

# 家用电器

## 再论格力电器投资价值

本周格力电器盘中一度下跌超过 3.5%，引发投资者对格力电器的担忧。担忧的因素大致包括：1) Q3 业绩是否会低于预期；2) 股权转让事件会不会有变数；3) 空调行业是否出现了新的竞争者。

**淡化短期 Q3 出货的考虑权重，更关注终端动销。** 1) Q3 短期出货端仍较为谨慎。从产业在线数据看，格力电器 Q3 内销出货为 923 万台，同比下滑 6.77%。格力公司层面出货端 Q3 继续小幅下滑，主要是公司为了保持终端库存处于合理水平，出货仍有控制。由于规模的增长，格力的部分代理商和经销商资金链较紧，格力销售公司层面会对经销商的压货相对谨慎，更多的是希望能够代理商和经销商能够保持良性运营。一旦格力经销商退出销售体系，对于销售公司来说，寻找新的经销商，承接老库存均需花费大量成本。2) 我们认为看格力基本面核心的还是关注终端动销情况。终端动销加速将推动公司库存消化，后续出货端增速将有所回升。从终端动销来看，格力三季度的销售情况有所好转。根据中怡康数据，从 7 月开始，格力的线上均价开始同比下降，8 月新冷年开盘之后，格力均价继续同比下调，单 9 月份数据来看，格力均价同比下降 7.83%。单 9 月份，格力市场份额大幅提升 3.10pct 至 40.71%，格力的价格策略逐步开始产生效果，逐渐收复失地。格力 10-11 月将子各地陆续举办工厂巡展活动，且今年力度和范围较大，预计终端市占率将有所恢复。无论 Q3 单季度格力业绩情况如何，我们认为只有终端份额有所提升，出货端最终将改善。

**股权转让无论接手方是谁，几点预期不变。** 目前无法判断高领和厚朴是谁将入主格力，但是对公司影响的层面看，预期的几个影响是不变：1) 分红率预期提升：由于新的股东入主格力定价至少在 400 亿以上，对任何一家公司来说都是大笔的投资现金流支出，后续大股东对格力的分红要求可能也会比较高，可以预期未来格力的分红率将有所提升。2) 股权激励计划推出：转让的方案中明确提出，要求对方出具“改善上市公司治理结构和激励机制的具体措施”，且意向受让方应有助于促进上市公司持续发展，改善上市公司法人治理结构。后续公司管理层和公司股东的利益会更加趋于一致。3) 改变国企性质，更加灵活。尽管国资委对格力电器干预较少，但是格力的国属性仍在经营的灵活性上低于同行业的民企，股权转让事件无论接手，格力的经营都将更为灵活。

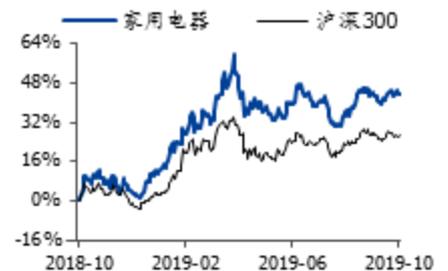
**行业格局难以颠覆，不必担忧新进入者。** 华为进军空调获得 3C 认证的消息，让大家担心行业格局，但是事实上华为获得认证的是精密机房空调，而非家用空调。仔细探究空调行业的格局，几个龙头的格局稳定，新的进入者难以真正撼动格局，稳定性在于：1) 龙头的产业链垂直一体化带来成本壁垒：无论是格力还是美的，庞大的生产规模以及自有的零部件配套体系，使得生产成本更具竞争力。理论上，其余公司在生产成本上均高于龙头。2) 新进入者没有渠道优势：尽管奥克斯等企业在线上渠道市占率较高，同时也借助网批等新渠道发展迅速。但是格力和美的的在线上渠道也在发力，在线下渠道的网点密度无可撼动，新进品牌在渠道上无法形成竞争力。

