

## 家用电器行业

### 纵观日本空调 50 年发展，白电龙头长期配置价值依旧

#### ● 投资建议：纵观日本空调 50 年发展，白电龙头长期配置价值依旧

本周我们发布《家电海外专题（9）：从日本空调 50 年发展史来看中国市场》，以日本映射国内，我国空调行业长期量价空间依旧值得期待。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、格力电器、海尔智家；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。

#### ● 一周行情回顾（2019.07.08-2019.07.12）

沪深 300 指数下跌 2.2%。本周家电板块表现弱于大盘，申万家电指数下跌 2.3%，跑输市场 0.1 个百分点，其中白电指数下跌 2.2%，视听器材指数下跌 3.3%。

#### ● 2019W27（2019.7.1-2019.7.7）白电厨电主要品类线上线下数据

**空调：**线下销量 YoY-21.3%（环比-3.0pct），线上销量 YoY+22.2%（环比+49.3pct）。

**冰箱：**线下销量 YoY-24.0%（环比-24.2pct），线上销量 YoY+15.8%（环比+23.7pct）。

**洗衣机：**线下销量 YoY-22.6%（环比-28.6pct），线上销量 YoY+13.8%（环比+5.9pct）。

**油烟机：**线下销量 YoY-19.7%（环比-17.2pct），线上销量 YoY+25.5%（环比+8.2pct）。

#### ● 本周行业要闻

##### 行业动态

##### ➢ 嵌入式厨电产品的未来在哪里？

据奥维云网（AVC）线下监测数据显示，目前市场上嵌入式复合机产品的规模和占比连年增长，2019 年上半年，嵌入式复合机零售额份额为 24.9%，同比增长 6.9pct，其中又属蒸烤一体产品占比最高，为 17.4%。

##### ➢ 老年家电产品的五个发展方向

中怡康指出老年家电市场是家电行业的新蓝海，提出老年家电产品的五个发展方向：符合老年人的认知能力、符合老年人的视觉听觉水平、符合老年人的肌体运动水平、充分考虑老年人对环境的敏感度、充分考虑老年人的营养需求及消化能力。

##### ➢ 舒适家居五大产品全面解读

据产业在线数据，2019 年舒适家居产业涉及的整机设备销售额规模为 1038.4 亿元，同比增速为-0.5%。在规模上户式中央空调体量最大，以 637.2 亿元占据 61% 的结构比例，其他行业的结构比例在 5%-13% 之间。

#### ● 本周重点报告回顾

##### ➢ 家电海外专题（9）：从日本空调 50 年发展史来看中国市场

##### ➢ 新宝股份（002705.SZ）：人民币贬值带动中报业绩快速增长

#### ● 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率贬值。

#### ● 原材料价格：本周铜、铝、原油价格上涨，冷轧板卷持平。

#### ● 面板价格：截止 2019 年 6 月，各尺寸面板价格均有下滑。

#### ● 风险提示：

原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

#### 行业评级

持有

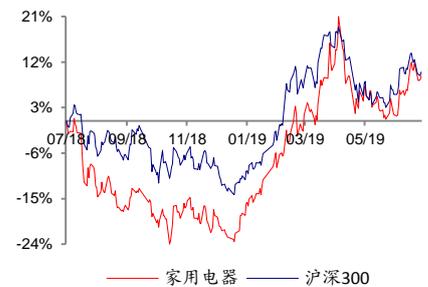
前次评级

持有

报告日期

2019-07-14

#### 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：家电海外专题 2019-07-09

（9）：从日本空调 50 年发展史来看中国市场

家用电器行业：2019 年中报业绩 2019-07-07

绩前瞻（二）：景气底部，白电龙头业绩更稳

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	54.78	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	16.06	14.39	11.96	9.98	23.23	22.95
格力电器	000651.SZ	人民币	56.48	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.99	10.71	6.47	5.38	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	17.31	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	13.45	12.03	6.70	4.86	17.50	16.36
苏泊尔	002032.SZ	人民币	73.69	2019/4/25	买入	78.40	2.45	2.88	30.13	25.58	23.33	19.77	27.86	27.11
九阳股份	002242.SZ	人民币	20.30	2019/4/27	买入	27.25	1.09	1.25	18.61	16.29	17.34	15.20	21.22	23.31

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

投资建议：纵览日本空调 50 年发展，白电龙头长期配置价值依旧 .....	5
一周行情回顾（2019.07.08-2019.07.12） .....	8
2019W27（2019.7.1-2019.7.7）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾 .....	8
行业回顾 .....	10
本周新闻动态：嵌入式厨电产品的未来在哪里？；老年家电产品的五个发展方向； 舒适家居五大产品全面解读。 .....	10
原材料价格变动跟踪 .....	15
汇率跟踪 .....	16
本周重点报告回顾 .....	16
新宝股份（002705.SZ）：人民币贬值带动中报业绩快速增长 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现稍弱于沪深 300 .....	8
图 2: 2019W27 (2019.7.1-2019.7.7) 单周销量同比数据: 线上景气恢复, 线下相对低迷 .....	8
图 3: 2019W27 (2019.7.1-2019.7.7) 单周线上线下均价 .....	9
图 4: 2019W27 (2019.7.1-2019.7.7) 单周线上线下均价同比: 冰洗线下均价仍有提升 .....	9
图 5: 2019W1-W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计销量同比数据: 线上表现强势 .....	9
图 6: 2019W1- W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计线上线下均价 .....	9
图 7: 2019W1- W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计线上线下均价同比: 冰洗线上线下均价同比表现分化 .....	9
图 8: 白电主要原材料价格一览: 本周铜、铝、原油价格上涨, 冷轧板卷持平 ..	15
图 9: 面板价格: 截止 2019 年 6 月, 各尺寸面板价格均有小幅下降 .....	15
图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值 .....	16
表 1: 全球范围内空调需求具备增长潜力的国家 .....	6
表 2: 覆盖公司盈利预测及估值 .....	6
表 3: 本周家电指数跑输市场 0.1 个百分点 .....	8

