

本报告的主要看点:

1. 从地产角度分析上半年家电板块收入端表现。
2. 分析原材料成本和汇率贬值对家电企业毛利率的贡献。
3. 根据三季度指引和三大白电中报启示, 展望下半年家电行情。

中报深度观察: 成本+汇率红利超预期, 下半年需求会回暖吗?

基本结论

- 回顾上半年, 白电行业整体景气度并未出现明显下滑, 但与此同时地产后周期效应带来的需求压力率先在厨电板块体现: 地产作为家电行业的中期影响因子, 其对于厨电企业的收入端影响比例大约在 50%左右, 故与地产关联度较高的厨电板块收入增长表现疲软, 而白电得益于空调促销收入增速依然保持稳健。此外, 得益于品牌和品类扩张加快, 小家电行业整体收入增速表现依然稳健。
- 在原材料成本红利以及汇率贬值的红利下, 我们认为白电龙头无论在成本转移还是市场地位的维持上仍将具备明显优势: 在原材料红利、汇率贬值以及增值税红利的多重作用下, 除了黑电板块毛利率有所下滑以外, 家电各子板块毛利率均有所提升。
- 根据三季度业绩指引和三大白电启示展望下半年:
 - 1) 从家电上市公司中报披露的业绩指引看, 公告披露的家数较往年有所减少, 除老板电器外各公司对三季度预测较为稳健或保守。
 - 2) 我们重点从资产负债表和现金流量表分析三大白电中报情况。先分析资产负债表科目: 从预收账款看, 格力新冷年经销商备货拿货积极性不低; 从应收账款看, 美的、海尔周转情况变好; 从现金+流动资产看, 三大白电都具有强大的现金安全垫; 从其他流动负债看, 格力二季度末返利兑付和返利计提政策基本延续去年四季度以来政策, 而美的可能适当增加了返利计提比例, 即在上半年促销和抢占市场份额的同时增加了对于经销商销售的激励, 海尔则在上半年空调业务承压下, 采用了更为积极的返利政策; 从存货看, 三大白电去化水平表现良好。再分析现金流量表: 格力、美的收到现金上升和经营性净现金流有所上升, 体现了格力、美的对于经销商打款政策要求更加严格, 而海尔当前空调业务相对弱势, 其对经销商采取更为积极和宽松政策, 激励其未来渠道备货和销售的积极性。
- 投资建议: 个股方面, 建议积极关注白电龙头美的集团以及未来分红率和股息率有望保持较高水平的格力电器。小家电领域建议积极关注具备品牌和品类扩张优势的龙头苏泊尔, 同时产品力显著提升的九阳股份, 以及充分受益于汇率贬值、摩飞自主品牌持续超预期的新宝股份。
- 风险提示: 宏观经济波动风险, 原材料价格波动风险, 汇率波动风险等。

内容目录

1. 作为中期影响因子的地产表现究竟怎么样?.....	4
1.1. 白电、小家电收入仍然稳健，厨电板块相对比较疲软.....	4
1.2. 不妨看看现金流：白电显著上升，厨电略有下降.....	7
2. 超预期成本红利+汇率到底影响多大?	8
2.1. 超预期的毛利率：各板块普遍有所提升.....	8
2.2. 成本分拆：原材料的影响有多大?	9
2.3. 超预期的汇率贬值，带来出口毛利率的普遍上升.....	10
3. 展望下半年：哪些表现会更好?	11
3.1. 三季报业绩指引：最直观的预期.....	11
3.2. 三大白电的启示：空调行业下半年会怎样?	12
4. 投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：空冰洗白电零售量与地产竣工面积关联度高.....	4
图表 2：油烟机零售量与地产竣工面积关联度高.....	4
图表 3：精装修房比例在 2019 年有望上升至 32%.....	5
图表 4：老板电器由于地产因素所带动的销量比例.....	6
图表 5：分季度家电子板块收入增速.....	7
图表 6：分季度家电子板块收入增速.....	7
图表 7：19Q1、Q2 季度白电龙头经营性现金流显著上升.....	8
图表 8：老板电器及索菲亚经营性净现金流表现.....	8
图表 9：家电子板块毛利率变化情况.....	9
图表 10：2019 上半年主要原材料价格走势.....	9
图表 11：2019 上半年主要家电产品成本变化测算.....	10
图表 12：原材料成本对毛利率贡献分拆.....	10
图表 13：家电企业出口毛利率变化情况.....	11
图表 14：公司披露三季报业绩增长区间.....	11
图表 15：格力、美的、海尔预收账款表现各不相同.....	12
图表 16：格力应收款项下降幅度较大.....	13
图表 17：追溯调整同口径，格力应收呈现逐季上升趋势.....	13
图表 18：Q2 季度现金+其他流动资产情况.....	13
图表 19：格力、美的、海尔三者返利余额有所上升.....	13
图表 20：格力电器毛利率-销售费用率变化.....	14
图表 21：格力电器递延所得税资产变化.....	14
图表 22：三大白电企业存货变化情况.....	15
图表 23：销售商品、提供劳务收到的现金情况.....	15