**投资建议：继续看好白电龙头的投资机会。** 我们预计 2019 年 Q4 空调行业增速将继续回暖，一方面由于去年四季度同期基数较低，另一方面，行业龙头加大终端销售力度，动销将加速，后续出货端也有望继续好转。公司层面，重点推荐格力电器、美的集团和海尔智家。

**风险提示：**产业在线、中怡康的第三方机构统计口径有所偏差；行业需求不及预期等。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

### 相关研究

- 1、《家用电器：7月空调数据解读：2019冷年平淡收官，美的表现亮眼》2019-08-17



## 内容目录

一、行业观点：再论格力电器投资价值.....	3
淡化短期 Q3 出货的考虑权重，更关注终端动销.....	3
股权转让无论接手方是谁，几点预期不变.....	3
行业格局难以颠覆，不必担忧新进入者.....	3
投资建议：继续看好白电龙头的投资机会.....	4
二、三季报披露日期.....	4
三、本周重点公司跟踪.....	4
四、本周重要行业新闻.....	5
五、本周板块涨跌幅.....	5
六、本周沪深港通资金流向.....	6
七、家电行业上下游.....	7
八、本周行业销售数据（W42）.....	8
九、重点公司估值.....	9
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 家电三季报披露日期.....	4
图表 2: 本周家电板块表现弱于市场（%）.....	6
图表 3: 本周涨跌幅前十名公司（%）.....	6
图表 4: 本周涨跌幅后十名公司（%）.....	6
图表 5: 板块重点公司沪深港通资金变化.....	7
图表 6: 沪铜指数.....	7
图表 7: 沪铝指数.....	7
图表 8: 中塑指数.....	8
图表 9: 中怡康销售增速（%）.....	8
图表 10: 重点公司估值.....	9

## 一、行业观点：再论格力电器投资价值

本周格力电器盘中一度下跌超过 3.5%，引发投资者对格力电器的担忧。担忧的因素大致包括：1) Q3 业绩是否会低于预期；2) 股权转让事件会不会有变数；3) 空调行业是否出现了新的竞争者。

### 淡化短期 Q3 出货的考虑权重，更关注终端动销

1) Q3 短期出货端仍较为谨慎。从产业在线数据看，格力电器 Q3 内销出货为 923 万台，同比下滑 6.77%。格力公司层面出货端 Q3 继续小幅下滑，主要是公司为了保持终端库存处于合理水平，出货仍有控制。由于规模的增长，格力的部分代理商和经销商资金链较紧，格力销售公司层面会对经销商的压货相对谨慎，更多的是希望能够代理商和经销商能够保持良性运营。一旦格力经销商退出销售体系，对于销售公司来说，寻找新的经销商，承接老库存均需花费大量成本。

2) 我们认为看格力基本面核心的还是关注终端动销情况。终端动销加速将推动公司库存消化，后续出货端增速将有所回升。从终端动销来看，格力三季度的销售情况有所好转。根据中怡康数据，从 7 月开始，格力的线上均价开始同比下降，8 月新冷年开盘之后，格力均价继续同比下调，单 9 月份数据来看，格力均价同比下降 7.83%。单 9 月份，格力市场份额大幅提升 3.10pct 至 40.71%，格力的价格策略逐步开始产生效果，逐渐收复失地。格力 10-11 月将予各地陆续举办工厂巡展活动，且今年力度和范围较大，预计终端市占率将有所恢复。无论 Q3 单季度格力业绩情况如何，我们认为只有终端份额有所提升，出货端最终将改善。

### 股权转让无论接手方是谁，几点预期不变

目前无法判断高领和厚朴是谁将入主格力，但是对公司影响的层面看，预期的几个影响是不变：

1) 分红率预期提升：由于新的股东入主格力定价至少在 400 亿以上，对任何一家公司来说都是大笔的投资现金流支出，后续大股东对格力的分红要求可能也会比较高，可以预期未来格力的分红率将有所提升。

