



经营稳健盈利提升 估值切换+竣工回暖迎来投资窗口期

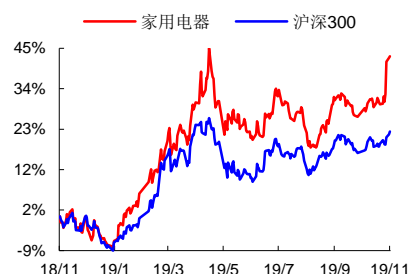
投资要点

- 2019年前三季度，家电行业保有量提升及消费升级大趋势不改，地产景气度下行影响行业短期市场，但家电企业通过积极促销、发展多元渠道等方式对冲短期波动，行业依旧保持整体稳健经营。报告期内，家电行业（申万一级分类，剔除转型个股，下同）整体实现收入 8333.1 亿元，同比增长 1.6%，实现归母净利润 660.3 亿元，同比增长 12.3%；主营业务毛利率 28.4%，同比提升 0.6pp；净利率 11.2%，同比提升 1pp。
- **原材料+汇兑+减税有助于降本减费，龙头优势扩大。**2019年前三季度，家电原材料铜、铝、塑料价格持续下行，家电企业降本减费，盈利能力进一步提升。同时，美元兑人民币汇率持续走高，政府深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%。家电企业产业链地位较强势，能够充分享受行业利好因素，行业整体盈利能力提升。市场格局方面，强者恒强仍是行业主旋律，龙头市场集中度进一步提升。产业在线 9 月空调内销出货 CR3 为 81.6%，同比+1.3pp；CR5 为 91.3%，同比+3.5pp。
- **地产竣工回暖，提振市场情绪。**2019Q3 单季度住宅竣工面积 1 亿平方米，同比减少 0.5%，降幅环比收窄，其中 9 月住宅竣工面积为 3748.2 万平方米，同比增长 1.1%，是年住宅内竣工数据首次转正。根据近年销售数据及新开工数据推算，2019 年年底大概率迎来竣工潮。一方面，家电行业，尤其是厨电板块销量与地产呈现较强正相关，竣工回暖意味着后期市场需求回暖；另一方面，竣工数据回暖提振地产后周期市场情绪，有助于行业估值修复。
- **重点推荐。**白电方面：已经经历过价格战，保有量较高，产品升级成为主流，盈利能力提升将是长期趋势。我们重点推荐个股包括：**美的集团**（000333.SZ），稳健经营，促销策略抢占市场，效率提升助推盈利，公司经营治理优异，产品及品牌矩阵完善。**格力电器**（000651.SZ），混改落地治理改善，长期估值压制因素得以解决。年底高分红以及长远看好空调行业空间。**海尔智家**（600690.SH），国产品牌高端化最成功的公司，卡萨帝加速增长。厨电方面：随着工程渠道占比提升，渠道不断下沉，利润率可能面临压缩。但市占率集中度提升又为龙头带来更广阔市场空间。推荐关注**老板电器**（002508.SZ）、**华帝股份**（002035.SZ）、**浙江美大**（002677.SZ）。小家电方面：行业空间成长潜力巨大，**九阳电器**（002242.SZ）、**新宝股份**（002705.SZ）值得期待。
- **风险提示：**房地产行业销量大幅波动风险，竣工回暖不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，汇兑大幅波动风险。

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	59
行业总市值(亿元)	13,405.63
流通市值(亿元)	13,240.21
行业市盈率 TTM	17.25
沪深 300 市盈率 TTM	12.1

相关研究

1. 空调行业专题报告：不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量（2018-12-27）
2. 家电行业 2019 年投资策略：逆水行舟，静待柳暗花明（2018-11-18）

目 录

1 稳健经营，盈利能力提升.....	1
2 原材料、汇兑、税改增厚盈利空间.....	6
3 地产竣工回暖提振市场情绪，提供未来空间	7
4 重点标的推荐.....	8
5 风险提示	8