图表 24：经营性净现金流变化.....15

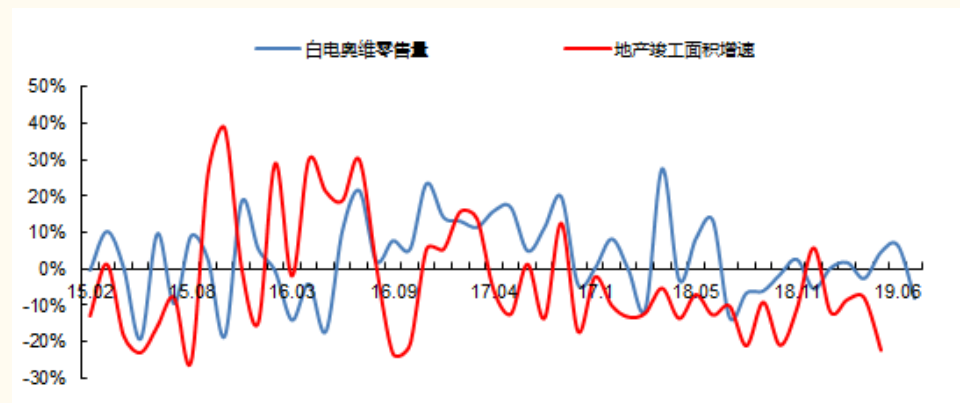
1. 作为中期影响因子的地产表现究竟怎么样？

1.1. 白电、小家电收入仍然稳健，厨电板块相对比较疲软

从逻辑上来看，作为地产后周期的家电行业需求上与地产竣工数据关联度最高。一般而言期房从销售到开工建设直至最终竣工、交房，约需要 1~3 年不等的时，因此地产销售数据尽管在长周期中与家电销售的趋势性相关，但由于竣工时间的不确定性，在最终判断需求传导的季度时点上匹配度较差。

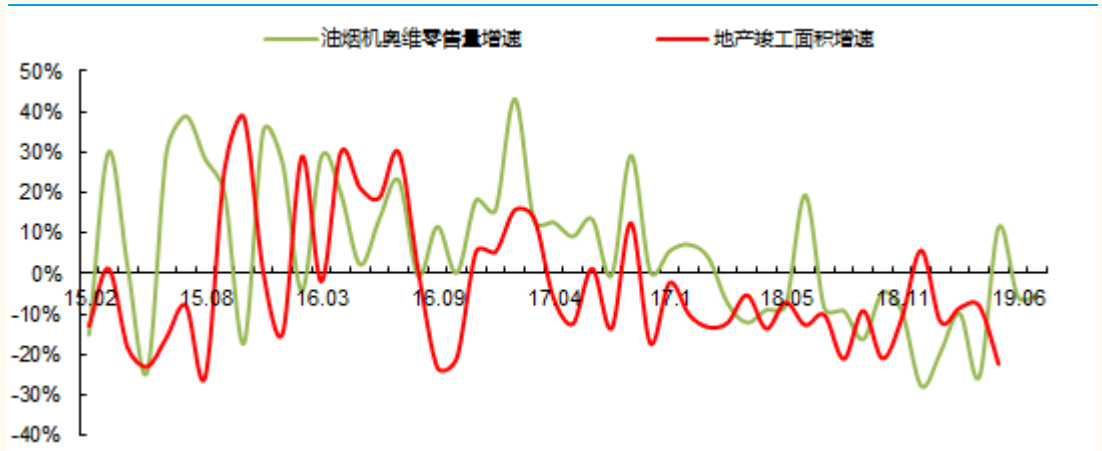
而从历史数据来看，油烟机零售量与地产竣工面积关联度高，平均滞后错期约 3 个月左右，甚至部分时期在 1 个月内，基本保持同步。而另一方面，随着精装修房的比例上升，厨电零售数据所无法覆盖的高速增长的工程渠道比例也在上升。