2) 股权激励计划推出：转让的方案中明确提出，要求对方出具“改善上市公司治理结构和激励机制的具体措施”，且意向受让方应有助于促进上市公司持续发展，改善上市公司法人治理结构。后续公司管理层和公司股东的利益会更加趋于一致。

3) 改变国企性质，更加灵活。尽管国资委对格力电器干预较少，但是格力的国企属性仍在经营的灵活性上低于同行业的民企，股权转让事件无论接手，格力的经营都将更为灵活。

### 行业格局难以颠覆，不必担忧新进入者

华为进军空调获得 3C 认证的消息，让大家担心行业格局，但是事实上华为获得认证的是精密机房空调，而非家用空调。仔细探究空调行业的格局，几个龙头的格局稳定，新的进入者难以真正撼动格局，稳定性在于：1) 龙头的产业链垂直一体化带来成本壁垒：无论是格力还是美的，庞大的生产规模以及自有的零部件配套体系，使得生产成本更具

竞争力。理论上，其余公司在生产成本上均高于龙头。2) 新进入者没有渠道优势：尽管奥克斯等企业在线上渠道市占率较高，同时也借助网批等新渠道发展迅速。但是格力和美的在线上渠道也在发力，在线下渠道的网点密度无可撼动，新进品牌在渠道上无法形成竞争力。

### 投资建议：继续看好白电龙头的投资机会

我们预计 2019 年 Q4 空调行业增速将继续回暖，一方面由于去年四季度同期基数较低，另一方面，行业龙头加大终端销售力度，动销将加速，后续出货端也有望继续好转。公司层面，重点推荐格力电器、美的集团和海尔智家。1) 格力电器在价格策略调整后，份额逐步回升，看好未来市占率恢复上升的趋势；股权转让事件逐步落地，分红预期提升，且目前估值较低。2) 美的集团积极推进数字化改造和渠道层级削减提升效率，长期竞争力不断得到提升。3) 海尔智家卡萨帝增速回升，空调战略调整后逐步回暖，渠道调整优化，未来将提振收入端表现。

## 二、三季报披露日期

图表 1: 家电三季报披露日期

2019		10月				
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
14	15	16	17 长虹华意; 长虹美菱	18	19	20
21 浙江美大; 银河电子	22	23	24 三花智控; 海信电器; 康盛股份; 天际股份; 高斯贝尔; 星帅尔; 创维数字	25 方和电气; 欧普照明; 秀强股份; 三星新材; 奇精机械; 盾安环境; 赛仕达;	26	27 金莱特; 汉宇集团
28 海信家电; 老板电器; 奥佳华; 顺威股份; 东方电热; 依米康; 天银机电; 四川长虹; 立霸股份; 莱泰健康; 春光科技;	29 苏泊尔; 华帝股份; 兆驰股份; 小家电; 聚隆科技; 澳柯玛; 海立股份; 惠而浦; 莱克电气; 飞科电器; 科沃斯	30 美的集团; 格力电器; 九阳股份; 海尔智家; 四川九洲; 春兰股份; 日出东方; 深康佳A	31	01	02	03

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 三、本周重点公司跟踪

### 【华帝股份】关于限制性股票回购注销完成的公告

公司本次回购注销 11 名激励对象因离职而不再具备激励资格，其所持有的尚未解除限售的限制性股票共计 410,000 股，121 名激励对象因 2018 年度公司层面业绩考核不达标，其所持有的尚未解除限售的限制性股票共计 2,571,000 股，同时终止实施本激励计划并回购注销剩余 121 名激励对象已授予但尚未解除限售的全部限制性股票共计 5,999,000 股；合计回购注销 8,980,000 股限制性股票，约占公司回购前总股本 881,623,124 股的 1.02%，回购价格为 6.51 元/股，回购注销涉及人数合计 132 人。

