

家用电器行业

A 股家电龙头有望享受估值溢价

● 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 (A、H)**。

● 一周行情回顾 (2019.04.01-2019.04.04)

沪深 300 指数上涨 9.0%。本周家电板块表现弱于大盘，申万家电指数上涨 8.4%，跑输市场 0.6 个百分点，其中白电指数上涨 8.9%，视听器材指数上涨 4.4%。

● 本周行业要闻

行业动态

➢ 2018 年我国家用电器出口同比增长 9.6%

来自国家电网的数据表明，2018 年我国家用电器产品（含零件）出口 751.2 亿美元，同比增长 9.6%，不但数额喜人，同时也保持了稳定的增长速度。对于我国家电产品出口量的积极增长，来自业界专家的分析认为，主要来自于以下四个因素：经济环境向好、汇率市场变动、贸易策略调整、新型市场开拓。

➢ 65 寸彩电预计迎来爆发，将取代 55 寸成市场主流

据中怡康报告统计，在今年前十二周，线下零售额 TOP3 型号当中有两款是 65 寸。65 寸在线下市场零售量占比 12.9%，零售额占比 25.0%。在 315 促销当周，65 寸市场份额更高，线下零售量占比 16.5%，零售额占比 29.5%。而预计到五一促销期间，65 寸市场份额还会进一步持续被拉高。

➢ 用户需求个性多元，持续利好生活电器市场

据中怡康报道，虽然 2018 年家电市场整体表现低迷，市场规模同比增长仅为 1 个百分点左右，但生活电器市场表现亮点，零售额同比增长超过 10%。2019 年生活电器品类市场表现仍值得期待。中怡康时代认为，功能集成型、劳动替代型和刚需型的产品将拥有巨大增长空间。

● 本周重点报告回顾

➢ **九阳股份 (002242.SZ) 年报点评：预收账款大幅增加，收入有望持续改善**

➢ **新宝股份 (002705.SZ) 一季报业绩预告点评：2019Q1 业绩大幅增长，盈利能力持续改善**

➢ **三花智控 (002050.SZ) 年报点评：收入增长环比放缓，盈利能力降幅收窄**

➢ **全球家电龙头对比专题：A 股家电龙头未来有望享受估值溢价**

● **汇率跟踪：**本周人民币兑美元汇率小幅升值。

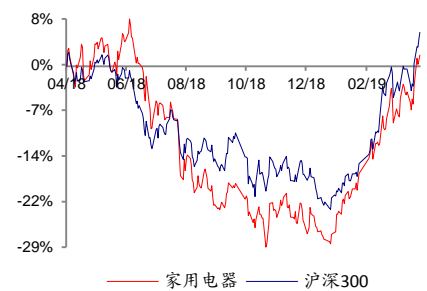
● **原材料价格：**本周铝、冷轧板卷价格下降，铜、原油价格上升。

● **面板价格：**截止 2019 年 3 月，面板价格小幅回升。

● **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	2019-04-07

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：

家用电器行业:全球家电龙头 2019-04-07

对比专题: A 股家电龙头未

来有望享受估值溢价

联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@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(%)	
				2019/04/04	(元/股)	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	18.24	19.65	1.19	1.31	15.29	13.96	8.53	7.00	19.27	18.49
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	53.65	46.24	3.11	3.39	17.25	15.83	14.32	12.47	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	47.21	45.80	4.41	4.67	10.69	10.11	5.67	5.00	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	72.53	78.40	2.03	2.45	35.67	29.66	21.32	22.95	28.27	27.86
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	25.07	27.25	0.98	1.09	25.52	22.99	16.76	21.69	19.80	21.21
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	45.42	56.25	1.94	2.25	23.41	20.21	14.62	14.30	32.47	33.39
海信家电	000921.SZ	增持	人民币	15.25	14.35	1.01	1.12	15.10	13.62	5.47	14.01	18.74	17.20
海信家电	00921.HK	增持	港币	12.20	11.71	1.18	1.31	10.43	9.38	5.47	14.01	18.74	17.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 海信家电(A、H)、苏泊尔、飞科电器、九阳股份 2018 年 EPS 为 2018 年年报公布数据, 港币人民币汇率取 2019.04.04 收盘价 0.855

