

家用电器行业

2019 年中期策略：迷雾中仍有曙光，拥抱长期确定性

● 迷雾中仍有曙光，下半年环比改善可期

整体从宏观层面来看，我国 GDP、社零增速呈现出稳步下降的态势，消费需求低迷，家电基本面也处于底部区域。在相对弱势的宏观和消费环境下，我们观察到对家电行业影响较大的一些因素出现了积极变化。因此，虽然目前家电基本面依然在底部区域，但我们预期下半年会逐渐出现改善。

- (1) 原材料: CPI&PPI 剪刀差反转，主要原材料价格下降，盈利或有提升;
- (2) 汇率: 贸易摩擦影响较小，人民币贬值在收入与利润端利好出口企业;
- (3) 商品房住宅: 一、二线销售数据回暖，下半年整体或迎来交付高峰期;
- (4) 刺激政策: 上半年鼓励消费的政策频出，静待后续温和落地;
- (5) 外资配置: 下半年 MSCI 及富时罗素的 A 股纳入因子计划提升，A 股家电龙头资产质量更高，长期看有望享受估值溢价。

● 均价和格局带来短期担忧，但长期格局仍稳定

今年空调提前促销、苏宁自有厨电品牌市占率提升引发担忧。但我们认为：

- ◆ 美的空调促销降价主要基于成本压力缓解+效率提升下的利润回流，与格力把控渠道+深度分销的模式各有千秋。奥克斯、小米、苏宁等凭借更少的渠道层级和更低的渠道费用通过低价来进入市场，会吸引部分中低端消费人群，但传统空调龙头品牌、产品、规模优势、产业链一体化壁垒高，护城河依然稳固;
 - ◆ 厨电较强的安装属性、较高的替换成本放大了品牌力的作用，因此渠道品牌会冲击到在次级市场中以价换量的中低端品牌，高端格局仍稳定。
- ### ● 保有量提升、智能家居、全球化布局，家电长期成长空间依然较大
- ◆ 普及度: 对比日本和国内其他品类来看，空调保有量仍有 1 倍以上提升空间，油烟机相比属性相近的冰洗也还有较大提升空间;
 - ◆ 智能家居: 我国智能家居家庭渗透率偏低，中产阶级年轻化与地产精装修政策的推行正在 B 端和 C 端同时打开智能产品的需求;
 - ◆ 全球化布局: 从渗透率的角度看，东南亚、非洲、拉丁美洲家电市场仍处于相对初级的阶段，我国家电公司背靠庞大内需及配套产业链有着极强的规模经济优势以及话语权，有望在未来逐步渗透当地市场。

● 投资建议

我们建议从长期竞争力和短期改善弹性两方面来考虑下半年家电配置策略: 建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头, 美的集团、青岛海尔、格力电器; 在整体基本面仍然较弱的情况下, Q3 建议配置消费属性强的小家电龙头, 九阳股份、苏泊尔; 在商品房住宅集中交付的驱动下, Q4 建议配置有望复苏的厨电龙头, 华帝股份、老板电器、浙江美大。

● 风险提示

地产大幅下滑; 原材料价格大幅上涨; 人民币大幅升值; 贸易战加剧。

行业评级

持有

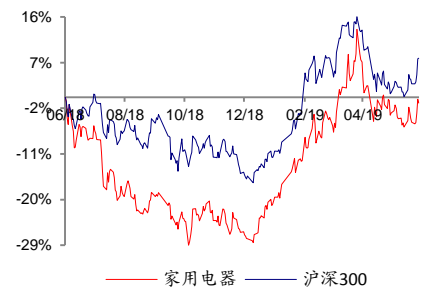
前次评级

持有

报告日期

2019-06-23

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:5 月宏观微观数 2019-06-16

据略有改善, 优选业绩确定性突出的龙头

家用电器行业:6 月家电板块 2019-06-09

超额收益确定性高, 龙头配置价值凸显

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美的集团	000333.SZ	人民币	52.11	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	15.28	13.68	11.35	9.44	23.23	22.95
格力电器	000651.SZ	人民币	53.31	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.32	10.11	5.93	4.88	26.03	24.80
青岛海尔	600690.SH	人民币	16.98	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	13.19	11.80	6.56	4.73	17.50	16.36
苏泊尔	002032.SZ	人民币	77.19	2019/4/25	买入	78.40	2.45	2.88	31.56	26.79	24.46	20.74	27.86	27.11
九阳股份	002242.SZ	人民币	21.00	2019/4/27	买入	27.25	1.09	1.25	19.25	16.85	17.97	15.75	21.22	23.31
华帝股份	002035.SZ	人民币	12.28	2019/4/29	增持	13.88	0.89	1.04	13.73	11.86	9.29	7.46	16.48	15.80
老板电器	002508.SZ	人民币	26.70	2019/4/26	增持	33.60	1.68	1.90	15.87	14.02	12.53	10.55	8.33	13.20
浙江美大	002677.SZ	人民币	12.59	2019/4/25	增持	14.00	0.69	0.80	18.24	15.82	14.38	12.33	18.09	15.34

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

投资概况：内需或有改善，长期确定性依然强	6
2019H1 回顾：板块收益率靠前，需求相对低迷	7
上半年需求相对低迷，线上价格有所下滑	8
2019H2 展望：迷雾中有曙光，环比改善可期	10
原材料价格：CPI&PPI 剪刀差反转，下游消费品企业盈利能力有望改善	10
贸易摩擦与汇率：龙头韧性较强，人民币贬值利好出口企业	12
商品房住宅：一二线销售回暖，下半年整体或迎来交付高峰	14
刺激政策：上半年政策频出，静待温和落地	16
外资配置：更高资产质量，A 股龙头有望享受估值溢价	18
短期变化与长期空间的共振，积极拥抱确定性	19
白电：原材料价格与效率提升是价格变动的主因，格局依然稳固	19
厨电：地产或迎集中交付，需求回暖高端格局稳定	21
长期成长空间：普及度提升+智能家居扩容内销市场，海外市场仍有潜力	24
投资建议	27
风险提示	28

图表索引

图 1: 中信一级行业指数年初至今收益率(%, 左轴)及动态市盈率(右轴)	7
图 2: 家电二级行业市值近期走势(亿元, 白电左轴, 其余右轴)	8
图 3: 空调月度内销出货同比增速(万台, %)	9
图 4: 空调月度外销出货同比增速(万台, %)	9
图 5: 冰箱月度内销出货同比增速(万台, %)	9
图 6: 冰箱月度外销出货同比增速(万台, %)	9
图 7: 洗衣机月度内销出货同比增速(万台, %)	9
图 8: 洗衣机月度外销出货同比增速(万台, %)	9
图 9: 主要家电产品线下均价走势(元)	10
图 10: 主要家电产品线上均价走势(元)	10
图 11: 季度 GDP 同比增速(%)	10
图 12: 社零同比增速(%)	10
图 13: 主要大宗原材料价格走势(左轴美元/吨, 右轴布伦特原油美元/桶)	11
图 14: 格力电器毛利率(%)	11
图 15: CPI & PPI 同比增速(%)	11
图 16: 近期现货 LME 铝价格走势(美元/吨)	12
图 17: 近期现货 LME 铜价格走势(美元/吨)	12
图 18: 近期冷轧板卷价格走势(元/吨)	12
图 19: 近期布伦特原油价格走势(美元/桶)	12
图 20: 近期人民币兑美元走势(元/美元)	14
图 21: 2010—2017 年房地产对家电销量拉动占内销量的比例(%)	14
图 22: 近期商品房住宅销售、竣工、新开工面积同比增速(%)	15
图 23: 分市场商品房住宅销售面积同比增速(%)	15
图 24: 上一轮家电刺激政策时间轴	17
图 25: 上一轮家电政策期间空调内销量及增速(万台, %)	17
图 26: 上一轮家电政策期间冰箱内销量及增速(万台, %)	17
图 27: 上一轮家电政策期间洗衣机内销量及增速(万台, %)	18
图 28: 上一轮家电政策期间彩电内销量及增速(万台, %)	18
图 29: 北上资金持有 A 股家电板块市值占家电板块总市值比例(%)	18
图 30: 北上资金持有 A 股家电主要个股市值占家电公司总市值比例(%)	18
图 31: 分品牌空调线下均价(元)	20
图 32: 分品牌空调线上均价(元)	20
图 33: 分品牌空调线下市占率(%)	20
图 34: 分品牌空调线上市占率(%)	20
图 35: 传统多层深度分销与扁平化网批直供模式对比	21
图 36: 老板电器收入与商品房销售增速(%)	22
图 37: 华帝股份收入与商品房销售增速(%)	22
图 38: 厨电、白电企业毛利率对比(%)	22
图 39: 厨电、白电企业净利率对比(%)	22

图 40: 法迪欧市场占有率 (%)	23
图 41: 新晋厨电品牌	23
图 42: 厨电市场集中度与地产销售面积增速 (集中度右轴, 地产左轴)	23
图 43: 日本主要家电保有量 (台/百户)	24
图 44: 智能家居是一个全产业链共同参与的系统性工程	25
图 45: 一线城市中产阶级年龄分布	25
图 46: 收入水平与使用智能家居的意愿成正比	25
图 47: 智能家居未来的盈利模式将分为硬件+服务盈利	26
图 48: 全球智能音箱出货量 (万台)	26
图 49: 全球智能单品出货量 (万台)	26
图 50: 中国智能门锁出货量 (万台)	26
图 51: 中国扫地机器人市场规模 (亿元)	26
图 52: 全球各国冰箱渗透率	27
图 53: 全球各国洗衣机渗透率	27
表 1: 家电板块主要数据及预测一览	6
表 2: 2019H1 家电行业主要政策、事件以及相关数据梳理	8
表 3: 2017FY 主要家电品类产销量及出口美国情况	12
表 4: 美国主要家电品类进口中来自中国的占比与排名	13
表 5: 部分龙头地产公司竣工情况	16
表 6: 2019H1 家电行业主要政策、事件以及相关数据梳理	16
表 7: MSCI 及富时罗素调整 A 股纳入因子时间表	19
表 8: 主要空调品牌单月均价同比变动 (%)	19
表 9: 主要家电保有量对比 (台/百户)	24
表 10: 中国家电主要品类产量 (能) 占全球比重	27
表 11: 海外重点公司估值和财务分析表	28

投资概况：内需或有改善，长期确定性依然强

表1：家电板块主要数据及预测一览

		渗透率 (2018年)	预计成熟期 渗透率	预计3-5 年 CAGR	2018FY 内销市场规模	2018FY 均价变化幅度	2019FY 预计 内销市场规模	2019FY 预计 均价变化幅度
白电	空调	城镇 1.29 台/户	1.5-2.5 台/户	3-5%	9280 万台	+3.8%	8949 万台	下滑 0-2%
		农村 0.53 台/户						
	冰箱	城镇 0.98 台/户	1 台/户	0-3%	4310 万台	+5.8%	4227 万台	提升 0-5%
		农村 0.92 台/户						
	洗衣机	城镇 0.96 台/户	1 台/户	0-3%	4531 万台	+10.2%	4462 万台	提升 0-5%
		农村 0.86 台/户						
黑电	电视	城镇 1.24 台/户 农村 1.20 台/户	1.2 台/户	0%	5406 万台	-9.0%	5400 万台	下滑 5-10%
厨电	油烟机	城镇 0.72 台/户 农村 0.18 台/户	0.5-1.0 台/户	0-5%	~2200 万台	+3.9%	2090 万台	下滑 3-5%
	燃气灶	参考油烟机	0.8-1.0 台/户	0-5%	~2600 万台	+3.9%	2500 万台	下滑 3-5%
小家电	厨房	传统五件渗透率高 西式渗透率低于 10%	发达国家 20-30 件/户		~3000 亿元	5-15%		
	家居	偏低	我国	~10%	其中中式厨房 类约占 80%	10-20%	~3300 亿元	提升 0-10%
	美容	电吹风、剃须刀较高 其余偏低	<10 件/户			5-15%		