**【浙江美大】关于股东股份质押及解除质押的公告**

近日夏鼎先生将所持有本公司的部分股份办理了质押和解除质押手续。质押情况：质押股数：1957 万股；占所持股份比例：14.44%；占公司股份比例：3.03%；质押开始日：2019/10/18；质押到期日：2020/10/16；用途：融资。

质押解除情况：解除质押股数：2486 万股；占所持股份比例：18.33%；质押开始日：2019/10/25；解除质押到期日：2019/10/25。

**【奥佳华】关于股东股份质押及解除质押的公告**

近日公司控股股东、实际控制人邹剑寒先生、李五令先生将所持有本公司的部分股份办理了质押手续。邹剑寒先生质押情况：质押股数：650 万股；占所持股份比例：4.17%；质押开始日：2019/10/22；质押到期日：2019/12/26。

李五令先生质押情况：质押股数：190 万股；占所持股份比例：1.35%；质押开始日：2019/10/22；质押到期日：2020/1/15。

## 四、本周重要行业新闻

**1、10月23日，第16届中国家用电器技术大会在广东佛山成功举办。**此次技术大会，以“智能，绿色，品质，材料”为主题，荟聚了上千名家电行业技术研发精英，共同探讨技术发展趋势和行业未来。

**2、近日，富士通将推出可以在寒冷地区正常运行的空调——Noclear DN 系列空调。**据了解，Noclear DN 系列空调带有内置的室外机防冻加热器，可在零下 25 度的外部温度下进行加热操作。其通过加热功能可以达到 40 度的足部温度，该功能可以在制热操作过程中以最大 55 度的速度吹出热空气。

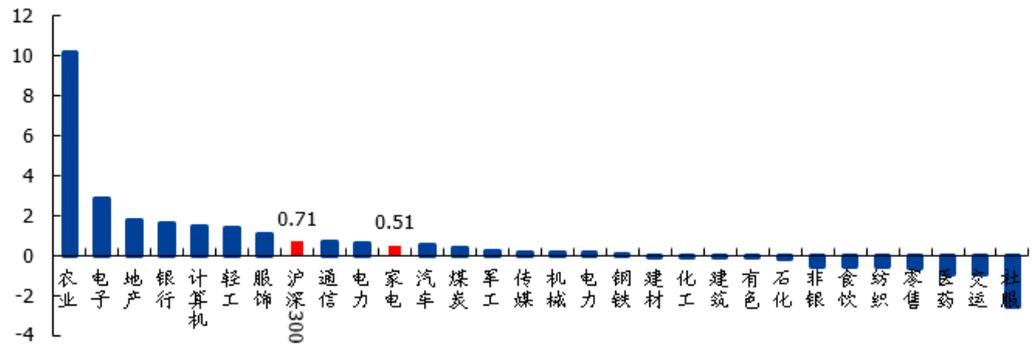
**3、万宝发布 BCT-416PBTE 深冷冷柜，搭载-60℃超低温速冻技术。**随着国内生鲜电商的发展，以三文鱼、帝王蟹、进口牛肉为代表的高端食材备受追捧。当冷冻温度达-60℃，许多高端食材将得到更好的保存。万宝冷柜-60℃深冷速冻产品的推出，解决了行业内的深冷速冻的痛点。

**4.老板电器回应“产品抽检不合格”：不合格产品为假冒产品。**近日，上海市市场监管局抽检发现，“老板电器”牌家用燃气灶不符合标准。“杭州老板电器股份有限公司”已经针对该事件发布声明，指出所谓“老板电器”不合格产品并非旗下生产、销售型号，且“杭州老板电器股份有限公司”也从未给予“老板电器集团(中国)有限公司”任何商标专用权或销售、代理权。

## 五、本周板块涨跌幅

板块表现：家电板块上涨 0.51%，跑输沪深 300 指数 0.20%。

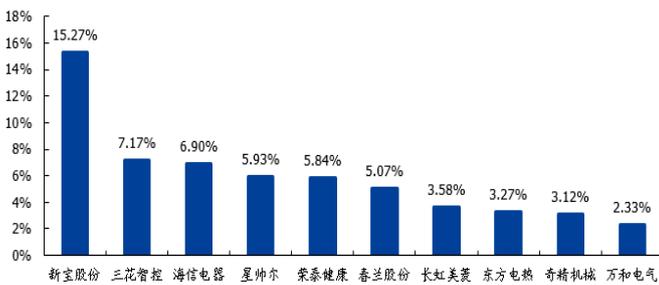
图表 2: 本周家电板块表现弱于市场 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

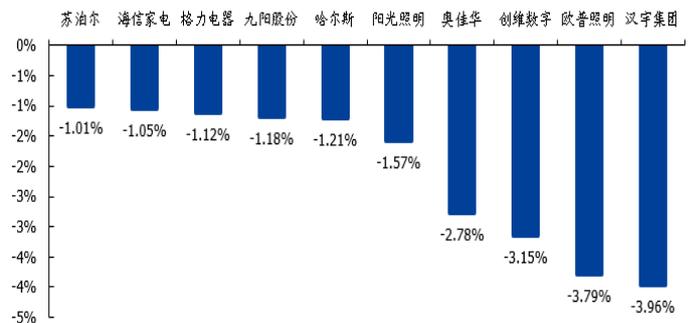
本周涨跌幅前三名: 新宝股份、三花智控、海信电器; 涨跌幅后三名: 汉宇集团、欧普照明、创维数字。

图表 3: 本周涨跌幅前十名公司 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 本周涨跌幅后十名公司 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 六、本周沪深港通资金流向

本周白电企业除海尔智家外,均有资金净流入,其中美的/海尔变动比例为 0.26%/-0.17%。厨电与小家电板块,除华帝股份外均存在不同幅度的资金净流入,老板电器与浙江美大变动比例达 0.59%/0.33%。此外,奥佳华、三花智控均有大幅资金流出,变动比例分别为 -1.20%/-1.04%。

图表 5: 板块重点公司沪深港通资金变化

板块	公司名称	最新沪深港通持股数 (万股)	最新沪深港通持市值 (亿元)	占自由流通股本 (%)	占流通 A 股持股数 (%)	本周累计增减持数量 (万股)	占自由流通股本的变动比例
白电	美的集团	107903.09	580.52	23.66%	15.93%	1165.46	0.26%
	海尔智家	78000.70	120.90	22.15%	12.79%	-593.30	-0.17%
	格力电器	70998.02	405.75	16.37%	11.89%	19.40	0.01%
	海信家电	4374.51	4.95	11.35%	4.85%	146.19	0.38%
厨电	老板电器	11458.28	33.30	25.94%	12.26%	259.06	0.59%
	华帝股份	628.56	0.64	1.00%	0.80%	-99.60	-0.16%
	浙江美大	1547.48	2.06	7.18%	4.94%	71.59	0.33%
小家电	苏泊尔	4528.81	34.40	30.26%	7.42%	47.11	0.31%
	九阳股份	2043.80	4.29	8.22%	2.68%	62.69	0.25%
	飞科电器	214.65	0.75	4.92%	0.49%	5.11	0.11%
按摩椅	奥佳华	1258.06	1.36	4.85%	3.78%	-310.92	-1.20%
	荣泰健康	101.56	0.28	2.33%	1.98%	-4.74	-0.11%
黑电	海信电器	1520.07	1.46	2.09%	1.16%	146.67	0.20%
照明	欧普照明	1554.26	3.99	12.16%	2.06%	-42.67	-0.34%
零部件	三花智控	25252.82	36.62	22.83%	10.46%	-1145.50	-1.04%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 七、家电行业上下游

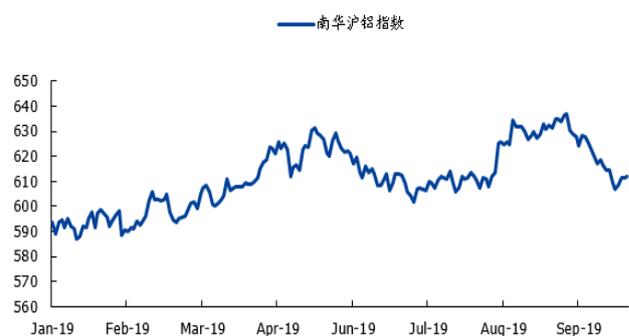
年初以来,铜价、铝价指数分别下降 0.91%, 上涨 2.79%, 本周铜价、铝价指数下降 1.76%/下降 0.32%; 年初以来, 中塑指数下降 5.94%, 本周中塑指数下降 0.07%。

图表 6: 沪铜指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 沪铝指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 中塑指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 八、本周行业销售数据 (W42)

中怡康第 42 周数据显示, 1) 销量方面, 线上销量均有不同幅度上升, 其中冰箱与燃气灶增幅为 24.2%/22.5%。线下各品类销量有较大幅度下滑, 空调、油烟机与燃气灶销量分别下降 25.3%/32.3%/23.4%。2) 均价方面, 线上线下渠道中, 除燃气灶外, 其余品类均价均有小幅下滑, 其中空调线上价格下滑较大, 达 13.9%。

图表 9: 中怡康销售增速 (%)

	线上			线下		
	销量	销额	均价	销量	销额	均价
空调	7.6%	-7.4%	-13.9%	-23.1%	-25.3%	-2.9%
冰箱	24.2%	18.0%	-5.0%	-7.8%	-9.5%	-1.8%
洗衣机	19.0%	15.0%	-3.4%	-17.6%	-16.6%	1.2%
油烟机	13.6%	5.7%	-7.0%	-31.4%	-32.3%	-1.3%
燃气灶	22.5%	26.4%	3.2%	-25.6%	-23.4%	3.0%

资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

## 九、重点公司估值

图表 10: 重点公司估值

板块	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			市值 (亿元)	评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
白电	格力电器	57.15	4.36	12.05	10.84	13	12	11	3437.99	买入
	美的集团	53.80	2.92	15.96	14.05	18	16	14	3733.13	买入
	海尔智家	15.50	1.17	11.96	10.72	13	12	11	965.93	买入
	海信家电	11.31	1.01	9.55	8.39	11	10	8	133.51	
厨电	老板电器	29.06	1.55	17.29	15.57	19	17	16	275.79	
	华帝股份	10.15	0.78	11.27	9.67	13	11	10	88.57	
	浙江美大	13.33	0.58	18.44	15.25	23	18	15	86.12	
小家电	苏泊尔	75.96	2.03	32.08	27.38	37	32	27	623.72	
	九阳股份	20.99	0.98	19.20	16.73	21	19	17	161.06	
	飞科电器	35.07	1.94	19.08	17.86	18	19	18	152.76	
照明	欧普照明	25.65	1.19	19.13	16.33	22	19	16	193.93	
黑电	海信电器	9.61	0.30	35.62	24.77	32	36	25	125.75	
按摩椅	荣泰健康	27.37	1.78	14.70	12.89	15	15	13	38.32	
	奥佳华	10.85	0.78	12.77	10.28	14	13	10	60.91	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
 注: 其中, 格力、美的、海尔智家 EPS 为国盛证券研究所预测, 其余公司  
 为 wind 一直预期

注: 其中, 格力、美的、海尔智家 EPS 为国盛证券研究所预测, 其余公司  
 为 wind 一直预期

## 风险提示

产业在线、中怡康的第三方机构统计口径有所偏差; 行业需求不及预期等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com