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾 (2019.04.01-2019.04.04)	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
原材料价格变动跟踪	9
汇率跟踪	9
本周重点报告回顾	10
九阳股份 (002242.SZ) 年报点评: 预收账款大幅增加, 收入有望持续改善 (2019-03-31)	10
新宝股份 (002705.SZ) 一季报业绩预告点评: 2019Q1 业绩大幅增长, 盈利能力持续改善 (2019-04-02)	11
三花智控 (002050.SZ) 年报点评: 收入增长环比放缓, 盈利能力降幅收窄 (2019-04-03)	12
全球家电龙头对比专题: A 股家电龙头未来有望享受估值溢价 (2019-04-07)	13
风险提示	14

图表索引

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300.....	6
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、冷轧板卷价格下降, 铜、原油价格上升.....	9
图 3: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升.....	9
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值.....	9

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 本周家电指数跑输市场 0.6 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（A、H）。

表 1：覆盖公司盈利预测及估值（单位：人民币元，海信家电 H 股数据单位为港元）

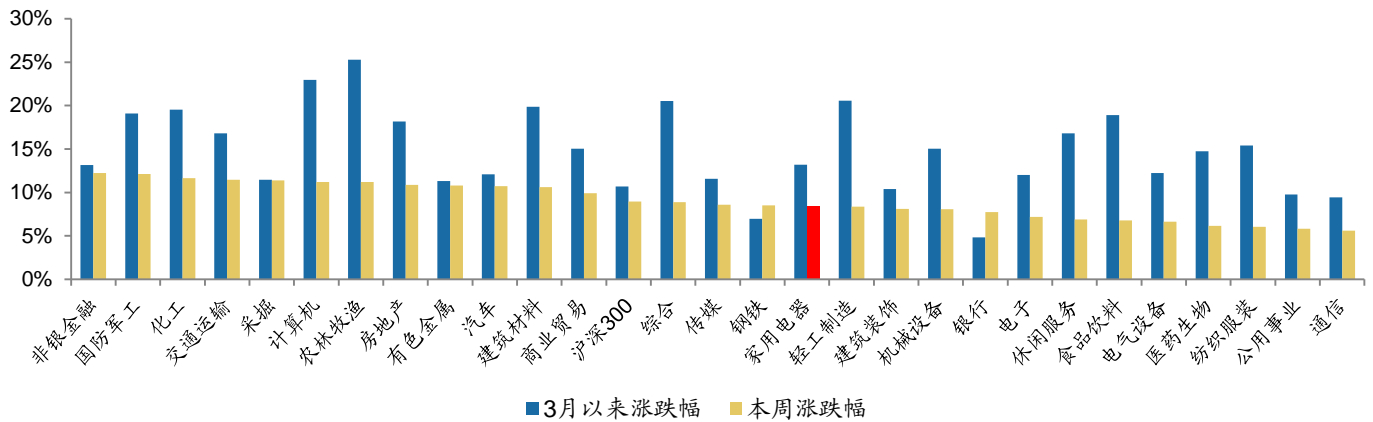
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/04/04	货币	EPS			净利润增速			PE	
					17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	18A/E	19E
600690.SH	青岛海尔	买入	18.24	人民币	1.14	1.19	1.31	38%	10%	10%	15.3	14.0
000333.SZ	美的集团	买入	53.65	人民币	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	17.3	15.8
000651.SZ	格力电器	买入	47.21	人民币	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	10.7	10.1
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.53	人民币	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	35.7	29.7
002242.SZ	九阳股份	买入	25.07	人民币	0.90	0.98	1.09	-1%	9%	11%	25.5	23.0
603868.SH	飞科电器	买入	45.42	人民币	1.92	1.94	2.25	36%	1%	16%	23.4	20.2
000921.SZ	海信家电	增持	15.25	人民币	1.48	1.01	1.12	86%	-32%	11%	15.1	13.6
00921.HK	海信家电	增持	12.20	港币	1.73	1.18	1.31	86%	-32%	11%	10.4	9.4
002705.SZ	新宝股份	增持	13.95	人民币	0.50	0.63	0.76	-5%	24%	20%	22.5	19.1
002677.SZ	浙江美大	增持	15.16	人民币	0.47	0.58	0.67	51%	24%	15%	25.9	22.5
603579.SH	荣泰健康	增持	41.09	人民币	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	21.9	18.1
603355.SH	莱克电气	增持	27.21	人民币	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	22.9	20.1
002508.SZ	老板电器	增持	33.50	人民币	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	21.5	20.5
600060.SH	海信电器	增持	11.08	人民币	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	12.3	10.2
002615.SZ	哈尔斯	增持	7.07	人民币	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	22.7	18.6
002050.SZ	三花智控	买入	16.92	人民币	0.58	0.61	0.69	25%	5%	14%	27.9	24.2
000418.SZ	小天鹅 A	买入	63.48	人民币	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	22.3	19.1
002429.SZ	兆驰股份	增持	3.35	人民币	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	19.9	15.6
603515.SH	欧普照明	增持	38.42	人民币	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	32.2	27.0
002035.SZ	华帝股份	增持	15.99	人民币	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	20.5	18.8
002403.SZ	爱仕达	增持	10.05	人民币	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	17.3	15.0
603486.SH	科沃斯	增持	59.70	人民币	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	48.3	40.6
000100.SZ	TCL 集团	增持	4.08	人民币	0.10	0.23	0.27	-19%	137%	17%	18.0	15.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：浙江美大、海信家电（A、H）、苏泊尔、飞科电器、九阳股份、三花智控2018年EPS与净利润增速为其2018年年报公布数据，海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得，港币转换人民币汇率取2019.04.04汇率收盘价：1港币=0.855人民币。

