

中国家电行业全球产业链重塑

——2018年家电行业投资策略

证券分析师：刘迟到 A0230515050001

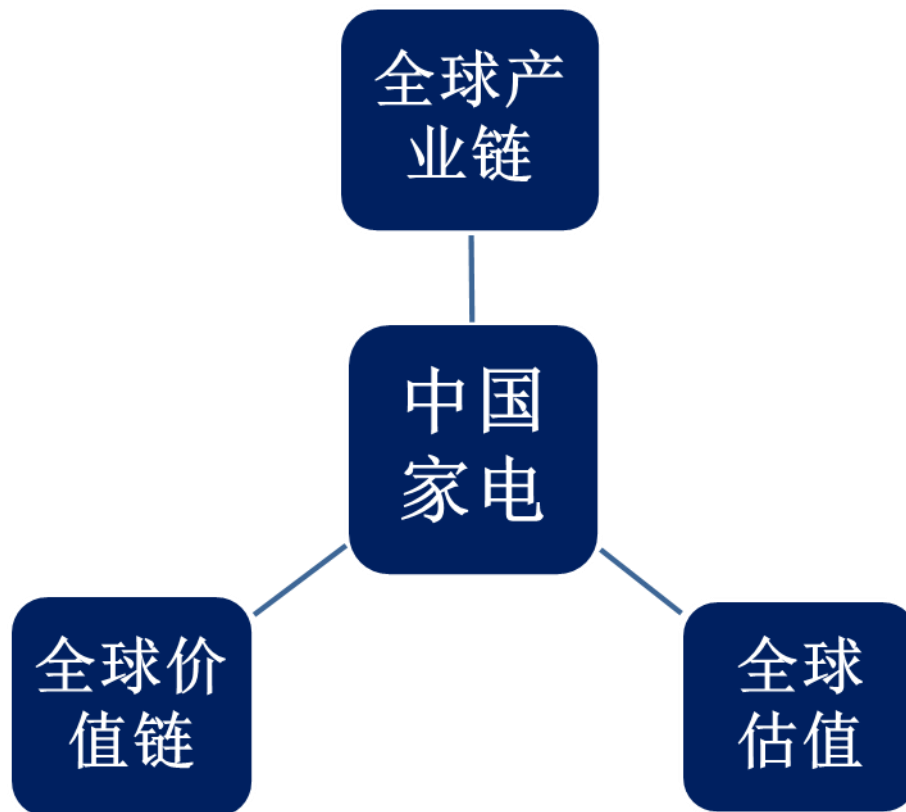
研究支持：马王杰

联系人：史晋星

2017.11.21



中国与全球价值链 | **申万宏源·2018资本市场年会**
China & Global Value Chain | Shenwan Hongyuan Securities · 2018 Capital Market Annual Conference



主要内容

1. 中国是全球家电产业链关键核心
2. 中国整机厂商占据价值链顶端
3. 国内家电公司估值景气向上
4. 2018行业判断：空调增速回落，冰洗平稳
5. 投资建议

1.1 中国成为世界家电行业最大生产和消费国

■ 中国家电生产规模占全球比例超60%

- 家电行业全球产能经历欧美、日韩主导，目前中国接棒成为全球最大家电生产国，2016年中国空调、冰箱生产比例分别占全球74%和52%。
- 中国空调、冰箱、洗衣机和彩电销量全球第一

全球彩电产量分布（万台）

排行	国家	产量	占比
1	中国	12495.7	49.80%
2	墨西哥	4480	17.90%
3	马来西亚	915	3.60%
4	越南	710	2.80%
5	印度	485	1.90%
6	印度尼西亚	380	1.50%
7	巴西	350	1.40%
8	泰国	320	1.30%
9	韩国	200	0.80%
10	日本	70	0.30%

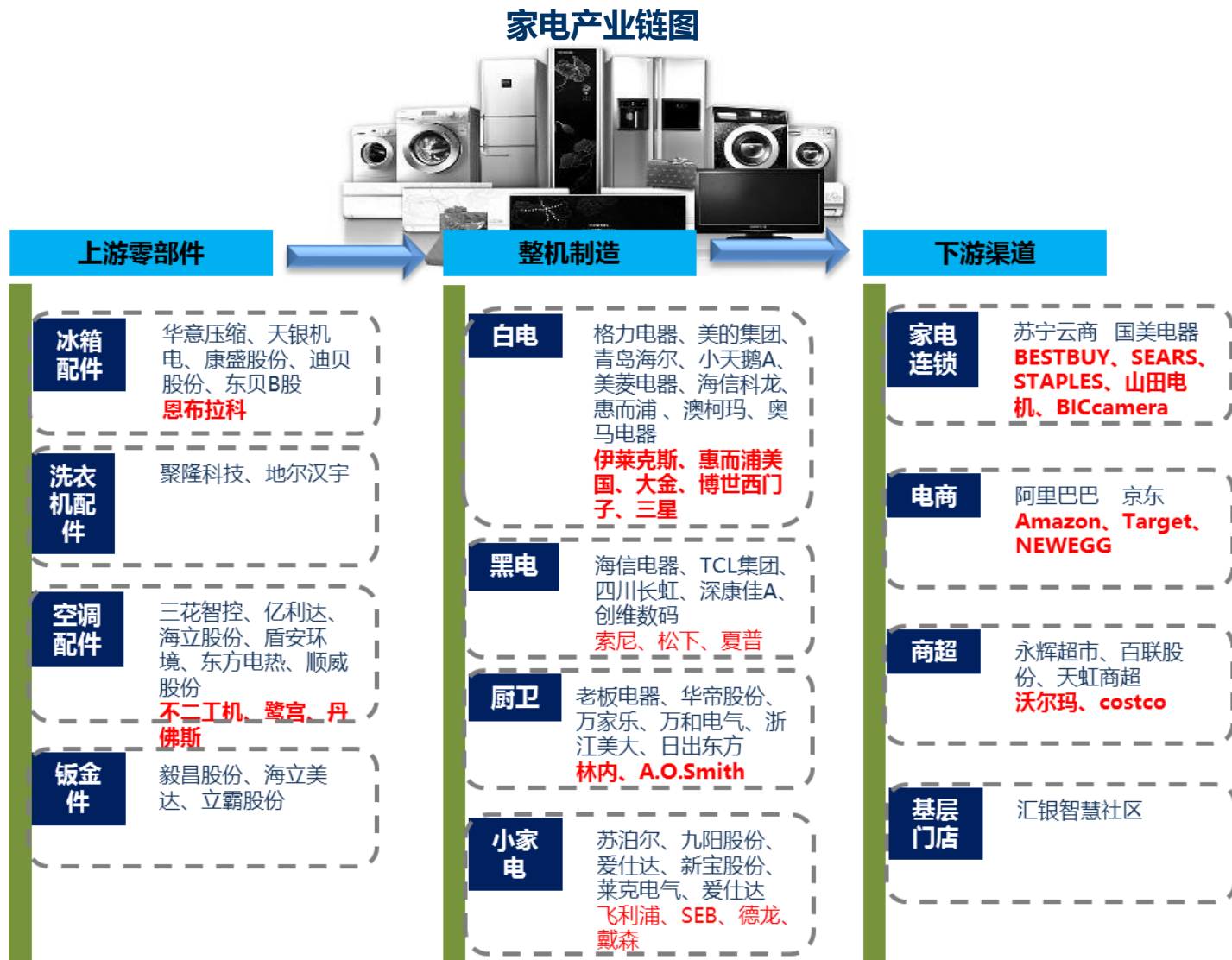
资料来源：产业在线，申万宏源研究

全球空调销量分布（万台）

排行	国家	销量	占比
1	中国	6965.8	52.30%
2	美国	913	6.90%
3	日本	738.5	5.50%
4	印度	626.3	4.70%
5	巴西	412.1	3.10%
6	韩国	255.7	1.90%
7	阿根廷	213.5	1.60%
8	印度尼西亚	201	1.50%
9	墨西哥	177.8	1.30%
10	沙特	168.2	1.30%