数据来源：产业在线，国家统计局，中怡康，广发证券发展研究中心

注：2018年渗透率为统计局数据，内销市场规模为产业在线数据，均价变化幅度为中怡康月度数据累计

整体从宏观层面来看，我国GDP、社零增速均呈现出稳步下降的态势。家电板块内销除空调受到提前促销的影响增长略超预期外，其余均相对疲软；随着5月份中美贸易摩擦风险加剧，下半年外销出货端可能会承受一定压力。

在相对弱勢的宏观和消费环境下，我们观察到对家电行业影响较大的一些因素出现了积极变化。因此，虽然目前家电基本面依然在底部区域，但我们预期下半年会逐渐出现改善。

- (1) **原材料价格**：CPI&PPI剪刀差反转，宏观层面成本压力向下传导通道恢复，下游消费品企业盈利能力有望得到改善；
- (2) **贸易摩擦与汇率**：中美贸易摩擦态度多次反复，但最终对具备产业链优势，掌握核心议价权的家电企业影响有限。同时贬值的汇率也使得贸易压力有所缓解；
- (3) **房地产**：30大中城市销售面积增速逐渐回暖，竣工数据持续低于销售数据，预计2019H2或将开始迎来密集交付期，拉动家电新增需求；
- (4) **刺激性政策**：2019Q1出台了关于家电消费补贴的相关指导性刺激政策，后期相关政策的具体落地情况也会对家电消费产生短周期的影响；

另一方面，随着资本市场不断走向开放，A股家电公司在国际对比层面具备更优的资产质量，有望继续吸引外资青睐，未来或可享受估值溢价：

(5) **北上资金**：4月以来北上资金随着贸易摩擦不确定性增加、人民币贬值持续净流出，近期又重新流入。但从国际对比的视角来看，相比海外家电龙头，A股家电上市公司具备较高的资产质量和更高的性价比，随着资本市场不断走向开放预计家电板块仍将持续受益（具体可见我们前期外发的报告《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》20190406）。

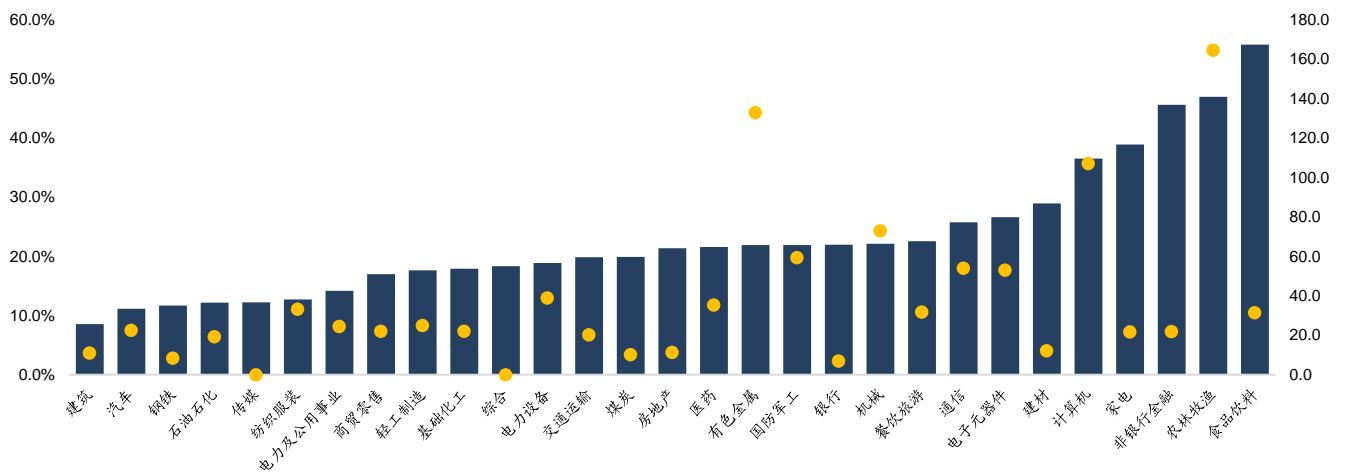
我们建议从长期竞争力和短期改善弹性两方面来考虑下半年家电配置策略：

- 建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器；
- 在整体基本面仍然较弱的情况下，Q3建议配置消费属性强的小家电龙头九阳股份、苏泊尔；
- 下半年或在商品房住宅集中交付驱动下，Q4建议配置有望复苏的厨电龙头华帝股份、老板电器、浙江美大。

2019H1 回顾：板块收益率靠前，需求相对低迷

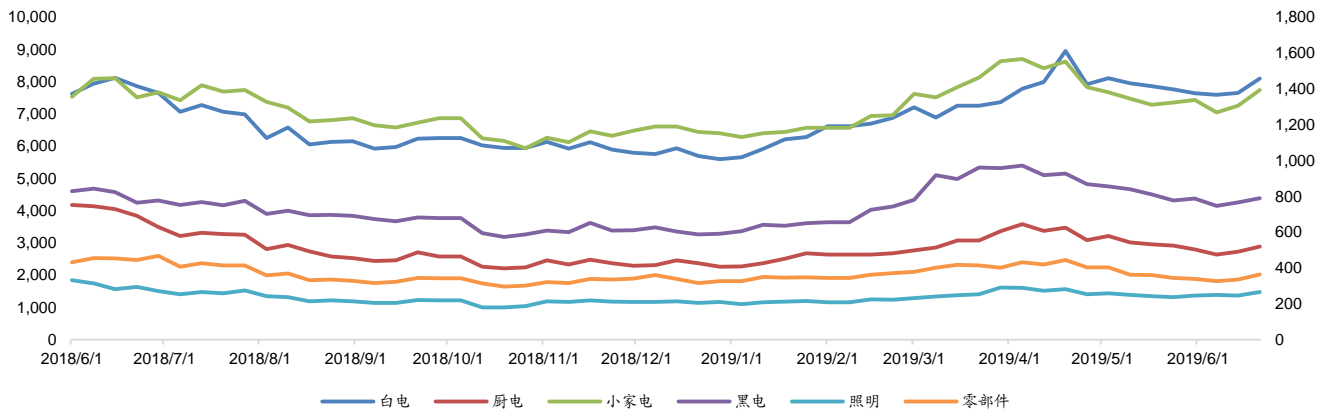
截止至上周最近一个交易日（2019年6月21日），2019年家电板块整体涨幅达到38.9%，跑赢大盘，位列A股29个板块中第4位；板块TTM市盈率21.7x，位列29个行业中第9位（剔除因亏损导致市盈率为负的部分板块）。

图1：中信一级行业指数年初至今收益率（%，左轴）及动态市盈率（右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2: 家电二级行业市值近期走势 (亿元, 白电左轴, 其余右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*注: 其中白电样本包括美的集团、格力电器、青岛海尔、长虹美菱、海信家电; 厨电样本包括老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气; 小家电样本包括苏泊尔、哈尔斯、新宝股份、荣泰健康、莱克电气、飞科电器、九阳股份、爱仕达、科沃斯; 黑电样本包括海信电器、兆驰股份、创维数字、TCL 集团; 照明样本包括欧普照明; 零部件包括三花智控、长虹华意、汉宇集团。

上半年需求相对低迷, 线上价格有所下滑

从出货端的角度来看, 内销市场除空调受部分龙头提前促销的影响整体实现了略超预期的稳步增长外, 冰箱、洗衣机均由于需求相对疲软规模略有收缩; 外销市场冰箱、洗衣机有所增长。

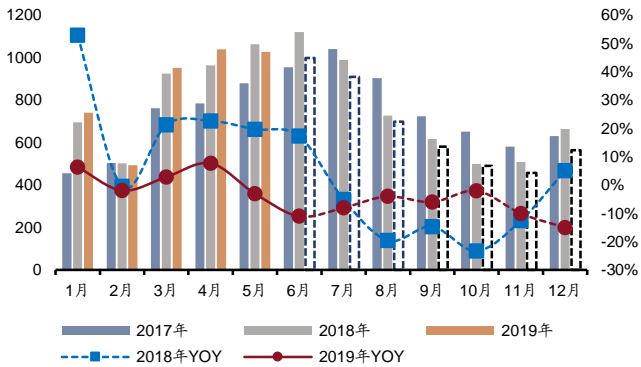
表2: 2019H1家电行业主要政策、事件以及相关数据梳理

	内销出货 (万台)	YoY	预计全年 YoY	外销出货 (万台)	YoY	预计全年 YoY	线下均价 (元)	YoY	线上均价 (元)	YoY	
白电	空调	4255	+2%	-4%	3282	-4%	-6%	3054	-0.8%	3057	+0.3%
	冰箱	1375	-3%	-3%	1027	+11%	+4%	4390	+4.2%	1990	-8.5%
	洗衣机	1500	-3%	-2%	671	+5%	+2%	3054	+4.8%	1458	-5.0%
厨电	油烟机	/	/	/	/	/	/	3288	-4.8%	1269	-6.3%

数据来源: 产业在线, 奥维云网, 广发证券发展研究中心

* 其中空调出货数据为 2019 年 1-5 月产业在线累计值, 其余出货数据为 1-4 月累计值; 均价数据为 1-5 月奥维云网累计值

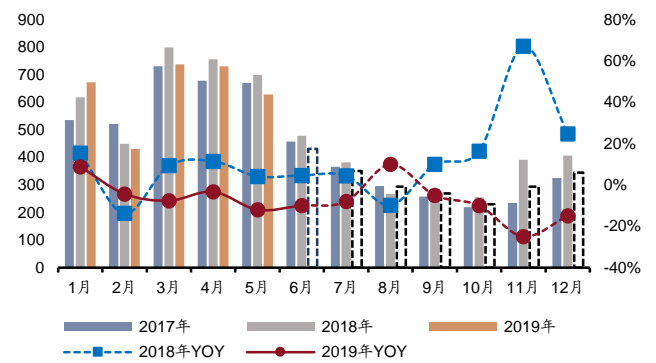
图3: 空调月度内销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

* 虚线柱状图为家电组预测数据

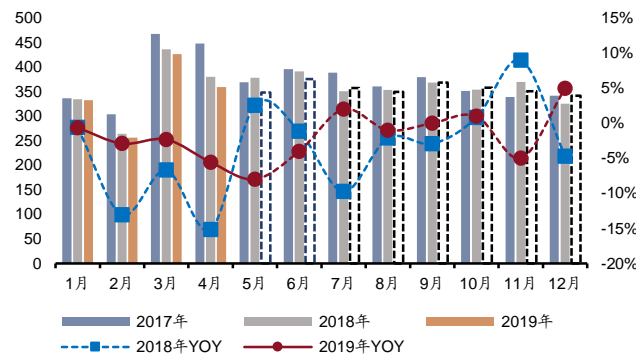
图4: 空调月度外销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

