

中信证券研究部

核心观点



汪浩
首席家电分析师
S1010518080005



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001

家电行业

评级 强于大市 (维持)

我们认为，2019 年家电类似 2012 年，有望实现显著收益。回顾 2012 年，年初以悲观预期开头，但受益于补贴预期、原材料进入下行周期以及低估值高业绩确定性，全年涨幅位居 7/29，上涨 25% (wind 全 A+13%)。展望 2019 年，原材料成本再次下行，政策预期逐渐好转，家电基本面有望在下一轮周期中率先复苏，家电当前估值性价比高且龙头业绩确定性强，风险收益比较佳。

■ **缘起：2012 年以悲观预期开头，但全年收益显著，预计 2019 年望有类似表现。** 2012 年初，受国内外经济疲软、地产增速下滑，补贴政策陆续退出影响，家电年初展望悲观。但实际全年 (2012 年 1 月 1 日-13 年 2 月 8 日) 家电 A 股领涨，涨幅上涨 25%，位居 7/29，超过 Wind 全 A12pcts，主要受益于：1) 原材料价格进入下行周期以及新的补贴政策出台，龙头公司盈利能力提升超预期；2) 下半年行业增速触底回升，终端压力减弱；3) 估值便宜且龙头业绩确定性强，配置时间点较佳。对比 2012 年，2019 年基本面、估值表现与之相似，预计 2019 年全年板块亦有望实现显著超额收益。

■ **因素 1：2012 年毛利率提升超预期，2019 年盈利亦将改善。** 2012 年，家电板块盈利超预期，直接带动下半年实现显著绝对收益。行业盈利能力超预期主要源于：1) 2011H2 开始原材料价格进入下行周期，CPI - PPI 差额转正；2) 家电行业格局好，龙头产业链溢价能力强，享受成本下行红利，同时新补贴政策出台，助力产品均价提升。展望 2019 年，原材料价格同样进入下行周期 (起始于 2018H2)，且新的补贴政策预期逐渐发酵，龙头公司毛利率提升值得期待。

■ **因素 2：2012H2 销量增速触底回升，2019H2 同样面临拐点。** 2011Q3 开始，家电销量承压，历经一年增速触底回升，主要基于：1) 2012H2 基数较低，叠加库存去化接近尾声，出货端压力减弱；2) 新版节能惠民政策实施，2012H2 财政补贴资金 76 亿元，支持推广家电超过 3273 万台，带动增速回升。展望 2019 年，虽然消费整体尚未回暖，但在基数效应下，预计 2019Q2 是行业底部，下半年行业增速有望触底回升。此外，若经历 5-8 月旺季空调销量良好，渠道库存对出货端的压力也将减弱。

■ **因素 3：2012 年初行业低估值叠加业绩确定性强，2019 年配置性价比同样较高。** 2012 年初家电板块估值仅为 TTM 12.5 倍 PE，达到历史底部；虽然行业景气尚未改善，但龙头公司业绩确定性较强，配置的性价比比较高。展望 2019 年，当前估值仅为 TTM 12.6 倍 PE，再次跌至历史底部位置；同时，龙头业绩确定性依旧，预计 2019 年盈利端增速将高于收入端，配置的性价比凸显，尤其在当前 A 股外资配置比例提升的背景下，家电属于具有全球竞争力，竞争格局好，外资愿意配置的长仓品种。

■ **风险因素：** 宏观消费持续下滑；地产政策放松低于预期；补贴政策出台进程不及预期；消费电子龙头进入破坏竞争格局；全球贸易摩擦升级影响出口。

■ **投资策略。**以史鉴今，2012 年市场对家电行业以悲观预期起步，最终全年上涨 25%，涨幅居前（7/29）。展望 2019 年，我们认为行业将同样受益于原材料价格下行、政策预期好转、行业增速触底回升、以及估值处于历史低位，结合当前外资作为 A 股市场的主要增量资金，预计家电行业 2019 年将具有明显的相对收益机会，维持行业“强于大市”的评级。重点关注溢价能力强，业绩确定性高的龙头，如：青岛海尔、格力电器、小天鹅 A、美的集团等；此外，建议关注当前估值达到历史最低，有望受益地产边际改善的企业，如：老板电器、欧普照明、华帝股份等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
格力电器	39.48	3.72	4.84	5.44	12	8	7	买入
美的集团	42.09	2.66	3.16	3.70	21	13	11	买入
青岛海尔	15.18	1.14	1.23	1.42	17	12	11	买入
老板电器	23.94	1.54	1.58	1.81	31	15	13	买入
华帝股份	9.46	0.88	0.78	0.98	34	12	10	买入
欧普照明	27.90	1.18	1.45	1.84	37	19	15	买入
奥佳华	16.99	0.63	0.85	1.13	31	20	15	买入
浙江美大	11.02	0.48	0.68	0.94	36	16	12	未评级

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
一致预期。

注：股价为 2019 年 1 月 21 日收盘价；浙江美大 EPS 来自 wind

目录

缘起：2019 初与 2012 初存在诸多相似之处	1
因素 1：2012 年毛利率提升超预期，2019 年盈利亦有望改善	3
11Q4 开始原材料价格高位跳水，CPI-PPI 剪刀差正向扩大	4
原材料是家电成本大头，其影响滞后 1-2 季度	5
家电议价能力强，显著受益 CPI-PPI 剪刀差正向扩大	7
2019 年：18Q2 原材料价格开始回落，19 年企业毛利率有望改善	9
因素 2：2012H2 销量增速触底回升，2019H2 同样面临拐点	12
低基数下增速更易好转	12
库存持续去化，出货端压力减弱	13
节能补贴政策提振需求，改善市场预期	13
地产现好转迹象，新增保障房刺激家电需求	14
2019 年：18Q4 销量触底，2019 年在多因素叠加下有望实现回升	15
因素 3：2012 年初行业低估值叠加业绩确定性强，2019 年配置性价比同样较高	18
板块整体：2012 年估值历史最低，2018 年底已回到 2012 年水平	18
个股：2018 年老板电器跌破历史低值，格力接近 2015 年历史低值	19
2019 展望：以史为鉴，有望再现 2012 年行情	25
风险因素	26
投资建议	26

插图目录

图 1: 2012 年初到 2013 年初各板块涨跌幅	1
图 2: 2012 年全年各指数累计涨跌幅	2
图 3: 2012 年-2013 年 2 月初分阶段重点个股涨幅	3
图 4: CPI-PPI 与白电板块(中信)毛利率对比	4
图 5: 原材料 2009-2018 价格分年度同比增速	4
图 6: 原材料 2009-2018 价格分季度同比增速	5
图 7: 原材料 2009-2018 价格累计涨跌幅	5
图 8: 空调成本构成	6
图 9: 冰箱成本构成	6
图 10: 洗衣机成本构成	6
图 11: 油烟机成本构成	6
图 12: 家电产业链原材料成本传导模式	7
图 13: 2010 年-2018 年主要家电公司毛利率走势	8
图 14: 2012 年重点个股毛利率较上年同期提升百分比	8
图 15: 格力电器 2012 年毛利率和净利率较上年同期提升幅度	9
图 16: 2016-2018 年家电行业主要原材料价格累计涨跌幅	9
图 17: 2016 年-2018 年家电主要原材料价格同比变动	10
图 18: 2010 年-2018 年格力电器和老板电器毛利率受原材料影响程度估算(环比变动)	11
图 19: 2010 年-2018 年格力电器估算毛利率环比变动与实际毛利率环比变动对比	11
图 20: 2010 年-2018 年老板电器估算毛利率环比变动与实际毛利率环比变动对比	12
图 21: 2010-2018 年空调内销量及增速	12
图 23: 2010-2018 空调内销增速差值(产业在线销量增速-中怡康销量增速)	13
图 24: 2010 年-2018 年商品房销售面积及增速	15
图 25: 2010-2018 年中信房地产指数走势	15
图 26: 2017 年-2018 年主要家电品类月度销量增速	16
图 27: 2017 年-2018 年主要家电品类月度销量增速	16
图 28: 全国总房屋交付量分季度增速	17
图 29: 全国总房屋交付量分季度增速	17
图 30: 新房交付量分季度增速	18
图 31: 2009-2018 年家电板块 PE-BAND	19
图 32: 2010 年上市至今老板电器 PE-BAND	19
图 33: 2011 年上市至今老板电器 PE 偏离中位数程度(TTM)	20
图 34: 2010-2018 年老板电器电器收入和利润增速	20
图 35: 2009-2018 年青岛海尔 PE-BAND	21
图 36: 2004-2018 年青岛海尔 PE 偏离中位数程度(TTM)	21
图 37: 2010-2018 年青岛海尔收入和利润增速	22
图 38: 2009-2018 年格力电器 PE-BAND	22
图 39: 2004-2018 年格力电器 PE 偏离中位数程度(TTM)	23
图 40: 2010-2018 年格力电器收入和利润增速	23
图 41: 2010-2018 年华帝股份 PE-BAND	24
图 42: 2010-2018 年华帝股份收入和利润增速	24

图 43: 2004-2018 年华帝股份 PE 偏离中位数程度(TTM)..... 25

表格目录

表 1: 2012 年年初与 2019 年年初各因素对比 1
表 2: 2012 年-2013 年 2 月初家电及各子板块分阶段绝对涨跌幅 2
表 3: 2012 年-2013 年 2 月初家电及各子板块分阶段相对涨跌幅 2
表 4: 2011-2013 年主要原材料价格波动及对主要白电、厨电产品成本的影响 6
表 5: 2017-2019 年主要原材料价格波动及对主要白电、厨电产品成本的影响 10
表 6: 毛利率变动影响敏感性分析 11
表 7: 家电下乡政策 14
表 8: 两波家电补贴政策对比..... 14
表 9: 2012 年年初与 2019 年年初各因素对比 25
表 10: 家电板块重点跟踪公司盈利预测 26

缘起：2019 初与 2012 初存在诸多相似之处

以史鉴今，对比 2012 年初和 2019 年初，在诸多方面存在相似：同时受地产、原材料成本压力、补贴政策退出、销量下滑等负面因素影响，市场处在悲观时刻。

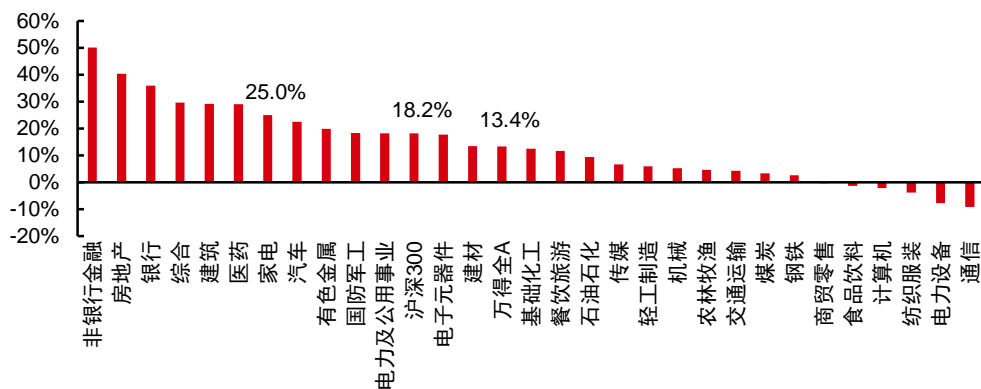
表 2：2012 年年初与 2019 年年初各因素对比

	2012 年初	2019 年初
宏观	国内增速换挡，海外债务危机影响出口；	国内外宏观经济下行； 海外贸易摩擦影响出口；
地产	2011 年调控力度加强，市场急剧降温；	17 年强调控+资金紧张； 地产竣工增速放缓，市场趋冷； 市场预期 19 年一二线地产结构性改善
原材料	原材料成本于 2011Q3 达到历史高点，此后原材料价格进入下行周期； 年初企业毛利率处于历史低点；	16 年-18H1 原材料价格上行，企业毛利率下滑；但从 18H2 开始原材料进入下行周期，19 年企业毛利率有望改善
补贴政策	家电下乡+以旧换新陆续退出，市场预期出台新的补贴政策；	暂无，政府已经表态将会出台政策稳住汽车、家电等热点消费
家电销量	企业出货量走低； 行业处在库存去化阶段	企业出货量走低，行业处在开始库存去化初始阶段

