

需求上行周期有待于 H2 确认

— 家电行业 2019 年中期投资策略

家电

评级：增持(维持)

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

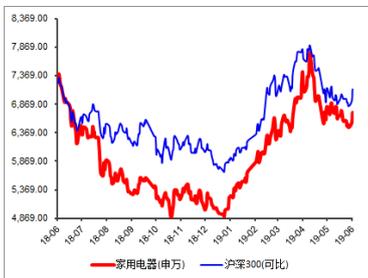
电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 65
总市值(亿元) 11396
流通市值(亿元) 10101

行业股价-市场走势对比



相关报告

重点公司基本情况

简称	股价	EPS				PE				PBG
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
格力电器	52.60	4.36	4.78	5.29	5.88	12	11	10	9	1.10
美的集团	49.12	3.04	3.57	4.13	4.76	16	15	13	11	0.90
青岛海尔	15.56	1.17	1.32	1.44	1.58	13	12	11	10	0.95
老板电器	24.32	1.55	1.70	1.87	2.07	16	15	13	12	1.36
华帝股份	10.76	0.77	0.96	1.16	1.37	14	13	11	10	0.76

注：盈利预测来自 wind 一致预期

投资要点

年初至今，家用电器板块取得明显超额收益，收益率超过沪深 300 指数 12 个 pct，位居全行业第三。同时，家电业绩和估值均有所提升。我们认为，这主要是由于家电需求端在改善。我们将影响家电需求的因素分为地产相关、宏观相关、政策相关（政府补贴、贸易政策）等外部因素，以及渠道库存周期、产品更新周期等产业内部因素。报告逐步探讨了各个因素对家电需求的影响，以此分析家电需求的变化趋势。

- 一、地产相关对家电需求的拉动：白电约 25-30%，厨电约 65-70%**
我们将住宅分为新房期房、新房现房和二手房，分别假设其滞后周期、置新率以及配套率。在此基础上，测算滞后的住宅商品房成交套数，进一步测算家电需求，并结合家电内销量，得出结论：地产拉动空调、冰洗、电视、油烟机的需求占其内销量比重分别约 30%、25%、20%、65-70%。总体来说，地产与厨电的关系很紧密，而对白电、黑电的影响相对有限。当前，随着住宅商品房销售面积止跌回升，地产对家电产生了正向拉动。
- 二、宏观相关对家电消费的拉动**
家电作为大众消费品，其消费受居民可支配收入水平的影响，同时基于中国投资驱动增长的特性，家电消费与社融增速也有较强相关性。我们通过拟合居民可支配收入的增速变化，社融规模的增速变化与空调内销的增速变化，验证几者关系。当前，居民可支配收入增速回升，社会融资规模一改去年下半年连续下跌状况，呈现震荡上行趋势，宏观经济对家电需求也产生了正向拉动作用。
- 三、政府补贴和贸易政策均对家电需求有直面影响**
政府刺激补贴可以部分对冲地产下行对家电需求的负面影响，回顾 2009-2011 年，持续的家电消费补贴曾带来大量新增的家电消费需求，在 2010 年下半年地产弱增长的情形下，拉动了家电销量的快速增长。
当前中美贸易不确定性升级，一方面，家电龙头厂商对美出口额占营收比重有限，贸易不明对其业绩影响有限。另一方面，以美的、海尔为代表的海外投资，预示着新一轮的全球产业转移，未来将进一步提升其国际自主品牌力与全球竞争力。
- 四、渠道库存对家电需求的拉动**
渠道库存对于家电厂商具有蓄水池意义，库存周期直接影响家电厂商出货量，从而影响业绩。当前，部分代表家电企业的渠道库存呈现一定环比改善。
- 五、家电需求的短期回升未来会否持续**
当前，整体终端零售数据出现震荡，部分厂商渠道库存环比改善，我们认为家电需求上行周期的信号已现但并不稳定，有待于在 H2 逐渐确认。

风险提示 经济下行风险、地产调控风险、贸易不明风险、原材料风险、汇率风险

内容目录

一、半年度复盘：超额收益显著	- 4 -
1. 子版块核心标的表现	- 4 -
2. 基本面复盘	- 4 -
3. 估值水平复盘	- 5 -
二、当前如何看家电需求	- 6 -
1. 影响需求的外部因素分析	- 6 -
1.1 地产对家电需求的拉动：白电约 25-30%，厨电约 65-70%	- 6 -
1.2 宏观经济带动家电消费	- 7 -
1.3 政府补贴带动家电消费	- 8 -
1.4 对外贸易政策的影响	- 9 -
2. 影响需求的内部因素分析	- 10 -
2.1 渠道库存周期	- 10 -
2.2 产品更新周期	- 11 -
3. 家电需求的短期回升趋势会持续吗？	- 11 -
三、投资策略	- 13 -