一周行情回顾（2019.04.01-2019.04.04）

图 1：本周家电板块表现弱于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑输市场 0.6 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	3 月以来涨跌幅
沪深 300	9.0%		10.7%
家用电器	8.4%	-0.6	13.2%
视听器材 (申万)	4.4%	-4.5	24.5%
白色家电 (申万)	8.9%	0.0	11.9%

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

➤ 2018 年我国家用电器出口同比增长 9.6%

来自相关部门的数据表明，2018 年我国家用电器产品（含零件）出口 751.2 亿美元，同比增长 9.6%，不但数额喜人，同时也保持了稳定的增长速度。

对于我国家电产品出口量的积极增长，来自业界专家的分析认为，主要来自于以下四个因素：

第一、经济环境向好。尽管经济大环境承压，但一些海外地区，尤其是欧美国家的经济仍持续增长，带动了这些地区对家电进口的需求。欧美市场是我国家电的重点出口地区，占我家电产品出口市场份额合计达 45%，因此这些地区市场的活跃对我国家电出口的提升产生了较大影响。在 2018 年上半年，我国对欧美家电出口的持续回暖拉动了整个家电出口规模保持增长，并将积极的增长势头延续到了下半年。

第二、汇率市场变动。由于国际经济环境错综复杂，彼此交错，各国之间的贸易都会

对汇率产生一定影响，特别是中美之间的贸易摩擦，为汇率市场带来了较大变动，甚至出现汇率贬值。不过可以看到的是，汇率的贬值也为一些外贸企业缓解了一部分风险和压力，为家电产品的出口带来一股不小的推动力。

第三、贸易策略调整。在中美之间产生经贸摩擦的背景下，企业为应对可能产生的风险，往往会对贸易策略进行一番调整，比如为避免贸易摩擦带来的影响，而提前对美国市场进行出货，这无形之中提高了出口数量，也拉高了出口增长率。

第四、新型市场开拓。在“一带一路”号召下，许多家电企业也都积极地开拓新型市场，业务范围更加广泛，市场也被进一步打开，比如近些年来积极开发的东盟低区市场，就焕发出勃勃生机，也为家电企业贡献出新的出口市场，对整体出口数据也形成了强力支持。（新闻来源：中国家电网）

➤ 65 寸彩电预计迎来爆发，将取代 55 寸成市场主流

2018 年房地产的降温导致彩电市场需求持续疲软。在中怡康看来，中国彩电市场的这种萧条势头很难改变，今年彩电市场是替换市场，新增需求较少，替换购买受多方因素影响，因此今年持续增长的压力依然巨大。