资料来源：产业在线，申万宏源研究

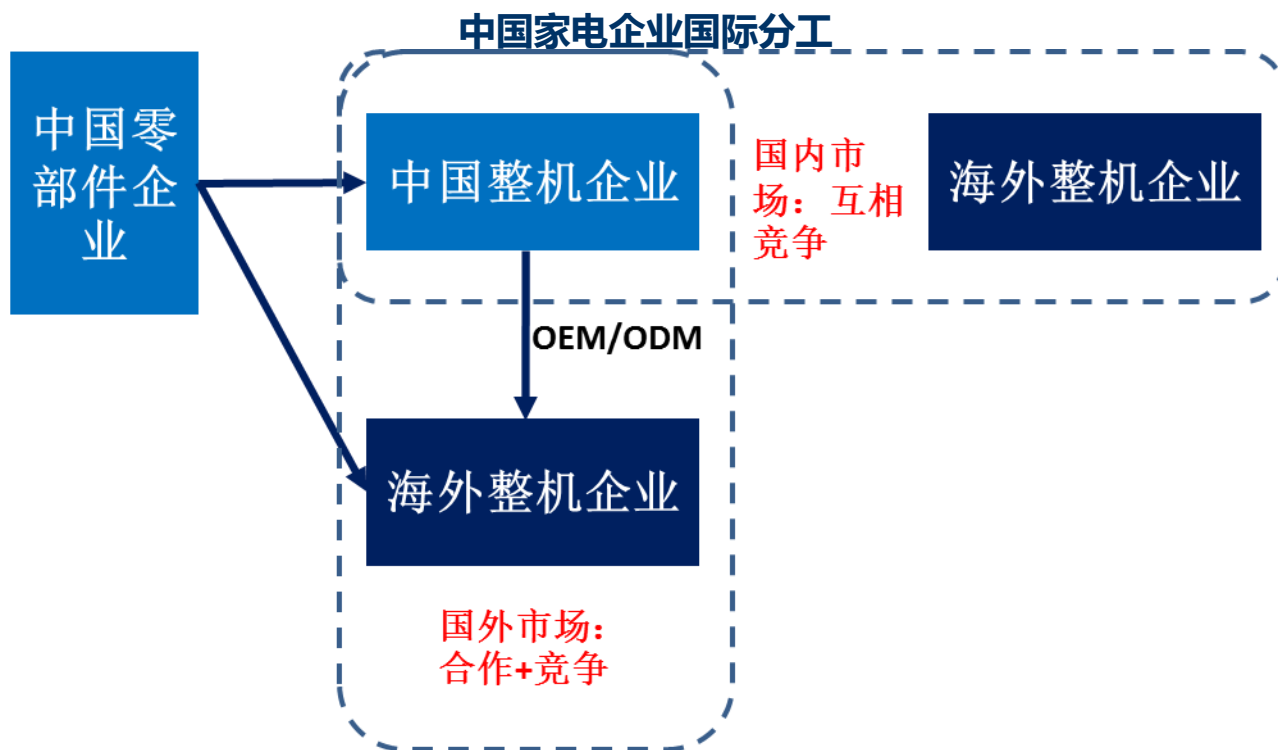
1.2 全球家电产业链：中国企业占据产业链各环节



资料来源：申万宏源研究

1.3.1 中国家电全球分工：自主品牌与OEM/ODM并存

- 国内家电整机厂商出口业务以OEM/ODM为主，与海外企业形成既竞争又合作的关系



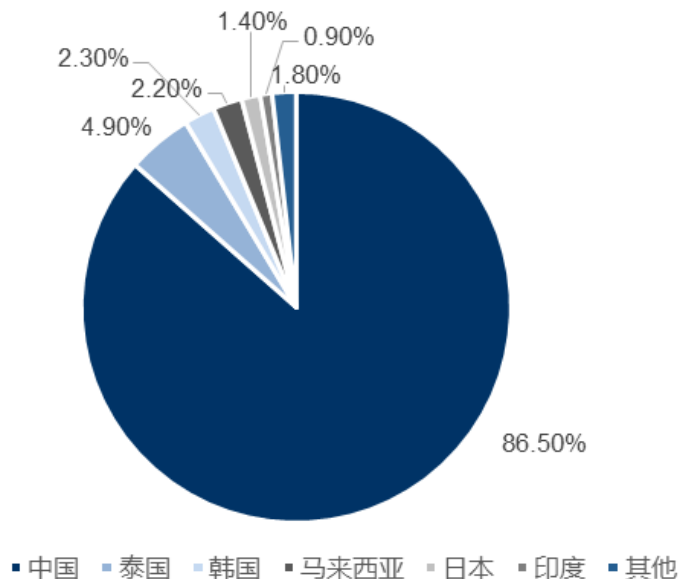
资料来源：申万宏源研究

1.3.2 中国家电全球分工：零部件企业全球供应

■ 国内零部件配套完善，形成庞大的供应体系，供应国内和国外主要家电企业

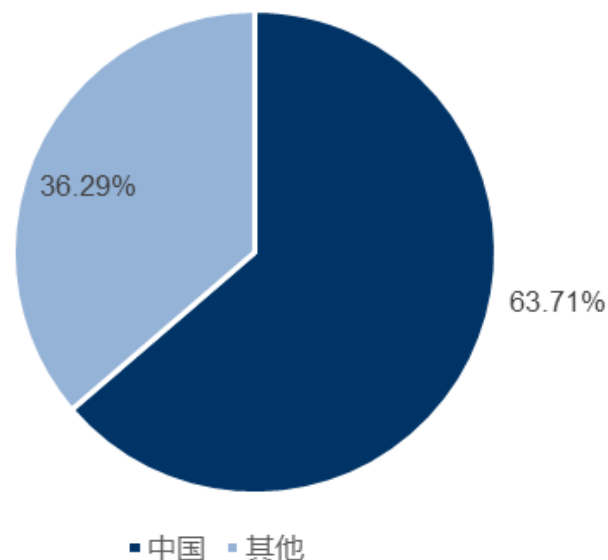
- 中国旋转压缩机产能1.89亿台，占全球产能86.5%；中国冰箱压缩机产能1.23亿台，占全球产能63.71%
- 重点公司三花智控、盾安环境四通阀的全球市场占比分别超50%和30%

中国旋转压缩机产量占比为86.5%



资料来源:产业在线，申万宏源研究

中国冰箱压缩机产量占比为63.71%



资料来源:产业在线，申万宏源研究

主要内容

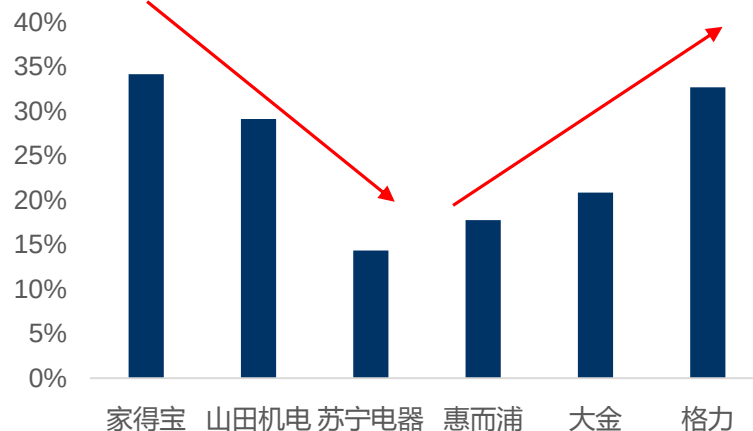
1. 中国家电处于领先地位
2. 中国整机厂商占据价值链顶端
3. 国内家电公司估值景气向上
4. 2018行业判断：空调增速回落，冰洗平稳
5. 投资建议

2.1.1 白电产业链：毛利率国内整机最高、国外渠道最强

- 对比国内外白电产业链上下游毛利率情况，国内明显呈现出倒U型特征：整机厂商议价能力更为突出，零部件和渠道毛利率相对较低。

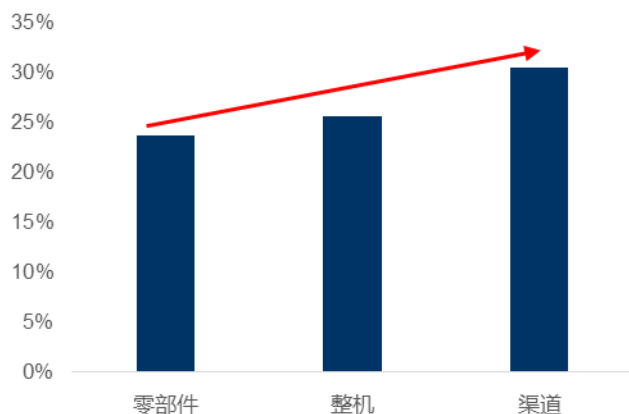
- 对比中美日三国制造商和零售商毛利率，国内整机厂商（格力）与零售商（苏宁）毛利率差异最大，美国和日本制造商毛利率低于零售商

家电制造业与渠道毛利率对比



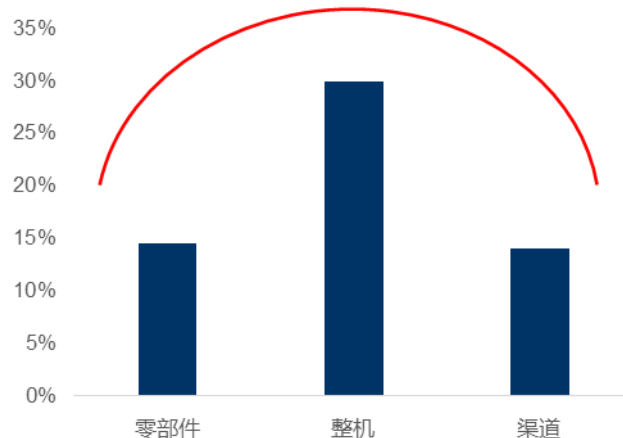
资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

国外白电产业链毛利率对比



资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

国内白电产业链毛利率对比

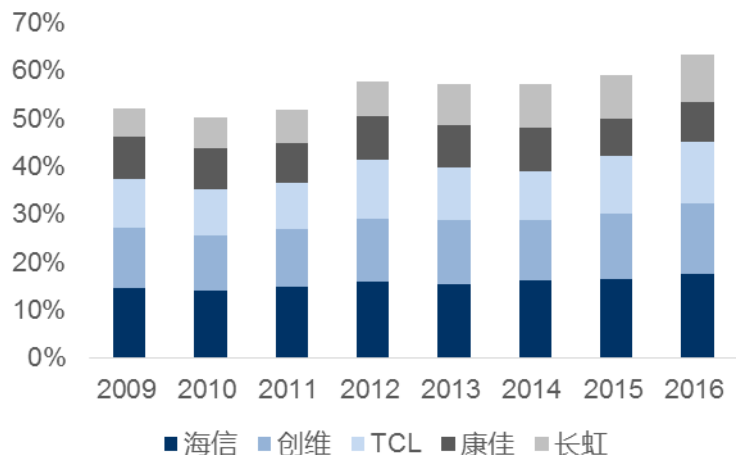


资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

2.1.2 黑电产业：毛利率国外上下游均衡，国内整机最高

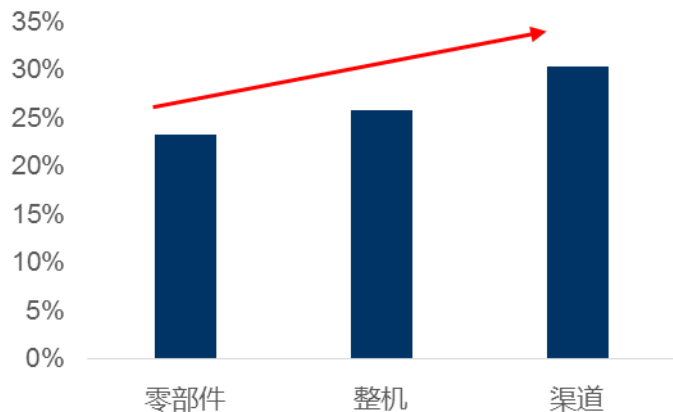
- 对比国内外黑电产业链上下游毛利率情况，国内同样呈现出倒U型特征，程度相比白电略微缓和，零部件和渠道毛利率相对较低。
 - 国内黑电整机企业竞争格局较为分散，毛利率低于国外企业；但得益于零部件配套完善、渠道议价能力不高，仍然呈现出微弱的倒U型特征

