



家用电器业

2016.11.03

行业持续回暖，预计 Q4 增长再加速

——2016 年三季报业绩回顾

	范杨 (分析师)	曾婵 (分析师)	王奇琪 (研究助理)
	021-38675923	0755-23976520	021-38032028
	fanyang@gtjas.com	zengchan@gtjas.com	wangqiqi@gtjas.com
证书编号	S0880513070007	S0880515030002	S0880116080374

本报告导读：

家电行业 2016Q3 收入加速增长，盈利能力继续提升，预计 2016Q4 家电板块将继续在白电业绩带动下高增长，维持家电行业“增持”评级。

摘要：

收入增速抬头，盈利能力持续提升，维持家电行业“增持”评级

家电行业 2016Q3 收入加速增长，盈利能力继续提升，在 2015Q4 低基数效应下，预计 2016Q4 家电板块将在白电业绩带动下实现更快增长。维持家电行业“增持”评级。核心推荐：1) 受益空调补库存周期的格力电器、美的集团、青岛海尔和三花股份；2) 预计 Q4 业绩优异的新宝股份、TCL 集团（面板持续涨价）、华帝股份、老板电器；3) 业绩优异，同时转型发展逐步落地的和晶科技、康盛股份和国盛金控。

空调进入补库存周期，行业回暖将会持续

回顾家电行业三季报，剔除青岛海尔的影响，白电收入和利润齐升，空调补库存带动的行业回暖非常明显，我们预计空调补库存周期从 2016Q3 开始，将会持续 4-6 个季度，行业基本面将持续回暖。此外，黑电行业受互联网企业低价战略的冲击降低，竞争环境宽松不少，硬件厂商业绩普遍回升。厨电和小家电厂商受益消费升级趋势的逻辑不改，收入稳健增长，盈利能力持续快速提升。

毛利率持续提升，带动 Q3 行业盈利能力的提升

家电各子板块盈利能力继续提升，并且增速加快，白电（剔除青岛海尔）、黑电、厨电、小家电 EBIT 率分别为 10.5% (+0.9%)、2.2% (+0.4pct)、10.9% (+2.1pct)、12.4% (+2.0pct)。家电行业 2016Q3 盈利能力继续提升的来源是毛利率的进一步提升。2016Q3 家电行业毛利率为 24.6%，同比提升 0.2pct，白电受格力调整返利政策影响，毛利率略有下降，黑电、厨电和小家电毛利率均有提升。具体来看，白电、黑电、厨电、小家电毛利率分别为 28.1% (-2.5pct)、16.3% (+1.9pct)、44.4% (+3.8pct)、29.6% (+2.3pct)。

预计 2016Q4 家电板块收入利润将加速增长

空调行业已进入补库存周期，在 2015Q4 低基数基础上，预计 2016Q4 白电将会出现更快增长；厨电收入受益地产后周期和消费升级趋势，业绩将保持高增长；小家电进入消费升级大周期，龙头收入、利润增速有望维持在较高水平。综合来看，2016Q4 家电板块业绩将会延续 2016Q3 的增长逻辑，并表现出更大的弹性。空调补库存和消费升级（厨电、小家电）将成为家电行业 2016Q4 业绩的两大看点。

风险：空调补库存节奏低于预期，地产成交量趋势性下滑。

评级：增持

上次评级：增持

细分行业评级

相关报告

家用电器业：《寻找成长新品类 3：净水器》

2016.10.17

家用电器业：《空调补库存启动，行业业绩增速抬头》

2016.10.11

家用电器业：《寻找成长新品类 2：洗碗机》

2016.09.07

家用电器业：《业绩改善趋势明确，下半年有望加速恢复》

2016.09.05

家用电器业：《9 月，开始寻找新的价值提升动力》

2016.09.01

目 录

1. 家电行业 Q3 收入加速增长，景气度上行	3
1.1. 受益于空调补库存，白电收入明显回暖	3
2. 毛利率快速提升，带动家电行业 Q3 盈利能力提升	4
2.1. 家电行业实际盈利能力持续提升	5
2.1.1. 家电各子板块利润增速均高于收入增速	5
2.1.2. 汇兑收益同比下降，财务费用率有所上升	5
2.1.3. EBIT 率提升，盈利能力向好	6
2.2. 主要动因：毛利率继续提升	6
3. 空调进入补库存周期，行业回暖将会持续	7
4. 业绩回暖将再加速，“增持”家电行业	7

1. 家电行业 Q3 收入加速增长，景气度上行

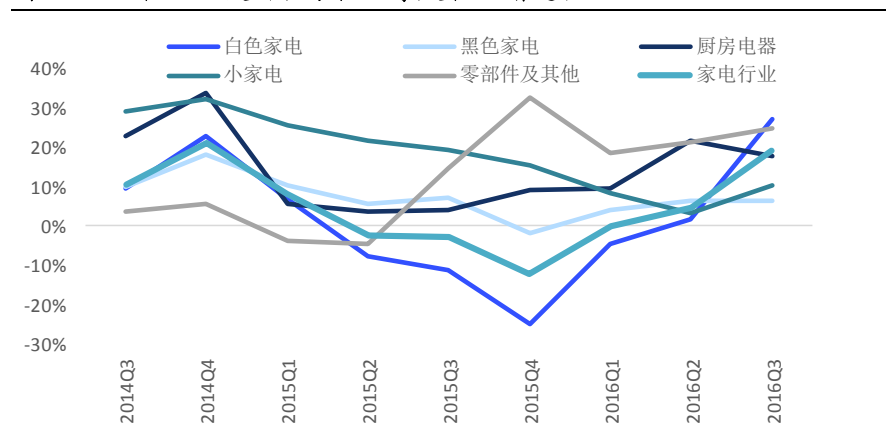
家电行业收入自 2016 年以来连续三个季度恢复，且各子行业均为正增长。受益于空调去库存结束，进入补库存周期，白电收入最为靓丽，增速最快。黑电收入继续保持个位数增长，环比基本持平。

1.1. 受益于空调补库存，白电收入明显回暖

白电行业收入增速逐步恢复，带动 2016Q3 家电行业收入大幅上升 19.1%，收入增速环比提升 14.5pct。其中白电/黑电/厨电/小家电/零部件及其他收入增速分别为 27.2%、6.4%、17.8%、10.2%、24.8%，环比分别变化+25.4pct、+0.1pct、-3.9pct、+6.9pct、+3.6pct。

空调行业正式进入补库存周期，带动白电板块收入持续改善，子板块中景气度最高；继续受益于房地产后周期，厨电收入继续大幅增长；小家电龙头依旧表现稳健，带动小家电子板块收入增速回到两位数增长。

图 1. 白电收入回暖（各子板块季度收入增速）



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

白电板块：受空调补库存拉动，三大白电龙头表现均很优异，青岛海尔叠加并表影响，收入同比增长 50%，美的和格力也分别实现 34%和 5%的同比增长；另外行业竞争环境宽松，二线空调企业加速恢复，海信科龙和美菱电器收入分别同比增长 30.1%和 61.2%，增速环比增长 28pct 和 56pct，环比改善明显。

黑电板块：互联网品牌低价战略对硬件价格的冲击减弱，海信电器收入同比增长 8.1%，增速转正，面板价格在 2016Q3 反弹延续，TCL 集团继续受益，收入同比增长 6.9%。

厨电板块：继续受房地产拉动，厨电板块整体业绩保持高增长，老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气收入分别同比增长 35%、20%、39%、13%，万家乐收入增速略有下滑，其中老板电器和浙江美大收入增长提速，环比增速分别提升 11pct、6pct。

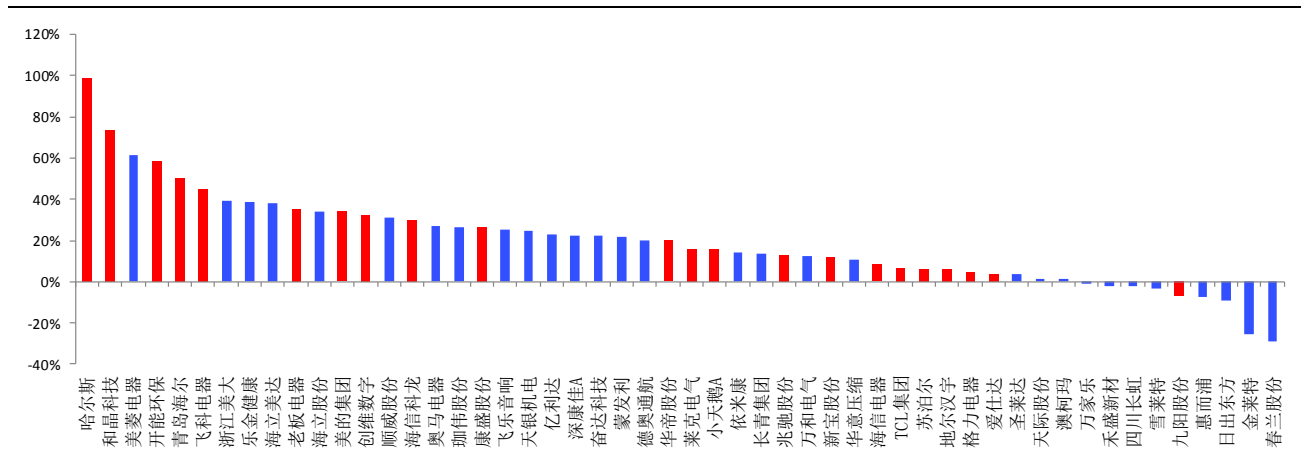
小家电板块：行业龙头苏泊尔、新宝股份、莱克电气和飞科电器分别同比增长 6%、12%、16%和 45%，综合前三季度来看，小家电龙头收入增速保持平稳。

表 1. 家电板块整体收入增速提升（2016Q2 收入增速）

白色家电	收入增速	黑色家电	收入增速	厨房电器	收入增速	小家电	收入增速	零部件及其他	收入增速
格力电器	5.04%	海信电器	8.09%	老板电器	35.28%	苏泊尔	6.23%	哈尔斯	98.75%
美的集团	33.99%	TCL 集团	6.86%	华帝股份	19.96%	爱仕达	3.93%	日出东方	-8.96%
青岛海尔	50.13%	创维数字	32.02%	浙江美大	39.22%	蒙发利	21.73%	亿利达	23.15%
小天鹅 A	15.98%	兆驰股份	12.78%	万和电气	12.53%	新宝股份	11.81%	天银机电	24.89%
海信科龙	30.11%	深康佳 A	22.61%	万家乐	-0.69%	莱克电气	16.19%	华意压缩	10.57%
惠而浦	-7.20%	四川长虹	-2.36%			飞科电器	45.08%	海立美达	38.10%
美菱电器	61.18%							雪莱特	-3.10%
奥马电器	27.28%							康盛股份	26.26%
春兰股份	-29.02%							和晶科技	73.57%
澳柯玛	1.29%							其他	
合计	27.16%	合计	6.38%	合计	17.84%	合计	10.20%	合计	24.82%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 2. 2016Q3 家电公司收入增长普遍较快（2016Q3 收入增速）



数据来源：Wind、国泰君安证券研究（注：我们覆盖的公司已标红）

2. 毛利率快速提升，带动家电行业 Q3 盈利能力提升

家电行业盈利能力提升。2016Q3 家电行业归母净利润增速环比提升 18pct 至 34.2%，主要归功于白电和黑电盈利能力的修复。各子板块中白电受青岛海尔下滑（GEA 收购费用确认所致）拖累，利润增速低于收入增速，其他子板块利润增速均高于收入增速，盈利能力提升明显。由于 2015Q3 人民币汇率大幅贬值，2016Q3 汇率贬值带来的汇兑收益同比略有下降。我们选用 EBIT 率（毛利率-销售费用率-管理费用率）的趋势可以更好地反映行业实际盈利能力的发展趋势。总体来看，财务费用的影响较小，除了白电，各子板块 EBIT 率均上升，厨电、小家电和零部件

EBIT 率提升幅度都在 2pct 以上，相当可观。

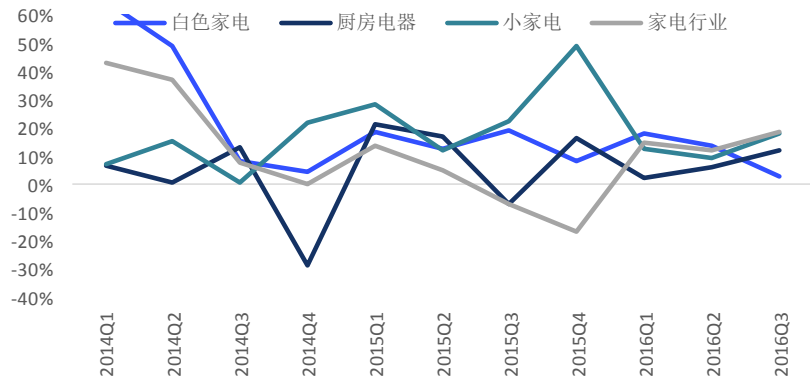
家电行业盈利能力提升的主因是毛利率的提升。具体来看，厨电的毛利率提升幅度最大，同时销售费用率也上升，但 EBIT 率上升依然明显；黑电价格战影响下降，毛利率大幅提升；白电受格力和海尔影响，毛利率和 EBIT 率均大幅下降；小家电毛利率、EBIT 率提升幅度最稳定，消费升级趋势继续。总体来说，家电行业 2016Q3 盈利能力继续提升的来源是毛利率的进一步提升。

2.1. 家电行业实际盈利能力持续提升

2.1.1. 家电各子板块利润增速均高于收入增速

2016Q3 家电行业归母净利润上升约 33%，高出收入增速 13.9pct。我们用利润收入增速差（归母净利润同比增速-收入同比增速）来衡量实际盈利能力的变化，白电、黑电、厨电、小家电和零部件归母净利增速分别为 16.9%、1079%、30.1%、28.2%和 31.6%，利润收入增速差分别为 -10.3pct、1073pct、12.3pct、17.9pct 和 6.7pct，剔除青岛海尔后，白电利润收入增速差为 2.7pct，依然为正，但有所收窄。家电各子板块利润增速均高于收入增速，反映家电行业盈利能力的持续提升。

图 3. 家电各子板块利润增速均高于收入增速（利润收入增速差）



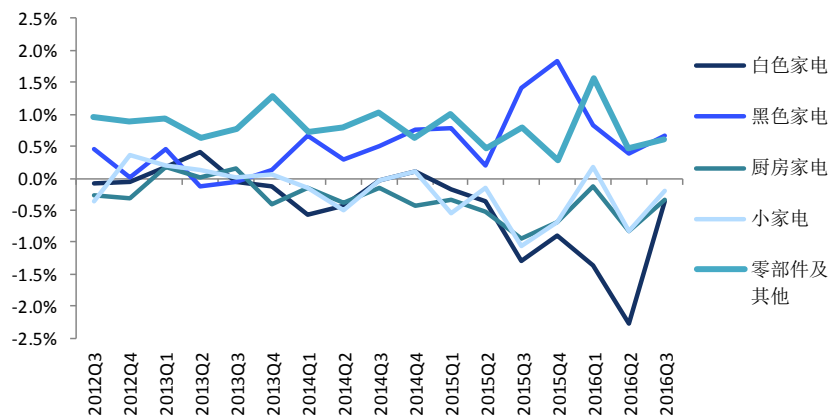
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：白电剔除青岛海尔影响