图表 1：空冰洗白电零售量与地产竣工面积关联度高



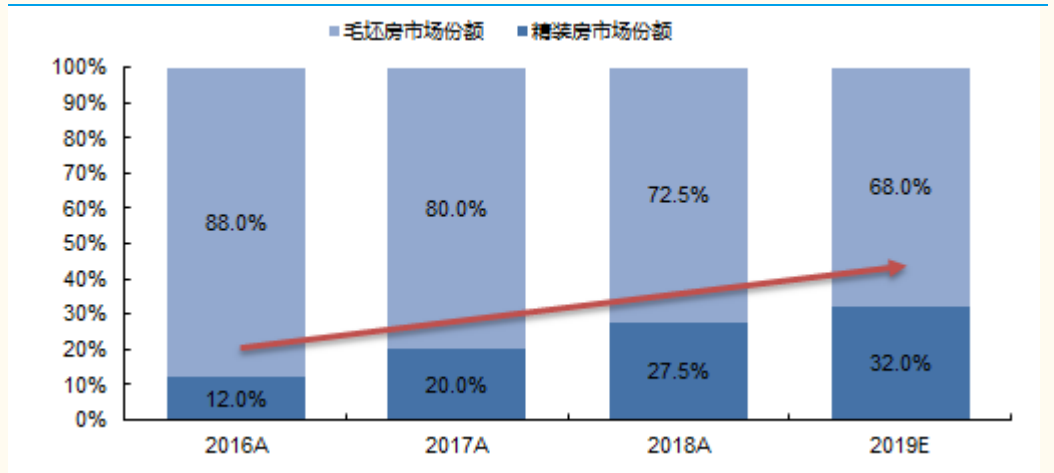
来源：奥维咨询，国家统计局，国金证券研究

图表 2：油烟机零售量与地产竣工面积关联度高



来源：奥维咨询，国家统计局，国金证券研究所

图表 3：精装修房比例在 2019 年有望上升至 32%



来源：奥维咨询，国金证券研究所

事实上，如果我们以老板电器的数据去倒推，也可以从另一个角度印证当前地产对于厨电企业的收入端影响比例大约在 50%左右。

假设 1：老板电器收入比例中精装修渠道约占 15%；

假设 2：基于工程机型单价偏低，假设老板电器工程机销量占比达到 20%；

假设 3：参考奥维及中怡康等第三方数据，假设老板电器在工程渠道及零售渠道销量市占率分别为 38%、22%。

假设 4：目前精装修房占新房比例为 32%，厨电配套率为 95%。

假设 5：新增住房油烟机户均保有量 1 台。

图表 4：老板电器由于地产因素所带动的销量比例

假设	新增地产油烟机户均保有量 (台)	1
测算 (1)	每100户新增住房带来的油烟机市场规模 (台)	100
假设	精装修房比例	32%
假设	厨电配套率	95%
测算 (2)	精装修房带来的油烟机市场规模 (台)	30.4
假设	老板电器工程渠道销量市占率	35%
测算 (3)	老板电器工程渠道销量	10.6
假设	老板电器工程渠道收入占比	15%
假设	老板电器工程机比例	20%
测算 (4)	按比例推算的老板电器油烟机总销量	53.2
测算 (5)	毛坯房带来的油烟机市场规模 (台)	69.6
假设	老板电器零售渠道销量市占率	22%
测算 (6)	老板电器毛坯房零售量 (台)	15.3
测算 (7)	老板电器精装房+毛坯房零售量合计 (台)	26.0
测算结果	老板油烟机销量中地产需求占比	48.8%
	剩余更新换代及保有量上升带来的需求比重	51.2%

来源：国金证券研究所

整体而言，19年上半年家电整体景气度有所下降，但得益于空调促销白电收入增速依然保持稳健，而与地产关联度较高的厨电板块收入增长表现疲软。此外，得益于品牌和品类扩张加快，小家电行业整体收入增速表现依然稳健。

图表 5：分季度家电子板块收入增速

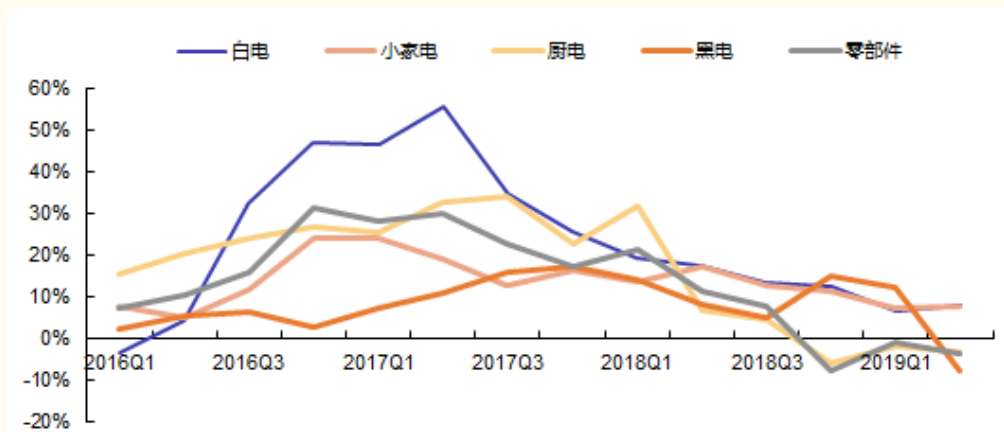
收入增速	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	环比
家电整体	0.6%	1.3%	7.3%	3.4%	-3.9%
白电	3.4%	2.3%	6.6%	7.7%	1.1%
小家电	2.7%	1.1%	6.9%	7.4%	0.5%
厨电	4.4%	5.9%	1.9%	3.2%	-1.3%
黑电	4.9%	4.9%	2.1%	7.8%	-19.8%
零部件	7.4%	7.7%	1.1%	4.0%	-2.8%

来源：wind,国金证券研究所

表现相对不佳的是黑电及零部件板块，其中受到终端需求疲软影响，彩电行业整体表现依然低迷，而终端需求不振传导至上游液晶面板行业带来的供过于求的供需关系，使得 TCL 集团华星光电二季度收入增速也显著承压。

零部件板块中，收入与铜价关联度高的企业受到原材料价格下降影响明显，同时去年新冷年开盘空调整机厂对于零部件价格调降也影响一季度的同比收入增长。

图表 6：分季度家电子板块收入增速



来源：wind，国金证券研究所

1.2. 不妨看看现金流：白电显著上升，厨电略有下降

我们认为，地产周期最直接的体现在于影响需求端，而如果感受到收入承压时，企业通常可以选择让出账期或者增加应收款的方式，维持短期成长；而相反，在供需关系较好的时候，企业对于经销商的账期要求也会更加严格，最终在财务报表上体现为现金流和应收账款的变化。

图表 7：19Q1、Q2 季度白电龙头经营性现金流显著上升

经营性净现金流 (亿元)	2019Q2	Q2 yoy	2019Q1	Q1 yoy	19H1	H1 yoy
白电	244.1	742.6%	196.5	5.0%	440.5	103.8%
小家电	8.5	215.1%	4.6	-30.8%	13.1	40.7%
厨电	8.1	-2.9%	8.4	-2.1%	16.5	-2.5%
黑电	35.2	14.6%	10.1	同期为负	45.2	48.2%
零部件	11.4	-0.7%	0.6	同期为负	11.9	同期为负

来源：wind，国金证券研究所

在 19 年上半年白电龙头企业的经营性现金流出现明显的改善，而这与行业景气度息息相关；在景气度相对较差的厨电、黑电行业，其现金流开始出现同比负增长。

事实上，从 18 年下半年开始，地产对于家电行业整体景气度影响已经开始明显体现。尤其在厨电行业零售端承压的背景下，精装修房渗透率上升带来的工程渠道高速增长或将成为拉动增长的重要动力。由于厨电与橱柜、家居等存在类似的装修属性，我们将老板电器、索菲亚，由于工程渠道的高速增长带来了部分账期和现金流的牺牲。

图表 8：老板电器及索菲亚经营性净现金流表现

经营性净现金流 (亿元)	18H1	19H1	yoy	半年报披露变动原因
老板电器	11.2	6.6	-41.3%	本期回款减少所致。
索菲亚	3.3	2.3	-31.4%	主要是因为大宗工程业务增加，按合同结算，以致应收款项增加。

来源：wind，国金证券研究所

2. 超预期成本红利+汇率到底影响多大？

2.1. 超预期的毛利率：各板块普遍有所提升

在 2019 年上半年整体需求表现平稳，在原材料红利、汇率贬值以及增值税红利的多重作用下，除了黑电板块毛利率有所下滑以外，家电各子板块毛利率均有所提升。

图表 9：家电子板块毛利率变化情况

	19H1	yoy	19Q1	yoy	19Q2	yoy
白电	28.9%	1.4%	28.4%	1.3%	29.4%	1.4%
小家电	30.4%	0.5%	30.4%	0.7%	30.4%	0.5%
厨电	46.2%	4.1%	44.5%	4.2%	47.9%	3.9%
黑电	11.9%	-2.2%	13.6%	-1.5%	9.9%	-3.3%
零部件	18.3%	0.9%	17.6%	0.5%	18.9%	1.2%

来源：wind，国金证券研究所

2.2. 成本分拆：原材料的影响有多大？

从去年四季度开始，铜、铝、钢材等主要大宗商品原材料价格开始步入下降通道，其中上半年铜、铝价格同比分别下跌约 7.3%、4.3%，钢材价格同比下跌约 4.6%；塑料价格同比下跌 8.6%。

图表 10：2019 上半年主要原材料价格走势

原材料	2019H1	2018H1	同比变化幅度
钢材综合价格指数	109.5	114.7	-4.6%
SHFE铜现货结算价（人民币元/吨）	48159.0	51955.2	-7.3%
SHFE铝现货结算价（人民币元/吨）	13781.0	14393.9	-4.3%
中塑价格指数	945.6	1034.6	-8.6%

来源：wind，国金证券研究所

钢、铜、铝、塑料件为白电产品的主要大宗原材料，而液晶面板为电视机产品的主要成本，根据各产品的成本构成测算如下：

图表 11: 2019 上半年主要家电产品成本变化测算

品类	19H1成本测算
空调	-3.6%
冰箱	-3.8%
洗衣机	-3.9%
彩电	-14.9%
其他	-3.8%
部件: 压缩机	-2.8%
部件: 电机	-2.7%
液晶面板	-21.6%

来源: wind, 国金证券研究所

为了排除汇率波动对于出口毛利率的影响, 我们选择整机企业的内销毛利率作为原材料影响的参照指标。我们假设三花智控上半年传统制冷业务毛利率波动率, 作为白电整机厂商向零部件企业成本传导能力的基准, 并根据整机厂商的议价能力强弱分别假设传导系数, 可测算出向上游传导成本所带来的毛利率改善。

图表 12: 原材料成本对毛利率贡献分析

19H1	成本对毛利率贡献	实际内销毛利率变化	差异值	三花智控制冷零部件毛利率变化	传导系数假设	上游传导: 毛利率增加	下游传导: 毛利率增加
格力电器	2.4%	1.3%	-1.2%	-2.6%	1.10	2.9%	-4.0%
美的集团	2.7%	-2.2%	-4.8%	-2.6%	1.10	2.9%	-7.7%
青岛海尔	2.6%	-0.3%	-2.8%	-2.6%	1.10	2.9%	-5.7%
美菱电器	3.0%	0.9%	-2.1%	-2.6%	0.95	2.5%	-4.6%
海信科龙	2.8%	2.1%	-0.7%	-2.6%	1.05	2.7%	-3.5%
海信电器	11.9%	1.2%	-10.8%			0.0%	-10.8%

来源: wind, 国金证券研究所

而原材料因素无法解释的差异值可以分拆为两个因素:

- 1) 向上游零部件供应商传导: 即反应其对于供应商的议价能力强弱;
- 2) 向下游传导: 即反应了价格和产品结构策略。

从结果上看, 2019 年上半年整机厂向下游 (即终端价格) 贡献为负向, 这也意味着在整体毛利率稳定的基础上, 整机厂基本上将原材料成本的红利让出给消费者; 若考虑增值税红利的影响, 则实际传导情况可能更加明显, 尤其是美的二季度空调促销带来的均价下降幅度明显超过格力及海尔。