## 投资建议：纵览日本空调 50 年发展，白电龙头长期配置价值依旧

本周我们发布《家电海外专题（9）：从日本空调50年发展史来看中国市场》，重点分析了日本空调50年发展历程中保有量、内销量、产品均价、竞争格局以及核心驱动因素的变化，以他山之石为鉴，尝试推演出我国空调市场可能出现的发展路径，具体来看：

### ● 他山之石：回顾日本空调 50 年

日本统计局与JRAIA数据显示，2018年日本家用空调保有量高达281台/百户，渗透率91.1%，全年内销量965万台，近50年间CAGR4.3%，产品均价8.2万日元（约合人民币5200元）。回顾日本空调50年发展路径可以发现：

- (1) 保有量：1975年空调保有量达到15台/百户后开始提速上行，在2003年达到245台/百户后开始放缓；
- (2) 内销量：1996年空调内销规模突破800万台后增速换挡至平稳略有增长，新增需求提升速度不高；
- (3) 产品均价：1984年均价达最高17.2万日元，此后开始单边下行，剔除购买力变动后以美元计的均价变动稍小；
- (4) 竞争格局：1973年CR4达63%，2018年CR4达59%，整体格局稳定，龙头结构略有变化；
- (5) 驱动因素：收入、家庭规模等宏观因素决定长期空间，消费景气度、地产、气温等周期性因素决定短期波动。

### ● 鉴以攻玉：内销仍具空间，产品形态稳定马太效应将持续凸显

根据人口、保有量等数据进行测算，我国家用分体机内销市场长期稳态的内销规模应在1.06亿台左右，考虑到宿舍、医院、小型办公、小型商铺等更多应用场景，规模应该会更大一些。相比2018年内销量的9281万台，仍具提升空间；而且在保有量快速提升过程中，当年销量可能会超过稳态规模。

- (1) 保有量存在提升基础：中国大部分区域纬度均在日本之下，空调需求更具刚性，具备保有量稳定提升的基础；
- (2) 保有量提升速度稳定：我国的行业状态、经济水平、人口结构、消费能力、外部宏观环境等与80-90年代空调行业高速增长期的日本具备较高的相似程度，无需担心保有量提升速度放缓；
- (3) 更新需求有望集中释放：刺激性政策期间存量大幅提升，产品使用年限已接近10年，更新需求有望集中释放；
- (4) 龙头优势更为明显，均价仍具提升空间：奥维云网数据显示，2019年至今，我国零售额口径CR3在线下、线上分别达到74.5%、75.5%相比日本集中度更高；产品全渠道均价仅3157元（其中线下均价3692元，线上均价2934元），与日本2018FY空调零售均价相比（约合人民币5200元）依然具备较大提升空间。

整体来看，以邻为镜，我国空调整体保有量与日本仍有明显差距，销量尚未触顶。空调仍然具备成长性。长期来看海外市场具备着持续拓展的空间，未来龙头的全球化布局同样值得期待。此外，龙头在产品、渠道、品牌、管理方面的优势将确保其最大程度获益行业增长红利，也使得龙头业绩具备较高的确定性。

表 1: 全球范围内空调需求具备增长潜力的国家

	2017 年人口 (亿)	2017 年人均 GDP (美元)	2017 年空调需求量 (万台)	人口比例	人均 GDP 比例	空调需求量比例
印度	13.24	1942.1	514.6	96%	22%	11%
印度尼西亚	2.61	3846.9	233.7	19%	44%	5%
巴西	2.08	9821.4	306.3	15%	111%	7%
巴基斯坦	1.93	1547.9	77.4	14%	18%	2%
尼日利亚	1.86	1968.4	48.8	13%	22%	1%
孟加拉	1.63	1516.5	18.8	12%	17%	0%
埃及	0.96	2412.7	80.3	7%	27%	2%
越南	0.95	2342.2	194.3	7%	27%	4%
伊朗	0.8	5593.9	56.0	6%	63%	1%
泰国	0.69	6595.0	148.0	5%	75%	3%
阿根廷	0.44	14398.4	109.5	3%	163%	2%
阿尔及利亚	0.41	4055.2	17.6	3%	46%	0%
沙特阿拉伯	0.32	20849.3	182.7	2%	236%	4%
澳大利亚	0.24	53799.9	115.4	2%	609%	3%
阿联酋	0.09	40698.8	71.8	1%	461%	2%

数据来源: JARIA, 世界银行, 广发证券发展研究中心

注: 人口比例、人均GDP比例、空调需求量比例均为与中国的比例, 为统一数据口径, 空调需求量均采用JARIA统计数据

通过对日本空调行业的研究, 再度印证了我国空调行业量价仍有提升空间、除了空调外, 洗烘一体机、大容量冰箱、部分成长小家电产品也同样处于保有量提升过程中。此外, 智能家居渗透率提升、龙头公司的全球化布局、从长期来看也同样支撑家电空间持续增长。

短期来看, 2019年以来一二线地产销售数据触底回升, 下半年交房有望加快, 且消费刺激政策预期将逐步落地, 都将助力家电终端需求环比改善; 原材料价格地位、人民币汇率相对贬值, 将对家电企业盈利能力形成利好。基于此, 我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头: 美的集团、格力电器、海尔智家。Q3建议配置消费属性强的小家电龙头: 九阳股份、苏泊尔。

表 2: 覆盖公司盈利预测及估值

公司代码	公司简称	评级	股价 2019/07/12	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	54.78	人民币	3.04	3.41	3.81	17%	11%	12%	16.1	14.4
000651.SZ	格力电器	买入	56.48	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	12.0	10.7

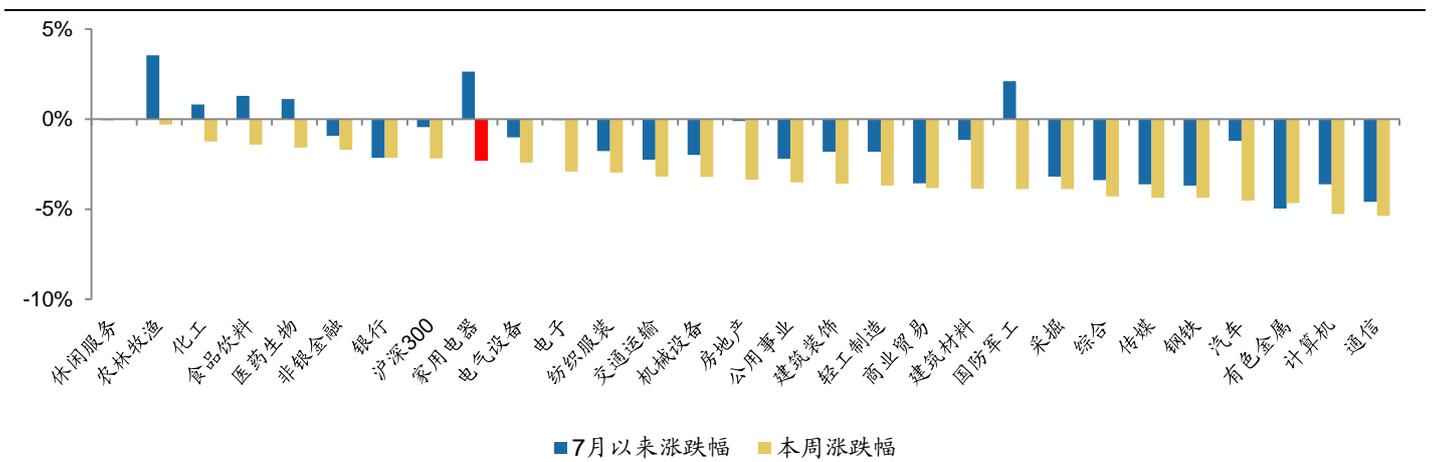
600690.SH	海尔智家	买入	17.31	人民币	1.17	1.29	1.44	8%	10%	12%	13.5	12.0
002032.SZ	苏泊尔	买入	73.69	人民币	2.03	2.45	2.88	26%	20%	18%	30.1	25.6
002242.SZ	九阳股份	买入	20.30	人民币	0.98	1.09	1.25	9%	11%	14%	18.6	16.3
603868.SH	飞科电器	买入	37.50	人民币	1.94	2.12	2.36	1%	9%	11%	17.7	15.9
000921.SZ	海信家电	增持	12.49	人民币	1.01	1.15	1.27	-32%	14%	10%	10.8	9.9
00921.HK	海信家电	增持	9.19	港币	1.15	1.31	1.44	-32%	14%	10%	7.0	6.4
002705.SZ	新宝股份	增持	11.23	人民币	0.62	0.76	0.87	23%	22%	14%	14.8	12.9
002677.SZ	浙江美大	增持	12.69	人民币	0.58	0.69	0.80	24%	18%	15%	18.4	15.9
603579.SH	荣泰健康	增持	29.27	人民币	1.78	1.86	2.08	15%	4%	12%	15.8	14.1
603355.SH	莱克电气	增持	21.11	人民币	1.05	1.22	1.36	16%	16%	11%	17.2	15.5
002508.SZ	老板电器	增持	27.43	人民币	1.55	1.68	1.90	1%	8%	13%	16.3	14.4
600060.SH	海信电器	增持	8.68	人民币	0.30	0.31	0.35	-59%	5%	10%	27.6	25.0
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.65	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.2	15.4
002050.SZ	三花智控	买入	10.69	人民币	0.61	0.67	0.76	5%	10%	14%	16.0	14.0
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.85	人民币	0.10	0.12	0.13	-26%	17%	15%	24.7	21.4
603515.SH	欧普照明	增持	30.60	人民币	1.19	1.44	1.74	32%	21%	21%	21.3	17.6
002035.SZ	华帝股份	增持	12.13	人民币	0.77	0.89	1.04	33%	16%	16%	13.6	11.7
002403.SZ	爱仕达	增持	8.48	人民币	0.42	0.47	0.53	-14%	10%	13%	18.2	16.1
603486.SH	科沃斯	增持	30.84	人民币	1.21	1.42	1.72	29%	18%	21%	21.6	18.0
002543.SZ	万和电气	增持	10.14	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	10.1	8.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 港币兑人民币汇率取2019.07.12收盘价: 1港币=0.8792人民币。

## 一周行情回顾（2019.07.08-2019.07.12）

图 1：本周家电板块表现稍弱于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

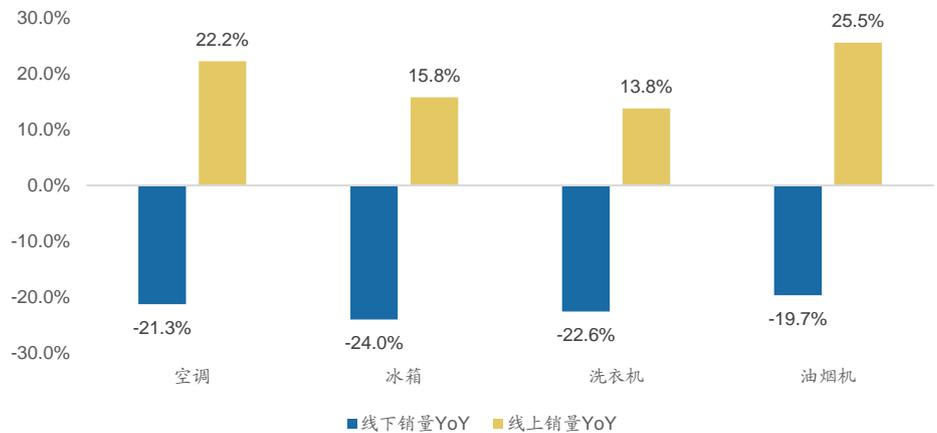
表 3：本周家电指数跑输市场 0.1 个百分点

	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	7 月以来涨跌幅
沪深 300	-2.2%		-0.4%
家用电器	-2.3%	-0.1	2.6%
视听器材（申万）	-3.3%	-1.2	-0.8%
白色家电（申万）	-2.2%	-0.1	2.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

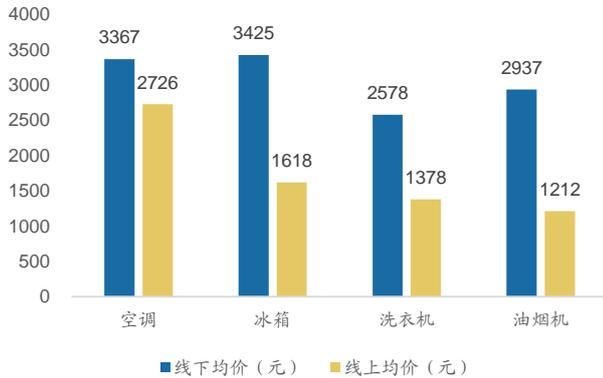
## 2019W27（2019.7.1-2019.7.7）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾

图 2：2019W27（2019.7.1-2019.7.7）单周销量同比数据：线上景气恢复，线下相对低迷



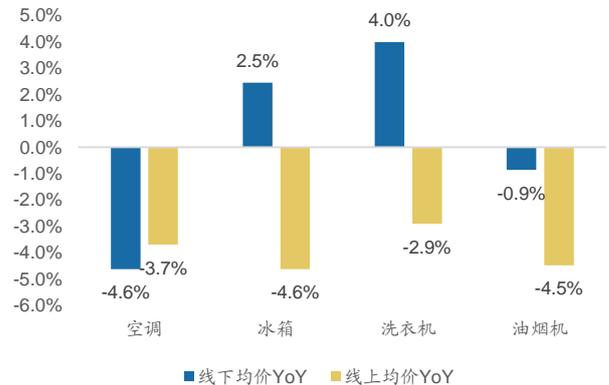
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019W27 (2019.7.1-2019.7.7) 单周线上线下均价



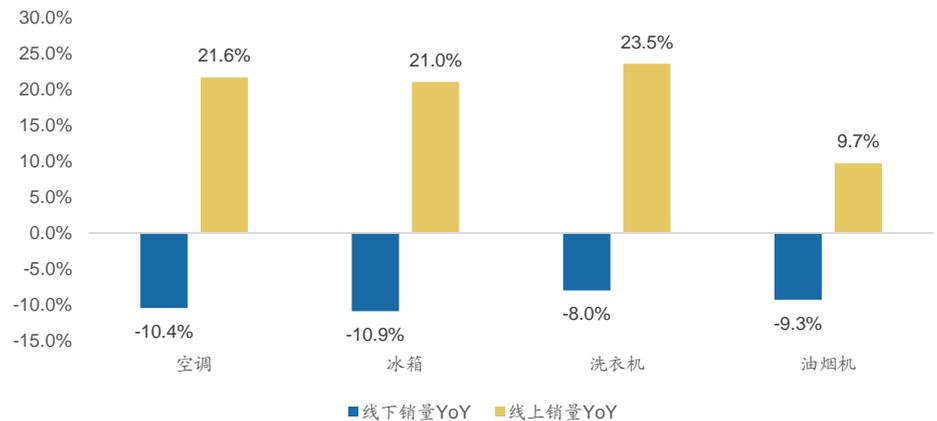
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W27 (2019.7.1-2019.7.7) 单周线上线下均价同比: 冰洗线下均价仍有提升



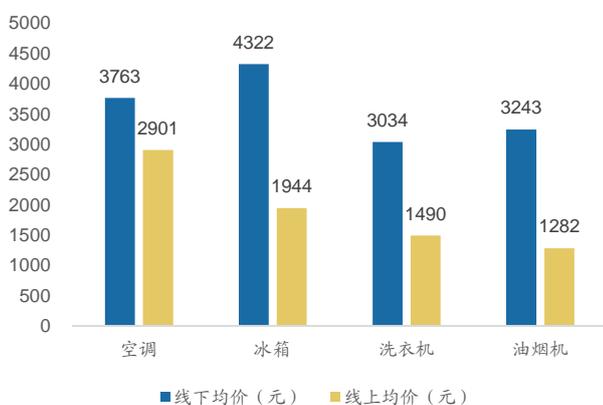
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计销量同比数据: 线上表现强势



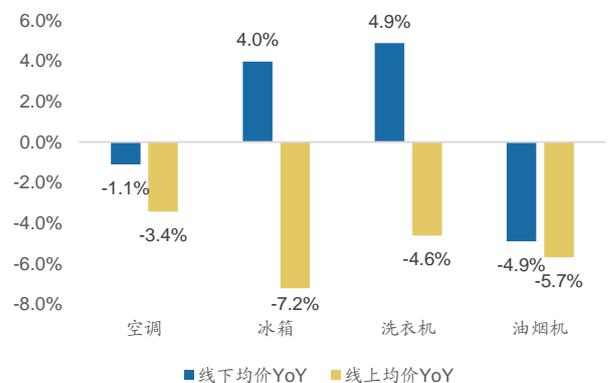
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1- W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计线上线下均价



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1- W27 (2019.1.1-2019.7.7) 累计线上线下均价同比: 冰洗线上线下均价同比表现分化



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 行业回顾

**本周新闻动态：嵌入式厨电产品的未来在哪里？；老年家电产品的五个发展方向；舒适家居五大产品全面解读。**

### ➤ 嵌入式厨电产品的未来在哪里？

嵌入式微波炉、电蒸箱和电烤箱产品是新兴的厨电产品，是区别于传统烟灶类的西式厨电产品，市场普及程度较低，近几年同比增速一直保持较好的增长水平，尤其是嵌入式复合机产品，增长趋势十分迅猛。从目前市场表现来看，嵌入式复合机产品是嵌入式产品的必然趋势，但就市场规模来讲，体量还比较小，尤其受经济形势和房地产市场颓势影响，同比增速出现明显放缓趋势。嵌入式复合机未来市场如何发展，下面主要从产品和市场两个角度来进行分析。

#### 一机多用是必然趋势

国内普通住宅厨房普遍较小，作为提升生活品质的嵌入式厨电产品来讲，一机多用是重要的发展趋势。据奥维云网（AVC）线下监测数据显示，目前市场上嵌入式复合机产品的规模和占比连年增长，2019年上半年，嵌入式复合机零售额份额为24.9%，同比增长6.9个百分点，其中又属蒸烤一体产品占比最高，为17.4%，同比处于上升趋势。从功能上来看，蒸是更符合国人饮食习惯的烹饪手法，烤则是小资和品位的象征，蒸烤一体，蒸占据主导地位带来蒸烤一体机市场占比的持续增长。

从长期来看，嵌入式微蒸烤一体机将会是趋势产品，目前主要因为微波炉功能还具有一定的技术壁垒，成本相对比较高，产品相对较少，所以市场占比还比较低。从消费者端来看，单台式微波炉已经初步普及，市场认知度比较高，嵌入式微蒸烤一体机可以成为升级替代产品。另外，微波和蒸汽也可以给特定物品消毒，随着技术的不断进步和完善，消毒功能会是嵌入式厨电产品强有力的附加功能。

#### 工程渠道，机遇与挑战并存

嵌入式厨电产品与装修密不可分，在装修过程中最易形成购买，因此，工程渠道成为重要的销售渠道。2019年2月发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》中，“城镇新建住宅建筑应全装修交付”，或加速全装修交付进程。随着全装修交付占比的提升，未来工程渠道市场规模将会快速增长，对于重度依赖装修市场的嵌入式厨电产品将会是一大机遇。工程渠道对于品牌知名度要求较高，对于产品价位相对要求较低，对中低端产品规模有一定拉动作用。但是，嵌入式微蒸烤产品不是生活必须的厨电产品，在消费者中基础也相对薄弱，如何提高消费者认知程度，使消费者接受，成为亟待解决的问题。

（新闻来源：奥维云网）

### ➤ 老年家电产品的五个发展方向

此前，中怡康发布了“银发经济或成家电行业新赛道”的观点，指出老年家电市场是家电行业的新蓝海，引起了业内广泛关注。其中提出了老年家电产品的五个

发展方向，并简单举例。本文在此基础上进行展开，详细阐述五个发展方向的具体内容。

中怡康认为，企业提供真正契合老年人特点和需求的家电产品，需要在以下五个方向深入：

### 1.符合老年人的认知能力

需要产品在设计上采用**简单的操作界面**，宣传讲解时采用通俗易懂的用词。很多家电产品的功能和指标是英文缩写，比如彩电的HDR、电饭煲的IH加热、空气净化器的CADR值等等，年轻人都不一定能完全理解，就更不适用于老年人了。如何将这些好的功能用符合老年人认知水平的语言表达出来，是企业应该思考的问题。

### 2.合老年人的视觉听觉水平

需要产品在如遥控器、机身按钮等细节的设计上，使用醒目的字体、颜色鲜明可简单区分的标识，降低产品对视力的要求，使老年人简单直接地分辨，便于选择和操作。此外，语音提示、语音控制等功能可以帮助听觉水平较低的老年人更好地使用产品。

### 3.符合老年人的肌体运动水平

老人的手指和腰腿都不同程度的老化，行动较为迟缓，力量也不足。一些需要技巧的手部动作，以及下蹲等动作都会使老年人感到十分不便。如**微波炉、洗衣机等产品的按钮**，应该降低对手部灵活度和力度的要求，增加按钮感应的灵敏度，使老年人轻松操作；像一些需要经常移动或举起的小家电如电水壶、搅拌机等，体积和重量上需要更轻巧，用较小的力气就可以完成动作。

### 4.充分考虑老年人对环境的敏感度

企业在产品研发时经常会考虑到婴儿对环境敏感，针对这个痛点而推出的产品层出不穷。同样，我们也应该认识到，老年人的身体抵抗力也是薄弱的，企业同样**应为老年人提供更洁净的室内空气和饮用水**，如空气净化器、直饮机、自清洁空调等，都是符合老年人身体需求的，可以在目前的设计上再强化针对老年人的卖点。此外，在产品的设计时，还应注重减少家电运行时的噪音，为老年人营造良好的家居环境。

### 5.充分考虑老年人的营养需求及消化能力

例如能提供健康食谱的冰箱和烟灶产品，能更精细研磨食材的食品料理机，能制作口感软糯食物的厨用小家电等，都是有老年市场需求的，企业应在目前的产品基础上针对老年人的需求进行产品细分和功能深化。（新闻来源：中怡康）

## ➤ 舒适家居五大产品全面解读

### 舒适家居产业概述

舒适家居是近几年快速发展的产业，从数据上看：**一、2019年舒适家居产业涉及的整机设备销售额规模为1038.4亿元，同比增速为-0.5%。****二、在规模上户式中央空调体量最大，以637.2亿元占据61%的结构比例，其他行业的结构比例在5%-13%之间。****三、在成长性上2018年空气源热泵及燃气壁挂炉行业受煤改清洁能源政策的影响出现了较大幅度的下滑。**

### 户式中央空调

户式中央空调在规模方面展现出了高位盘整的态势，在趋势方面需要关注家装零售市场需求的减缓。

**规模特征：**站在长周期看规模特征，2018年户式中央空调销售出货额规模超过了700亿元，其中以内销市场为主导。在周期成长性方面，2015年出现了短暂的回调后进入了快速发展期，这主要得益于家装零售市场拉动下单元机及小多联的放量增长，一方面取决于市场本身需求的支撑，另一方面也取决于企业对市场的推动与引领。

**产品趋势：**户式中央空调产品发展趋势出现了分化：**一、多联机依旧是最为核心的主导产品，结构比例高达74.3%且仍然保持着13%的增长**，虽然零售市场需求增长乏力但工程及商用需求增长，特别是改造更新置换需求的释放给予了足够的支撑。**二、单元机增长受阻规模停滞不前**，作为替代柜机产品仍具有一定优势空间，产品则加速变频化，冷媒向R410A、R32转换。**三、**随着消费者对舒适性的追求及采暖需求的增加，户式水机在住宅应用中越来越多，户式水机焕发了新的生机，模块机则向大冷量转换，体现了较明确的增长趋势。

**品牌趋势：**户式中央空调品牌体现了较高的集中度，**TOP5市场占有率超过了76%**，同时还体现了不同产品体系差异化的品牌特征与优势，单元机市场以国产品牌为主导，多联机市场以日资品牌为主导，美资品牌在户式水机市场具有更强的优势。但需要强调的是随着品牌产品多元化的渗透与发展，产品品牌结构性差异特征有所减弱。而在与渠道商的合作方面也体现了外资品牌较高的进入门槛但相对持续保障的差价空间及政策延续性特点。

**区域趋势：**户式中央空调区域发展趋势看，经济基础雄厚、消费人口众多、消费意识领先的**华东市场仍然是最核心的消费市场，结构比例达到44%**。但由于基数相对较高，较高成长性的区域向华中与西南地区转移，并且三四线城市加快渠道下沉。从区域布局规划方面需要关注城镇市场年轻消费群体对以户式中央空调为代表的高端舒适家居产品的需求变化。

### 空气源热泵

受政策影响大幅波动的空气源热泵行业，在规模方面深度调整2019年有望恢复性增长，在趋势方面需要把握产品差异化发展机遇特别是采暖需求孕育的两联供产品。

**规模特征：**站在长周期看规模特征，**2018年空气源热泵销售出货额规模141.4亿元**。在周期成长性方面，**政策的作用异常显著，2016-2017年政策拉动飞速增长，两年出货规模净增100亿元**，2018年政策力度减弱及节奏减缓之后行业震荡下跌，同比下降15%。政策后市场行业回归理性，企业更加关注市场需求变化的机遇，部分细分产品的市场潜力正在显现，有望拉动空气源热泵走出低谷。

**产品趋势：**单一的热水功能发展空间有限，较高的初期投入、较大的居住空间占用使其在电力资源及燃气管道健全的城镇市场不具备竞争优势。相反空气源热泵在采暖市场的应用与发展前景更好。首先采暖应用是一个长时间应用的封闭水环系统，没有热水大水箱占地及即热体验不佳的缺点；其次采暖出水温度要求相对较低，在技术层面上更容易解决突破；最后煤改清洁能源政策已经明确奠定了空气源

热泵在采暖市场应用的地位。

热泵采暖四个细分产品也体现了不同的发展趋势，**户水采暖受政策影响市场规模大幅下挫52%，2019年降幅将明显收窄**；此消彼涨，**2018年户风采暖从无到有增速达787%，预计2019年还能将保持100%左右的增速**，规模有望翻番，突破100万台；商用工程采暖仍是一个持续高增长的市场，未来几年还将保持20%的增长；户式两联供赖于北方渠道的推进，又得益于南方采暖改善需求增加，未来将继续以远高于其他产品线的增速水平实现规模化。

**户式两联供规模特征：2018年两联供内销额规模达到了11.3亿元，同比增速39.9%**，站在4年的长周期体现了持续的高成长性，一方面得益于消费水平及消费意识的提高与培育，对采暖诉求的不断增长的市场基础，另一方面则得益于企业层面大力推广与培育引领，渠道层面较高利润空间驱使下的终端渗透与拉动。2019年市场需求还将保持较高增长，预计内销额规模可以达到15.2亿元，增速仍将保持在35%以上，两联供产品将成为未来几年企业关注的热点同时也是竞争的焦点。

**户式两联供区域趋势：**两联供内销规模区域特征，结构方面华东区域居民收入高、渠道发展成熟，美资、日资企业深耕多年，冷暖舒适家居产品易于被客户接受，成为两联供最核心的销售区域，**结构比例达到41%**；成长性方面华北增速超然，**同比增速92.9%**，但主要源于基数较低，以及户水煤改电后期压货急需零售市场释放的结果。从长期增长的稳定性来看，北方地区不及华东与华中区域。