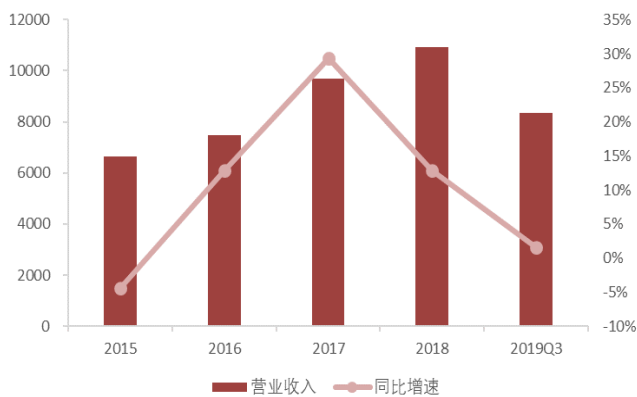
图 目 录

图 1: 2015 年以来家电营业收入及增速 (亿元)	1
图 2: 2015 年以来家电净利润及增速 (亿元)	1
图 3: 2018 年以来白电单季度营业收入及增速 (亿元)	1
图 4: 2018 年以来白电单季度净利润及增速 (亿元)	1
图 5: 2018 年以来空调单季度出货量及同比增速 (单位: 万台)	2
图 6: 2018 年以来空调单季度销量及同比增速 (单位: 万台)	2
图 7: 2018 年以来空调单季度内销销量及增速 (单位: 万台)	2
图 8: 2018 年以来空调单季度外销销量及增速 (单位: 万台)	2
图 9: 2018 年以来空调国内品牌月零售均价 (元/台)	3
图 10: 2018 年以来空调主要品牌的季度零售均价 (元/台)	3
图 11: 2018 年以来空调按销量市场份额	3
图 12: 2018 年以来家用空调市场份额	3
图 13: 2018 年以来冰箱产销量月增速	4
图 14: 2018 年以来洗衣机产销量月增速	4
图 15: 2018 年以来冰箱主要品牌月均价 (元/台)	4
图 16: 2018 年以来洗衣机主要品牌月均价 (元/台)	4
图 17: 2018 年以来厨电单季度营业收入及增速 (亿元)	5
图 18: 2018 年以来厨电单季度净利润及增速 (亿元)	5
图 19: 2018 年以来小家电单季度营业收入及增速 (亿元)	5
图 20: 2018 年以来小家电单季度净利润及增速 (亿元)	5
图 21: 2017 年以来中国 ABS 市场价 (元/吨)	6
图 22: 2017 年以来中国 PP 市场价 (元/吨)	6
图 23: 2017 年至 2019 年 LME 铜现货价格(美元/吨)	6
图 24: 2017 年至 2019 年 LME 铝现货价格(美元/吨)	6
图 25: 2018 年以来美元兑人民币中间价	7
图 26: 2016 年以来住宅竣工面积及同比增速 (亿平方米)	7
图 27: 2016 年以来住宅销售面积及同比增速 (亿平方米)	7

1 稳健经营，盈利能力提升

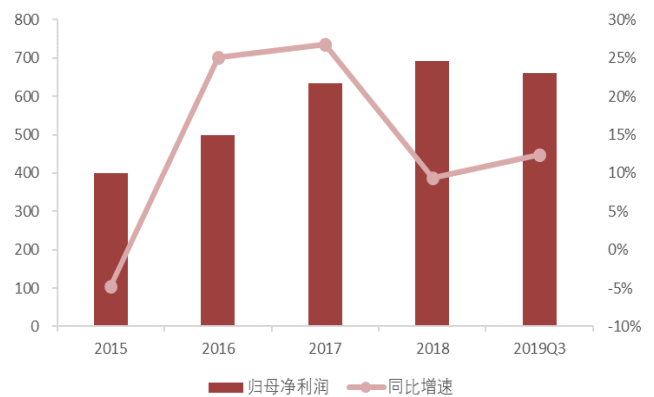
2019 年前三季度，家电行业保有量提升及消费升级大趋势不变，地产景气度下行影响行业短期市场，但家电企业通过积极促销、发展多元渠道等方式对冲短期波动，行业依旧保持整体稳健经营。2019 年前三季度，家电行业（申万家电中剔除主营业务已转变个股，下同）整体实现收入 8333.1 亿元，同比增长 1.6%，实现归母净利润 660.3 亿元，同比增长 12.3%；2019Q3 单季度实现营业收入 2740.9 亿元，同比减少 2.2%；净利润同比增速 22%，净利润增长超过收入增长。盈利能力方面，2019 年前三季度主营毛利率 28.4%，同比增长 0.6pp；实现净利率 11.2%，同比增长 1pp，其中 2019Q3 单季度实现净利率 10.2%，同比增长 2pp。原材料价格下降、国家增值税税率减少以及汇兑收益助推家电行业盈利能力提升。