2.3. 超预期的汇率贬值, 带来出口毛利率的普遍上升

事实上，上半年人民币兑美元的汇率贬值，已经在很大程度上对冲了贸易战关税的影响；而对于出口美国产品并未在此前加征关税名录中的企业来说，实际上产生了较为明显的正向贡献。

除了财务费用汇兑损益以外，出口业务生产制造主要仍在国内，因此成本价格以本币计量，外销结算价格因汇率波动的调整将对于外销收入端和毛利率产生影响。

图表 13：家电企业出口毛利率变化情况

公司	19H1出口毛利率	18H1出口毛利率	出口毛利率同比变化
新宝股份	18.84%	16.18%	2.7%
莱克电气	25.75%	24.28%	1.5%
地尔汉宇	38.47%	37.75%	0.7%
奥马电器	19.30%	19.40%	-0.1%
三花智控	28.29%	27.74%	0.6%
青岛海尔	25.91%	24.52%	1.4%
美的集团	26.38%	21.35%	5.0%
格力电器	10.14%	7.26%	2.9%
兆驰股份	10.70%	9.52%	1.2%

来源：wind，国金证券研究所

从出口毛利率的影响因素看，事实上也同时受到原材料价格、汇率以及产品价格等因素综合影响，同时在关税政策变化时，通过综合报价方式接单的企业将结合上述因素，根据议价能力的强弱，影响最终出口毛利率表现。

3. 展望下半年：哪些表现会更好？

3.1. 三季度业绩指引：最直观的预期

从家电上市公司中报披露的业绩指引看，公告披露的家数较往年有所减少，除老板电器外各公司对三季度预测较为稳健或保守。

图表 14：公司披露三季度业绩增长区间

公司	19Q1业绩增速	19Q2业绩增速	半年度业绩预告	半年报对1-9月业绩预测	19Q3业绩增速预计
勤上股份	-95.1%	-84.5%	-100.00%~-69.87%	-99%~-98%	-44%~-48%
老板电器	5.8%	-2.1%	无	2%~10%	3%~26%
兆驰股份	13.6%	160.1%	50%~80%	50%~80%	33%~125%
毅昌股份	342.2%	104.5%	667万元~1000万元	102%~104%	-100%~-102%
天际股份	1019.6%	864.6%	898.68% - 916.92%	675%~716%	301%~407%
惠而浦	-126.5%	-119.3%	同比大幅下降或亏损	可能亏损	可能亏损

来源: wind, 国金证券研究所

3.2. 三大白电的启示：空调行业下半年会怎样？

作为家电板块的重中之重，格力、美的、海尔三大白电企业的中报对于三季度的行业带来了什么启示？我们重点从资产负债表和现金流量表两个维度进行分析：

1) 资产负债表分析：

■ 三大白电预收账款差异的背后体现了什么？

从半年报预收账款余额来看，格力、美的、海尔表现各不相同，其中以空调业务为主的格力电器预收账款同比上升幅度最大。我们认为，作为收入端的先行指标，格力预收账款同比上升较多体现了新冷年经销商备货拿货的目标和积极性依然不低。而对于美的集团来说，自去年开始执行 T+3，公司主动放弃对经销商提前打款的要求，而是将渠道库存作为对于渠道经销商 KPI 考核的第一指标，故预收账款的小幅下降是其主动战略执行下相对合理的结果。对于海尔来说，海尔预收账款同比、环比也均出现一定幅度的上升。

图表 15：格力、美的、海尔预收账款表现各不相同

预收账款余额(亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
格力电器	123.8	20.8	102.4	30.9	49.0%	-69.8%
美的集团	145.4	110.1	131.5	104.2	-5.4%	-20.7%
青岛海尔	44.6	34.9	34.5	39.0	1.9%	13.0%

来源: wind, 国金证券研究所

青岛海尔的预收账款包括合同负债，即本公司及其子公司已收或应收客户对价而应向客户转让商品或服务的义务

■ 应收账款变化背后的原因？

格力应收账款上升明显，美的、海尔表现平稳。对于格力来说，根据财政部发布的财会〔2019〕6号规定，格力根据相关要求变更了2019年半年报部分报表格式，资产负债表中增加“应收款项融资”科目，用来反映资产负债表日以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款等，即代替了应收票据科目。根据变动后显示，格力应收账款下降较多，而格力在实际商业操作过程中以票据形式为主；如果将应收款项融资追溯调整，则格力电器实际应收账款余额呈现逐季上升的趋势。

对于美的、海尔而言，应收账款增速略低于收入增速，一方面，说明公司周转情况变好，公司对账款回收要求比较严格，另一方面，也侧面体现了美的、海尔具有较强的议价能力。

图表 16: 格力应收款项下降幅度较大

应收账款+ 票据余额(亿元)	2018Q1期末	2018Q2期末	2019Q1期末	2019Q2期末	同比	环比
格力电器	301.1	376.3	425.6	109.7	-70.8%	-74.2%
美的集团	337.6	373.2	388.8	380.8	2.0%	-2.1%
青岛海尔	282.5	291.1	262.3	289.4	-0.6%	10.9%

来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 追溯调整同口径, 格力应收呈现逐季上升趋势

应收账款+ 票据余额(亿元)	2018Q1期末	2018Q2期末	2019Q1期末	2019Q2期末	同比	环比
格力电器	301.1	376.3	425.6	540.1	43.5%	26.9%
美的集团	337.55	373.2	388.8	380.8	2.0%	-2.1%
青岛海尔	282.53	291.1	262.3	289.4	-0.6%	10.9%

来源: wind, 国金证券研究所

■ 大幅增加的现金资产意味着什么?

二季度格力、美的、海尔的现金及其他流动资产(主要为银行理财)的余额同比均有所上升。美的和海尔环比一季度虽有小幅度下降,但从余额规模看,三大白电整体绝对值均较高,成为企业强大的现金安全垫。

图表 18: Q2 季度现金+其他流动资产情况

现金+其他流动资产(亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
格力电器	1,183.9	1,131.5	1,375.8	1,454.3	28.5%	5.7%
美的集团	968.5	914.6	1,141.3	1,113.6	21.7%	-2.4%
青岛海尔	385.9	381.6	418.6	409.1	7.2%	-2.3%

来源: wind, 国金证券研究所

■ 返利政策发生了变化吗?

首先,从未付返利的科目来看,格力、美的的未付返利应包含于其他流动负债科目下;而海尔的其他流动负债科目、递延收益、预计负债等科目余额均与收入及可能的返利规模不匹配,因此我们预计海尔的返利应处于其他应付款科目下。

图表 19: 格力、美的、海尔三者返利余额有所上升

其他流动负债(亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
格力电器	618.9	607.0	642.6	637.3	5.0%	-0.8%
美的集团	298.1	321.9	375.5	415.2	29.0%	10.6%
其他应付款(亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
青岛海尔	102.7	116.8	141.8	164.1	40.6%	15.7%

来源: wind, 国金证券研究所

美的、海尔返利余额上升较多,格力返利余额同比增加较小。

返利科目余额的变化存在两种情况:

- 1) 返利计提政策的变化;
- 2) 返利兑付情况的变化。

一般而言，当期返利兑付的减少会显著增加返利余额，同时也会削弱当期的毛利率，而对于美的和海尔而言，事实上并未明显看到返利兑付减少带来的财务报表变化。从美的来看，其他流动负债上升幅度显著高于美的暖通空调业务上半年收入增速，因此我们预计公司可能适当增加了返利的计提比例，即在上半年促销和抢占市场份额的同时增加了对于经销商销售的激励。

对于海尔，在上半年空调业务承压的背景下，市场地位受到奥克斯等企业一定程度的调整，海尔采用更为积极的返利政策，提振经销商信心也属于较为合理的行为。

相对来说，格力的返利余额同比有小幅上升，略高于其收入增速，因此，我们判断格力二季度末返利兑付和返利计提政策基本延续了去年四季度以来的政策，返利计提比例略有上升，但并没有发生显著变化。

进一步分析，我们看到 19Q2 格力毛利率同比上升较多，一方面，公司原材料成本下降，对毛利率上升有比较明显的贡献，另一方面，Q2 毛利率同比 +1.9pct，上升较多，说明 19Q2 返利兑付大幅增加的可能性较小，符合前面对于返利兑付政策的分析；但是 19Q2 销售费用率同比上升较多，主要源于 18Q2 销售费用率基数偏低，导致毛销差出现一定程度下降。

图表 20：格力电器毛利率-销售费用率变化

格力电器	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比 (pct)	环比(pct)
毛利率	30.9%	29.4%	30.6%	31.3%	1.9	0.7
销售费用率	10.9%	7.1%	10.2%	10.9%	3.8	0.7
毛-销	20.0%	22.3%	20.4%	20.4%	-1.9	0.0

来源：wind，国金证券研究所

我们从格力递延所得税资产变化也可以得到验证，如果格力增加当期的返利计提，将观察到当期“递延所得税资产-预提费用”科目余额上升或者增速的上升。

图表 21：格力电器递延所得税资产变化

格力电器	2018H1期末	2018A期末	2019H1期末	较19年初变化	较18H1变化
递延所得税资产-预提费用 (亿元)	109.7	106.3	118.3	11.4%	7.9%

来源：wind，国金证券研究所

从 19H1 科目余额看，较年初变化增速以及同比增速略高于收入增速规模，整体返利政策基本保持稳健。

■ 三大白电去化水平表现良好

从上市公司的存货情况看，格力存货环比有一定幅度下降，说明今年格力公司层面的去化水平表现稳定。但格力 19H1 存货同比增加较多，这可以从 18 年下半年格力的排产节奏得到解释。在去年 11 月原材料价格高点前，格力排产显著高于美的和行业平均水平，其较高的排产带来了去年下半年整体存货上升较多。而美的、海尔存货水平上升较少，且均低于收入规模增速，去化表现相对较好。

图表 22：三大白电企业存货变化情况

存货 (亿元)	2018Q1	2018H1	2019Q1	2019H1	19H1同比	较年初环比
格力电器	151.0	131.2	212.2	201.8	53.9%	-4.9%
美的集团	265.1	237.2	240.9	241.1	1.6%	0.1%
青岛海尔	228.5	225.1	229.1	238.7	6.1%	4.2%

来源：wind，国金证券研究所

2) 现金流量表：经营性现金流大幅改善的背后？

19 年上半年格力、美的销售商品、提供劳务收到的现金增加较多，而青岛海尔小幅下降；而经营性净现金流方面，格力、美的同比均有大幅改善，海尔同比有所下降。

我们认为，格力、美的收到的现金上升以及经营性净现金流的上升背后，体现了公司对于经销商打款政策的要求更为严格，格力、美的的现金回款效率也在改善。我们认为，当前空调业务处于相对弱势地位的海尔，其对经销商采取了更为宽松和积极的政策，激励未来渠道备货和销售的积极性。

图表 23：销售商品、提供劳务收到的现金情况

销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
格力电器	337.1	197.3	434.5	426.3	116.1%	-1.9%
美的集团	550.7	461.2	612.3	649.3	40.8%	6.0%
青岛海尔	392.9	497.0	494.2	468.5	-5.7%	-5.2%

来源：wind，国金证券研究所

图表 24：经营性净现金流变化

经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
格力电器	143.6	-54.2	77.3	87.2	大幅改善	12.8%
美的集团	44.3	31.9	118.4	99.5	212.2%	-16.0%
青岛海尔	19.9	33.8	13.2	23.1	-31.6%	74.5%

来源：wind，国金证券研究所

4. 投资建议

回顾上半年，白电行业整体景气度并未出现明显下滑，但与此同时地产后周期效应带来的需求压力率先在厨电板块体现。而在原材料成本红利以及汇率贬值的红利下，我们认为白电龙头无论在成本转移还是市场地位的维持上仍将具备明显优势。

展望下半年，空调行业将进入低基数时期，同时厨电等家电消费品需求也将部分受益于地产竣工的回暖。从盈利能力的角度看，我们认为三季度原材料成本以及汇率走势依然有利，对于内外销业务的毛利率水平仍存在继续改善的可能。

个股方面，建议积极关注白电龙头美的集团以及未来分红率和股息率有望保持较高水平的格力电器。小家电领域建议积极关注具备品牌和品类扩张优势的龙头苏泊尔，同时产品力显著提升的九阳股份，以及充分受益于汇率贬值、摩飞自主品牌持续超预期的的新宝股份。

5. 风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH