

三月空调需求超预期，格力股权变更有望催化混改及蓝筹行情

——每周观点 20190407

行业周报

增持（维持）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

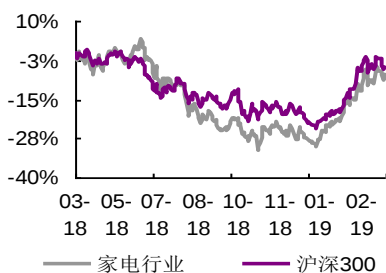
jinxing@ebscn.com

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

空调销量同比+87%，美的价格让利份额提升——家电行业3月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-04-07
重申地产后周期投资机会，继续积极配置家电板块——家电行业每周观点 20190331

..... 2019-03-31
3月地产销量回暖，重视产业链投资机会——光大地产产业链团队联合报告

..... 2019-03-24

◆3月空调线上需求增长超预期，厨电线上需求亦有环比改善

3月空调线上需求表现超预期，淘宝单月销量同比+87%。根据对淘宝家电销售情况的监测，空调单月增速表现超预期，销量同比+87%。而从19Q1累计数据来看，空冰洗淘系销量分别同比+59%/19%/16%，均有不同幅度的环比改善，其中空调提升幅度最为显著，19Q1的整体销量增速水平超过整体需求较好的18Q2。

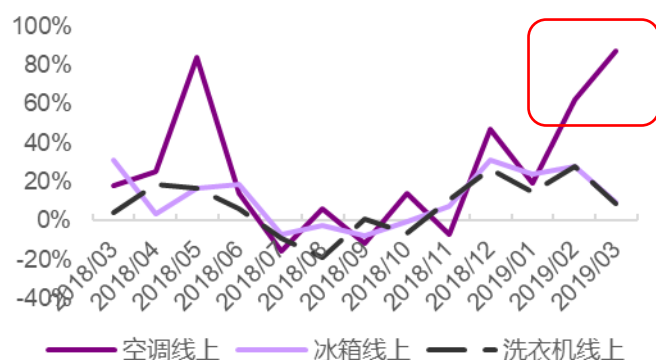
整体看，预计3月空调厨电等品类需求增速均有改善。除淘宝平台数据外，我们结合奥维的高频采样数据来看，3月空调线上线下销量分别同比+51%/-9%，均有不同程度环比改善。而3月烟机线上线下销量分别同比+19%/-18%，线上增速同样出现较大改善。3月需求数据的改善我们认为主要来源于两点：（1）更加积极的终端促销；（2）一二线商品房销售改善及三四线城市的交房大潮。进一步印证了我们前期对地产后周期需求的判断。

◆企业经营情况：3月需求环境改善，美的低价冲份额，跑赢行业

从企业经营反馈来看，3月安装卡增速普遍较1~2月出现提升，而厨电龙头也感受到单月需求出现一定的环比改善。分品牌来看，各公司在19年以来的产品价格战略有一定分化。美的在原材料成本弱周期的支撑下，各个产品线均加大中低端布局，并通过降低出厂价的方式支持终端价格促销。以空调为例，19年3月淘宝系美的空调均价已低于奥克斯，但单月淘宝空调销量份额同比+5pct。预计公司单月安装卡同比增速达60~70%，超出行业。

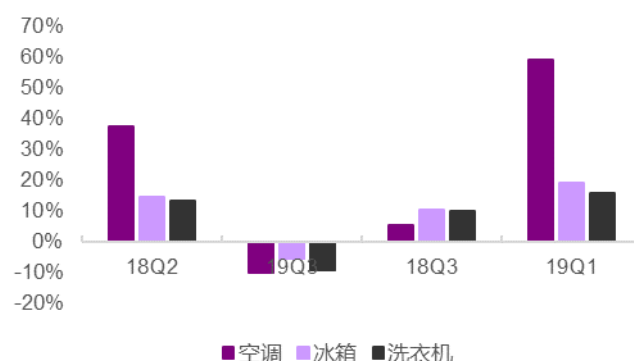
从一季报来看：预计主要白电龙头19Q1收入均有中高个位数增长。整体看，由于19Q1空调实际需求好于预期，同时叠加淡季适度补库存，高基数下白电龙头单季度收入同比增速均有望达到中高个位数水平。而虽然产品线和出厂价有一定调整，但是成本红利有望支撑整体利润表现。

图 1：淘宝系空冰洗销量同比增速情况



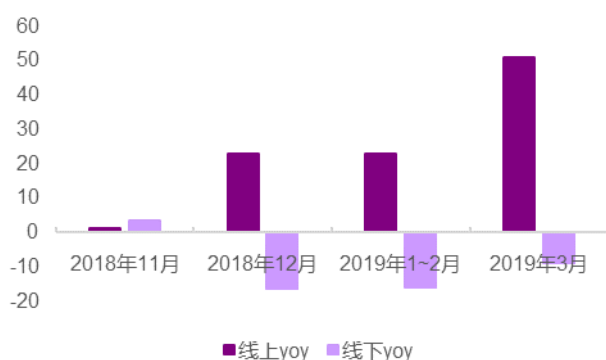
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 2：淘宝空调分季度销量同比增速



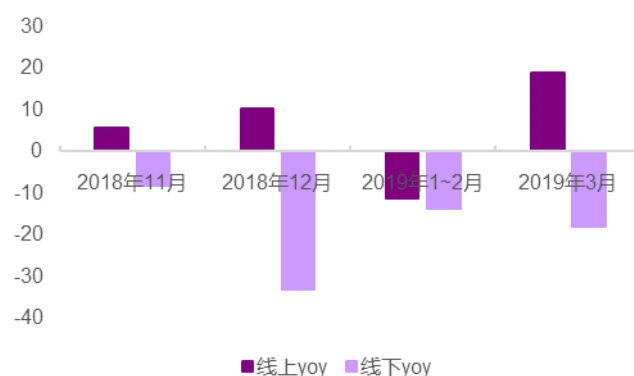
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 3：奥维云网空调采样零售额同比增速



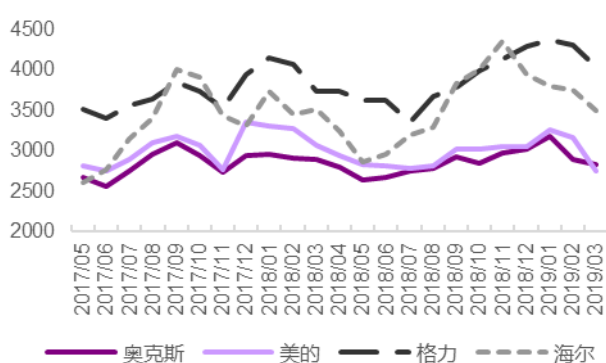
资料来源：奥维云网，光大证券研究所测算，其中 3 月数据根据 3 月周度采样数据测算，下同

图 4：奥维云网油烟机采样零售额同比增速



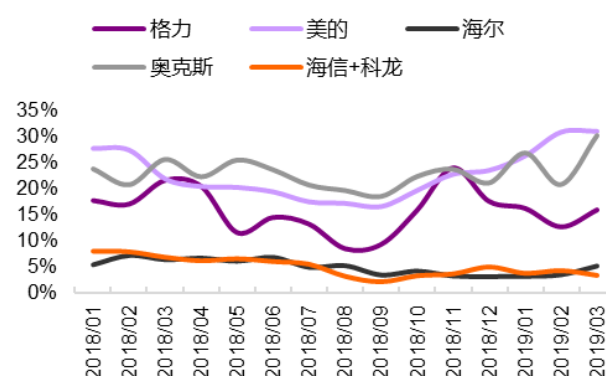
资料来源：奥维云网，光大证券研究所测算

图 5：主要品牌淘宝空调均价情况



资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 6：淘宝空调销量份额情况



资料来源：淘数据，光大证券研究所

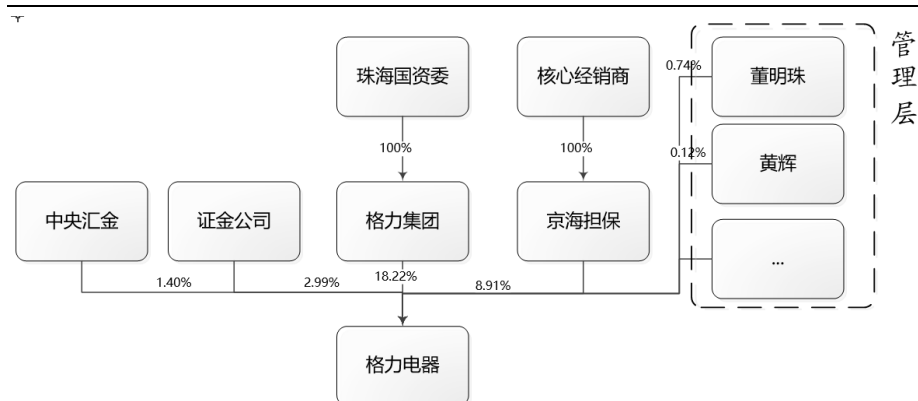
◆格力停牌筹划转让股权，有望带动国企混改概念

格力集团 4 月 1 日起停牌，公告称筹划转让部分格力电器股权，且可能涉及公司控制权变更。我们简单梳理格力股权结构和变动情况如下：

股权结构：国资委为第一大股东，渠道持股比例第二，管理层持股比例较低。拆分格力的股权结构来看，目前公司的第一大股东为格力集团（珠海市国资

委 100%控股)，持股 18.22%；由核心渠道经销商组建的京海担保持股 8.91%，为第二大股东；而目前管理层整体持股比例较低，持股主要来源于 2006 年的股权分置改革以及 2016 年的员工持股计划。

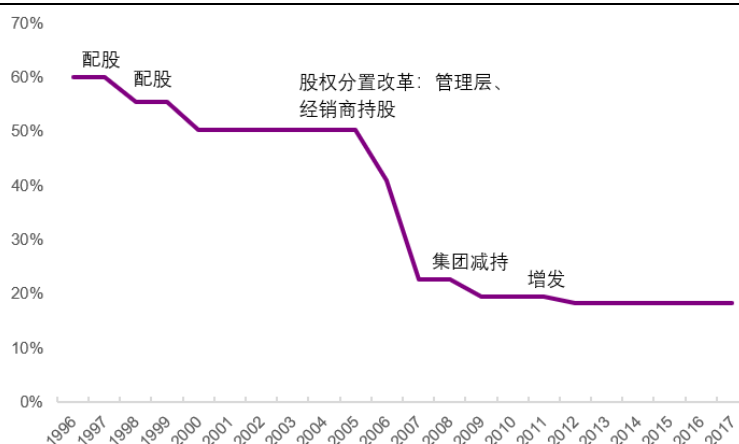
图 7：格力电器股权结构示意



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，数据截止 2018 年三季度

成立至今，格力集团持股比例不断下降，最主要受让为股权分置改革。回顾格力集团的减持历史。至 2005 年股权分置改革前，整体持股均处于 50% 以上。但 2005 年后股权分置改革开始，集团持股比例迅速滑落。再此之后因为主动减持和增发稀释等因素，集团持股比例继续小幅下降。截止 2018 年三季度，持股比例为 18.22%，虽然仍为第一大股东，但整体持股比例下降幅度较大。

图 8：格力集团持股比例变动梳理



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制

本次股权改革有望带来企业经营活力的提升。如前文所述，格力现有的管理层持股，均来源于股权分置改革时期和 16 年的员工持股。和美的（四类股票激励计划）、海尔（09-14 年四期股权激励、15-18 年三期员工持股）日益常态化和多元化的股权激励，格力的股权激励的次数、规模、覆盖人数都显得滞后了不少。

表 1：美的员工激励计划梳理

美的员工激励计划梳理					
股票期权激励					
公告时间	2014 年 1 月	2015 年 3 月	2016 年 5 月	2017 年 3 月	2018 年 3 月
参与人数	693 人	738 人	931 人	1476 人	1341 人
合伙人持股计划					
公告时间	2015 年 3 月	2016 年 3 月	2017 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月
参与人数	15 人	15 人	15 人	20 人（全球合伙人）	50 人（事业合伙人）
限制性股票激励计划					
公告时间	2017 年 3 月	2018 年 3 月			
参与人数	140 人	344 人			

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

若本次股权转让后，发生公司的组织架构变动乃至控股权变更，格力在股权激励方面会更加令人期待，有望进一步激发管理层和骨干员工活力。而如果涉及产业资金的入局，则会为主业协同或多元化扩张打开想象空间。而透过格力本次公告，我们认为有望进一步带来对国企混改概念板块的提振。

◆投资建议：低估值蓝筹仍有上行空间，国企混改标的值得关注

前期地产和宏观压力下，市场对后续需求预期仍然较为谨慎，但从一季度和 3 月需求表现情况来看，零售表现和企业经营情况好于预期。而后续地产销售回暖和集中交房仍将有望对需求形成支撑。所以虽然家电板块年初以来有所上涨，但增长确定性领先的低估值蓝筹仍有较高的安全边际，而本次格力股权改革有望带动国企混改概念板块。建议积极配置家电板块。我们建议关注：

- 1) 估值仍较低，业绩增长确定且存超预期可能的标的：格力电器、美的集团（小天鹅 A）、青岛海尔、九阳股份。
- 2) 受益一二线地产销量回暖与竣工改善的中央空调、厨电、照明等弹性板块：海信家电、欧普照明、老板电器、华帝股份。
- 3) 国企混改相关标的交易性机会。

◆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，毛利率下降。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现逊于大盘，家电所有细分板块均有所上涨。本周沪深 300 指数+4.9%，家电板块整体+4.7%，行业表现逊于大盘。其中白电整机（+5.9%）、黑电整机（+1.8%）、厨电与小家电（+3.2%）、照明（+1.8%）、家电零部件（+4.8%）。

1) 本周板块表现

表 2：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	4.7%	4.9%	5.9%	1.8%	3.2%	1.8%	4.8%
年度至今	40.0%	33.8%	38.0%	59.9%	43.2%	35.9%	33.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表 3：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	天银机电	15.4%	国盛金控	-5.9%
第二名	华帝股份	14.0%	苏泊尔	-3.3%
第三名	海信科龙	13.3%	奥马电器	-0.4%
第四名	哈尔斯	13.1%	欧普照明	-0.2%
第五名	海立股份	13.0%	和晶科技	-0.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