* 虚线柱状图为家电组预测数据

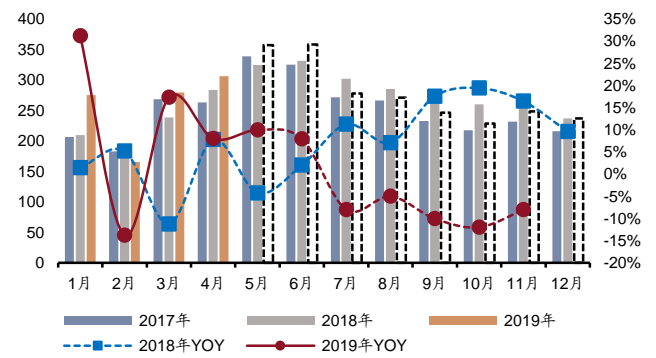
图5: 冰箱月度内销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

* 虚线柱状图为家电组预测数据

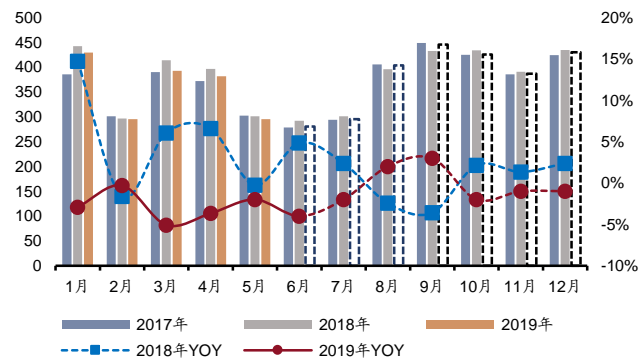
图6: 冰箱月度外销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

* 虚线柱状图为家电组预测数据

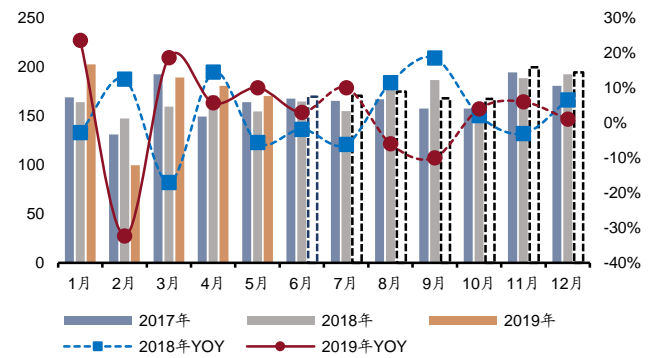
图7: 洗衣机月度内销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

* 虚线柱状图为家电组预测数据

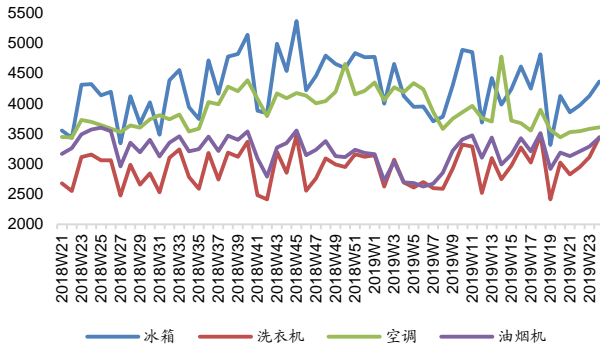
图8: 洗衣机月度外销出货同比增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

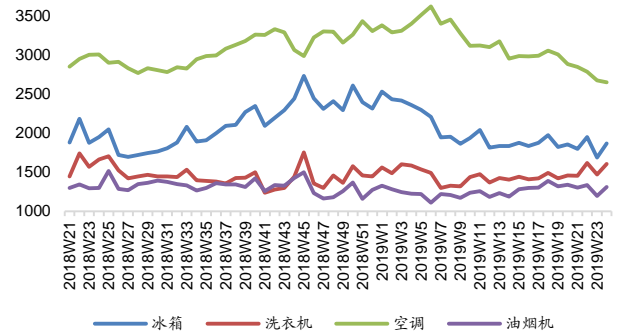
* 虚线柱状图为家电组预测数据

图9: 主要家电产品线下均价走势(元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图10: 主要家电产品线上均价走势(元)

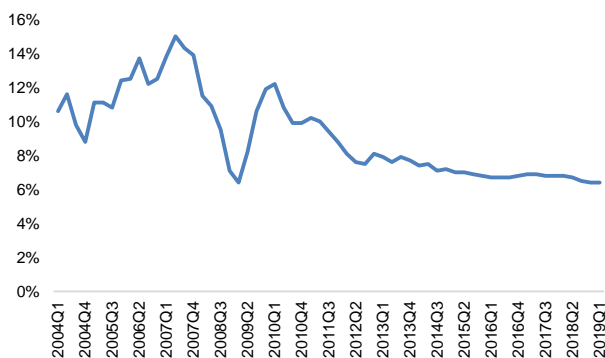


数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

2019H2 展望: 迷雾中有曙光, 环比改善可期

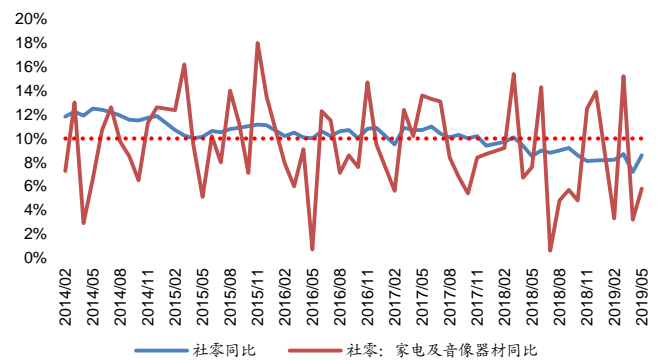
整体从宏观层面来看, 我国GDP、社零增速均呈现出稳步下降的态势。经济的放缓筑底从侧面映射出了羸弱的消费需求, 但在相对弱势的宏观环境下, 我们观察到对家电行业影响较大的一些因素出现了积极变化。因此, 虽然目前家电基本面依然在底部区域, 但我们预期下半年会逐渐出现改善。

图11: 季度GDP同比增速(%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图12: 社零同比增速(%)



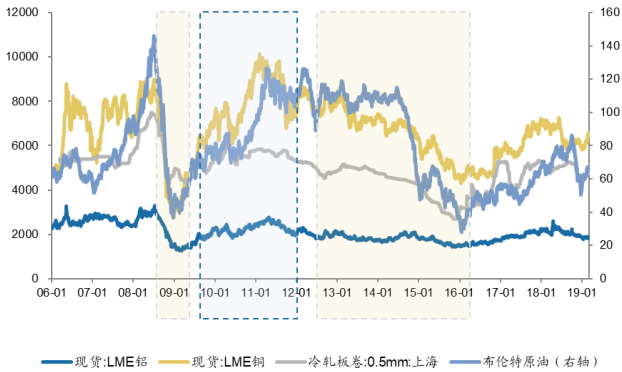
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

原材料价格: CPI&PPI 剪刀差反转, 下游消费品企业盈利能力有望改善

从历史来看, 即便家电龙头企业在产业链具备较高的地位以及较强对上下游的议价能力, 但大宗原材料价格的大幅波动仍会对公司的盈利能力产生一定影响, 以格力电器毛利率在2008-2015年三轮原材料波动周期中的表现来看:

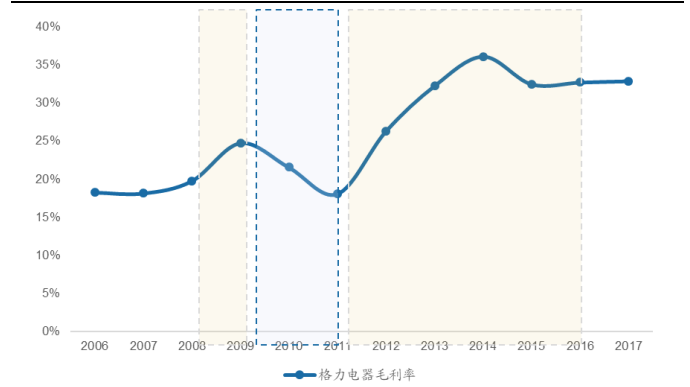
- (1) 2008年：铜、铝价格大幅下降，公司毛利率出现明显提升；
- (2) 2009-2010年：铜、原油价格大幅上涨，公司毛利率下行明显；
- (3) 2011-2015年：铜、铝、钢、原油价格持续下跌，公司毛利率回升明显。

图13：主要大宗原材料价格走势（左轴美元/吨，右轴布伦特原油美元/桶）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

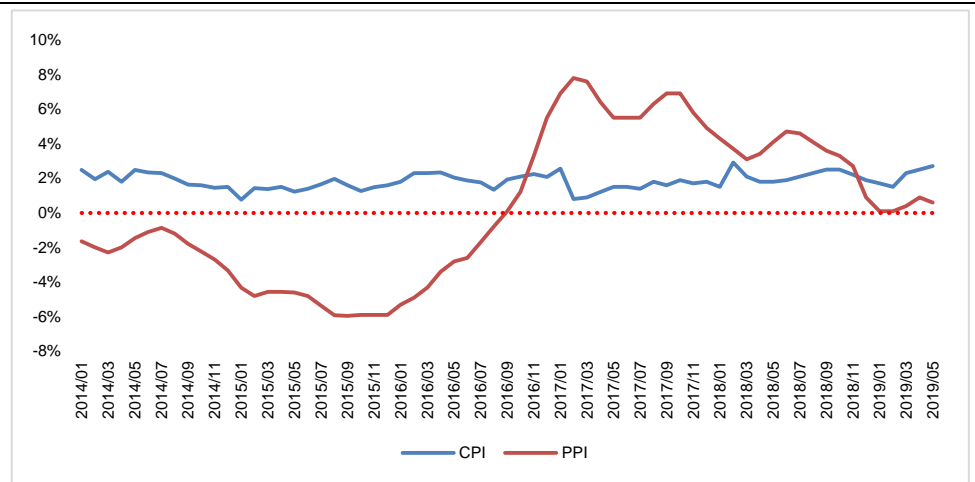
图14：格力电器毛利率（%）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2017年起CPI与PPI剪刀差逐步呈现出收窄的迹象，并在2018年底出现翻转。制造成本的上升向下游传导再次变得通畅。

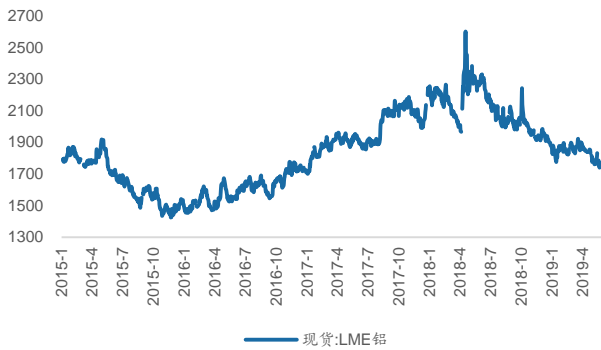
图15：CPI & PPI 同比增速（%）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

截止至2019年6月下旬，铝、铜、冷轧板、原油平均收盘价分别同比变动-16.6% / -10.1% / -5.3% / -5.1%，以此进行初步估算，空调、冰箱、洗衣机的制造成本有望同比分别下降 -5.7% / -5.3% / -2.9%，下降幅度大于零售价格的波动，企业盈利能力有望得到改善。考虑到原材料的库存周期以及龙头企业通常会对原材料价格进行套期管理，预计成本端的下行或将在下半年的财报上继续得以体现。