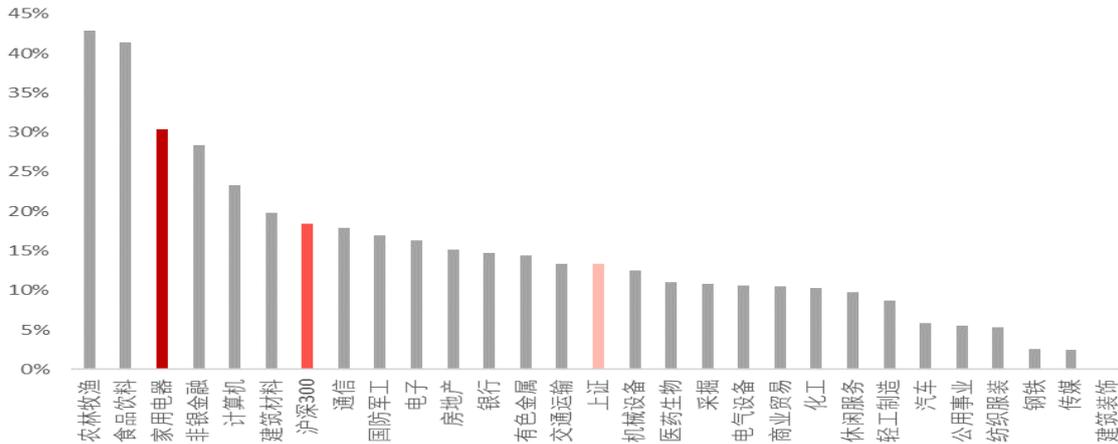
图表目录

图表 1: 2019H1 家用电器涨幅位列全行业第三	- 4 -
图表 2: 2019H1 子版块核心标的表现	- 4 -
图表 3: 2008-2019Q1 家电归母净利润增速	- 5 -
图表 4: 2013-2018 年家电板块占公募股票型基金净值比	- 5 -
图表 5: 2000 年以来家电板块估值	- 5 -
图表 6: 08 年以来商品房销售累计同比与空调内销累计同比	- 6 -
图表 7: 不同商品房滞后周期、置新率及配套率假设	- 7 -
图表 8: 地产拉动家电需求占其内销量比重	- 7 -
图表 9: 家用空调内销量受居民可支配收入的影响	- 7 -
图表 10: 家用空调内销量与社融相关性较强	- 8 -
图表 11: 2009-2011 年政府补贴下的家电需求	- 8 -
图表 12: 白电出口数量同比增速	- 9 -
图表 13: 美元兑人民币汇率	- 9 -
图表 14: 格力电器受调研区域库存金额 (亿元)	- 10 -
图表 15: 华帝股份受调研经销商出货指数 (2017Q1=100)	- 10 -
图表 16: 2007-2018 三大白电内销量及同比增速	- 11 -
图表 17: 空调零售量和零售额同比增速	- 12 -
图表 18: 冰箱零售量和零售额同比增速	- 12 -
图表 19: 洗衣机零售量和零售额同比增速	- 12 -
图表 20: 吸油烟机零售量和零售额同比增速	- 13 -

一、半年度复盘：超额收益显著

年初至今，家用电器板块表现抢眼，截至6月6日，板块涨幅为30.40%，位列全市场第三位；板块大幅跑赢大盘，区间收益率超过沪深300指数12pct，超额收益明显。

图表 1: 2019H1 家用电器涨幅位列全行业第三



来源: wind, 中泰证券研究所

1. 子版块核心标的表现

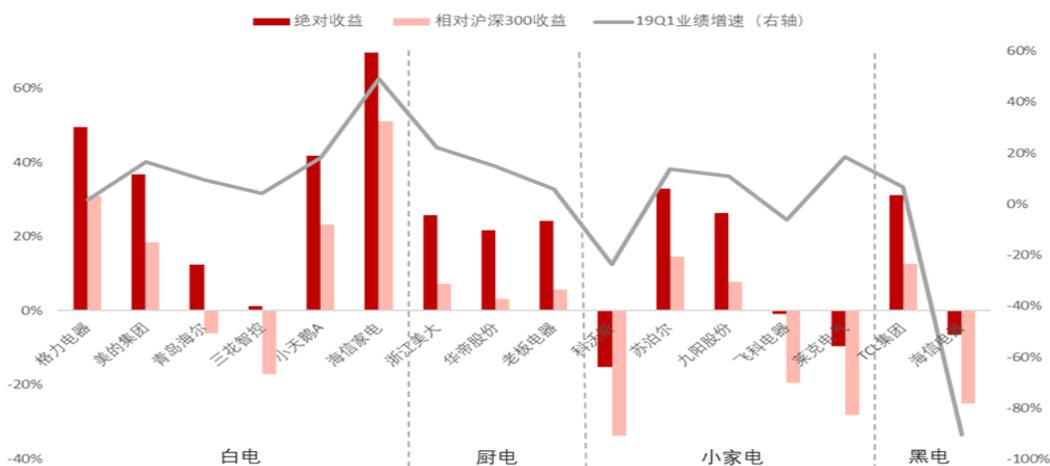
白电，均获得正向收益，业绩正向增长，收益增速快于业绩增速；

厨电，均获得正向相对收益，业绩正向增长，收益增速快于业绩增速；

小家电，收益和业绩均呈现分化状态；

黑电，收益和业绩均呈现分化状态。

图表 2: 2019H1 子版块核心标的表现

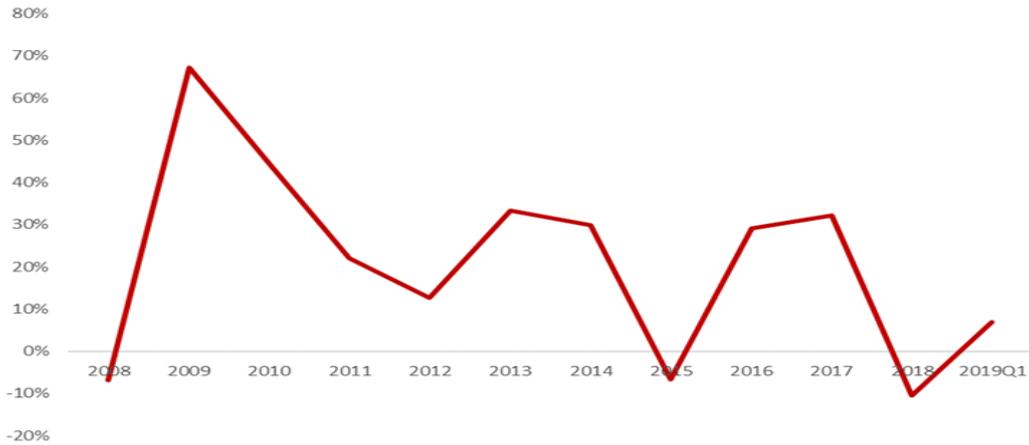


来源: wind, 中泰证券研究所

2. 基本面复盘

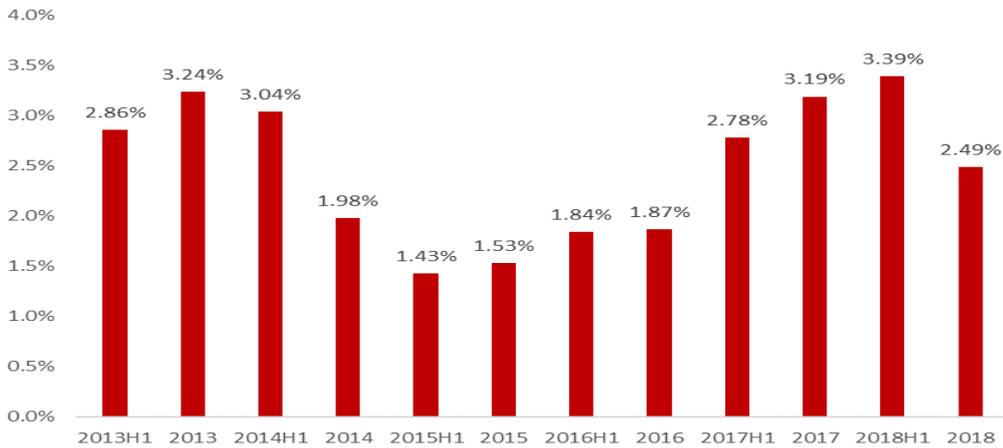
年初至今，地产成交逐渐向好，厂家出货获得恢复性增长，Q1 业绩有所回升。2018 年下半年家电板块持仓下行显著，年初至今基金净值占比较去年有所回升。

图表 3: 2008-2019Q1 家电归母净利润增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2013-2018 年家电板块占公募股票型基金净值比



来源: wind, 中泰证券研究所

3. 估值水平复盘

当前行业估值水平处于 18 年以来触底回升阶段。

图表 5: 2000 年以来家电板块估值



来源: wind, 中泰证券研究所

年初以来，家电行业业绩估值双升，我们通过跟踪渠道和终端，发现这主要是由于家电需求环比改善，那么，这种改善是否可以持续？

我们首先拆解影响家电需求的主要内外部因素，并以此分析家电需求的变化趋势：

家电需求主要受地产、库存、成本、收入、更新等周期性因素以及补贴政策、贸易政策（出口）等外部因素影响，本文将地产、经济、政策归纳为外部因素，这些都将影响家电的短期需求；将库存、更新归纳为内部因素，其中渠道库存影响家电的短期需求，更新周期影响家电的中长期需求。

二、当前如何看家电需求

1. 影响需求的外部因素分析

1.1 地产对家电需求的拉动：白电约 25-30%，厨电约 65-70%

家电作为家庭耐用消费品，其需求与房地产销售有直接关系，我们将房地产数据和家电消费数据进行叠加，便能发现二者相关关系明显，同时发现，家电销售滞后于房地产销售，滞后期以 1-3 个季度为主，但是，理论上家电销售应该滞后于房地产销售约 4-10 个季度。叠加曲线的表观滞后期和理论值有差异，这意味着，家电销售不只靠地产拉动，那么首先，地产对家电销售的拉动作用有多大？

图表 6：08 年以来商品房销售累计同比与空调内销累计同比



来源：wind，中泰证券研究所

我们将住宅商品房分为新房期房、新房现房、二手房三类，做出如下假设，并根据假设测算结论：地产拉动空调、冰洗、电视、烟机的需求占其内销比重分别约 30%、25%、20%、65-70%。总体来说，地产与厨电的关系最为紧密，而对白电和黑电等影响则相对有限。

图表 7: 不同商品房滞后周期、置新率及配套率假设

项目	空调	冰洗	吸油烟机	电视
新房期房滞后周期	18-30 个月	18-30 个月	18-30 个月	18-30 个月
新房现房滞后周期	6-9 个月	6-9 个月	6-9 个月	6-9 个月
二手房滞后周期	6-9 个月	6-9 个月	6-9 个月	6-9 个月
新房期房置新率	80%	80%	85%	80%
新房现房置新率	80%	80%	85%	80%
二手房置新率	70%	70%	70%	70%
配套率	1.3-2.3	1	1	1
二手房占比	25%			

来源: 中泰证券研究所测算假设

图表 8: 地产拉动家电需求占其内销量比重

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
空调	31%	29%	33%	34%	31%	29%	28%
冰箱	17%	19%	20%	21%	22%	23%	25%
洗衣机	26%	26%	28%	27%	26%	24%	25%
电视	19%	18%	20%	21%	21%	22%	21%
吸油烟机		65%	66%	71%	65%	66%	72%

来源: 中泰证券研究所测算结果

当前, 随着住宅商品房销售面积止跌回升, 主要由于 2016 年以来的三四线商品房销售 (期房为主), 以及 2019 年春节后启动的一二线城市房地产市场回暖 (二手房为主), 地产对家电需求产生了正向拉动而逐渐走强。

1.2 宏观经济带动家电消费

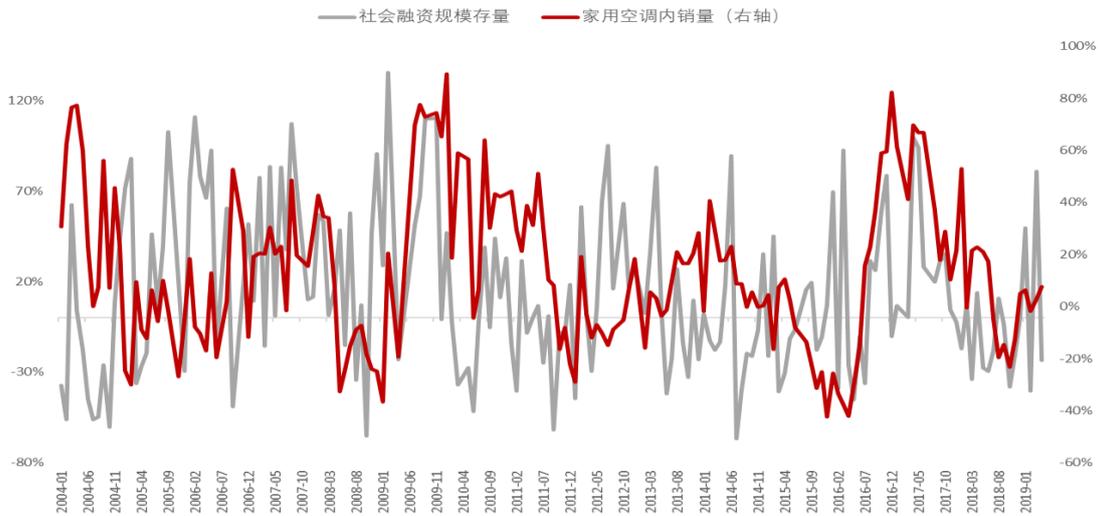
家电作为大众消费品, 其消费受居民可支配收入水平的影响, 同时基于中国投资驱动增长的特性, 家电消费与社融增速也有较强相关性。

