

家电行业

看好（首次）

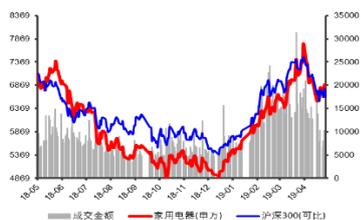
市场数据（2019-05-17）

	行业指数涨幅
近一周	-0.95%
近一月	-13.03%
近三月	12.50%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
格力电器	000651	强烈推荐
青岛海尔	600690	强烈推荐
美的集团	000333	强烈推荐
老板电器	002508	强烈推荐
华帝股份	002035	推荐

行业指数走势图



数据来源：Wind，研究与战略发展部

研究员

贾俊超

执业证书编号：S0070517080001

电话：010-83991736

邮箱：jiajc@grzq.com

相关报告

行业景气度有望回升，下半年业绩释放可期

——家电行业一季度总结

投资要点

- 2019年一季度家电行业进入筑底期。**收入方面，全行业收入持续放缓，受18年高基数以及地产的影响，2019Q1全行业收入与业绩增速均为7%，增速仍处于放缓通道；分行业看，白电、黑电电子板块收入增速呈现放缓趋势，但厨电板块收入增速1季度明显出现拐点，主要为地产竣工回暖带动厨电销售率先复苏。利润方面，2019Q1实现归属净利润192亿元，同比增长7%，同比仍在放缓，但单季度环比明显回暖（2018Q4行业受减值影响，利润同比下滑76%）。盈利能力方面，2019Q1以来，毛利率开始呈现出止跌反弹趋势，2018Q4，毛利率同比下滑1.00pct至24.10%，2019年一季度则同比提升0.50pct至24.50%，主要在于1季度的上游原材料下行叠加汇率环境改善所致。
- 下半年预判：白电产品升级持续，厨电有望受地产周期带动回暖。**空调步入销售旺季，随着竣工逻辑逐步兑现及销量基数转低，虽然行业库存去化存压力，但仍有望延续稳健增长。冰洗行业都处在产品更新换代与价格提升趋势之下，我们判断销量预计维持平稳增长，价格提升将成为企业收入利润超预期的重要支撑。厨电方面，地产相关性高，随着地产的销售逐步改善，预计厨电行业19年下半年销售将实现回暖，值得注意的是，一二线销售收入占比较高的企业的基本面将会率先受益。
- 投资建议：**2019年下半年，我们认为随着地产需求转暖、需求端刺激政策叠加供给端减负以及MSCI纳入A股的期限临近，家电龙头有望持续受益。股票方面，白电领域重点推荐格力电器、美的集团，青岛海尔；厨电领域重点推荐老板电器。
- 风险因素：**地产需求不及预期，行业竞争格局恶化

目 录

1. 2019Q1 家电板块业绩进入筑底期	5
1.1 全行业收入增速持续放缓，厨电领先出现拐点	5
1.2 减值拖累 18 年行业盈利，19Q1 业绩环比增速改善	6
1.3 毛利率止跌反弹，19 年毛利率有望延续上行趋势	6
2. 白电主要看升级与提效，厨电受地产景气影响有望回暖	8
2.1 空调：短期维持平稳增长，长期空间犹在	8
2.2 冰箱：更新潮或来临，产品结构升级是方向	9
2.3 洗衣机：销量表现稳健，产品结构持续升级是趋势	11
2.4 厨电：地产拉动行业回暖，未来发展空间大	12
3. 投资建议	16
3.1 外资持续进入有望驱动行业估值提升	16
3.2 2019 年下半年的投资建议	18

插图目录

图 1: 19Q1 单季度收入同比增速呈下降趋势.....	5
图 2: 各版块单季度收入同比增速.....	6
图 3: 家电行业上市公司归母净利润增速.....	6
图 4: 各版块归母净利润增速情况.....	6
图 5: 2019 年一季度行业毛利率有所改善（家电行业毛利率情况）.....	7
图 6: 空调行业“出货-零售增速差”在过去 24 个月中持续为正.....	8
图 7: 空调生产规模远超冰箱、洗衣机.....	9
图 8: 大家电中空调保有量持续高速增长（台/百户）.....	9
图 9: 2011 年至今冰箱销量及同比增长.....	9
图 10: 冰箱行业内销量占比情况（%）.....	10
图 11: 冰箱行业出口量占比情况（%）.....	10
图 12: 近年来多门、变频、风冷等冰箱功能占比持续提升.....	10
图 13: 2007-2019 年 4 月的冰箱均价变化（元）.....	10
图 14: 2018 年各企业冰箱业务毛利率对比.....	10
图 15: 2011 年至今洗衣机年度销量及同比增长.....	11
图 16: 中国洗衣机零售价偏低（2017 年）.....	11
图 17: 不同的渠道和产品类型的洗衣机零售均价差异明显.....	11
图 18: 行业滚筒洗衣机销量占比持续提升.....	12
图 19: 零售端不同容量洗衣机份额变化情况.....	12
图 20: 洗衣机行业内销出货量格局情况（2018）.....	12
图 21: 公司洗衣机外销出货量格局情况（2018 年）.....	12
图 22: 2019Q1 油烟机销量有所企稳（万台）.....	13
图 23: 2019Q1 油烟机零售额有所回暖（亿元）.....	13
图 24: 油烟机零售额 CR4 不断提升（%）.....	13
图 25: 2009-2017 年 CR4 油烟机零售额份额（%）.....	13
图 26: 各家电品类的城镇保有量（台/百户）.....	14
图 27: 各家电品类的农村保有量（台/百户）.....	14
图 28: 欧式、近吸式产品零售额份额逐年上升.....	14
图 29: 大吸力产品占比逐年上升.....	14
图 30: 城镇百户保有量相近下油烟机对应的绝对购买力显著强于白电.....	15
图 31: 消费板块加仓比例较大.....	16
图 32: 格力电器北上资金净买入（2019 年 1-5 月）.....	16
图 33: 美的集团北上资金净买入（2019 年 1-5 月）.....	16
图 34: MSCI 纳入时间表.....	17
图 35: 截止 2019 年 5 月 17 日，国内及海外家电个股 PE（TTM）估值对比.....	17

表格目录

表 1：54 个家电企业的分类情况.....	5
表 2：家电板块各子行业毛利率变动情况.....	7
表 3：一季度以来空调的销售情况.....	8
表 4：重点推荐企业业绩、估值情况.....	18

仅供内部使用，请勿转发

1. 2019Q1 家电板块业绩进入筑底期

截止 4 月 30 日，家电板块内上市公司的 2018 年报以及 2019 年一季度报已悉数发布，我们选取了 54 家家电板块上市公司（其中包括白电企业 9 家、黑电企业 6 家、小家电企业 14 家、厨卫电器企业 4 家、上游零部件企业 21 家）作为研究标的，对 2018 全年和 2019Q1 家电行业整体以及行业板块的情况进行复盘。

表 1：54 个家电企业的分类情况

子版块	板块内个股
白电	格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅 A、海信家电、惠而浦、澳柯玛、长虹美菱
黑电	创维数字、海信电器、四川长虹、TCL 集团、深康佳 A、兆驰股份
小家电	苏泊尔、九阳股份、爱仕达、圣莱达、蒙发利、哈尔斯、乐金健康、奋达科技、莱克电气、飞科电器、天际股份、新宝股份、荣泰健康、科沃斯
厨卫电器	老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气
上游零部件	华意压缩、三花股份、拓邦股份、禾盛新材、和而泰、康盛股份、毅昌股份、海立美、英唐智控、东方电热、海立股份、顺威股份、秀强股份、亿利达、盾安环境、和晶科技、金海环境、艾比森、春兰股份、聚隆科技

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.1 全行业收入增速持续放缓，厨电领先出现拐点

全行业收入与业绩增速仍然处于增速放缓通道。2018 年家电全行业收入 12135 亿元，同比增长 14.6%。其中 18Q4 实现 3070 亿元，同比增长 14%，受经济增速放缓、地产景气度低迷以及空调行业 2017 年高基数影响，2018 年行业整体收入增速有所放缓且呈前高后低走势。2019Q1，行业整体营业收入同比增长 7%至 3046 亿元，收入增速环比进一步放缓，考虑到去年一季度板块收入基数仍较高且 2019 年行业终端景气尚未见明显回暖，一季度行业收入表现也在预期之中，不过后续考虑到高基数影响逐渐减弱、地产竣工带动下行业终端需求有望边际改善，2019 年家电行业收入增速有望呈现逐季回暖走势。

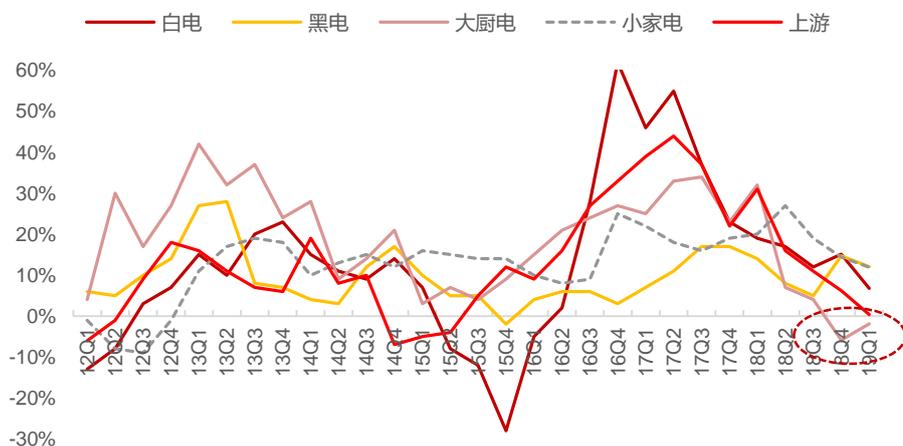
图 1：19Q1 单季度收入同比增速呈下降趋势



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

分板块来看，各个子板块收入增速呈现放缓态势，但厨电板块收入增速 1 季度明显出现拐点，主要为地产竣工回暖带动厨电销售率先复苏。白电、小家电、黑电以及上游零部件收入增速持续放缓。

图 2：各版块单季度收入同比增速

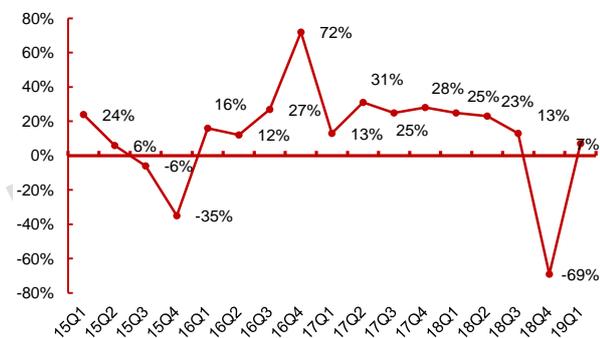


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.2 减值拖累 18 年行业盈利，19Q1 业绩环比增速改善

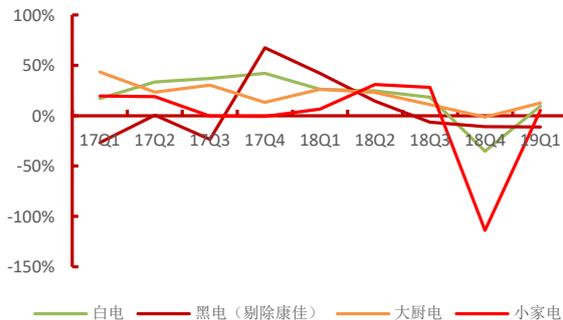
2018 年全行业归母净利润 661 亿元，同比下滑 7%。其中 18Q4 实现 47.67 亿元，同比下降 76%，2019 Q1 实现归属净利润 192 亿元，同比增长 7%。2018 年四季度行业整体业绩同比大幅下滑，主要受部分标的商誉减值及上年同期非经常收益基数较高等因素影响。2019 年一季度，虽然行业整体收入增速仍有承压，但受益于盈利能力小幅改善，单季度业绩增速环比明显回暖。后续基于行业营收增速有望逐季改善且盈利能力稳步上行，行业整体业绩增长确定性无需担忧。

图 3：家电行业上市公司归母净利润增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4：各版块归母净利润增速情况



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.3 毛利率止跌反弹，19 年毛利率有望延续上行趋势

2019Q1 以来，毛利率开始呈现出止跌反弹趋势。2018Q4，毛利率同比下滑 1.00pct 至 24.10%，2019 年一季度则同比提升 0.50pct 至 24.50%。2018 年

四季度家电主要生产原材料冷轧钢板（1mm）均价、LME3个月铜期货均价、LME3个月铝期货均价及塑料指数同比分别下滑4.87%、10.22%、6.95%及3.67%，在此背景下除白电及黑电行业分别受格力电器及深康佳A等个别公司影响毛利率仍有下行，其余家电子行业毛利率同比均有改善。2019年一季度原材料价格下滑趋势延续，冷轧、铜、铝均价分别下降8.10%、11.15%及12.90%，叠加汇率环境改善，行业整体毛利率止跌反弹。

图5：2019年一季度行业毛利率有所改善（家电行业毛利率情况）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

分子行业来看，2018Q4厨电、小家电毛利率分别同比提升5.2、1.8pct至46.3%、31.0%，但同期白电及黑电行业毛利率有所承压，分别同比下滑1.0及1.4pct至28.5%及14.6%，其中白电行业主要受格力电器业务结构调整及兑现渠道返利致使当期毛利率大幅下行所拖累，而黑电行业中深康佳A受低毛利率供应链管理业务占比提升影响毛利率大幅下滑，且行业竞争格局偏弱致使均价持续下行对整体毛利率也有一定压制。2019年一季度，随着原材料成本压力进一步缓解，除黑电行业外，其余家电整机行业单季度毛利率同比均有不同幅度改善。后续考虑到产品结构持续升级、原材料价格压力趋缓，叠加增值税调整等因素，2019年家电行业毛利率有望延续上行趋势。