图16: 近期现货LME铝价格走势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 近期现货LME铜价格走势 (美元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 近期冷轧板卷价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 近期布伦特原油价格走势 (美元/桶)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

贸易摩擦与汇率: 龙头韧性较强, 人民币贬值利好出口企业

2018年以来中美贸易摩擦态度持续反复, 市场预期不断发生变化。但对于中国家电企业来说贸易摩擦对于企业的业绩影响有限 (更详细的分析请参见我们前期外发的报告《家电行业出口专题(3): 论贸易摩擦对家电企业的影响》20180325):

- (1) 主要家电产品的产能与配套产业链集中于中国, 出口至美国的占比偏低, 但美国市场却较为依赖中国的进口产品, 因此家电企业在产业链上较强的议价能力使得关税上升带来的成本增加部分由买方承担;
- (2) 海外的产能布局完善, 惩罚性关税可以通过全球产能的有效配置进行规避。

表3: 2017FY 主要家电品类产销量及出口美国情况

品类	总产量 (万台)	出口总量 (万台)	出口美国 (万台)	出口美国占 出口总量 (%)	出口美国占 总产量 (%)
空调	14,170	5,244	1,044	20%	7%

冰箱	7,507	3,573	688	19%	9%
洗衣机	6,407	2,364	50	2%	1%
电视	13,312	8,030	2,294	29%	17%
油烟机	3,205	408	41	10%	1%
微波炉	11,425	5,881	1,756	30%	15%
电烤箱	/	2,334	630	27%	/
电饭锅	38,515	4,122	400	10%	1%

数据来源：产业在线，国家统计局，广发证券发展研究中心

注：油烟机、微波炉、电饭锅行业总产量数据是根据 2016 年数据季节性与 2017 年已有数据测算的结果

表 4：美国主要家电品类进口中来自中国的占比与排名

	厨电 (7321)	空调 (8415)	冰箱 (8418)	洗衣机 (8450)	吸尘器 (8508)	电视 (8528)	按摩器件 (9019)	咖啡机 (851671)	多士炉 (851672)
中国占比	59.24%	30.0%	19.3%	41.1%	71.0%	37.1%	24.2%	73.3%	97.1%
排名	1	2	2	1	1	2	2	1	1

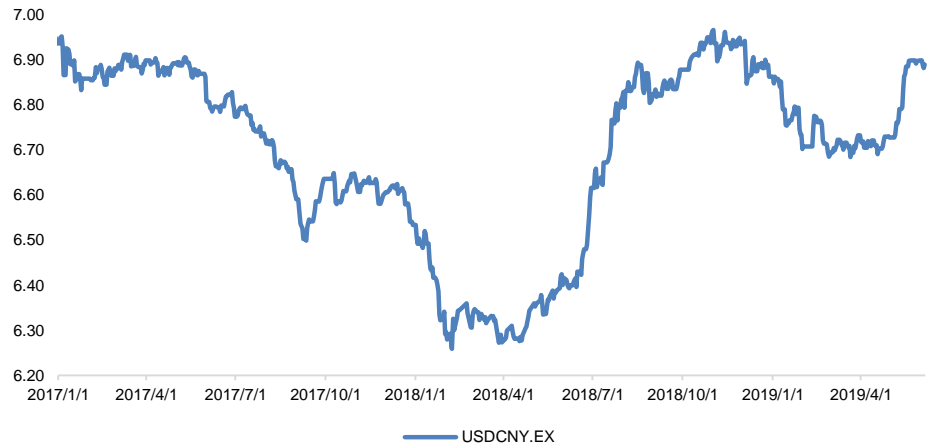
数据来源：UN Comtrade，广发证券发展研究中心

注：占比数据 = 中国出口至美国总额 / Σ (各国出口至美国总额)

随着贸易摩擦预期的反复也导致人民币兑美元汇率波动较大，其中人民币贬值通常会为家电企业的出口业务带来正面影响。（更详细的分析请参见我们外发的《家电行业出口专题（1）：人民币升值对出口企业的影响》20180127）

- (1) 收入端：以及美元结算的订单收入将有所增加；同时采购成本或有所下降，将刺激海外客户签订订单的意愿，加强国内公司产品的性价比与竞争力；
- (2) 毛利率：若原材料的采购使用人民币结算，不同的入账价格会导致毛利率变化。
- (3) 汇兑损益：2019Q1末以来人民币兑美元跌幅约2.4%，其中较为直接的反应在于财务费用中的汇兑收益将大幅增加，但考虑到大部分企业会套保，因此所带来的“公允价值变动损益以及投资损益”会与“汇兑损益”相抵消。出口占比高的企业如新宝股份、莱克电气、哈尔斯、汉宇集团、三花智控等将会受益更明显。

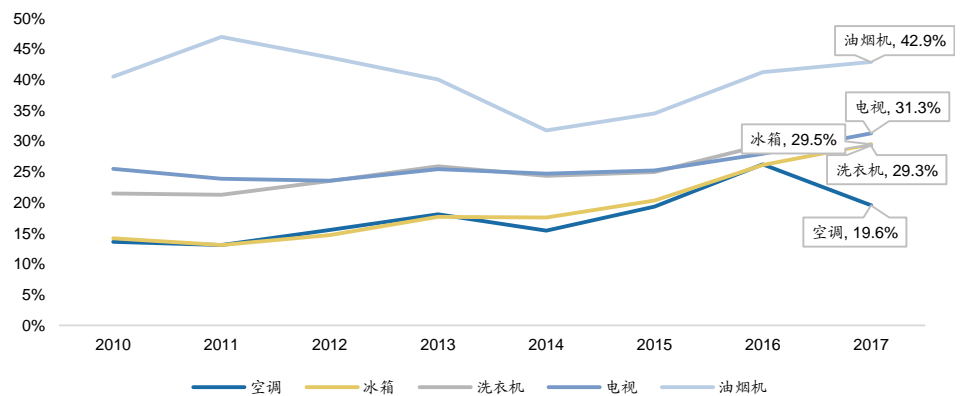
图20: 近期人民币兑美元走势 (元/美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

商品房住宅: 一二线销售回暖, 下半年整体或迎来交付高峰

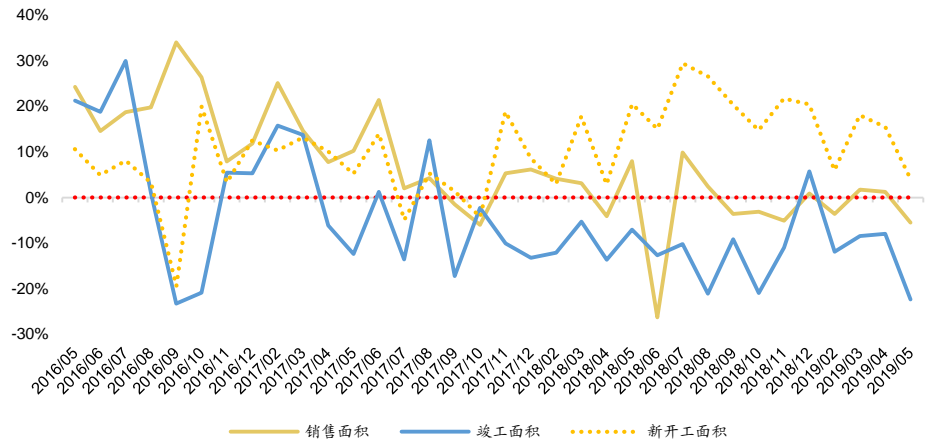
图21: 2010—2017年房地产对家电销量拉动占内销量的比例 (%)



数据来源: 产业在线, 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

整体来看家电的需求可以划分为地产拉动、消费升级 (包括品类扩张、进一步普及) 以及更新需求, 其中地产拉动的需求是其重要的一环。根据测算, 地产对空调、冰箱、洗衣机、电视、油烟机分别为: 20%、30%、29%、31%、43%。(更详细的分析请参见我们外发的报告《家电内销量影响因素定量分析, 未来更新换代将成为主要拉动力》20190109)

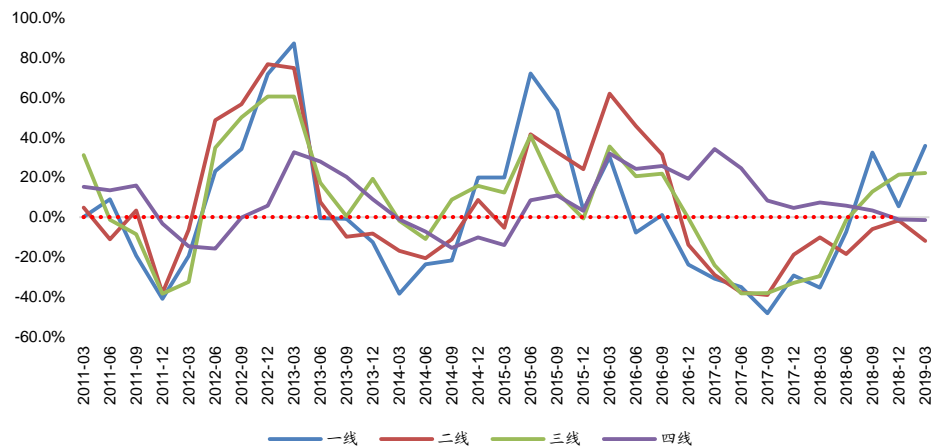
图22: 近期商品房住宅销售、竣工、新开工面积同比增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

随着期房占比的持续增加以及全国楼市销售的驱动力更多倾向于30大中城市外的真三四线城市（非卫星城），2017年年底以来地产销售面积与竣工面积出现明显的倒挂现象，交房周期有所延长，相应的家电需求也相对低迷。

图23: 分市场商品房住宅销售面积同比增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

我们认为基于两点因素以及相应龙头地产公司披露的数据进行验证，2019H2竣工将会集中交付和好转：

- (1) 分级来看，30大中城市地产销售数据增速从2017Q3开始见底并稳步回升，2018Q3重回增长渠道，其中一线、三线城市增速相对较快；
- (2) 30大中城市外的三四线城市商品房销售面积（不包括卫星城）在棚改货币化政策的拉动下自2016Q1起持续高速增长，直至2018Q4增速才略微转负。考虑到不同的预售-交付周期的长度以及自2017Q3开始持续近2年的竣工面积负增长，

这部分商品房销售有望在接下来的几个季度面临集中交付。

- (3) 由于截止至5月份2019年竣工面积同比下滑12.4%，但部分龙头地产公司披露的数据中2019年计划竣工面积远超2018年实际竣工面积（其中龙湖地产年报披露2019年竣工交付大部分集中于下半年），因此我们认为集中交付大概率应在2019H2。

表5: 部分龙头地产公司竣工情况

地产公司	2018FY 实际竣工面积 (万平方米)	2019FY 计划竣工面积 (万平方米)	YoY
万科	2,756	3,077	12%
招商蛇口	499	1,000	101%
保利	2,217	2,750	24%
新城	980	1,811	85%
龙湖	950	1,500	58%
金地	672	854	27%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

刺激政策：上半年政策频出，静待温和落地

2019H1以来家电行业相关刺激性政策的指导意见频出，包括制造业增值税税率下调、鼓励地方财政给予补贴促进更新换代、超高清视频产业发展行动计划等。截止至目前为止仅有北京地区补贴实际落地，未来的实施计划仍值得积极关注。

表6: 2019H1家电行业主要政策、事件以及相关数据梳理

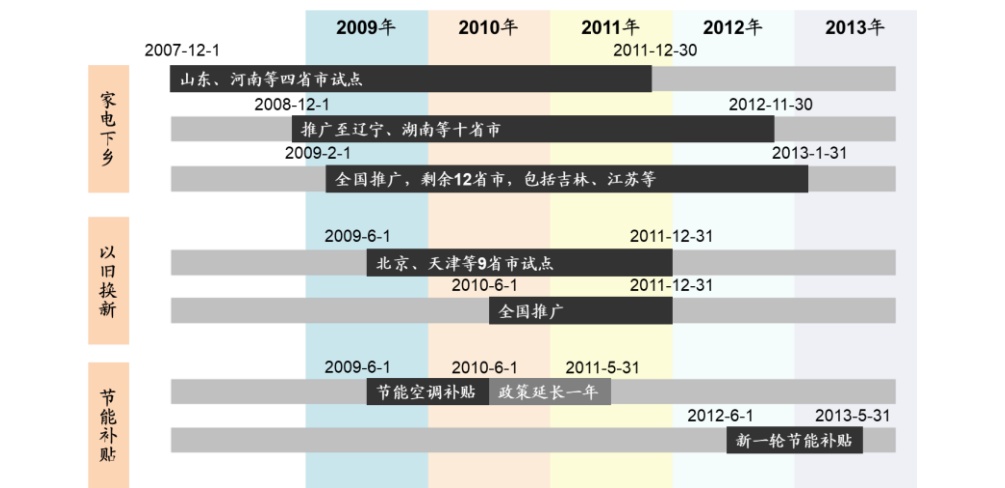
类别	日期	政策/事件名称	主要内容
政策	2019年 1月8日	刺激消费政策	国家发改委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等重点产品消费的措施
	2019年 1月28日	《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》	国家发改委等十部委印发通知，提出“支持绿色、智能家电销售”；“促进家电产品更新换代（有条件的地方可对消费者交售旧家电并购买新家电给予适当补贴）”；“积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售”
	2019年 1月29日	节能减排补贴政策	北京市推出新一轮为期3年的节能减排促销政策，2月1日正式实施。其中补贴品类略有增加，补贴上限为800元，整体看是已实施政策的延续，略有加强。
	2019年 3月1日	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发了的通知。提出了“4K先行，兼顾8K”的总体技术路线，2022年相关产业总体规模超过4万亿的目标，
	2019年 3月5日	《政府工作报告》	制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%。
事件	2019年 3月1日	MSCI 指数	MSCI 决议将分三阶段将A股纳入因子由5%提升至20%，其中5月28日已由5%上调至10%。
	2019年 4月8日	混改	格力电器4月8日晚发布公告，格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本15%的股票。

2019年 5月13日	贸易摩擦	特朗普表示将对对中国出口美国的 2000 亿美元商品加征 25%关税，于 6 月 1 日起实施。同时 USTR 发布公告拟对中国约 3000 亿美元输美产品加征最高 25%的关税。
2019年 1-4月	数据	产业在线及奥维云网数据显示，空调内销出货量数据持续超预期，部分品牌促销力度较大零售数据表现亦良好
2019年 2月-6月		奥维云网数据显示，美的空调线下、线上均价分别在二月下旬、四月中旬开始出现持续的同比下调，带来终端份额上行

数据来源：Wind，工信部，产业在线，奥维云网，新华网，广发证券发展研究中心

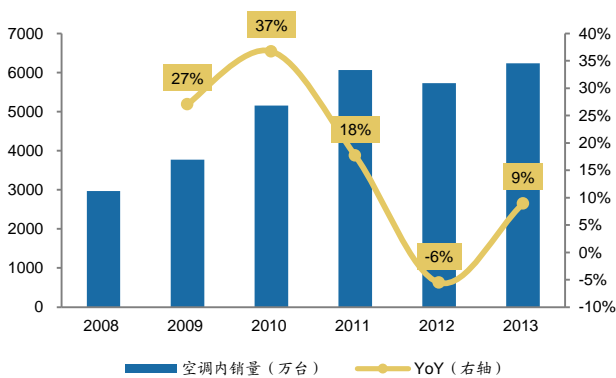
上一轮家电政策从家电下乡、以旧换新、节能补贴三个方面对新增、普及需求都给予了较大力度的刺激。政策从2007年开始试点，直至2011-2013年逐步退出，整个周期持续时间较长，期间主要家电产品内销出货量均实现了较快的增速。但值得注意的是，政策逐步退出的后期增速有明显下滑，可见对后续的需求有一定的透支。

图24：上一轮家电刺激政策时间轴



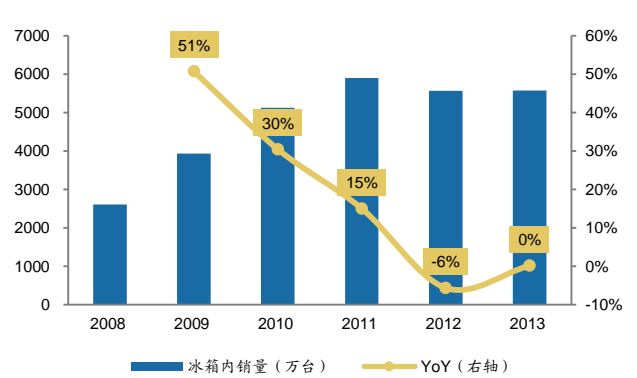
数据来源：财政部，商务部，广发证券发展研究中心

图25：上一轮家电政策期间空调内销量及增速（万台，%）



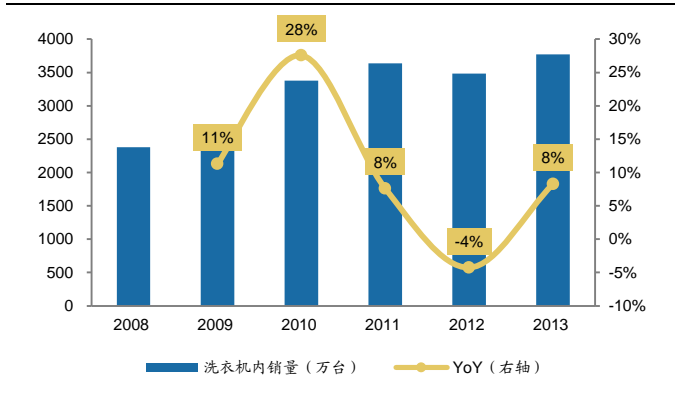
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图26：上一轮家电政策期间冰箱内销量及增速（万台，%）



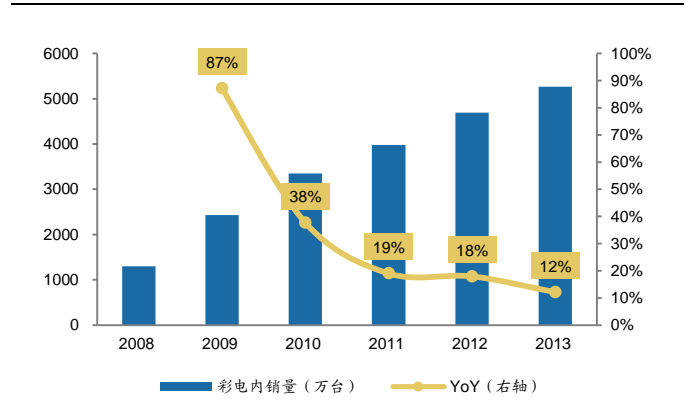
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图27: 上一轮家电政策期间洗衣机内销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图28: 上一轮家电政策期间彩电内销量及增速 (万台, %)



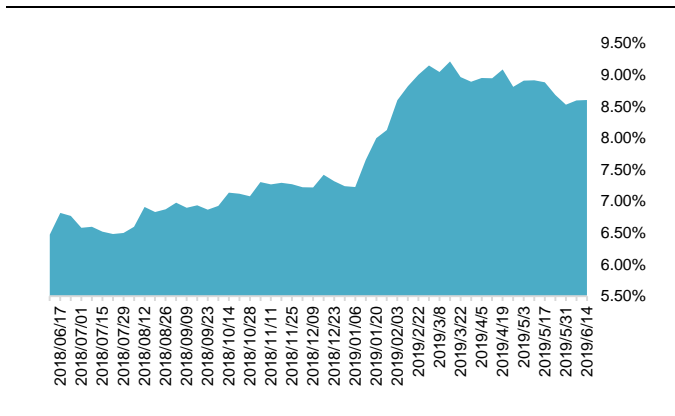
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

考虑到目前全国家电的普及率水平、财政状况以及家电行业的竞争格局, 我们认为待后续的相关刺激政策全面落地后, 补贴力度整体或将保持在较为温和的状态, 以健康绿色的角度和可持续发展的前提来促进产业及消费升级, 因此市场或将呈现出稳步增长的状态, 而对后续的需要方面也不会有较大程度的透支。

外资配置: 更高资产质量, A股龙头有望享受估值溢价

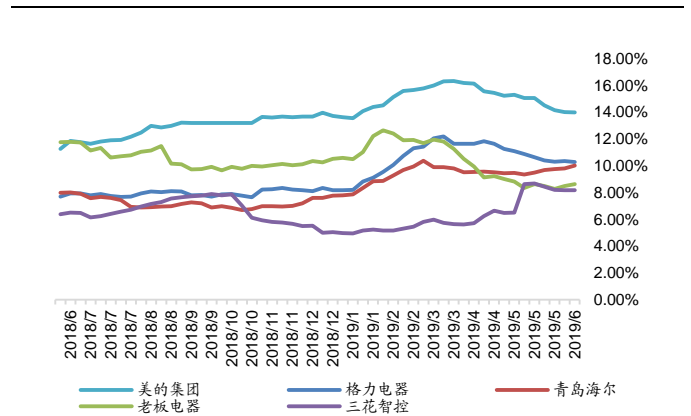
受到人民币持续贬值、中美贸易摩擦不确定性加强以及行业基本面相对低迷等影响, 2019年4月以来北上资金持续净流出, 进入2019年6月后才逐步转为流入。但从国际对比的视角来看, A股家电上市公司具备着更快的增长速度、更高的盈利能力、更快的资产周转率以及相对合理的估值水平 (更详细的分析请参见我们外发的报告《全球家电龙头对比专题: A股家电龙头未来有望享受估值溢价》20190406)。

图29: 北上资金持有A股家电板块市值占家电板块总市值比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 北上资金持有A股家电主要个股市值占家电公司总市值比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

随着A股在MSCI的纳入因子不断提高、富时罗素正式宣布将A股纳入名单，预计将在指数型被动资金配置的同时也将引发主动管理资金的关注，其中家电板块企业符合外资持仓风格，预计将受益于增量资金的流入。

表7: MSCI及富时罗素调整A股纳入因子时间表

2019年3月1日	宣布分三步将MSCI指数中A股的纳入因子从5%调整至20%
2019年5月28日	5% → 10% (已实施)
2019年8月	10% → 15% (计划)
2019年11月	15% → 20% (计划)
2019年5月25日	宣布分三期将富时罗素指数中A股纳入因子分三步提升至25%
2019年6月	0% → 5% (计划)
2019年9月	5% → 15% (计划)
2020年3月	15% → 25% (计划)

数据来源: MSCI, 富时罗素, 广发证券发展研究中心

短期变化与长期空间的共振，积极拥抱确定性

稳定的竞争格局与高确定性的业绩一直都是投资家电板块的一致主线。但2019年以来，我们在公司的竞争策略、组织架构、渠道布局等等上看到了与往年较为不同的经营变化和竞争策略，行业未来的竞争格局将如何演变，龙头构建起壁垒的核心要素能否再次成功构建起下一阶段的护城河成为了需要思考的关键。

白电：原材料价格与效率提升是价格变动的主因，格局依然稳固

奥维云网数据显示，2019年2月起我们开始观察到空调零售均价整体在单月罕见地出现了较大幅度的同比下降，其中美的在2月份线下均价的下降幅度达到20.0%。市场开始对空调行业是否会出现系统性价格战影响企业利润而有所担忧。但我们认为美的本次的提前促销主要来自于原材料价格下降与自身效率提升驱动的自发行为，行业双寡头竞争格局依然稳固。

表8: 主要空调品牌单月均价同比变动 (%)

		2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05
线下	美的	1.1%	-20.0%	-6.3%	-7.7%	-1.9%
	格力	6.4%	-8.5%	4.4%	6.5%	8.3%
	海尔	2.4%	-13.3%	-3.8%	-3.7%	4.3%
	奥克斯	-2.6%	-13.4%	2.4%	1.4%	0.3%
线上	美的	9.2%	1.9%	-8.4%	-8.5%	9.2%
	格力	2.0%	10.3%	7.8%	6.2%	2.0%
	海尔	7.4%	7.1%	10.9%	0.6%	7.4%

奥克斯	-3.0%	7.7%	-3.2%	0.2%	-3.0%
-----	-------	------	-------	------	-------

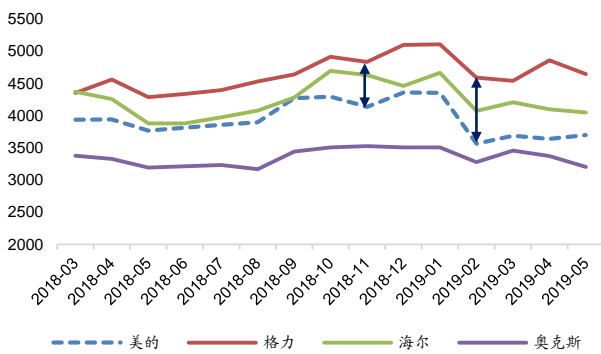
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

观察最近几个月的数据我们不难发现，格力、美的两大龙头在随后三个月价格策略的制定上出现了明显的分化：

- (1) **累计均价降幅并不高**：累计1-5月份来看，美的线上、线下均价仅同比下行3.5%、-5.5%，同时按单月看降价幅度持续大幅收窄；
- (2) **格力未应战**：虽然不能排除格力在随后的旺季推出特价机型进行引流或以此抢占市场的可能性，但就目前整体来看，格力仅在2月份出现了单月线下均价同比-8.5%，而在接下来的几个月无论线上还是线下均价反而逆势上行；

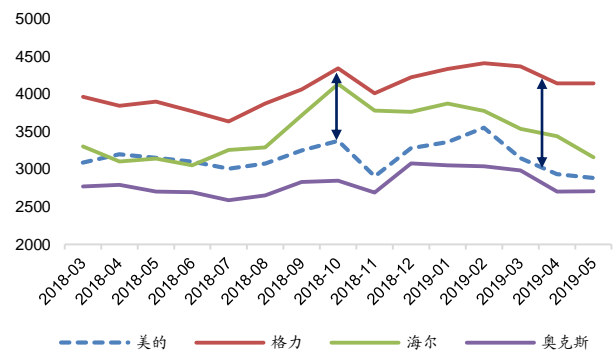
因此我们认为，美的集团2019年的空调零售价格调整尚不能构成导致企业利润恶化的价格战，但美的反常地提前做出幅度较大促销活动的驱动因素仍值得深思。

图31：分品牌空调线下均价（元）



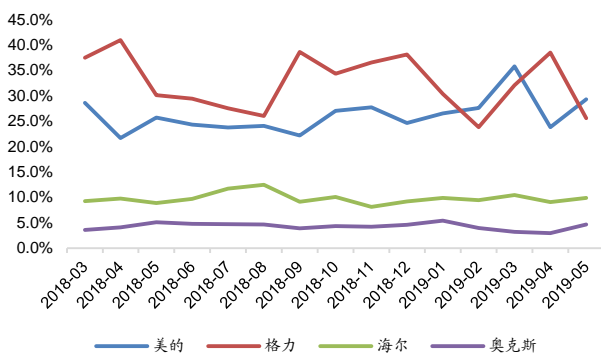
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图32：分品牌空调线上均价（元）



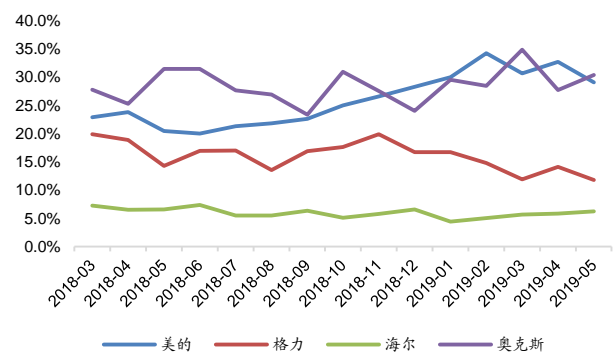
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图33：分品牌空调线下市占率（%）



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图34：分品牌空调线上市占率（%）



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

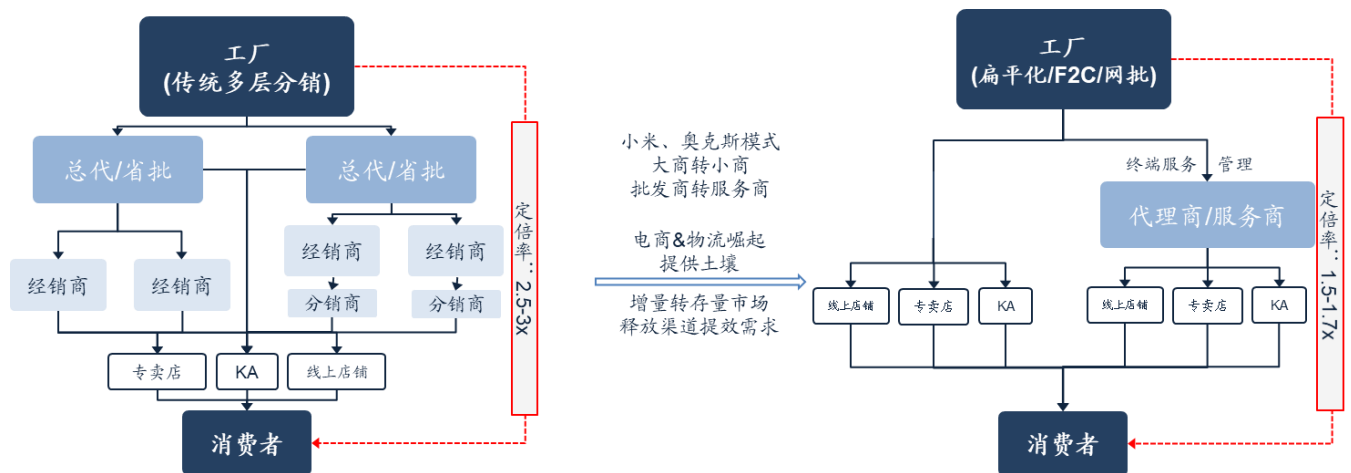
回过头来总结美的此次的提前促销整体具备以下几个特征：**a)** 起始时间点偏早，从2月下旬开始；**b)** 均价有所下行，但不影响盈利能力。另一方面，美的本次促销：**c)** 线下促销更早，降价幅度更高，但份额提升有限，格力份额几乎不受影

响；d) 线上促销晚，降价幅度略低，但伴随着美的、奥克斯份额的上行格力份额下降速度较快。可见降价促销的方式对于价格敏感度更高的线上消费者效用较大，但对于更注重产品品牌、品质的线下消费者影响较小。

因此，我们认为美的降价更多是出于基于成本压力缓解与自身生产、分销效率提升的自发行为：

- (1) **原材料价格**：截止至6月下旬，空调主要原材料价格均价同比下行幅度在5%-17%之间，测算下来整体制造成本下降幅度有望接近5.7%，考虑到4月1日以来增值税从16%降为13%，具备降价不降利的条件；
- (2) **T+3模式下生产分销效率提升带来的超额利润**：在近三年的时间里将T+3模式从洗衣机事业部移植到空调业务，内部周转效率大幅提升；
- (3) **积极拥抱新渠道，降低渠道冗余后获取的超额利润**：近几年美的充分拥抱电商等新兴渠道，今年开始又通过电商乡镇的线下网点尝试网批直供，抓住次级市场普及率提升的机遇同时减少了渠道层级，剔除冗余推动利润回流。

图35：传统多层深度分销与扁平化网批直供模式对比

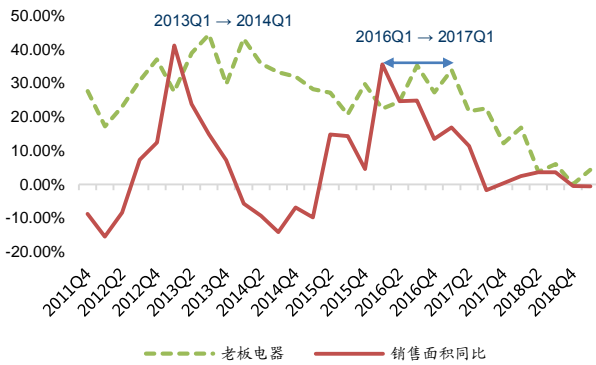


数据来源：广发证券发展研究中心

厨电：地产或迎集中交付，需求回暖高端格局稳定

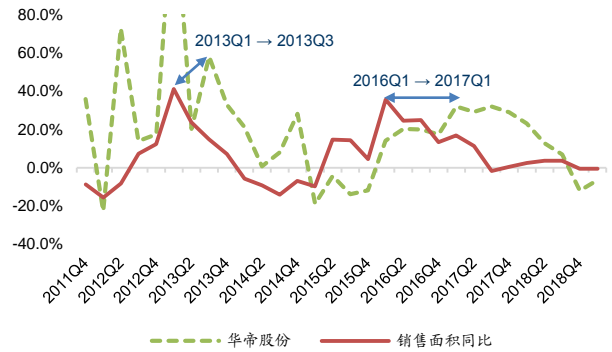
另外一个大家担心的竞争格局变化在大厨电行业。整体看，地产波动对厨电需求具备较大的影响力，进而与相关公司的收入增速有着较强的相关性。考虑到此前商品房住宅的销售高峰有望在2019H2交付，短期需求行业或具备较大的弹性。

图36: 老板电器收入与商品房销售增速 (%)



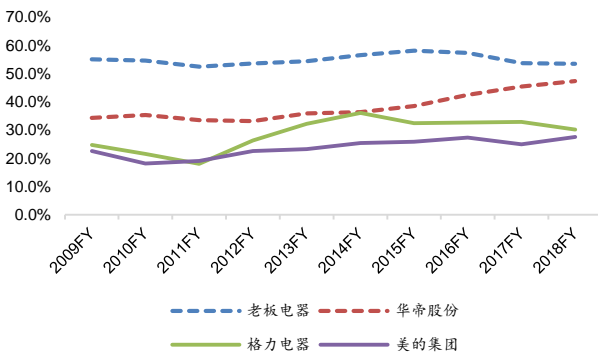
数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图37: 华帝股份收入与商品房销售增速 (%)