国内黑电企业零散竞争格局（零售额市占率）



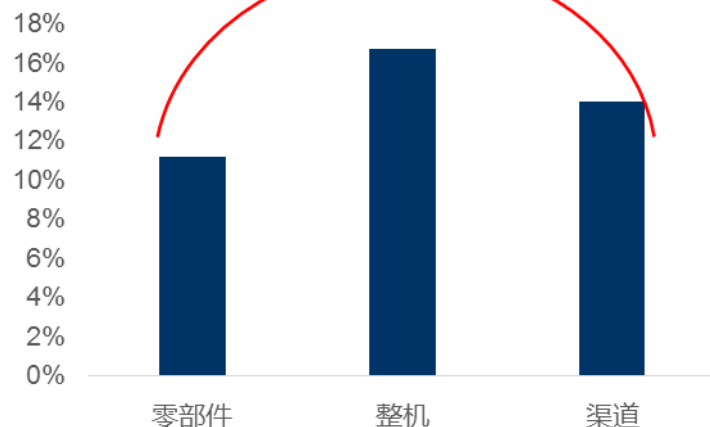
资料来源：中怡康,申万宏源研究

国外黑电产业链毛利率对比



资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

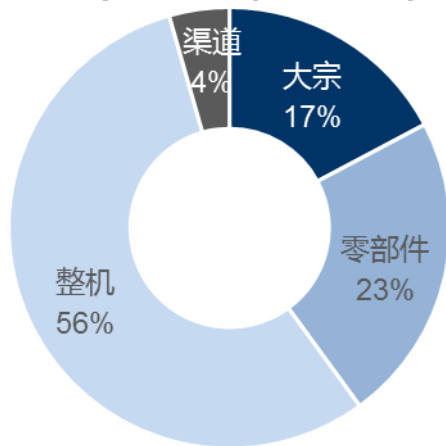
国内黑电产业链毛利率对比



资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

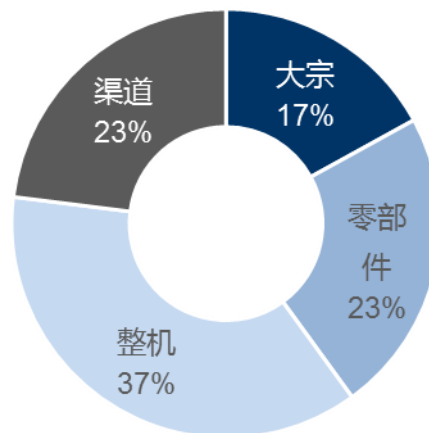
2.2.1 全球家电价值链：国内整机净利分成多，国外渠道溢价力强

国内空调价值链：净利拆分



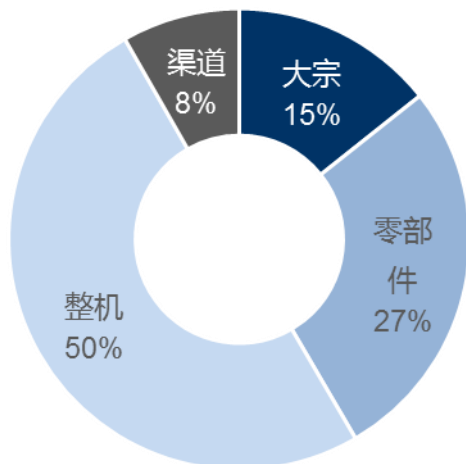
资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

日本大金空调价值链：净利拆分



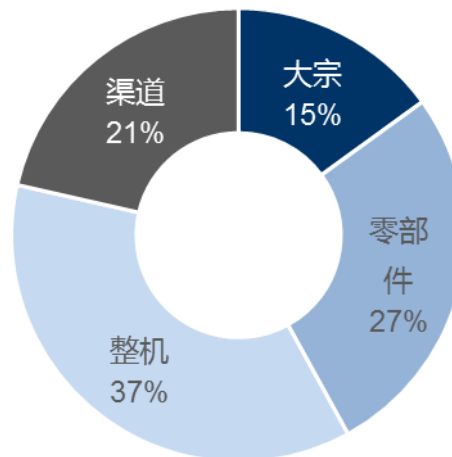
资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

国内冰箱价值链：净利拆分



资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

美国惠而浦冰箱价值链：净利拆分



资料来源：Bloomberg，wind，申万宏源研究

2.2.2 价值链对比：毛利分成和上下游整合度差异大

- **价值链分成**：中国家电整机厂商在价值链中占绝对主导地位，美日家电整机厂商和渠道分成比例上基本平分秋色。
- **上下游整合度**：相比海外家电公司，核心零部件国内白电龙头实现自产自销，自建经销商渠道，价值链实际净利分成要高于图表所示

中美日家电价值链净利拆分对比：渠道分成差异大

	中国			美国		日本
	空调	洗衣机	冰箱	洗衣机	冰箱	空调
大宗	17%	11%	15%	11%	15%	17%
零部件	23%	34%	27%	34%	27%	23%
整机	56%	48%	50%	37%	37%	37%
渠道	4%	7%	8%	18%	21%	23%

资料来源：申万宏源研究

国内家电厂商零部件自产比例高

零部件	空调	零部件	洗衣机	零部件	冰箱
压缩机	14%	箱体	21%	压缩机	14%
两器	19%	离合器	23%	发泡料	27%
电机	19%	电机	14%	塑料件	15%
节流部件	13%	电路和控制	12%	制冷管路	10%
其他	35%	内筒模块	17%	箱体外壳	10%
		包装模块	3%	电气系统	13%
		底座	2%	其他	11%
格力空调	52%	海尔洗衣机	52%	海尔冰箱	33%

渠道结构对比：美日家电连锁话语权大

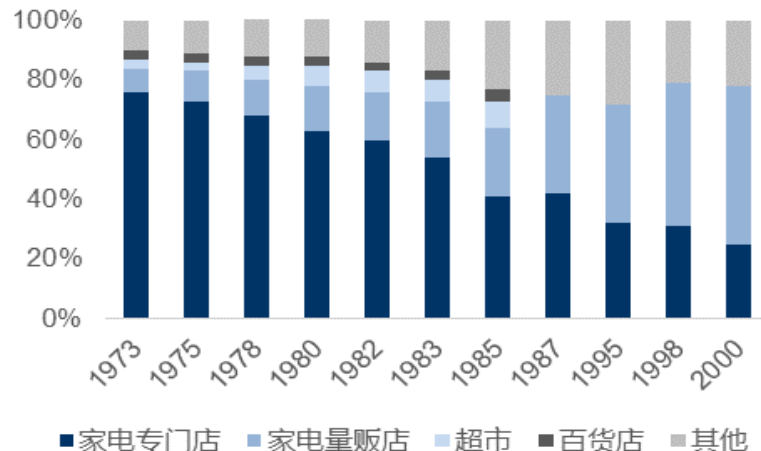
	格力	大金	海尔	美的	惠而浦
渠道	空调	空调	洗衣机	洗衣机	冰洗
专卖店	72%	20%	48%	46%	25%
电商	15%	10%	20%	23%	10%
连锁店	13%	58%	32%	31%	65%
其他		12%			

资料来源：申万宏源研究

2.3.1 渠道端：美日零售业成熟早，渠道分成话语权大

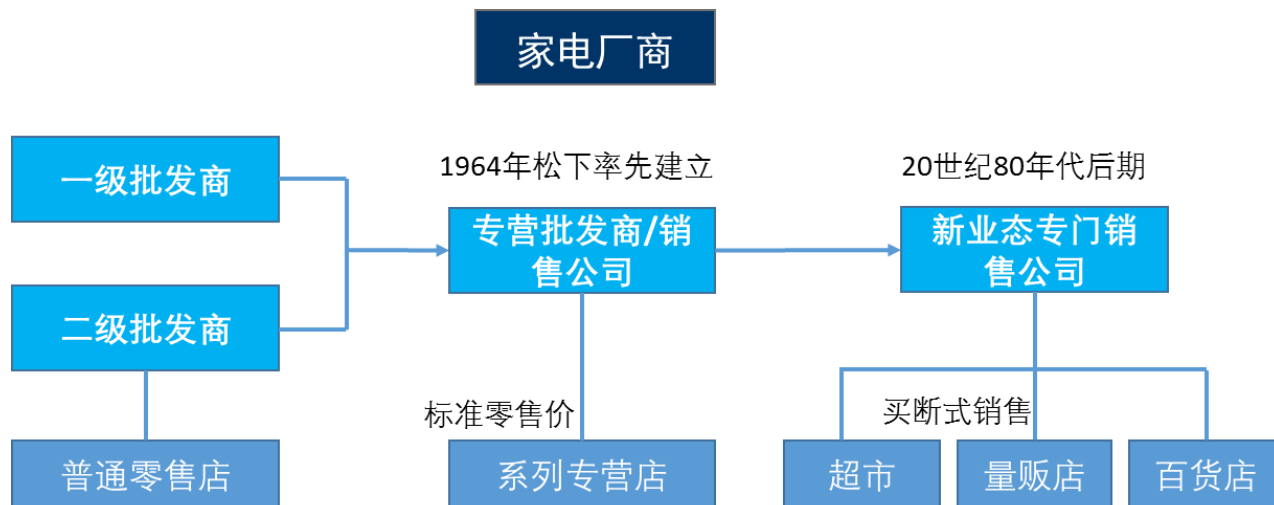
- **日本**：伴随城市化率上升，战后日本家电零售渠道先后经历批发代理、厂商系列店（专卖店）、连锁家电卖场、厂商战略调整与连锁店达成合作等五个阶段。
- **美国**：西尔斯、家得宝、劳氏、百思买四家连锁专卖店占据市场份额65%，西尔斯甚至拥有自己的家电品牌Kenmore