2.1.2. 汇兑收益同比下降，财务费用率有所上升

2015Q3 人民币发生大幅贬值，出口型家电企业汇兑收益相应增加，白电、厨电和小家电电子板块的财务费用率下降很明显，因为基数较高，白电、厨电和小家电 2016Q3 财务费用率分别小幅上升 0.9pct、0.6pct 和 0.9pct，汇兑收益同比下滑，但总体影响较小。

图 4. 财务费用率有所上升，影响有限



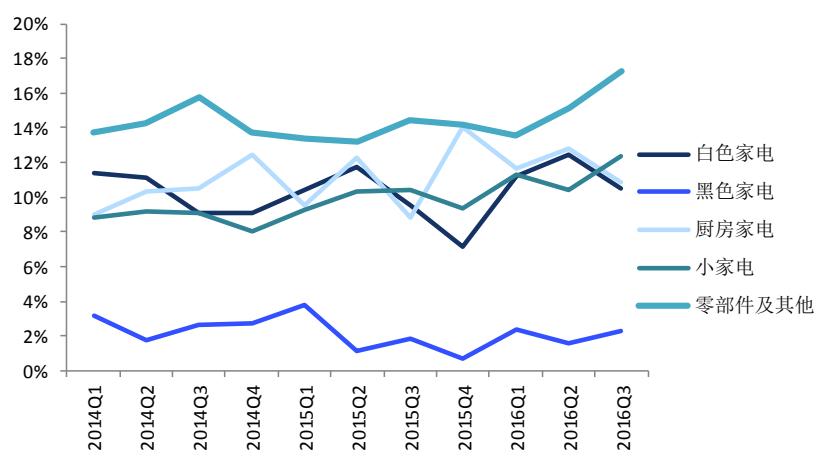
数据来源：国泰君安证券研究

2.1.3. EBIT 率提升，盈利能力向好

我们认为 EBIT 率（毛利率-销售费用率-管理费用率）的趋势可以更好地反映行业实际盈利能力的发展趋势。2015Q3，家电行业开始受空调去库存影响，2015Q3 和 2015Q4 的 EBIT 率同比显著下滑，2016Q3 家电行业整体 EBIT 率回升 1.2pct 至 8.2%。

各子板块 EBIT 率均回升，盈利能力提高，厨电和小家电板块 EBIT 率提升幅度最大。具体来看，白电（剔除青岛海尔）、黑电、厨电、小家电 EBIT 率分别为 10.5%（+0.9%）、2.2%（+0.4pct）、10.9%（+2.1pct）、12.4%（+2.0pct）。

图 5. 各子板块 EBIT 率同比均上升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

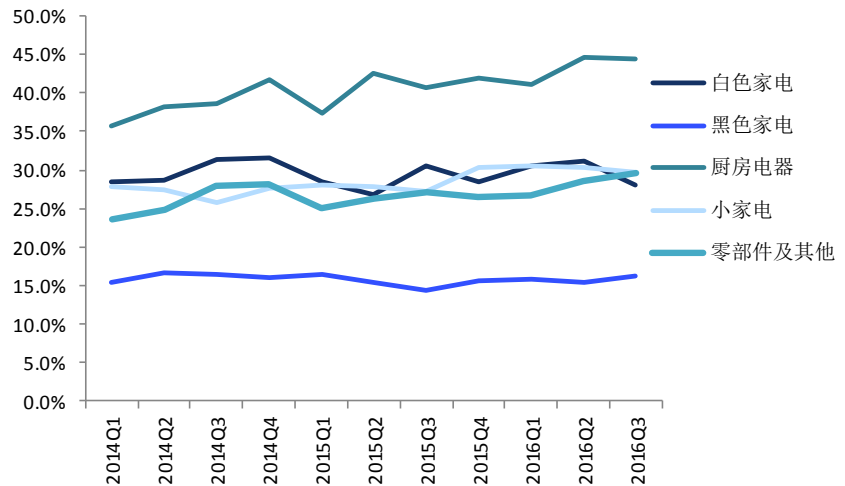
2.2. 主要动因：毛利率继续提升

家电板块毛利率持续提升，带动整体盈利能力的提升。2016Q3 家电行业毛利率为 24.6%，同比提升 0.2pct，白电受格力调整返利政策影响，

毛利率略有下降，黑电、厨电和小家电毛利率均有提升。具体来看，白电、黑电、厨电、小家电毛利率分别为 28.1% (-2.5pct)、16.3% (+1.9pct)、44.4% (+3.8pct)、29.6% (+2.3pct)。

子行业中，厨电和小家电在近年来毛利率提升幅度最大。在这两个子行业中，毛利率的提升主要来自高毛利产品占比的提高，消费升级对盈利能力的拉动效果明显。

图 6. 厨电小家电毛利率提升幅度最大



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3. 空调进入补库存周期，行业回暖将会持续

回顾家电行业三季报，剔除青岛海尔收购费用支出的影响，白电收入和利润齐升，空调补库存带动的行业回暖非常明显，我们预计空调补库存周期从 2016Q3 开始，将会持续 4-6 个季度，行业基本面将持续回暖。此外，黑电行业受互联网低价玩法的冲击降低，竞争环境宽松不少，硬件厂商业绩普遍回升。厨电和小家电厂商受益消费升级趋势的逻辑不改，收入稳健增长，盈利能力持续快速提升。

预计 2016Q4 家电板块收入利润将加速增长。具体来看，空调补库存逻辑被证实，同时 2015Q4 基数很低，2016Q4 白电将会出现高速增长；厨电收入受益地产后周期和消费升级趋势，业绩将保持高增长；小家电进入消费升级大周期，收入、利润增速有望保持较高水准。

综合来看，2016Q4 家电板块业绩将会延续 2016Q3 的增长逻辑，并表现出更大的弹性。空调补库存和消费升级（厨电、小家电）将成为家电行业 2016Q4 业绩的两大看点。

4. 业绩回暖将再加速，“增持”家电行业

家电行业 2016Q3 收入加速增长，盈利能力继续提升，在 2015Q4 低基数

效应下，预计 2016Q4 家电板块将在白电业绩带动下实现更快增长。维持家电行业“增持”评级。核心推荐：1) 受益空调补库存周期的格力电器、美的集团、青岛海尔和三花股份；2) 预计 Q4 业绩优异的新宝股份、TCL 集团（面板持续涨价）、华帝股份、老板电器；3) 业绩优异，同时转型发展逐步落地的和晶科技、康盛股份和国盛金控。

表 2. 重点覆盖公司盈利预测、目标价及评级一览表

公司	公司	现价	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价	投资
代码	名称	(元)	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	(元)	评级
000651	格力电器	22.4	1.87	2.58	2.93	15	11	10	28.9	增持
000333	美的集团	27.5	1.99	2.33	2.80	16	14	11	32.1	增持
002050	三花股份	10.8	0.37	0.45	0.54	39	32	27	14.5	增持
600690	青岛海尔	10.0	0.63	0.87	1.01	21	15	13	13.3	增持
002705	新宝股份	17.2	0.57	0.74	0.94	41	31	25	23.3	增持
002508	老板电器	37.8	0.96	1.59	1.96	48	29	24	46.1	增持
002035	华帝股份	27.2	0.55	0.88	1.09	52	33	26	28.8	增持
000100	TCL 集团	3.4	0.13	0.20	0.28	38	24	17	4.8	增持
300279	和晶科技	49.0	0.44	0.91	1.25	141	67	49	61.3	增持
002670	国盛金控	30.1	0.25	0.56	0.89	186	82	52	46.1	增持
002418	康盛股份	10.2	0.13	0.20	0.23	112	75	65	15	增持

数据来源：国泰君安证券研究

*现价为 11 月 2 日收盘价，PE 估值基于此收盘价计算。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		