表2：家电板块各子行业毛利率变动情况

	2019Q1	2019Q1 同比	2019Q1 环比	2018Q4	2018Q4 同比	2018Q4 环比
白电	28.4%	1.4%	-0.1%	28.5%	-1.0%	0.4%
黑电	13.8%	-1.4%	-0.8%	14.6%	-1.4%	1.7%
厨电	44.5%	4.2%	-1.8%	46.3%	5.2%	0.9%
小家电	30.2%	6.1%	-0.8%	31.0%	1.8%	1.3%
家电上游	24.5%	0.3%	0.0%	16.8%	-3.6%	0.3%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 白电主要看升级与提效，厨电受地产景气影响有望回暖

2.1 空调：短期维持平稳增长，长期空间犹在

短期看，促销带动内销平稳增长，出口表现略有承压。一季度整体来看，空调内销同比维持小个位数增长态势，且企业当前排产仍较为积极，年初至今空调企业加大促销力度，整体内销表现持续超预期。出口方面，3月空调出口增速环比进一步下滑，一季度整体则小幅下滑1.37%，考虑到去年年底企业抢出口现象，一季度空调出口增速略有回落符合预期。

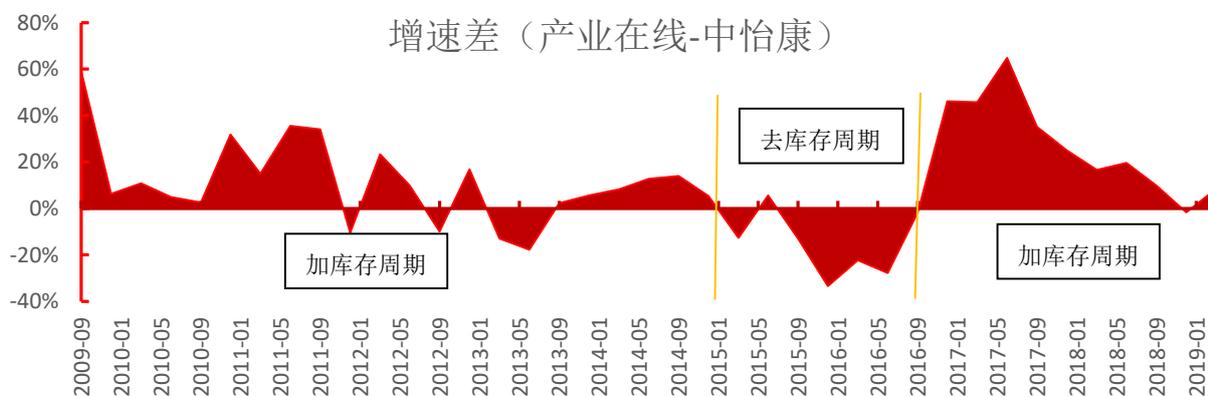
表 3：一季度以来空调的销售情况

	3月	同比增长	1-3月	同比增长
产量	1679.8	3.83%	3899.6	2.87%
销量	1689.8	-2.00%	4027.25	0.89%
出口	738.25	-7.61%	1842	-1.37%
内销	951.55	2.86%	2185.25	2.88%
在库	884.52	-1.19%	-	-

数据来源：国家政府网站，国融证券研究与战略发展部

库存方面，行业旺季来临，空调库存迎拐点，预计去化需要2个季度。从历史来看，库存周期在空调行业中较为重要，在2014-2015年去库存总共持续了大约6个季度(2015Q2-2016Q3)，本轮空调库存去化周期预计会短于上一轮，预计只需要3个季度左右即可完成。我们判断本轮去化周期变短的主要原因是：本轮库存积累周期较短，且渠道经历上一轮库存周期后整体变得谨慎，因此实际库存压力应弱于2014年底；另一方面是2019年的需求动量预计会有明显恢复，而2015年整体需求持续偏弱，因此外部环境对于库存去化也明显更有利。所以，空调的库存去化预计能够在2019年的三、四季度完成。

图 6：空调行业“出货-零售增速差”在过去24个月中持续为正



数据来源：产业在线，中怡康，国融证券研究与战略发展部

格局方面，一季度龙头份额稳步提升，行业格局维持稳定。一季度整体来看，美的内销市场份额同比提升2.38pct，格力及奥克斯分别小幅提升0.16及0.14pct，海尔则下滑1.81pct，行业CR4则同比提升0.8pct至81%，行业集

中度提升趋势仍在延续。后续来看，随着竣工逻辑逐步兑现及销量基数转低，行业库存逐步去化，行业仍有望延续稳健增长。

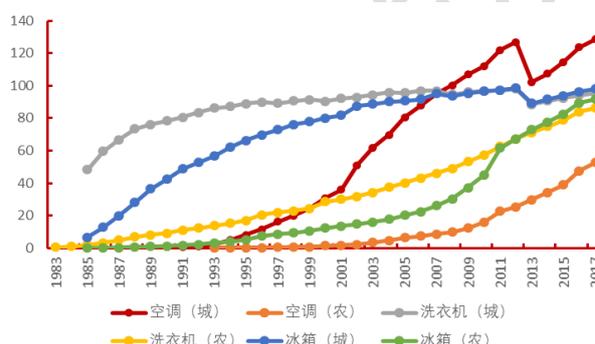
长期看，空调行业仍有较大的发展空间。对比中国的空冰洗等大家电产品，冰洗在 2011 年后销量明显放缓，这与冰洗保有量接近饱和、“一户一机”的局限等因素有关。而大家电中唯有空调保有量因打破“一户一机”的限制而保持高速增长，2017 年空调城镇每百户保有量 128 台，10-17 年的年均复合增速为 2%，保持稳定增长。通过对标日本空调人均保有量水平，我们测算国内空调市场仍有翻倍的空间，未来 5 年每年至少有 5% 的销量增长。

图 7：空调生产规模远超冰箱、洗衣机



数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

图 8：大家电中空调保有量持续高速增长（台/百户）

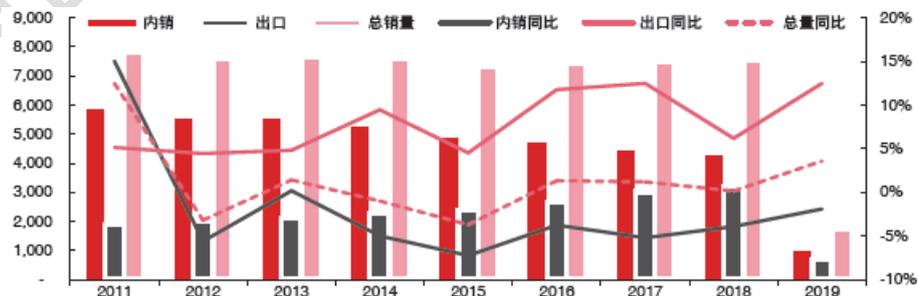


数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

2.2 冰箱：更新潮或来临，产品结构升级是方向

根据产业在线的数据，2019 年一季度冰箱行业总销量 1737 万台，同比增长 3.6%，总销量得到改善，其中内销同比下降 1.9%，而出口同比增长 12.5%。销售数据的改善主要来自出口部分，一方面由于去年低基数，另一方面由于出口单价下降刺激。

图 9：2011 年至今冰箱销量及同比增长

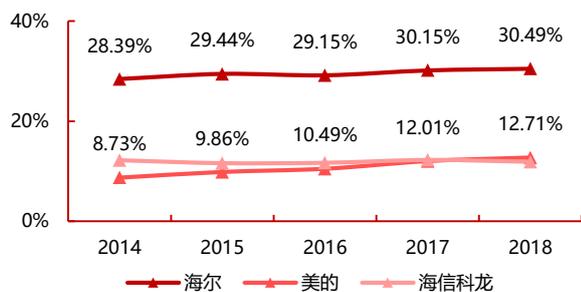


数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部（2019 年为前三月数据）

更新潮或来临：从冰箱行业未来发展趋势看，尽管基于保有量角度行业基本饱和，但也不乏一些促进行业景气回升的因素正在逐步释放；随着 2008 年家电下乡所销售产品逐步接近更换周期，更新需求的集中释放将在边际上利好行业景气；尤其是冰箱保有量提升最多，叠加消费刺激政策，后续将大概率收益更新潮周期的来临，我们在第二章已经阐述，不再赘述。

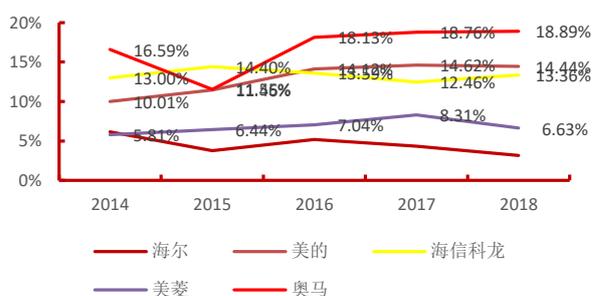
冰箱格局稳定，海尔一直占据冰箱行业霸主地位，行业集中度仍有提升空间。根据产业在线数据，海尔2018年内销份额达到30%，而第二梯队的海信科龙、美的、美菱三者合计占据市场31%的份额，与海尔相当。从目前的竞争格局看，杂牌仍有三成的市场份额，行业整合空间大，同时对标空、洗等格局，我们预计未来份额有望持续提升。

图 10：冰箱行业内销量占比情况（%）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

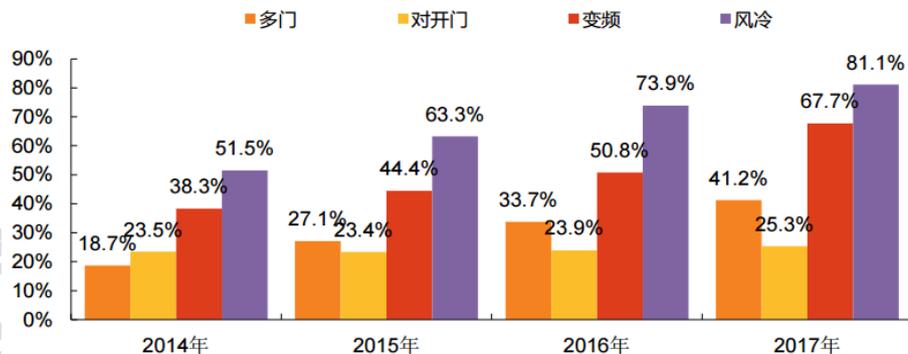
图 11：冰箱行业出口量占比情况（%）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

从冰箱行业发展趋势看，受益消费升级，多门、风冷、变频是趋势。根据中怡康数据，多门冰箱占比从2014年的18.7%上升至2017年的41.2%，变频冰箱占比从2014年的38.3%上升至2017年的67.7%。

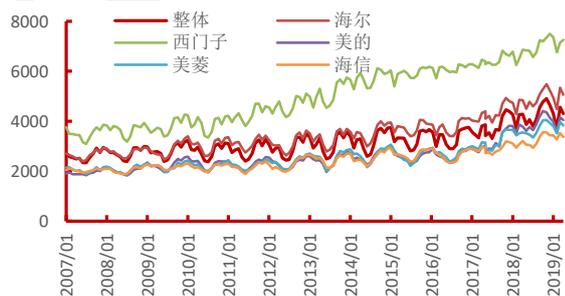
图 12：近年来多门、变频、风冷等冰箱功能占比持续提升



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

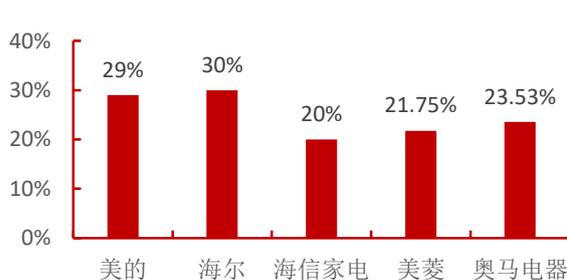
在格局持续集中的背景下，冰箱行业龙头通过对产品的升级，均价实现了连续上涨，但仍低于国际品牌的市场均价，未来仍有提价空间。

图 13：2007-2019年4月的冰箱均价变化（元）



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

图 14：2018年各企业冰箱业务毛利率对比

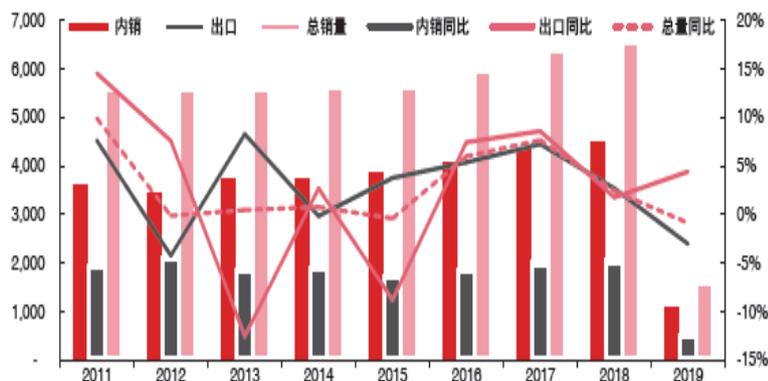


数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

2.3 洗衣机：销量表现稳健，产品结构持续升级是趋势

洗衣机方面，根据产业在线的数据，2019 年一季度洗衣机行业总销量 1609 万台，同比下降 0.9%，整体维持平稳，其中内销同比下降 3%，而出口同比增长 4.4%。

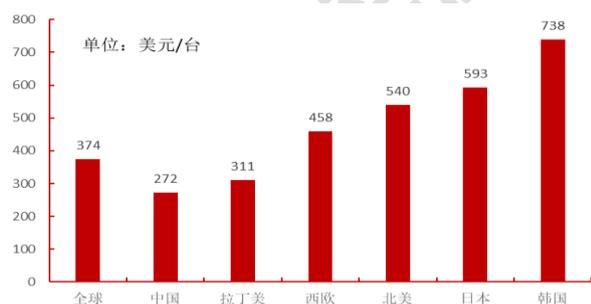
图 15：2011 年至今洗衣机年度销量及同比增长



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部（2019 年为前三月数据）

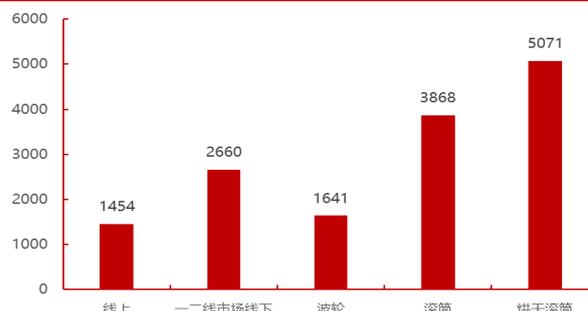
国内需求看，随着人均保有量的饱和，未来洗衣机市场开始进入更新需求主导的需求周期。2018 年中国洗衣机销量 4532 万台，同比增长 3%，其中更新需求占比约 50%。而更新需求则会带来更强的消费升级动力，洗衣机受益消费者对洗护品质、烘干功能、洗衣容量、分区洗涤功能的需求提升，销售结构改善，均价快速提升。预计未来 3 年 ASP CAGR 7%-10%。中国洗衣机价格远低于国外。2017 年中国洗衣机零售均价 272 美元/台，仅为日本的 46%、韩国的 37%。主要原因是 2017 年中国洗衣机销量中，价格偏低的波轮洗衣机占比高达 64%。

图 16：中国洗衣机零售价偏低（2017 年）



数据来源：Euromonitor，国融证券研究与战略发展部

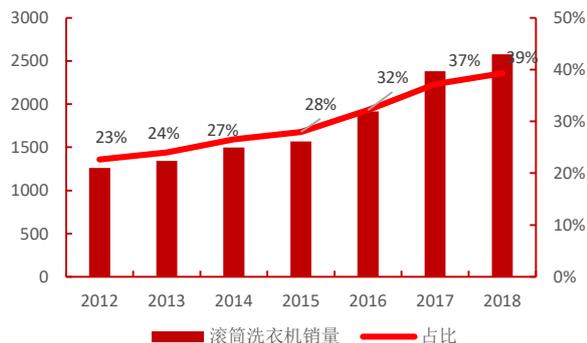
图 17：不同的渠道和产品类型的洗衣机零售均价差异明显



数据来源：奥维云网，中怡康，国融证券研究与战略发展部

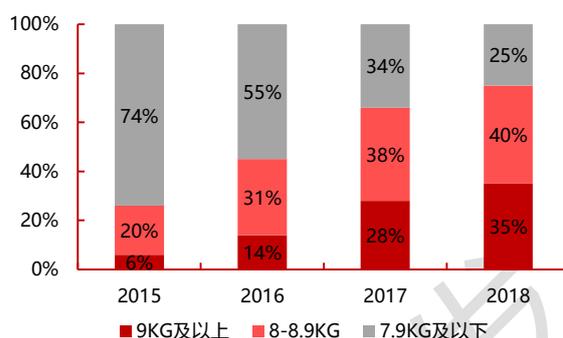
长期看，中国洗衣机产品均价有翻倍空间，并通过产品端的迭代升级得以实现，目前洗衣机的迭代有以下趋势，这些趋势也将推动洗衣机价格的持续上升：（1）滚筒洗衣机预计未来会替代波轮成为主流洗衣机品类；（2）消费者逐渐倾向于购买大容量的洗衣机；（3）洗干一体机和干衣机逐渐兴起；（4）人们对分区洗涤等功能开始重视。

图 18：行业滚筒洗衣机销量占比持续提升



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

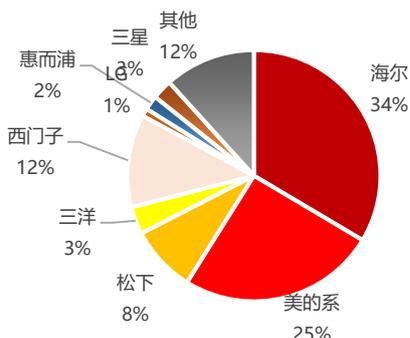
图 19：零售端不同容量洗衣机份额变化情况



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

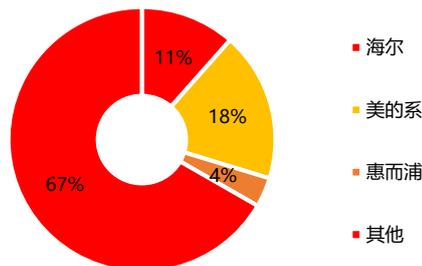
中国洗衣机市场形成双寡头垄断格局，市占率和毛利率有提升潜力。产业在线统计，2018 年海尔和美的系洗衣机的内销占比分别为 36.2%、29.5%，双寡头垄断格局稳定。

图 20：洗衣机行业内销出货量格局情况（2018）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

图 21：公司洗衣机外销出货量格局情况（2018 年）



数据来源：产业在线，国融证券研究与战略发展部

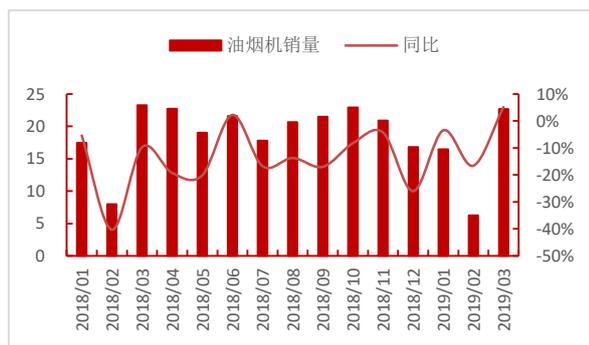
总的来说，我们认为产品更新需求与价格上升趋势结合将会持续支撑洗衣机行业未来的发展，更新换代的基本需求也将使得滚筒洗衣机、变频洗衣机甚至更智能化洗衣机带动整个洗衣机行业稳步增长。洗衣机行业已经进入成熟阶段，重点关注两个方向：1. 全球布局、具备海外扩张和资源整合能力的公司，如青岛海尔；2. 消费升级过程中通过品牌升级实现产品均价持续提升的公司。

2.4 厨电：地产拉动行业回暖，未来发展空间大

大厨电市场受到地产需求回暖影响，2019Q1 销量企稳。产业在线数据显示，2019Q1，油烟机出货 577 万台（同比+0.5%），其中 1-3 月销售量同比增速分别为+8.6%、-32.5%、+10.7%。

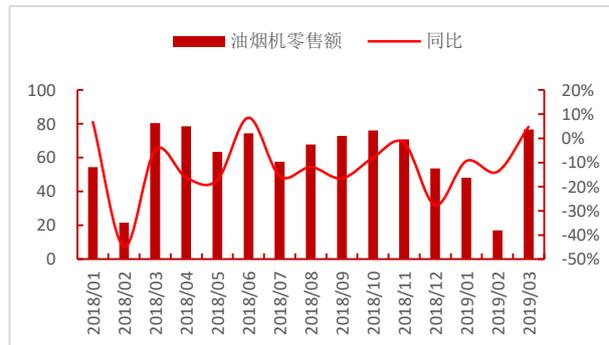
零售市场 2019 年 Q1 与出货数据趋势趋同，油烟机零售量同比-3.6%、零售额同比-3.6%，但在地产需求回暖影响下，3 月单月有较好表现，油烟机零售量同比+3.7%，零售额同比+5.0%。但零售均价提升趋势减缓。中怡康数据显示，2019Q1，油烟机均价分别持平，增速较 2018Q1 同期下降 6.7PCT。

图 22：2019Q1 油烟机销量有所企稳（万台）



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

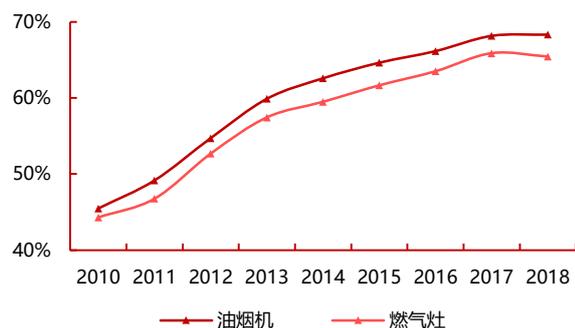
图 23：2019Q1 油烟机零售额有所回暖（亿元）



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

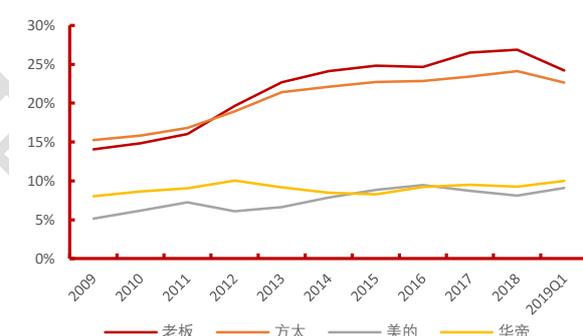
近年来，厨电“大行业，小公司”行业格局并未改变，但集中度正在逐步提升，根据中怡康的数据，油烟机和燃气灶行业零售额 CR4（老板、方太、华帝、美的）分别从 2010 年的 45.48% 和 44.32% 提升至 2018 年的 68.33% 和 65.44%。CR4 的格局比较稳定，老板、方太长期霸占高端市场，市占率一直领先，而华帝则积极布局中高端，抢占中高端市场，与零售规模与偏中端的美的较为接近。

图 24：油烟机零售额 CR4 不断提升 (%)



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

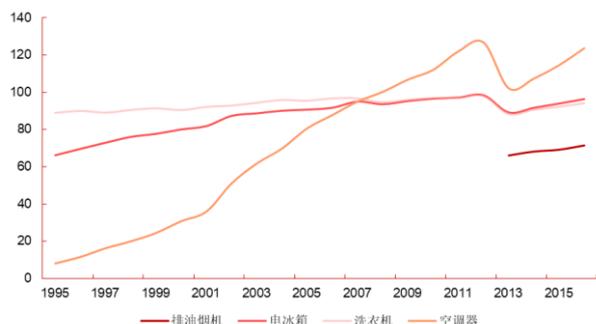
图 25：2009-2017 年 CR4 油烟机零售额份额 (%)



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

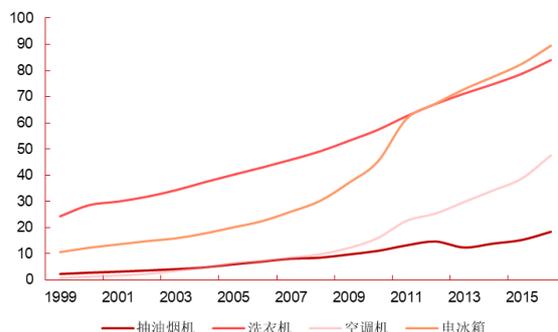
从保有量看，城镇方面，截止 2016 年底，我国城镇每百户油烟机拥有量为 72 台，与户均一台的配置水平仍有差距，而我国城镇每百户冰箱、洗衣机的保有量已达 96 台、94 台。农村方面，2016 年我国农村每百户油烟机保有量为 18 台，而我国农村每百户冰箱、洗衣机的保有量分别为 90 台、84 台，对比冰洗箱保有量，2016 年城镇、农村家庭抽油烟机保有量水平分别仅相当于 1996 年的洗衣机及 2003-2005 年间的冰箱保有量水平，我们认为随着我国城镇化的不断推进、人均收入水平的提升和消费观念的改变，油烟机产品渗透率会逐步向冰洗靠拢，行业发展空间较为可观。

图 26：各家电品类的城镇保有量（台/百户）



数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

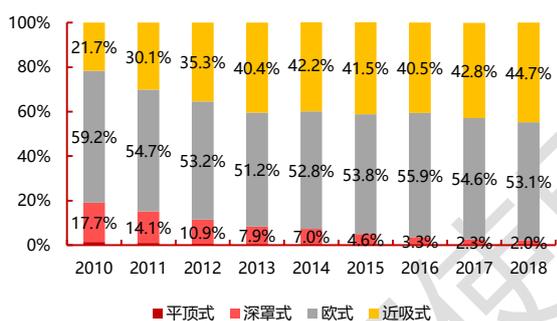
图 27：各家电品类的农村保有量（台/百户）



数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

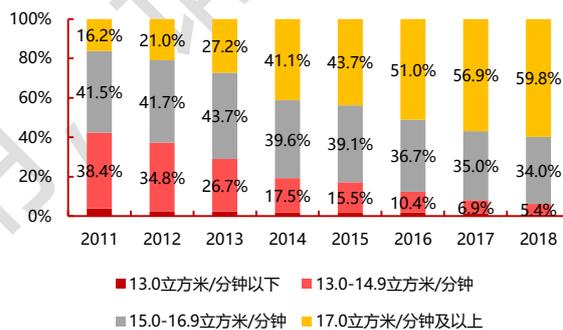
高端产品份额逐年上升，产品结构升级明显。相比传统的平顶式和深罩式油烟机，欧式、近吸式油烟机属于高端机型，在外观、功能等方面均得到了较大的提升。根据中怡康数据显示，近几年欧式、近吸式以及大吸力等高端机型零售份额逐年上升，产品结构不断升级。

图 28：欧式、近吸式产品零售份额逐年上升



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

图 29：大吸力产品占比逐年上升



数据来源：中怡康，国融证券研究与战略发展部

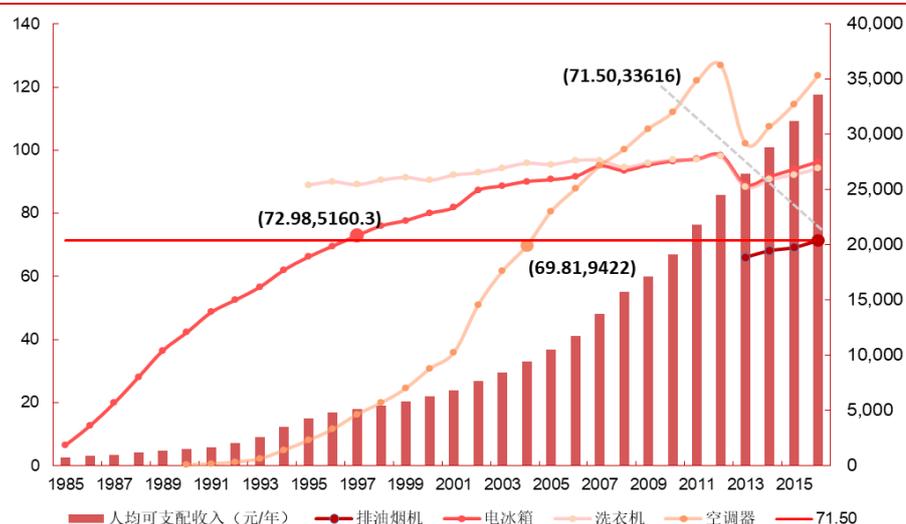
总的来说，普及阶段的厨电行业总体增长较为稳健，不过得益于中高端厨电市场扩容效应的存在，中高端区域内的产品出货增速显著优于行业整体，这也在一定程度上反应了行业整体集中度的持续提升；与此同时，高端产品均价水平也相对较高，量价齐升之下，以销售额计的中高端厨电市场规模增速或将更为可观。

厨电在普及阶段就表现出显著的中高端消费趋势，核心原因一方面在于其较强的装修属性；这使得产品的重置成本较高，一旦产品在使用过程中出现质量问题，维修甚至是更换将不仅涉及产品本身还会牵涉到建筑细部装修，因此如果从耐用消费品全生命周期使用成本角度出发，逻辑上消费者在进行决策时将更加倾向于品牌及规模背书的产品，并愿意支付一定的溢价以消除信息不对称所致的不确定性，家装类的产品均有此特性。

另一方面，厨电普及阶段所对应的消费者购买能力更强，我们通过对比发现，在相同保有量的条件下，厨电所对应的人均购买力要远强于白电。总的来说，基于保有量提升及品类扩张两大逻辑，厨电行业长期成长性依旧确定，且

在装修属性及较强购买力支撑下，中高端厨电表现将显著优于低端，在此背景下行业竞争更多地集中在品牌及产品方面，考虑到厨电行业本身相对较慢的技术进步特性，无论是品牌还是产品短期出现颠覆的可能性较小，行业竞争格局总体很难有显著变化，中高端厨电红利依旧存在。

图 30：城镇百户保有量相近下油烟机对应的绝对购买力显著强于白电



数据来源：国家统计局，国融证券研究与战略发展部

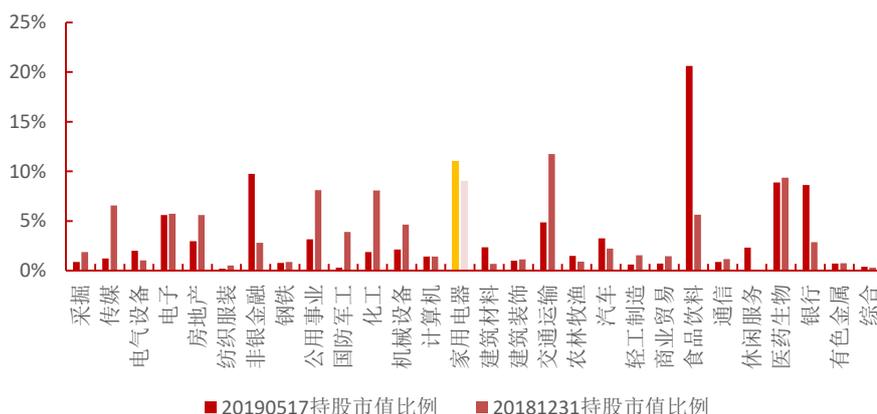
我们在第二章已经阐述，地产销售已经出现回暖迹象（尤其是一二线），厨电由于其较高的地产相关性，随着地产的销售逐步改善，预计厨电行业 19 年下半年销售将实现回暖。由于本次地产复苏率先发生在一二线城市，那么厨电领域里一二线城市收入占比较高的企业将先受益。

3. 投资建议

3.1 外资持续进入有望驱动行业估值提升

海外资金偏好家电行业，长期价值有望提升。2018/12/31-2019/5/17 期间，从陆股通大类板块持仓市值来看，大消费板块食品饮料、家电分列第一、二位，持仓市值比例分别为 21%、11 %。

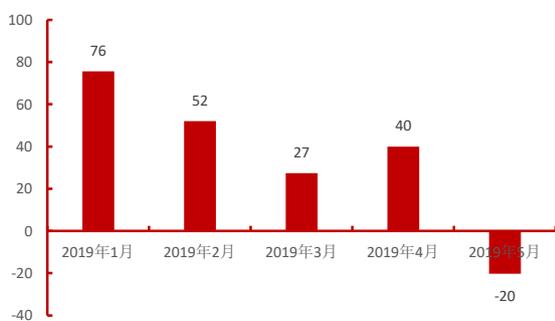
图 31：消费板块加仓比例较大



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

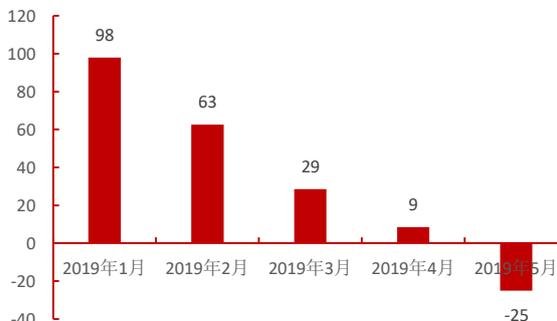
大消费龙头中外资占比不断提升，股东风格结构趋于龙头化。陆股通依旧青睐家电白马，虽然近期陆股通有所流出，但今年以来家电板块持股占比稳定上行。龙头股业绩稳定、基本面良好、安全性较强，不论从分红还是资产配置角度，均具备长期的投资价值，且家电龙头的估值水平有望支撑股价的向上修正。今年以来(截止 2019 年 5 月 17 号)北上资金净流入格力电器、美的集团金额为 175、173 亿元。5 月北上资金净流出，更多受到国际形势及部分获利盘获利了结等影响，但白电龙头作为大消费板块标杆，依然看好中长期海外资金流入白电龙头。

图 32：格力电器北上资金净买入（2019 年 1-5 月）



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

图 33：美的集团北上资金净买入（2019 年 1-5 月）



数据来源：wind，国融证券研究与战略发展部

MSCI 将 A 股纳入因子提升，家电板块 4 股新纳入。2019 年 3 月 1 日，MSCI 宣布增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重并通过三步（时间分别在 2019

年5月、8月、11月)把中国A股的纳入因子从5%增加至20%。同时中盘A股也将随着大盘A股权重增加而纳入MSCI指数,家电板块将有4只中盘股纳入(分别为苏泊尔、小天鹅A、三花智控、海信电器)。MSCI新兴市场指数的预计成分股中有253只中国大盘A股和168只中国中盘A股(其中包括了27只创业板股票);A股在新兴市场指数中的预计权重约3.3%。自沪港通、深港通的正式开通至今,A股的投资结构事实上已经在发生改变。而随着MSCI、富时罗素、标普道琼斯等先后决定将A股实现纳入,未来将持续带来资金结构的改变。

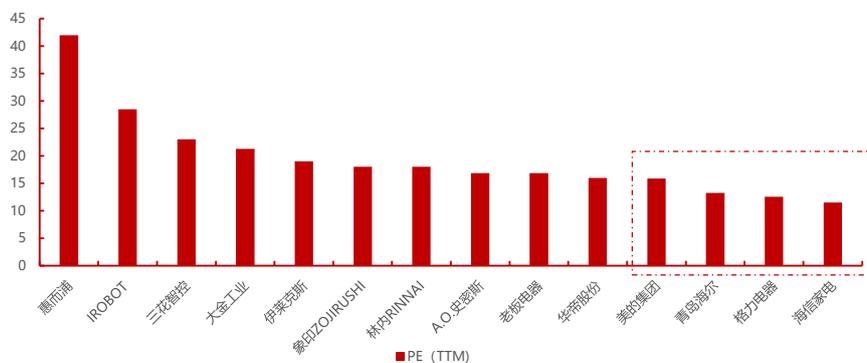
图 34: MSCI 纳入时间表



数据来源: MSCI 公告, 国融证券研究与战略发展部

家电龙头个股有较稳定现金流表现, 对标海外家电个股, 家电龙头 PE 估值或有提升空间。目前时点, 我们预计 2019 年外资仍将从市场资金面对板块产生重要影响, 纳入三大指数 (MSCI、富时罗素、标普道琼斯) 所吸引的海外跟踪资金将会持续流入。简单对比截止 2019 年 5 月 17 日的 PE TTM 估值情况, 海外家电股平均 PE TTM 估值为 23 倍, 而国内龙头个股估值处于相对较低水平 (美的、海尔、格力 PE TTM 估值分别为 15.88、13.23、12.53 倍)。随着海外资金流入, 国内家电龙头估值有望向海外看齐, 相对家电龙头的历史估值中枢, 或具备溢价空间。

图 35: 截止 2019 年 5 月 17 日, 国内及海外家电个股 PE (TTM) 估值对比



数据来源: wind, 国融证券研究与战略发展部

3.2 2019 年下半年的投资建议

2019 年至今家电板块涨幅领先,主要受估值驱动。截止 2019 年 5 月 17 日,家电板块 2019 年累计上涨 36.4%,同期沪深 300 指数上涨 21.2%,家电板块跑赢沪深 300 指数 15.2PCT。虽然 19Q1 家电内生需求依然偏弱,但外生因素(一二线地产回暖、原材料、海外贸易)出现缓和,叠加家电消费刺激政策出台预期,家电板块估值修复早于业绩反转。

2019 年下半年,我们认为,以下几个利好因素仍将持续,家电板块估值有望持续修复:1)地产需求转暖(尤其是一二线地产),消费信心提升:地产后周期影响进入尾声,2019H2 业绩预期差出现的概率更大。2)估值中枢提升预期:市场预期收益率下降,风险偏好再度偏谨慎,稳健大消费类资产有望受资金青睐,同时随着 MSCI 纳入 A 股的期限临近,海外资金配置有望增加,家电龙头的估值中枢有望提升。3)需求端刺激政策叠加供给端减负,有利于稳定和平滑地产后周期影响下的家电需求,短期对于行业销量或有一定的拉动作用,同时也有利于修复市场对于行业的悲观预期。

白电:继续关注公司业绩基本面,坚守白电行业龙头

空调:1 季度内销受促销带动平稳增长,随着行业旺季来临,库存迎拐点,预计逐步进入去库周期,3-4 季度可能去库完成,同时格局依然平稳,行业集中度提升趋势仍在延续,后续来看,虽然行业库存有待去化,但随着竣工逻辑逐步兑现及销量基数转低,行业有望延续稳健增长。龙头企业格力、美的依靠其垄断地位与品牌优势,可以获得持续品牌溢价与利润,量价齐升,增长可期。

冰洗:行业大格局运行平稳,结构驱动提价明显。冰箱、洗衣机都处在产品更新换代与价格提升趋势之下,我们判断 19 年冰洗行业在销量端稳定预期下,价格提升将成为企业收入利润超预期的重要支撑。

厨电:地产销售有望回暖(尤其是一二线),行业龙头集中度提升。

厨电行业长期来看保有量具有较大提升空间。短期看,由于其较高的地产相关性,随着地产的销售逐步改善,预计厨电行业 19 年下半年销售将实现回暖。需要关注的是,厨电产品的装修属性以及人均购买力的提升,具有强势品牌的龙头企业更为收益,且行业集中度提升将进一步提高龙头企业溢价能力。

表 4: 重点推荐企业业绩、估值情况

证券代码	证券简称	市值(亿元)	最新收盘价	EPS(2018)	19 年 PE	推荐评级
000651.SZ	格力电器	3,297	54.80	4.36	10.88	强烈推荐
000333.SZ	美的集团	3,352	50.75	3.08	13.91	强烈推荐
600690.SH	青岛海尔	983	15.78	1.21	11.40	强烈推荐
002508.SZ	老板电器	251	26.47	1.55	14.61	强烈推荐
002035.SZ	华帝股份	111	12.59	0.77	13.01	推荐
002677.SZ	浙江美大	91	14.09	0.59	17.65	推荐
002050.SZ	三花智控	300	10.84	0.61	18.91	推荐

数据来源:wind,国融证券研究与战略发展部

格力电器：相比其他白电龙头，格力电器 2018 年财务报表表现更为优异，公司在成长性、盈利能力、资金杠杆、上游占款、营运资金管理上均有相对优势。同时市盈率估值水平在 A 股市场中处于相对低位，我们更为看好格力电器未来估值提升的潜力。展望未来，我们依然认为压制公司估值提升因素将有所缓解，尤其是大股东转让事项，管理层预计将会持有更多股份，未来经营会依然稳定，公司治理结构相对于之前有较大的改善预期。预计 2019 年的 EPS 为 5.1 元，对应的估值 10 倍。给予“强烈推荐”评级。

美的集团：“T+3”战略的实施有效的提升渠道效率，公司产品整体库存压力较小，在原材料成本进入弱周期后，能够更为快速的利用成本红利生产出“低成本”产品，价格调整更迅捷，故而在终端价格促销中占据主动，19Q1 利润实现 16.61%的增速表现超预期，预计业绩增长的持续性较强。我们预计 2019 年的 EPS 为 3.26 元，对应 PE15 倍，给予“强烈推荐”评级。

老板电器：公司龙头地位稳固，吸油烟机/燃气灶市场份额维持第一，同时新品类以及工程渠道发力增长，公司营收有望获得新成长动力。18 年地产景气度下行背景下厨电行业量价承压，使得公司 18 年实际增速略低于预期，但 19 年以来一二线地产成交有所回暖，同时随着竣工面积回暖，下半年需求预计好于上半年，公司在一二线的收入占比达到 60%以上，显著受益于一二线市场的回暖，我们预计 2019 年的 EPS 为 1.70 元，对应 PE 为 16 倍，维持“推荐”评级。

投资评级说明

<p>证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准</p>	<p>行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准</p>
<p>强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上； 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%； 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。</p>	<p>看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现； 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平； 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。</p>

免责声明

国融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。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。