日本家电渠道零售份额变迁



日本从厂商系列店走向量贩店合作

资料来源：胡左浩，近藤文男（2002），申万宏源研究



资料来源：申万宏源研究

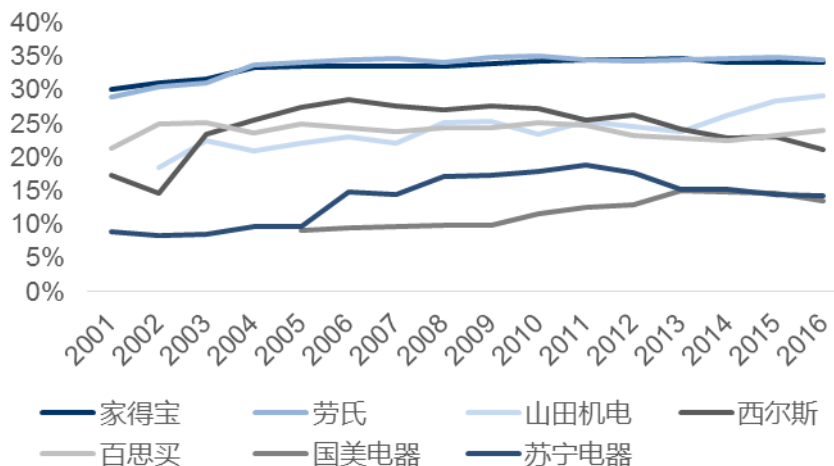
2.3.2 渠道端：中国家电企业在价值链中分享更多利益

■ 中国家电制造企业领先于连锁KA成长，自建渠道与之抗衡，议价能力强

- 2005年开始，在国美、苏宁等连锁下沉渠道之前，家电厂商已经自建经销商渠道；连锁KA多集中于一二级市场，三四级市场布局较少，客观上需要厂商自建渠道主动下沉，并且广大的农村市场需求有待进一步开发

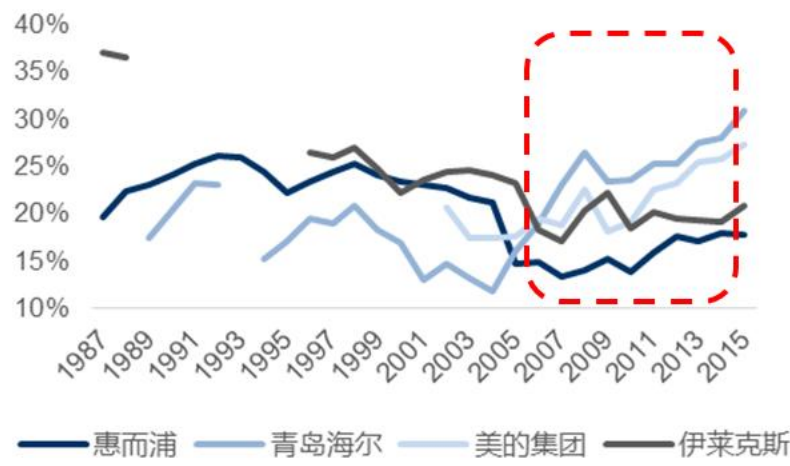
■ 美国零售商市场化早于制造商，规模大于制造商，家电企业议价能力较弱

海外家电渠道与苏宁、国美毛利率



资料来源：Bloomberg, wind, 申万宏源研究

国内与海外家电企业毛利率

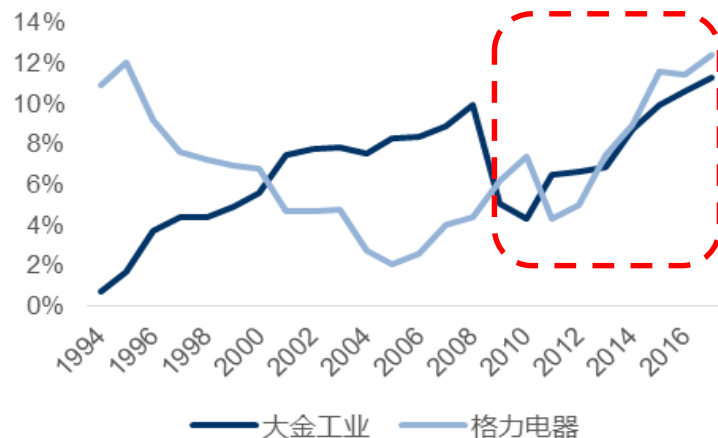


资料来源：Bloomberg, wind, 申万宏源研究

2.3.3 中日空调价值链差异决定格力低期间费用率

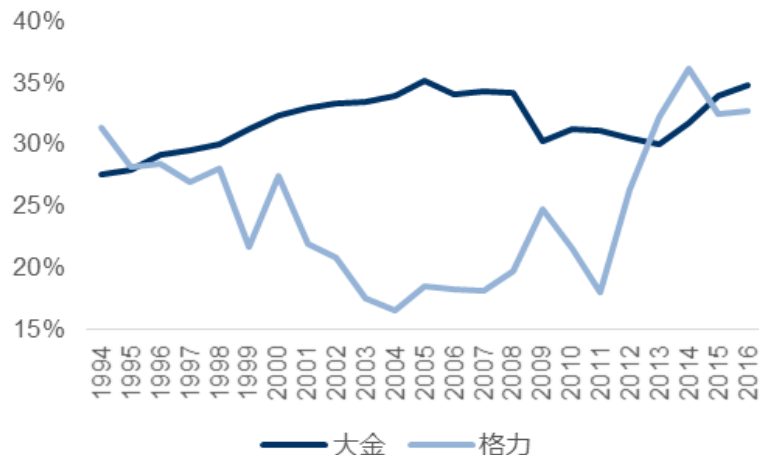
- **产品结构**：大金长期毛利率较高主要是商用空调占比高
- **渠道费用**：得益于上下游议价能力，格力期间费用率更低
- **综合来看**，虽然格力平均毛利率不如大金，但费用率也低，毛利率-销售及管理费用率基本与大金相当

格力毛利率-销售及管理费用率追平大金



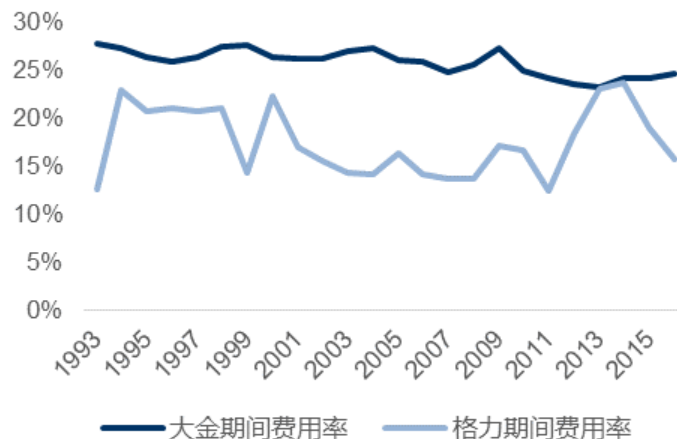
资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

格力2013年毛利率追平大金工业



资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

格力期间费用率低于大金

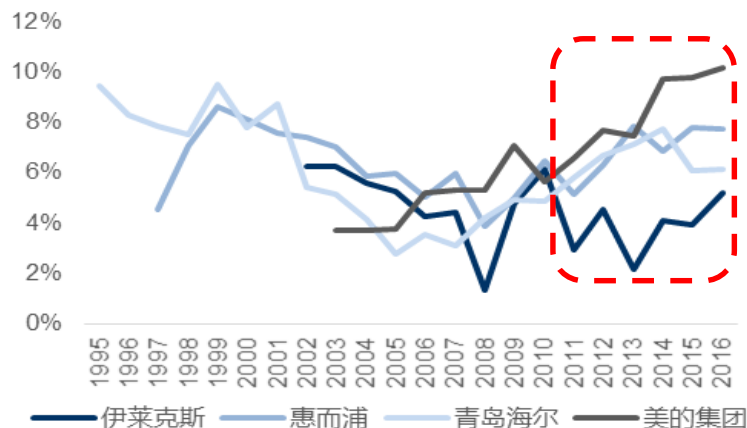


资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

2.3.4 中美价值链差异决定期间费用率不同表现

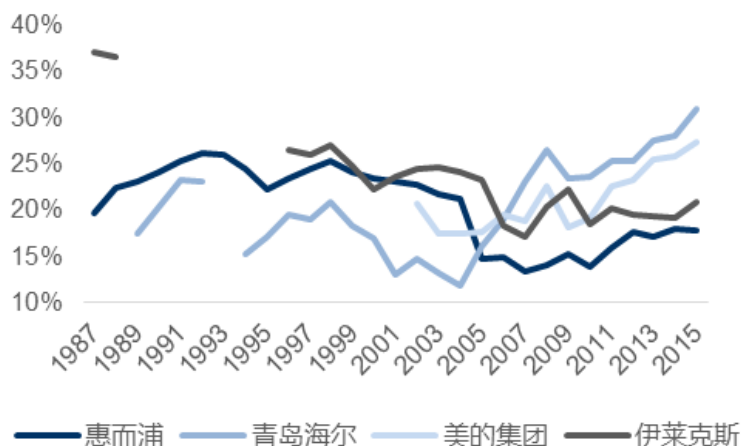
- **海尔高毛利+高费率**：自2007年以后海尔毛利率和费用率大幅上升，高于同行业竞争对手
- **盈利表现**：从毛利率-销售及管理费用率来看，海尔获利能力基本与惠而浦相仿（2015—2016年低于惠而浦），美的2012年后逐步显现龙头本色

海尔毛利率-销售及管理费用率与惠而浦相仿



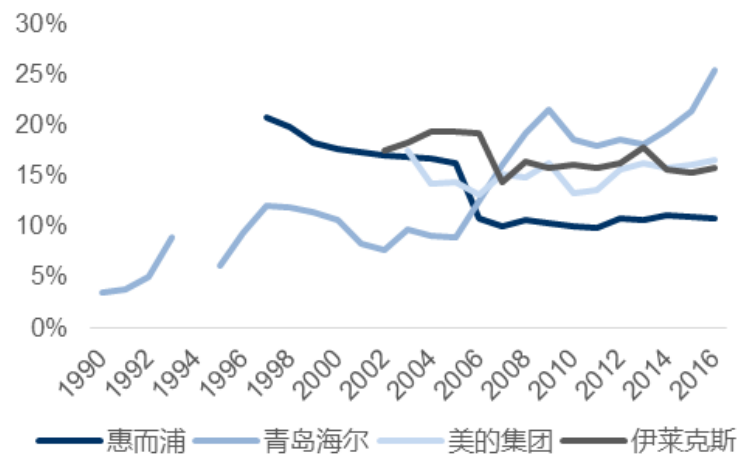
资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