**户式两联供品牌趋势：**两联供品牌特征表现在以下几点：1、空调企业占主流，增速稳定。空调企业主要盘踞在南方，由于多年耕耘致使基数处于高位，增速保持稳定。且在北方地区纵向布局上相对不够深入，难以通过北方扩容；2、热泵企业份额提升快、增速高。空气源热泵企业源于近几年在煤改电政策推进下于北方渠道有所突破，与此同时通过南方原有热水渠道拓展冷暖产品；3、户式两联供品牌竞争加剧。当前更多地集中在外资品牌以及空调企业上，但伴随着零售渠道建设的逐步完善，空气源热泵企业份额逐渐提升。

**户式两联供产品趋势：**在产品技术方面，变频化趋势明显，一体机份额长期处于高位，冷媒应用上以R410A居多且份额逐年增长明显；在安装方面，两联供运行控制策略繁琐，对安装工艺要求较高。安装技术对产品运行效果影响较大，需简化系统并对安装工艺进行可标准、可复制操作。

### 燃气壁挂炉

同样受政策冲击的燃气壁挂炉行业，较高的性价比及优良的用户体验奠定了其在独立采暖市场的核心应用。虽然受政策波动性影响导致量额规模齐跌，但面对采暖需求的释放特别是在燃气管道建设发达的城镇市场中长期仍然具备较广阔的发展空间，2019年规模有望回稳。在趋势方面需要重视零售市场对行业发展的驱动与关键作用。

**规模特征：2018年燃气壁挂炉内销出货量值为269.9万台，受政策力度减缓的影响同比下降41.7%**，但是站在五年的时间周期看，其实是在2017年183.4%的超高速增长后的理性回归。2019年预测将出现恢复性增长，一方面在于政策的持续性，燃气壁挂炉在有燃气管道支撑的气源充足区域仍然是较优的方案选择；另一方面在于零售市场需求逐步释放。

**品牌趋势：**燃气壁挂炉在品牌方面体现了显著的渠道差异化与优势特征，**内资品牌2018年结构比例为66.8%**，是“煤改气”的主力军，以工程为主价格优势突出，2018年受政策影响较大，开始加大零售渠道的布局；**外资品牌2018年结构占比33.2%**，零售渠道占主导，重点布局华东区域的精装房市场，一、二级市场优势显著，冷凝产品技术成熟。

**产品趋势：**在壁挂炉产品技术方面，虽然众多渠道商在积极尝试推动冷凝炉的销售，但目前常规壁挂炉短期内依然是市场主体。从消费者使用与购买环节来看，重点是高效节能与性价比综合优势的评估与选择，行业产品技术的进步还需要政策标准、企业推动、消费意识及能力等多方面因素的促进。

**区域趋势：**在燃气壁挂炉区域方面，不仅体现了政策驱动下北方区域的主导性，华北、西北2018年占比超过65%，但受政策影响结构比例下降10%以上，未来需要关注政策区域的转移趋势，西北气源较丰富的需求将有所释放；此外还体现了零售市场高速发展南方区域结构比例的快速扩容，华东、华中、西南区域合计比例提高近20%，未来南方零售市场将成为燃气壁挂炉行业的核心驱动力。

**零售渠道：**2018年零售市场规模已经达到**89.2万台**，在2017年高增长的基数下仍然保持稳定增长。针对南方采暖市场需要关注以下几点：一、渠道及用户需求端集合的多功能成套系统，作为壁挂炉企业在重视采暖功能的同时也要有意识地关注热水功能的强化；二、多种渠道合作模式，特别是房地产成套精装项目及设计院的渗透；三、重视产品质量与便捷的安装售后。

### 户式新风

**规模特征：**2018年户式新风内销额规模**54.5亿元**，同比增速**15%**，增幅有所收窄，主要在于国家严格治理后空气质量逐年转好，同时还因为行业规模基数的扩大。

**品牌特征：**相比较其他舒适家居设备端产品，户式新风品牌集中度较低，市场格局尚未形成。截止到2018年底，市场上的新风品牌数量仍然超过千家，随着众多企业的进入，**外资品牌的结构比例迅速萎缩，2018年结构比例仅3%**。所以对于渠道经销商来说选择有实力的品牌企业合作显得尤为重要。

**产品趋势：**随着新风增长速度放缓，加之消费者对生活品质的要求，企业不断开发多功能融合的新风产品，比如除湿、杀菌、加湿、净化等，一方面提升产品的价值空间，另一方面构建差异化竞争优势。而在产品技术方向上双向流新风产品成销售主流。

### 家用净水

**规模特征：**2018年家用净水内销额规模**136.3亿元**，同比增速**12.6%**，行业发展回归理性。而其中全屋净水增速显著，**2018年内销额规模达到10.3亿元**，**增长率高达68.8%**，成为拉动行业发展的主要动力，也是未来发展的趋势方向。

**品牌趋势：**家用净水市场内销远远大于外销。由于每个国家的用水安全标准以及用水问题严峻与否差异较大，家用净水设备主要依赖于国内市场。在品牌方面行业集中度趋于稳定，有待进一步加强。不同产品体现不同品牌特征，净水机随着市场发展内资品牌利用渠道优势市场占有率逐步提高，全屋水处理系统对技术提出更高要求，外资品牌占主导地位，目前沁园、海尔、安吉尔、立升等已加入全屋净水

