

爱建证券有限责任公司
研究所
分析师：张志鹏

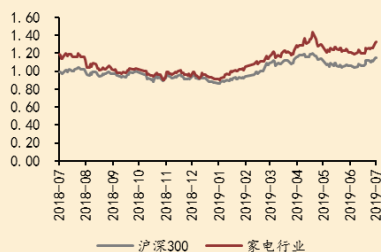
TEL: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

执业编号：S0820510120010
联系人：陈曼殊

TEL: 021-32229888-25516

E-mail: chenmanshu@ajzq.com

**行业评级：同步大市
(维持)**


数据来源：Wind，爱建证券研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	9.05	45.11	6.39
相对表现	0.92	14.34	-5.75

数据来源：Wind，爱建证券研究所

拥抱核心资产，龙头配置为先

投资要点：

□ 今年以来家电行业涨幅居全行业第四。今年以来，所有行业一反去年下跌态势都呈正涨跌幅。截至 6 月 28 日，上证综指上涨 19.45%，深证成指上涨 26.78%，沪深 300 上涨 27.07%，而家电行业在这一波反弹行情中远超指数，其涨跌幅在申万一级行业中仅次于食品饮料、非银金融、农林牧渔排第四达 37.82%。反弹上涨的背后仍是业绩的强支持，2019Q1 家电营收同比 +4.54%、家电归母净利润同比 +6.28%，从各个子行业表现来看，白电行业仍是最优选择，而不同赛道的龙头公司无论在经营业绩还是增长潜力方面都具有更高的确定性。

□ 贯穿全年的投资逻辑线：政策推手+地产托底+ROE/PE 的性价比，优先配置龙头公司。今年上半年，相关部门频频出台政策以刺激消费，总结来看政策主要涵盖两个方面的内容：一是引导行业向绿色、高效产品升级以刺激更新需求，包括家电产品以旧换新的补贴、超高清电视及视频内容的支持、智能家居的应用试点、绿色高效标准的强化等；二是普惠性减税与结构性减税并举，降低企业成本或提高企业利润。在政策指引下，具备丰富技术储备、强劲研发实力、充盈现金流的公司更能跟上家电行业绿色化、智能化发展的步伐，具备较强产业链议价能力的公司更能提升盈利能力，其中我们认为龙头公司会更受益。

家电行业作为地产后周期板块，今年以来部分地产数据向好提振了市场对家电行业的预期和信心。虽然地产向好还未传导至家电行业基本面，但家电板块部分公司的股价已率先做出反应，尤其与地产相关性最高的厨电板块中，老板电器、华帝股份 3 月份股价分别上涨 29.58% 和 30.27%，位居当月涨幅前十公司排名内。

ROE 是资金在择股时较看重的指标之一，家电行业连续三年 ROE 排全行业前五，具备持续盈利能力，与其同样连续三年进前五的行业仅食品饮料。对比同消费属性的食品饮料行业，家电现在的盈利-估值更具有性价比。ROE (2018) / PE (20190628) 中，家电行业优于食品饮料，在全行业排第六；ROE (2018) / PB (20190628) 中，家电行业仍优于食品饮料，居全行业中部靠前。经过 2019 年初的一波上涨，家电估值已走出底部，但行业持续稳定的盈利能力叠加合理估值水平仍为投资资金提供安全边际，尤其行业内的龙头公司更受长线资金青睐。

□ 投资建议。对于下半年，我们认为：一、今年家电行业的投资逻辑主要在政策支持以及地产后周期，而二级市场分别在一月份和三月份已对此预期有所反应，后续家电基本面对政策及地产因素的验证将进一步拉动估值上移，时间预计在三季度末，标的建议关注**老板电器**；二、现阶段马上进入半年报披露期，市场会更偏好财报表现亮眼的公司。从今年上半年行业基本情况来看，家电行业景气承压、市场空间已从增量到存量，头部与非头部公司、头部公司之间的竞争也越发激烈，而在此环境下龙头公司的竞争优势更加明显，建议积极拥抱龙头，如**美的集团**；三、今年的不确定性主要来源贸易战以及宏观经济下行，前期市场已经对此风险进行反应，近

期中美关系在 G20 大阪峰会有所缓解，市场信心在短期内有所提振，家电行业的盈利/估值性价比较高，三季度可以积极配置，但由于不确定性因素犹在，因此择股上建议选择业绩支撑性高的公司。

□ **风险提示。**1) 销售不及预期；2) 地产政策变动；3) 宏观经济增长疲软。

目录

1、市场行情回顾与行业基本面分析 2018-2019Q1	6
2、行业增速承压，公司表现分化 2019H1	8
2.1 白电篇.....	8
2.2 厨电篇.....	12
2.3 小家电篇.....	14
3、今年投资逻辑：政策推手，地产托底，ROE/PE 的性价比	15
3.1 政策频发以促进消费	15
3.2 地产改善拉动家电需求	17
3.3 盈利/估值的高性价比.....	19
4、投资建议.....	21
5、重点公司.....	21
6、风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 2018 年、2019 年行业涨跌情况.....	6
图表 2: 近 5 年家电及子板块收入增速情况.....	7
图表 3: 近 5 年家电及子板块利润增速情况.....	7
图表 4: 今年以来空调总销量增速下降.....	9
图表 5: 空调主要靠内销拉动.....	9
图表 6: 今年以来洗衣机总销量情况.....	9
图表 7: 洗衣机外销增速好于内销.....	9
图表 8: 今年以来冰箱总销量情况.....	10
图表 9: 冰箱外销增速好于内销.....	10
图表 10: 各公司空调总销量月度同比情况.....	10
图表 11: 各公司空调内、外销量月度同比情况.....	10
图表 12: 空调市占率, 美的提升, 格力、海尔略有下降.....	11
图表 13: 各公司洗衣机总销量月度同比情况.....	11
图表 14: 各公司洗衣机内、外销量月度同比情况.....	11
图表 15: 洗衣机市占率美的提升, 海尔基本持平.....	11
图表 16: 各公司冰箱总销量月度同比情况.....	12
图表 17: 各公司冰箱内、外销量月度同比情况.....	12
图表 18: 冰箱市占率美的提升, 海尔下降.....	12
图表 19: 2019 年 Q1 烟灶消线上零售额情况.....	13
图表 20: 2019 年 Q1 烟灶消线下零售额情况.....	13
图表 21: 2019 年 1-5 月份洗碗机线上零售额月度同比情况.....	13
图表 22: 2019 年 1-5 月份洗碗机线下零售额月度同比情况.....	13
图表 23: 摩飞网红锅成今年爆款.....	14
图表 24: 石头扫地机器人兼具颜值与功能.....	14
图表 25: 住宅竣工面积情况.....	17
图表 26: 商品房住宅销售面积情况.....	17
图表 27: 今年以来 30 大中城市商品房成交面积月度同比数据向好, 尤其一线城市.....	18
图表 28: 3 月份华帝股份、老板电器股价实现高涨幅.....	18
图表 29: ROE/PE 值, 家电优于食品饮料排第六.....	20
图表 30: ROE/PB 值, 家电优于食品饮料居中偏前.....	20
图表 31: 白电龙头沪深通比例一直居高位区间 (%).....	21
图表 32: 老板电器、苏泊尔沪深通比例同在高位区间 (%).....	21
图表 33: 美的集团 PE-BAND.....	22
图表 34: 美的集团 PB-BAND.....	22
图表 35: 老板电器 PE-BAND.....	22
图表 36: 老板电器 PB-BAND.....	22

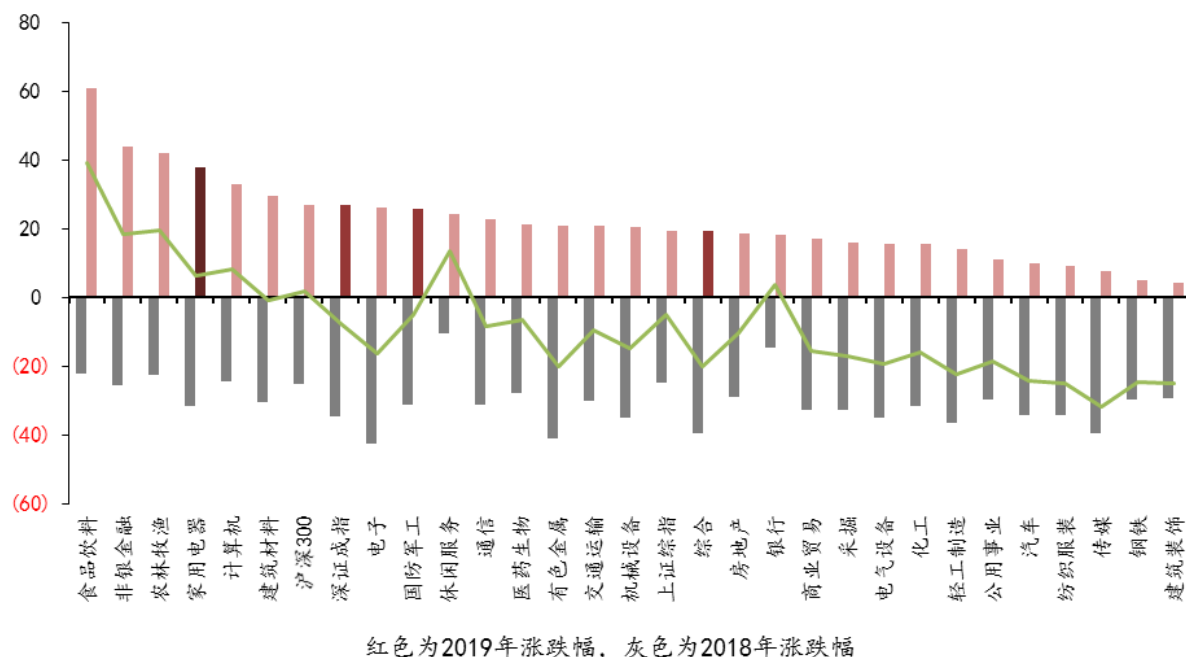
表格目录

表格 1: 家电行业个股 18、19 年业绩情况和涨跌幅	7
表格 2: 主流小家电产品品牌公司	14
表格 3: 今年出台的家电相关促进政策	15
表格 4: 连续三年 ROE 排名前五的行业仅食品饮料和家电	19

1、市场行情回顾与行业基本面分析 2018-2019Q1

今年以来，所有行业一反去年下跌态势都呈正涨跌幅。截至 6 月 28 日，上证综指上涨 19.45%，深证成指上涨 26.78%，沪深 300 上涨 27.07%，而家电行业在这一波反弹行情中远超指数，其涨跌幅在申万一级行业中仅次于食品饮料、非银金融、农林牧渔排第四达 37.82%。

图表 1：2018 年、2019 年行业涨跌情况



数据来源：Wind，爱建证券研究所（注：2019 年的截止 6 月 28 日）

反弹上涨的背后仍是业绩的强支持。2018 年家电营收虽然较前一年增速下降 19Pct，仍同比+14.82%，其中，子板块白电、厨电、小家电、黑电、家电零部件分别同比+15.73%、+7.53%、+13.18%、14.43%、10.19%。2019Q1 家电营收同比+4.54%，子板块白电、厨电、小家电、黑电、家电零部件分别同比+6.50%、-1.90%、-9.34%、+4.83%、+0.81%。

2018 年家电归母净利润表现远差于收入端，全年利润同比-11.78%，主要是小家电、黑电、家电零部件表现不佳分别同比-31.51%、-106.77%、-145.58%，而白电和厨电仍表现良好，分别同比+10.01%和 12.18%。2019Q1 家电归母净利润同比+6.28%，子板块白电、厨电、小家电、黑电、家电零部件分别同比+8.96%、+12.74%、-4.01%、-30.03%、+1.68%。

从上述整体行业和各子行业的收入端、利润端增速来看，近五年间以 2017 年为家电整体行业增速顶峰值，2018 年和 2019Q1 均增速下行，除了受前高基数压力外，最主要还是宏观经济大环境疲软下家电行业景气承压。从各个子行业表现来看，白电行业仍是最优选择，而不同赛道的龙头公司无论在经营业绩还是增长潜力方面都具有更高的确定性，具体情况如下：

a、白电的营收和利润增速除了在 2015 年较低迷外一直稳定优于全行业，龙头公司在行业景气下行时的抗压性和景气上行时的增长潜

力更佳。如美的集团 2018 年及 2019 年一季度的利润增速均超越行业平均值，空调老大格力电器在 2018 年收入逆行业增长超 17pct，海尔在今年一季度收入增速超过行业平均值且利润增速优于 2018 年；

b、厨电过去表现一直优异，但因与地产相关性最大，随着地产景气下行从 2017 年开始增速不断放缓，在收入端反应明显。根据今年一季度表现来看，各厨电公司收入增速仍在下行，而利润方面除华帝增速跑输行业均值外，老板电器、浙江美大、万和电气均表现良好保持两位数增速；

c、小家电收入过去保持两位数增长，受大环境影响居民消费意愿较低，今年一季度增长较为乏力，公司层面积极调整产品结构，利润端好于收入端。关注个股中，苏泊尔表现稳定，九阳股份结构性调整步入收获期其一季度利润增速上升；

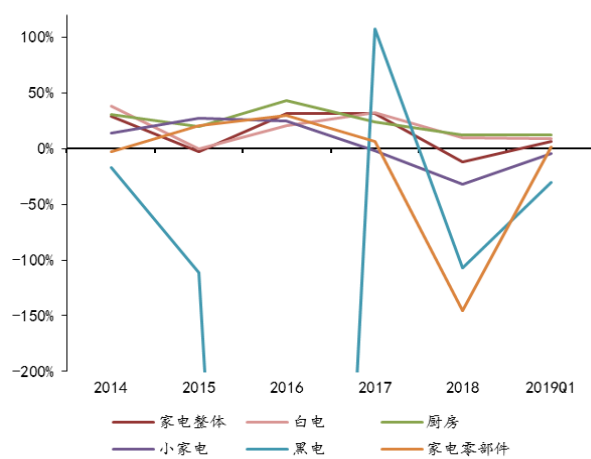
d、黑电一直受制于行业技术更迭快、价格战此起彼伏、各品牌混战竞争等情况，大部分公司经营表现差强人意，该赛道始终不如白电、厨电优质。

图表 2：近 5 年家电及子板块收入增速情况



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：近 5 年家电及子板块利润增速情况



数据来源：Wind，爱建证券研究所

表格 1：家电行业个股 18、19 年业绩情况和涨跌幅

个股简称	营收增速		利润增速		涨跌幅 (%)	
	2018A	2019Q1	2018A	2019Q1	2018	2019 (截至 6-28)
白电板块	16%	7%	10%	9%		
格力电器	33%	2%	17%	2%	-18.33	56.19
美的集团	8%	7%	17%	17%	-31.97	44.42
青岛海尔	15%	13%	7%	8%	-25.26	24.84
小天鹅 A	11%	8%	24%	18%	-35.24	41.65
海信家电	8%	-3%	-32%	46%	-46.75	76.52
长虹美菱	4%	-1%	19%	8%	-40.69	22.26
奥马电器	12%	0%	-599%	4%	-56.71	6.37
依米康	10%	6%	-58%	-91%	-13.51	9.72
澳柯玛	21%	16%	114%	22%	-32.33	32.63
春兰股份	-19%	-85%	131%	-118%	-37.33	12.36

惠而浦	-1%	-14%	-370%	-127%	-26.42	14.45
厨电板块	8%	-2%	12%	13%		
华帝股份	6%	-7%	1%	6%	-55.31	40.96
老板电器	6%	4%	18%	21%	-57.18	38.52
万和电气	6%	-7%	24%	22%	-25.09	4.44
浙江美大	36%	32%	24%	18%	-39.62	36.40
小家电板块	13%	-9%	-32%	-4%		
苏泊尔	26%	12%	28%	14%	33.15	46.48
九阳股份	13%	15%	9%	11%	-1.56	35.08
奥佳华	27%	20%	27%	30%	-17.21	2.92
荣泰健康	20%	-15%	15%	-1%	-54.34	4.45
科沃斯	25%	3%	29%	-24%	59.66	-7.10
莱克电气	3%	-7%	16%	18%	-52.72	1.19
飞科电器	3%	-4%	1%	-6%	-48.21	6.80
新宝股份	3%	3%	23%	106%	-23.15	29.90
爱仕达	6%	5%	-14%	12%	-35.95	11.59
圣莱达	26%	-13%	-121%	-14%	-38.45	24.62
长青集团	6%	17%	90%	138%	-17.23	-0.68
奋达科技	4%	6%	-276%	-11%	-53.86	15.85
金莱特	-16%	-14%	-1278%	-235%	-56.92	26.39
天际股份	1%	8%	278%	1020%	-54.90	69.40
融捷健康	-13%	-30%	-1255%	-181%	-38.62	-4.08
开能健康	27%	21%	500%	-96%	-12.73	4.86
顺钠股份	16%	-91%	-2634%	-154%	-76.07	13.04
*ST 德奥	-6%	-39%	-66%	-64%	-72.91	-2.78
黑电板块	14%	5%	-107%	-30%		
海信电器	7%	-2%	-59%	-91%	-41.23	-0.69
创维数字	7%	12%	248%	74%	-20.00	58.99
深康佳A	48%	39%	-92%	53%	-44.92	29.63
四川九洲	20%	-6%	1119%	70%	-24.02	40.18
四川长虹	7%	6%	-9%	-21%	-33.38	27.71
同洲电子	19%	62%	-3802%	-140%	-26.25	4.60
兆驰股份	26%	-14%	-26%	14%	-46.93	44.21
银河电子	-6%	-14%	-723%	-13%	-42.79	23.50
高斯贝尔	-27%	-26%	-596%	13%	-24.53	33.28
*ST 毅昌	-14%	-25%	70%	342%	-37.57	-5.47
ST 厦华	78%	-96%	-137%	-84%	-55.84	-4.20
ST 中新	1%	-79%	-154%	-482%	-58.95	-37.93

数据来源：Wind，爱建证券研究所

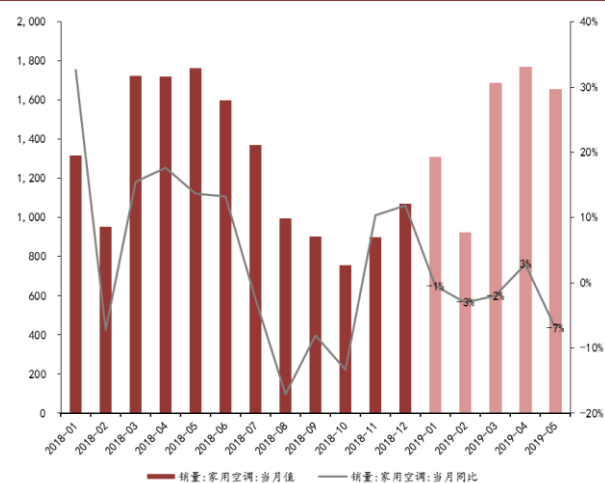
2、行业增速承压，公司表现分化 2019H1

2.1 白电篇

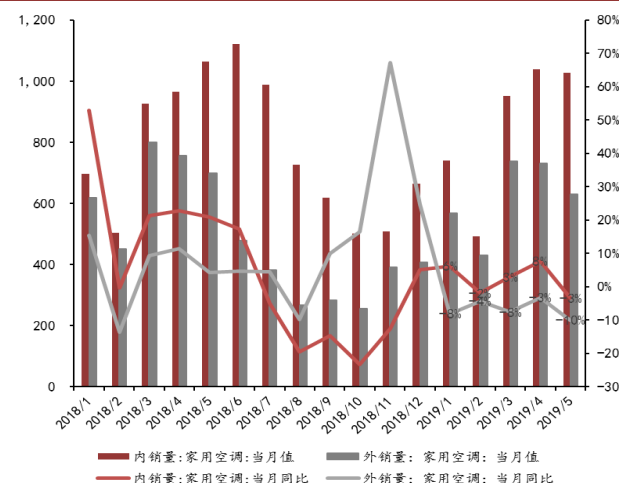
19 年一季度大部分公司收入增速下滑，从行业数据来看已反映家电景气承压。根据产业在线数据，今年 1-3 月份，空调累计销量 3922

万台，同比-1.76%，其中内销 2185 万台，同比+2.84%，外销 1737 万台，同比-6.99%，主要靠内销拉动增长；洗衣机累计销量 1609 万台，同比-0.87%，其中内销 1118 万台，同比-3.03%，外销 491 万台，同比+4.4%，外销情况要好于内销；冰箱累计销量 1737 万台，同比+3.6%，其中内销 1016 万台，同比-1.93%，外销 721 万台，同比+12.55%，同样外销表现更好。

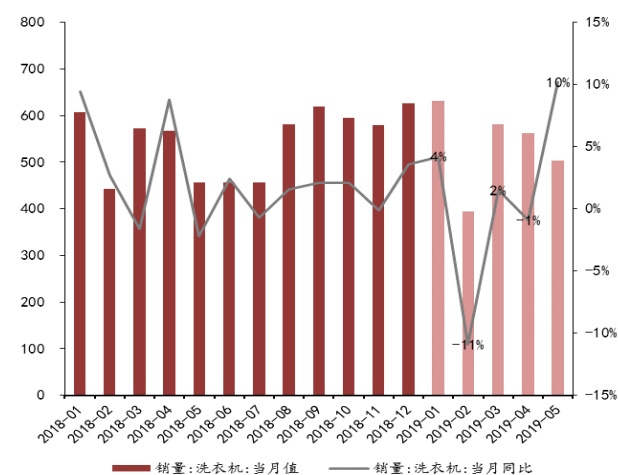
二季度开始，空调销量情况未明显改善，而冰箱、洗衣机略有回暖且外销仍是增长助力。4-5 月份，空调销量 3427 万台，同比-1.64%，其中内销 2066 万台，同比 1.84%，外销 1361 万台，同比-6.49%；洗衣机销量 1065 万台，同比+4.08%，内销 708 万台，同比+1.38%，外销 357 万台，同比+9.87%；冰箱销量 1431 万台，同比+4.6%，内销 743 万台，同比-2.19%，外销 688 万台，同比 13.06%。

图表 4：今年以来空调总销量增速下降


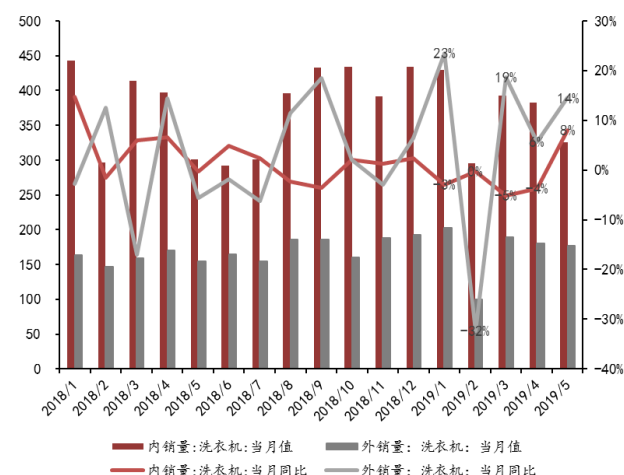
数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 5：空调主要靠内销拉动


数据来源：产业在线，爱建证券研究所

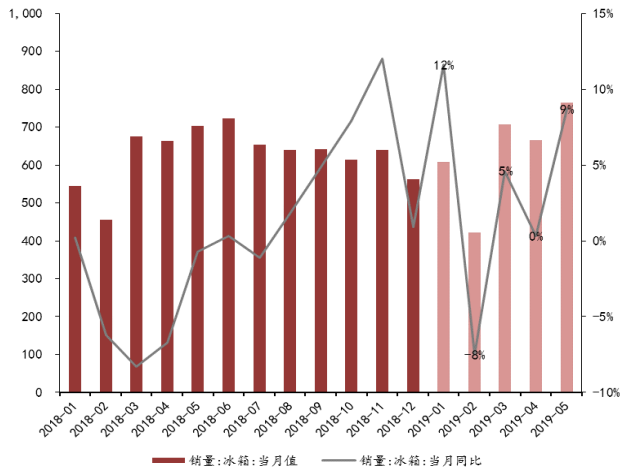
图表 6：今年以来洗衣机总销量情况


数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 7：洗衣机外销增速好于内销


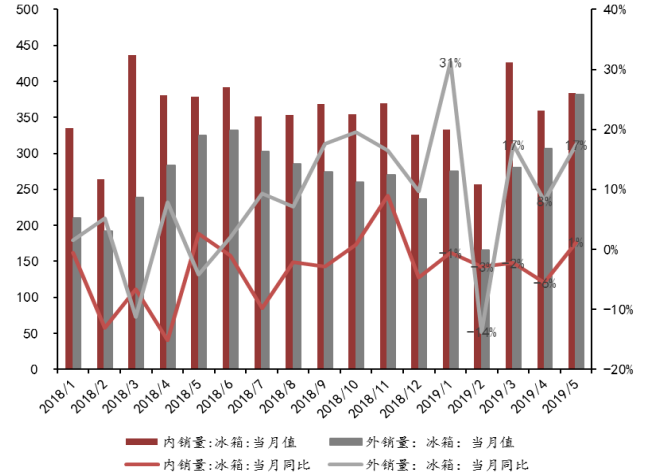
数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 8：今年以来冰箱总销量情况



数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 9：冰箱外销增速好于内销



数据来源：产业在线，爱建证券研究所

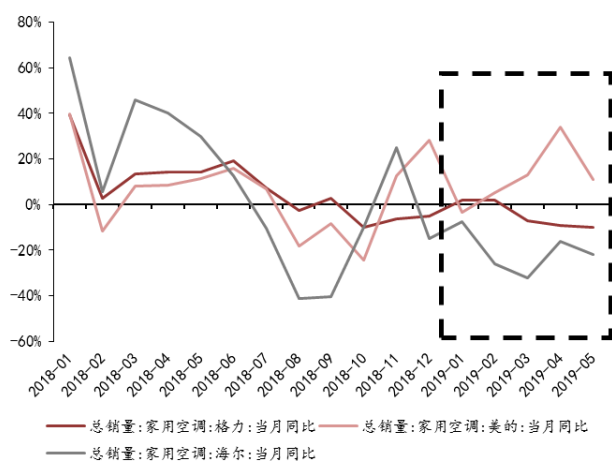
行业增长疲软，行业内公司销售情况出现分化。具体来看：

空调方面，1-5 月份格力总销量同比-5%，海尔总销量同比-21%，而美的总销量同比 12%支撑市场对行业信心，各公司内销情况远好于外销；市占率对比去年同期格力下降 1pct，海尔下降 2pct，美的提升 4pct。

洗衣机方面，1-5 月份美的总销量同比+5%，海尔总销量同比-1%，其中外销美的、海尔均优于行业平均水平分别同比为+13%、+12%，内销美的优于海尔分别同比为+3%、-2%；市占率对比去年同期海尔基本持平，美的提升 1pct。

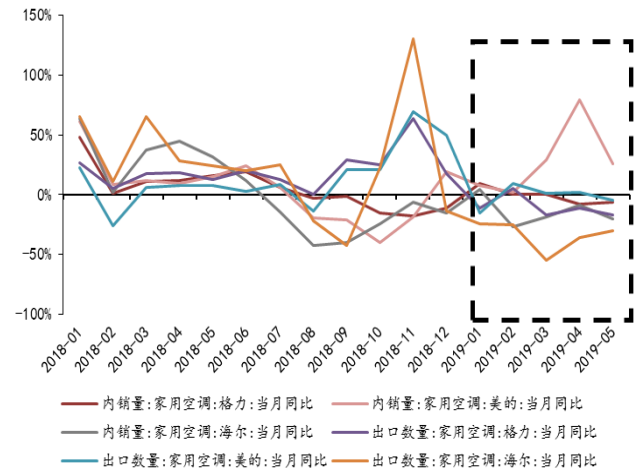
冰箱方面，1-5 月份海尔总销量同比-2%，弱于行业平均水平+4%，而美的远远好于行业实现同比+8%，内销上美的同比+1%，海尔同比-1%，外销上美的+19%，海尔同比-6%；市占率对比去年同期海尔下降 2pct，美的提升 1pct。

图表 10：各公司空调总销量月度同比情况



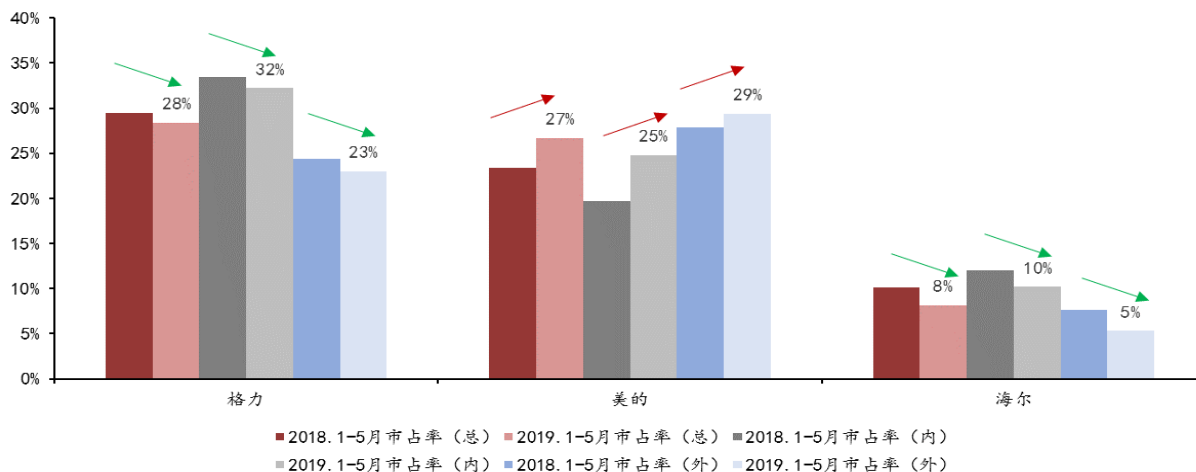
数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 11：各公司空调内、外销量月度同比情况



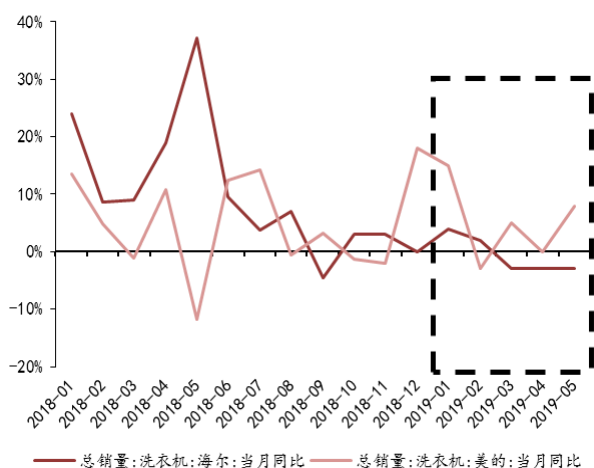
数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 12: 空调市占率, 美的提升, 格力、海尔略有下降



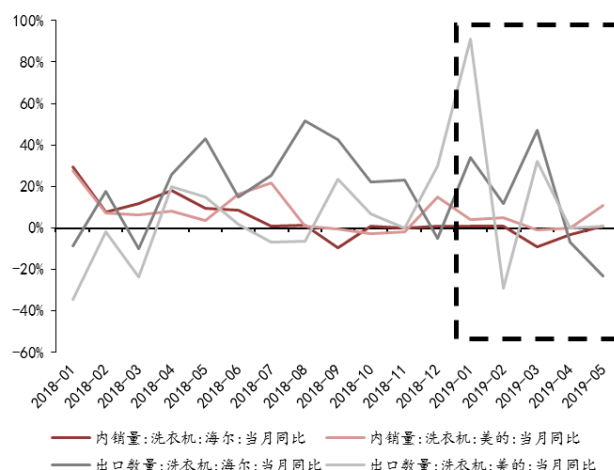
数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 13: 各公司洗衣机总销量月度同比情况



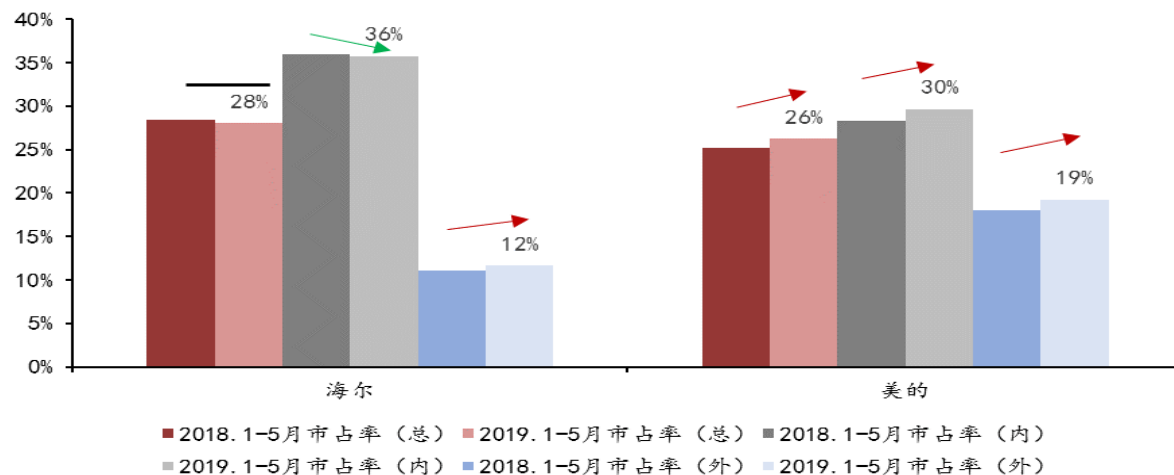
数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 14: 各公司洗衣机内、外销量月度同比情况



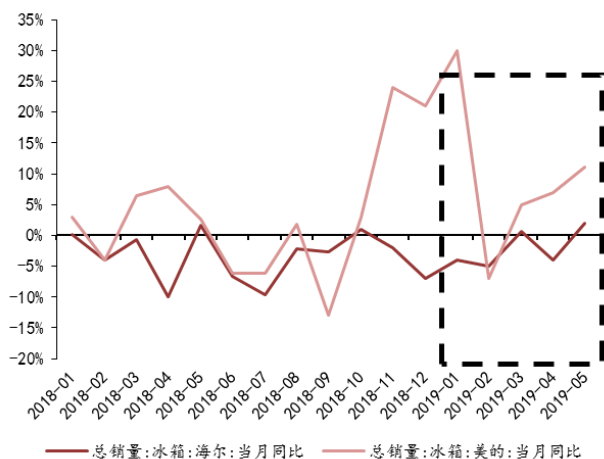
数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 15: 洗衣机市占率美的提升, 海尔基本持平



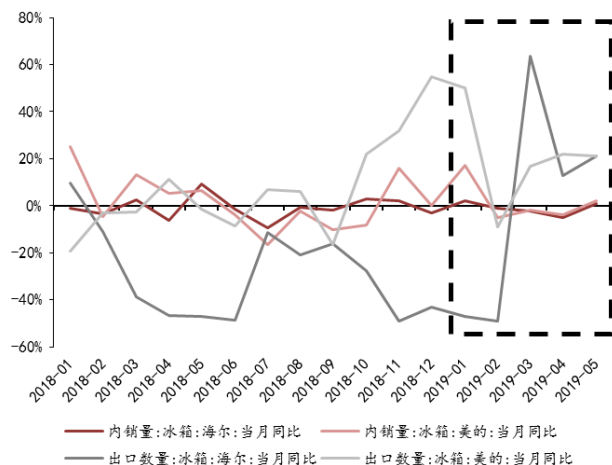
数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 16: 各公司冰箱总销量月度同比情况



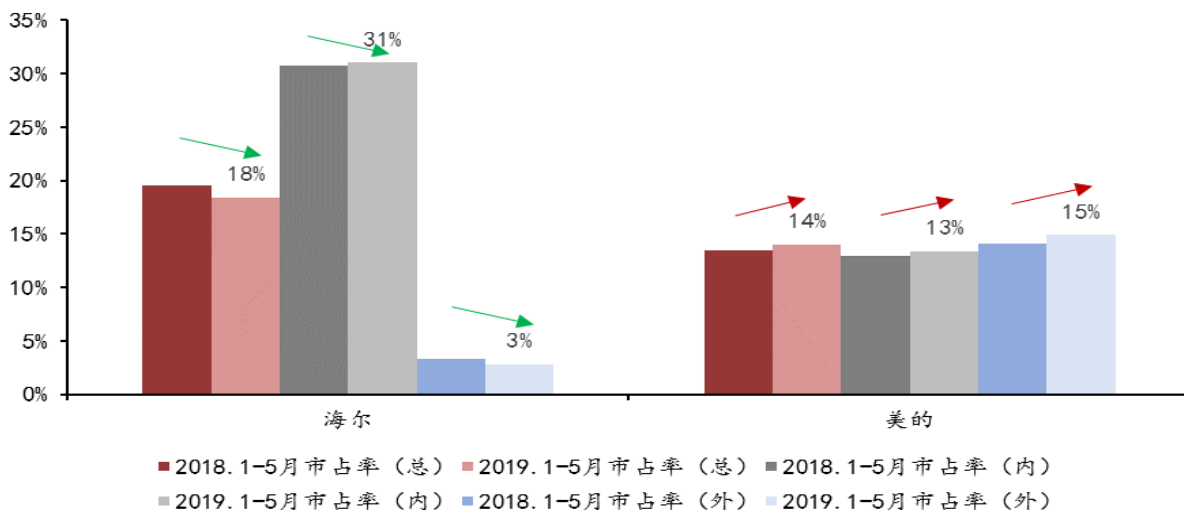
数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 17: 各公司冰箱内、外销量月度同比情况



数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

图表 18: 冰箱市占率美的提升, 海尔下降



数据来源: 产业在线, 爱建证券研究所

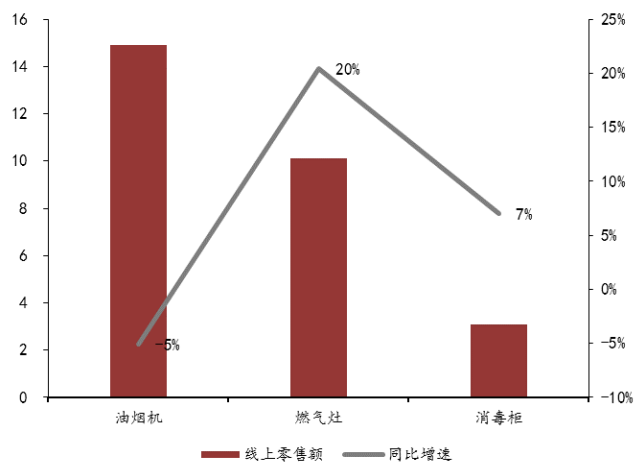
2.2 厨电篇

2018年,厨电板块整体增速下滑、行业景气度不高,这个现象在今年一季度仍有所延续。从奥维云网公布的数据来看,2019年Q1油烟机市场零售额63.4亿元,其中线上14.9亿元,同比-5.1%,线下48.5亿元,同比-17.9%;燃气灶市场零售额39.4亿元,其中线上10.1亿元,同比+20.3%,线下29.3亿元,同比-16.2%;消毒柜市场零售额8.7亿元,其中线上3.1亿元,同比+7%,线下5.6亿元,同比-21%,与线下销售相比,线上的促销活动拉动了一定的消费需求,线上销量增长趋势好于线下,但传统厨电三大品类(烟灶消)短期仍承压较大。

相比传统烟灶消的低迷态势,新兴厨电表现良好,如洗碗机。根据奥维云网数据,2018年洗碗机市场零售额为56.0亿元,同比增长28.1%,2019年1-5月份,洗碗机线上零售额月度同比分别为+37%/+24%/+27%/+26%/+17%,线下零售额月度同比分别为+3%/+32%/+36%/+1%/+56%。洗碗机等新兴品类的发展,带动厨电市场

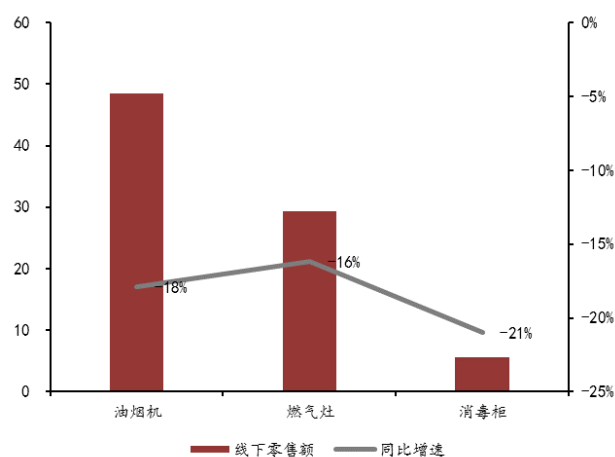
活力。

图表 19: 2019 年 Q1 烟灶消线上零售额情况



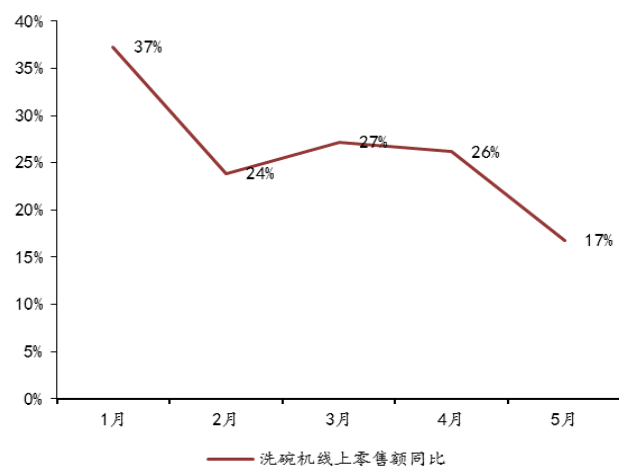
数据来源: 奥维云网, 爱建证券研究所

图表 20: 2019 年 Q1 烟灶消线下零售额情况



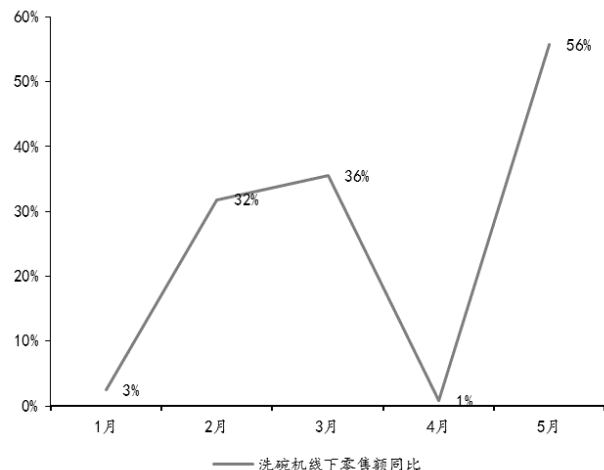
数据来源: 奥维云网, 爱建证券研究所

图表 21: 2019 年 1-5 月份洗碗机线上零售额月度同比情况



数据来源: 奥维云网, 爱建证券研究所

图表 22: 2019 年 1-5 月份洗碗机线下零售额月度同比情况



数据来源: 奥维云网, 爱建证券研究所

厨电作为与地产息息相关的板块, 去年景气度不佳一部分原因由地产调控所致。今年初至今, 房屋住宅竣工面积降速企稳以及 30 大中城市商品房成交面积增速平稳回升显示地产景气开始有回暖迹象, 楼市的回暖对改善厨电行业的基本面有积极作用。

此外, 从国家统计局数据来看, 2017 年城镇家庭排油烟机保有量 71.5, 农村家庭抽油烟机保有量 18.5。一二线城市市场饱和度较高, 以产品升级后更新换代的改善需求为主; 低线城市保有量较低, 以基础新增需求为主, 这部分发展空间较大, 各企业纷纷渠道下沉进行布局, 开拓低线城市市场。

2.3 小家电篇

相比其他家电板块，小家电板块的消费属性最强。不同于冰箱、洗衣机、空调、燃气灶等大类家电，小家电产品品类繁多、新品频出，在电商红利与流量经济加持下极易出现爆款，如15年的石头扫地机器人，19年的网红摩飞等；现阶段该行业也没有出现如格力这样的龙头公司，行业生命周期还处在成长期，行业内生产厂商较多竞争激烈。

小家电行业的投资逻辑在于消费升级趋势下改善人们生活质量、满足个性化需求以此带来增长空间，但是投资的难点在于不易把握哪类品类能走出“生存”步入“发展”具备较强市场潜力以及产品爆发性、爆款产品的后续成长性等。

在投资标的上，小家电公司虽然受益于行业普及低使其成长性高，但还未出现如格力在空调领域、老板和方太在油烟机领域般地位的公司，标的公司多，不确定性较大。因此，在小家电行业大的投资逻辑下，择股时更需要关注标的公司所选小家电品类的后续可持续发展，以及公司产品的差异化、品牌力。

表格 2：主流小家电产品品牌公司

标的名称	主要产品类型	上市情况
美的集团	电饭煲、烤箱、电水壶、破壁机	A股上市
苏泊尔	电饭煲、烤箱、电水壶	A股上市
九阳股份	豆浆机、榨汁机、破壁机	A股上市
飞科电器	电动剃须刀、电吹风	A股上市
莱克电气	扫地机器人、吸尘器	A股上市
科沃斯	扫地机器人	A股上市
新宝股份	摩飞多功能锅、榨汁机	A股上市
石头科技	扫地机器人	计划在科创板上市
小熊电器	酸奶机、电炖盅、养生壶等	计划在A股上市
小狗电器	吸尘器、除螨仪	原新三板上市，后退市计划在创业板上市

数据来源：资料搜集整理，爱建证券研究所

图表 23：摩飞网红锅成今年爆款



数据来源：天猫商城，爱建证券研究所

图表 24：石头扫地机器人兼具颜值与功能



数据来源：天猫商城，爱建证券研究所

3、今年投资逻辑：政策推手，地产托底，ROE/PE 的性价比

3.1 政策频发以促进消费

今年上半年，相关部门频频出台政策以刺激消费。1月8日，国家发改委副主任宁吉喆表示，2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。1月17日，工信部电子信息司消费电子处处长曲晓杰表示，工信部开展彩电“汰旧换优”促进高清电视消费。而后，《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）》（十部委，20190129）、《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》（工信部、广电总局，20190301）、《政府工作报告——2019年3月5日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上》关于“实施更大规模的减税”（国务院，20190305）、《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》（发改委、生态环境部、商务部，20190603）《绿色高效制冷行动方案》（七部委，20190613）等政策相继出台。

产业政策变化时导致行业发展趋势发生的变化以及行业竞争格局发生的变化，是影响个股股价走势的“关键驱动要素”。综合今年已发布的家电行业相关政策来看，主要涵盖两个方面的内容：一是引导行业向绿色、高效产品升级以刺激更新需求，包括家电产品以旧换新的补贴、超高清电视及视频内容的支持、智能家居的应用试点、绿色高效标准的强化等；二是普惠性减税与结构性减税并举，降低企业成本或提高企业利润。在政策指引下，具备丰富技术储备、强劲研发实力、充盈现金流的公司更能跟上家电行业绿色化、智能化发展的步伐，具备较强产业链议价能力的公司更能提升盈利能力，因此，我们认为行业内龙头公司在今年发布的这些政策下将更收益。

表格 3：今年出台的家电相关促进政策

日期	政策名称	部门	政策内容
1. 29	《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）》	国家发展改革委、工业和信息化部、民政部、财政部、住房城乡建设部、交通运输部、农业农村部、商务部、国家卫生健康委（十部委）	<ol style="list-style-type: none"> 支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销量，给与消费者适当补贴。 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（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。 加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。支持广电网络和电信网络升级改造，提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。

3.1	《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	<p>按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。超高清视频内容资源极大丰富，网络承载能力显著提高，制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。</p> <p>——到2022年，CMOS图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K前端核心设备形成产业化能力；符合HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的4K电视终端全面普及，8K电视终端销量占电视总销量的比例超过5%；4K频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，实现超高清节目制作能力超过3万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目8K制播试验；超高清视频用户数达到2亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。</p>
3.5	政府工作报告——2019年3月5日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上	国务院	<p>实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%。</p>
6.3	《推动重点消费品升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》	国家发展改革委、生态环境部、商务部	<p>1.着力推动绿色智能家电研发和产业化。支持节能、智能型家电研发，鼓励开发基于物联网、人工智能技术的家电组合产品和一体化产品。重点突破柔性OLED显示、激光投影显示、量子点背光、小间距LED背光等新型显示技术，逐步实现超高清、柔性面板和新型背板量产，加快超高清视频关键系统设备产业化。</p> <p>2.深入开展智慧家居跨行业应用试点。以家居智能化为目标，横向打通家电、照明、安防、家具等行业，提供智慧家居综合解决方案。鼓励智慧家居企业与房地产、家装企业加强合作，开展智慧家居项目试点应用。</p> <p>3.持续推动家电和消费电子产品更新换代。鼓励消费者更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱、洗衣机、空调、电视机等家电产品，有条件的地方对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持。促进智能手机、个人计算机更新换代，有条件的地方对消费者交售旧手机及电脑并购买新产品给予适当支持。鼓励生产企业对消费者进一步让利。经检测认定安全可靠、性能较好的旧产品，鼓励地方免费提供给有需要的贫困居民。</p> <p>4.不断提高废旧产品资源利用水平。加强资源回收利用源头管理，鼓励生产企业开展生态设计和制造，加快淘汰不利于回收利用的生产工艺和装备，提高产品可回收性、易拆解性，及时提供拆解手册，组织开展拆解培训。加强废旧汽车、家电和消费电子产品拆解产物流向监管。研究制定废旧电路板、聚氨酯材料回收利用管理办法。加快出台汽车零部件再制造规范管理文件，明确再制造企业应具备的条件，构建再制造企业及产品监管机制，不断提升产品循环利用水平。</p>
6.13	《绿色高效制冷行动方案》	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、住房城乡建设部、市场监管总局、国管局	<p>主要目标：到2022年，家用空调、多联机制冷产品的市场能效水平提升30%以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高20%，实现年节约1000亿千瓦时。到2030年，大型公共建筑制冷能效提升30%，制冷总体能效水平提升25%以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高40%以上，实现年节约电4000亿千瓦时左右。</p>

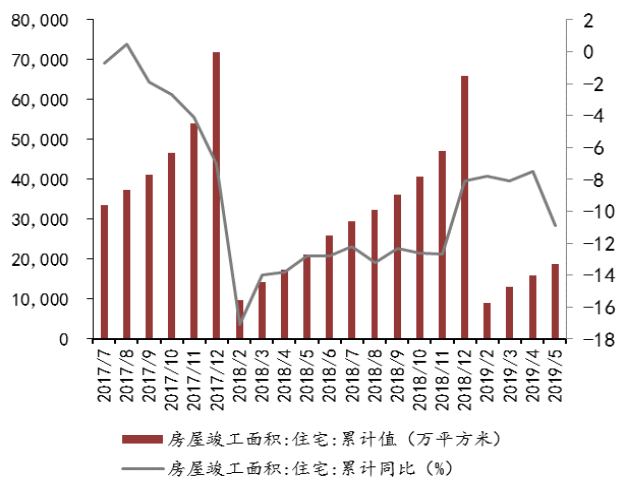
主要任务：1. 强化标准引领 2. 提升绿色高效制冷产品供给 3. 促进绿色高效制冷消费 4. 推进节能改造 5. 深化国际合作

数据来源：网络搜集整理，爱建证券研究所

3.2 地产改善拉动家电需求

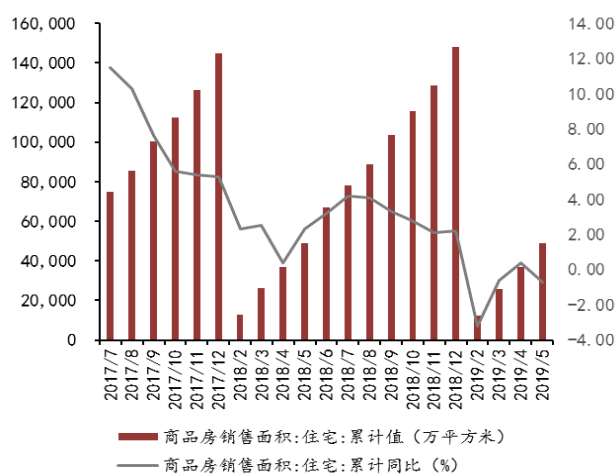
家电行业作为地产后周期板块，今年以来部分地产数据向好提振了市场对家电行业的预期和信心。住宅竣工面积今年 1-5 月份累计同比-10.90%相比去年平均累计同比-12.87%降速已在不断收窄；商品房住宅销售面积虽然没有明显改善 1-5 月份累计同比-0.7%，但 30 大中城市商品房成交面积月度同比数据向好，1/2/3/4/5 月份同比分别为-10.94%/+8.88%/+22%/+21.37%/+14.17%，其中一线城市成交情况增幅明显 1-5 月份单月同比分别是 +4.85%/+49.06%/+62.49%/+56.04%/+14.45%。

图表 25：住宅竣工面积情况



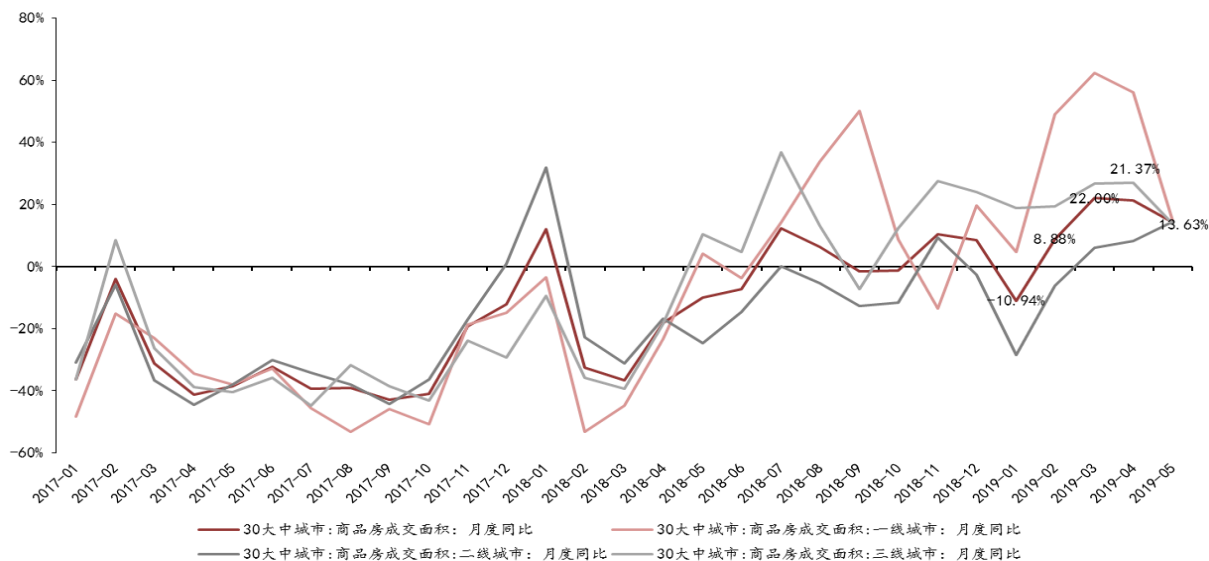
数据来源：国家统计局，爱建证券研究所

图表 26：商品房住宅销售面积情况



数据来源：国家统计局，爱建证券研究所

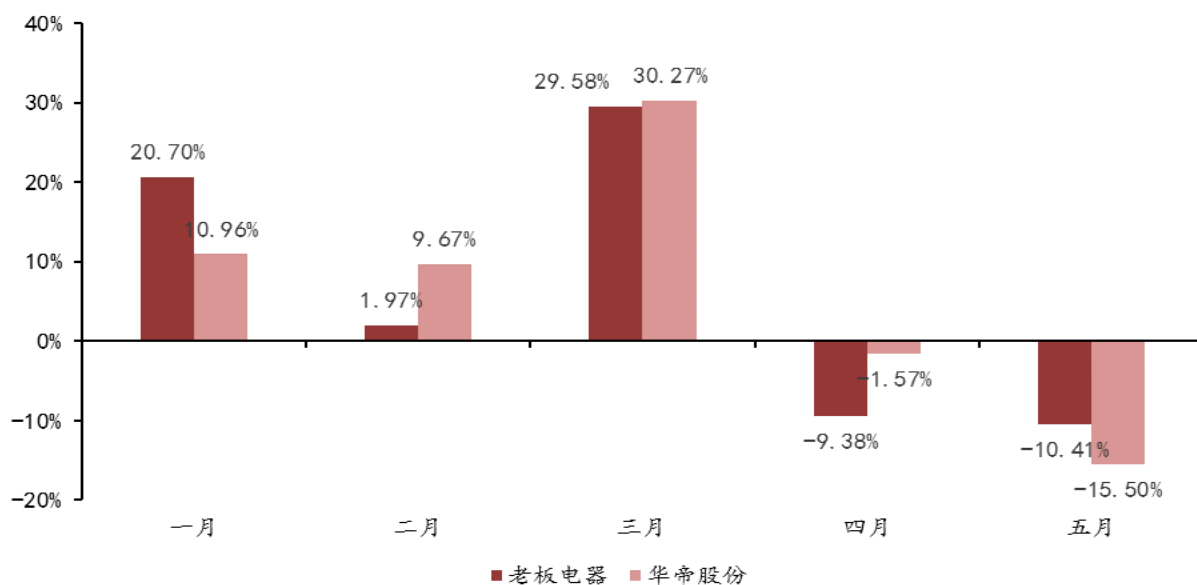
图表 27：今年以来 30 大中城市商品房成交面积月度同比数据向好，尤其一线城市



数据来源：Wind，爱建证券研究所

因此，受“房地产后周期”投资逻辑影响，地产数据从3月份开始的向好趋势，虽然还未传导至家电行业基本面，但家电板块部分公司的股价已率先做出反应，尤其与地产相关性最高的厨电板块中，老板电器、华帝股份3月份股价分别上涨29.58%和30.27%，位居当月涨幅前十公司排名内。经过前期的上涨，截至现在“房地产销量增长拉动家电产品需求”的投资逻辑已经部分反应在相关公司的估值中，未来估值上移的动能一部分来自行业基本面对此投资逻辑的验证，另一部分来自家电公司本身经营调整所带来的远超行业或市场预期的表现。

图表 28：3 月份华帝股份、老板电器股价实现高涨幅



数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.3 盈利/估值的高性价比

ROE 是资金在择股时较看重的指标之一，家电行业连续三年 ROE 排全行业前五，具备持续盈利能力，与其同样连续三年进前五的行业仅食品饮料。对比同消费属性的食品饮料行业，家电现在的盈利-估值更具有性价比。ROE (2018) / PE (20190628) 中，家电行业优于食品饮料，在全行业排第六；ROE (2018) / PB (20190628) 中，家电行业仍优于食品饮料，居全行业中部靠前。

经过 2019 年初的一波上涨，家电估值已走出底部，但行业持续稳定的盈利能力叠加合理估值水平仍为投资资金提供安全边际，尤其行业内的龙头公司更受长线资金青睐。龙头公司由于良好的竞争格局和稳固的行业地位，在行业景气不佳时抗压性更高、业绩增长的确定性更强，如美的集团、格力电器、青岛海尔。此外，部分公司短期内业绩面临增长压力，但其在战略经营、行业布局、市场地位方面依旧领先，2019 年在政策+地产加持，其长期成长性不改，如老板电器、苏泊尔。

因此，从北上资金持有股数/A 股总股数之比来看，自 2017 年开始绩优标的如美的集团、格力电器、青岛海尔、老板电器、苏泊尔等的比例不断提高，期间偶有波动至今仍处于高位区间，在经济增速不断放缓时优质资产的稀缺性更加明显，家电行业的绩优龙头公司或成长性公司都是资金底仓或进攻性仓位的不错选择。

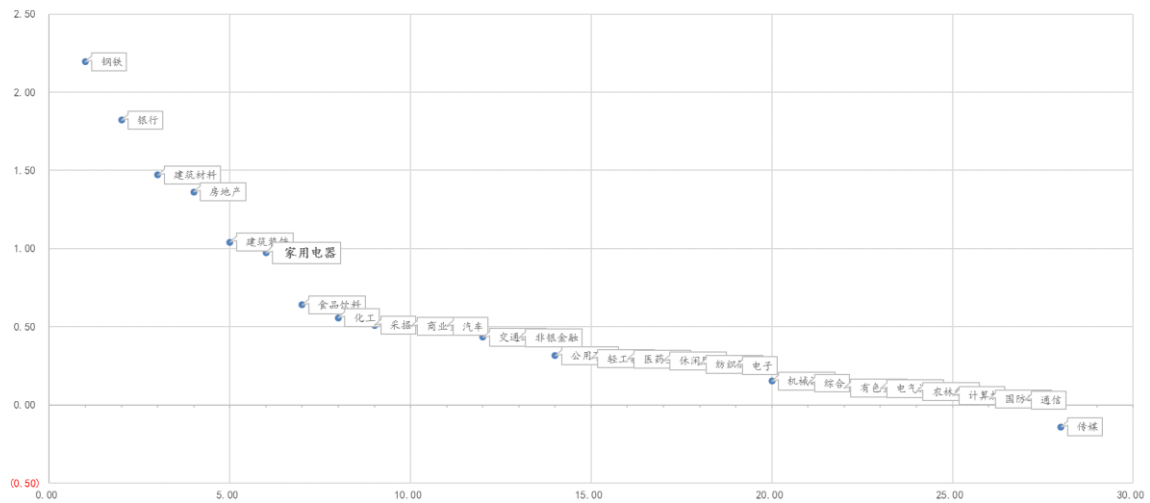
表格 4：连续三年 ROE 排名前五的行业仅食品饮料和家电

板块	净资产收益率- 2016 年报 (%)	净资产收益率- 2017 年报 (%)	净资产收益率- 2018 年报 (%)
食品饮料	15.36	17.91	20.46
建筑材料	7.90	12.59	17.89
钢铁	3.18	14.30	16.15
家用电器	17.49	20.09	15.77
房地产	12.76	14.02	13.93
银行	14.16	13.32	12.69
建筑装饰	11.09	11.52	10.79
化工	7.15	8.74	10.01
医药生物	11.70	11.90	9.56
休闲服务	8.87	9.84	9.16
商业贸易	6.63	7.49	8.76
汽车	13.62	12.31	8.36
交通运输	7.76	10.50	8.18
非银金融	9.73	10.71	8.13
电子	7.70	8.83	7.77
采掘	0.50	5.08	7.06
公用事业	9.75	6.99	6.65
轻工制造	9.32	11.22	6.06
纺织服装	9.76	8.28	5.71
机械设备	4.02	7.14	4.31
农林牧渔	13.74	8.21	4.16

有色金属	3.81	7.46	3.86
综合	5.82	5.05	3.47
电气设备	6.75	7.54	3.32
计算机	10.60	7.23	3.18
国防军工	2.36	3.40	2.31
通信	3.63	3.69	1.26
传媒	11.21	6.88	-4.45

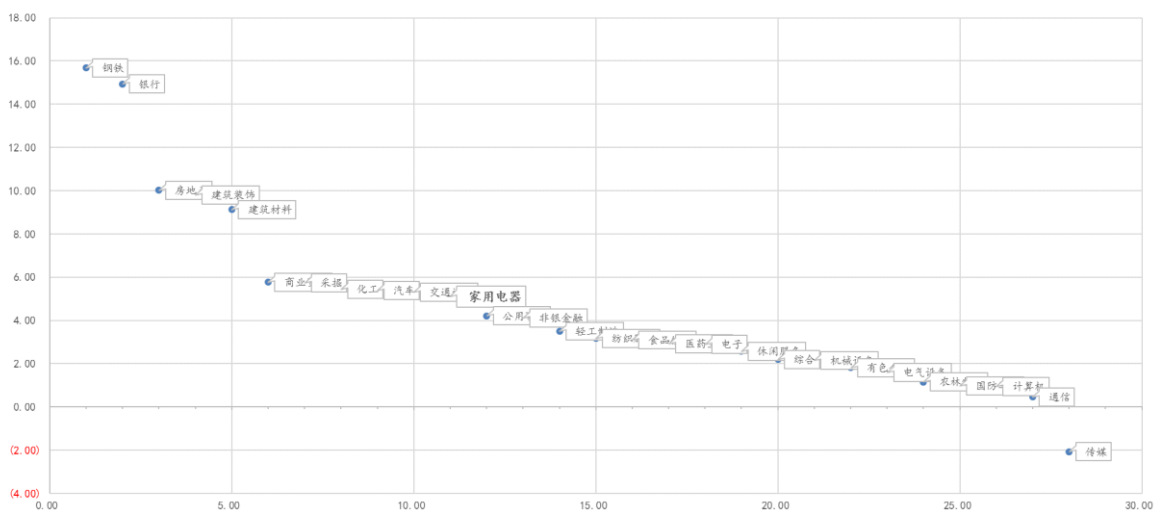
数据来源：Wind，爱建证券研究所（注：标红为排名前四的行业）

图表 29：ROE/PE 值，家电优于食品饮料排第六

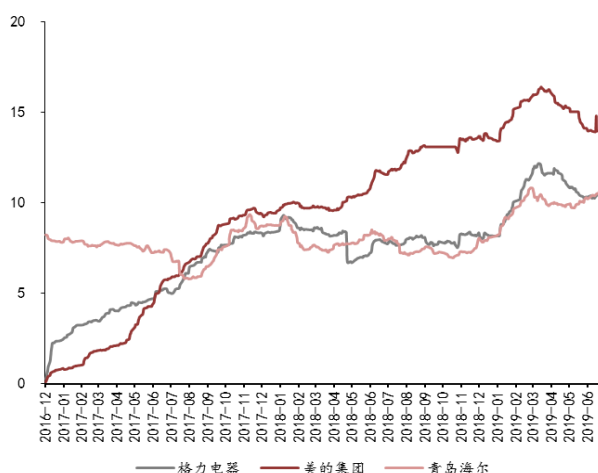


数据来源：Wind，爱建证券研究所（ROE 为 2018 年完整年度数据，PE 数据截止 2019-06-28）

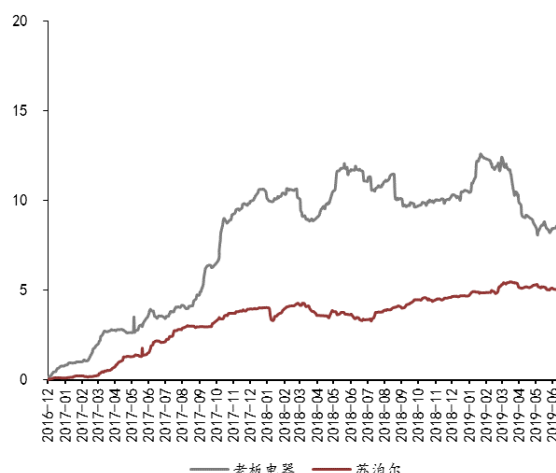
图表 30：ROE/PB 值，家电优于食品饮料居中偏前



数据来源：Wind，爱建证券研究所（ROE 为 2018 年完整年度数据，PB 数据截止 2019-06-28）

图表 31：白电龙头沪深通比例一直居高位区间 (%)


数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 32：老板电器、苏泊尔沪深通比例同在高区间 (%)


数据来源：Wind，爱建证券研究所

4、投资建议

对于下半年，我们认为：

一、今年家电行业的投资逻辑主要在政策支持以及地产后周期，而二级市场分别在一月份和三月份已对此预期有所反应，后续家电基本面对政策及地产因素的验证将进一步拉动估值上移，时间预计在三季度末，标的建议关注老板电器；

二、现阶段马上进入半年报披露期，市场会更偏好财报表现亮眼的公司。从今年上半年行业基本情况来看，家电行业景气承压、市场空间已从增量到存量，头部与非头部公司、头部公司之间的竞争也越发激烈，而在此环境下龙头公司的竞争优势更加明显，建议积极拥抱龙头，如美的集团；

三、今年的不确定性主要来源贸易战以及宏观经济下行，但前期市场已经对此风险进行反应，近期中美关系在 G20 大阪峰会有所缓解，市场信心在短期内有所提振，家电行业的盈利/估值性价比较高，三季度可以积极配置，但由于不确定性因素犹在，因此择股上建议选择业绩支撑性高的公司。

5、重点公司

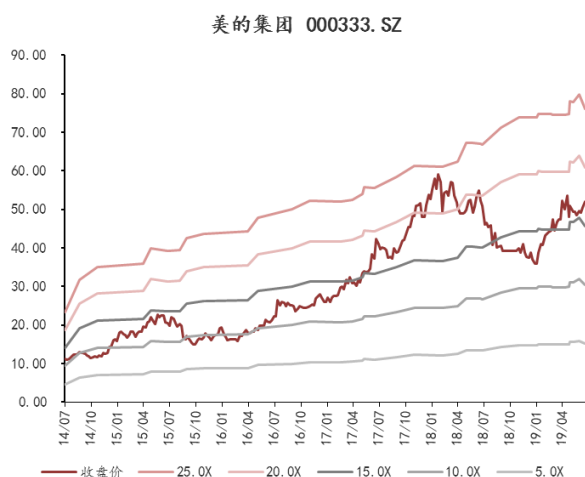
1) 美的集团

从今年产业在线公布的 1-5 月份空调、冰箱、洗衣机数据来看，美的集团不仅远超行业平均水平并且在三大白电龙头公司中的销售增速、市占率表现最优，基本面支撑较强。公司作为综合性品类最全的家电公司，在多项品类上都保有龙头地位。公司出于战略考虑，去年合并小天鹅、今年小天鹅正式退市，美的与其的协同效应才刚刚开始，多品牌、多品类的矩阵式发展使公司能应对不同层级客户，满足多样化需求，未来前景可期。重要的是，公司积极推动渠道变革，经营效率不断提高，利润增速仍有保障。

我们预计公司 2019 年和 2020 年的每股收益分别为 3.53 元、4.07

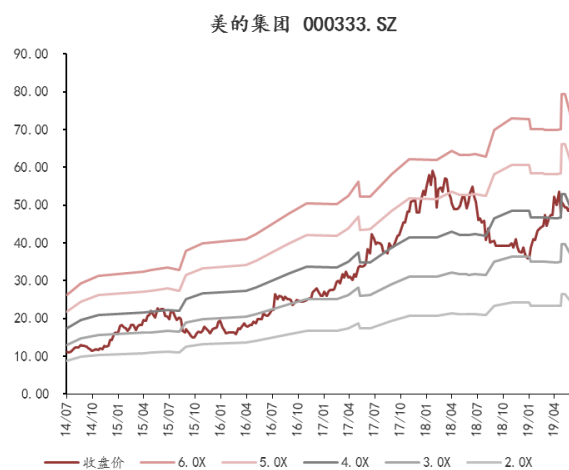
元，所对应的 PE 分别为 16 倍、13 倍，给予“推荐”评级。

图表 33: 美的集团 PE-BAND



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 34: 美的集团 PB-BAND



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

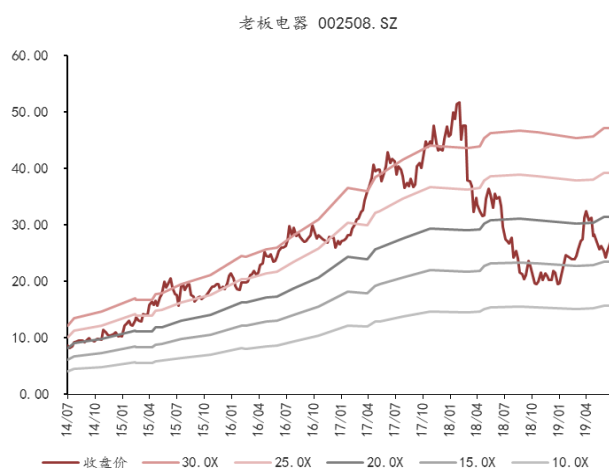
2) 老板电器

18 年受制地产景气低迷因素影响，公司业绩增速下滑，股价也一度腰斩。从公司本身经营管理情况来看，并未出现大的变动，业绩不佳主要是行业疲软所致。今年地产在逐步走出下行态势，作为与地产相关性最高的厨电公司，老板电器业绩有望受益。

此外，从公司本身来看，一方面加大工程渠道。从市场调研得知，现阶段公司在各渠道上零售占比约 50%，电商占比约 30%，工程占比最低约 10%，此前市场担忧工程渠道恐有损净利率，但工程渠道开发相比零售推广在费用上会更低，因此随着低基数的工程渠道的加大，这部分收入将提高公司整个收入且净利率有所支撑；另一方面发展多品类产品。老板电器现阶段品类扩充主要围绕厨房耐用品如蒸汽箱、洗碗机等，这些品类在我国普及率较低、市场需求旺盛，发展空间较大。工程渠道+多品类的双线发展是老板电器未来增长的主要看点，其成长性不改。

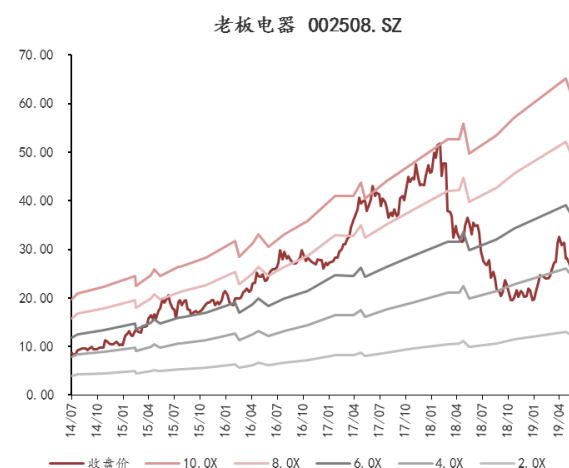
我们预计公司 2019 年和 2020 年的每股收益分别为 1.70 元、1.86 元，所对应的 PE 分别为 17 倍、15 倍，给予“推荐”评级。

图表 35: 老板电器 PE-BAND



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 36: 老板电器 PB-BAND



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

6、风险提示

- 1) 销售不及预期;
- 2) 地产政策变动;
- 3) 宏观经济增长疲软。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com