海尔美的2011年后毛利率开始领先



资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

海尔期间费用率过高

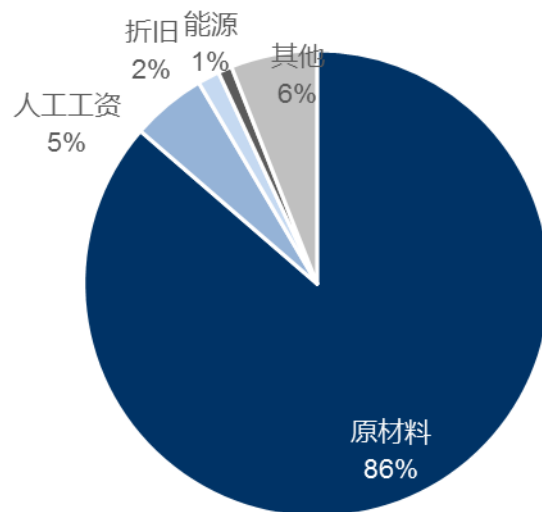


资料来源：Bloomberg,wind,申万宏源研究

2.4.1 制造端：丰富劳动力+零部件配套带来成本优势

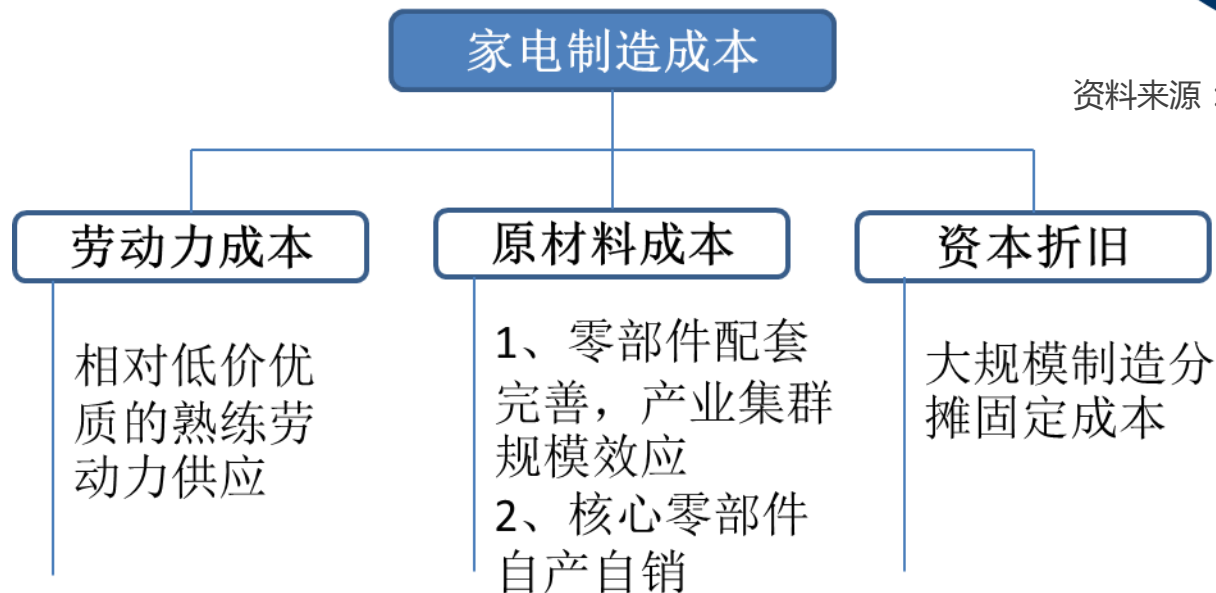
- 根据格力电器2016年年报，制造成本中原材料、人工工资、折旧和能源消耗分别占比86%、5%、2%和1%。
- 中国家电企业凭借完善的产业链配套、低价优质的熟练劳动力供应和庞大本土市场分摊固定成本投入，在制造端享有成本优势。

格力电器2016年成本分拆



资料来源：格力年报，申万宏源研究

中国家电成本分解图

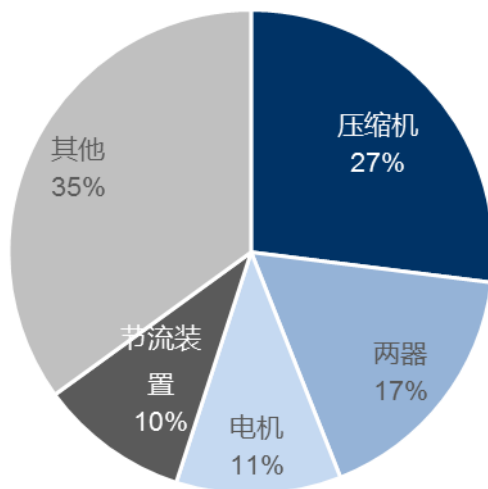


资料来源：申万宏源研究

2.4.2 制造端：中国家电上游零部件整合程度高

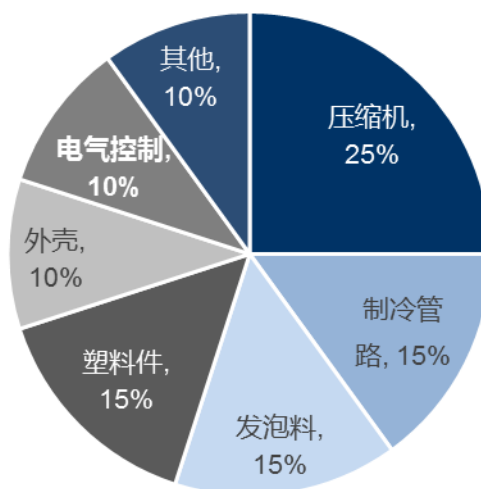
- **空调**：除节流装置中的膨胀阀等少数部件外，掌握核心科技的格力电器基本实现核心零部件自产自销；美的旗下的美芝压缩机更是占据全球空调压缩机市场份额35%以上，有利于进一步降低生产成本。
- **冰箱**：原材料成本主要是压缩机、制冷管路、发泡料、塑料件、外壳、电气控制系统等，其中华意压缩提供的压缩机占全球市场份额超20%
- **洗衣机**：美的集团旗下的威灵控股是全球最大的洗衣机和空调电机供应商，全球市场份额分别达40%和30%。

空调四大核心零部件成本占比



资料来源：申万宏源研究

冰箱核心零部件成本占比



资料来源：申万宏源研究

2.5 中国家电企业海外收购开启全球经营时代

■ 青岛海尔海外专业化并购之路

- 前后分别收购三洋白电业务、新西兰斐雪派克、GE家电业务

■ 美的集团海外多元化并购之路

- 东芝白电，意大利中央空调Clivet，机器人公司KUKA、Servotronics



资料来源：公司官网,申万宏源研究

海尔全球品牌



资料来源：公司官网,申万宏源研究

主要内容

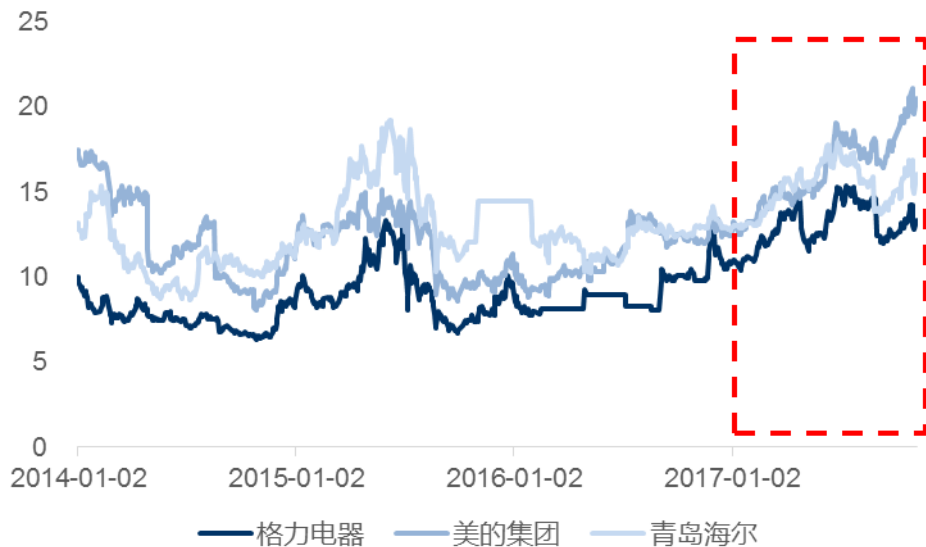
1. 中国是全球家电产业链关键核心
2. 中国整机厂商占据价值链顶端
3. 国内家电公司估值景气向上
4. 2018行业判断：空调增速回落，冰洗平稳
5. 投资建议

3.1 国内家电企业估值景气向上

■ 国内家电板块估值中枢在2017年以来整体上移

- 三大白电美的集团、青岛海尔和格力电器2017年初以来PE-TTM上涨118%、30%和67%
- 老板电器、小天鹅和苏泊尔2017年初以来估值上涨16%、75%和36%

三大白电龙头估值 (PE-TTM)



资料来源：Wind，申万宏源研究

重点公司估值 (PE-TTM)



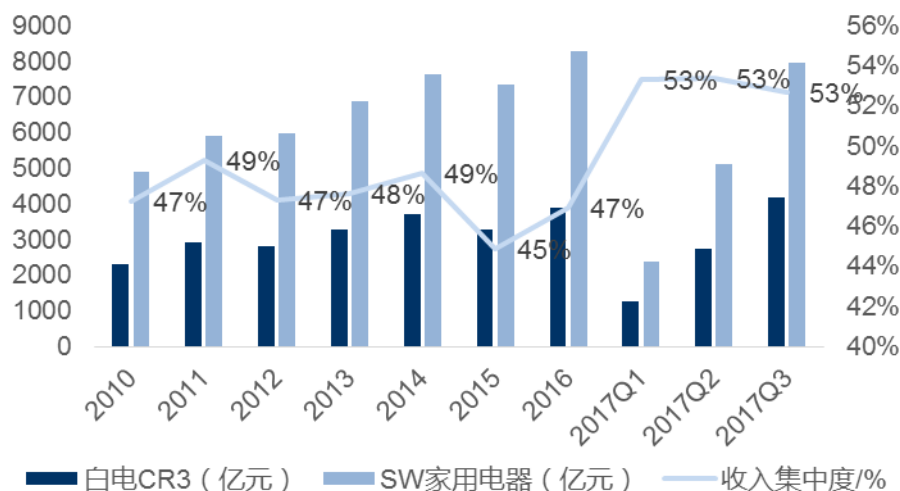
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.1 基本面与资金面共振，推动家电企业估值上移