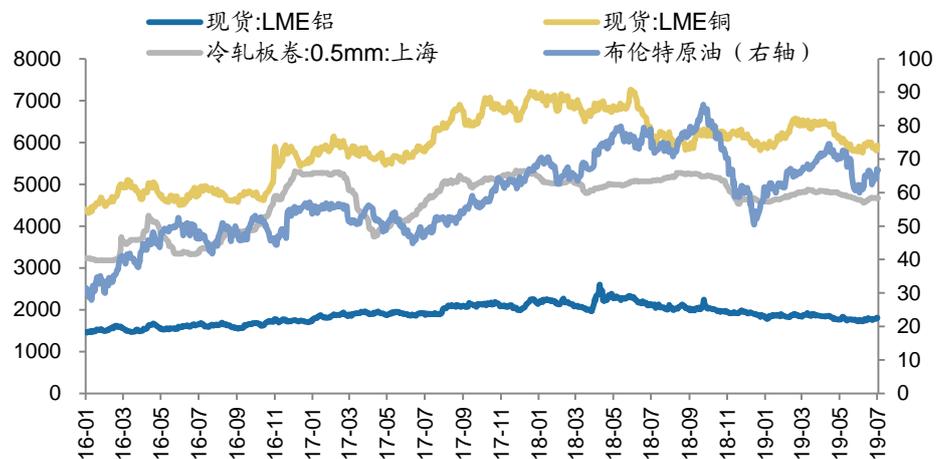
大军，格局将逐步被打破。

**功能优势：**在产品技术方面，净水机功能比较单一，主要克服厨房用水问题，而全屋净水系统不仅改善厨房饮用水，也将在其他家庭用水设备如洗衣机、马桶、洗浴等全方位解决安全健康用水问题，全屋净水系统是家用净水市场未来发展的产品方向。但目前就市场来看，由于全屋净水需与政府供水系统相连接，得到政府有效支持才能改装，目前全屋净水主要应用于别墅等独立户型，份额大幅扩容及规模飞速发展仍是循序渐进的过程。

(新闻来源：产业在线)

### 原材料价格变动跟踪

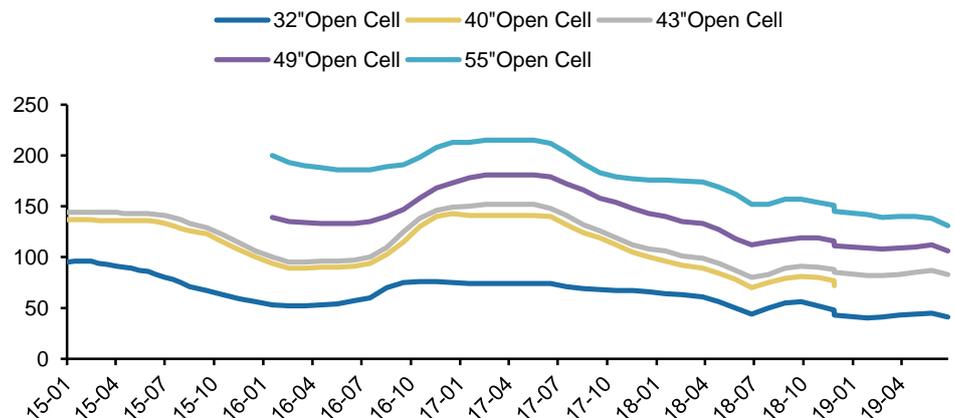
图 8：白电主要原材料价格一览：本周铜、铝、原油价格上涨，冷轧板卷持平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位分别为美元/吨、美元/吨、人民币元/吨、美元/桶

图 9：面板价格：截止 2019 年 6 月，各尺寸面板价格均有小幅下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位为美元/片

## 汇率跟踪

图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 本周重点报告回顾

### 新宝股份 (002705.SZ): 人民币贬值带动中报业绩快速增长

#### ● 人民币贬值带动归母净利润同比大幅增长

公司公告2019年中报业绩预告, 公司预计2019H1归母净利润1.9-2.3亿元, 同比增长40-70%, 则2019Q2归母净利润1.0-1.5亿元, 同比增长10-53%。

归母净利润大幅增长, 主要原因: 1) 产品技术创新及自动化改造带来的效率提升, 带动产品盈利能力不断增强; 2) 2018年同期基数低: 受人民币贬值的影响, 毛利率预计同比有提升, 且汇兑部分有贡献。2018H1公司财务费用中的汇兑损失约2000万元, 套保产生的损失合计约3500万元; 预计2019 H1汇兑损失、套保损失同比较大幅度减少。

#### ● 看好公司作为出口龙头的长期竞争力

汇率、原材料等会对出口型企业短期业绩造成影响, 但拉长时间维度来看, 真正决定出口企业市场格局的因素还在于公司研发、设计能力以及大规模制造下的品控能力。因此随着时间抹平短期市场的波动, 我们依然期待西式厨房小家电外销市场集中度持续提升, 同时新宝股份自有品牌建设稳步推进, 在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实现盈利能力逐步改善, 我们认为, 未来公司将实现良好的增长, 具体来看:

1) 外销: 作为西式厨房小家龙头, 出口行业集中度将持续提升带动公司外销业务稳健增长;

2) 内销: 品牌平台战略推进将带动内销收入快速增长, 摩飞等品牌长期经营情况依然向好。

#### ● 投资建议, 维持“增持”评级

我们预计2019-2021年归母净利润分别为6.1、7.0、7.8亿元，同比增长22%、14%、12%，参考与公司业绩更为接近、以出口业务为主的小家电出口企业（莱克电气、爱仕达、荣泰健康、哈尔斯）2019年平均估值约为17xPE，参考平均估值，给予公司2019年17xPE，对应合理价值13.1元人民币/股，公司业绩快速增长，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格上涨；人民币升值；海外需求减弱；内销市场竞争加剧；新品类拓展不利；贸易摩擦。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，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：分析师，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：分析师，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：研究助理，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。