图 1：2015 年以来家电营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2015 年以来家电净利润及增速（亿元）

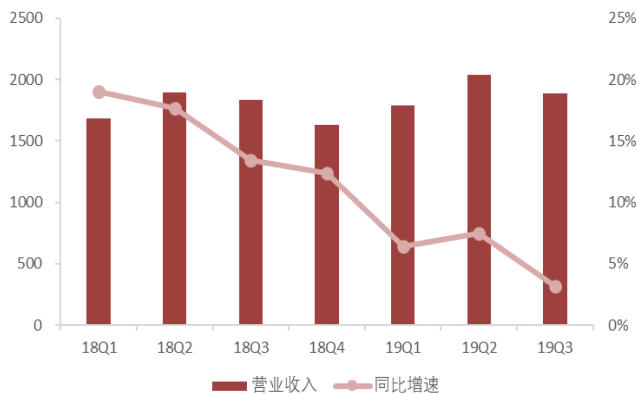


数据来源：wind，西南证券整理

白电：净利增速高于收入，龙头高歌猛进

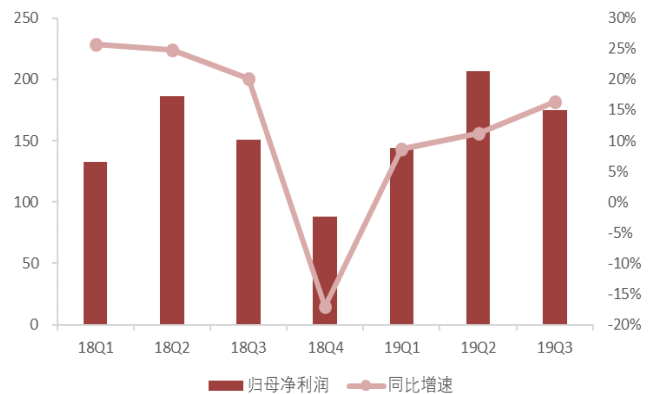
2019 年前三季度白电实现营业收入 5716.4 亿元，同比增长 5.3%；实现归母净利润 526.1 亿元，同比增长 12.1%。盈利能力方面，2019 年前三季度家电行业毛利率 26.7%，同比增长 1.9pp；净利率 9.3%，同比增长 0.8pp。2019Q3 单季度实现净利率 12.9%，受益于 2018 年低基数影响，同比提升 9.7pp。

图 3：2018 年以来白电单季度营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

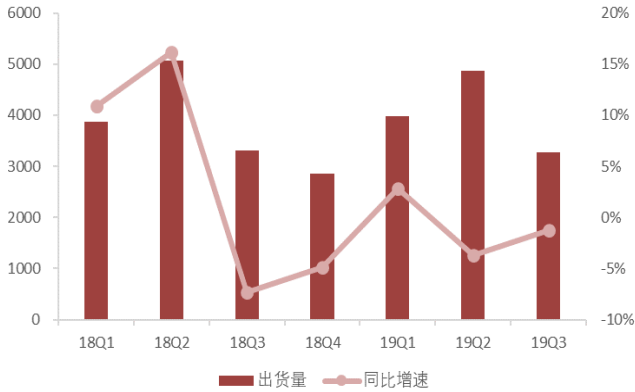
图 4：2018 年以来白电单季度净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

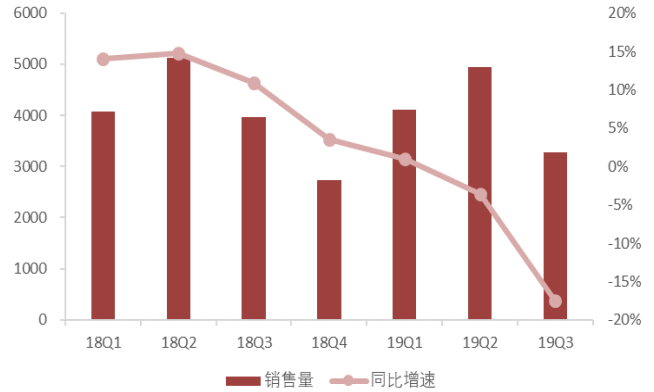
空调：根据产业在线数据显示，空调出货量底部回升，销量在 8-9 月有所回暖，同比增长 3.5%和 8.1%。分地区来看，空调内销外销环比均在好转。