面对这样的市场窘境，行业人士表示，只有转换战略思路，走高端大屏化之路才有机会“脱困”。

而进入 2019 年之后，65 寸大屏电视已经逐步成为市场销量“担当”，也在逐步印证之前的业界预测。据中怡康报告统计，在今年前十二周，线下零售额 TOP3 型号当中有两款是 65 寸。65 寸在线下市场零售量占比 12.9%，零售额占比 25.0%。在 315 促销当周，65 寸市场份额更高，线下零售量占比 16.5%，零售额占比 29.5%。而预计到五一促销期间，65 寸市场份额还会进一步持续被拉高。

此外，在 65 寸电视产品上外观特性上，全面屏相比曲面、超薄等工艺设计更加受到消费者青睐。在过去的三个月前，线下 65 寸彩电全面屏零售量渗透率 21.5%，零售额渗透率 26.3%。由此可见，全面屏已成为当下大尺寸电视的“新宠”。产经观察家、钉科技创始人丁少将认为，65 寸电视逐步“力压”55 寸成为今年彩电市场的“主力”，除了消费者对大屏产品天然“需求”爱好之外。还主要是因为 65 寸电视受到上游面板价格的下滑的影响，从而驱动价格进一步亲民化。

据中怡康统计，2019 年第一季度 65 寸面板价格出现较大幅度的下滑，并且第二季度将会继续下降，65 寸面板价格在跌破 200 美金后会继续下降。面板价格下降给整机价格带来了下降空间，以线下市场为例，根据中怡康时代的零售监测数据，2019 年第 12 周 65 寸彩电均价 7044 元，本年累计均价 7238 元，较同期下降了 2112 元，同期均价 9156 元。

另外在用户体验层面，65 英寸的大屏电视的实际观看效果也是小屏无法比拟的。别看 65 英寸只比 55 英寸大 10 英寸，但是换算成实际显示面积，可是大了 40% 以上，这样带来的视觉冲击和画面效果提升是极为明显。在电视领域，一寸长一寸强的道理向来是不变的真理，因为屏幕尺寸越大，实际带来的效果也就越好。因此，消费者在相对条件允许的情况下，一定会期望更换尺寸更大的电视。

行业人士表示，65 寸及以上高端大屏电视正迎来最佳市场导入期。中怡康认为，65 英寸预计在今年还会迎来爆发小高潮，将是最具市场拉力的成长尺寸，保守的估计市场份额将突破一成以上。因此今年 65 英寸无论从品牌参与的程度和用户的认知来看，再加上价格下落，这些因素都将驱动 65 寸替代 55 英寸成为彩电市场“主力机型”。（新闻来源：中国家电网）

➤ 用户需求个性多元，持续利好生活电器市场

近年来，电商平台的快速崛起，给予生活电器品类巨大的助力。相对较小的尺寸让生活电器特别易于运输和快递，迎合了线上市场的发展。根据中怡康数据，巨大多数的生活电器品类的线上市场零售额都已经超过线下。根据中怡康数据，2018年，电炖锅、电饼铛、煮水系列、咖啡机等品类线上销售占比已经超过七成。线上市场的快速发展和完善也势必给生活电器品类带来全新的发展机遇。中怡康时代推总数据显示，2019年1-2月，生活电器线上市场零售额同比增长10.3%，其中，美发系列、电动剃须刀、煮水系列、电饼铛、电饭煲分别同比增长41%、30.8%、23.1%、21.7%和16.9%。