图表 9: 家用空调内销量受居民可支配收入的影响



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 家用空调内销量与社融相关性较强



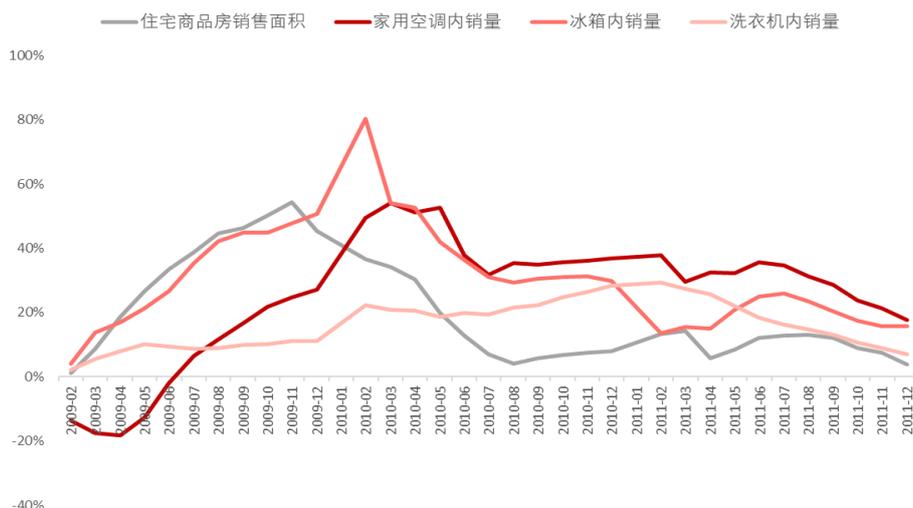
来源: wind, 中泰证券研究所

当前,居民可支配收入增速回升,社融规模一改 2018 年下半年的持续下跌状况,呈现震荡上行趋势,对家电需求也产生了一定的正向拉动作用。

1.3 政策刺激带动家电消费

补贴对家电消费有直接影响,回顾 2009 年 2 月,“家电下乡”政策开始进入全国推广期,2009-2011 年,持续的消费补贴带来大量增量家电消费需求,在 2010 年下半年地产弱增长的情形下,拉动了家电销量的快速增长。

图表 11: 2009-2011 年政府补贴下的家电需求



来源: wind, 中泰证券研究所

当前距离上轮“家电下乡”政策实施已有十年,部分白电逐渐进入产品更新周期,我们认为今年相关惠民补贴刺激政策的出台将有效对冲前期地产下行带来的负面影响。

1.4 对外贸易政策的影响

对外贸易政策直接影响了家电企业出口，以白电龙头美的和海尔为例，其出口占收入结构比重均接近一半。

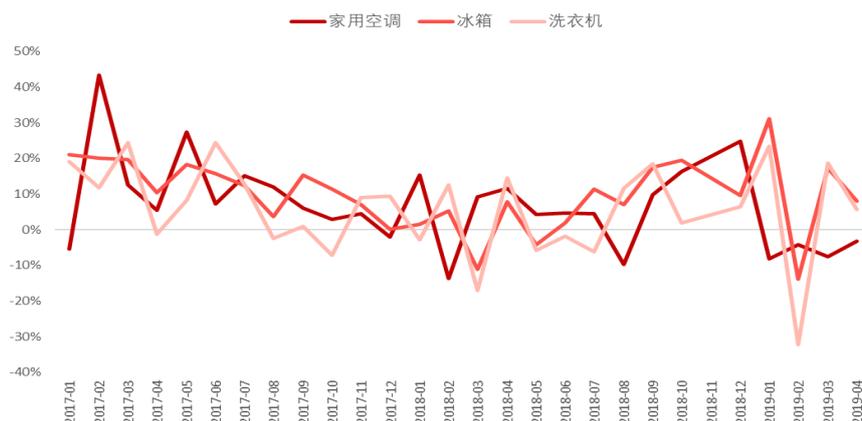
当前中美贸易不确定性升级为家电出口带来了一定风险，我们将贸易不确定性对家电企业的经营影响一分为二看待：

对于外需占一定比例的空、冰企业，需要警惕贸易不确定性对外销订单的干扰，年初至今，空调出口数量同比下滑，冰洗出口增速放缓。尽管如此，出口美国的家电商品占主要家电企业的营收比重并不大，对其业绩影响有限。

此外，需要注意汇率对出口型企业业绩的影响，若贬值将利好出口企业，如新宝股份等，若升值则相反。

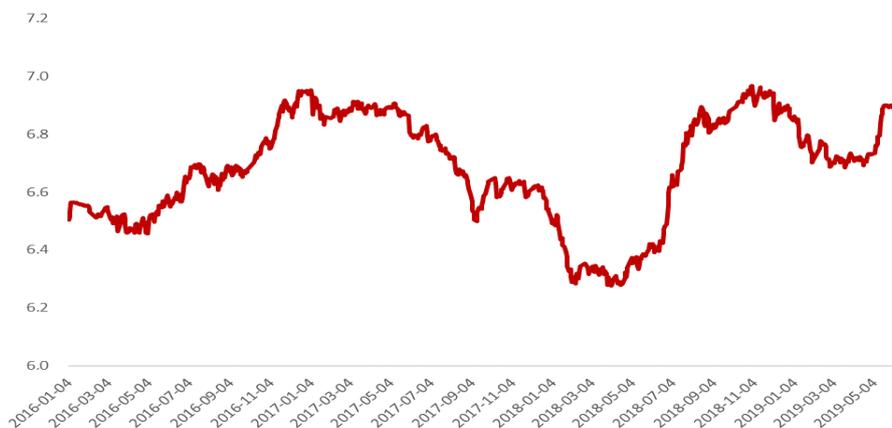
而长期看，我们认为以美的、海尔为代表的海外投资，预示新一轮的全球产业转移即将加速东南亚、印度等地的工业化进程，倒逼中国的国际化企业进一步提升国际品牌力与全球竞争力。

图表 12：白电出口数量同比增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：美元兑人民币汇率走势



来源：wind，中泰证券研究所

2. 影响需求的内部因素分析

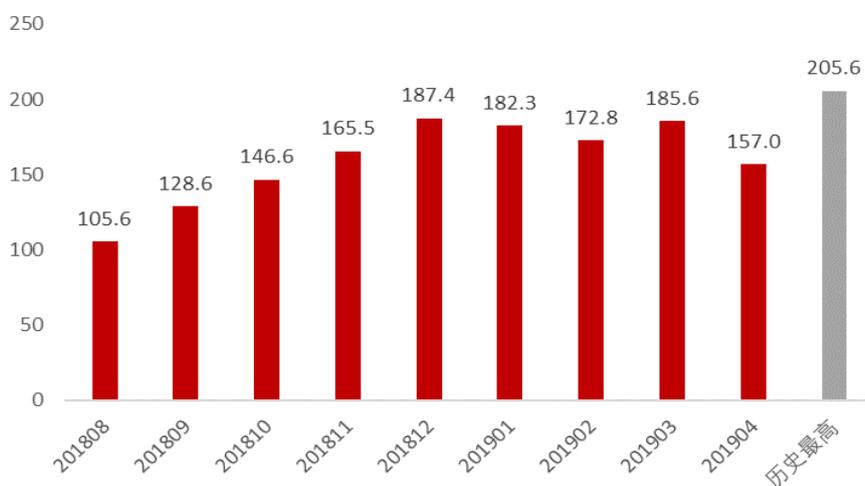
2.1 渠道库存周期

渠道对于家电厂商具有蓄水池的作用，渠道库存周期直接影响家电厂商出货量，从而影响其业绩。2014 年开始的空调去库存周期曾导致空调内销出现断崖式下滑。

当前，主要家电企业的渠道库存环比改善。本文以格力和华帝为例说明如下：

格力电器：2019 年 4 月末渠道库存水平约 4.5 个月，环比 3 月下行约半个月水平，受调研区域库存金额环比下降 15%。

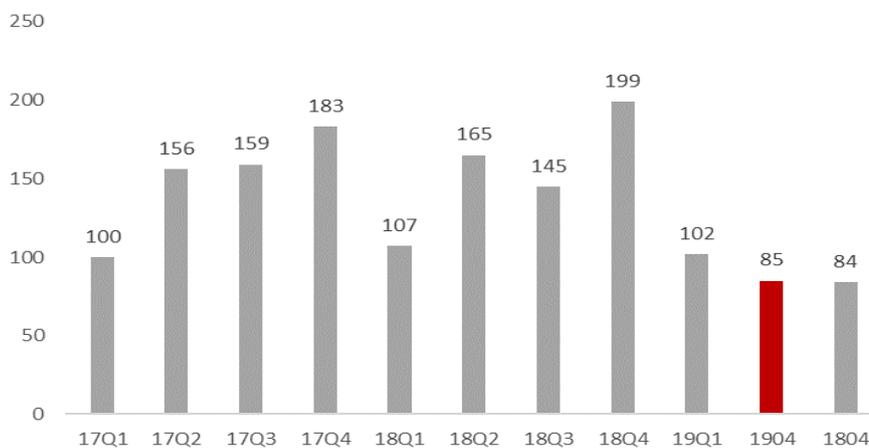
图表 14：格力电器受调研区域库存金额（亿元）



来源：中泰证券研究所

华帝股份：2019 年 4 月受调研区域线下终端增速约 15%，表现优于一季度；同时 4 月受调研经销商提货、出货节奏并未明显加快，公司有意调节渠道库存水平。截至 4 月末，整体库存水平约 3-3.5 个月，环比下行 0.5 个月左右水平。

图表 15：华帝股份受调研经销商出货指数（2017Q1=100）



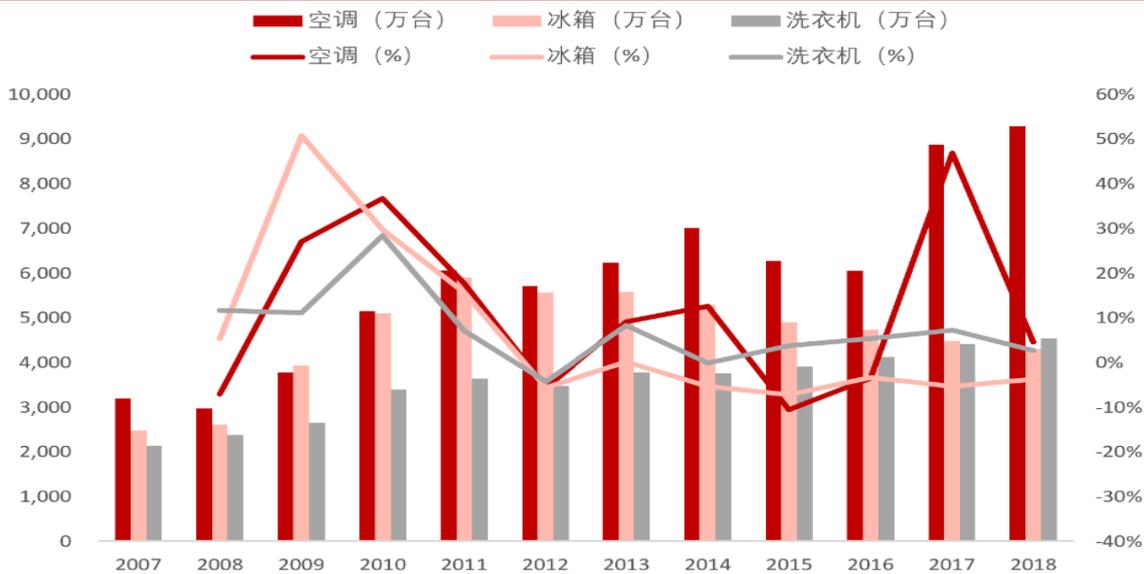
来源：中泰证券研究所

2.2 产品更新周期

2007-2011年，在“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等政策利好，以及四万亿计划刺激的带动下，家电迎来黄金时代，空调内销量年复合增速17.4%，冰箱内销量年复合增速24.2%，洗衣机内销量年复合增速14.2%。

当下，以十年为更新周期，空冰洗近期面临更新，参考2007-2011年销量空调2.1亿台、冰箱2.0亿台，洗衣机1.4亿台，分别为2018年内销量的2.3倍、4.7倍、3.1倍。

图表 16: 2007-2018 三大白电内销量及同比增速



来源：中怡康，中泰证券研究所

综合来看：

外部因素中，商品房销售面积止跌回升，居民可支配收入增速回升、社融增速止跌都对家电需求产生正向拉动作用；而不断升级的贸易形势可能会影响部分对美出口占比较高的厂商，但核心家电厂商对美出口业务受影响较小。

产业链内部因素中，近期渠道库存环比改善、以及逐渐到来的产品更新潮，都将促进厂商销售。

3. 家电需求的短期回升趋势会持续吗？

为了更好判断需求回升的持续性，我们需要了解终端销售情况，当终端动销良好，渠道库存改善的时候，就意味着该趋势可能延续。

首先，空调终端零售在4月停止了之前的上行趋势，零售量和零售额出现了10%的下滑。

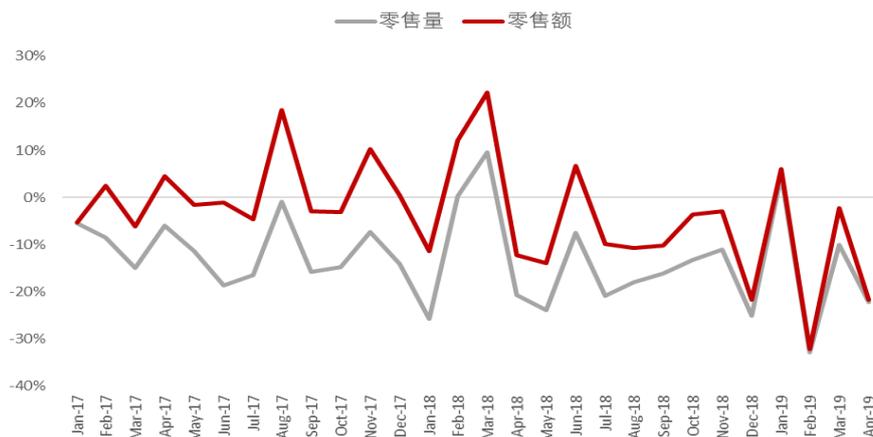
图表 17: 空调零售量和零售额同比增速



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

其次, 冰箱终端零售连续 3 个月下滑, 4 月份零售额和零售量出现了 20% 以上的下滑。

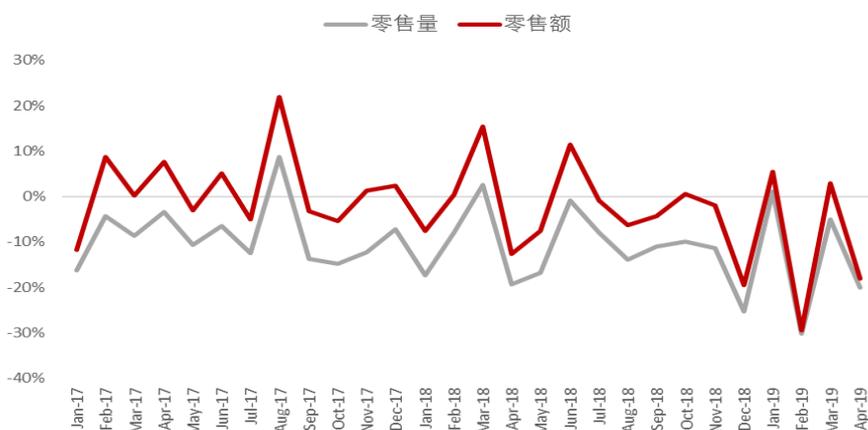
图表 18: 冰箱零售量和零售额同比增速



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

再者, 洗衣机终端零售年初至今出现过两次正增长, 但是 4 月份零售量和零售额均有约 20% 的下滑。

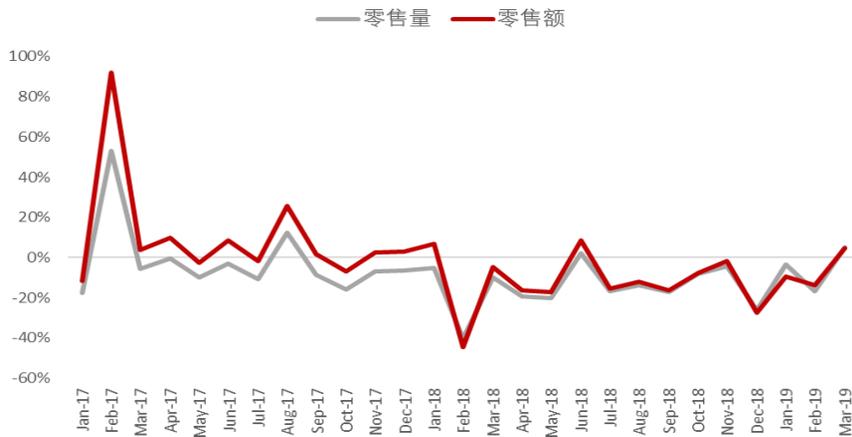
图表 19: 洗衣机零售量和零售额同比增速



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

此外,吸油烟机今年以来整体呈现上行趋势,3月份零售量和零售额均止跌回升。

图表 20: 吸油烟机零售量和零售额同比增速



来源: 中怡康, 中泰证券研究所

结合终端零售情况以及渠道库存情况,我们认为家电需求上行周期的信号已现但并不稳定,有待于H2逐渐确认。

三、投资策略

综上所述,本文认为地产层面和宏观层面业已出现的一些积极信号、渠道库存跟踪得出的缓解迹象、加之家电刺激政策的出台等家电需求影响因素的变化,有望对下半年基本面实现正向拉动,对冲贸易不明等所带来的负面影响。

但当前家电需求上行的拐点信号并不稳定,仍有待于H2逐渐确认。

届时,一二线市场引领,三四线市场跟进,厨电业绩弹性更高,白电需求好转可期,据此本文投资建议为:

白电龙头: 格力电器、美的集团、青岛海尔;

厨电龙头: 老板电器、华帝股份。

格力电器: 看好空调领域渗透率的长期空间,地产和宏观经济向好带动业绩估值双升。

美的集团: 全品类布局,全面受益行业回暖,高端转型与效率转型有序推进。

青岛海尔: 多品类布局,全面受益行业回暖,依托品牌力进一步提升冰洗市场份额。

老板电器: 率先受益一二线市场复苏,渠道下沉和工程渠道拓展,以及品类延伸助力长期持续增长。

华帝股份: 覆盖一二三四线市场,全面受益行业回暖,库存改善,高端转型提升主营业务竞争力。

风险提示:

1. 宏观经济压力加大，终端需求不济。
2. 地产竣工推迟，住宅销售不及预期，对厨电等强后周期子行业形成拖累。
3. 贸易不确定性加剧，出口需求下滑，全球产业转移。
4. 原材料成本波动风险。
5. 汇率风险，人民币大幅升值，对海外投资企业汇兑损失，对出口企业需求负面影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。