图 5：2018 年以来空调单季度出货量及同比增速（单位：万台）



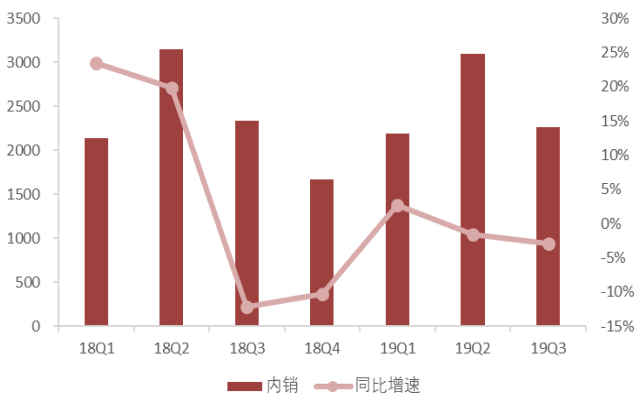
数据来源：产业在线，西南证券整理

图 6：2018 年以来空调单季度销量及同比增速（单位：万台）



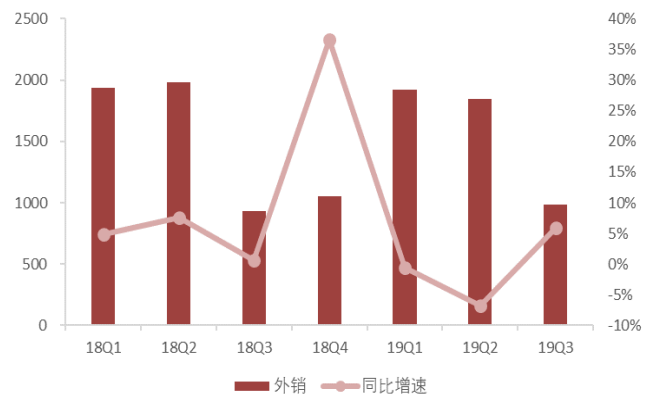
数据来源：产业在线，西南证券整理

图 7：2018 年以来空调单季度内销销量及增速（单位：万台）



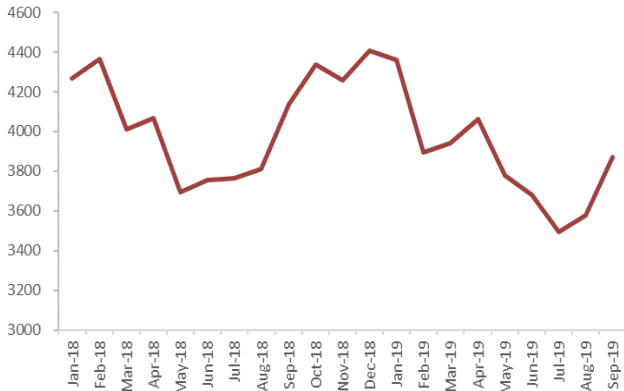
数据来源：产业在线，西南证券整理

图 8：2018 年以来空调单季度外销销量及增速（单位：万台）

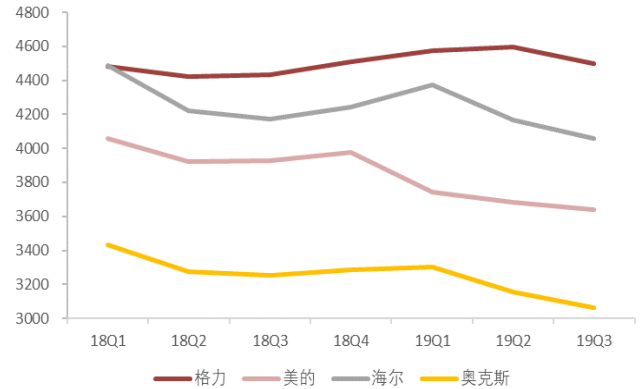


数据来源：产业在线，西南证券整理

从价格来看，9 月份中怡康零售均价同比下降 6.8%，降幅较 7、8 月份略有收窄；其中，格力均价同比下降 7.8%，降幅环比明显扩大；美的均价同比下降 10.9%，降幅环比基本持平。

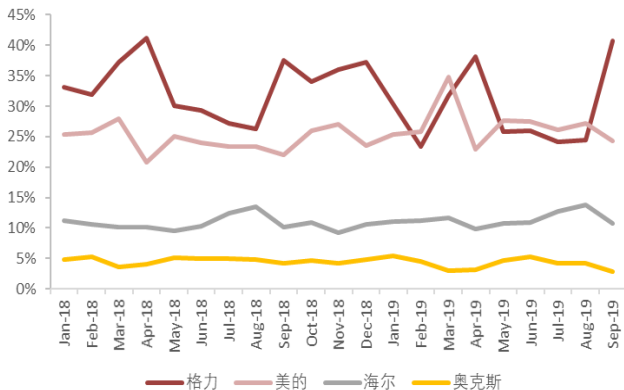
图 9：2018 年以来空调国内品牌月零售均价（元/台）


数据来源：中怡康，西南证券整理

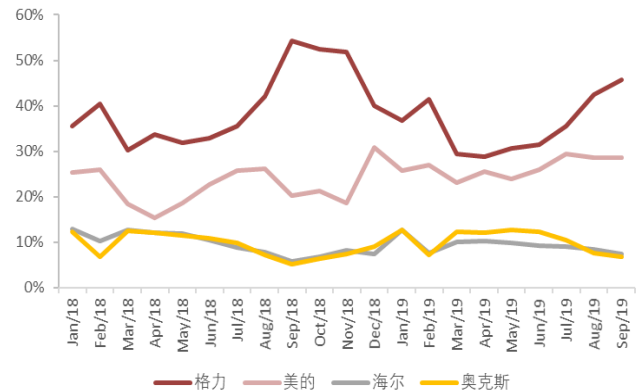
图 10：2018 年以来空调主要品牌的季度零售均价（元/台）


数据来源：中怡康，西南证券整理

市场份额方面，中怡康 9 月份空调零售量 CR3 集中度为 75.7%，同比+6.1pp；CR5 集中度为 84.9%，同比+6.9pp。产业在线 9 月空调内销出货 CR3 为 81.6%，同比+1.3pp；CR5 为 91.3%，同比+3.5pp。市场份额向龙头企业集中。格力在均价下降的背景下，零售市场份额出现明显回升，其中 9 月中怡康线下零售量份额 40.7%，同比上升 3.1pp，环比大幅上升 16.3pp。

图 11：2018 年以来空调按销量市场份额


数据来源：中怡康，西南证券整理

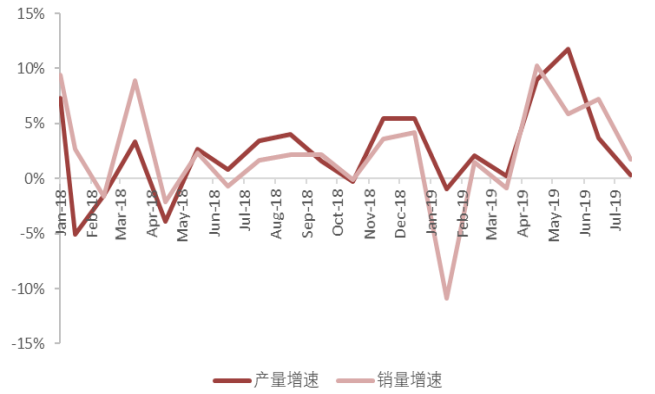
图 12：2018 年以来家用空调市场份额


数据来源：产业在线，西南证券整理

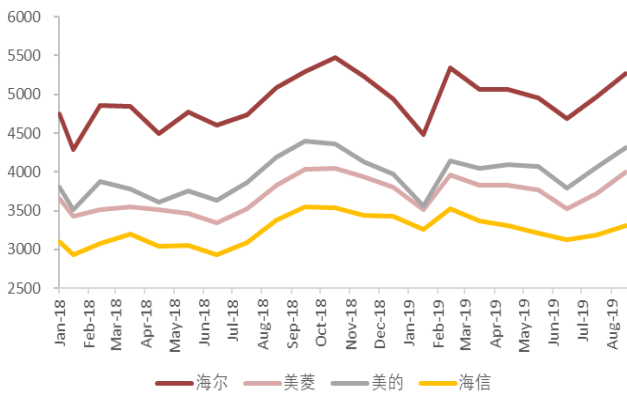
冰洗：冰箱和洗衣机以更新需求为主，产销量波动不大；由于原材料价格下降，冰洗均价增幅有所收窄。

图 13：2018 年以来冰箱产销量月增速

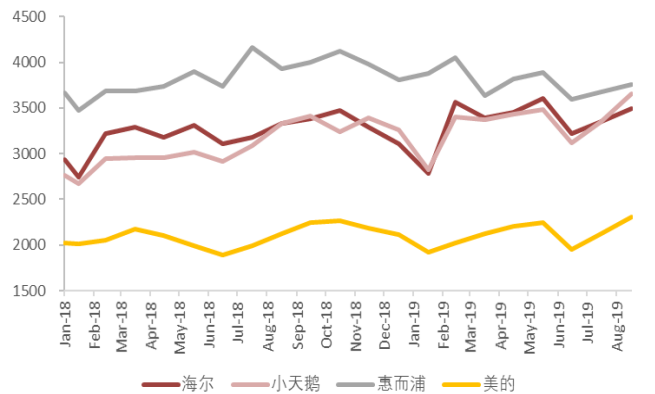

数据来源：产业在线，西南证券整理

图 14：2018 年以来洗衣机产销量月增速


数据来源：产业在线，西南证券整理

图 15：2018 年以来冰箱主要品牌月均价（元/台）


数据来源：中怡康，西南证券整理

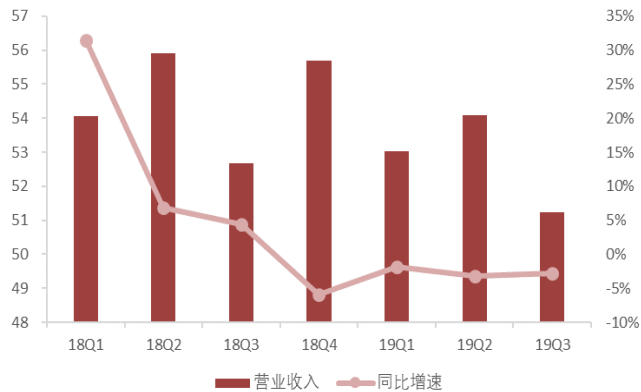
图 16：2018 年以来洗衣机主要品牌月均价（元/台）


数据来源：中怡康，西南证券整理

厨电：盈利能力持续提升，单季度表现亮眼

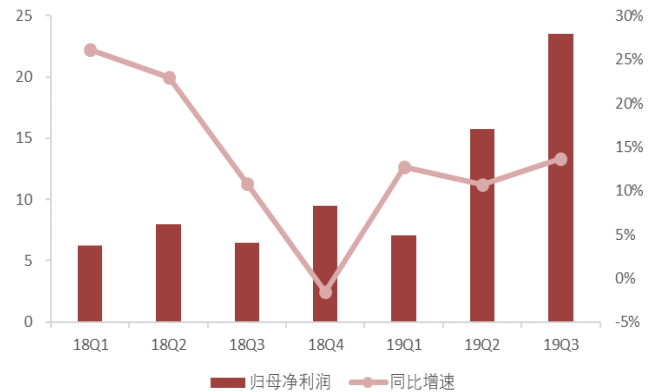
2019 年前三季度实现营业收入 158.4 亿元，同比减少-2.6%；实现归母净利润 46.4 亿元，同比增长 13.7%。其中 Q3 单季度实现净利润 7.8 亿元，同比增长 20.2%，增幅亮眼。盈利方面，2019 年前三季度厨电毛利率 47.6%，同比提升 2.7pp；净利率 17%，同比增长 1.4pp。

图 17：2018 年以来厨电单季度营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 18：2018 年以来厨电单季度净利润及增速（亿元）

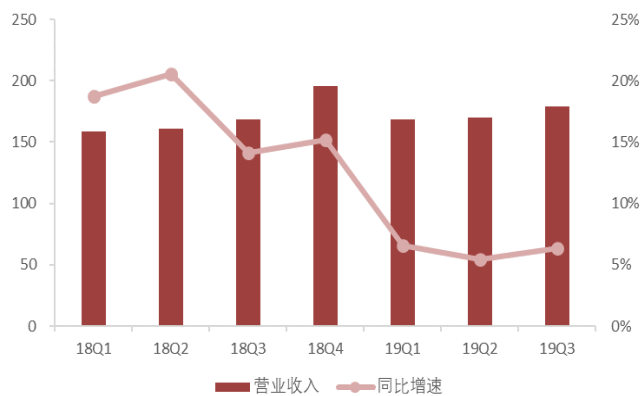


数据来源：wind，西南证券整理

小家电：需求稳定，营收稳健增长

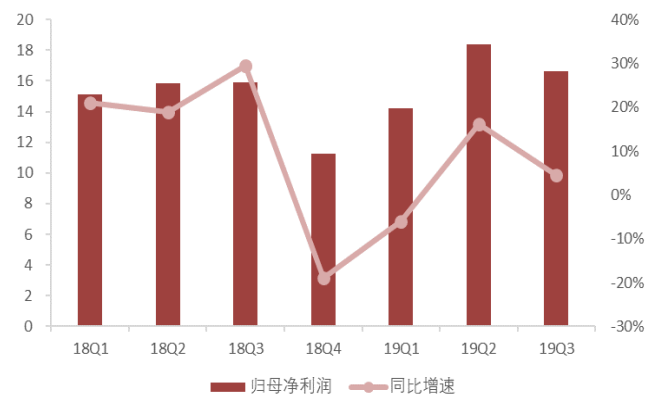
2019Q3 季度实现营业收入 518 亿元，同比增长 6.1%；实现归母净利润 49.2 亿元，同比增长 5%；毛利率 31.8%，同比微幅变动；净利率为 13%，同比提升 0.5pp。

图 19：2018 年以来小家电单季度营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：2018 年以来小家电单季度净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

2 原材料、汇兑、税改增厚盈利空间

2019 年前三季度，国内塑料 ABS 和 PP 的价格持续下行。截止 2019 年 9 月 30 日，ABS 市场价格为 1.3 万元/吨，同比下降 16.3%；PP 市场价格为 9150 元/吨，同比下降 21.1%。

图 21：2017 年以来中国 ABS 市场价（元/吨）



数据来源：choice 数据，西南证券整理

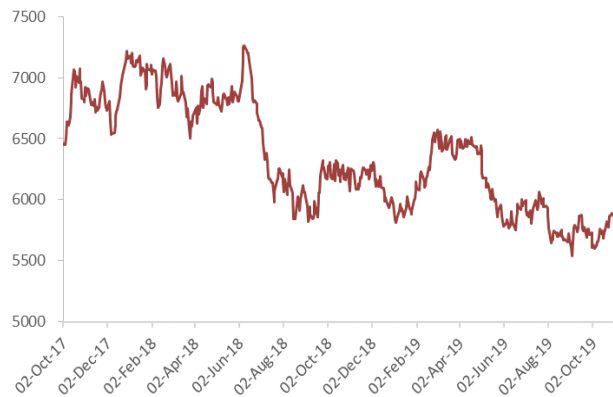
图 22：2017 年以来中国 PP 市场价（元/吨）



数据来源：choice 数据，西南证券整理

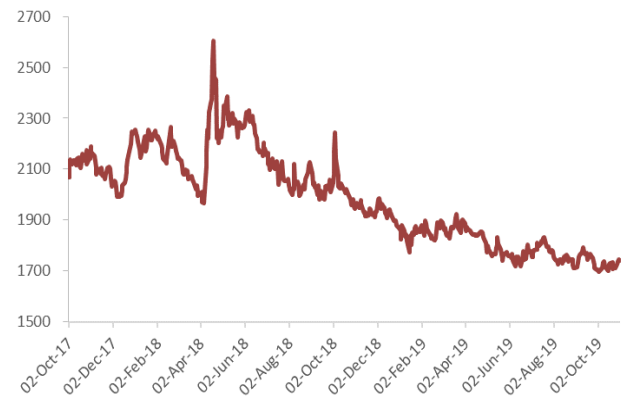
2019 年前三季度，大宗商品铜、铝价格波动下行。截止 2019 年 9 月 30 日，LME 铜现货价格为 5728 美元/吨，同比下降 7.3%；LME 铝现货价格为 1703.5 美元/吨，同比下降 15.3%。

图 23：2017 年至 2019 年 LME 铜现货价格(美元/吨)



数据来源：choice 数据，西南证券整理

图 24：2017 年至 2019 年 LME 铝现货价格(美元/吨)