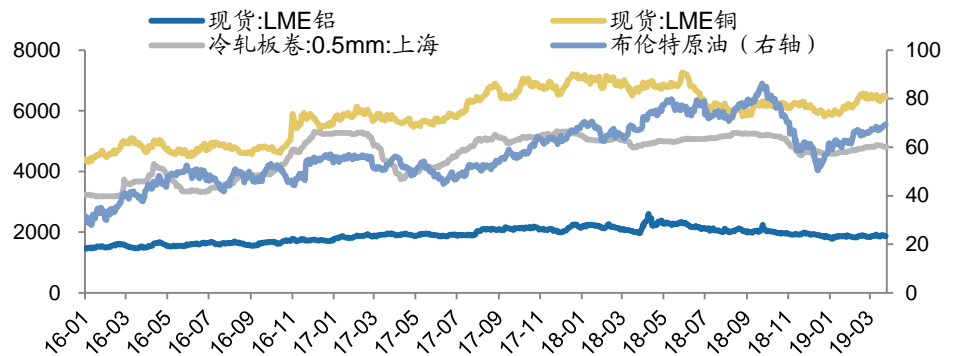
收入的持续增长和生活水平的不断提升，让消费者不再满足现状，对产品功能和需求提出新的主张。随着消费经济进入3.0时代，个性化消费不断刺激整个家电市场需求增长。特别在生活电器领域，多元化的消费需求，给整个市场带来持续的增长动力。

回顾2018年，虽然整体家电市场表现低迷，市场规模同比增长仅为1个百分点左右，但生活电器市场表现亮点，零售额同比增长超过10%，引领行业发展。根据中怡康时代的数据，2018年，生活电器市场规模超过1400亿元。生活电器品类众多，涉及厨房小电、环境小电和个护小电等，能够满足消费者日常生活的多种需求。目前来看，作为生活的必备品，每一类产品都有巨大的上升空间。用户需求决定了生活品类电器的成长力。根据相关数据，中国家庭小家电的保有量不足10种，远远低于欧美发达国家的30种的保有量水平。

在整体市场疲软的大背景下，2019年生活电器品类市场表现仍值得期待。中怡康时代认为，功能集成型、劳动替代型和刚需型的产品将拥有巨大增长空间。研究表明，当前中国家庭尚未达到富裕的阶段，对于多种单一品类小家电的高成本低使用率吸引力有限，具有高使用率、多功能的集成家电可同时满足其功能与经济的要求。同时，扫地机器人、无人豆浆机等解放人力的产品也会受到消费者欢迎。（新闻来源：中怡康时代）

原材料价格变动跟踪

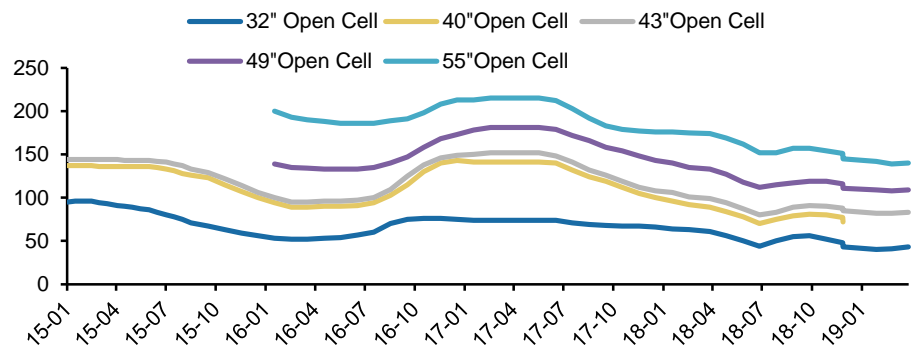
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、冷轧板卷价格下降, 铜、原油价格上升



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 3 月, 面板价格小幅回升

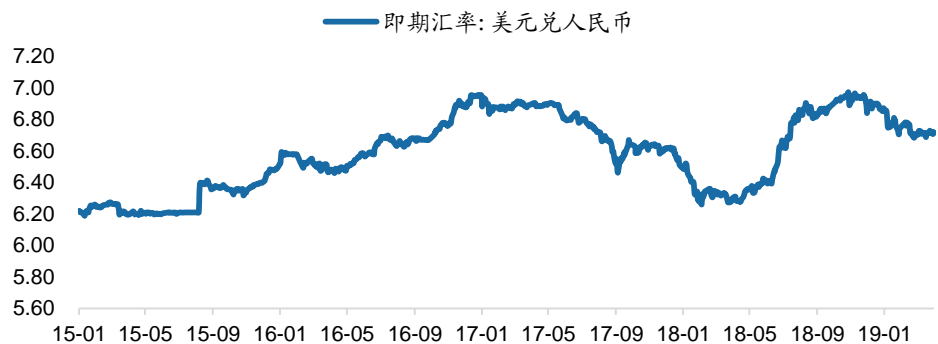


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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升值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

九阳股份 (002242.SZ) 年报点评：预收账款大幅增加，收入有望持续改善 (2019-03-31)

● 收入、利润改善，预收账款大幅增加

公司披露 2018 年年报，2018 年公司实现收入 81.7 亿元 (YoY+12.7%)，归母净利 7.5 亿元 (YoY+9.5%)，扣非归母净利 5.7 亿元 (YoY-6.0%)，毛利率 32.1% (YoY-0.9pct)，净利率 9.2% (YoY-0.3pct)。Q4 单季营业收入 27.3 亿元 (YoY+25.2%)，归母净利 1.9 亿元 (YoY+23.1%)，毛利率 31.6% (YoY-1.9pct)，净利率 6.8% (YoY-0.1pct)。与业绩快报基本一致。

2018 年收入加速增长，主要原因：1) 产品力提升，产品结构持续优化，料理机、营养煲和西式小家电收入快速增长；2) 积极拓展和升级线下渠道，带动品牌形象提升。2018 年收入增速快于利润，主要原因：1) 公司 2018 年通过央视国家品牌计划，新建、升级门店，因而销售费用率提升 1.8pct。2) 另外，公司本期实行了股权激励计划，本期管理费用之股权激励新增 2542 万元。3) 子公司尚科宁家 (中国) 亏损 3026 万元。扣非归母净利慢于归母净利增速，主要由于非流动资产处置，获得收益 2.0 亿元。

2018 年经营净现金流同比增长 736%，原因：1) 经销商打款积极：预收账款同比增长 196%；2) 应付票据、应收账款同比增长 4857%、34%。

● 料理机、营养煲和西式电器收入快速增长

分产品，2018 年以豆浆机为主的食品加工机业务收入 34.1 亿元 (YoY+8%)，考虑到豆浆机业务的拖累，料理机全年实现快速增长；营养煲收入 27.4 亿元 (YoY+19%)；电磁炉收入 6.6 亿元 (YoY+0.1%)，西式电器收入 10.8 亿元 (YoY+21%)；其他产品收入 2.0 亿元 (YoY+1%)。

分地区，内销收入 78.8 亿元，同比增长 10.9%，外销收入 2.9 亿元，同比增长 102.2%，其中关联交易 1.9 亿元，九阳收购尚科宁家 (中国) 以后，外销业务快速增长。

● 产品力、渠道力持续提升，预计未来业绩将持续改善

短期来看：公司产品端、渠道端持续优化，2019 年收入利润有望持续改善，具体来看：1) 产品力：公司拥有较强的产品创新能力，且近年来产品结构持续优化，多品类战略卓有成效，2019 年 3 月 7 日发布的新款静音破壁机、电饭煲等，市场反响良好。2) 渠道力：经过线下经销商调整、门店升级，渠道力提升，2018 年新开设 shopping mall “九阳之家”、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店数百家，逐步建立立体化渠道结构。

长期来看，内销业务，公司作为小家电行业龙头，未来市场份额有望持续提升，同时公司激励良好，长期发展值得期待；外销业务，公司收购尚科宁家 (中国)，未来外销业务有望实现快速增长。

● 投资建议

盈利预测基本假设：我们预计小家电行业集中度持续提升，基于此，我们预测公司 2018-2020 年归母净利分别为 7.5、8.3、9.6 亿元，同比增长分别为 9.6%、9.7%、15.6%，最新收盘价对应 2019 年估值 16xPE，公司作为小家电创新龙头，渠道、产品调整效果明显，业绩逐步改善，参考可比公司的平均估值 2019 年 26xPE，给予公司合理价值 21.6 元

人民币，维持“买入”评级。

● **风险提示**

新品推广低于预期；原材料价格上涨；行业竞争环境恶化；消费升级趋势放缓；均价提升速度放缓；公司宣传投入过大。

新宝股份（002705.SZ）一季报业绩预告点评：2019Q1 业绩大幅增长，盈利能力持续改善（2019-04-02）

● **2019Q1 归母净利大幅增长，盈利能力持续改善**

公司披露 2019 年第一季度业绩预告，2019Q1 公司实现归母净利 6549.1-8612.2 万元，同比增长 50%-100%。

归母净利大幅增长，主要原因：1）制造能力提升带来盈利能力的改善：公司持续专注于主业，通过产品技术创新及自动化建设带来的效率提升等措施，产品盈利能力不断增强；2）2018 年同期基数低：受人民币兑美元汇率波动影响，2018Q1 公司财务费用中的汇兑损失约 6100 万元，预计 2019 Q1 汇兑损失较上年同期有较大幅度减少。

● **看好公司作为出口龙头的长期竞争力**

汇率、原材料等会对出口型企业短期业绩造成影响，但拉长时间维度来看，真正决定出口企业市场格局的因素还在于公司研发、设计能力以及大规模制造下的品控能力。因此随着时间抹平短期市场的波动，我们依然期待西式厨房小家电外销市场集中度持续提升，同时新宝股份自有品牌建设稳步推进，在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实现盈利能力逐步改善，我们认为，未来公司将实现良好的增长，具体来看：

1）外销：公司作为西式厨房小家龙头，出口行业集中度将持续提升带动公司外销业务稳健增长；

2）内销：品牌平台战略推进将带动内销收入快速增长，长期经营情况依然向好。

● **投资建议**

我们预计：外销市场需求来自于更新换代，较为稳定；内销市场，消费升级趋势持续，西式小家电逐步渗透，摩飞等保持良好增长；基于此，我们预计 2018-2020 年归母净利分别为 5.1、6.1、6.9 亿元，同比增长 24%、20%、14%，最新收盘价对应 2019 年 18.60xPE，小家电出口企业 2019 年平均估值约为 20xPE，参考平均估值，给予公司合理价值 15.20 元人民币/股，一季度业绩快速增长，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨；人民币升值；海外需求减弱；内销市场竞争加剧；新品类拓展不利；贸易摩擦。

三花智控 (002050.SZ) 年报点评: 收入增长环比放缓, 盈利能力降幅收窄 (2019-04-03)

● 收入增长环比放缓, 单季盈利能力降幅收窄

公司披露 2018 年年报: 2018 年公司实现收入 108.4 亿元 (YoY+13.1%), 实现归母净利润 12.9 亿元 (YoY+4.6%), 对应净利润率 11.9% (YoY-1.0pct); 其中 Q4 单季实现收入 25.7 亿元 (YoY+7.5%), 实现归母净利润 2.7 亿元 (YoY+4.7%), 对应净利润率 10.5% (YoY-0.4pct)。公司拟向全体股东每 10 股派发 2.5 元现金股息, 共计派发 5.6 亿元, 对应股利支付率 43%; 同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股。

● 库存压力下下游需求放缓, 毛利率下降幅度收窄

公司制冷 / AWECO / 微通道 / 汽零 / 其他业务单元分别实现收入 59.6 / 10.9 / 12.2 / 14.3 / 11.3 亿元, 同比增长 21.0% / -9.3% / -2.9% / 18.3% / 14.7%; 分别实现毛利率 32.6% / 14.9% / 30.4% / 29.4% / 18.0%, 同比变动-3.3 / -2.6 / -4.3 / -1.5 / -3.0 pct, 整体毛利率为 28.6% (YoY -2.6pct)。

(1) 下游库存压力下需求承压: 产业在线数据显示, 2018Q4 单季度空调产量、中央空调销售金额分别达到 2,856 万台 / 208.1 亿元 (YoY -5.2% / -0.3%), 电子膨胀阀、截止阀、四通阀内销量分别达到 1306 万只、5200 万只、2713 万只 (YoY +9.0% / -15.7% / -3.9%)。除电子膨胀阀受益节能环保要求升级外, 其余维持负增长, 对公司制冷业务板块形成拖累, 导致公司收入增速环比继续放缓。

(2) 竞争压力或有所缓解: 前三季度公司在空调零部件市场竞争压力加大的情况下毛利率下降明显, 但从 Q4 单季度看相关因素或已得到缓解, 叠加产品结构升级, 毛利率下降幅度有所收窄。