■ 基本面：强者恒强，家电龙头稀缺性明显

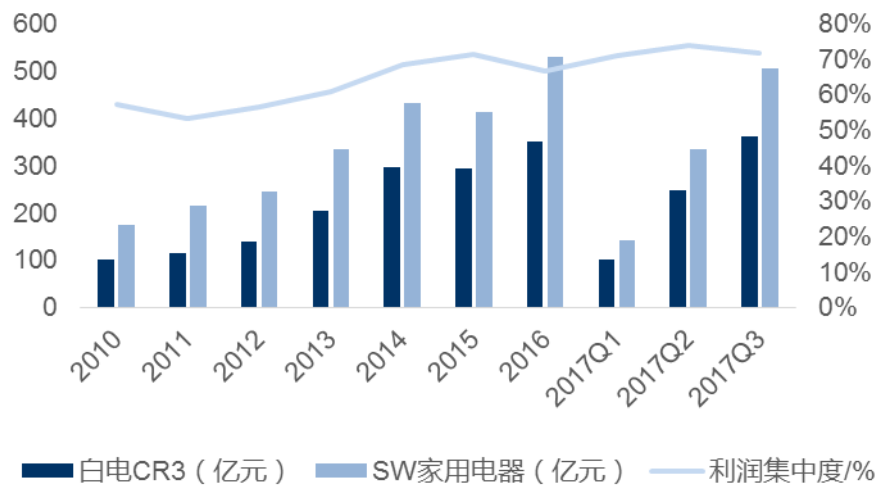
- 2017Q3格力、美的和海尔三家企业收入占比行业比例53%，净利润占行业比重为72%，而在2010年，CR3收入比重仅47%，利润比重仅57%
- 空调行业景气度高**：受益空调前期低基数、夏季高温和经销商补库存，前三季度空调行业销量11526万台,同比增长35.5%，其中内销6992万台,增长55.7%

家电CR3企业占行业总收入53%



资料来源：Wind，申万宏源研究

家电CR3企业占行业总利润72%



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.2 基本面与资金面共振，推动家电企业估值上移

■ 资金面：海外资金持续净流入

- 2017年初至11月10日，海外资金净买入美的集团223.91亿元，格力电器净买入资金122.23亿元，老板电器22.82亿元，青岛海尔12.11亿元
- 三季度以来流入资金量最大

■ 资金面：截止二季度末，国内机构（公募+保险）对家电龙头持股显著上升

- 二季度末格力电器、美的集团、青岛海尔和老板电器机构持股比例分别为15.68%、7.26%、6.73%和12.96%
- 三季度末持有比例略有下降

沪港通深港通净流入资金（亿元）

	美的集团	格力电器	老板电器	青岛海尔
2017Q1	25.98	26.05	2.82	-1.35
2017Q2	90.34	19.65	3.11	-3.65
2017Q3	82.61	61.63	7.93	1.38
截止11月10日	223.91	122.23	22.82	12.11
10月至11月10日	26.58	14.91	8.96	15.74

资料来源：Wind，申万宏源研究

机构持股比例

	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
格力电器	11.81%	12.07%	15.68%	12.15%
美的集团	6.45%	5.22%	7.26%	5.36%
青岛海尔	3.09%	2.33%	6.73%	2.02%
老板电器	12.67%	7.96%	12.96%	6.59%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3.1 国内多品类家电企业估值体系：逐步与海外同步

- 多品类家电企业估值：青岛海尔估值与惠而浦美国基本趋同
- 惠而浦两次大并购推动估值中枢上移，整合不达预期估值回落
 - 并购合肥三洋和意黛喜意图加大中国和欧洲市场布局，与合肥三洋整合低预期
- 青岛海尔15年估值处于底部（业绩下降19%）；并购GE开启全球经营，渠道调整内生增长全面向好，估值从2016年末以来持续提升



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

3.3.2 国内多元化家电企业估值体系：逐步与海外接轨

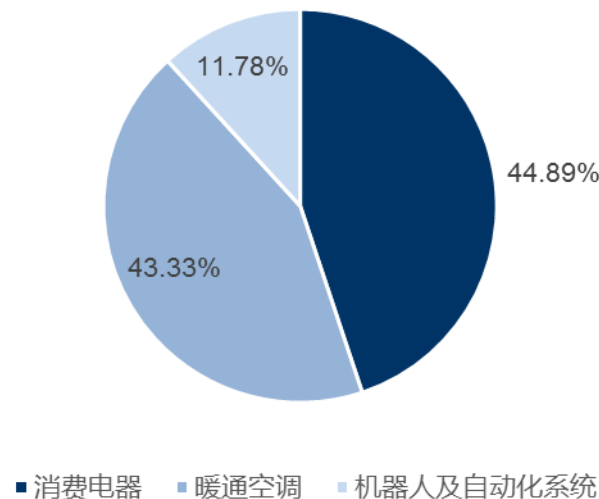
■ 按照最近一年的可比公司看，美的集团估值逐步与海外公司接轨

- 海外多元化公司部分年份存在亏损/微利情况，导致P/E估值不完全可用（剔除了可比公司飞利浦、松下），也反映**公司多元化经营时涉足多领域的风险**
- 美的KUKA业务发展前景广阔、公司治理优秀、激励机制灵活，市场逐步给予美的相对其他龙头更多溢价，估值从2016年初9倍左右上涨到20倍左右

多元化企业估值（PE-TTM）



2017H1美的集团各业务占比



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3.3 国内单品类家电企业估值体系：仍存在低估

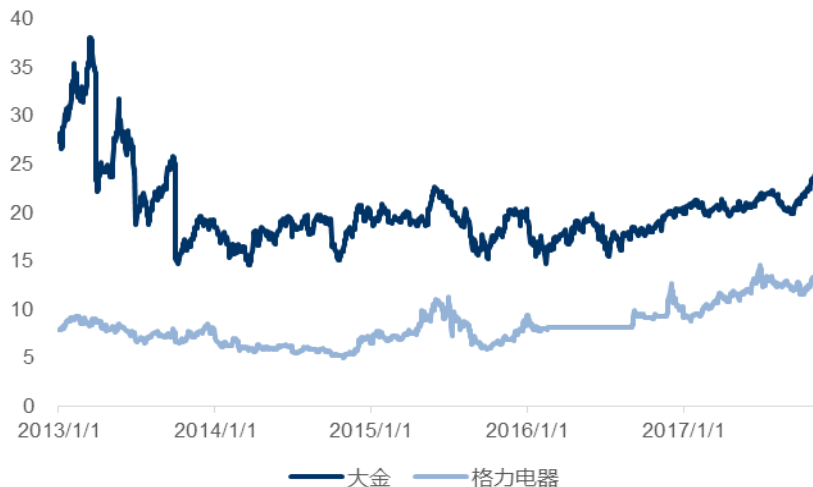
■ 格力电器与海外可比公司大金的估值仍存在较大差距

- 大金估值基本稳定在20倍左右

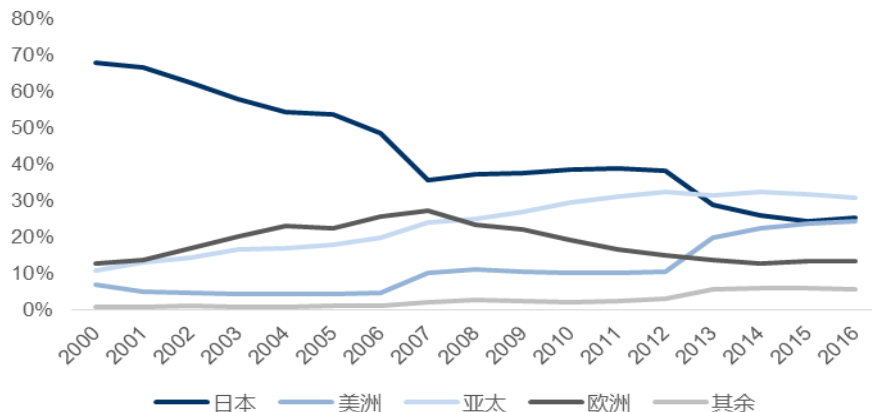
■ 大金2000年以来加快国际化进程

- 在亚洲、美洲、欧洲等地设分支机构；收购OYL集团、土耳其Airfel、美国古德曼、印尼TSP等公司
- 2000年以来日本本土收入从68%下降至25%

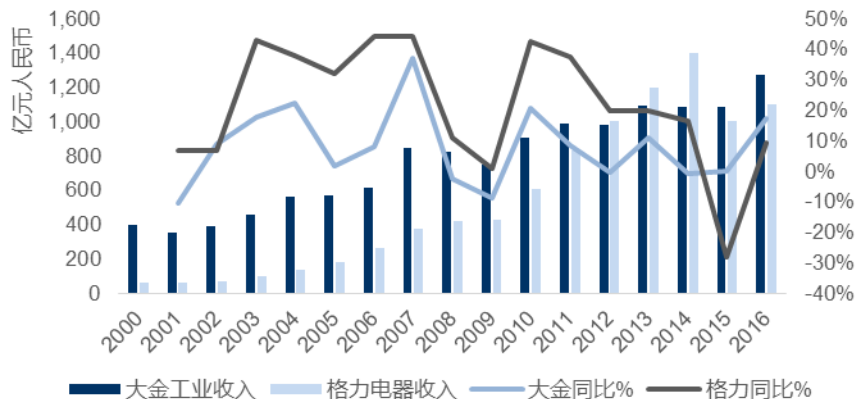
单品类家电企业估值（PE-TTM）



大金海外占比迅速提升



格力和大金收入规模接近（亿元）



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

3.4 全球家电企业估值：中国企业逐渐与国际接轨，部分估值仍存低估

全球主要家电企业估值表 (2017年11月10)

	净利润增速			PE	
	2016A	2017E	2018E	2017E	2018E
Whirlpool	13%	5%	15%	12	10
Electrolux	187%	16%	8%	17	16
青岛海尔	17%	34%	19%	17	14
Daikin	15%	12%	12%	24	22
Industries					
格力电器	24%	34%	15%	13	11
Philips	125%	-45%	16%	23	20
Mitsubishi	-3%	-8%	19%	20	16
Electric					
Panasonic	8%		20%	25	22
美的集团	15%	17%	22%	20	17
SEB	26%	37%	16%	20	18
苏泊尔	21%	22%	21%	26	22

资料来源：Bloomberg, Wind, 申万宏源研究

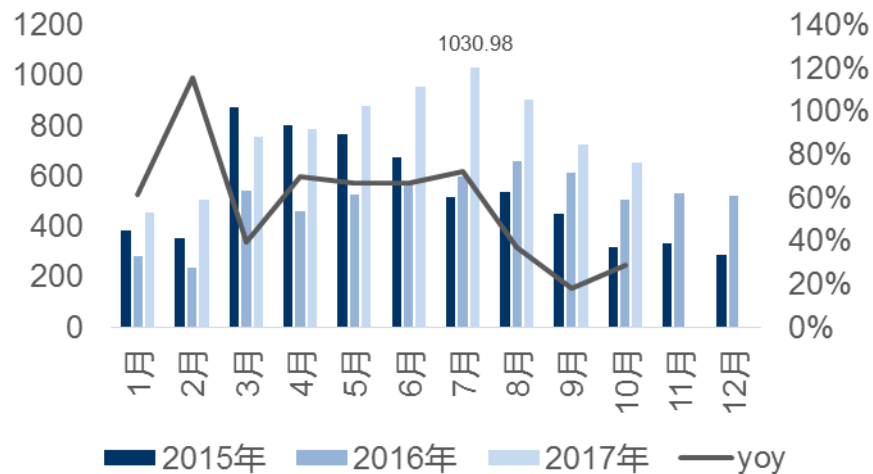
主要内容

1. 中国是全球家电产业链关键核心
2. 中国整机厂商占据价值链顶端
3. 国内家电公司估值景气向上
4. 2018行业判断：空调增速回落，冰洗平稳
5. 投资建议

4.1 2018年展望：空调增速回落至5-10%区间

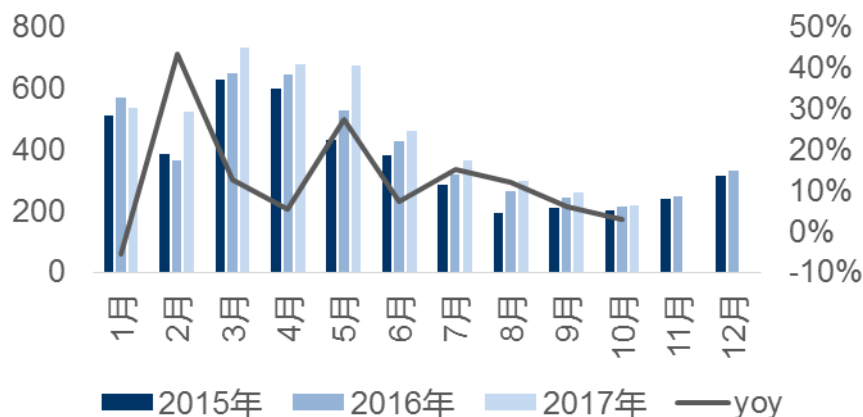
- 在前期低基数效应、夏季天气炎热、经销商补库存三大因素拉动下，空调行业景气度高，2017年1-10月销量1.24亿台，同比增长34.4%；展望2018年，销量增速预计将放缓，全年增速预计在5-10%左右
- 未来需关注农村空调普及需求的快速释放

空调内销出货量（万台）



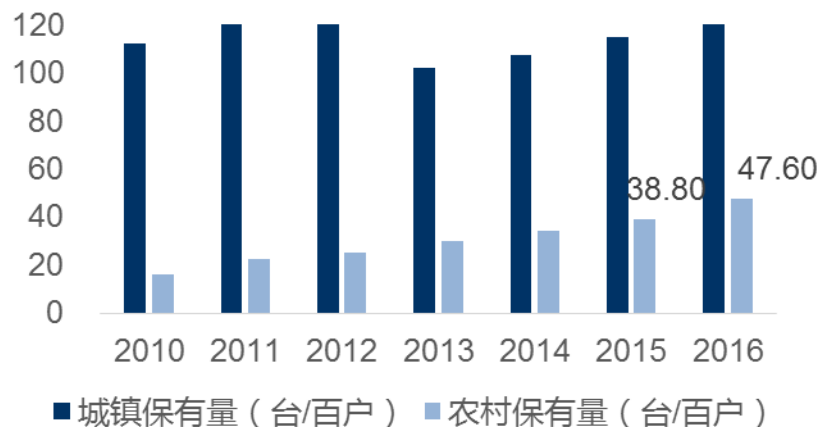
资料来源：产业在线，申万宏源研究

空调外销出货量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

农村保有量2016年迅速提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

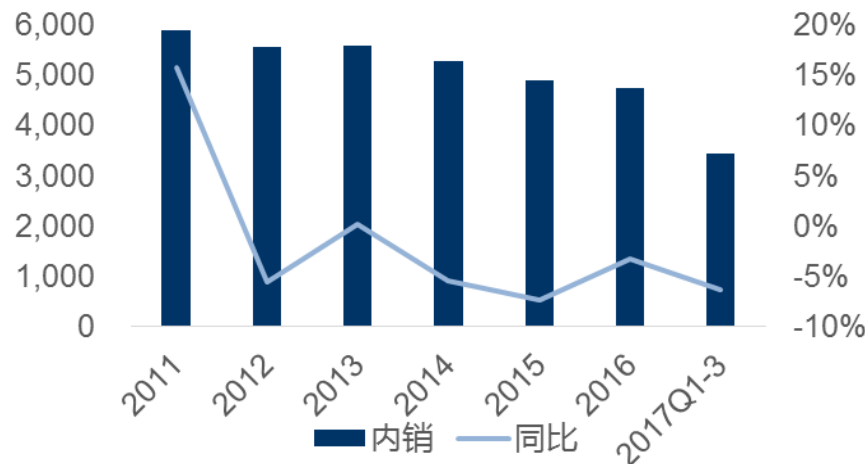
4.2 2018年展望：冰洗保持稳定增长

■ 2017前三季度冰箱内销负增长

■ 2017Q1-3洗衣机内销量3179万台，同比增长6.59%，增速逐步提升

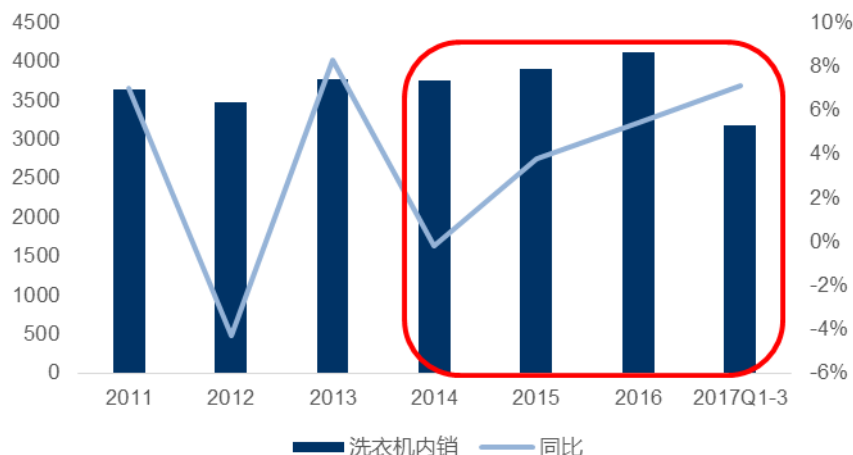
- 竞争格局优化，海尔和美的系市场份额提升，双寡头格局显现
- 关注2007年以来家电下乡带来的更新需求

冰箱内销出货量（万台）



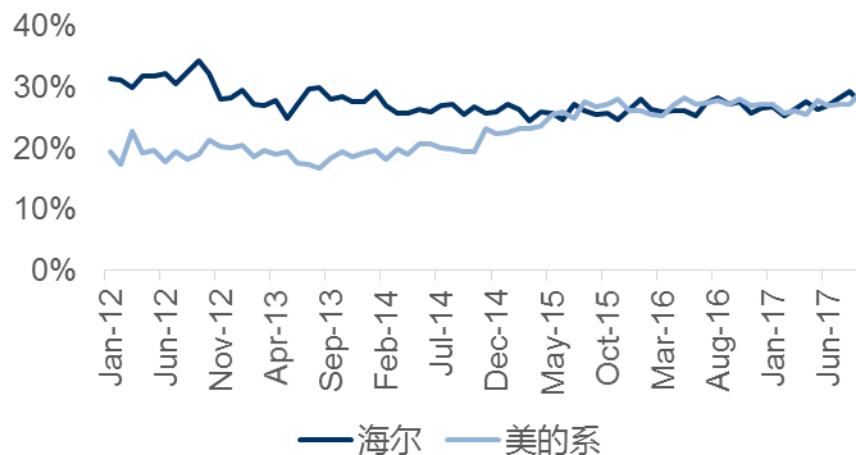
资料来源：产业在线，申万宏源研究

洗衣机内销出货量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

洗衣机双寡头格局显现

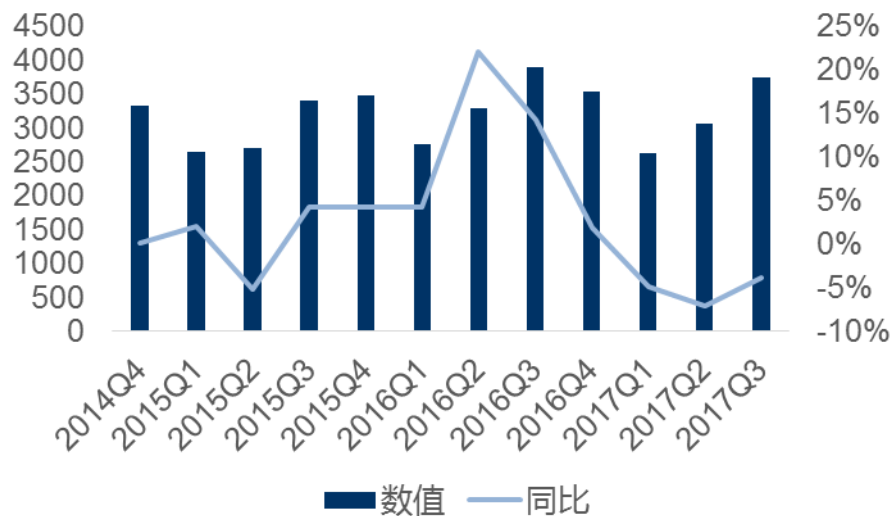


资料来源：中怡康，申万宏源研究

4.3 2018行业展望：黑电景气向上

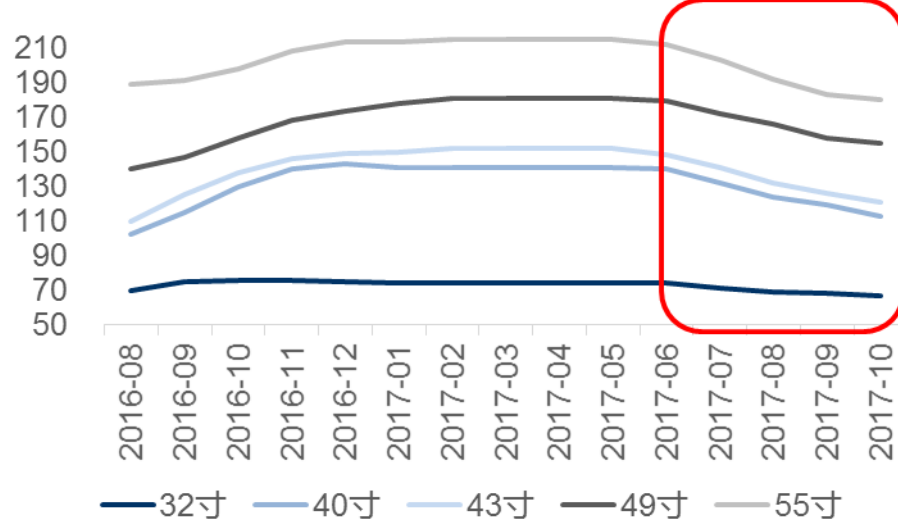
- 产业在线数据显示，1-9月黑电销量9451万台，同比下降6.2%，出口下滑6.0%，内销下滑6.5%
 - 成本上涨抑制部分需求
- 面板价格下降，2018年黑电企业盈利将迎来改善

电视机销量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

面板价格（美元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

主要内容

1. 中国是全球家电产业链关键核心
2. 中国整机厂商占据价值链顶端
3. 国内家电公司估值景气向上
4. 2018行业判断：空调增速回落，冰洗平稳
5. 投资建议

5.1 投资建议:具有全球竞争力、估值较低的家电龙头



- **格力电器**：17年Q3预收款达到282亿创历史新高，后劲十足，预计2017年收入有望达1500亿；原材料价格上涨和人民币升值双重压力下，“毛利率-销售费用率”逆势提升4.6pct，寡头地位定价权强。白电子行业中，空调行业长期的增长空间最为确定，2018年10-15%左右的收入增速依然可期。三大白电龙头中，格力电器2018年12倍估值最具性价比
- **青岛海尔**：公司在产品、品牌方面处于行业领先地位，渠道调整补齐短板，未来销售红利将持续释放，公司各条线业务全线上涨；海尔在产品高端化方面引领行业,旗下卡萨帝顺应消费升级趋势快速脱颖而出；初步形成全球品牌运营，并购GE协同效应显著
- **苏泊尔**：拟收购控股股东 SEB 旗下公司短期因汇兑损失拖累，长期不改小家电龙头风采。WMF 中国市场业务和上海赛博电器 100%股权，有望提升公司高端品牌短板，同时更好地承接赛博的订单转移；管理层股权激励价值高，有利于充分调动管理层的积极性
- **莱克电气**：公司短期业绩略低于预期主要是外部因素，自身经营状况良好，且后续成本和汇率两大不利因素在逐渐消失，公司基本面情况逐步向好，看好吸尘器市场快速扩容以及公司高端差异化的产品战略。

5.2.1 金股推荐：格力电器（000651.SZ）



■ 业绩保持高增长

- 2017年前三季度公司实现营业收入1109亿元，同比增长34.51%，实现归属母公司股东净利润155亿元，同比增长37.68%，对应EPS 2.57元/股。

■ 空调景气度高，全年收入有望达1500亿

- 受益于去年低基数、三四线城市地产销售拉动和天气炎热影响，空调前三季度出货端销量1.15亿台，同比增长35.48%。公司三季度末预收账款大幅增长140%，表明经销商打款积极性高，全年收入或有望突破1500亿元（+36%）

■ 电商渠道增速快，结构改善提升毛利率

- 据我们测算，公司电商渠道收入占内销比重不到15%，目前线上大家电市场集中度CR3不到25%，远低于线下CR3集中度69%，未来龙头公司将持续受益于线上品牌集中度提升。此外，公司中央空调收入占比不到15%，国内市场份额第一，品牌和技术优势尚有充分发挥空间，提价预期叠加产品结构改善有助于毛利率改善。

■ 盈利预测与评级

- 维持公司2017-2019年EPS分别为3.40元、3.81元和4.38元的预测，对应动态市盈率分别为14倍、12倍和11倍，公司估值在同行业中性性价比突出，维持买入评级。

5.2.2 金股推荐：青岛海尔（600690.SH）



■ 渠道改革红利释放，各项业务全面增长

- 公司在2015年底渠道调整以来，在组织整合、考核方式和终端零售优化后，成效显著：前三季度家电主业（不含GEA）收入增长22%，冰箱、洗衣机、空调、热水器、油烟机、灶具市场份额分别提升3.3、2.04、0.5、1.6、1、0.8个百分点。

■ 高端化引领行业发展，盈利能力持续增强

- 前三季度尽管原材料价格持续上涨，公司通过高端化调整产品结构，其中高端品牌卡萨帝前三季度收入增长41%，冰洗等业务均价提升幅度大于销量提升，公司毛利率同比逆市提升0.83个pct 达 29.9%，盈利能力不断增强。

■ GEA并购整合超预期，全球化发展值得期待

- 随着收购GEA完成，公司真正进入全球化运营时代，旗下拥有GE、斐雪派克、卡萨帝、统帅、AQUA和海尔六大品牌，海外收入占比43%，且近100%为自主品牌，是国内家电厂商中全球化发展的领头羊，是具有全球竞争力的稀缺标的。

■ 盈利预测与评级

- 我们维持公司2017-2019年每股收益至1.18元、1.38元和1.59元，对应动态市盈率分别为16倍、14倍和12倍，公司初步形成全球品牌运营，并购GE协同效应显著，维持“买入”投资评级。

5.2.4 金股推荐：莱克电气（603355.SH）



■ 汇兑损失和原材料价格影响为短期因素

- 公司第三季度业绩低于预期主要是外部因素影响，其中Q3汇兑损失4000万元，若不考虑汇兑影响，公司Q1-3净利润增速在30%左右；四季度人民币汇率小幅贬值，外加原材料价格逐步企稳，三季度大概率是公司业绩低点。

■ 内销自主品牌增速高，四季度收入高增长确定性强

- 前三季度公司内销自主品牌收入同比增长120%以上，9月份推出最新一代立式多功能大吸力无线宠物吸尘器魔洁M9、超大洁净空气量净化器魔净K9，以及新一代碧云泉免安装智能净水器三大系列产品，10月公司与京东签订长期的全面战略合作协议，四季度收入高增长确定性强。

■ 吸尘器市场持续扩容，高端差异化引领行业潮流

- 市场担心戴森的强势增长给莱克带来压力，我们认为吸尘器市场在国内尚处于起步阶段，两大品牌竞争也是市场教育和需求开发的过程，未来吸尘器市场将持续扩容；公司高端差异化的产品定位符合市场规律，后续随着购物中心的渠道不断铺设，公司自主品牌增长潜力大。

■ 盈利预测与投资评级

- 我们预计公司2017-2019年的EPS分别为1.29、2.00和2.86元，对应的动态估值分别为37倍、24倍和17倍，清洁小家电龙头具有稀缺性，维持“增持”投资评级。

5.3 重点公司估值表

代码	名称	评级	11月20 日收盘价	净利润（百万元）			股本 （亿）	每股收益（元/股）			PE		
				2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000333	美的集团	买入	54.62	17270	20054	23271	65.49	2.65	3.08	3.57	20.6	17.7	15.3
000418	小天鹅A	买入	58.82	1466	1796	2214	6.32	2.32	2.84	3.50	25.4	20.7	16.8
000651	格力电器	买入	45.82	20471	22938	26334	60.16	3.40	3.81	4.38	13.5	12.0	10.5
002032	苏泊尔	买入	41.99	1357	1598	1920	8.21	1.65	1.95	2.34	25.4	21.6	18.0
002508	老板电器	买入	47.30	1692	2370	3206	9.49	1.78	2.50	3.38	26.5	18.9	14.0
600060	海信电器	买入	15.99	2076	2400	2768	13.08	1.59	1.83	2.12	10.1	8.7	7.6
600690	青岛海尔	买入	19.05	7193	8437	9713	60.97	1.18	1.38	1.59	16.1	13.8	12.0
600983	惠而浦	买入	7.64	481	624	749	7.66	0.63	0.81	0.98	12.2	9.4	7.8
603355	莱克电气	增持	47.66	519	804	1147	4.01	1.29	2.00	2.86	36.8	23.8	16.7
603868	飞科电器	买入	76.36	827	1007	1237	4.36	1.90	2.31	2.84	40.2	33.0	26.9

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘迟到
liucd@swsresearch.com