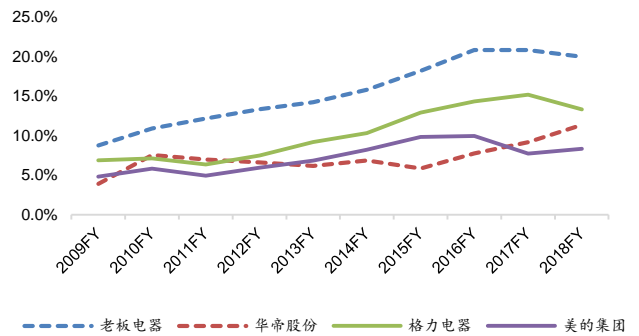
数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图38: 厨电、白电企业毛利率对比 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

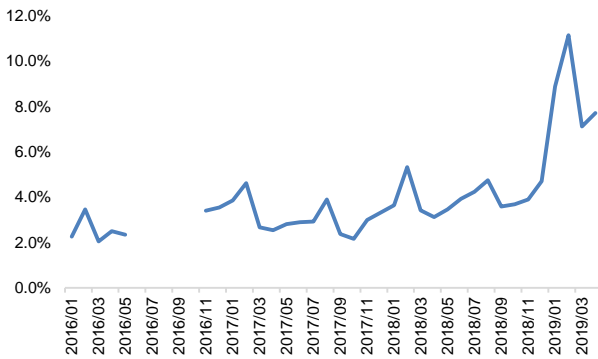
图39: 厨电、白电企业净利率对比 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

但另一方面, 由于大厨电从工厂到渠道端都具备着超出家电行业平均水平的盈利能力, 同时产品端的差异只能体现在产品工艺、性能平衡、外观设计等细节, 在单纯的功能性上差异较小, 因此市场对于虎视眈眈的新进入者是否会搅乱厨房大电的竞争格局有一定担忧。尤其2016FY之后苏宁自主厨电品牌法迪欧以低价姿态打开市场, 市占率随着苏宁零售云的下沉快速上升后这样的担忧更是有所加重。

图40: 法迪欧市场占有率 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

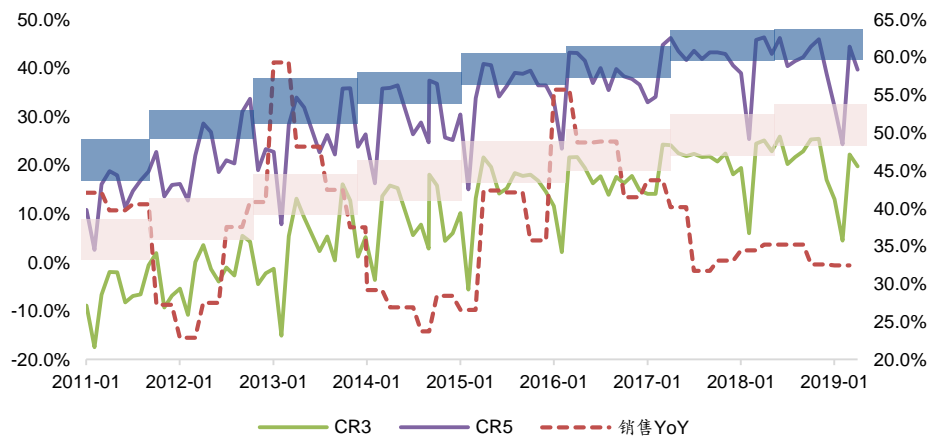
图41: 新晋厨电品牌



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

我们认为这样的担忧并非全无道理。但从研究耐用消费品的角度来看, 制造企业的护城河更多来自于品牌的定位与消费者认可度之间的匹配。尽管厨电产品在差异化这条路上可以改善的空间较小, 但由于其较强的安装属性、较高的替换成本综合决定了消费者在购买产品时会更加地谨慎, 从而放大品牌力在厨电领域的作用。

图42: 厨电市场集中度与地产销售面积增速 (集中度右轴, 地产左轴)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

从中怡康的月度数据来看, 2018年中至今, 法迪欧从3.6%市占率快速上升至7.7%的过程中, 但CR3仍在弱市之下维持在稳定的水平。因此我们认为:

- (1) 短期内: 厨电公司有望受益于商品房集中交付带来的行业周期性的好转;
- (2) 长期看: 未来消费逐渐分层的确定性较强, 高端双寡头竞争格局相对稳定。

但:

- a) 精装房占比的持续提升将部分厨电需求由2C转向2B, 龙头在品牌定位、服务等软性实力方面更具优势, 有望继续增加市场份额;

b) 电商线下门店持续向次级市场渗透，是否能拥抱新型渠道共同发展或是厨电公司能否更进一步的重要决定因素。

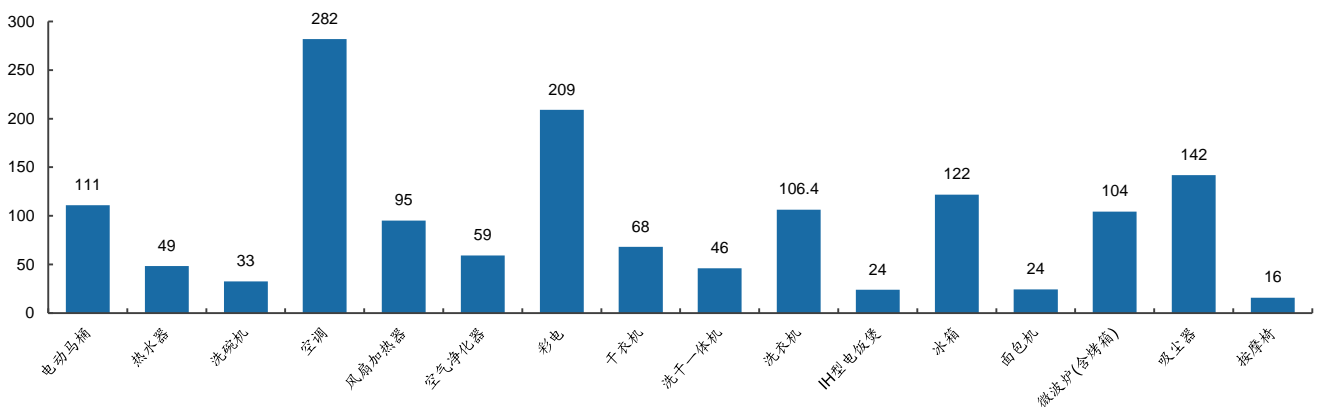
长期成长空间：普及度提升+智能家居扩容内销市场，海外市场仍有潜力

一、普及度进一步提升：

对比日本和国内其他品类来看：

- 空调：我国保有量还有1倍以上提升空间；
- 冰洗：我国保有量还有20%左右提升空间，干衣机、洗干一体机将是趋势；
- 小家电：还有很大提升空间，如吸尘器（包括扫地机器人）、电动马桶、面包机、按摩椅等；
- 油烟机：与冰洗属性接近，还有较大的提升空间。

图43：日本主要家电保有量（台/百户）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表9：主要家电保有量对比（台/百户）

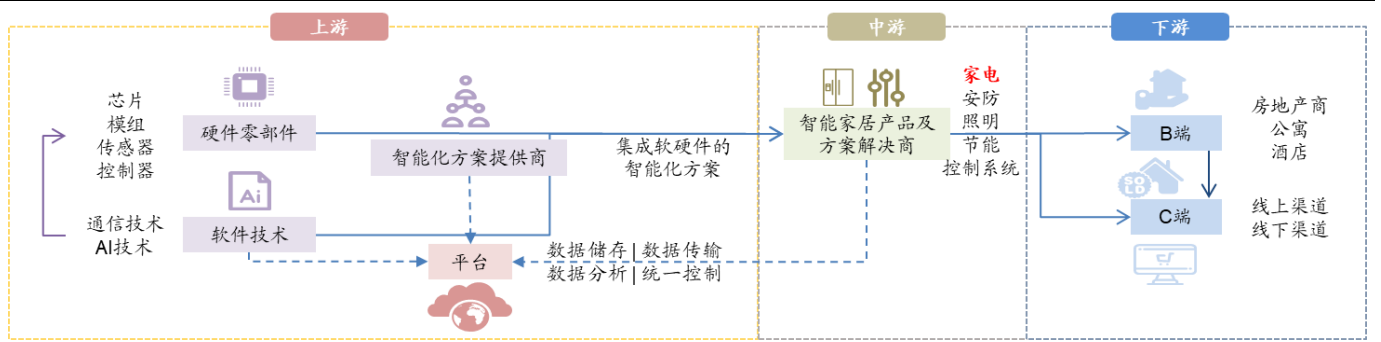
	我国城镇居民	我国农村居民	日本居民
电视	122.8	120.0	209.0
洗衣机	95.7	86.3	106.0
冰箱	98.0	91.7	122.0
空调	128.6	52.6	280.0
油烟机	71.5	18.4	/
小家电	<10 台/户		>20 台/户

数据来源：国家统计局，日本内阁府，日本统计局，广发证券发展研究中心

二、云时代下的AI+IoT

广义的智能家居是以家庭居住场景为载体，融合自动控制技术、计算机技术以及新发展的大数据、人工智能、云计算、通信技术等；将家电控制、环境监控、影音娱乐、信息管理等功能有机结合，通过对家居设备的集中管理，提供更具有安全性、节能性、便捷性、舒适性、智能化的家庭生活场景。（具体请见我们前期外发的报告《智能家居专题系列（1）：物联时代智能家居崛起正当时》20181125）

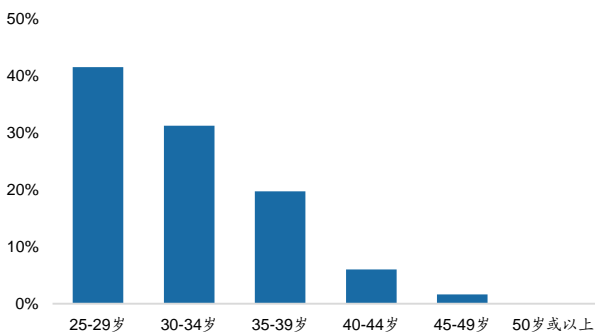
图44：智能家居是一个全产业链共同参与的系统性工程



数据来源：广发证券发展研究中心

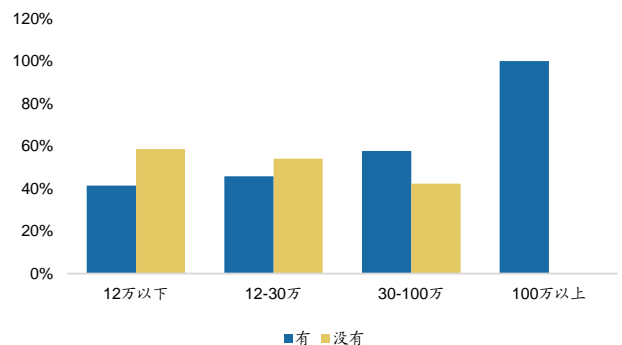
智能家居已经逐步从单品智能走向万物互联的时代，Statista数据显示，2017年我国智能家居家庭渗透率仅为2.6%，仍有很大的成长空间。目前中产阶级年轻化与精装修政策的推行也正为智能家居在2C与2B端打开需求空间。