● 汽零业务发展势头良好, 订单持续增长

年报显示, 公司新能源车热管理产品持续发力, 陆续获取了来自法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉、通用、吉利、比亚迪、上汽等客户的订单, 最大单车货值已近人民币 5000 元。公司公告显示, 三花汽零被确定为上汽大众新能源电动汽车平台水冷板项目的供货商, 相关车型预计于 2020 年批量上市, 生命周期内预计销售额累计约人民币 9 亿元。

● 盈利预测

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 14.7、17.2、20.2 亿元, 同比增长 14.0%、16.9%、17.1%。最新收盘价对应 2019 年 PE 23.8x, 考虑汽零业务有望持续增长, 制冷业务长期确定性高, 预计估值在切换至 2019 年后将有所修复, 给予公司 2019 年 PE 27x, 与 2018 全年收盘价中位数对应的当年静态估值保持一致, 对应合理价值 18.63 元/股。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业景气度下降; 原材料价格上升; 新能源汽车渗透率提升不及预期。

全球家电龙头对比专题：A 股家电龙头未来有望享受估值溢价（2019-04-07）

- **A 股上市家电公司对标境外可比公司估值水平整体相当，但资产质量更高，未来有望享受估值溢价**

随着深港通的开放，外资对 A 股家电板块上市公司表现出了较强的配置意愿。Wind 数据显示，截止至 2019 年 3 月 31 日外资投资者通过陆股通持有 A 股家电上市公司的总市值已达 1,104 亿元，占家电行业总市值的 9.0%。其中美的集团、格力电器、老板电器、青岛海尔、小天鹅 A 为首的白马蓝筹股更受外资投资者的瞩目。

目前 A 股白电公司估值水平与国际综合家电龙头相比较为接近，但距离国际专业化龙头仍具备一定空间；厨电与小家电公司估值水平与海外较为接近。但同时我们也注意到，在整体估值相当的情况下，A 股家电公司表现出了更好的资产质量，具备更大的市场空间、更快的增长速度、更强的生产与管理效率。因此，站在全球配置角度来看，A 股家电龙头依然具有良好的性价比，未来更优的公司质地有望获得更高的溢价。

- **“快”增长是“高”估值的基本前提，黄金十年后 A 股家电仍具增速优势**

海外家电公司收入与业绩增速与历史静态估值水平呈正相关，可见快“增长”仍是“高”估值亘古不变的前提。从历史与近期的情况看：

(1) 受益于中国经济高速增长和消费升级，过去 10 年 A 股家电龙头在收入端、利润端的复合增长率均大幅高于海外可比公司；

(2) 在地产下行周期的短期压力下，2019 年 A 股家电公司增速将有所放缓，但仍高于海外家电公司的一致增长预期。预计未来五年中国家电公司依然能保持高于海外家电公司的成长速度。

- **“高”盈利能力或可享估值“溢价”，A 股家电盈利普遍更强**

从海外可比公司的财报与估值数据来看，盈利能力较强的公司通常具备一定的估值溢价。坐拥有着庞大内需的本土市场，凭借良好的生产、经营和渠道管理能力，A 股家电公司获得了明显的规模经济效应，盈利能力通常强于海外可比公司。

- **高“效率”更易受投资者青睐，A 股家电龙头效率更高**

海外家电公司历史 ROE 中枢与静态 PB 估值间呈现出了较强的正相关性。而相比之下，A 股家电公司资金使用效率与自有资本运营效率更为领先。根据杜邦分析法拆分来看，A 股家电公司更高的 ROE 指标一方面来自于整体净利润率水平的领先，另一方面也在于白电企业对于财务杠杆的运用更加合理、小家电企业更高的资产周转率。

- **“高”分红对估值影响并不明显，利润质量的“高低”则略有影响**

(1) 海外家电静态 PE 估值与历史股息支付率中枢的高低没有较为明显的联系，A 股股息率目前也没有明显优势；

(2) 海外家电公司的静态 PE 估值与利润质量高低有着一定的正相关关系，以经营性现金流 / 营业利润的指标来看，A 股家电公司也未具备明显的优势。

- **风险提示**

MSCI 纳入因子调整不及预期；外资对 A 股的配置意愿不及预期；汇率大幅波动。

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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 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	510627	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

营业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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。