资料来源：中信证券研究部

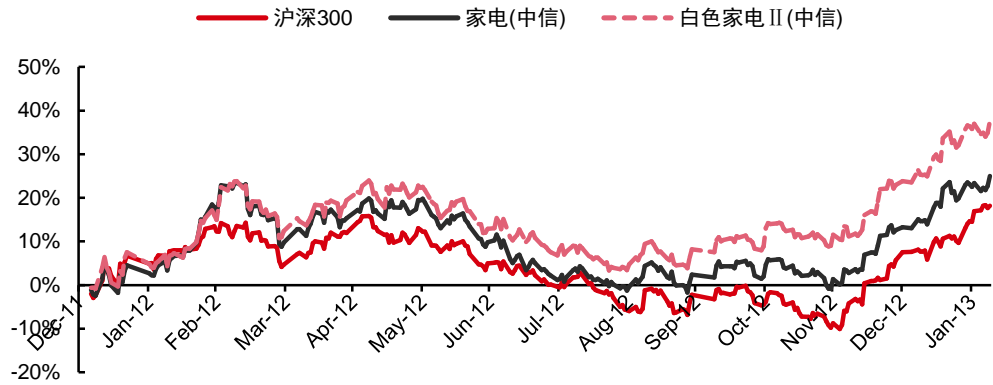
若复盘 2012 年-2013 年初的家电股价，会发现家电板块在各个行业中表现位居第 7。2012 年 1 月 1 日到 2013 年 2 月 8 日累计上涨 25%，跑赢沪深 300 指数 (+18%) 和 wind 全 A 指数 (+13%)。

图 1：2012 年初到 2013 年初各板块涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部注：采用中信行业分类，涨跌幅为 2013/02/08 相对于 2011/12/31

图 2：2012 年全年各指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部注：白色家电 II（中信）包括白电和厨电企业。

分阶段看：

阶段 1（2012 年 1 月 1 日-2012 年 3 月 9 日）：家电板块大幅跑赢市场（家电涨幅为 23.5%，Wind 全 A 涨幅为 11.8%，沪深 300 涨幅为 13.6%），主要受益于新消费刺激政策预期和黑电板块智能化主题驱动。

阶段 2（2012 年 3 月 10 日到 2012 年 8 月 31 日）：家电板块下跌 19.1%（Wind 全 A 下跌 13.9%，沪深 300 下跌 16.3%），跑输 Wind 全 A 指数。尽管 5 月新版节能惠民政策正式出台提振家电需求，但由于 2012Q1 市场已有所预期，因此家电板块未能实现超额收益。

阶段 3（2012 年 9 月 1 日到 2013 年 2 月 8 日）：家电板块上涨 25.3%，其中白电板块上涨 33.1%，再一次跑赢市场（Wind 全 A 上涨 18.7%，沪深 300 上涨 25.3%），主要受益龙头企业盈利能力提升，业绩超预期。

表 3：2012 年-2013 年 2 月初家电及各子板块分阶段绝对涨跌幅（%）

	阶段 1	阶段 2	阶段 3
Wind 全 A	11.8%	-13.9%	18.7%
沪深 300	13.6%	-16.3%	25.3%
家电板块	23.5%	-19.1%	26.6%
白色家电	23.8%	-15.3%	33.1%
黑色家电	29.4%	-24.7%	27.1%
小家电	16.0%	-25.0%	13.4%
照明设备及其他	13.3%	-22.4%	-6.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部注：白色家电板块包括白电及厨电企业

表 4：2012 年-2013 年 2 月初家电及各子板块分阶段相对涨跌幅（%）

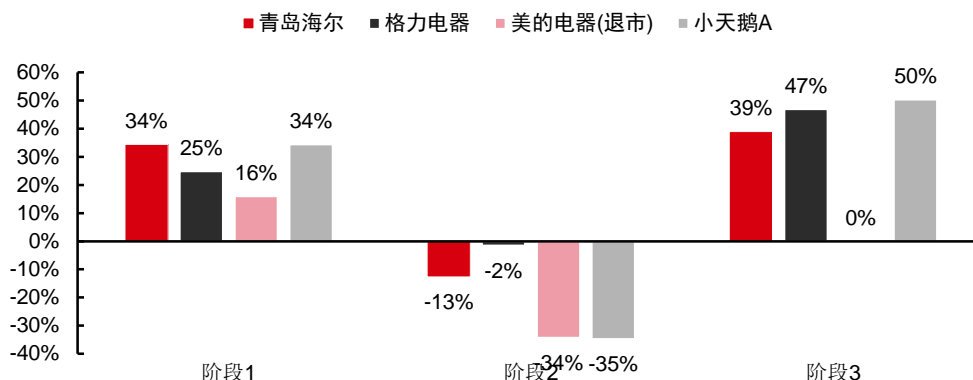
	阶段 1	阶段 2	阶段 3
家电板块	11.7%	-5.3%	7.9%
白色家电	10.3%	1.0%	7.8%
黑色家电	15.9%	-8.3%	1.8%

	阶段 1	阶段 2	阶段 3
小家电	2.4%	-8.7%	-11.9%
照明设备及 其他	-0.2%	-6.1%	-31.4%

资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 白色家电板块包括白电及厨电企业; 家电板块对比 wind 全 A 计算相对收益, 白电等子板块对比沪深 300 计算相对收益

重点个股走势与板块整体走势基本吻合。格力电器、青岛海尔、美的电器和小天鹅 A 在 2012 年分别经历了阶段 1 上涨、阶段 2 波动下行以及阶段 3 的回升。

图 3: 2012 年-2013 年 2 月初分阶段重点个股涨幅



资料来源: Wind, 中信证券研究部

回顾 2012 年初-2013 年初的家电板块股价, 我们认为家电拥有较高相对收益主要受益三个因素: 1. 得益于原材料成本下行和新的补贴政策出台, 企业盈利能力超预期,。原材料是家电成本大头, 2011 年下半年原材料价格大幅下降, 2012 年持续小幅下行, 经过 1-2 季度滞后期最终反映到企业毛利率和净利率的提升上。2. 销量触底反弹。2011H1 销量低基数、库存去化接近尾声以及新刺激政策出台叠加推动销量增速回暖。3. 低估值叠加业绩确定性高。2012 年初家电板块处于估值的历史底部, 家电板块格局稳定龙头业绩确定性强, 在弱市中具备吸引力。

我们认为这三个因素将在 2019 年发挥类似作用, 推动板块实现超额收益。下文将就原材料、销量以及估值三方面因素详细分析。

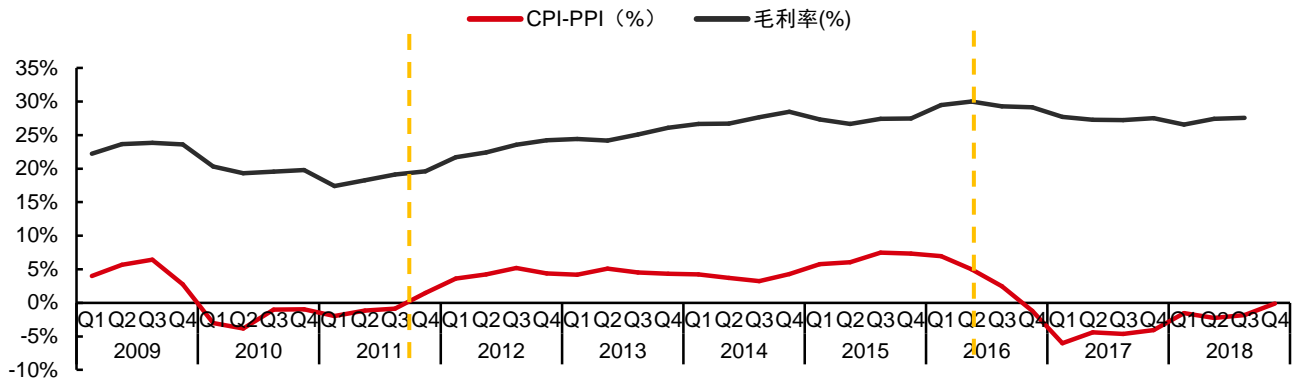
因素 1: 2012 年毛利率提升超预期, 2019 年盈利亦有望改善

2012 年家电板块走势良好的第 1 个因素是 CPI-PPI 差额转正带来毛利率和净利率提升。CPI-PPI 差额转正并扩大, 一方面来自于原材料价格的持续下行, 另一方面也离不开家电良好的市场格局, 只有在良好的市场格局企业才能在原材料下行过程中维持终端价格稳定。

11Q4 开始原材料价格高位跳水，CPI-PPI 剪刀差正向扩大

从大趋势上看，当 CPI-PPI 剪刀差正向扩大时，代表行业利润向下游整机厂转移。具体来看，11Q4-16Q3 年上游原材料下降期间，家电白电板块（主要为下游整机企业）毛利率稳步上升。（PPI：工业品出厂价格指数，反映上游原材料价格变化；CPI：居民消费价格指数，反映下游产品价格变动）

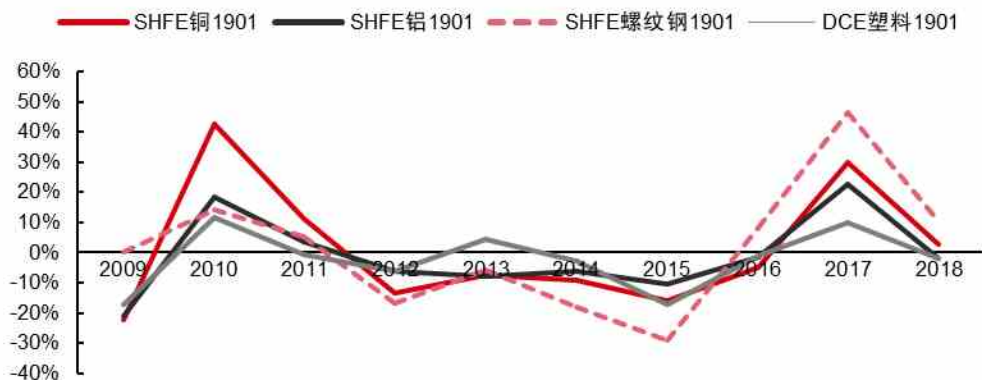
图 4：CPI-PPI 与白电板块（中信）毛利率对比



资料来源：wind，中信证券研究部

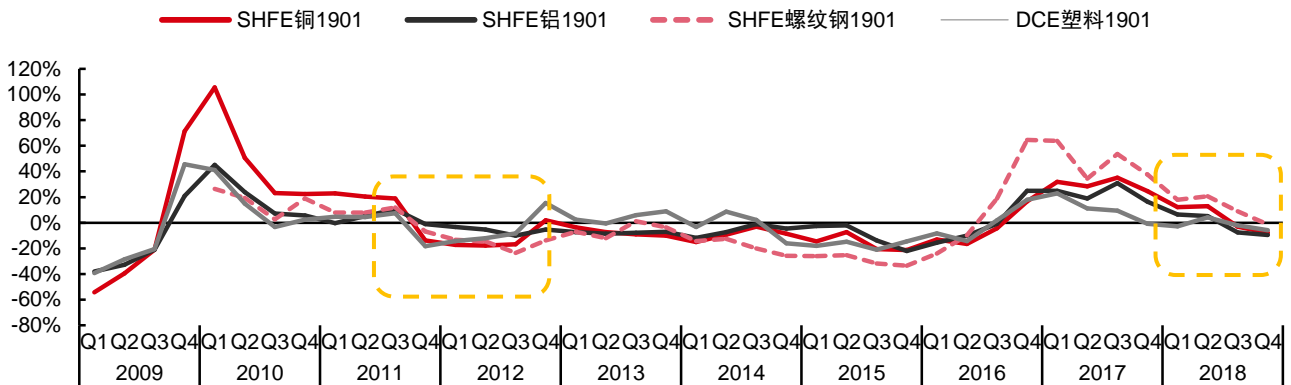
2011Q4-2012Q3 的 CPI-PPI 转正主要来自原材料（钢材、铝、铜、塑料等）价格高位回落，带动家电企业毛利率上行。2011Q4 钢材、铝、铜、塑料价格同比降幅分别为-6.8%、-1.2%、-13.8%和-18.3%；2012 年全年钢材、铝、铜、塑料同比下滑幅度分别为-17%、-6%、-13%和-6%。

图 5：原材料 2009-2018 价格分年度同比增速



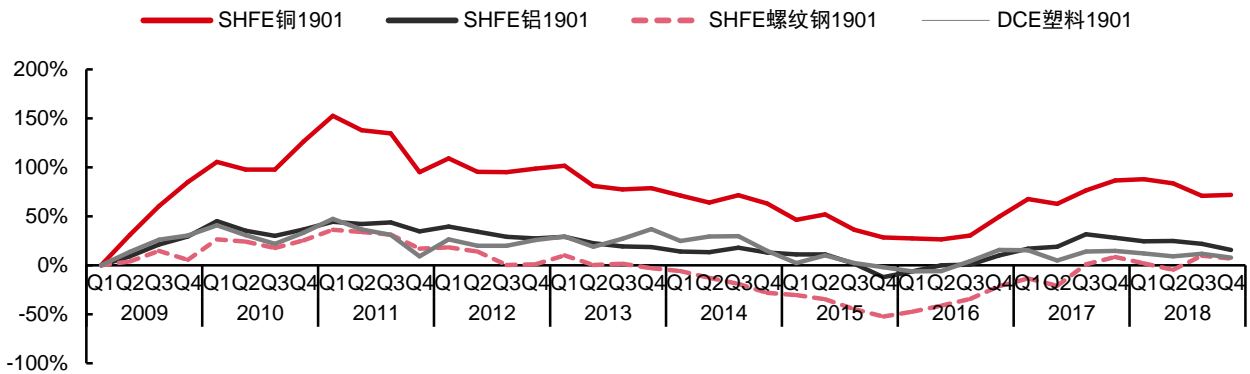
资料来源：Wind，中信证券研究部注：年度价格为年度内日成交价格平均

图 6：原材料 2009-2018 价格分季度同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部注：季度价格为季度内日成交价格平均

图 7：原材料 2009-2018 价格累计涨跌幅



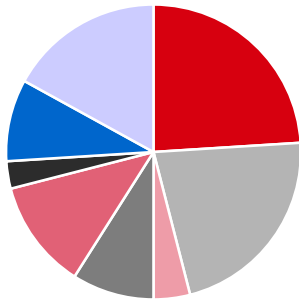
资料来源：Wind，中信证券研究部注：季度价格为季度内日成交价格平均

原材料是家电成本大头，其影响滞后 1-2 季度

原材料是家电产品的主要成本构成之一。根据我们的估算，空调、冰箱、洗衣机和油烟机的原材料成本占比分别约为 60%、70%、70%和 90%。相应的当原材料价格变动 10% 时空调、冰箱、洗衣机和油烟机的成本将分别变动 6%、7%、7%和 9%。

图 8: 空调成本构成

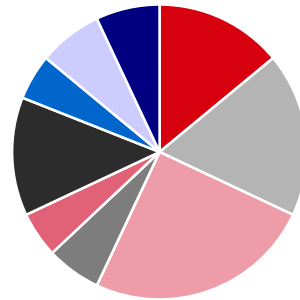
■ 铜 ■ 钢材 ■ 铝 ■ 塑料 ■ 人工 ■ 折旧 ■ 增值税等 ■ 其他



资料来源: 中信证券研究部估算

图 9: 冰箱成本构成

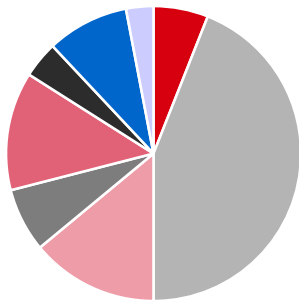
■ 铜 ■ 钢材 ■ 注塑件 ■ 电控 ■ 包装物 ■ 人工 ■ 折旧 ■ 增值税 ■ 其他



资料来源: 中信证券研究部估算

图 10: 洗衣机成本构成

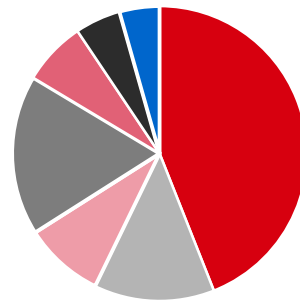
■ 铜 ■ 钢材 ■ 注塑件 ■ 电控 ■ 人工 ■ 折旧 ■ 增值税 ■ 其他



资料来源: 中信证券研究部估算

图 11: 油烟机成本构成

■ 钢材 ■ 玻璃 ■ 纸 ■ 铜&铝 ■ 人工 ■ 制造 ■ 其他



资料来源: 中信证券研究部估算

2011Q3 年开始原材料价格持续下降, 据测算, 2012 年空调、冰箱、洗衣机和油烟机的成本因为原材料价格下降分别减少了 8.6%、8.4%、9.5%和 9.0%。原材料成本在 2011 年下半年和 2012 年的持续下行带动家电企业毛利率提升。

表 5: 2011-2013 年主要原材料价格波动及对主要白电、厨电产品成本的影响

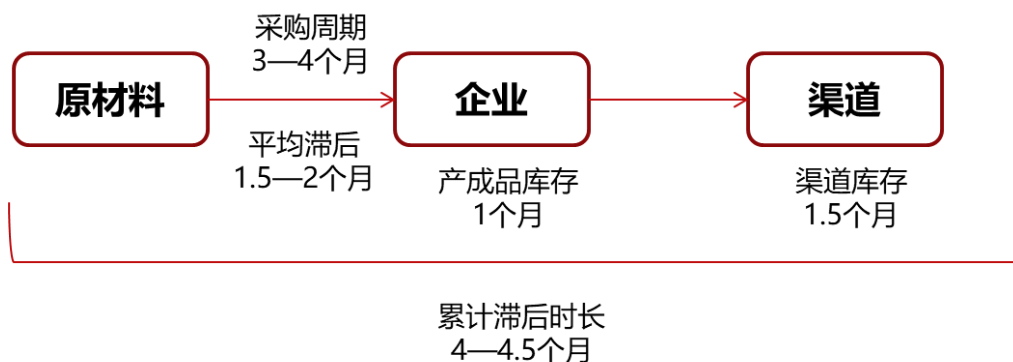
		SHFE 铜	SHFE 螺纹钢	SHFE 铝	DCE 塑料			
使用的原材料价格*	2011	68312	4794	17007	11542			
	2012	57055	4082	16123	10016			
	yoy	-16.5%	-14.9%	-5.2%	-13.2%			
	2013	54455	3750	14948	10572			
	yoy	-4.6%	-8.1%	-7.3%	5.6%			
对主要家电、厨电产品成本测算**		铜	钢	铝	塑料	其他	合计	
	空调	2011	24.0%	22.0%	4.0%	9.0%	41.0%	100.0%
		2012	20.0%	18.7%	3.8%	7.8%	41.0%	91.4%
		2013	19.1%	17.2%	3.5%	8.2%	41.0%	89.1%
	冰箱	2011	14.0%	18.0%	2.0%	25.0%	41.0%	100.0%

		SHFE 铜	SHFE 螺纹钢	SHFE 铝	DCE 塑料		
洗衣机	2012	11.7%	15.3%	1.9%	21.7%	41.0%	91.6%
	2013	11.2%	14.1%	1.8%	22.9%	41.0%	90.9%
	2011	6.0%	44.0%	2.0%	14.0%	34.0%	100.0%
	2012	5.0%	37.5%	1.9%	12.1%	34.0%	90.5%
	2013	4.8%	34.4%	1.8%	12.8%	34.0%	87.8%
	2011	8.8%	44.0%	8.8%	4.4%	34.0%	100.0%
油烟机	2012	7.3%	37.5%	8.3%	3.8%	34.0%	91.0%
	2013	7.0%	34.4%	7.7%	4.0%	34.0%	87.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部注：*选取上年 Q4 到本年 Q3 为原材料成交均价**以 2011 年为基数计算

原材料价格波动对于企业毛利率影响滞后 1-2 个季度左右。由于每个企业采购方式不同，企业库存高低以及确认收入方式等差异，原材料对于企业报表的影响幅度和滞后期间有所不同。以老板电器为例，企业采购原材料采购周期为 3-4 个月一次，采购价以市场价为基准，通常不制定长协价或者利用对冲策略减少价格波动，平均来看原材料采购环节滞后 1.5-2 个月。企业产成品库存约为 1 个月，代理商库存周期约为 1.5 个月，由此可以粗略的推算出，企业在采购原材料、零部件生产再到最后销售确认收入约 4-4.5 个月。即当上游原材料发生波动时，大约需要 4 个月才能传导到家电企业。这也是上表中对各年原材料成本进行估算时采用上年 Q4 至本年 Q3 均价的原因。

图 12：家电产业链原材料成本传导模式

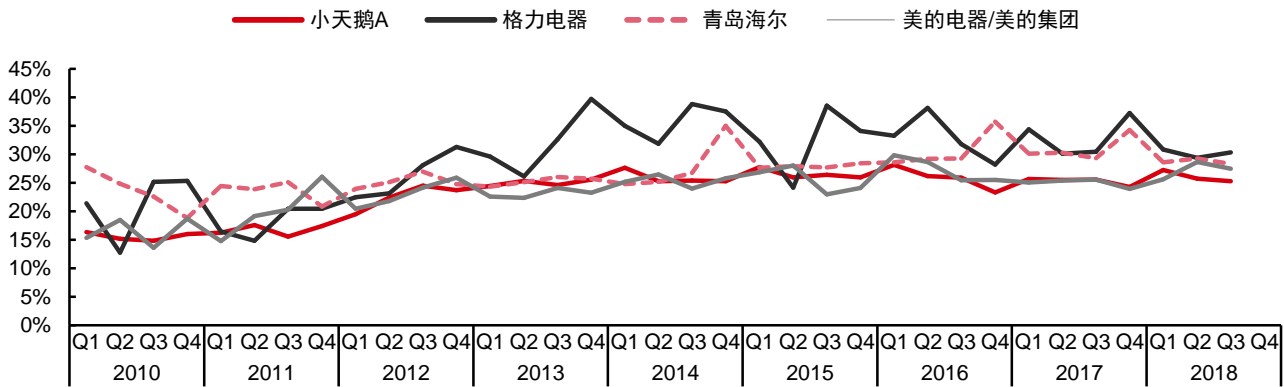


资料来源：中信证券研究部

家电议价能力强，显著受益 CPI-PPI 剪刀差正向扩大

在原材料成本下滑时，家电是典型的受益于 CPI-PPI 差额扩大的行业。中国家电企业尤其是白电企业由于竞争格局较好且业务以 TO C 为主，产业链溢价能力较强。企业能够通过新品迭代和产品结构调整，使得出货价对 PPI 跟涨不跟跌。因此在 PPI 下滑时，家电企业有望显著受益于剪刀差扩大的红利，拉动毛利率提升。

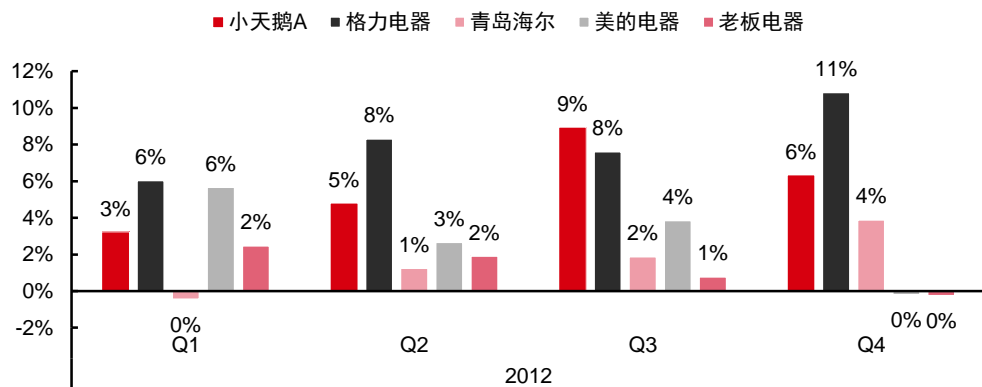
图 13: 2010 年-2018 年主要家电公司毛利率走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

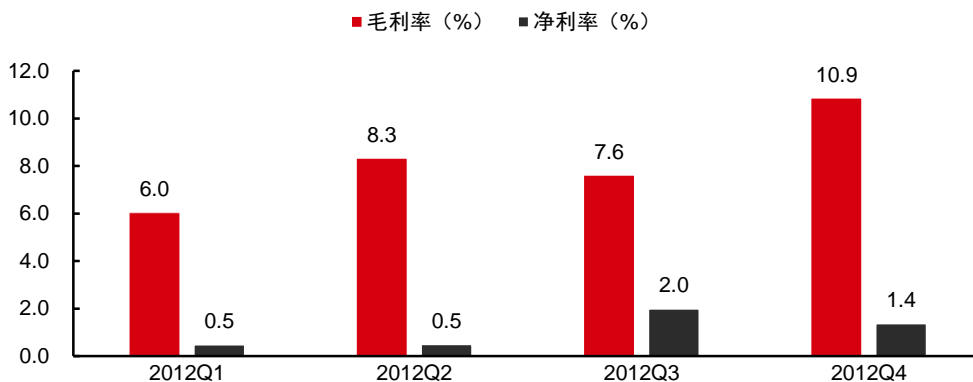
2012Q3 格力电器利润增速高于市场预期，主要受益毛利率提升。 格力 2012Q3 实现营业收入 287 亿 (同比+21%)，归属母公司净利润 24.6 亿 (同比+57%)，利润增速创 2010 年来新高；前三季度实现营业收入 772 亿 (同比+20%)，归属母公司净利润 53.3 亿 (同比+41%)。2011Q3 格力净利率 6.7%，2012Q3 净利率提升 2.0pcts 至 8.7%，超市场预期，净利率的提升提供了近 30% 的利润增速。

图 14: 2012 年重点个股毛利率较上年同期提升百分比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15：格力电器 2012 年毛利率和净利率较上年同期提升幅度

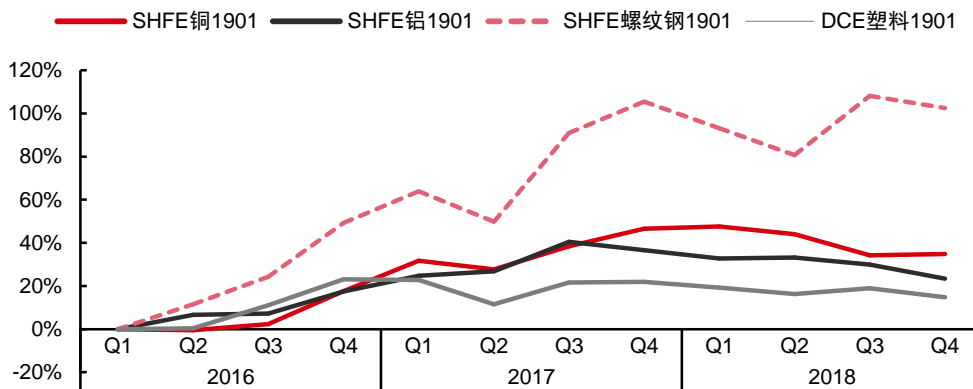


资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年：18Q2 原材料价格开始回落，19 年企业毛利率有望改善

主要原材料价格 18Q2 开始回落。原材料价格自 2016 年开始持续走高，至 2018Q1 达到近 3 年高点，2016 年至 2018Q1 铜、铝、钢、塑料累计上涨 46%、37%、106%和 22%。从 2018Q2 开始，原材料价格开始回落，除螺纹钢外，铜、铝、塑料三种原材料在 18Q4 的均价较 18Q1 累计下滑 9%、7%、4%（螺纹钢较 Q1 上涨 5%）。

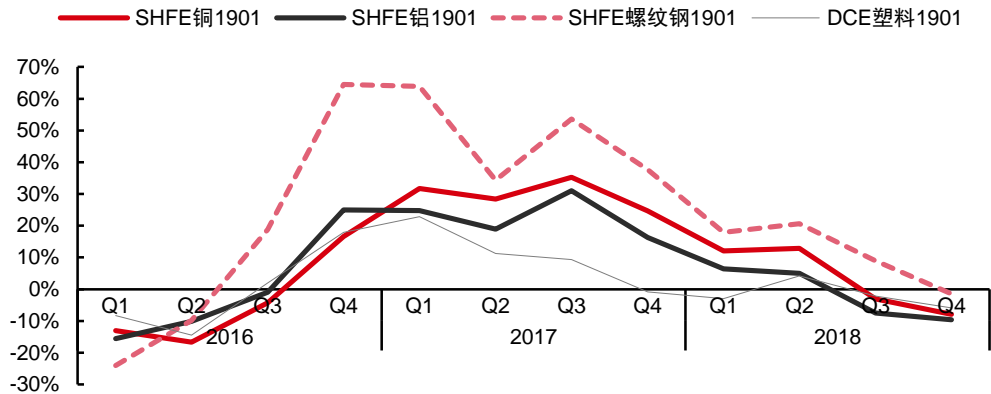
图 16：2016-2018 年家电行业主要原材料价格累计涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部注：累计涨跌幅指某时点价格较 2016 年初价格涨跌幅

同比的角度看，18Q4 四种原材料价格均为同比下降。18Q4 铜、铝、钢、塑料价格分别同比-7.9%、-9.7%、-1.5%和-5.9%。

图 17：2016 年-2018 年家电主要原材料价格同比变动



资料来源：Wind，中信证券研究部注：季度价格为季度内日度成交价格平均

根据此前估算，原材料反映到毛利率大概是 1-2 个季度。我们认为 2018 年下半年的原材料成本下滑有望在 2019Q2 开始对企业毛利率产生影响。假设 2019 年原材料价格维持 2018Q4 的水平不变，对应空调、冰箱、油烟机成本分别下降 1.4%、1.4%和 0%，洗衣机微升 0.4%。

表 6：2017-2019 年主要原材料价格波动及对主要白电、厨电产品成本的影响

		SHFE 铜	SHFE 螺纹钢	SHFE 铝	DCE 塑料		
	2017	47237	3153	14366	9490		
	2018	52317	3788	14975	9434		
使用的原材料价格*	yoy	10.8%	20.1%	4.2%	-0.6%		
	2019E	49367	3892	13883	9094		
	yoy	-5.6%	2.7%	-7.3%	-3.6%		
对主要家电、厨电产品成本测算**		铜	钢	铝	塑料	其他	合计
	2017	24.0%	22.0%	4.0%	9.0%	41.0%	100.0%
空调	2018	26.6%	26.4%	4.2%	8.9%	41.0%	107.1%
	2019E	25.1%	27.2%	3.9%	8.6%	41.0%	105.7%
	2017	14.0%	18.0%	2.0%	25.0%	41.0%	100.0%
冰箱	2018	15.5%	21.6%	2.1%	24.9%	41.0%	105.1%
	2019E	14.6%	22.2%	1.9%	24.0%	41.0%	103.7%
	2017	6.0%	44.0%	2.0%	14.0%	34.0%	100.0%
洗衣机	2018	6.6%	52.9%	2.1%	13.9%	34.0%	109.5%
	2019E	6.3%	54.3%	1.9%	13.4%	34.0%	109.9%
	2017	8.8%	44.0%	8.8%	4.4%	34.0%	100.0%
油烟机	2018	9.7%	52.9%	9.2%	4.4%	34.0%	110.2%
	2019E	9.2%	54.3%	8.5%	4.2%	34.0%	110.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部估算

注：*选取上年 Q4 到本年 Q3 为原材料均价**以 2017 年为基数计算

环比看，2019Q1 家电企业有望出现毛利率改善。我们按照类似的方式可以测算出分季度成本环比变动，并根据各个公司毛利率水平推算原材料波动对公司业绩的影响幅度。

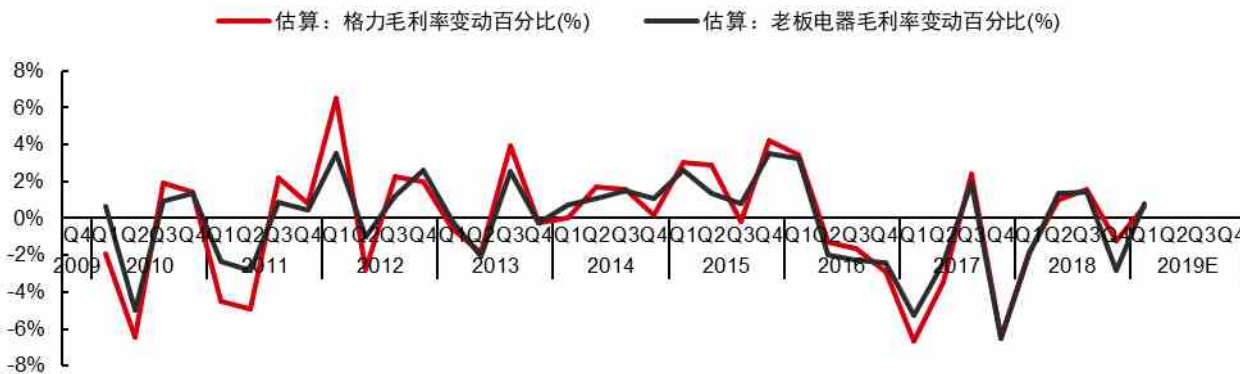
如某公司毛利率为 50%，若四种原材料环比下降 10%，四种原材料占总成本的 70%，那么原材料降价带来的毛利率改善幅度（百分点）为： $(1-50%) * 70% * 10% = 3.5\text{pcts}$ 。

表 7：毛利率变动影响敏感性分析

		毛利率水平				
毛利率变动百分点 pcts		20%	25%	30%	35%	50%
4 种原材料价格变动	-5%	2.8	2.6	2.5	2.3	1.8
	-10%	5.6	5.3	4.9	4.6	3.5
	-15%	8.4	7.9	7.4	6.8	5.3
	-20%	11.2	10.5	9.8	9.1	7.0
	-25%	14.0	13.1	12.3	11.4	8.8

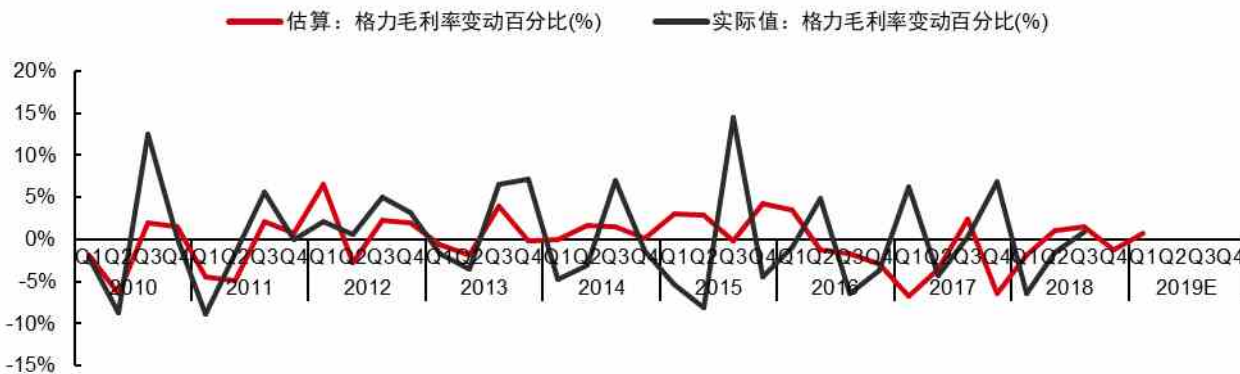
资料来源：Wind，中信证券研究部注：假设 4 种原材料占总生产成本的 70%

图 18：2010 年-2018 年格力电器和老板电器毛利率受原材料影响程度估算（环比变动）



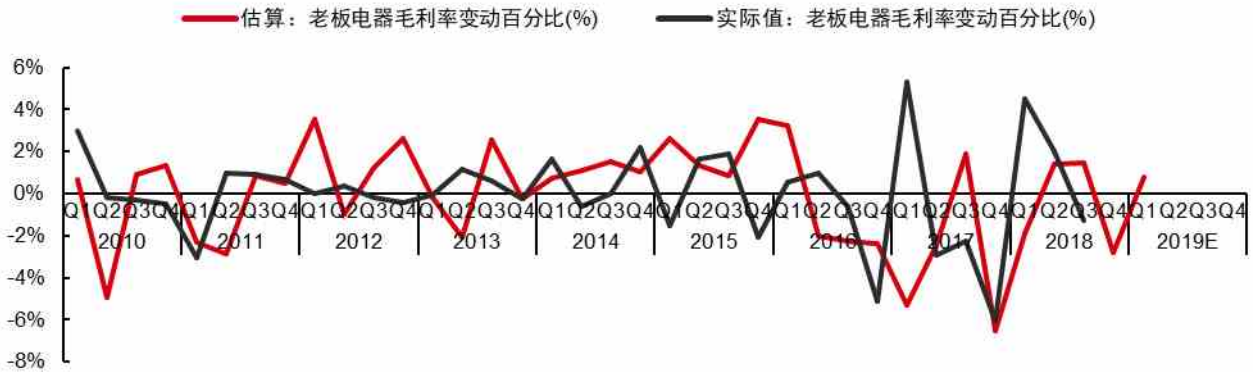
资料来源：Wind，中信证券研究部估算注：假设原材料波动传导至毛利率波动需要 1 季度时间。

图 19：2010 年-2018 年格力电器估算毛利率环比变动与实际毛利率环比变动对比



资料来源：Wind，中信证券研究部估算注：假设原材料波动传导至毛利率波动需要 1 季度时间。

图 20：2010 年-2018 年老板电器估算毛利率环比变动与实际毛利率环比变动对比



资料来源：Wind，中信证券研究部估算注：假设原材料波动传导至毛利率波动需要 1 季度时间。

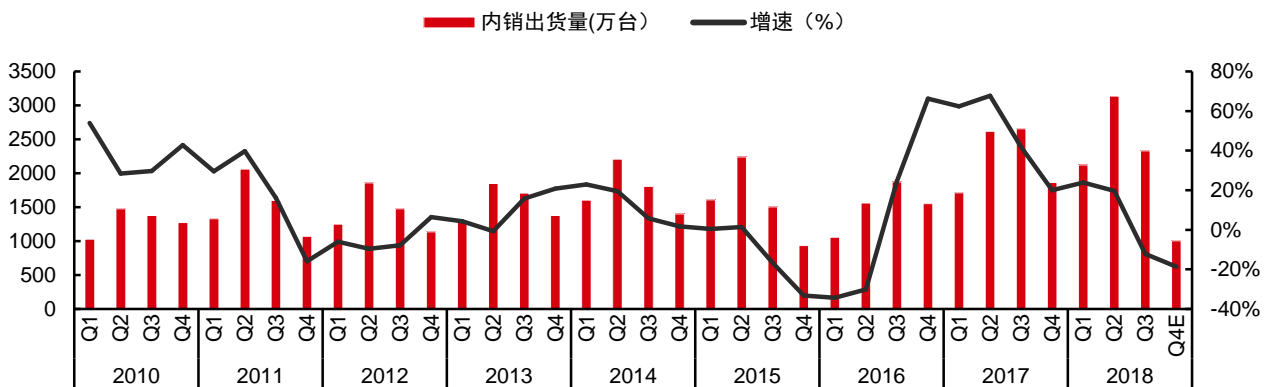
因素 2：2012H2 销量增速触底回升，2019H2 同样面临拐点

2012 年家电板块走势良好的第 2 个因素是 2012 年下半年销量触底回升，而销量触底回升的因素主要有：1. 上年低基数；2. 库存持续去化；3. 节能补贴政策利好。