数据来源：choice 数据，西南证券整理

2019 年 8 月 8 日，美元兑人民币中间价为“破 7”。截止 2019 年 9 月 30 日，美元兑人民币汇率为 7.1。美元兑人民币汇率持续走高，汇兑正向收益增厚企业盈利。

图 25：2018 年以来美元兑人民币中间价

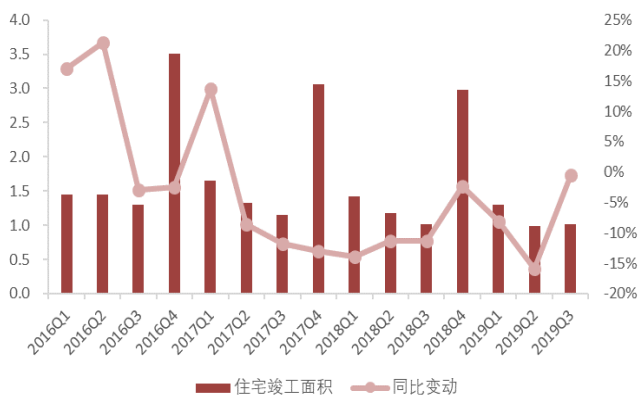

数据来源：中国人民银行，西南证券整理

2019 年前三季度，家电原材料铜、铝、塑料价格持续下行，家电企业降本减费，盈利空间进一步扩展。同时，美元兑人民币持续走高，加上政府深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%。家电企业产业链地位较强势，能够充分享受行业利好因素，共同助推行业盈利能力提升。

3 地产竣工回暖提振市场情绪，提供未来空间

2019Q3 单季度住宅竣工面积 1 亿平方米，同比减少 0.5%，降幅环比收窄，其中 9 月住宅竣工面积为 3748.2 万平方米，同比增长 1.1%，是年住宅内竣工数据首次转正。根据近年销售数据及新开工数据推算，2019 年年底大概率迎来竣工潮。一方面，家电尤其是厨电板块销量与地产呈现较强正相关，竣工回暖意味着后期市场需求回暖；另一方面，竣工数据回暖提振地产后周期市场情绪，有助于行业估值修复。

2019Q3 单季度住宅销售 3.9 亿平方米，同比增长 5%。我们认为经历了较长低迷期后，地产逐渐迎来回暖周期。

图 26：2016 年以来住宅竣工面积及同比增速（亿平方米）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 27：2016 年以来住宅销售面积及同比增速（亿平方米）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

4 重点标的推荐

整体而言，我们重点关注的家电公司都在三季度交出满意的答卷。家电公司产业链地位强势，能够分享更多的行业红利。同时，原材料价格下行、汇兑正向收益、增值税政策变化等都更是有利于降本控费。综上所述，我们对家电的评级上调为强于大市，主要公司收入稳健符合预期，盈利能力增强趋势仍将延续，竣工提供未来空间且拉动市场情绪。在 Q4-Q1 估值切换期，我们强烈建议配置家电行业。

(1) 白电方面：已经经历过价格战，保有量较高，产品升级成为主流，盈利能力提升将是长期趋势。重点推荐：

美的集团，稳健经营，促销策略抢占市场，效率提升助推盈利，公司经营治理优异，产品及品牌矩阵完善；

格力电器，混改落地治理改善，长期估值压制因素得以解决。年底高分红以及长远看好空调行业空间；

海尔智家，国产品牌高端化最成功的公司，卡萨帝加速增长。

(2) 厨电方面：随着工程渠道占比提升，渠道不断下沉，利润率可能面临压缩。但市占率集中度提升又为龙头带来更广阔市场空间。推荐关注**老板电器**、**华帝股份**、**浙江美大**。

(3) 小家电方面：行业空间成长潜力巨大，**九阳电器**、**新宝股份**值得期待。

5 风险提示

(1) 房地产行业波动风险：公司主营业务与房地产行业发展高度相关，若房地产行业发展情况不及预期，公司产品销量可能受到影响；

(2) 竞争对手价格战风险：高端厨电市场现处于双寡头垄断格局，若公司主要竞争对手大幅降价，公司可能被迫降低产品价格，导致公司毛利率降低；

(3) 原材料价格波动风险：家电主要原材料铜、塑料、冷轧板等价格波动将影响企业盈利能力；

(4) 汇率大幅波动风险：家电行业出口占比较高，人民币汇率波动将影响毛利率及财务费用。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn