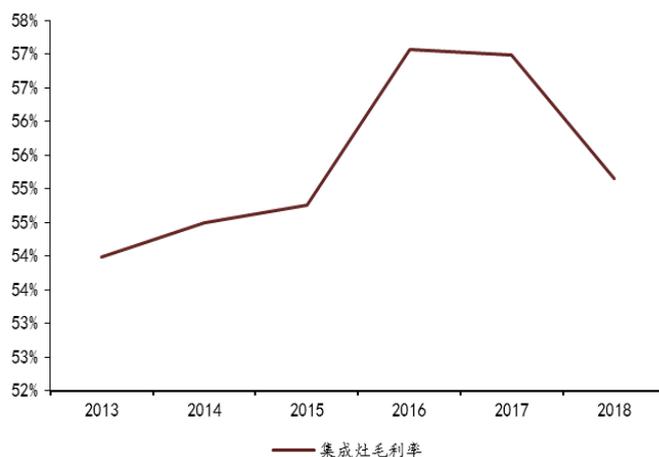
集成灶自从被发明以来销售态势一直保持良好的, 以集成灶龙头浙江美大为例。美大 2018 年实现营业收入 14.01 亿元, 同比增长 36.49%, 其中集成灶营收 12.66 亿元, 占总营收比超过 90%, 且集成灶的毛利率保持在 55% 以上。虽然 2018 年整体厨电市场受地产调控影响降温, 但集成灶作为厨电中的新兴品类, 逆势增长, 仍保持高速发展的势头。

图表 16: 美大集成灶品类营收占总营收 90% 以上, 保持良好的增长态势



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 17: 美大集成灶毛利率保持 55% 以上, 毛利率总体保持平稳



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

除了传统带消毒柜的集成灶以外, 集成灶也在不断进行改良推出蒸箱款、烤箱款替代消毒柜款, 满足消费者个性化需求, 增强厨房的灵活性。集成灶与传统烟灶在未来很长一段时间都将并存发展, 在传统烟灶市场保有量较高的情况下, 越来越多的品牌加入集成灶阵营, 除龙头浙江美大以外, 老板、华帝、海尔等大品牌的加入将会有效的增强集成灶的推广力度同时有利于规范集成灶行业标准, 避免由于消费者认知度不高造成劣币驱逐良币的情况。

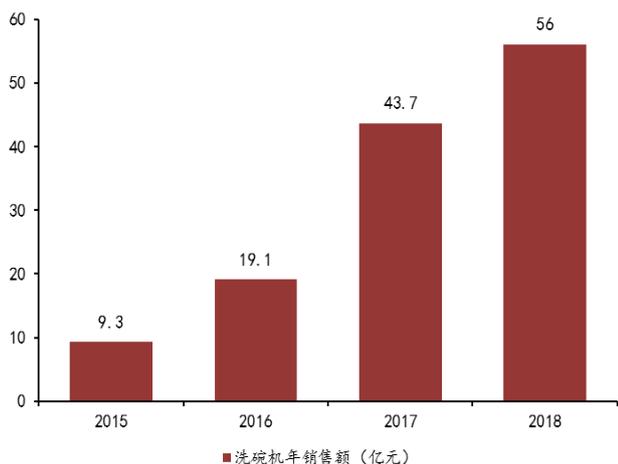
图表 18：美大推出蒸箱款、烤箱款、基本款集成灶供消费者选择



数据来源：浙江美大官网，爱建证券研究所

在原有品类油烟机、燃气灶等升级换代拉动更新消费的同时，厨电企业也在不断进行厨电相关产品的衍生以此带来更多的消费、降低地产对自身的影响。根据奥维云网数据，洗碗机市场由 15 年的年销售额 9.3 亿元上升到 18 年的 56 亿元，18 年销量达 119 万台，同比增长 24.1%，虽然增速受到了地产调控的影响放缓，但仍保持较高增速。市场上洗碗机品类不仅有嵌入式、水槽式等与房屋装修紧密度较高的类型，还有独立性强的台式洗碗机可供选择，因此随着消费者对洗碗机的认知程度越来越高，其未来可能会成为厨电公司业务增长的重要品类之一。

图表 19：洗碗机年销售额逐年增长，18 年同比增长 24.1%



数据来源：奥维云网，爱建证券研究所

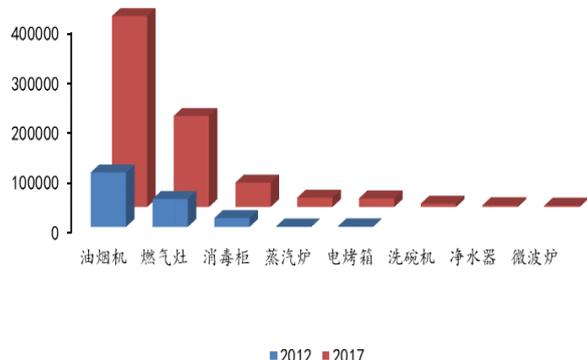
图表 20：市面上洗碗机种类繁多，目前水槽式、嵌入式发展较快



数据来源：京东商城，爱建证券研究所

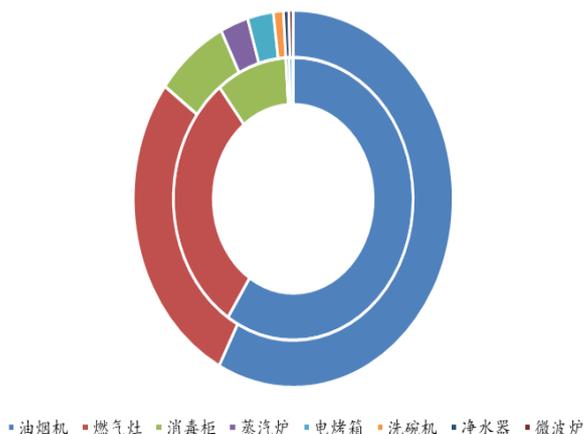
从老板电器的营收来看，除传统烟灶消以外近几年老板电器也积极在蒸汽炉、电烤箱、洗碗机、净水器、微波炉等厨房产品上的衍生布局，减缓自身经营对地产新增需求的依赖。

图表 21：老板电器在厨房用品上的衍生布局，增加了经营的品类



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 22：与 2012 年相比，2017 年新兴品类在营收中的占比逐步增加



数据来源：Wind，爱建证券研究所

对自身原有品类的升级和新兴品类的衍生创新都将使厨电企业在未来能够更好的“抗衡”地产。越来越多独立式新兴品类的出现也使升级厨房变成简单小事，不用再大费周章重新装修厨房，提高厨房配置的灵活性，降低地产波动带来的新增需求变动对厨电公司业绩的影响。

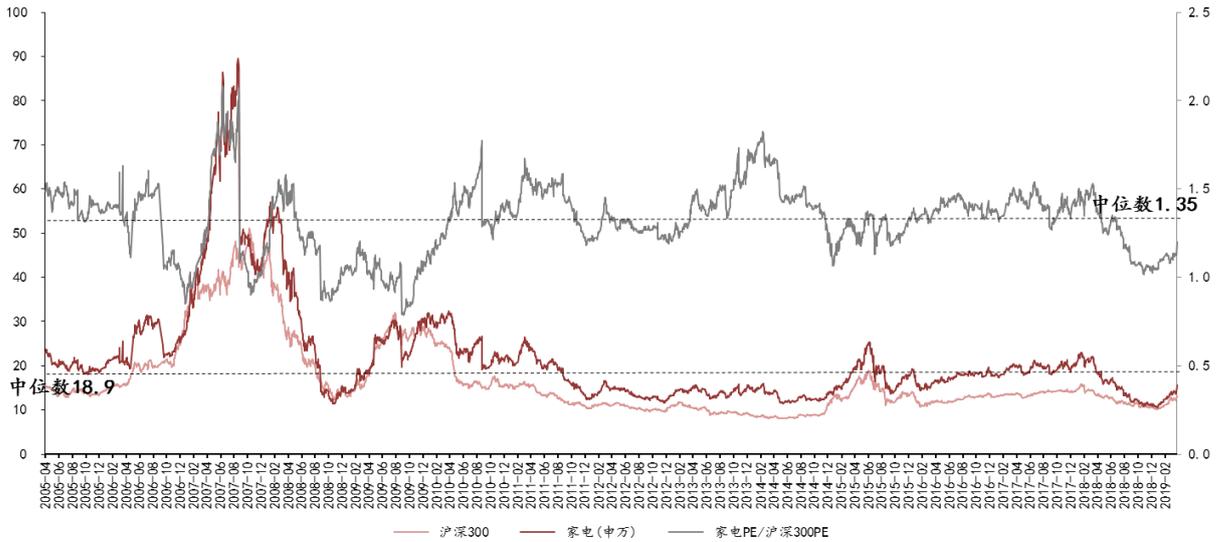
5、家电行业及重点关注公司的估值情况

在经过年初的估值修复上涨后，截止 2019 年 4 月 1 日家电板块整体 PE 约为 15.6 倍，估值水平仍处在自 2005 年以来的中位数以下，相对沪深 300 的估值水平也在中位数以下。

板块重点关注公司中，从 2014 年至今数据来看，现阶段格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅 A、九阳股份、海信电器、TCL 集团的 PE 估值水平在中位数以上高位数以下，苏泊尔的 PE 估值水平已接近高位数，老板电器、华帝股份、浙江美大、飞科电器、莱克电气、荣泰健康的 PE 估值水平在中位数以下。

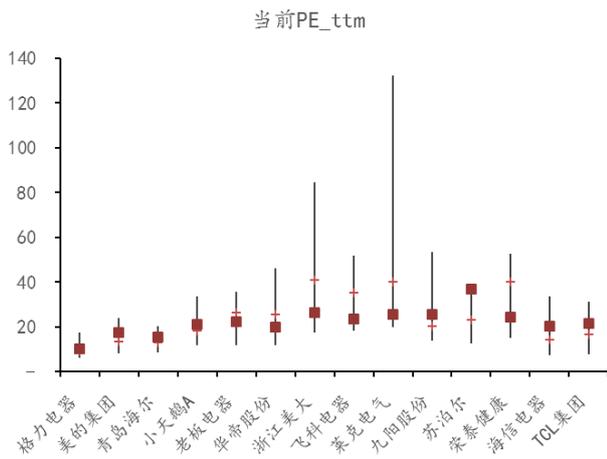
PB 值方面，格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅 A、华帝股份、浙江美大、九阳股份、TCL 集团 PB 估值水平在中位数以上高位数以下，苏泊尔的 PB 估值水平已接近高位数，老板电器、飞科电器、莱克电气、荣泰健康、海信电器的 PB 估值水平在中位数以下。

图表 23：家电板块估值情况



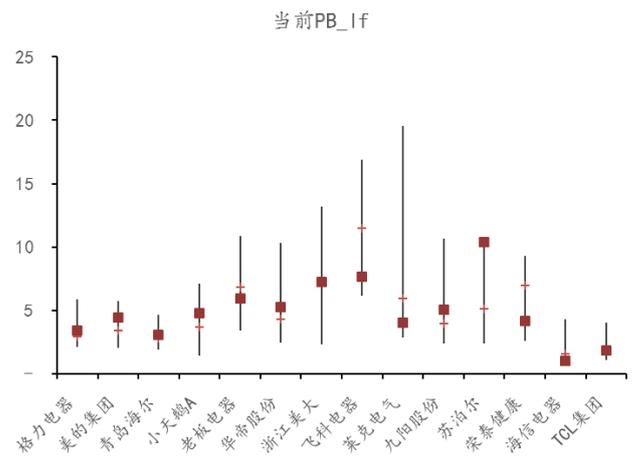
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 24：厨电公司当前 PE 估值水平仍在中位数以下



数据来源：Wind，爱建证券研究所（数据为 2014-1-1 至 2019-4-1）

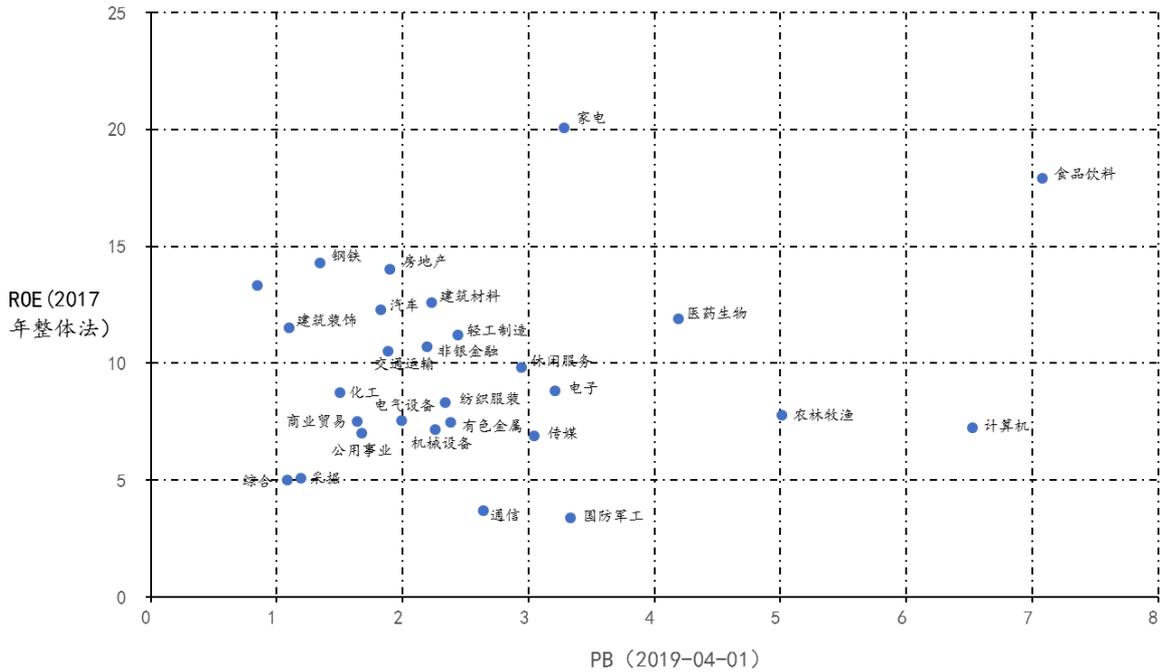
图表 25：厨电公司中老板当前 PB 估值水平仍在中位数以下



数据来源：Wind，爱建证券研究所（数据为 2014-1-1 至 2019-4-1）

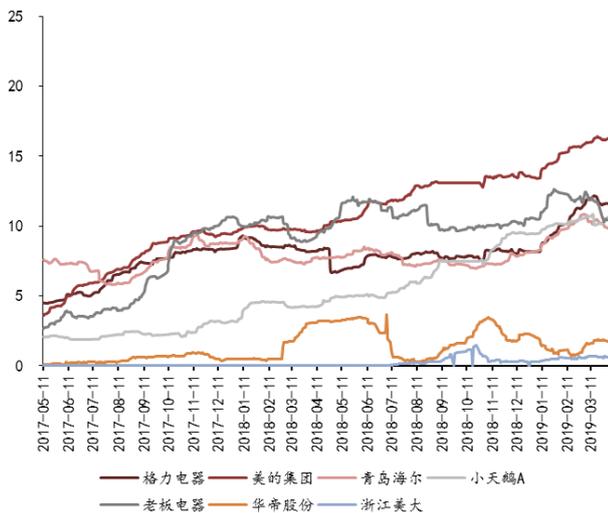
高 ROE 是资金配置的重要指标之一，现阶段家电板块估值相比 2018 年底已逐步上移，但其高 ROE 仍对长线资金有极高吸引力。以外资为代表的资金，家电板块一直是其重点配置方向。从沪（深）港通买入占个股总股本比例来看，龙头公司此比例居高不下最受外资青睐，厨电公司中老板电器占比远超华帝和美大，小家电公司中苏泊尔此比例较高。

图表 26: 家电板块 PB-ROE 情况



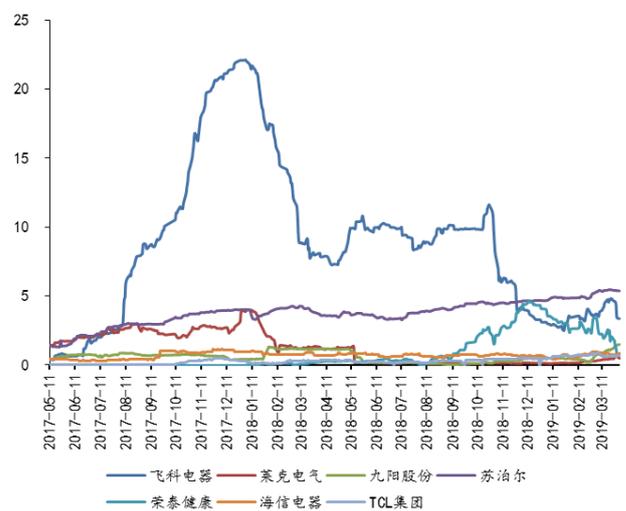
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 27: 重点关注公司沪(深)港通买入占个股总股本比例-1



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 28: 重点关注公司沪(深)港通买入占个股总股本比例-2



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

总体来看, 无论估值面或基本面, 家电优质公司具备长期配置价值; 中短时期内, 基于“地产后周期”投资逻辑, 厨电公司可重点关注, 关注度华帝股份>老板电器>浙江美大。

6、风险提示

历史数据不代表未来走势; 地产政策变动。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com