低基数下增速更易好转

2011Q4 销量增速大幅放缓，空调内销同比-18%。因此 2012 年低基数下更易出现增速好转。2012Q4 空调销量 1139 万台，同比+6%，实现正增长。但该销量规模实质上仍显著低于 2010Q4 销量（1272 万台），低基数是销量回正的重要因素。

图 21：2010-2018 年空调内销量及增速

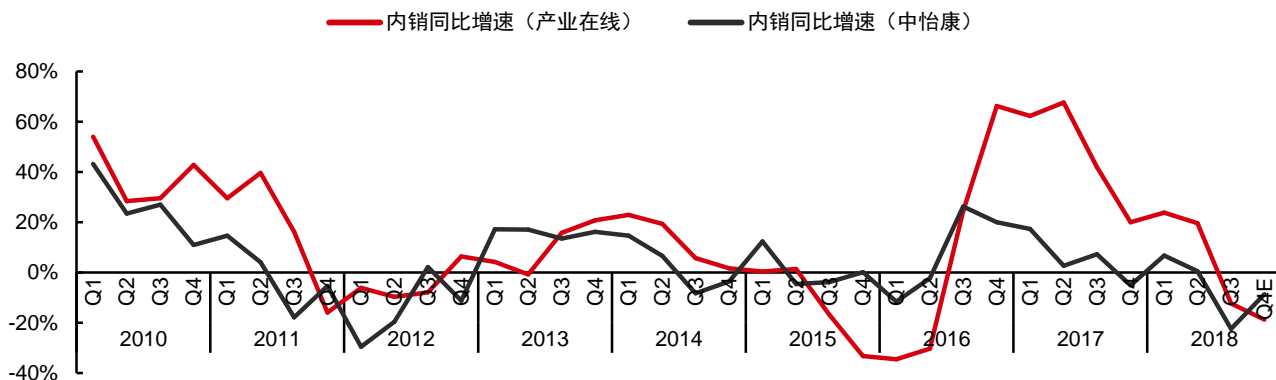


资料来源：产业在线，中信证券研究部 注：2018Q4 为中信证券研究部根据 10-11 月数据推算

库存持续去化，出货端压力减弱

2011 年并没有相对准确的库存调查数据，因此我们采用企业出货量增速-终端销售增速的差值去观测渠道库存的变化情况。出货量增速大于终端销售增速则反映渠道开始补库存，反之则为消化库存。

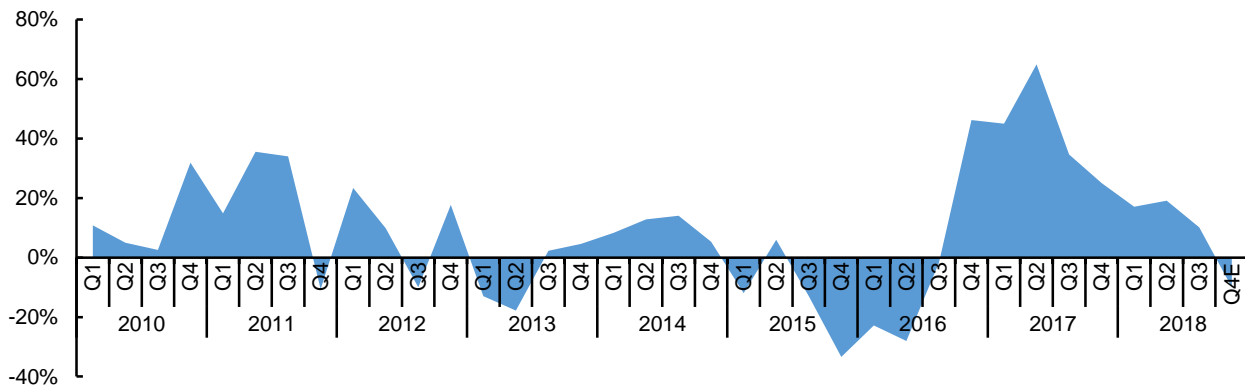
图 22：2010-2018 企业内销出货量增速与终端销量增速对比



资料来源：中怡康，产业在线，中信证券研究部 注：2018Q4 为中信证券研究部根据 10-11 月数据推算

2011 年下半年 (2012 冷年) 开始企业进入去库存周期，2013Q2 库存去化基本结束，而终端销量增速环比改善则发生在 2012Q2。(产业在线内销：企业到渠道的出货量；中怡康内销：终端 KA 销售到消费者)。

图 23：2010-2018 空调内销增速差值 (产业在线销量增速-中怡康销量增速)



资料来源：产业在线，中信证券研究部 注：2018Q4 为中信证券研究部根据 10-11 月数据推算

节能补贴政策提振需求，改善市场预期

2012 年初家电刺激政策陆续到期，市场预期家电需求已经透支，短期难以恢复。家电下乡开始于 2007 年 12 月在山东、河南和四川三个省试点，随后于 2008 年末和 2009 年初分两批在全国其他地区推广，2011 年第一波家电补贴政策开始退出。而实际刺激效果从 2011 年已经开始减弱：2011 年 3 月之后下乡产品增速均低于冰箱、彩电等主要产品内销增速。这导致 11H2 家电销量增速大幅下滑。

表 8：家电下乡政策

实施范围	山东、河南、四川	江浙皖豫等 14 省市	全国其他地区
补贴对象	农村居民		
实施时间	2007-12~2011-12	2008-12~2012-12	2009-2~2013-2
补贴内容	补贴购买家电下乡中标产品的农村居民到个人		
补贴标准	售价的 13%		
基本补贴产品	基本产品：冰箱、彩电、手机、洗衣机、电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉		
基本补贴产品批次	第一批：冰箱彩电手机，2007-12 其实施		
	第二批：洗衣机，2008-12 起实施		
	第三批：电脑热水器空调微波炉电磁炉，2009-2 起实施		
可选补贴产品	电动自行车（山东河南）	电动自行车（安徽、湖北、山西）	电动自行车（河北、山西、江苏、江西、云南）
	电饭煲（四川）	电饭煲（黑龙江、重庆）	电饭煲（吉林、广东、海南）
		油烟机（内蒙）	油烟机（北京、天津、浙江、甘肃）
		DVD 影碟机（辽宁）	DVD 影碟机（贵州）
		燃气灶（湖南）	燃气灶（上海、福建、宁夏、新疆）
		电压力锅（广西）	电压力锅（西藏、青海）
受益人数	2 亿	2.94 亿	3.78 亿
人均净收入	5797.3 元	5391.2 元	6416.1 元

资料来源：各政府网站，中信证券研究部

2012 年 5 月，新家电补贴政策—节能补贴政策出台，大幅改善市场预期。新版节能惠民政策执行时间为 2012 年 6 月-2013 年 5 月，能对家电下乡政策退出起到缓冲作用。新版技能惠民政策的补贴范围、产品品类等几方面都与家电下乡重合度高，补贴对象推演至全体城乡居民，补贴幅度比家电下乡更为灵活。从 2012 年 6 月份至 2012 年底，财政已累计支出补贴资金 76.16 亿元（实际支出），支持推广各类家电超过 3273 万台。若按照平均 10% 补贴力度估算，带动消费约 760 亿。

表 9：两波家电补贴政策对比

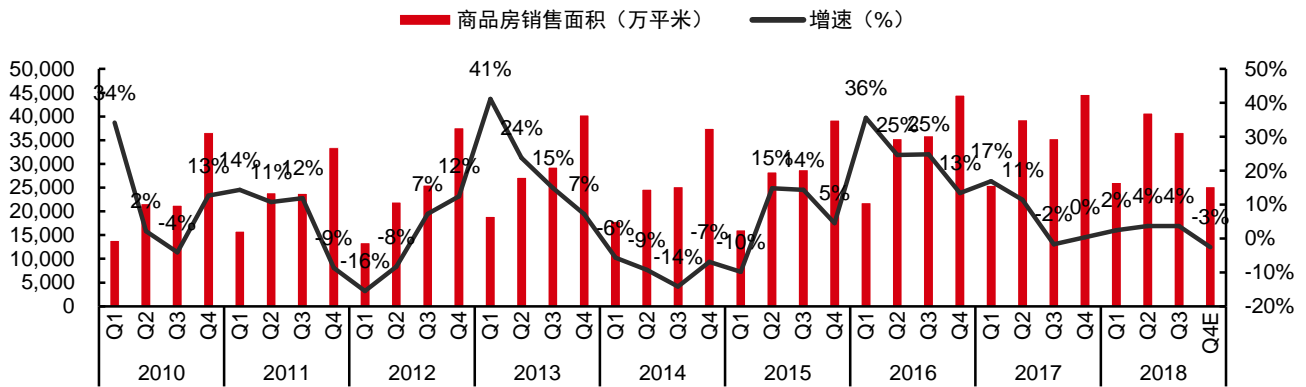
	家电下乡政策	节能补贴政策
补贴范围	全国	全国
补贴对象	农村居民	城乡居民
补贴幅度	13%	空调 3%-12%，液晶电视 8%-12% 冰箱 7%-12%，洗衣机 5%-23%
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、空调、热水器等 16 余种	彩电、冰箱、洗衣机、空调、热水器等 12 种

资料来源：各政府网站，中信证券研究部

地产现好转迹象，新增保障房刺激家电需求

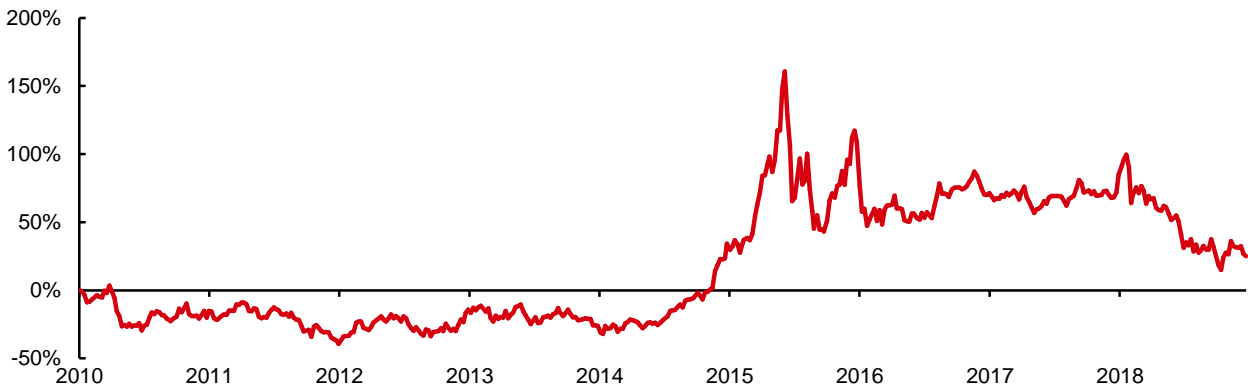
除了节能补贴政策的推动，2012 年销量触底回升还受地产行情改善的叠加影响。商品房成交方面，2011 年下半年至 2012 年上半年商品房销售面积同比持续负增长，2012 年下半年同比增速明显改善，地产行情回暖。此外，保障房方面，国家统计局 2012 年国民经济和社会发展统计公报显示，2012 年城镇保障性安居工程住房基本建成 601 万套，套数同比+39%（2011 年为 432 万套）。保障房的分配又是一个家电销量的增长点。

图 24：2010 年-2018 年商品房销售面积及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2018Q4 为中信证券研究部根据 10-11 月数据推算

图 25：2010-2018 年中信房地产指数走势

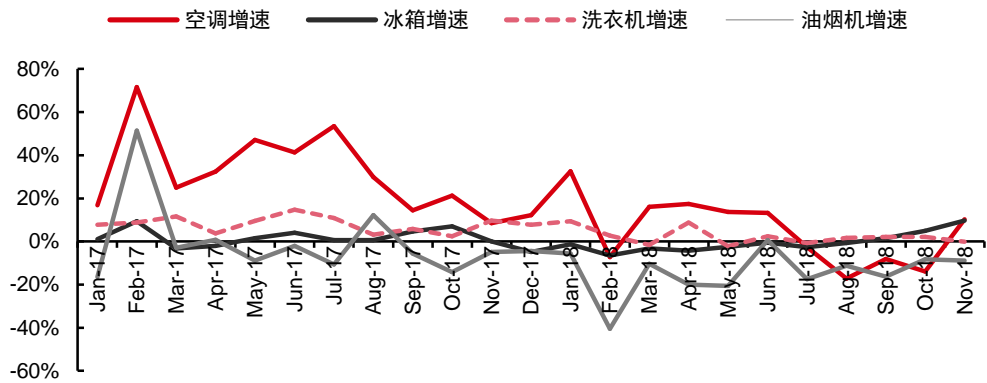


资料来源：Wind，中信证券研究部

2019 年：18Q4 销量触底，2019 年在多因素叠加下有望实现回升

低基数：2018 年家电板块增速前高后低，2019H2 增速筑底回升。2018 年主要品类空调、冰箱、洗衣机和油烟机的销量增速下半年均出现放缓甚至负增长，如空调 2018 年上半年销量增速仍维持在双位数增长，但 Q3 开始出现断崖式下滑，销量同比出现双位数负增长。

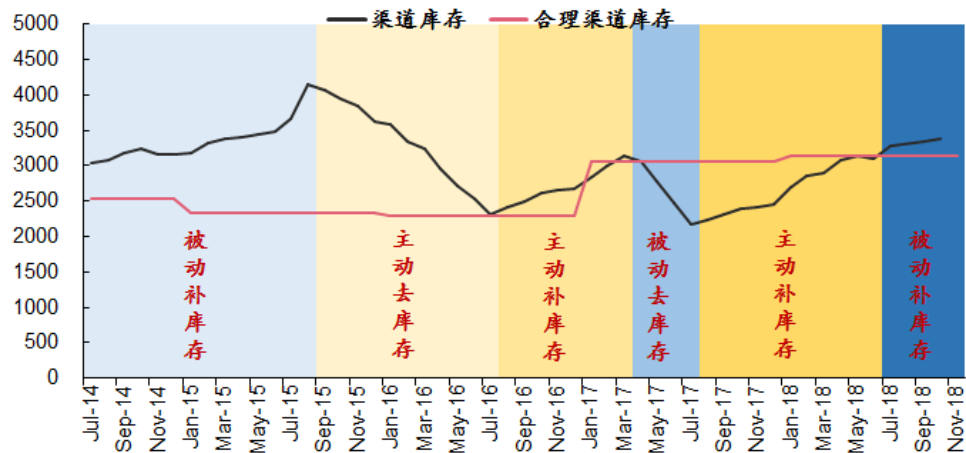
图 26：2017 年-2018 年主要家电品类月度销量增速



资料来源：产业在线，中怡康，中信证券研究部注：油烟机销量为中怡康零售监测数据

库存：2019 下半年增速有望环比改善。经过夏季旺季，空调库存压力或有望缓解。此外，今年预计出台的家电补贴政策也有望成为超预期因素，重点关注终端销售情况。

图 27：2017 年-2018 年主要家电品类月度销量增速

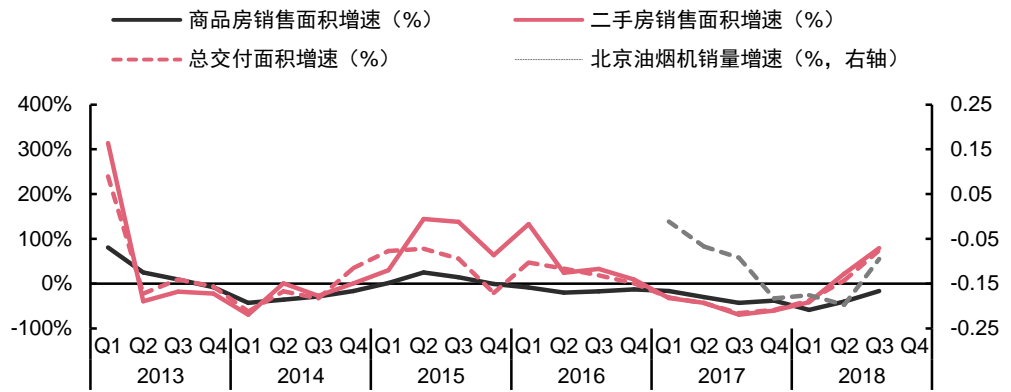


资料来源：产业在线，中信证券研究部估算

政策：2019 年家电补贴政策有望大概率出台，改善行业悲观预期。本轮家电销量下行周期以来，2018 年 9 月左右市场曾讨论过汽车、家电是否会重出刺激政策。根据我们《家电行业专题研究报告—上轮补贴回顾与未来政策猜想》(2018-9-27) 报告分析，原有三种家电补贴政策预计对销量的提振效果有限，刺激乘数不到 2，对龙头公司影响在十亿量级。但不容忽视，政策的出台有望托底行业，并且叠加家电较强的溢价能力，龙头盈利能力有望超预期。

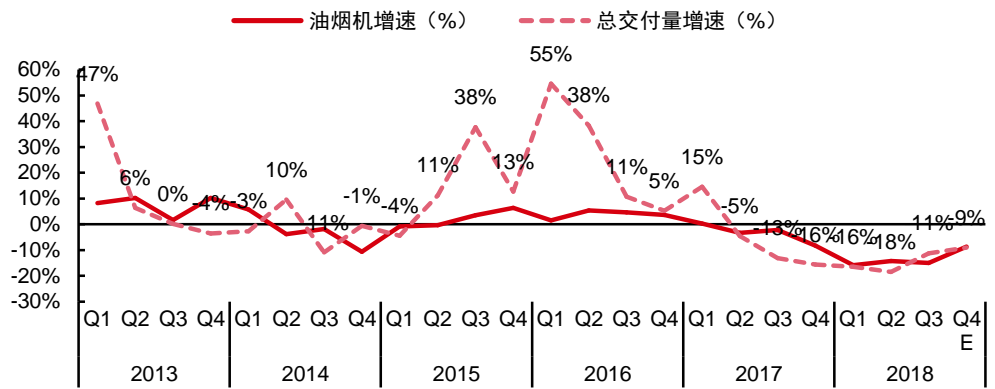
地产：2019 年全国地产销售增速预计持续下滑，一二线或结构性改善，交付量或有所回暖。根据我们在《家电行业专题研究—重构预测厨电需求的先行指标》(2018-12-17) 报告中所提及的，交付量产生的需求由二手房和新房组成。从 2017Q4 开始，我们看到北京为代表的一线城市二手房市场开始持续回暖。

图 28：全国总房屋交付量分季度增速



资料来源：国家统计局，中怡康，中信证券研究部测算

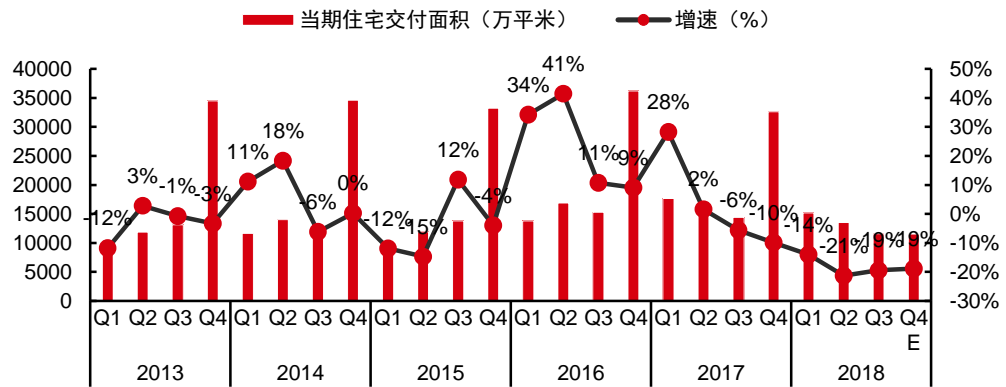
图 29：全国总房屋交付量分季度增速



资料来源：国家统计局，中怡康，中信证券研究部测算

目前约束房屋总交付量继续回暖的核心在于新房部分尚未出现改善。增速尚未回暖的原因在于地产资金面紧张，房地产开发企业通过拉长竣工周期来缓解当期现金开支。2019 年地产资金面紧张状况有望缓解，竣工交付面积或出现显著改善，有望带动家电需求恢复。

图 30：新房交付量分季度增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

总结来看：2019 年与 2012 年在基数、库存去化周期、补贴预期以及地产方面有着许多类似之处。在多维度共振的促进下，我们认为销量 19H2 有望触底回升，在这个过程中，伴随市场预期的持续改善，估值有望提前反应。

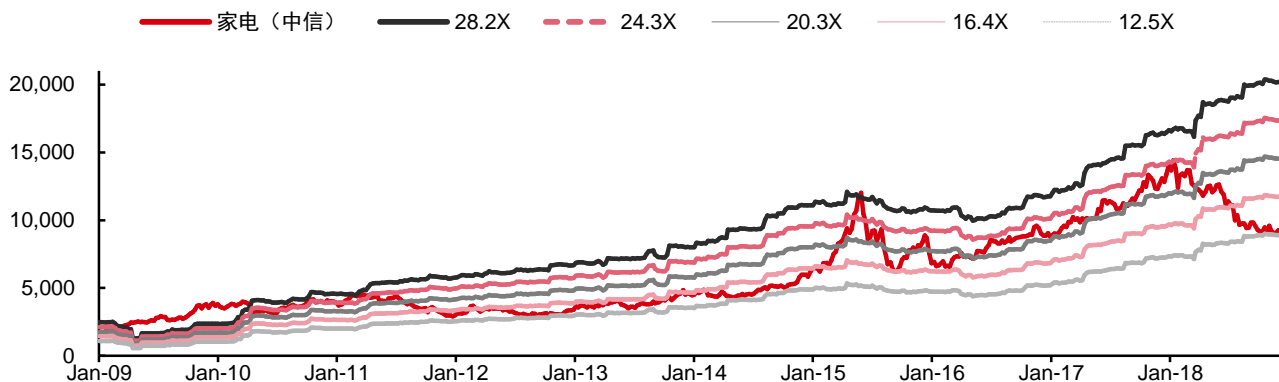
因素 3：2012 年初行业低估值叠加业绩确定性强，2019 年配置性价比同样较高

2012 年家电板块走势良好的第 3 个因素是 2012 年初家电板块估值处于历史底部，全市场同样处于弱市周期。在弱市中，家电板块由于格局稳定，龙头业绩更加确定，在基本面确定触底后具备吸引力。

板块整体：2012 年估值历史最低，2018 年底已回到 2012 年水平

当前家电板块估值为历史低位，提供足够安全垫。回顾家电板块估值，历史上的最低值发生在 2012 年 11 月，PE-ttm 跌至 12.6x，主要由于整体市场带动下。2018 年 12 月 28 日估值跌至 12.3，跌破历史低值，本轮下跌主要由于厨电板块估值大幅低于历史前低值。

图 31：2009-2018 年家电板块 PE-BAND

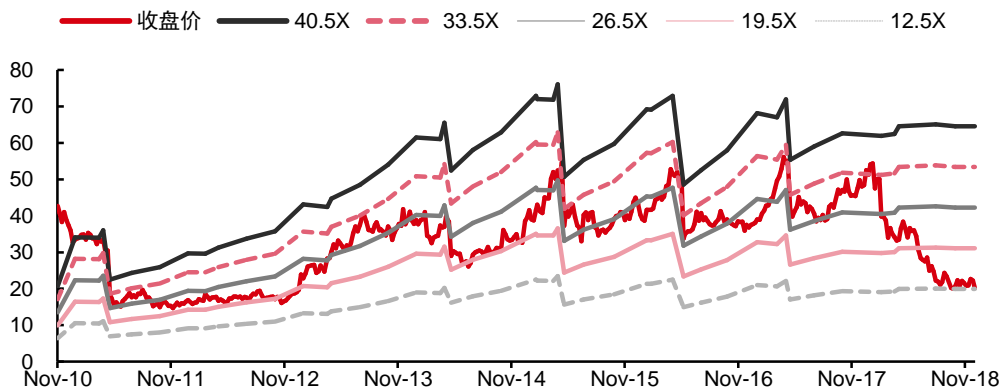


资料来源：Wind，中信证券研究部

个股：2018 年老板电器跌破历史低值，格力接近 2015 年历史低值

老板电器：上轮低点发生在 2012 年 11 月，PE-ttm 低值为 18.2x。2018 年 12 月底 PE-ttm 为 12.7x，远低于上一轮低值。老板电器本轮估值下跌最主要的原因在于市场对于企业长期业绩成长性的担心：一方面来自地产需求的减少带来短期销量承压，另一方面地产限价以及消费升级趋势放缓使市场对于产品价格提价预期悲观。

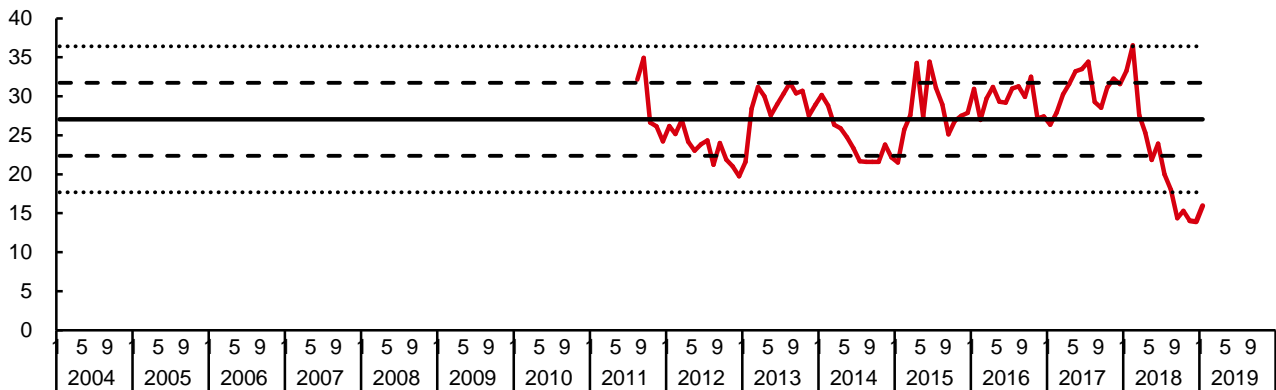
图 32：2010 年上市至今老板电器 PE-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

回顾 2012 年估值，老板电器 2012 年 1 月估值为 23.0x，低于估值中位数 27.0x。2012 年年中受大盘影响估值进一步下调至 18.2x（2012 年 11 月），此后在年末估值出现修复，PE-ttm 恢复至 22.7x。

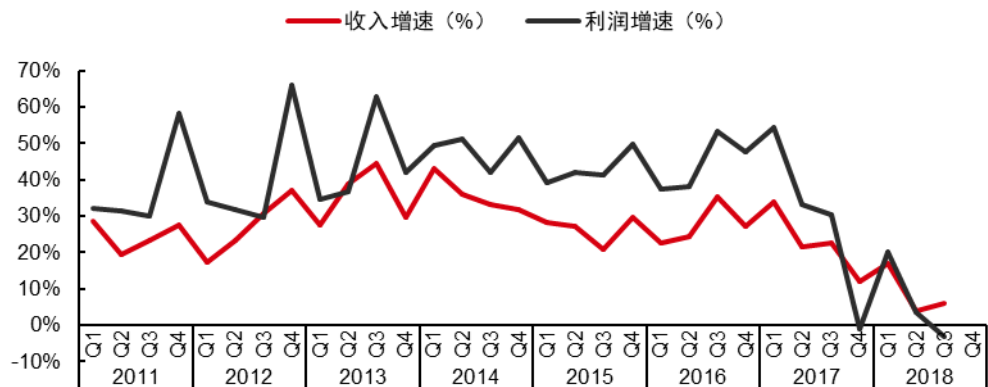
图 33: 2011 年上市至今老板电器 PE 偏离中位数程度(TTM)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

但我们认为当期股价对上述担忧过分反应。2016 年国统局数据显示, 农村油烟机保有量仅 18.4 台/百户, 城镇保有量为 71.5 台/百户, 长期看三四线城市和农村地区仍有大幅提升空间。此外, 企业可通过提升嵌入式产品配套销售来提升客单价保证价格成长性。

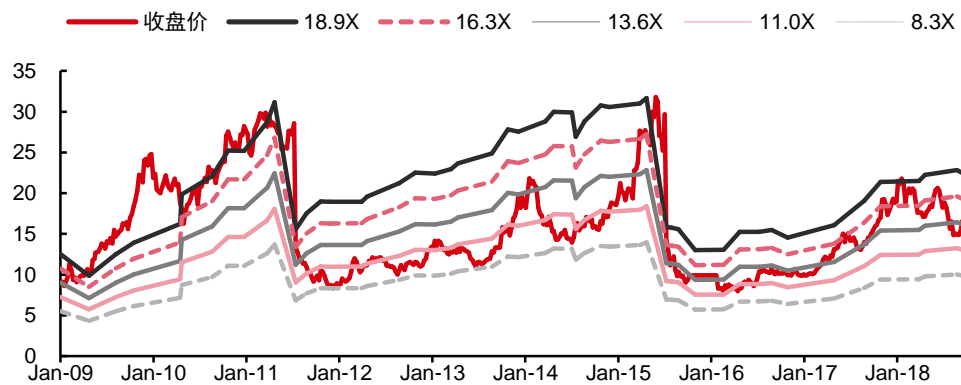
图 34: 2010-2018 年老板电器收入和利润增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

青岛海尔: 上轮低点发生在 2011 年 12 月, PE-ttm 低值为 8.3x, 主要由于家电下乡刺激政策退出, 市场对于后续家电需求预期悲观。海尔冰箱收入份额较大, 空调份额相对较少。在 2007-11 年刺激政策中冰箱补贴力度和规模较大, 因此在政策退出时股价受影响较大, 但在 2014 年 11 月空调价格战中青岛海尔受影响略小于其他白电企业, 估值在 2014 年 11 月保持在 10.0x 以上。2018 年 12 月 PE-ttm 低值为 11.3x, 12 月底恢复至 12.0x, 虽然高于历史低值, 但我们认为估值已达底部。青岛海尔本轮低点估值高于 2012 年低点, 原因在于当前无冰洗补贴政策退出的负面因素, 目前估值已接近 2016 年“股灾”以及 2014 年价格战阶段, 下行风险已得到有效释放。

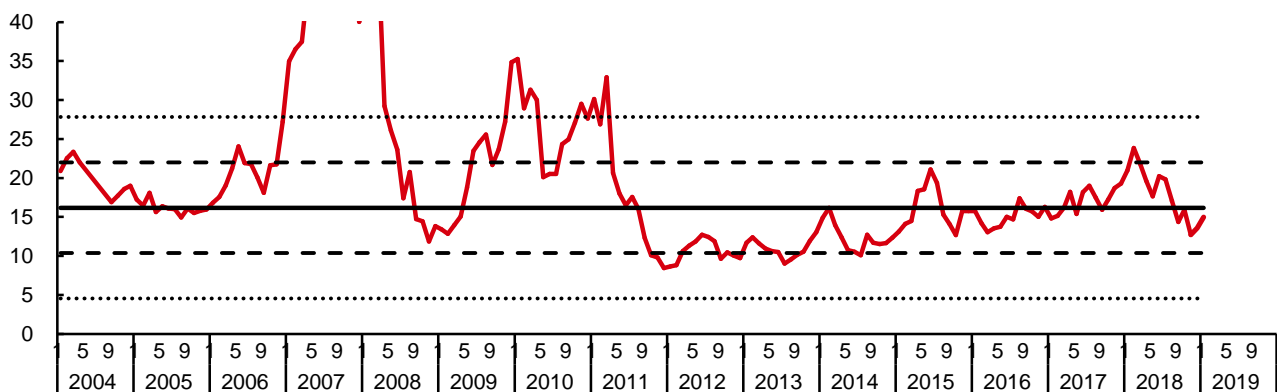
图 35：2009-2018 年青岛海尔 PE-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

回顾 2012 年估值，青岛海尔 2012 年 1 月估值为 8.8x，低于估值中位数 16.2x，三月份恢复至 12.0x，2012 年年中受大盘影响估值进一步下调至 9.3x（2012 年 8 月），在年末估值出现修复，PE-ttm 恢复至 12.0x（2013 年 1 月）。

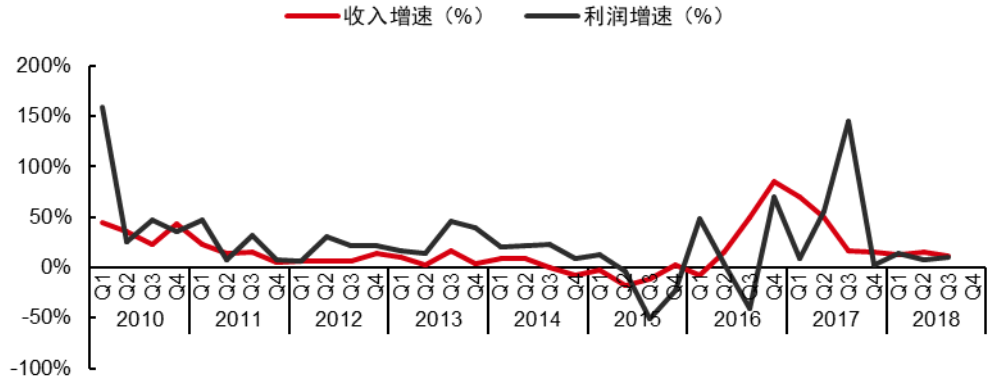
图 36：2004-2018 年青岛海尔 PE 偏离中位数程度(TTM)



资料来源：Wind，中信证券研究部

未来看公司冰洗产品强势，高端布局领先。公司高端品牌卡萨帝布局领先，2018 年有望实现 40%以上规模增长，随着规模逐步放大有望进一步提升公司盈利能力。在原材料成本改善以及补贴预期不断强化过程中，公司有望实现业绩和估值的双重提升。

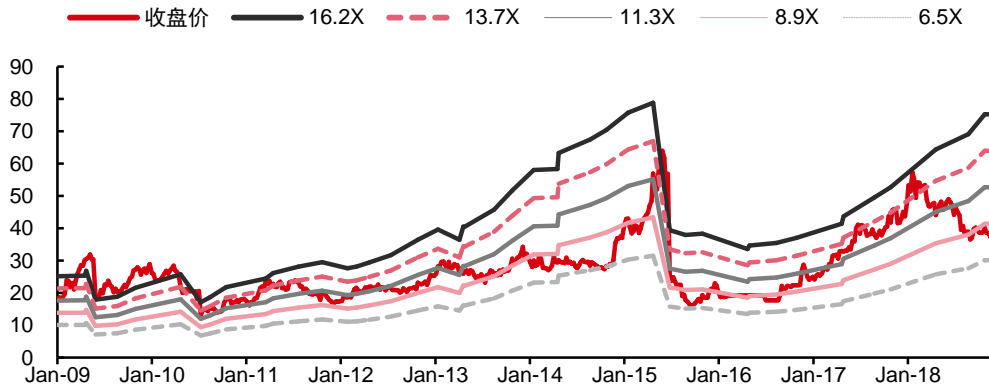
图 37：2010-2018 年青岛海尔收入和利润增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

格力电器：上轮低点发生在 2014 年 11 月，PE-ttm 低值为 6.5x，主要由于空调库存高企以及价格战的发生。2018 年 12 月底 PE-ttm 为 7.7x，高于历史低值，对比 2012 年的低值 9.5x。格力电器本轮估值下跌有限主要在于企业销量增长显著高于行业增速。

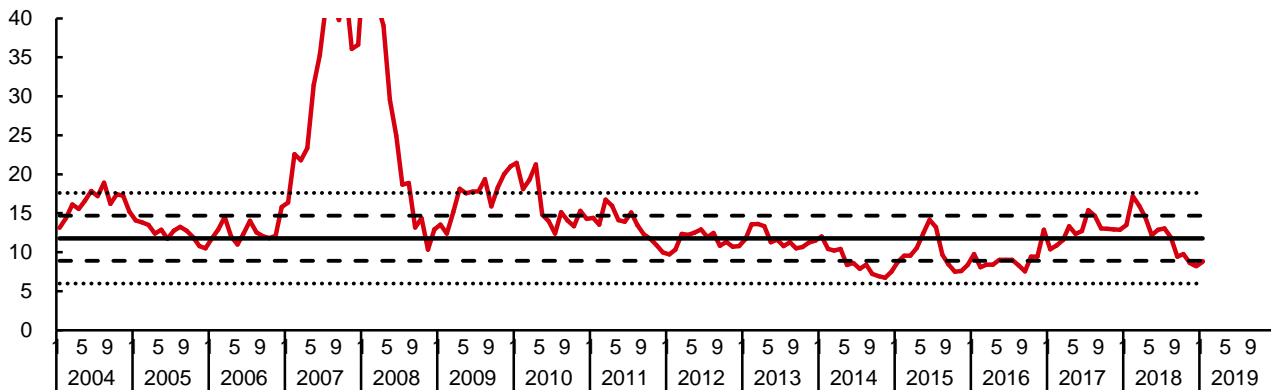
图 38：2009-2018 年格力电器 PE-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

回顾 2012 年估值，格力电器 2012 年 1 月估值为 9.5x，低于估值中位数 11.8x，三月份恢复至 12.3x，2012 年年中受大盘影响估值进一步下调至 10.0x（2012 年 12 月），在年末估值出现修复，PE-ttm 恢复至 11.5x（2013 年 1 月）。

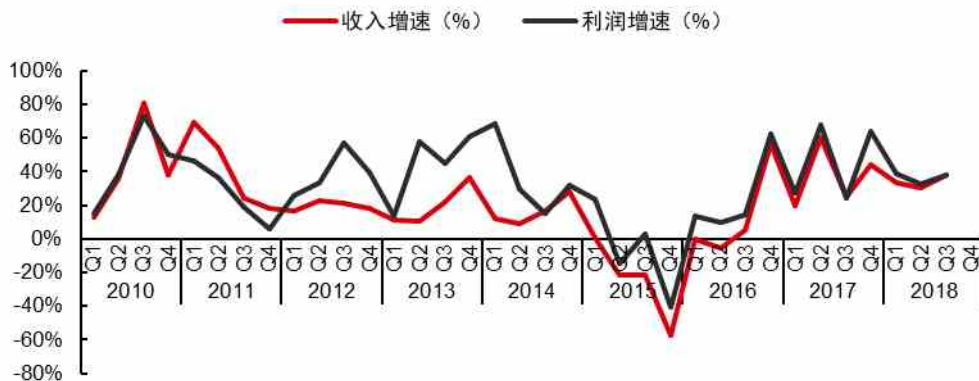
图 39: 2004-2018 年格力电器 PE 偏离中位数程度(TTM)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

后续需重点关注渠道库存变化以及终端价格变动。尽管空调行业渠道库存高于合理水平,若 2019 冷年旺季未能实现产品热销,仍不排除出现价格竞争的情况。旺季是否热销同时受地产以及天气影响,后续需进一步持续跟踪。

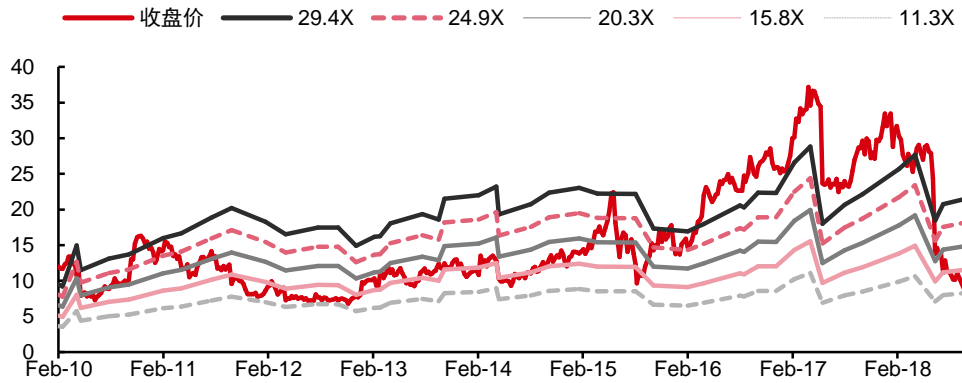
图 40: 2010-2018 年格力电器收入和利润增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

华帝股份:上轮低点发生在 2012 年 01 月, PE-ttm 低值为 11.3x, 主要由于地产调控下业绩下滑导致。2018 年 12 月底 PE-ttm 为 12.2x, 略高于历史低值。华帝股份本轮估值下跌同样由于地产周期影响下的业绩下行以及渠道库存风险。从第三方数据观察, 2018Q4 公司油烟机销量增速与 Q3 情况类似, 但公司通过减少出货的方式改善渠道库存规模, 因此我们预计 Q4 业绩将略低于 Q3 情况。若 2019 年地产转好, 库存水平更加合理将提供更大的业绩向上弹性。

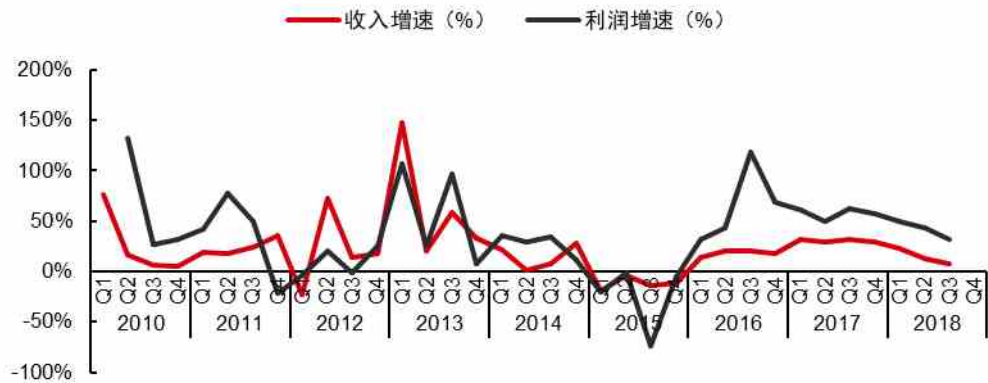
图 41：2010-2018 年华帝股份 PE-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

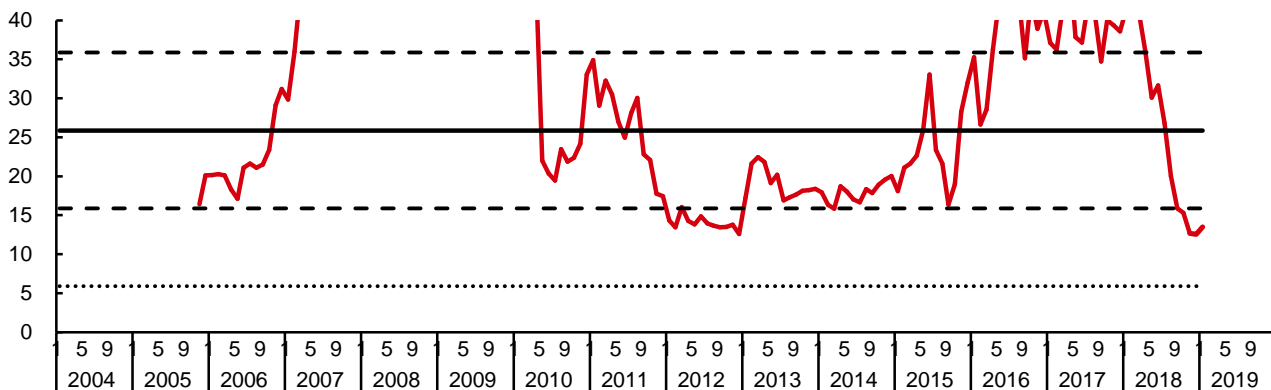
回顾 2012 年估值，华帝股份 2012 年 1 月估值为 11.3x，低于估值中位数 25.9x，三月份恢复至 16.0x，2012 年年中受大盘影响估值进一步下调至 11.4x（2012 年 11 月），最后在年末估值出现修复，PE-ttm 恢复至 19.3x（2013 年 1 月）。

图 42：2010-2018 年华帝股份收入和利润增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43: 2004-2018 年华帝股份 PE 偏离中位数程度(TTM)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

总结来看: 家电板块、重点个股的估值均处于历史相对较低低位, 尤其是厨电板块龙头当前配置的性价比很高, 预计 2019H2 行情有可能与 2012Q4 类似。

2019 展望: 以史为鉴, 有望再现 2012 年行情

2019 年有望复现 2012 年期间变化。报告开头我们对比了 2012 年与 2019 年在各自年初的状态, 两个节点有着许多的相似之处, 均处在多维度负面因素叠加的时点。但通过回顾我们看到 2012 年期间各项负面因素的转好, 并带动板块实现显著的超额收益。对照 2019 年, 我们认为尽管宏观经济仍无法预见显著好转, 但在地产、原材料、补贴方面都存在好转迹象, 共同推动行业销量和企业盈利能力出现回暖。

表 10: 2012 年年初与 2019 年年初各因素对比

	2012 年全年	2019 年全年
宏观	国内增速换挡, 海外债务危机影响出口;	国内社销增速放缓, 需求疲弱; 贸易摩擦走向协商;
地产	2012Q2 商品房销售增速回暖; 保障房建设高增速拉动家电需求	从 2018Q4 开始一线二手房出现复苏迹象, 当前市场开始预期 19 年一二线改善; 19 年地产资金面紧张状况有望缓解, 有望出现集中竣工交付带动家电需求
原材料	全年原材料价格持续下降带来企业毛利率提升	2018Q4 原材料价格开始下降; 有望提升企业盈利能力
补贴政策	节能补贴政策 5 月落地	发改委表示 19 年会出台, 市场存在政策预期
家电销量	2012Q2 空调终端销售增速环比持续回暖; 行业处在库存去化持续	2018Q4 终端增速环比单季度改善; 行业处在库存去化阶段

资料来源: 中信证券研究部整理

变与不变, 期待 2012 年行情再现。基本面的多维度相似有望推动家电复现 2012 年行情, 若参考 2012 年家电板块走势, 我们认为 2019 年行情大致可以分为两个阶段。预计第一阶段为 19Q1 期间, 阶段 1 主要关注低估值下, 市场博弈补贴、地产政策边际改善, 类似 2012 年年初行情; 第二阶段为 19Q2 之后, 预期销量筑底后, 在毛利率成本下滑 & 政策补贴下带动盈利能力改善, 掌控较高定价权的白电龙头将最为受益。

■ 风险因素

宏观消费持续下滑；地产政策放松低于预期；补贴政策出台进程不及预期；消费电子龙头进入破坏竞争格局；全球贸易摩擦升级影响出口。

■ 投资建议

展望 2019：变与不变，期待 2012 年行情再现。我们能发现家电板块 2019 年年初与 2012 年年初有着诸多相同因素：都是处于历经半年下滑之后的悲观时刻，同时原材料成本下行、地产边际回暖预期，以及潜在政策补贴预期逐步出现。**若参考 2012 年家电板块走势，我们认为 2019 年行情大致可以分为两个阶段。**预计第一阶段为 19Q1 期间，阶段 1 主要关注点在于地产政策、补贴政策边际改善；第二阶段为 19Q2 之后，预期销量筑底后，在毛利率成本下滑&政策补贴下带动盈利能力改善，掌控较高定价权的白电龙头将最为受益。

以史鉴今，2012 年市场以悲观预期起步，最终受益于盈利能力超预期、下半年增速触底，以及低估值业绩高确定性下，板块受益显著。类似 2012 年，我们认为，当前同样因素正在积极发酵，维持“强于大市”的行业评级。重点关注溢价能力最强，业绩确定性最高的龙头，如青岛海尔、格力电器、小天鹅 A、美的集团等；此外，建议关注当前估值低，有望受益地产政策边际放松的龙头，如老板电器、欧普照明、华帝股份等

表 11：家电板块重点跟踪公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
格力电器	39.48	3.72	4.84	5.44	6.24	7	8	7	6	买入
美的集团	42.09	2.66	3.16	3.70	4.28	12	13	11	10	买入
青岛海尔	15.18	1.14	1.23	1.42	1.62	11	12	11	9	买入
老板电器	23.94	1.54	1.58	1.81	2.05	31	15	13	12	买入
华帝股份	9.46	0.88	0.78	0.98	1.22	34	12	10	8	买入
欧普照明	27.90	1.18	1.45	1.84	2.34	37	19	15	12	买入
奥佳华	16.99	0.63	0.85	1.13	1.49	31	20	15	11	买入
浙江美大	11.02	0.48	0.68	0.94	1.30	36	16	12	8	未评级

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
一致预期

备注：股价为 2019 年 01 月 21 日收盘价，浙江美大为 wind

■ 相关研究

家电观察系列 11—探秘公牛 No.7: 五金店的“五问五答”	(2019-01-04)
一张图看懂产业在线 11 月冰箱数据	(2018-12-28)
一张图看懂产业在线 11 月洗衣机数据	(2018-12-28)
家电行业专题报告—浅析家电企业高端品牌塑造之路	(2018-12-27)
一张图看懂 11 月中怡康家电数据	(2018-12-20)
一张图看懂 11 月产业在线空调数据	(2018-12-20)
家电观察系列 10—探秘公牛 No.6: 动手拆解, 于细节处见真章	(2018-12-20)
家电行业专题研究—重构预测厨电需求的先行指标	(2018-12-17)
家电观察系列 9—探秘公牛 No.5: 图文详解“新国标”	(2018-12-14)
家电观察系列 8—探秘公牛 No.4: 市场格局的减法	(2018-12-11)
家电观察系列 7—探秘公牛 No.3: 市场空间的加法	(2018-12-07)
一张图看懂 10 月产业在线洗衣机数据	(2018-11-29)
一张图看懂 10 月产业在线冰箱数据	(2018-11-29)
一张图看懂 10 月产业在线空调数据	(2018-11-20)
家电行业专题报告—双 11: 高端、智能家电热销	(2018-11-13)
家电观察系列 4—聊聊历史, 厨电买点在何时	(2018-11-13)
家电行业 2018 年三季度业绩回顾及展望—短期承压, 夯实底部	(2018-11-06)
家电行业重大事项点评—从海尔 D 股上市之后聊起	(2018-10-31)
一张图看懂 9 月产业在线冰箱数据	(2018-10-30)
一张图看懂 2018 年 9 月洗衣机数据	(2018-10-30)
家电行业专题研究报告—持仓调整风险释放, 行业筑底长期向好	(2018-10-29)
一张图看懂奥维云网 9 月智能电视数据	(2018-10-23)
一张图看懂 9 月产业在线空调数据	(2018-10-19)
家电行业重大事项点评—从青岛海尔发行 D 股聊起	(2018-10-16)
家电观察系列 3—公牛集团“十问十答”	(2018-10-11)
一张图看懂 8 月产业在线冰箱数据	(2018-10-08)
一张图看懂 2018 年 8 月洗衣机数据	(2018-09-28)
一张图看懂奥维云网 2018 年 8 月智能电视数据	(2018-09-28)
家电行业专题研究报告—上轮补贴回顾与未来政策猜想	(2018-09-27)
家电行业 2018 年中报业绩回顾及展望—2018H1: 业绩稳健, 龙头依旧	(2018-09-05)
一张图看懂 7 月洗衣机数据	(2018-08-28)
家电经销商调研快报之二—无锡国美: 海外品牌占比过半, 持续发力新品	(2018-08-27)
家电经销商调研快报之一—无锡苏宁: 发力新品, 低线市场份额提升	(2018-08-24)
家电观察系列 2—空调市场的两极	(2018-08-20)
家电观察系列 1—棚改货币化与厨电	(2018-08-15)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。