

家用电器

证券研究报告
2019年05月19日

10个问题看清家电行业年报&一季报

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
罗岸阳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120002
luoanyang@tfzq.com
马王杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《家用电器-行业专题研究:贸易战影响大跌以后买什么?》 2019-05-15
- 《家用电器-行业研究周报:贸易战短期影响估值, 内部关注国改投资机会——2019W19周观点》 2019-05-12
- 《家用电器-行业研究周报:财报季收官, 提示关注白电龙头——2019W18周观点》 2019-05-06

2018年三季报总结中,我们提出,家电行业除了受地产的大周期影响,仍旧出现了消费升级、渠道下沉、企业努力维持增长等积极现象。本篇年报和一季报总结,我们主要通过年报信息,回答行业发生了哪些新的变化?

1.地产后周期的家电板块整体回暖了么? 2018年Q4和2019Q1,家电板块整体仍受地产后周期影响,收入增速仍在筑底中:我们认为18年Q4和19Q1仍处于地产后周期需求放缓的不利影响中,行业需求端的拐点仍未到来。剔除投资收益和减值损失,利润端整体增速趋势与收入端基本保持一致

2.贸易战背景下的家电行业表现如何? 我们预计下半年增速改善可能存在抢出口的因素。从板块的毛利率来看,2018年下半年出口表现同比有明显改善,而2018H1同比仍为负值,我们认为背后的原因主要在于汇率的贬值带来毛利率一定程度的上升。**怎么看2019年的出口趋势?**我们预计短期出口额将会有一定波动,企业的客户调整和产能布局调整均需要一段时间,但是从长期来看,中国的家电行业制造能力冠绝全球,具有绝对的竞争优势。

3.家电消费是否仍在升级? 消费升级的趋势在家电行业依然表现较为明显。

4.厨电行业在景气承压之下,为何毛利率逆势提升? 什么原因导致Q1收入增速环比Q4有所改善?2018年Q4厨电行业整体毛利率相比其他行业受益于均价仍有较大幅度提升。厨电公司采取价格战的方式,该如何缓解整体需求放缓带来的增长压力呢?除了进一步的渠道下沉,主要是通过拓展地产渠道去寻找新的增长点,同时加快新品的布局来维持收入的增长。

5.独立于地产周期的小家电行业,Q1增速为什么有所放缓?1)在收入增长放缓背景下,小家电公司纷纷加大了销售费用;2)投入小家电行业的渠道也在不断调整中;3)小家电新品推出将带动销售。

6.黑电行业为什么整体盈利表现不如人意?尽管面板价格处于不断下降的过程,但是由于激烈的市场竞争,行业整体因为面板价格下降的红利基本都通过降价的方式让利给了消费者,盈利能力的拐点仍有待确认。

7.如何理解三大白电经营差异?美的、海尔向左,格力向右:三大白电作为家电龙头在经营思路出现了较为明显的分化:美的和海尔在国内市场的运营思路越来越接近:渠道上均强调公司的零售能力和前装渠道布局,产品上品牌矩阵和套系化出品;格力电器:强化其渠道体系,加深渠道布局。

8.到了比拼产品竞争力的时代,哪些公司对研发更重视?研发人员的比例前25名的公司中,靠前的基本是零部件企业。从产品的研发的投入看,白电龙头公司仍是壁垒最强的企业。

9.财务报表上还有哪些因素值得关注?1)ROE略有下降;2)汇兑损益:享受人民币贬值的红利;3)2019年现金流状况大幅改善。

10.怎么看板块未来的机会?未来板块将步入基本面逐步验证的阶段:我们整体维持19年板块收入端前低后高的判断,后续随着交房数据的好转,将带动家电需求回升。19年原材料价格和汇率是两大红利,同时产品结构继续升级,预计行业整体利润端增速将好于收入端。地产数据传导到家电需要一定时间,预计Q3到Q4将看到基本面将有所兑现,可以积极关注与地产相关性较大的白电板块和厨电板块中的龙头企业。推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3下库存控制良好的美的集团,形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的青岛海尔,以及公司治理改善预期、估值或将提升的格力电器;将海信日立纳入合并报表,转型中央空调龙头企业的海信家电;厨电板块,积极推荐产品高端化,均价提升,内部改革积极的华帝股份,以及布局一二线,或更早受益基本面好转的厨电龙头老板电器。

风险提示:宏观经济波动风险;原材料价格波动风险;汇率波动风险等。

内容目录

1. 地产后周期的家电板块整体回暖了么？	4
2. 贸易战背景下的家电行业表现如何？	6
3. 家电消费是否仍在升级？	7
4. 厨电行业在景气承压之下，为何毛利率逆势提升？什么原因导致 Q1 收入增速环比 Q4 有所改善？	9
4.1. 厨电企业在景气低谷行业加速渠道下沉	10
4.2. 地产渠道快速增长	12
4.3. 烟灶之外，新品类增长贡献较大增速	13
5. 独立于地产周期的小家电行业，Q1 增速为什么有所放缓？	13
5.1. 在收入增长放缓背景下，小家电公司纷纷加大了销售费用投入	14
5.2. 小家电行业的渠道也在不断调整中	14
5.3. 小家电新品推出将带动销售	15
6. 黑电行业为什么整体盈利表现不如人意？	15
7. 如何理解三大白电经营差异？	16
美的、海尔向左，格力向右	18
8. 到了比拼产品竞争力的时代，哪些公司对研发更重视？	19
9. 财务报表上还有哪些因素值得关注？	21
9.1. ROE 略有下降	21
9.2. 汇兑损益：享受人民币贬值的红利	22
9.3. 2019 年现金流状况大幅改善	23
10. 怎么看板块未来的机会？	23

图表目录

图 1：2018 年以来单季度收入增速变化情况（亿元，%）	4
图 2：2018 年以来分行业单季度收入增速变化情况	4
图 3：2018 年年初以来，白电零售端基本保持负增长	5
图 4：2018 年年初以来，厨电零售端基本保持负增长	5
图 5：2018 年以来单季度净利润增速变化情况（亿元，%）	5
图 6：冰洗空分季度出口销量增速%	6
图 7：美元兑人民币汇率	7
图 8：中国家电制造能力首屈一指	7
图 9：2018 年分产品价格及增速（元，%）	8
图 10：2018 年分产品类型比例	8
图 11：油烟机、燃气灶均价同比	9
图 12：2018 年油烟机分品牌均价（元）	9
图 13：钢材价格走势（单位：1994 年 4 月=100）	10
图 14：厨电行业季度收入增速（亿元，%）	10

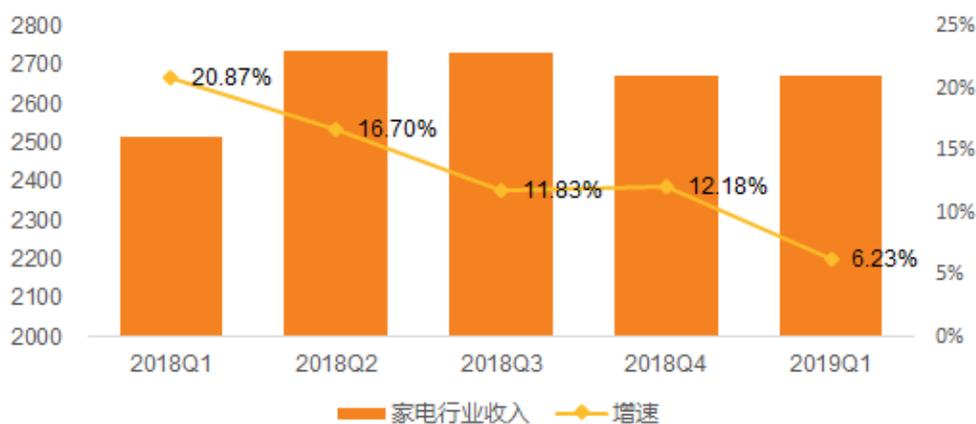
图 15: 厨电公司 2018 年新增门店数	11
图 16: 华帝股份分渠道收入和增速 (亿, %)	12
图 17: 老板电器应收款项 (亿)	12
图 18: 华帝分品类增速 (亿元, %)	13
图 19: 老板电器分品类增速 (亿元, %)	13
图 20: 九阳股份代言人邓伦以及新产品免清洗豆浆机	15
图 21: 黑电内销量 (万台, %)	15
图 22: 黑电面板价格 (美元)	16
图 23: 家电各子行业利润增速	16
图 24: 三大白电收入与增速 (亿元, %)	17
图 25: 三大白电净利润与增速 (亿元, %)	17
图 26: 铜、铝价格同比走势 (%)	18
图 27: 塑料价格走势 (单位: 2005 年 11 月 1 日=1000)	18
图 28: 2018 年家电各板块研发费用情况 (单位: 亿元)	19
图 29: 年初以来家电板块涨跌幅	23
表 1: 各板块 2018 出口增速 (亿, %)	6
表 2: 各板块 2018 出口毛利率 (%)	6
表 3: 家电行业毛利率 (%)	7
表 4: 剔除格力和日出东方之后的家电行业毛利率 (%)	8
表 5: 厨电行业 Q4 和 Q1 毛利率变动情况	9
表 6: 老板电器 2015-2018 年门店数变化情况 (单位: 家)	11
表 7: 华帝股份 2015-2018 年门店数变化情况 (单位: 家)	11
表 8: 浙江美大 2015-2018 年门店数变化情况 (单位: 家)	12
表 9: 小家电各公司收入增速情况 (%)	14
表 10: 小家电行业广告费用 (亿元, %)	14
表 11: 小家电行业销售费用率	14
表 12: 小家电公司 2018 年渠道变化情况	14
表 13: 各板块 2018Q4 及 2019Q1 研发费用率变化情况 (亿元, %)	19
表 14: 2018 年家电公司研发人员比例 (单位: 个, %)	20
表 15: 2018 年研发费用排名前 25 的公司 (亿元, %)	21
表 16: 各板块 ROE 变化情况 (%)	21
表 17: 各板块净利率变化情况 (%)	22
表 18: 各板块权益乘数变化情况 (倍)	22
表 19: 各板块资产周转率变化情况 (%)	22
表 20: 各板块 2018Q4 及 2019Q1 财务费用率变化情况 (%)	22
表 21: 2018Q4 及 2019Q1 财务费用率变化情况 (%)	23
表 22: 2018Q3、Q4 及 2019Q1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比例的变化情况 (%)	23
表 23: 2018Q4 及 2019Q1 应收票据和应收账款变化情况 (亿元, %)	23

2018 年三季报总结中，我们提出，家电行业除了受地产的大周期影响，仍旧出现了消费升级、渠道下沉、企业努力维持增长等积极现象。本篇年报和一季报总结，我们主要通过年报信息，回答行业发生了哪些新的变化？

1. 地产后周期的家电板块整体回暖了么？

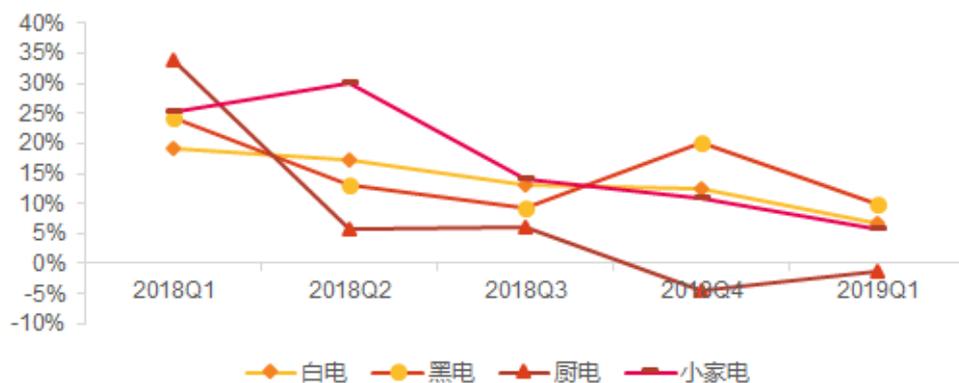
2018 年 Q4 和 2019Q1，家电板块整体仍受地产后周期影响，收入增速仍在筑底中：2018 年 Q4 家电行业收入整体增速为 12.18%，Q1 增速为 6.23%，整体收入端增速依然处于放缓的态势。究其原因，我们认为 18 年 Q4 和 19Q1 仍处于地产后周期需求放缓的不利影响中，行业需求端的拐点仍未到来。

图 1：2018 年以来单季度收入增速变化情况（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

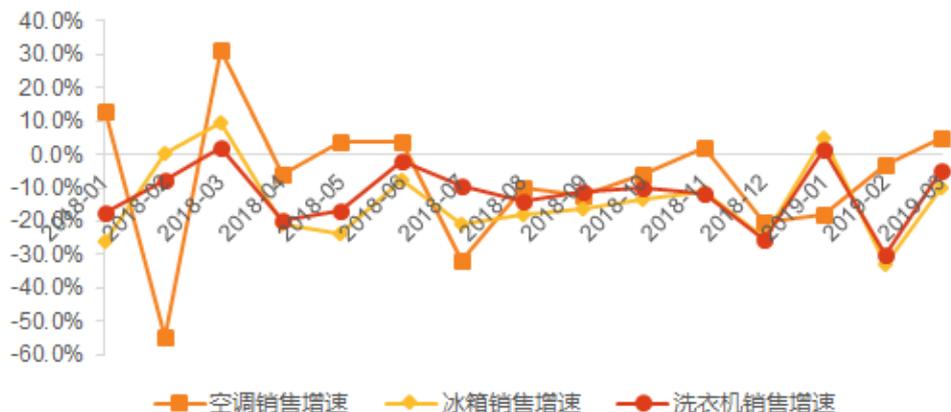
图 2：2018 年以来分行业单季度收入增速变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从第三方数据看，2018 年 Q4-2019Q1 期间，冰箱、洗衣机、空调和厨电行业月度增速仍处于 0% 增长上下波动。

图 3：2018 年年初以来，白电零售端基本保持负增长



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 4：2018 年年初以来，厨电零售端基本保持负增长



资料来源：中怡康，天风证券研究所

剔除投资收益和减值损失，利润端整体增速趋势与收入端基本保持一致：2018Q4 板块净利润增速出现大幅负增长，主要是由于 2019 年 Q4 板块的投资收益大幅减少以及部分公司出现资产减值导致。但是从 2019 年一季度看，增速相比 18Q3 仍有较大幅度回落。

图 5：2018 年以来单季度净利润增速变化情况（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 贸易战背景下的家电行业表现如何？

大的地产周期对国内家电的需求仍然没有体现出趋势性的拐点，那么 18 年爆发的和美国的贸易战之下，家电企业的出口情况表现如何呢？

市场担心贸易战对家电行业的出口产生不利影响，但是从 2018 年下半年各行业出口增速来看，同比增速均相比上半年大幅改善，我们预计下半年增速改善可能存在抢出口的因素。

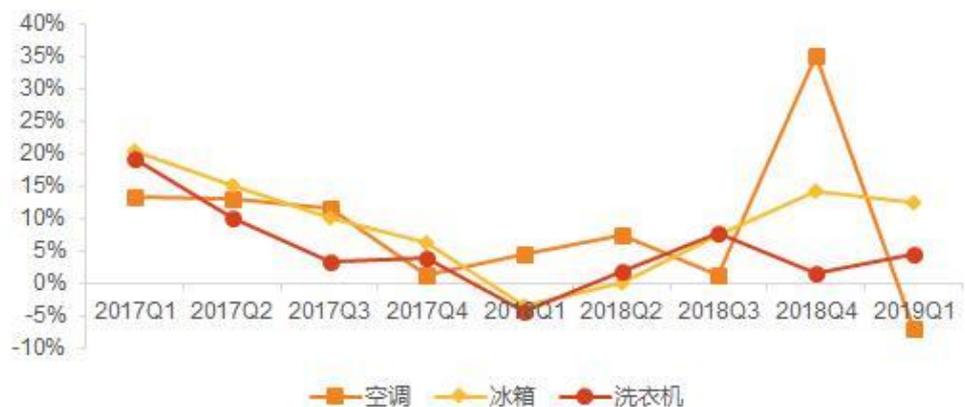
表 1：各板块 2018 出口增速（亿，%）

板块	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2018H1 同比变动	2018H2 同比变动
家电行业	1424.70	1538.49	1546.70	1902.59	8.56%	23.67%
白电	1131.73	974.63	1182.50	1141.86	4.49%	17.16%
黑电	139.13	338.86	232.56	437.26	67.16%	29.04%
厨电	12.63	12.34	13.53	11.27	7.12%	-8.67%
小家电	69.54	123.16	55.88	154.61	-19.64%	25.54%
零部件	71.67	89.50	62.22	157.59	-13.18%	76.07%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从产业在线的月度出口数据看，2018 年出口增速整体呈现前低后高的态势，和板块的外销收入增速相互印证。

图 6：冰洗空分季度出口销量增速%



资料来源：产业在线，天风证券研究所

从板块的毛利率来看，2018 年下半年出口表现同比有明显改善，而 2018H1 同比仍为负值，我们认为背后的原因主要在于汇率的贬值以及出口集中度的提升，带来毛利率一定程度的上升。

表 2：各板块 2018 出口毛利率 (%)

板块	2017H1	2017H2	2018H1	H1同比	2018H2	H2同比
家电行业	19.4%	19.7%	17.5%	-1.9%	20.2%	0.52%
白电	14.5%	15.7%	13.9%	-0.6%	16.5%	0.82%
黑电	9.6%	9.7%	9.6%	0.0%	10.6%	0.95%
厨电	13.3%	18.8%	15.0%	1.7%	23.0%	4.24%
小家电	27.9%	25.6%	23.6%	-4.2%	26.8%	1.22%
零部件	20.9%	19.7%	19.0%	-1.9%	18.8%	-0.92%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：美元兑人民币汇率



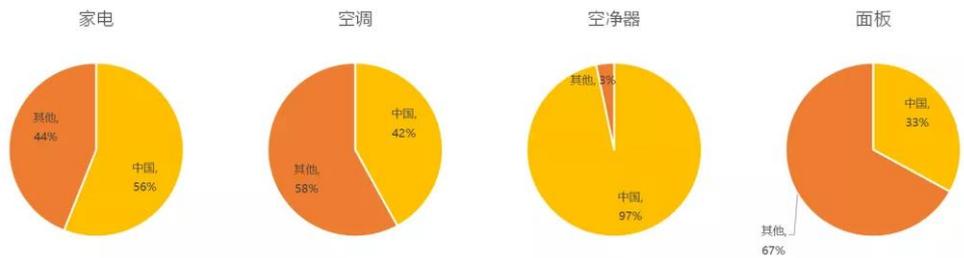
资料来源：Wind，天风证券研究所

怎么看 2019 年的出口趋势？

从白电行业来看，洗衣机和冰箱 2019 年 Q1 出口增速仍保持较高水平，空调相比 Q4 有明显的回落，主要原因是北美地区由于订单前移至 Q4，今年 Q1 出口表现为 19.2% 的下滑，亚洲地区整体需求并不乐观，仅欧洲和非洲地区保持了个位数的小幅增长。19Q1 冰箱冷柜尽管整体出口增速增长，但是对美国出口额下滑了 25%。

同时，在美国对中国 2000 亿美元进口商品关税由 10% 上调到 25% 的背景下，预计短期出口额将会有一定波动，企业的客户调整和产能布局调整均需要一段时间，但是从长期来看，中国的家电行业制造能力冠绝全球，具有绝对的竞争优势。

图 8：中国家电制造能力首屈一指



资料来源：韩国电子信息通信产业振兴会，IHS，天风证券研究所

3. 家电消费是否仍在升级？

2018 年，国内市场关于消费是升级还是降级的讨论不绝于耳，我们从数据来看到底是不是家电消费仍在升级？

整体看 2018 年 Q4 板块毛利率有所下降，若剔除影响较大的格力电器（返利等因素的影响导致毛利率变化幅度较大），以及厨电中的日出东方（太阳能热水器等毛利下降较多），板块整体毛利率均有小幅升级，并且除黑电之外，其余子行业毛利率均在提升，并且厨电和小家电的毛利率提升幅度非常显著。

表 3：家电行业毛利率 (%)

板块	2017Q4	2018Q1	2018Q4	2019Q1	2018Q4 同比变动	2019Q1 同比变动
家电行业	26.20%	24.94%	25.25%	25.70%	-0.96%	0.76%
白电	30.14%	27.45%	29.03%	28.67%	-1.11%	-0.22%
黑电	12.75%	12.33%	11.90%	11.33%	-0.85%	-1.00%
厨电	40.28%	40.14%	43.62%	43.62%	3.35%	0.48%
小家电	30.86%	30.36%	32.68%	30.98%	1.81%	-0.63%

资料来源：Wind，天风证券研究所

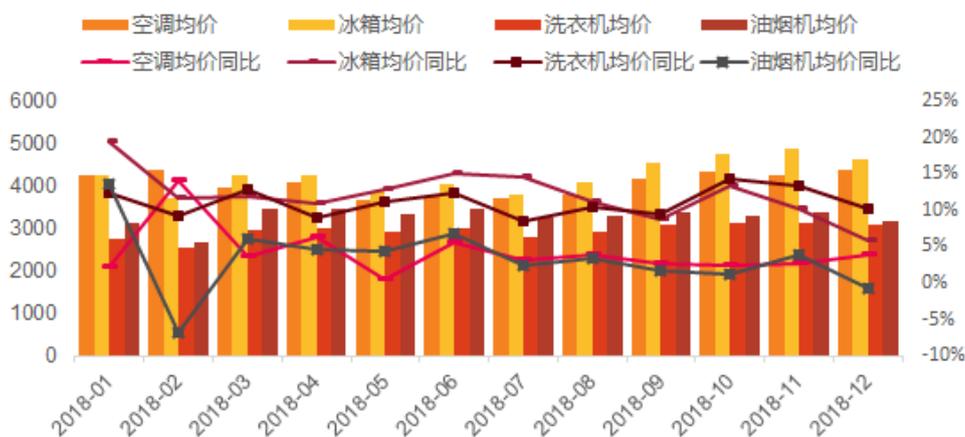
表 4：剔除格力和日出东方之后的家电行业毛利率 (%)

板块	2017Q4	2018Q1	2018Q4	2019Q1	2018Q4 同比变动	2019Q1 同比变动
家电行业	24.02%	23.74%	24.18%	24.76%	0.16%	1.02%
白电	27.44%	26.21%	28.12%	27.91%	0.69%	1.70%
黑电	12.75%	12.33%	11.90%	11.33%	-0.85%	-1.00%
厨电	41.12%	40.29%	46.35%	44.52%	5.22%	4.23%
小家电	30.86%	30.36%	32.68%	30.98%	1.81%	0.63%

资料来源：Wind，天风证券研究所

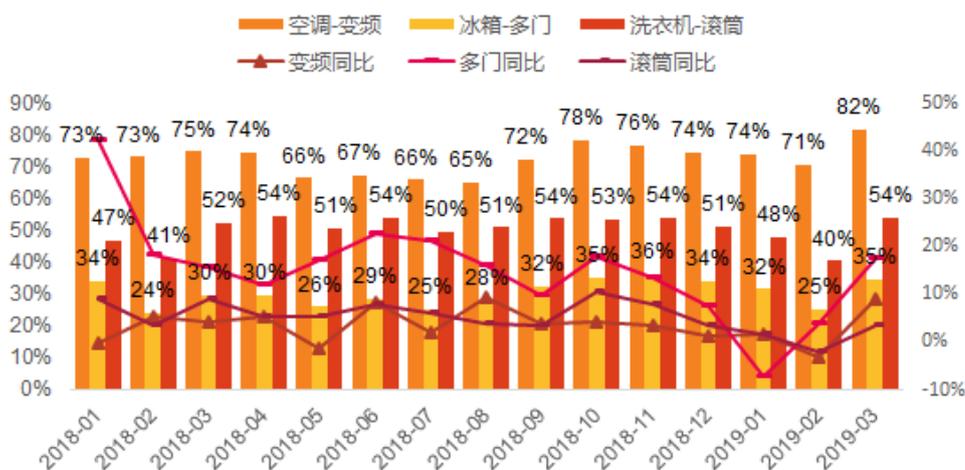
从中怡康的均价看，随着空调变频比例的上升、洗衣机大容量、滚筒比例增加以及冰箱多开门的普及，均价均有不同程度的上涨。消费升级的趋势在家电行业依然表现较为明显。

图 9：2018 年分产品价格及增速 (元, %)



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 10：2018 年分产品类型比例



资料来源：中怡康，天风证券研究所

4. 厨电行业在景气承压之下，为何毛利率逆势提升？什么原因导致 Q1 收入增速环比 Q4 有所改善？

尽管 2018 年市场一直担心在行业景气度低迷的厨电行业，企业是否会因为增长的压力而采用降价促销的办法，挑起一轮价格战，毕竟从空调行业的历史看，市场份额的提升伴随着数轮价格战。但是从厨电行业的数据看，2018 年 Q4 厨电行业整体毛利率相比其他行业仍有较大幅度提升，仍是受益于均价提升。

表 5：厨电行业 Q4 和 Q1 毛利率变动情况

公司	2018Q4	2017Q4	同比变动	2019Q1	2018Q1	同比变动
老板电器	54.12%	47.81%	6.32%	54.79%	52.32%	2.47%
浙江美大	51.97%	54.21%	-2.24%	53.84%	54.57%	-0.73%
华帝股份	50.24%	48.64%	1.60%	48.13%	45.36%	2.77%
万和电气	31.51%	24.64%	6.87%	32.38%	26.69%	5.68%
合计	46.35%	41.12%	5.22%	44.52%	40.29%	4.23%

资料来源：Wind，天风证券研究所

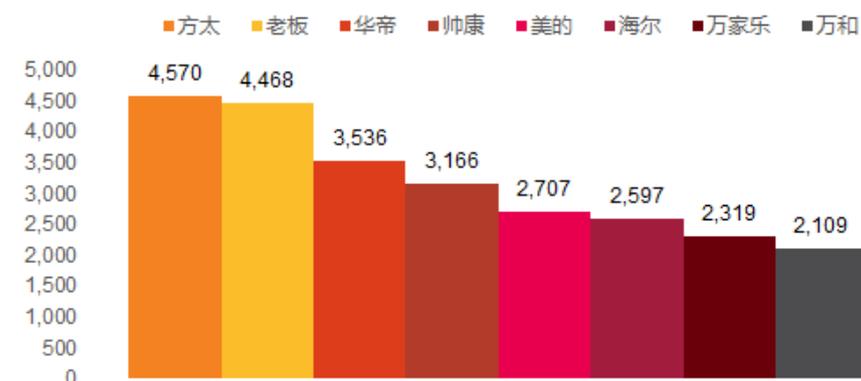
图 11：油烟机、燃气灶均价同比



资料来源：中怡康，天风证券研究所

我们认为背后的原因在于行业本质上是分层竞争，高端品牌中老板和方太基本为寡头垄断，华帝占据次高端，美的、海尔等品牌在中低端，竞争的分层导致价格战对提升市场份额的效果大打折扣。因此，厨电公司普遍没有采取价格竞争这一手段，反而随着产品结构的进一步升级，均价有所提升。

图 12：2018 年油烟机分品牌均价 (元)



资料来源：中怡康，天风证券研究所

此外，2019年Q1的均价提升，同时还叠加了原材料价格的红利，尤其是厨电原材料中占比最大的钢材在Q1降价幅度较大。

图 13：钢材价格走势（单位：1994年4月=100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

既然厨电公司没有采取价格战的方式，那么怎么去缓解整体需求放缓带来的增长压力呢？从产业在线数据看，2018年厨电内销是负增长，从板块收入看Q4也呈现下滑，尽管19年Q1增速环比有所改善，但是2019年Q1厨电增速仍为-4%，整个产业依然面临较大的增长压力。

图 14：厨电行业季度收入增速（亿元，%）



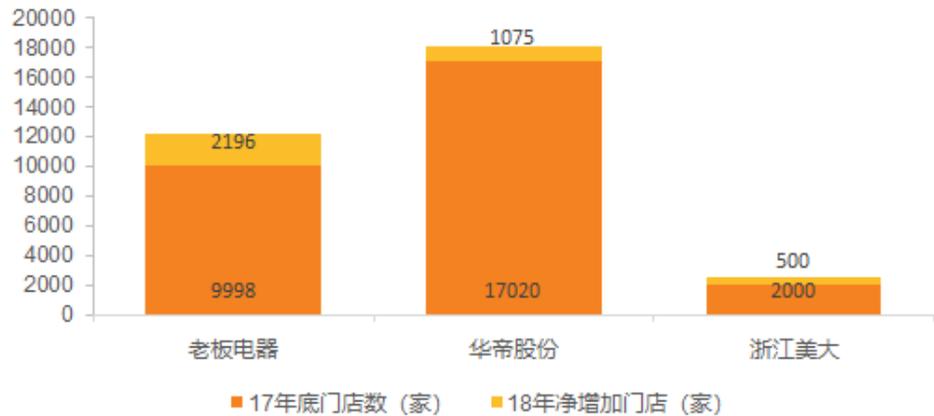
资料来源：产业在线，天风证券研究所

我们的答案是：板块的公司除了进一步的渠道下沉，主要是通过拓展地产渠道去寻找新的增长点，同时加快新品的布局，来维持收入的增长。

4.1. 厨电企业在景气低谷行业加速渠道下沉

2018年在厨电行业收入增长承压的情况下，三个重点厨电公司，老板电器、华帝股份和浙江美大终端门店数量进一步增加。

图 15: 厨电公司 2018 年新增门店数



注: 包含各公司旗下所有品牌网点+专卖店, 不包含农村联络站、城市公司、经销商等。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

老板电器: 2018 年加大对三四线城市的开拓, 新增城市公司 68 家, 达到 155 家, 新建专卖店 535 家, 总数达 3258 家, 同比增长 17.8%。子品牌名气省会、地市级、县级和乡镇网点同比增长 39.7%、28.1%、33.8%和 23%。

表 6: 老板电器 2015-2018 年门店数变化情况 (单位: 家)

老板电器	2016	2017	2018
老板品牌			
城市公司	101	-	155
专卖店	2650	2998	3258
名气品牌			
一级经销商	90	87	92
省会城市网点	-	184	257
地级市网点	-	800	1025
县城专卖店+网点	1908	2364	3161
乡镇网点	2016	3652	4493
样板乡镇农村联络站	-	3000+	3600+

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

华帝股份: 公司对经销商进一步优化, 取消部分直供经销商, 经营薄弱地区进一步拆分经销商, 优化渠道体系。

在门店建设方面, 华帝品牌加大旗舰店比例, 2018 年同比增长 79.5%, 标准专卖店同比增长 10.9%, 乡镇和社区网点进一步优化。百得品牌经销商在 2018 年同比增长 11.8%, 专卖店和乡镇网点数量增长 30.5%和 10.9%。

表 7: 华帝股份 2015-2018 年门店数变化情况 (单位: 家)

华帝股份	2016	2017	2018
华帝品牌			
一级经销商	-	133	117
旗舰店	-	234	420
标准专卖店	2898	2961	3283
乡镇网点	5301	5823	5653
社区网点	1114	1307	1374
KA卖场店	1849	2158	2123
百得品牌			
一级经销商	259	203	227
专卖店	878	1134	1480
乡镇网点	2507	3271	3627
KA卖场店	124	132	135

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

浙江美大：加大 KA 投入

浙江美大的终端门店增长接近 25%到 2500 家；公司积极推进 KA 渠道的建设，在已进入国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等知名家电建材卖场的基础上，公司又相继与红星美凯龙、居然之家、苏宁易购签订了战略合作协议，进一步布局家电 KA 渠道。

表 8：浙江美大 2015-2018 年门店数变化情况（单位：家）

浙江美大	2016	2017	2018
一级经销商	1000+	1000+	1300
终端门店	2000+	2000	2500

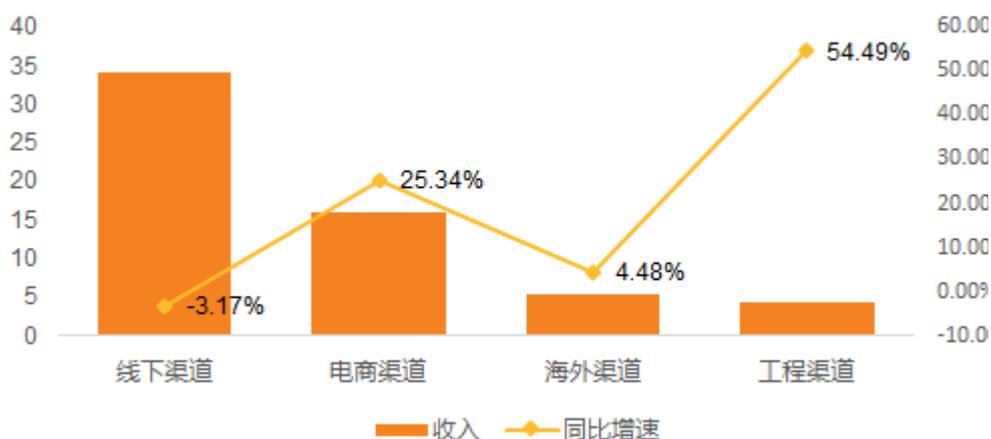
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.2. 地产渠道快速增长

2018 年，老板电器密切跟进恒大、碧桂园、万科等客户，以差异化的产品满足不同楼盘的需求，尤其是中央吸油烟机这款别具一格的产品帮助公司开拓工程渠道，预计工程渠道 2018 年为公司增长最快的渠道，增速约 30%；

另一个厨电龙头华帝股份在地产渠道同样发力，2018 年分渠道看，地产渠道占比已经达 7.33%，增速高达 54.49%，为增速最高的渠道。

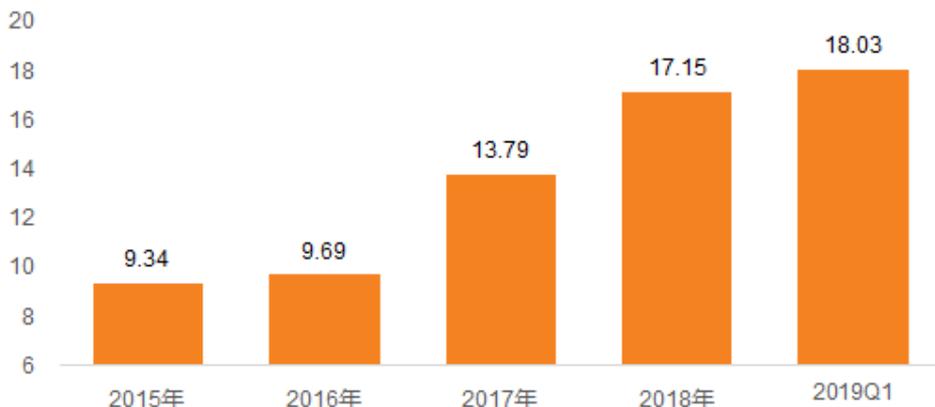
图 16：华帝股份分渠道收入和增速（亿，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

与之对应的，由于地产渠道回款整体较差，老板电器的应收账款近年来增长较多。

图 17：老板电器应收款项（亿）

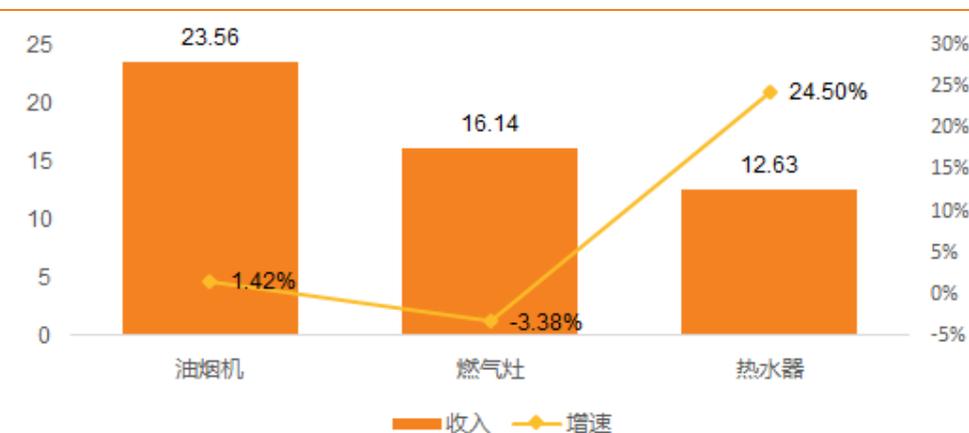


资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3. 烟灶之外，新品类增长贡献较大增速

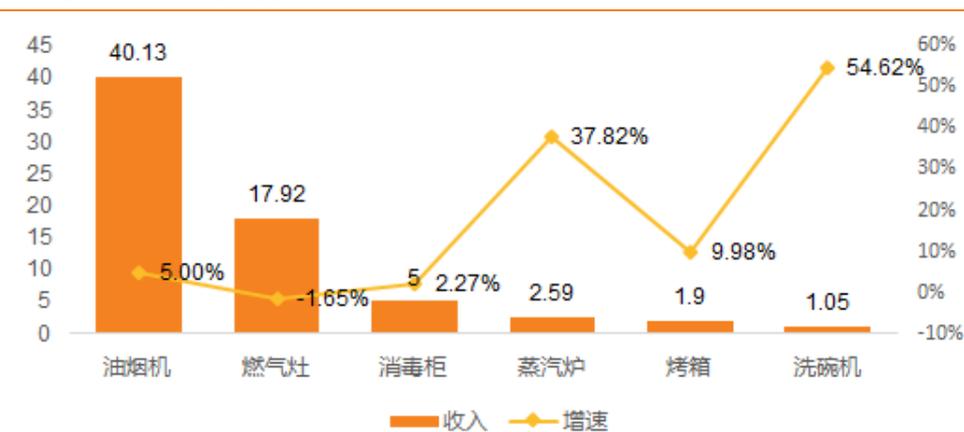
华帝在传统的烟灶之外，积极发力热水器业务，其体量已经和燃气灶业务较为接近，且 2018 年增速高达 24.50%。老板电器在烟灶消之外开拓嵌入式产品，蒸汽炉和洗碗机增速分别为 37.82%和 54.62%。

图 18：华帝分品类增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：老板电器分品类增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

5. 独立于地产周期的小家电行业，Q1 增速为什么有所放缓？

2019 年 Q1，小家电行业增速整体有所放缓。厨房类小家电公司中，除了九阳股份表现超预期，其余公司收入端均有所放缓。重点公司中，苏泊尔放缓的主要原因在于 2018 年线上大厨电和刀具水杯等新品是较大的增量，2019 年 Q1 有所放缓，以及 Q1 整体出口增速较低。非厨房类小家电中，飞科电器受制于渠道调整影响以及新产品进展较缓慢，莱克内销自主品牌增速放缓，出口在关税增加等压力下增速承压，科沃斯受机器人代工订单调整，自主品牌机器人收入增速放缓等多重影响 Q1 增速下降较多。

表 9：小家电各公司收入增速情况 (%)

厨房类小家电	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
苏泊尔	18.46	21.24	30.63	23.63	17.23	12.00
九阳股份	-4.34	5.57	16.16	0.08	25.16	14.70
爱仕达	25.70	9.40	6.21	1.03	7.22	4.94
哈尔斯	4.54	2.78	39.76	77.21	1.54	0.64
新宝股份	14.84	3.93	-4.99	4.61	7.14	3.41
非厨房小家电						
飞科电器	14.90	-5.93	19.04	6.66	-2.74	-4.39
莱克电气	25.61	11.76	6.65	-0.28	-4.89	-6.71
科沃斯	—	—	—	27.95	19.53	3.10

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.1. 在收入增长放缓背景下，小家电公司纷纷加大了销售费用投入

小家电行业相比大家电更具有快消品属性，2018 年小家电纷纷加大了广告投入，增幅远高于其他家电子行业，同时在 2019 年小家电行业的整体销售费用率同比持续提升。快消品属性更强的小家电公司，有望在广告费用的投入下，在未来几个季度获得更好的增长，收入端有望环比出现改善。

表 10：小家电行业广告费用 (亿元，%)

板块	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2018H1 同比变动	2018H2 同比变动
厨电	12.05	24.46	14.72	25.71	22.17%	5.12%
黑电	8.41	17.18	10.26	20.13	21.97%	17.13%
小家电	12.41	27.30	17.57	35.68	41.55%	30.70%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：小家电行业销售费用率

	2018Q4	2017Q4	同比变动	2019Q1	2018Q1	同比变动
销售费用率	14.05%	13.10%	0.96%	12.84%	12.04%	0.79%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 小家电行业的渠道也在不断调整中

同时，各家小家电公司针对消费人群习惯的变化，均在线上和线下做渠道调整，尤其是加强线下体验店开设以及增加渠道密度。

表 12：小家电公司 2018 年渠道变化情况

公司	线上	线下
飞科电器	与淘宝天猫商城、京东商城、苏宁易购等知名电商平台保持良好的合作关系，开拓与拼多多、小红书等新兴电子商务平台的合作。	线下渠道转型调整。
苏泊尔	持续加大电子商务渠道建设。	持续开拓三四级市场，提升网点的覆盖率和覆盖密度，扩大单店产出。
九阳股份	线上收入继续保持较好增长，开始直营天猫平台的“joyoung九阳官方旗舰店”业务。	优化提升传统渠道终端门店，稳步推进 Shopping Mall 等新兴业态商业综合体渠道的门店拓展。
科沃斯	线上渠道在深化同京东、天猫、苏宁和唯品会等主流电商平台合作的基础上，积极拓展同网易严选和云集等多家新兴电商平台的合作。	在现有渠道进行零售门店改革，引入新零售系统；在战略空白区域与各平台携手开发，进行渠道下沉；设立线下体验店。
莱克电气	线上走专业化品类聚焦路线，并积极引进发展优质网购代理，引入竞争优胜劣汰，实现线上业务倍增目标。	线下渠道下沉，实施渠道转型，一二线城市进驻高流量的购物中心，建立形象店，扩大品牌影响力。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.3. 小家电新品推出将带动销售

2019 年 Q1，九阳推出了一系列新品，同时邓伦成为其代言人，在新品拉动下，九阳 Q1 表现亮眼。

图 20：九阳股份代言人邓伦以及新产品免清洗豆浆机



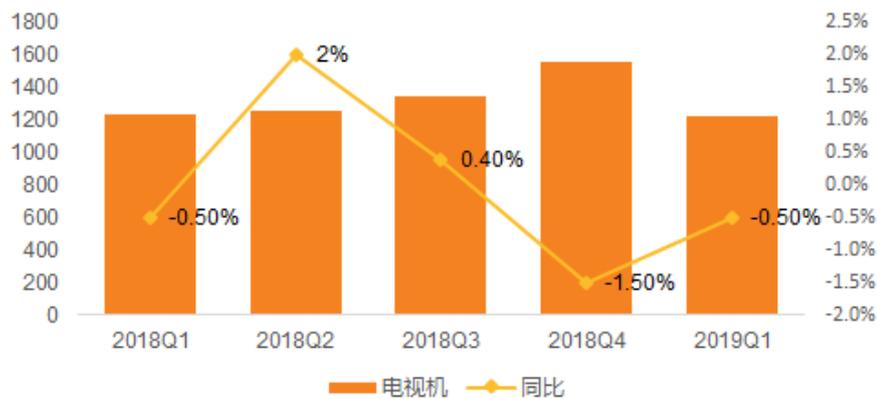
资料来源：天猫，天风证券研究所

我们预计未来几个季度随着新品不断推出、营销资源的投入以及渠道的调整，小家电内销端有望环比改善；出口端尽管面临贸易战的压力，但是可能在人民币贬值的影响下，有望获得超越市场预期的增长。

6. 黑电行业为什么整体盈利表现不如人意？

2018 年黑电行业整体需求低迷，整体销量基本持平。

图 21：黑电内销量（万台，%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

尽管面板价格处于不断下降的过程，但是由于激烈的市场竞争，小米等互联网电视增长迅速，行业整体因为面板价格下降的红利基本都通过降价的方式让利给了消费者。以黑电龙头海信电器为例，公司 18 年公司电视机业务毛利率 14.70%，在面板成本下行、产品结构改善的背景下，同比仅微增 0.46 个百分点，2019Q1 毛利率同比下滑出现 0.41 个百分点的下滑。

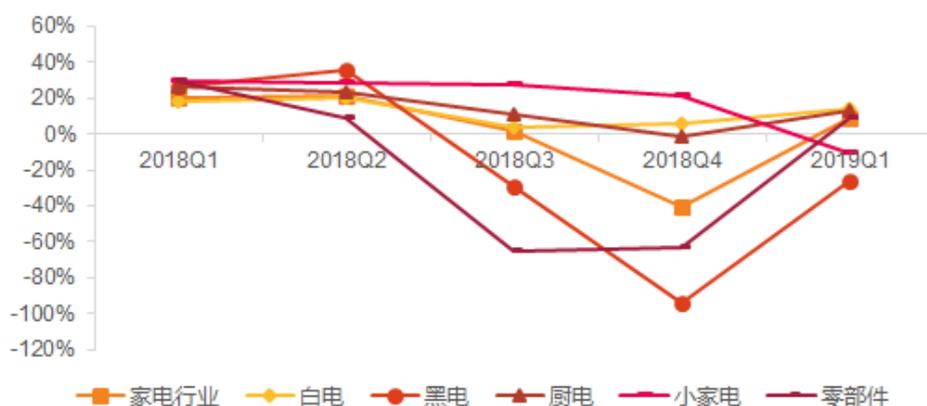
图 22：黑电面板价格（美元）



资料来源：witsview 面板，天风证券研究所

从盈利能力看，2018 年 Q4 和 Q1 黑电的利润增速处于各子行业之末。考虑到华为即将推出 5G 电视，小米推出了画电视，行业竞争格局依然没有改善的态势，盈利能力的拐点仍有待确认。

图 23：家电各子行业利润增速

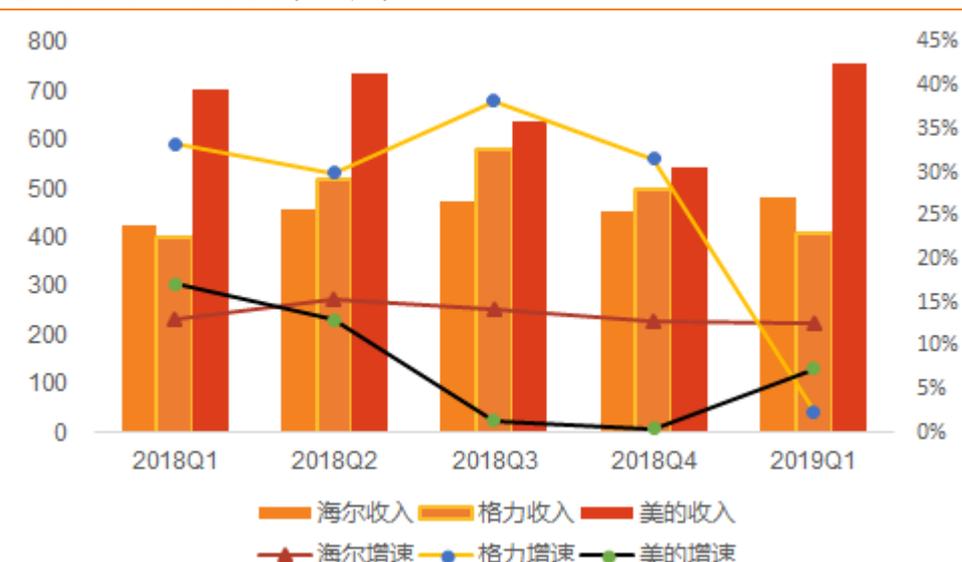


资料来源：wind，天风证券研究所

7. 如何理解三大白电经营差异？

收入端：2018 年格力电器顺利完成 2000 亿收入目标，四个季度增速均在 30%左右，2019 年 Q1 出货增速放缓，主要由于 18 年渠道库存中数据相对较高，Q1 调整出货节奏。美的集团 2018 年内部改革调整，营销端设立区域商务中心协调各事业部发展，品牌上初步构建起了针对不同消费人群的品牌矩阵，在经营节奏上坚持 T+3 模式，Q3 和 Q4 收入基本与去年同期持平。19 年 Q1 美的空调降价促销，推升收入增长，Q1 增速环比 Q4 显著提升；青岛海尔 18 年通过海外拓展、冰洗受益消费升级，2018 年 GEA 美元收入增长 13%，欧洲市场收入增长 25%，南亚市场增长 25%，日本市场实现收入增长 10%，公司全年收入保持在 10%以上增长，19 年 Q1 继续保持平稳增长。

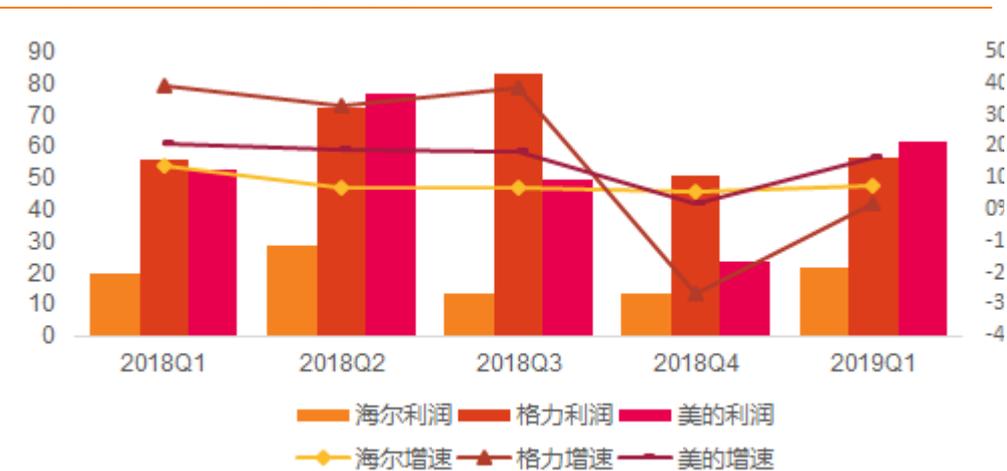
图 24：三大白电收入与增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

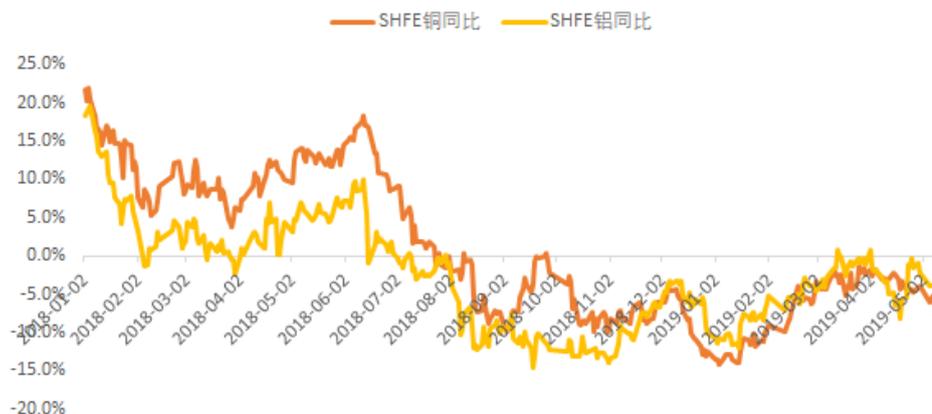
利润端：格力电器四季度利润下滑幅度超 25%，主要是公司加大研发投入的费用化比例，计提销售返利等导致，为 2019 年的增长预留空间，2019 年 Q1 格力利润增速为 1.62%，基本与收入端持平。青岛海尔净利润增速从 2018 年 Q2 至 2019 年 Q1 均保持大位数增长，尽管高利润的卡萨帝品牌增长良好，但是海外业务利润率较低，导致公司整体收入增速略低于收入增速。美的集团 19Q1 毛利率、净利率分别为 28.36%、8.70%，同比+2.74%、+0.60pct，环比 Q4 改善明显；尽管公司一季度空调均价下降明显，并相对于行业下降幅度偏大，但毛利率水平依然显著增长，也印证了我们前期对于本轮均价下降核心原因是美的更加灵活的排产周期导致其生产成本低于竞争对手而非恶意价格战的观点，具体可以参考我们的报告《空调行业真的存在“价格战”吗？》。

图 25：三大白电净利润与增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：铜、铝价格同比走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：塑料价格走势（单位：2005 年 11 月 1 日=1000）



资料来源：Wind，天风证券研究所

美的、海尔向左，格力向右

三大白电作为家电龙头，在经营思路上出现了较为明显的分化。

1) 美的和海尔在国内市场的运营思路越来越接近：

渠道上：均强调公司的零售能力和前装渠道布局

美的集团：2018 年持续推动渠道变革转型，缩减线下渠道层级，推进代理商优化整合和赋能建设，坚定持续降低库存、优化结构和精简 SKU，大幅提升渠道效率；前装渠道上，2018 年美的在建材家装渠道开设美的慧生活体验中心 139 家，升级 375 家旗舰店为美的慧生活体验中心，打造全屋家电销售能力。

青岛海尔：基于各区域市场容量，推进在商圈、建材渠道、云店的触点网络建设，提升触点的广度、深度布局，推进门店与终端团队转型。加速推进前置渠道的触点建设，依托公司多品牌、全产品优势，建设智慧成套场景体验店，实现市场终端的成套展示、成套设计、成套销售与成套服务。

产品上：品牌矩阵和套系化出品

美的集团：2018 年 10 月发布 COLMO 高端品牌，2019 年推出布谷品牌，主打年轻化，同时小天鹅、东芝、美的、华凌等品牌针对不同的特定消费人群。

美的 PRO 高端套系专为中高端人群设计，具有健康舒适、智能交互、高品质等特点；青

选套系，主打年轻化禅意设计、智能家电便捷操作，并以高颜值、简洁作为该套系突出特点。

青岛海尔：已经形成海尔、卡萨帝、统帅、GE、费雪派克、CANDY 等全球化品牌矩阵，引领家电消费成套化、嵌入式、集成式的趋势，公司依托旗下多品牌、全产品优势，推进成套智慧家电解决方案的市场落地，打造“一站式、全场景、定制化”的消费体验。

2) 格力电器：强化其渠道体系，加深渠道布局

格力在其渠道运营思路基本延续层层分销的格局：在一二级市场持续领先的情况下，同时加强对三四级市场的开发和维护，完善各渠道专卖店建设布局。截止 2018 年底，格力在国内拥有 26 家区域性销售公司，网点有 4 万多家，网点较 2017 年同比增长 12.5%。

8. 到了比拼产品竞争力的时代，哪些公司对研发更重视？

2018 年 Q3 开始研发费用开始单独披露，我们可以看到家电板块的研发费用整体继续提升，各公司对研发越来越重视。

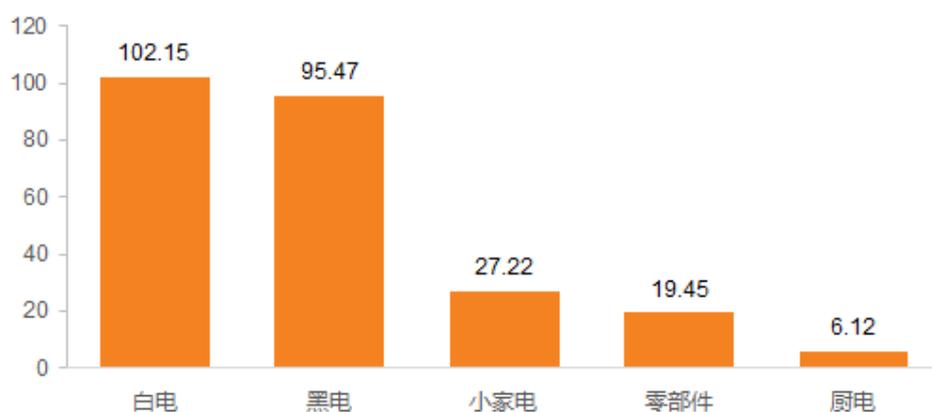
表 13：各板块 2018Q4 及 2019Q1 研发费用率变化情况（亿元，%）

板块	2017Q4	2018Q1	2018Q4	2019Q1	2018Q4 同比变动	2019Q1 同比变动
家电行业	3.08	2.54	3.68	2.75	0.60	0.22
白电	2.68	2.71	3.53	2.90	0.85	0.19
黑电	3.14	1.68	3.63	1.99	0.48	0.31
厨电	4.36	2.83	4.34	3.06	-0.02	0.23
小家电	4.85	2.60	4.42	2.92	-0.43	0.33
零部件	5.20	2.55	4.74	2.85	-0.46	0.29

资料来源：Wind，天风证券研究所

尽管从绝对数额上看，白电领先其他板块，但是从行业属性看，零部件行业对技术的要求最高，在下游客户需要不断降价的压力下，唯一的出路是提升技术水平降低成本，或者研发不可替代的新产品，而整机厂商可以凭借产品定位、渠道等因素获得增长，因此，我们可以看到，从研发人员的比例来看，前 25 名的公司中，靠前的基本是零部件企业。

图 28：2018 年家电各板块研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 14：2018 年家电公司研发人员比例（单位：个，%）

公司	板块	研发人员		研发人员占比	
		2017	2018	2017	2018
银河电子	零部件	661	608	26.9	26.7
依米康	零部件	230	313	18.4	24.8
英唐智控	零部件	202	279	17.3	23.2
天银机电	零部件	199	249	18.1	21.4
创维数字	黑电	1218	1262	20.4	21.2
九阳股份	小家电	514	520	20.8	19.5
青岛海尔	白电	11301	14941	14.7	17.1
汉宇集团	零部件	183	282	11.2	16.4
老板电器	厨电	662	709	16.8	15.9
长虹美菱	白电	1570	1649	14.3	15.5
海立股份	零部件	850	805	15.5	15.1
和而泰	零部件	393	552	11.7	14.7
立霸股份	零部件	45	45	13.4	14.5
三花智控	零部件	1208	1394	12.9	14.0
荣泰健康	小家电	242	233	11.7	13.7
兆驰股份	黑电	920	956	11.5	13.4
格力电器	白电	9155	11808	10.7	13.3
惠而浦	白电	387	350	13.9	13.0
科沃斯	小家电	610	788	9.3	12.4
海信电器	黑电	2171	2577	10.8	12.3
新宝股份	小家电	2353	2374	9.6	12.2
浙江美大	厨电	117	125	10.7	10.9
亿利达	零部件	236	297	10.1	10.9
美的集团	白电	10520	12321	10.3	10.7
苏泊尔	小家电	1231	1332	9.7	10.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

从产品的研发的投入看，白电龙头公司仍是壁垒最强的企业。一年 50 亿以上的投入，使得三大白电在产品力上获得更大的积累和进步，但是分摊到其庞大的产品销量时，其成本也有限，龙头公司的规模壁垒在研发中也获得体现，并且进入正向循环。新的竞争者或许能够靠代工、或者新的渠道和特定细分领域的竞争获取一定的市场份额，但是等到消费者真正去关注产品本身时，龙头公司优势一定会更加明显。关于研发更深层次的讨论，可以参考我们的报告《大盘底部练内功：种下一颗研发的种子》。

表 15：2018 年研发费用排名前 25 的公司（亿元，%）

公司	2017年研发费用	2018年研发费用	增速
美的集团	85.00	83.77	-1.44%
格力电器	57.67	69.88	21.18%
青岛海尔	45.89	50.81	10.71%
四川长虹	12.11	13.27	9.57%
海信电器	11.80	11.94	1.17%
小天鹅A	9.09	7.33	-19.40%
海信家电	7.27	6.87	-5.48%
海立股份	4.07	4.54	11.56%
三花智控	3.27	4.37	33.62%
苏泊尔	3.84	4.03	4.89%
深康佳A	3.30	3.96	20.26%
创维数字	2.75	3.59	30.42%
盾安环境	2.48	3.45	39.01%
九阳股份	2.67	2.98	11.66%
长虹华意	2.67	2.96	10.85%
老板电器	2.33	2.93	25.87%
新宝股份	2.70	2.75	1.80%
莱克电气	2.31	2.45	5.77%
万和电气	2.22	2.39	7.85%
兆驰股份	3.11	2.36	-23.95%
长虹美菱	7.62	2.35	-69.10%
华帝股份	1.84	2.24	21.58%
科沃斯	1.24	2.05	65.34%
奥佳华	1.35	1.83	36.32%
毅昌股份	1.53	1.72	12.37%

资料来源：Wind，天风证券研究所

9. 财务报表上还有哪些因素值得关注？

9.1. ROE 略有下降

2019 年一季度行业整体 ROE 有所下降，从分解因素看，净利率水平同比呈现上涨，主要是由于资产周转速度变慢，产生拖累，同时权益乘数有所降低。

表 16：各板块 ROE 变化情况（%）

板块	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	Q1同比变动
家电行业	5.13	6.78	5.29	3.37	4.82	-0.31
白电	6.53	8.65	6.64	3.84	5.92	-0.61
黑电	1.37	1.34	0.72	0.73	0.98	-0.38
厨电	3.81	5.15	3.87	3.04	4.02	0.22
小家电	4.52	5.10	5.23	5.96	4.51	-0.02
零部件	2.05	3.32	2.48	1.53	2.13	0.07

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 17: 各板块净利率变化情况 (%)

板块	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	Q1同比变动
家电行业	7.24	8.91	7.28	5.08	7.35	0.11
白电	8.43	10.34	8.75	6.10	8.61	0.18
黑电	2.02	1.93	0.98	1.05	1.58	-0.44
厨电	10.14	12.66	10.24	7.71	11.65	1.51
小家电	8.17	9.37	9.27	9.48	8.44	0.27
零部件	4.81	6.84	5.38	3.44	4.83	0.02

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 18: 各板块权益乘数变化情况 (倍)

板块	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	Q1同比变动
家电行业	2.97	2.94	2.97	2.94	2.93	-0.04
白电	3.31	3.20	3.19	3.13	3.14	-0.17
黑电	3.01	3.14	3.37	3.42	3.40	0.39
厨电	1.70	1.77	1.77	1.78	1.74	0.04
小家电	1.60	1.64	1.68	1.73	1.59	-0.01
零部件	2.17	2.27	2.30	2.29	2.23	0.06

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 19: 各板块资产周转率变化情况 (%)

板块	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	Q1同比变动
家电行业	0.24	0.26	0.24	0.23	0.22	-0.02
白电	0.23	0.26	0.24	0.20	0.22	-0.01
黑电	0.22	0.22	0.22	0.20	0.18	-0.04
厨电	0.22	0.23	0.21	0.22	0.20	-0.02
小家电	0.35	0.33	0.34	0.36	0.34	-0.01
零部件	0.20	0.21	0.20	0.19	0.20	0.00

资料来源: Wind, 天风证券研究所

9.2. 汇兑损益: 享受人民币贬值的红利

2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 家电板块的公司财务费用率同比有较大幅度下降, 主要受益于人民币兑美元的贬值, 出现较大的汇兑收益。

表 20: 各板块 2018Q4 及 2019Q1 财务费用率变化情况 (%)

板块	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q4 同比变动	2019Q1 同比变动
家电行业	0.65	0.41	-0.54	-0.31	0.03	0.19	-0.62	-0.22
白电	0.71	0.25	-0.80	-0.57	-0.17	-0.07	-0.88	-0.32
黑电	0.43	0.25	0.96	0.96	0.32	0.79	-0.11	0.54
厨电	-0.03	0.38	-1.03	-0.59	-0.01	-0.06	0.01	-0.44
小家电	0.54	1.46	-1.34	-1.19	0.15	0.62	-0.39	-0.84
零部件	1.29	1.92	-0.20	-0.04	1.27	1.50	-0.03	-0.43

资料来源: Wind, 天风证券研究所

出口比重较大的公司，例如莱克电气、新宝股份，财务费用率均出现明显下降。

表 21：2018Q4 及 2019Q1 财务费用率变化情况（%）

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q4同比变化	2019Q1同比变化
莱克电气财务费用率	1.21	3.54	-4.19	-3.18	-0.52	1.13	-1.73	-2.41
新宝股份财务费用率	0.90	3.20	-1.97	-1.85	-0.36	1.40	-1.26	-1.80

资料来源：Wind，天风证券研究所

9.3. 2019 年现金流状况大幅改善

2018 年 Q3 板块中销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比例同比降低了 12.23pct，而 18 年 Q4 和 19 年 Q1 迎来大幅改善。相应的，19 年 Q1 应收款项同比大幅降低。家电行业的报表质量整体较为优秀。

表 22：2018Q3、Q4 及 2019Q1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比例的变化情况（%）

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q3同比变动	2018Q4同比变动	2019Q1同比变动
家电行业	98.02%	86.93%	84.74%	78.15%	85.79%	104.01%	94.74%	-12.23	17.07	10.00
白电	97.21%	75.71%	82.07%	68.90%	83.78%	102.24%	91.81%	-13.43	26.53	9.74
黑电	103.01%	103.54%	91.56%	114.66%	87.91%	106.61%	109.90%	-15.09	3.07	18.34
厨电	100.41%	92.68%	96.44%	94.24%	101.87%	93.03%	93.53%	1.45	0.35	-2.91
小家电	95.72%	128.53%	99.83%	90.82%	90.41%	127.97%	103.47%	-5.31	-0.55	3.64
零部件	93.22%	98.02%	78.60%	81.47%	93.64%	88.17%	78.64%	0.41	-9.85	0.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 23：2018Q4 及 2019Q1 应收票据和应收账款变化情况（亿元，%）

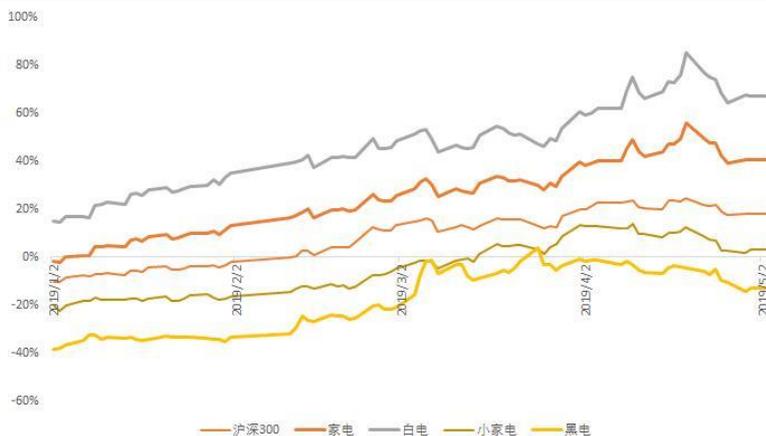
板块	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q4同比变动	2019Q1同比变动
家电行业	1831.99	1888.79	2020.25	2201.95	1960.71	1375.87	7.03%	-27.16%
白电	1076.95	1101.89	1232.94	1370.37	1160.93	607.83	7.80%	-44.84%
黑电	404.03	435.74	410.84	424.59	417.11	384.03	3.24%	-11.87%
厨电	38.12	36.64	39.40	48.01	47.39	50.78	24.31%	38.59%
小家电	86.54	71.76	86.73	105.15	111.19	96.10	28.48%	33.93%
零部件	226.36	242.77	250.34	253.83	224.10	237.13	-1.00%	-2.32%

资料来源：Wind，天风证券研究所

10. 怎么看板块未来的机会？

2019 年年初以来，家电板块在地产交房好转的预期下，整体股价相较于 18 年年底有较大幅度上涨，估估值上涨领先于基本面上涨。

图 29：年初以来家电板块涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

未来板块将步入基本面逐步验证的阶段:我们整体维持 19 年板块收入端前低后高的判断, 后续随着交房数据的好转, 将带动家电需求回升。19 年原材料价格和汇率是两大红利, 同时产品结构继续升级, 预计行业整体利润端增速将好于收入端。

地产数据传导到家电需要一定时间, 预计 Q3 到 Q4 将看到基本面将有所兑现, 可以积极关注与地产相关性较大的白电板块和厨电板块中的龙头企业。

推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3 下库存控制良好的**美的集团**, 形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的**青岛海尔**, 以及公司治理改善预期、估值或将提升的**格力电器**; 将海信日立纳入合并报表, 转型中央空调龙头企业的**海信家电**; 厨电板块, 积极推荐产品高端化, 均价提升, 内部改革积极的**华帝股份**, 以及布局一二线, 或更早受益基本面好转的厨电龙头**老板电器**。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com