图45：一线城市中产阶级年龄分布



数据来源：埃森哲，广发证券发展研究中心

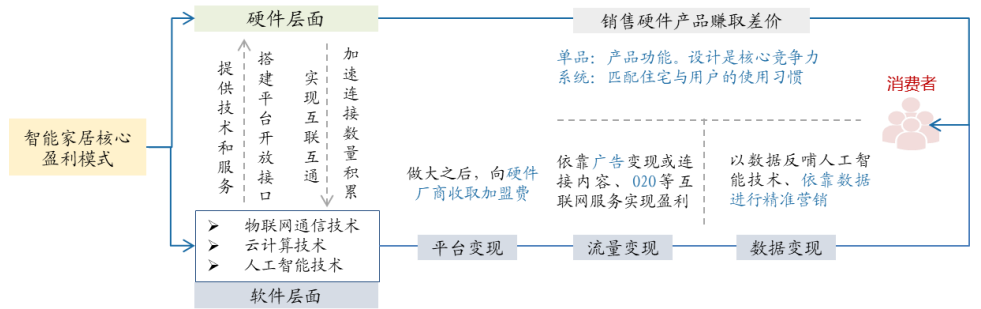
图46：收入水平与使用智能家居的意愿成正比



数据来源：埃森哲，广发证券发展研究中心

整体来看，智能家居产业链较长，但盈利核心主要将聚焦于两大路径：

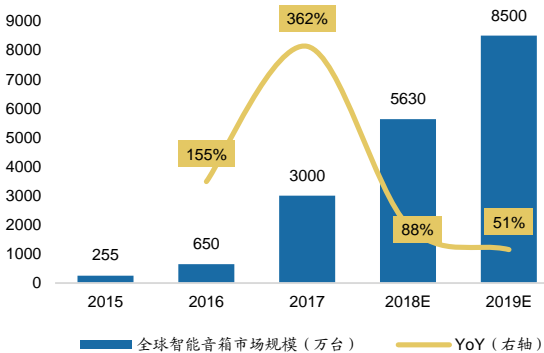
图47: 智能家居未来的盈利模式将分为硬件+服务盈利



数据来源: 广发证券发展研究中心

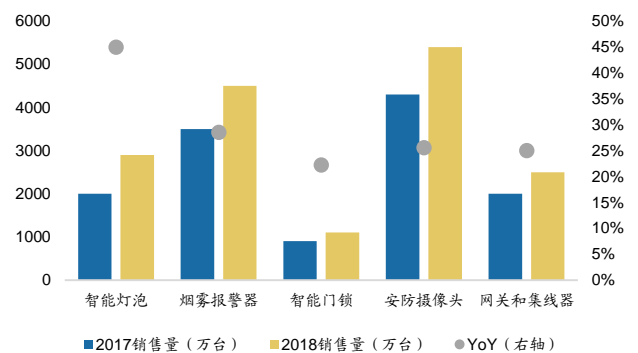
(1) **硬件盈利:** 传统产品智能化将助力厂商获得溢价, 同时在智能平台的开放性与兼容性演变的过程中, 产品成套购买或帮助用户获得更好的使用体验; 另外新兴单品如智能音箱、智能门锁、扫地机器人、后装控制系统正快速发展;

图48: 全球智能音箱出货量 (万台)



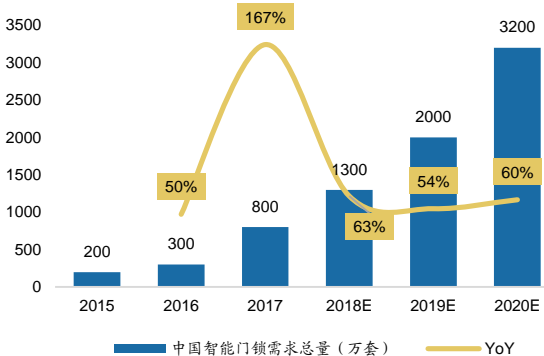
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图49: 全球智能单品出货量 (万台)



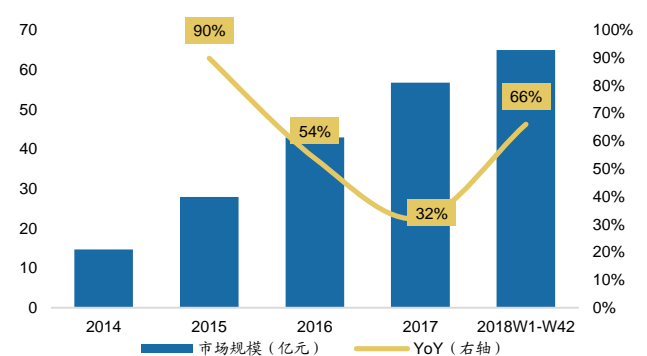
数据来源: Strategy Analytics, 广发证券发展研究中心

图50: 中国智能门锁出货量 (万台)



数据来源: 全国制锁行业信息中心, 广发证券发展研究中心

图51: 中国扫地机器人市场规模 (亿元)



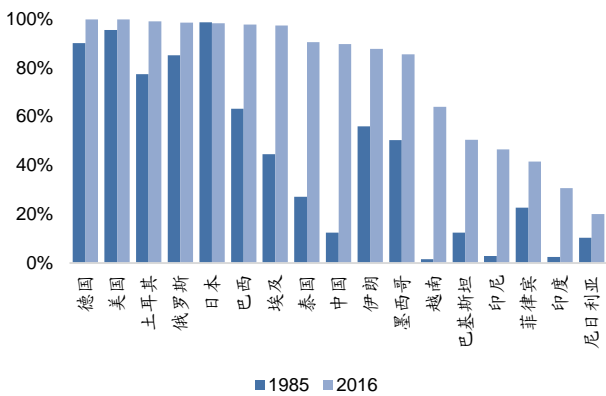
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

(2) **服务盈利**：随着智能家居终端数量的增加，平台所积累的流量、数据以及品牌也有望在广告、内容、营销、加盟等方面提供变现可能。

三、全球化布局海外市场空间

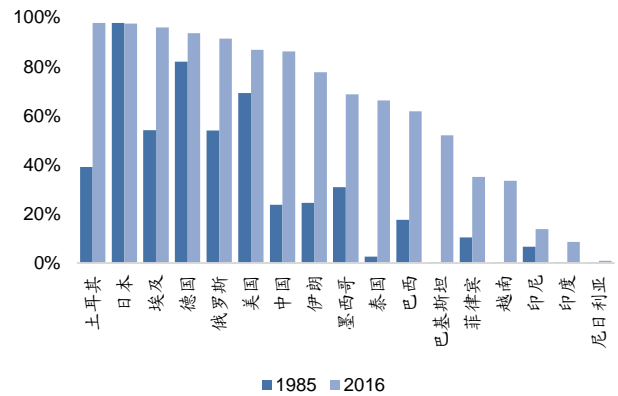
从渗透率以及各大洲零售规模的角度来看，东南亚、非洲、拉美地区的白电市场仍然具备增量市场的特性。

图52：全球各国冰箱渗透率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图53：全球各国洗衣机渗透率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 10：中国家电主要品类产量（能）占全球比重

	洗衣机	冰箱	空调	电视机
中国占比	50.1%	52.0%	83.9%	65.3%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

我国家电企业背靠庞大的内需市场有着天然构建规模经济优势的条件。从目前的产能与产业链布局的角度来看，白电、黑电都具备着比较明显的优势。随着龙头企业在海外布局的逐步完善，预计未来全球化也将成为公司增长的重要驱动因素之一。

投资建议

从2019H1股价走势来看，家电板块在以下四大核心因素的推动下快速修复了此前悲观预期下的估值折价：

- (1) 推出家电消费刺激性政策的预期提升；
- (2) 权重较高的空调业务淡季出货及动销情况超预期；
- (3) 地产一二线交易回暖，期房下半年或面临密集交付；

(4) MSCI决议将分三阶段 A股纳入因子，北上资金持续净流入；

而进入4月中下旬后，中美贸易摩擦风险加剧，家电板块随着大盘一起震荡下行，外部环境变化加剧。我们建议从长期竞争力和短期改善弹性两方面来考虑下半年家电配置策略：建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器；在整体基本面仍然较弱的情况下，Q3建议配置消费属性强的小家电龙头九阳股份、苏泊尔；下半年或在商品房住宅集中交付驱动下，Q4建议配置有望复苏的厨电龙头华帝股份、老板电器、浙江美大。

表11：海外重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	EPS(USD)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			2019/6/21	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
AO 史密斯公司	AOS US EQUITY	USD	46.0	2.7	2.9	17.1	15.6	11.1	10.1	25.0	23.2
阿塞利克股份公司	ARCLK TI EQUITY	USD	3.3	0.3	0.4	11.6	8.7	5.9	5.1	12.6	15.7
Breville 集团有限公司	BRG AU EQUITY	USD	11.3	0.4	0.4	31.3	27.6	18.0	16.0	19.3	20.2
大金工业	6367 JT EQUITY	USD	129.6	6.4	7.0	20.4	18.5	10.8	9.7	13.5	13.2
德龙公司	DLG IM EQUITY	USD	20.6	1.3	1.4	16.2	15.1	7.7	6.9	14.9	14.4
伊莱克斯股份有限公司	ELUXB SS EQUITY	USD	25.7	1.8	2.1	14.5	12.1	7.3	6.2	19.6	22.8
GUD 控股有限公司	GUD AU EQUITY	USD	7.2	0.5	0.5	14.8	13.5	10.8	9.9	22.3	23.4
能率株式会社	5943 JT EQUITY	USD	12.2	0.9	1.0	14.2	12.4	2.9	2.8	4.3	4.9
林内公司	5947 JP EQUITY	USD	63.6	3.8	4.0	16.7	16.1	4.9	4.4	6.8	6.7
赛博股份有限公司	SK FP EQUITY	USD	176.4	10.3	11.4	17.1	15.4	10.4	9.3	19.3	18.5
Symphony 有限公司	SYML IN EQUITY	USD	17.7	0.4	0.5	47.4	38.7	36.4	29.4	25.3	25.8
TTK Prestige 有限公司	TTKPT IN EQUITY	USD	97.9	2.5	2.9	38.7	34.1	27.0	22.9	18.9	20.0
惠而浦	WHR US EQUITY	USD	141.7	14.7	16.4	9.6	8.6	6.8	6.3	29.4	32.6
钱高组公司	7965 JT EQUITY	USD	10.8	0.6	0.7	17.2	16.4	6.9	6.3	6.5	6.6

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

风险提示

1、地产大幅下滑

大家电的内销市场通常与地产相关度较高，其中厨电安装属性更是强于其他产品，受地产的拉动更大。因此若地产销量、竣工量大幅下行，大家电的内销量或将承受一定压力。

2、原材料价格大幅上涨

家电制造成本中原材料占比较高，其中大宗原材料部分主要包括铜、铝、钢、塑料等。因此大宗原材料的价格大幅上涨将会对家电公司的盈利能力产生一定的负面影响。

3、人民币大幅升值

家电出口型企业通常采用美元作为结算货币，因此在人民币大幅升值的周期中，会在收入确认、毛利率、汇兑损益、汇率衍生品公允价值变动、投资收益等方面产生影响。

4、贸易战加剧

部分家电出口型企业产品在美有销售同时已进入关税加征目录。目前中美贸易战存在较大的不确定性，若贸易战加剧，加征关税会提升在美客户的采购成本，或对订单产生一定负面影响。

广发家电行业研究小组

- 曾婵： 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： 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： 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。
- 黄涛： 同济大学工学硕士，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。