

家用电器行业

家电海外专题 (8): 印度市场: 前景广阔, 中国企业发力在即

分析师: 曾婵

分析师: 袁雨辰

分析师: 王朝宁



SAC 执业证号: S0260517050002



SAC 执业证号: S0260517110001



SAC 执业证号: S0260518100001



SFC CE.no: BNV293



SFC CE.no: BNV055



021-60750604



0755-82771936



021-60750604



021-60750604



zengchan@gf.com.cn



yuanyuchen@gf.com.cn



wangchaoning@gf.com.cn

请注意, 王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

● 印度家电市场发展: 宏观经济发展+政策利好驱动印度家电业发展, 整体市场规模接近 130 亿美元

回顾历史, 二战后的印度由于经济水平及居民传统生活习惯影响导致家电需求疲弱, 加之供给端政策抑制、税收较高导致家电产业发展缓慢; 进入 90 年代后, 印度开始实施对外开放, 外资企业进入, 韩国企业基于高投入成为当地龙头; 21 世纪以来, 印度家电市场保持良好发展势头, 根据 Gfk 数据, 行业零售额规模复合增速超过 10%, 中国企业也在该阶段初涉印度市场。

在当下, 从宏观经济来看: 印度经过多年快速发展, 目前已经是世界第六大经济体, 人口数量接近 14 亿且 30 岁以下人口占比超过 50%, 高人口基数加之印度经济以消费为驱动, 因此印度具备极大的消费潜力。从政策来看, 印度 2014 年提出“印度制造”, 并通过废币令、实施 GST、修订 FDI 政策等措施推动制造业发展, 利好家电企业发展。宏观经济发展+政策利好共同推动印度家电行业成长, 根据 Gfk 数据, 2014 年-2018 年, 印度家电总零售量从 1.0 亿台上升至 1.4 亿台, CGAR+7.8%; 总零售额从 85 亿美元上升至 129 亿美元, CGAR+11.0%。冰箱与空气处理设备 (主要是风扇、含空调) 市场相对较大, 2018 年零售额规模分别为 44 亿美元、39 亿美元, 洗衣机相对较小, 市场规模为 16 亿美元, 厨电、微波炉、小家电等尚处发展初期, 市场规模均小于 4 亿美元。

● 印度家电市场前景: 渗透率仍然较低, 产品升级空间大, 整体前景广阔

虽然已经历多年发展, 但根据 PWC 数据, 2017 年印度空冰洗电 4 大品类的渗透率分别仅为 8%、31%、13%、65%, 与中国及世界平均水均有显著差距, 新增需求潜力大。从产品结构来看, 中低端产品占比超过 7 成, 产品具备升级空间。印度居民收入水平较低且贫富差距大, 基建落后导致用电成本高, 金融市场不完善是印度家电行业发展过程中需要面临的挑战。

● 印度家电行业竞争格局: 行业集中度高, 4 方争霸; 中国龙头企业已着手布局

根据 Gfk 及 MOSL 数据, 2018 年印度空冰洗电品牌 CR3 分别为 49%、61%、60%、49%, 集中度较高但格局并未稳定。当下竞争参与方主要包括印度本土企业+日韩品牌+欧美品牌+中国品牌。韩国企业由于进入时间早, 目前占据冰洗电品类领先地位, 本土品牌 Voltas 领先空调市场。

中国龙头企业目前正加速布局印度: 青岛海尔在 2004 年进入印度市场, 目前已有一个工业园投产, 并在北部投资 2.8 亿美元 (约合人民币 19.3 亿) 筹建新的工业园; 多年深耕下海尔品牌在当地已初具知名度。美的集团于 2012 年通过与开利开设合资公司进入印度市场, 并于 2017 年投资 135 亿卢比 (约合人民币 13.2 亿) 兴建美的科技园。此外, 海立股份、TCL 集团、小米集团也在生产、销售上有所布局并初见成果。

● 投资建议

中国家电企业在印度市场仍属于追赶者角色, 并面临品牌影响力不足, 本土运营经验少等劣势, 但龙头基于自身在产品与生产端的优势, 有望复制在中国崛起的路径, 在竞争中充分获益印度市场的增长红利。从印度市场可以窥见全球范围内家电普及仍处进行时, 新兴市场的成长红利尚待挖掘。基于此, 我们建议关注具备全球竞争力, 并积极践行全球化的白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器。

● 风险提示

印度宏观经济增速下滑, 消费刺激不足; 税率上升, 价格上涨; 家电产品渗透率提升不及预期; 中国家电企业海外本土化运营及品牌推广不及预期。

相关研究:

家用电器行业:五一白电销售良好, 持续推荐白电龙头

2019-05-12

家用电器行业:2019Q1 行业盈利能力边际改善, 继续推荐龙头

2019-05-06

家用电器行业:外部环境承压, 收入增速持续放缓, 盈利能力边际改善

2019-05-05

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人: 黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	56.19	2019/04/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.93	10.66	6.42	5.33	26.03	24.80
美的集团	000333.SZ	人民币	50.75	2019/04/30	买入	64.79	3.41	3.81	14.88	13.33	11.04	9.17	23.23	22.95
青岛海尔	600690.SH	人民币	16.38	2019/04/30	买入	19.35	1.29	1.44	12.73	11.39	6.30	4.50	17.50	16.36

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 美的集团股价为 2019/05/07 收盘价, 其余公司为 2019/05/16 收盘价。

目录

1. 印度家电行业发展.....	6
1.1 回顾：印度家电市场发展历程概述.....	6
1.2 当下：消费驱动的人口大国，家电市场近年来快速成长.....	7
1.3 机遇：渗透率仍然较低，产品结构升级空间大.....	12
1.4 挑战：收入水平与基建是制约印度家电市场发展的主要潜在因素.....	14
2. 印度家电行业竞争格局.....	15
2.1 竞争格局：行业集中度较高、4方争霸.....	15
2.2 中国企业印度布局：青岛海尔率先布局、美的集团开始发展.....	16
2.3 解析：中国企业在印度竞争所面临的挑战.....	20
3. 投资建议.....	21
4. 风险提示.....	21

图表索引

图 1: 印度家电行业发展历程简述.....	6
图 2: 2004-2018 年印度家电零售额市场规模及同比增速.....	7
图 3: 2017 年全球前十大经济体 GDP.....	8
图 4: 中国印度历史 GDP 变化对比.....	8
图 5: 中印历史人口变化对比.....	8
图 6: 2015 年中印人口结构对比.....	8
图 7: 2010-2017 年印度 GDP 结构.....	9
图 8: 2017 年印度各阶层人口占比.....	9
图 9: 印度工业及服务业增加值 GDP 占比.....	9
图 10: 印度制造业同比增速及 GDP 占比.....	9
图 11: 印度 FDI 流量及固定资本形成总额占比.....	10
图 12: 印度 FDI 存量及 GDP 占比.....	10
图 13: 印度家电市场 2014-2018 年零售量及零售额及同比增长情况.....	11
图 14: 印度家电市场部分品类年零售量(万台).....	11
图 15: 印度家电市场部分品类年零售额(亿美元).....	11
图 16: 全球家电 2018 零售量增速对比.....	12
图 17: 全球家电 2018 零售额增速对比.....	12
图 18: 2017 年印度、中国、全球主要家电品类渗透率对比.....	13
图 19: 印度成人人均财富基尼系数.....	13
图 20: 全球主要市场空调器各类型 2017 年销售占比.....	13
图 21: 印度人均 GNI 与中国、全球对比.....	14
图 22: 中印发电量及电力消费量对比.....	15
图 23: 中印越 2017 年劳务、电力、融资成本(右轴)对比.....	15
图 24: 2018 年印度空调市场零售量份额.....	15
图 25: 2018 年印度冰箱市场零售量份额.....	15
图 26: 2018 年印度洗衣机市场零售量份额.....	16
图 27: 2018 年印度电视市场零售量份额.....	16
图 28: 印度主要家电品类零售量集中度(CR3).....	16
图 29: 海尔印度公司销售收入.....	17
图 30: 海尔主要品类在印度市场的份额及排名.....	17
图 31: 海尔印度预计本地化生产比例.....	18
图 32: 开利美的 2012 年成立, 生产基地年底投入使用.....	18
图 33: 开利美的成立之后销售收入快速提升.....	18
表 1: 中印美三国 GDP 及人口 2016-2050 复合增长率预测.....	8
表 2: 全球主要国家 2018 年家电零售额规模、人口、人均零售额对比.....	12
表 3: 海尔工业园布局.....	17
表 4: 美的科技园布局.....	19
表 5: 小米电视在印度极具性价比优势.....	19

表 6: 2017 年韩国、中国主要产品在印度市场零售量份额及排名对比..... 20

表 7: 全球白电相关公司估值表 21

1. 印度家电行业发展

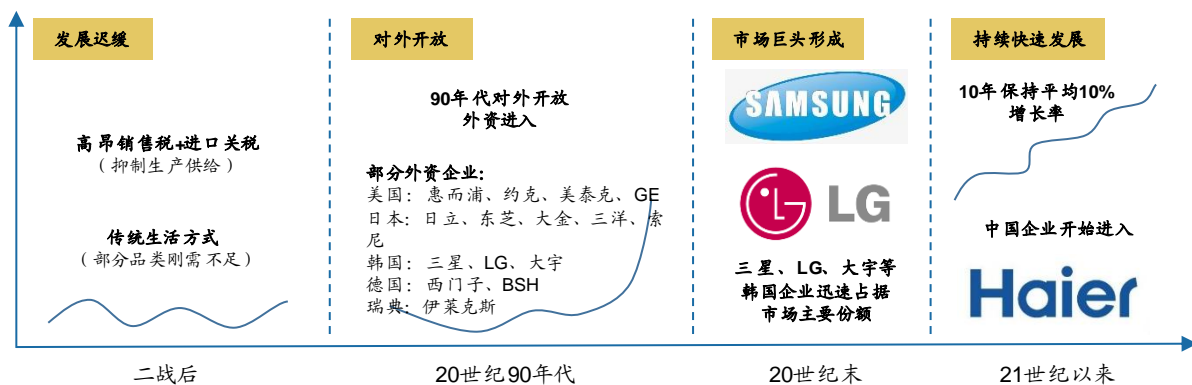
1.1 回顾：印度家电市场发展历程概述

回溯上世纪，二战后印度的制造业，尤其是家电制造业一直处于落后状态，家电产品普及率普遍很低，且主要依靠进口。两大因素制约印度家电市场发展：

- **落后的经济水平以及当地生活习惯：**落后的经济水平导致人力成本极低，叠加印度人民传统生活方式和消费习惯的影响。以本应最早普及的洗衣机为例，人力洗衣工（当地称“Dhobi-walla”）一直是印度的一大传统职业，低廉的劳动成本以及长期以来深入人心的服务方式，使洗衣机并没有成为印度家庭的刚需；
- **政策抑制产业发展，高税收抬升家电消费门槛：**以空调为例，印度属于热带季风气候，年平均气温22℃以上，空调潜在需求巨大，但政府对空调供应商征收高额销售税，严重影响了产业扩张。同时，高达50%-70%的家电产品进口关税，也给国外家电企业进入印度市场造成了阻碍。

20世纪90年代，印度开始实施对外开放，通过各方面的优惠政策，鼓励引进外来技术和投资，特别是着重发展国内外合资企业。在一系列政策刺激下，美国、日本、韩国、德国等国家的家电企业纷纷通过投资建厂和技术输出等，加大在印度的布局力度，印度家电产业因此发展得到有力推动，根据印度统计局数据，家电行业产值从1990年的8.3亿美元上升到1996年的17.9亿美元。

图 1：印度家电行业发展历程简述



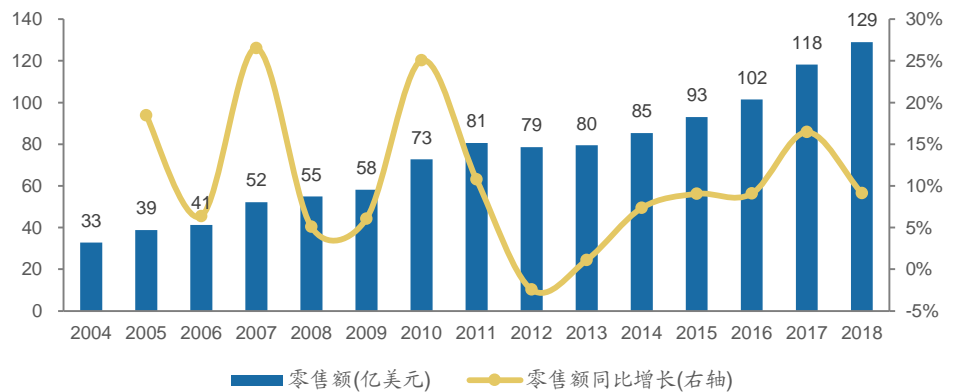
数据来源：中国家电网，广发证券发展研究中心

20世纪末到21世纪初，三星、LG等韩国企业在众多外资企业中脱颖而出，通过品控、开发、广告等方面的高额投入，迅速成为印度家电市场龙头。在1999年，仅三星一家，就占据了60万台无霜冰箱市场份额的90%，16万件微波炉市场的22%，500万台彩电市场的8.3%。时至今日，韩国巨头仍占据着印度家电市场众多品类的榜首位置。

进入21世纪后，中国家电企业开始进入印度市场。2004年，海尔率先进入印度市场，并在随后通过投资建厂、收购当地企业等方式迅速扩张。随后的若干年中，TCL、创维、美的、格力等国产品牌也相继进入该市场。该段时间，印度家电市场保持了良好的发展势头，在包含全球金融危机的2004到2014十年间，市场规模年复合增长率达到了10%。

伴随着2014年“印度制造”的提出，印度的家电产业也迎来了新的发展时期，印度本土和包括中国企业在内的外来家电企业也将迎来新一轮竞争以争夺这即将崛起的市场。

图 2: 2004-2018 年印度家电零售额市场规模及同比增速



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

1.2 当下: 消费驱动的人口大国, 家电市场近年来快速成长

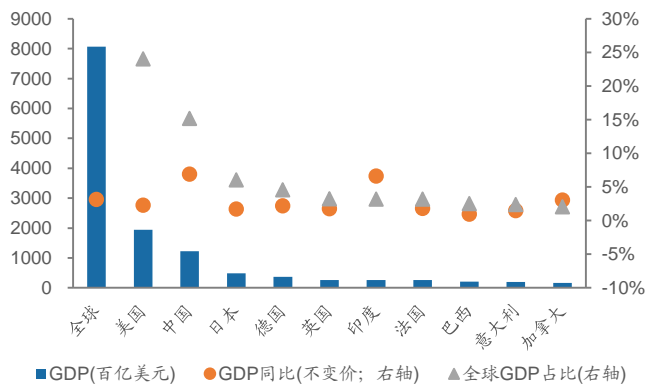
(1) 宏观经济: 消费驱动的经济人口大国

2017年, 印度GDP总量达到2.6万亿美元, 超过法国(2.58万亿美元)成为世界第六大经济体, 约占全球经济总量的3.2%。从历史趋势来看, 印度在2000年以后进入快速发展期, 自2014年起, 印度经济增速连续三年超过中国位列全球第一, 与中国共同成为了当下经济发展最快的国家。但印度目前经济总量仅相当于中国的1/5, 大概处于中国2006年的水平。

从人口来看, 印度30年来长期保持约1%-2%的高速人口同比增长, 2017年已达13.4亿人。以中印两国人口变动趋势来看, 印度短期内有望超越中国成为第一大人口国。值得一提的是, 印度人口结构非常年轻, 根据联合国经济与社会理事会人口署统计, 2015年印度30岁以下人口占总人口数量的56%, 这将为印度的经济发展提供充足的劳动力, 人口红利在未来有望持续释放。

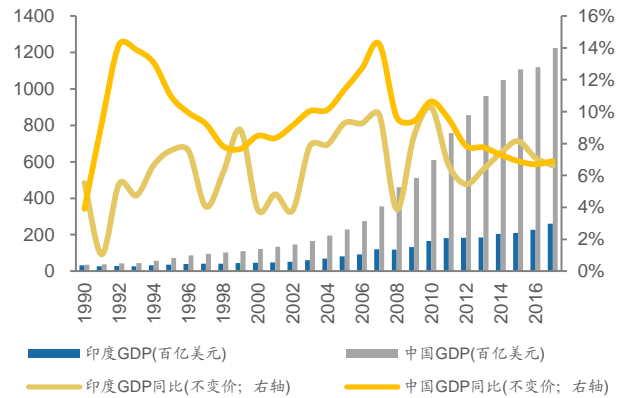
根据PWC对印度未来经济的预测, 2016年至2050年, 印度GDP和总人口将分别实现约5%和0.7%的年复合增长率。以此计算, 印度的经济体量到本世纪中叶将超过20万亿美元, 其发展潜力值得期待。

图 3: 2017 年全球前十大经济体 GDP



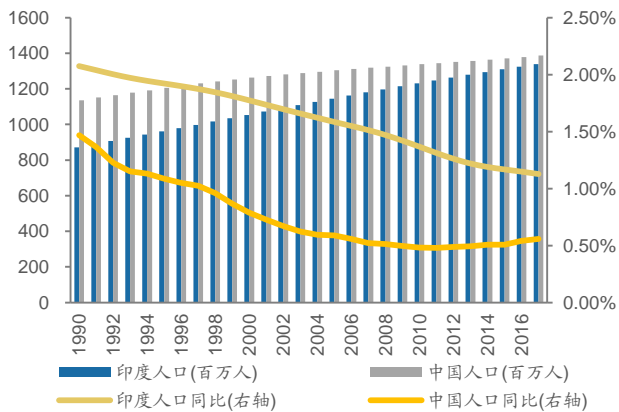
数据来源: 世界银行, Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 中国印度历史 GDP 变化对比



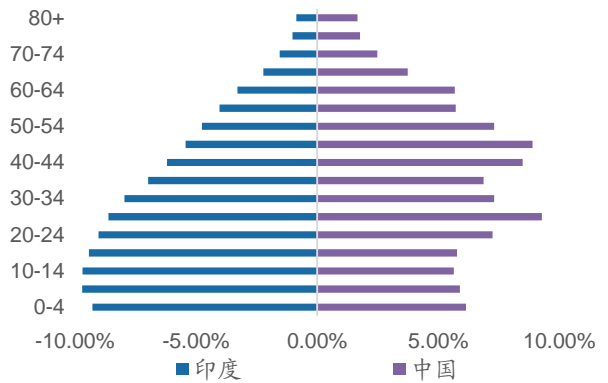
数据来源: 世界银行, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 中印历史人口变化对比



数据来源: 世界银行, Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2015 年中印人口结构对比



数据来源: 联合国人口署, 广发证券发展研究中心

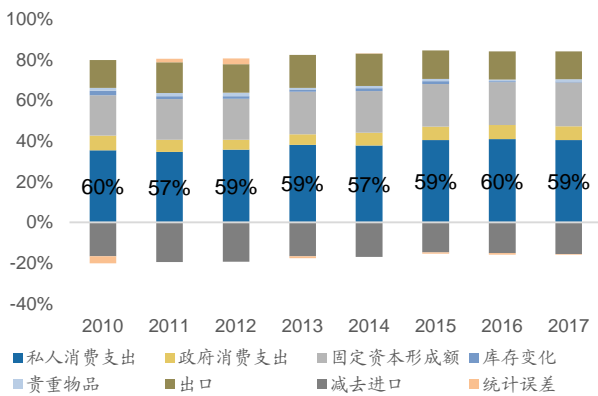
表 1: 中印美三国 GDP 及人口 2016-2050 复合增长率预测

	印度	中国	美国
2016-2050 年 GDP 年复合增长率	5%	3.50%	2.40%
2016-2050 年人口年复合增长率	0.70%	-0.10%	0.60%

数据来源: PWC, 广发证券发展研究中心

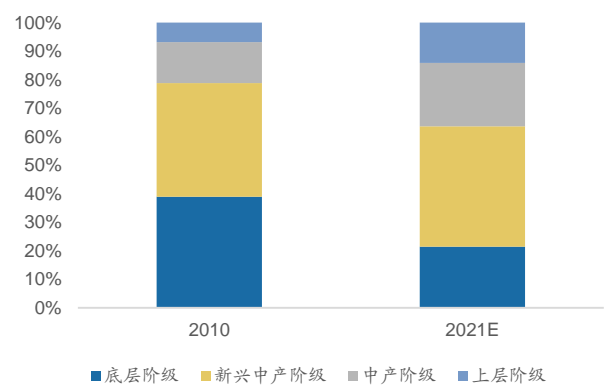
从经济结构来看,印度是一个消费驱动型经济体,并依靠消费成为经济发展最快的国家之一。将印度总经济总量按支出法分解,私人消费支出一直保持在接近60%的水平,加之10%的政府消费支出,消费贡献了近7成GDP。在当下,印度中产阶级及新兴中产阶级规模仍在持续扩大,根据PWC预测,2021年印度中产阶级人数将占到总人口约22%,这也意味着消费将持续获得动能。总的来说,印度的新增消费需求潜力巨大,消费品市场有望持续扩容。

图 7：2010-2017 年印度 GDP 结构



数据来源：印度统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图 8：印度各阶层人口占比

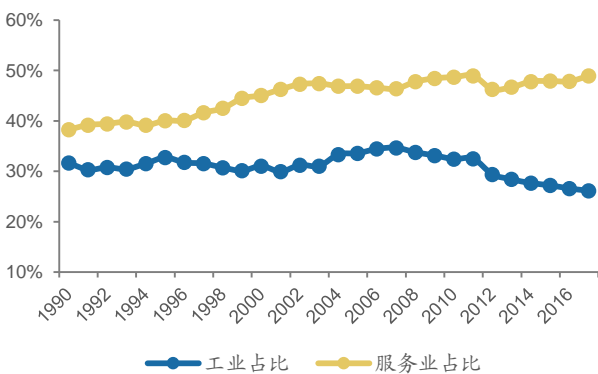


数据来源：PWC，广发证券发展研究中心

(2) 政策激励：“印度制造”推进制造业成长

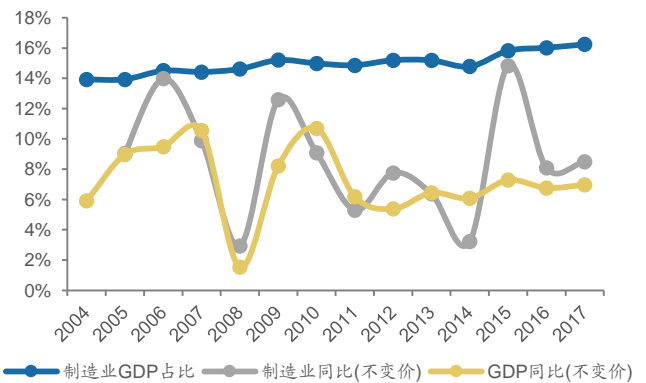
上世纪印度的对外开放和市场化改革促进了印度的崛起，但在具体产业布局上偏重于以IT行业为代表的服务业。21世纪初，IT产业连续达到20%乃至30%以上的收入同比增速，成为拉动印度经济的主力。正因为此，服务业占印度经济总量的比重一直较高。

图 9：印度工业及服务业增加值 GDP 占比



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图 10：印度制造业同比增速及 GDP 占比



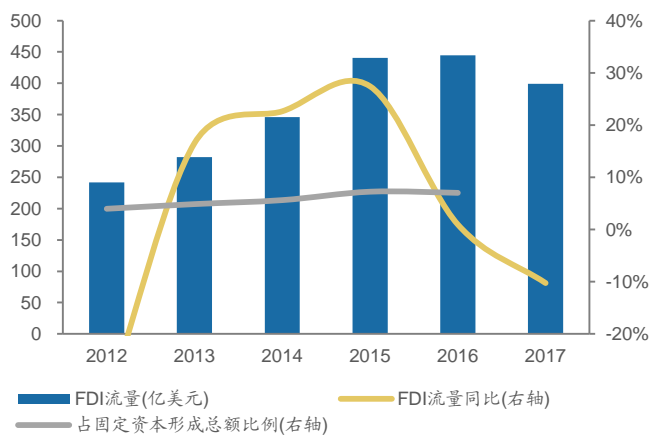
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

与繁荣发展的服务业相比，印度的第二产业，特别是制造业发展并未得到足够重视，制造业占GDP比重常年维持在15%左右，在过去15年间仅增长了2pct。2010年之后，印度IT产业同比增速连年下滑直至个位数增长，且整体商品和服务出口陷入±10%的波动中，不复早年20%的高增速水平。印度需依靠振兴制造业获得增长的新动能。在这样的背景下，印度近年来在政策方面为发展制造业，引入国际先进制造业企业，推行了诸多政策：

- **2014年：** 伦德拉·莫迪当选印度总理后，提出“印度制造” (Make in India) 计划，大力发展制造产业，并鼓励各国企业增加在印度的投资与生产。为此，印度政府将25个产业的外国直接投资 (FDI) 比例上限放宽至100%；

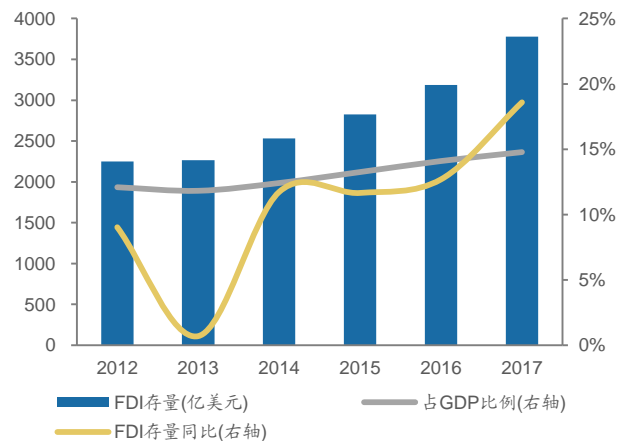
- **2016年11月**：莫迪宣布废币令，停止流通面额500和1000卢比纸币，打击地下经济、偷税漏税、腐败、贩毒等非法行径，净化国内市场；
- **2017年7月**：实施GST（商品与服务税），启动建国以来最大的税制改革。主要内容是统一全国税制，降低原有各联邦自定税制所带来的交易成本，促进印度市场一体化。值得一提的是，GST同时调整了多个细分市场的税率，**提高了家电产品整机进口税，这一条款直接促使国外企业在印度投资建厂**；
- **2018年1月**：继续修订外国直接投资（FDI）政策，进一步简化放宽FDI。此前，外国单品牌零售商通过自动通道进行投资所允许的持股上限为49%，如超越这一比例，则需要通过政府审批。**新规则下，无需审批即可实现100%持股。该变化使企业进入印度家电市场更加便利，有利外资吸纳。**

图 11：印度 FDI 流量及固定资本形成总额占比



数据来源：UNCTAD, Wind, 广发证券发展研究中心

图 12：印度 FDI 存量及 GDP 占比



数据来源：UNCTAD, Wind, 广发证券发展研究中心

从结果来看，在“印度制造”启动后的两年间，印度市场吸引了众多新增投资者，国外直接投资（FDI）流量一度达到20%以上增速。总体而言，2015年以后制造业GDP增速（以不变价格印度卢比计算）已经显著超过总GDP增速，政策利好下印度制造业将的重要程度不断提升，包括家电在内相关产业也由此获益。

（3）家电市场：近年来增长迅速，规模超过百亿美元

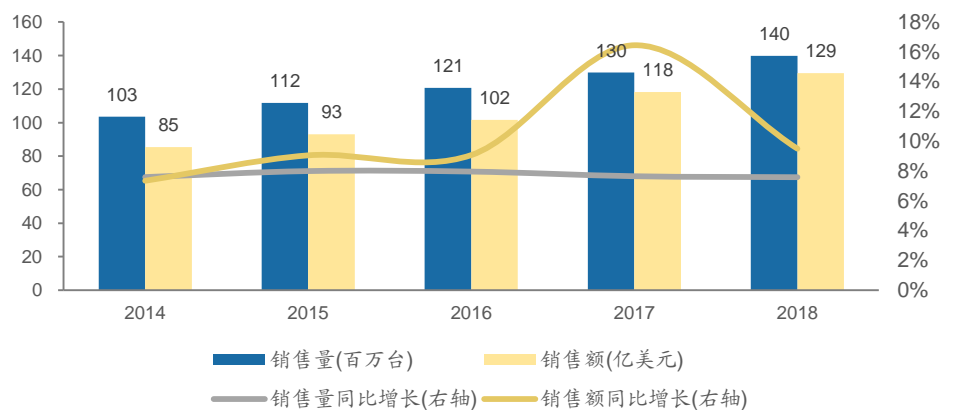
家用电器市场是现阶段印度制造业乃至整体经济中发展最快的板块之一。根据Gfk数据，印度家电零售额近5年CGAR超过10%，市场规模迈入百亿美元大关。2018年，印度家电市场总销量1.4亿台，同比增长7.6%；总零售额129.5亿美元，同比增长9.5%。

细分品类来看，家庭空气处理设备（含空调）和冰箱市场的发展相对成熟，现有规模最大。2018年：

- ◆ 家庭空气处理设备：零售量为4955万台（主要是风扇，空调根据MOSL统计约为580万台），零售额为39.3亿美元；
- ◆ 冰箱：零售量为1583万台，零售额为44.3亿美元；

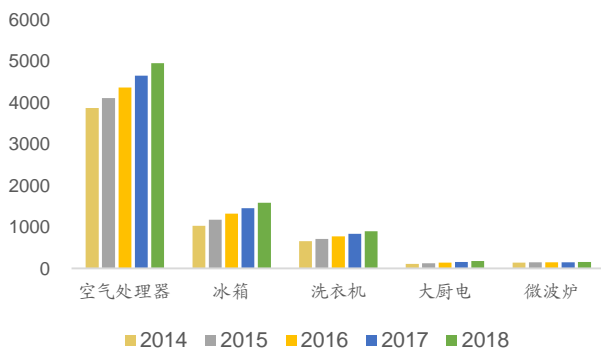
- ◆ 洗衣机：市场目前规模相对较小，16.1亿美元的零售额不足前两者的一半，但也有较好的增长势头；
- ◆ 厨电、微波炉以及各类小型家电等品类：尚未形成规模，零售额基本都在4亿美元以下。

图13：印度家电市场2014-2018年零售量及零售额及同比增长情况



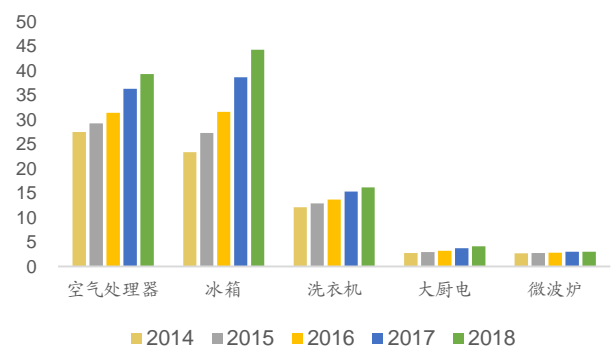
数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

图14：印度家电市场部分品类年零售量(万台)



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

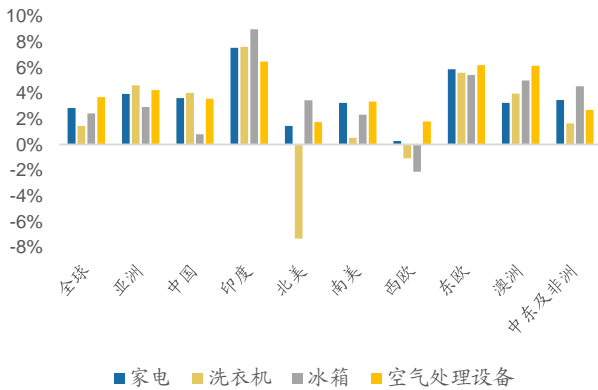
图15：印度家电市场部分品类年零售额(亿美元)



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

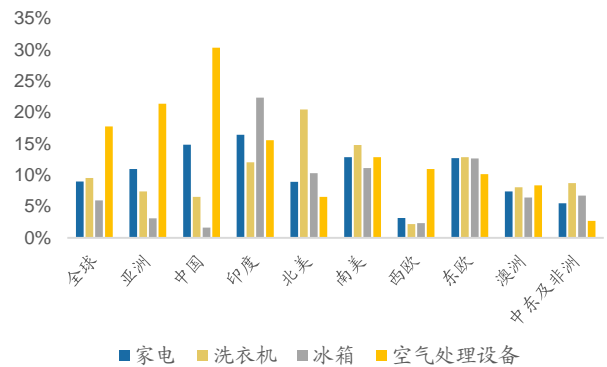
从全球市场来看，根据Gfk统计数据，2018年全球家电市场零售额同比增长8.6%，零售量同比增长约2.9%，保持稳定增长，其中以亚太、东欧、南美发展中地区市场增速较快，印度家电市场过去一年表现突出（零售量同比增长7.5%、零售额同比增长9.3%），不仅高于世界平均水平，也正在与中国一起成为拉动亚洲市场的重要驱动力。

图 16: 全球家电 2018 零售量增速对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图 17: 全球家电 2018 零售额增速对比



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

1.3 机遇: 渗透率仍然较低, 产品结构升级空间大

1.3.1 渗透率: 家电产品渗透率低, 市场潜力大

尽管印度近年来家电市场增长迅速, 市场规模突破百亿美元, 但横向对比来看, 2018年印度市场总零售额129亿美元, 略大于韩国118亿美元的市场。从人口体量来看, 印度13.4亿人与中国相仿, 但市场总零售额仅为中国的1/10, 潜力巨大。

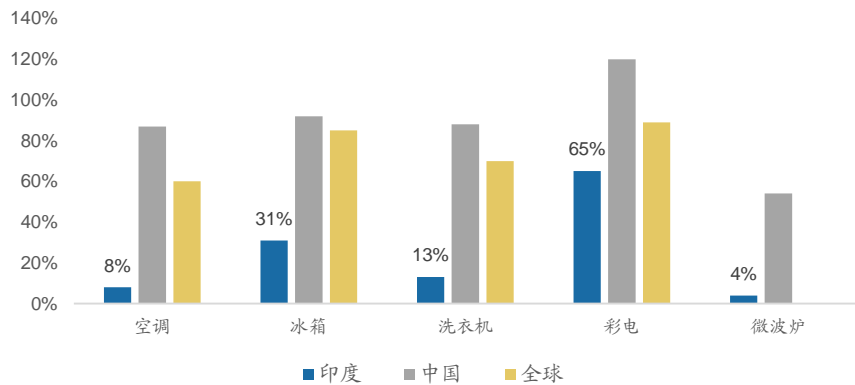
从主要家电渗透率的视角可以更清晰的理解印度家电市场未来的成长空间。根据PWC统计数据, 2017年印度空冰洗电四大品类的渗透率分别仅为8%、31%、13%、65%, 微波炉仅为4%, 中国前述五大品类的渗透率已达87%、92%、88%、120%、54%, 显而易见, 印度家电各品类普及程度均远低于中国, 与世界平均水平也有较大差距。因此, 印度家电市场仍处于初级发展阶段, 渗透率提升下的新增需求将成为印度家电市场短期内最核心的发展动力。

表 2: 全球主要国家 2018 年家电零售额规模、人口、人均零售额对比

	印度	中国	日本	韩国	美国
市场总零售额(亿美元)	129	1260	300	118	918
人口(亿人)	13.39	13.86	1.27	0.51	3.26
人均零售额(美元)	9.67	90.87	236.58	229.96	281.68

数据来源: 世界银行, Wind, Gfk, 广发证券发展研究中心

图18: 2017年印度、中国、全球主要家电品类渗透率对比

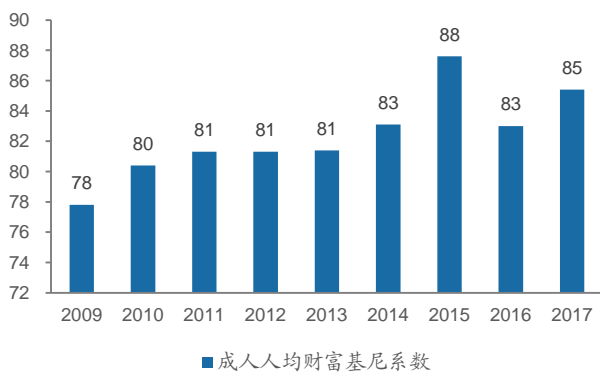


数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

1.3.2 产品结构: 低端产品较多, 产品结构升级空间充足

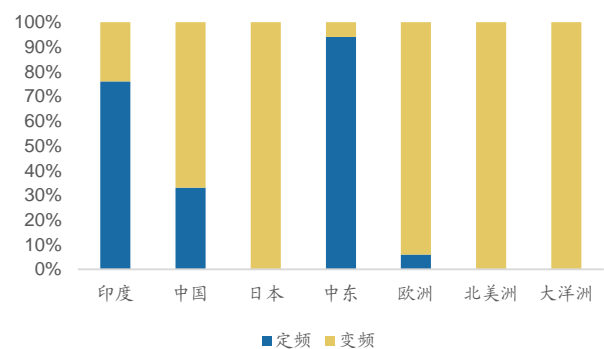
从产品结构来看, 印度家电产品的档次分化明显, 既有低端的窗式空调、单门冰箱、双缸洗衣机, 也有高端的变频分体式空调、多开门豪华冰箱、大容量滚筒洗衣机, 产品售价从8000卢比到30万卢比不等(约为人民币780元到29000元)。印度的贫富差距大(成人人均财富基尼系数高达85), 极度贫困人口众多(20%以上人口处于日收入农村32卢比/城市47卢比的印度国家贫困线以下)。根据PWC数据, 中低端产品是印度家电市场的绝对主力, 占比超过7成。

图 19: 印度成人人均财富基尼系数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 全球主要市场空调器各类型 2017 年销售占比



数据来源: Jraia, 海立印度, 广发证券发展研究中心

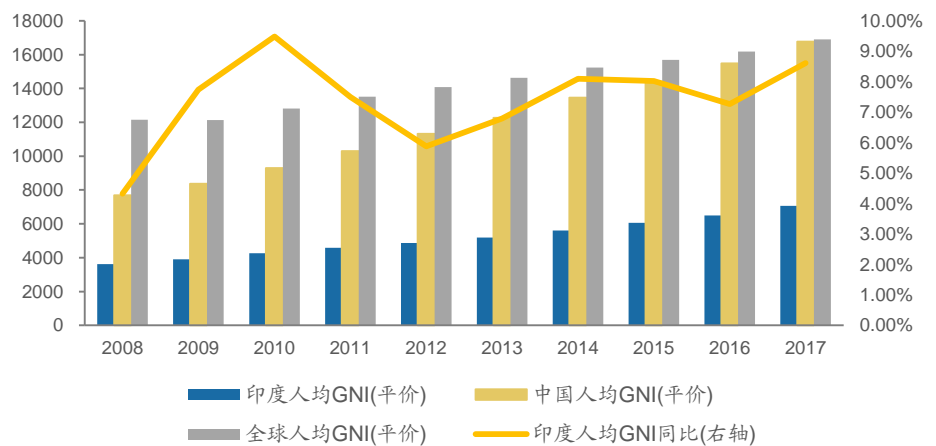
以市场规模最大的空调定变频比例为例, 日本、北美、欧洲、大洋洲都已实现或基本实现变频空调全覆盖, 中国变频空调年零售占比目前也已经达到60%以上。根据海立印度副总经理Sameer提供的数据, 2017年印度变频空调市场份额从2016年的9%提升为24%左右。因此, 以定频空调为主要销售机型的印度家庭空调市场从产品升级角度也有较大空间。

1.4 挑战：收入水平与基建是制约印度家电市场发展的主要潜在因素

1.4.1 经济发展：人均收入水平任处低位，贫富差距可能制约整体消费能力

在消费层面，家电属于耐用消费品，其需求受到居民收入水平的显著影响。印度近年来人均收入（GNI）的迅速增长促进了印度居民消费能力提升及消费观念升级。但客观来说，以购买力平价计算，印度人均GNI绝对水平仍仅有中国和世界平均水平的一半，结构上贫富不均现象突出。这些使得印度家电消费的快速增长有可能受到整体消费能力的制约。

图21：印度人均GNI与中国、全球对比



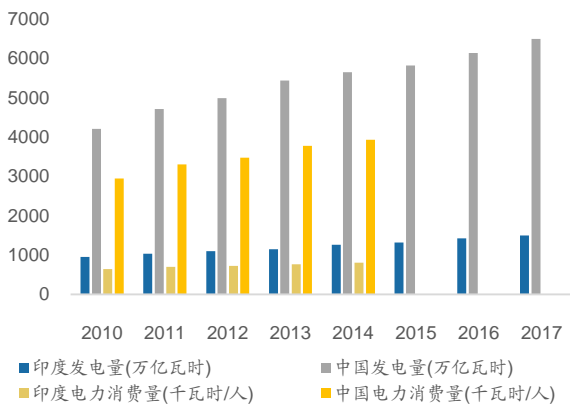
数据来源：世界银行，Wind，广发证券发展研究中心

1.4.2 基础建设：基建滞后导致电力成本偏高对家电普及存在制约

在家电普及方面，未来可能形成挑战的另一个因素源于印度相对滞后的基础设施建设。从对家电市场影响最大的电力基建来说，2017年印度全国发电量1497万亿千瓦时；根据世界银行2014年统计数据，印度人均电力消费仅806千瓦时，是中国居民的1/5。在电力供应能力相对较低的情况下，必然存在电力成本偏高的问题。

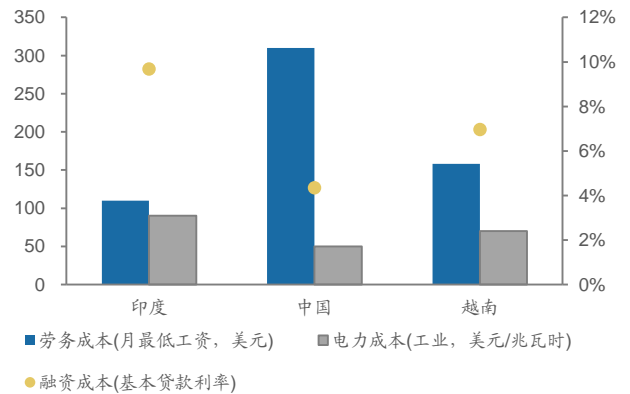
此外，印度国内金融市场不够完善，融资成本较高也使制造业企业承担了更高的成本。因此，尽管印度拥有廉价劳动力，但如果无法改善电力和融资成本偏高的问题，其负面影响有可能一定程度冲减制造业的人口红利。

图 22: 中印发电量及电力消费量对比



数据来源: 世界银行, Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 中印越 2017 年劳务、电力、融资成本 (右轴) 对比



数据来源: 世界银行, PWC, 广发证券发展研究中心

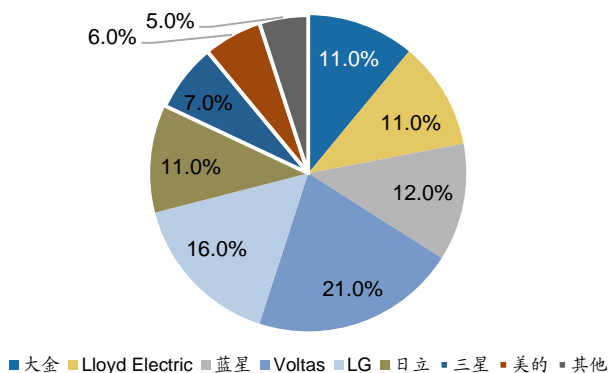
2. 印度家电行业竞争格局

2.1 竞争格局: 行业集中度较高、4 方争霸

参考Gfk、MOSL的数据, 2018年印度空冰洗电市场品牌CR3分别为49%、63%、58%、49%, 集中度高。具体来看, 空调品牌销量前三名为Voltas (本土)、LG、Blue Star (蓝星, 本土); 冰箱市场为LG、三星、Videocon (本土); 洗衣机市场为LG、三星、惠而浦。

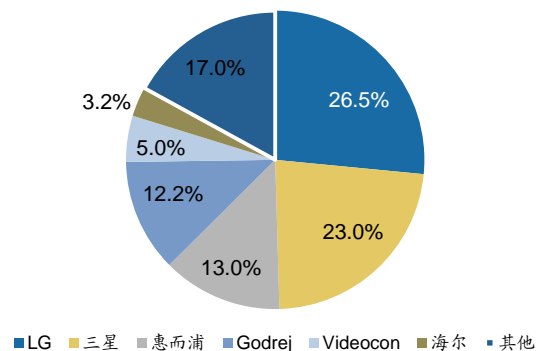
纵观当下印度家电市场, 竞争参与方为印度本土企业+日韩品牌+欧美品牌+中国品牌。其中, 印度主要的本土企业有Videocon、Voltas、IFB、Godrej & Boyce等, 韩国两大巨无霸企业LG和三星是当下外资企业的佼佼者, 二者占据了冰洗市场近半数份额, 日本企业松下、大金、日立与美国的惠而浦, 也在一些子品类中占据了一定份额, 中国的海尔与美的, 目前仍然扮演着追赶者角色。

图 24: 2018 年印度空调市场零售量份额



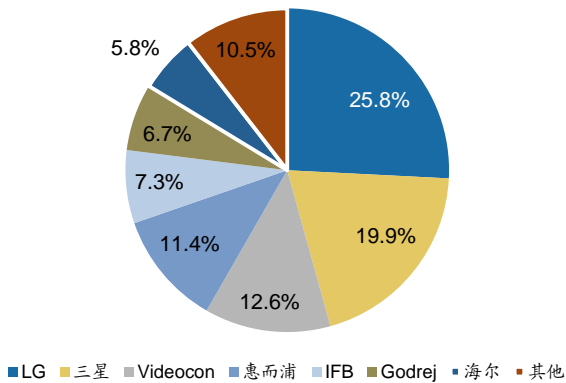
数据来源: MOSL, 广发证券发展研究中心

图 25: 2018 年印度冰箱市场零售量份额



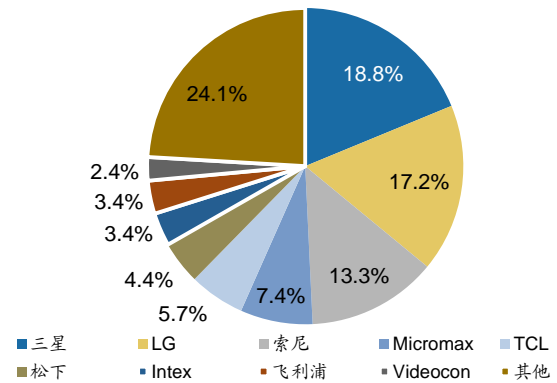
数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图 26: 2018 年印度洗衣机市场零售量份额



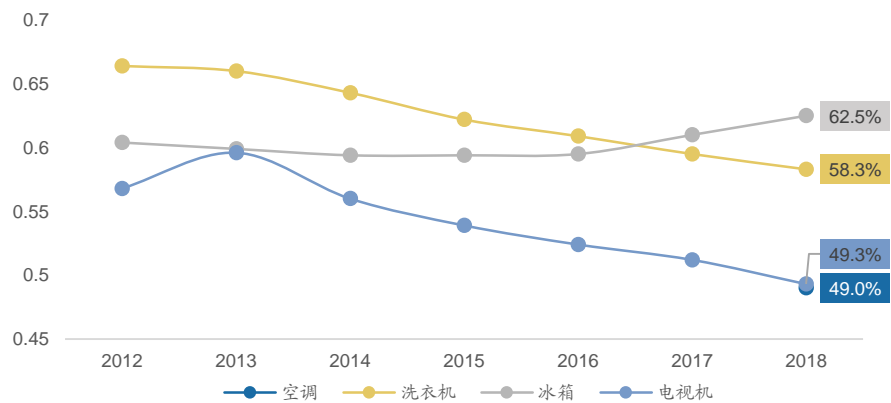
数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图 27: 2018 年印度电视市场零售量份额



数据来源: Gfk, 广发证券发展研究中心

图 28: 印度主要家电品类零售量集中度(CR3)



数据来源: MOSL, Gfk, 广发证券发展研究中心

2.2 中国企业印度布局: 青岛海尔率先布局、美的集团开始发展

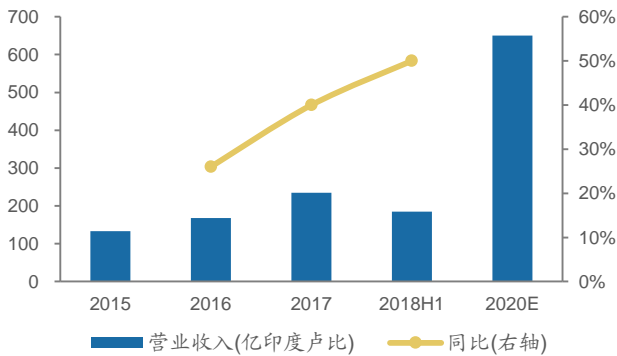
2.3.1 青岛海尔: 率先布局, 初具成果

青岛海尔自2004年进入印度家电市场, 是第一家布局印度的中国家电企业。目前, 青岛海尔已成立全资子公司Haier Appliances (India) Private Ltd, 总部位于新德里, 并在孟买、班加罗尔、金奈等33个城市设立了运营销售中心。

根据Gfk数据, 目前海尔品牌在印度空冰洗家电市场上分别占据了0.4%、3.2%、5.7%的零售量份额, 排名分别为第17、第6和第7名, 虽然份额排名不高, 但具备一定品牌影响力。根据海尔印度总裁Eric Braganza的介绍, 2018年上半年, 公司实现营业收入185亿印度卢比(约合18亿元人民币), 同比增长达50%, 其中, 空调业务增长48%、中高端冰箱业务增长91%、洗衣机业务增长71%、彩电业务增长51%、热水器业务增长136%。青岛海尔2018年报显示, 2018年收入同比

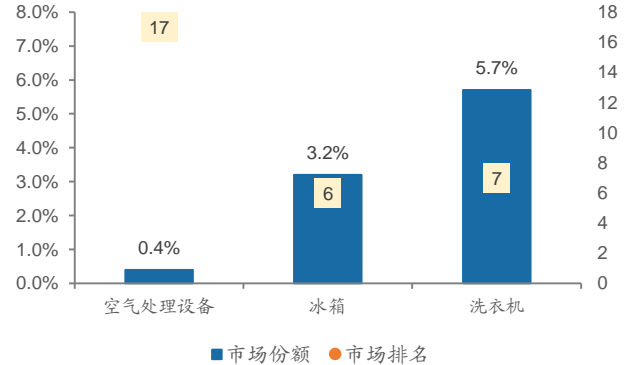
增长41%、高端产品增幅更是达到74%。海尔计划在2020年实现650亿卢比营收（约合63亿元人民币），并力争成为印度市场的领军品牌。

图 29: 海尔印度公司销售收入



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 30: 海尔主要品类在印度市场的份额及排名



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

青岛海尔目前在印度浦那拥有一个工业园区，前身是2007年海尔收购的一家冰箱工厂，经过十余年发展：

- **厂房面积：**从原来1.2万平方米扩容约16倍达到17.5万平方米，
- **产能：**也从原来的不到6万台增长到380万台，提升近64倍。
- **品类：**从原来只有冰箱产线扩展到现在冰洗空厨多条产线。

2017年11月，海尔工业园正式投产，预计将使海尔印度公司空冰洗产品的本地化生产比例分别提升至80%、96%、90%。2018年浦那工业园生产完成220万台生产，实现当年投产当年达产当年盈利。

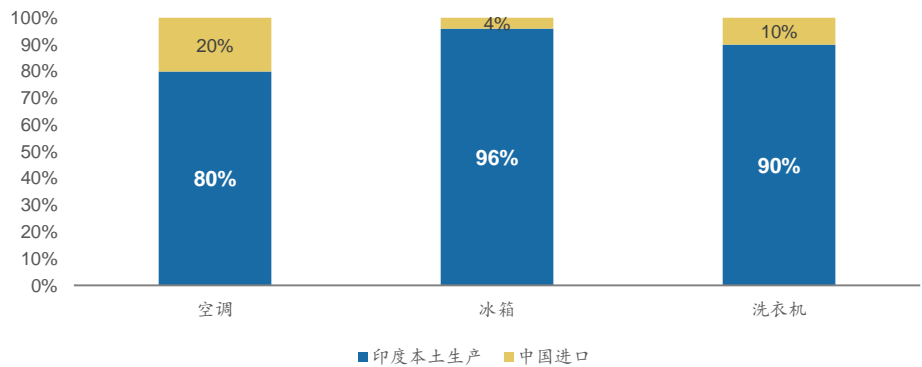
2018年8月，青岛海尔发布公告拟投资2.86亿美元在印度北部诺伊达工业开发区再新建一座年产量550万台/套的工业园，其中一期项目产能200万台/套，预计2020年投产；二期项目产能250万台/套，预计2022年投产。新工业园占地面积预计50万平方米，厂房面积28万平方米。北部工业园将极大扩张青岛海尔在印度的产能，为其在印度乃至东南亚继续扩张奠定坚实基础。

表 3: 海尔工业园布局

	位置	投资额(亿美元)	厂房面积(万平方米)	产能(万台/套)	进度
海尔工业园	浦那	-	17.5	380	2017年11月已投产
北部工业园 (筹建)	诺伊达工业开发区	2.86	28	550 (一期 200, 二期 250, 预留 100)	一期: 2020年10月 二期: 2022年10月

数据来源：公司公告，公司官网，广发证券发展研究中心

图31: 海尔印度预计本地化生产比例



数据来源: 青岛海尔官网, 广发证券发展研究中心

除了扩张产能, 青岛海尔也在积极布局印度市场的渠道。截至2017年, 海尔印度公司有7000家代理商, 包括1500家专营商和5500家混合代理商, 并开设了80家海尔品牌专卖店。线上销售方面, 海尔同样有亮眼表现, 根据海尔印度销售经理介绍, 2017年公司在电商渠道销售增长210%, 其中冰箱线上增长317%, 洗衣机线上增长97%。

2.3.2 美的集团: 后起之秀, 蓄势待发

与海尔相比, 美的集团进入印度市场相对较晚。2012年1月, 美的集团与美国开利公司合资成立联营公司Carrier Midea India Private Ltd (其中美的持股60%), 并在哈里亚纳邦的古尔冈建立以空调为主的生产基地。筹备期之后, 开利美的开启了高速成长, 公司总经理Kishan Sachdev此前在接受采访时称, 公司2015年销售额已达到约100亿印度卢比 (约为9.7亿人民币), 同比增长约30%, 并计划在2016年加速实现40%的增长。

在当下, 美的古尔冈生产基地的产品包括空调器、洗衣机、热水器、空气净化器等, 其中空调业务占到了70%以上, 美的在印度几乎100%在售整机都由该工厂生产, 零部件自产率约为1/3, 其余依靠进口。

图 32: 开利美的 2012 年成立, 生产基地年底投入使用

2012

印度生产基地

2012年1月, 美的与开利合作成立印度合资公司, 次年启动印度生产基地建设, 当年10月底, 印度生产基地投入使用, 占地面积15000平方米, 是印度空调生产最大基地之一。



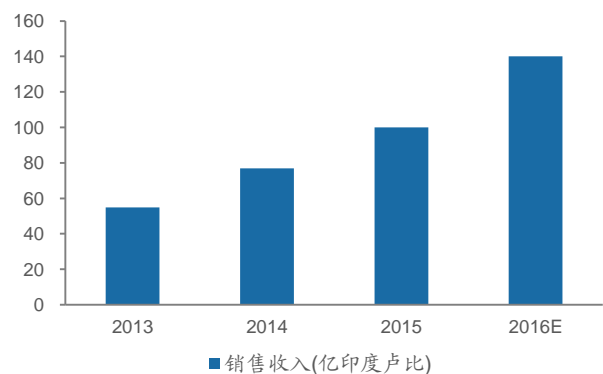
2012年10月31日, 开利总裁杰森和美的投资董事长何享健共同为印度美的开利合资公司制造工厂揭幕



印度工厂家用空调生产线

数据来源: 美的集团官网, 广发证券发展研究中心

图 33: 开利美的的成立之后销售收入快速提升



数据来源: Business standard, 广发证券发展研究中心

2017年，美的集团启动“绿地”项目，计划全面扩大空冰洗产品在印度的本土化布局。随后，美的投资135亿印度卢比（约合人民币12.7亿）在印度浦那建设美的科技园，园区占地面积约27万平方米，将由三个生产制造工厂组成，可实现冰箱、洗衣机、净水器、热水器各50万台，家用空调150万台，商用空调25万台，空调压缩机450万台的年产能。该园区预计于2020年投产。

而在渠道布局方面，截至2016年，美的在印度拥有3200个以上的营销网点，覆盖了印度25个主要城市。

表 4: 美的科技园布局

	位置	投资额(亿印度卢比)	厂房面积(万平方米)	产能(万台/套)	进度
美的科技园	浦那	135	27	家用 AC: 150; 商用 AC: 50; 空调压缩机: 450; 冰箱: 50; 洗衣机: 50; 净水器: 50; 热水器: 50	2018年11月动工; 2020年投产

数据来源：公司公告，公司官网，第一财经，广发证券发展研究中心

除了已经深度布局的龙头青岛海尔与美的集团外，中国更多企业也通过各种方式参与印度家电市场竞争：

- **海立股份**：2013年投资人民币4.5亿元，建立印度本土最大空调压缩机工厂——海立印度，到2016年已累计生产空调压缩机2亿台；
- **TCL集团**：TCL印度产业园2018年12月在印度Andhra Pradesh邦Tirupati动工建设，计划于2019年4季度陆续投产。该产业园由华星光电模组项目以及TCL电子智能显示终端（即电视）项目两部分组陈。华星光电印度模组项目将整合大尺寸电视屏及中小尺寸移动终端显示屏生产，规划年产出**800万片22寸~55寸大尺寸电视面板及年产出3000万片3.5寸~8寸小尺寸手机面板**；智能显示终端项目设计生产32寸~65寸整机，规划年产出**600万台TV整机**，不仅生产TCL品牌电视，同时也为印度市场其他品牌提供ODM。
- **小米集团**：小米电视于2018年2月在印度市场首发，陆续推出了32英寸、43英寸和55英寸产品，发售仅9个月就卖出100万台。优秀的智能性能体验、超高性价比以及与印度最大视频供应商合作以确保内容优质是小米电视在印度实现快速崛起的关键。目前小米电视已经成为印度第一智能电视品牌和第一线上电视品牌。

表 5: 小米电视在印度极具性价比优势

尺寸	小米定价（卢比/人民币）	主要竞争对手（LG、三星、和索尼）定价（卢比/人民币）
32 英寸	13999/1360	平均约 24000/2340
43 英寸	22999/2240	平均约 36000/3510
55 英寸	39999/3900	平均超过 80000/7800

数据来源：环球网，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2.3 解析：中国企业在印度竞争所面临的挑战

在青岛海尔、美的集团等公司积极布局印度市场的同时，我们需要看到，相对于主要竞争对手，作为追赶者的中国家电企业面临着两大挑战：

- **进入时间晚于国际龙头，缺乏先发优势：**中国企业进入印度市场较晚，实质性布局都在近十年内。LG、三星、惠而浦等国际巨头早在20世纪90年代已在印度当地投资经营，长期发展使得这些巨头在印度市场已具备较高的品牌影响力。尤其是韩国企业，在产能、收入、市占率上都显著领先中国企业（三星、LG印度公司2017年分别约实现营收6107亿卢比、1606亿卢比（约合595亿人民币、157亿人民币，营收包含手机）），韩国巨头无疑是中国企业在印度发展的最大挑战。

表 6：2017 年韩国、中国主要产品在印度市场零售量份额及排名对比

	公司	空调	冰箱	洗衣机	微波炉	电视机
LG	市场份额	16.0%	26.5%	25.8%	29.6%	17.2%
	排名	2	1	1	1	2
三星	市场份额	7.0%	23.0%	19.9%	26.9%	18.8%
	排名	7	2	2	2	1
海尔	市场份额	/	3.2%	5.8%	2.9%	/
	排名	/	6	7	7	/
美的	市场份额	6.0%	/	/	/	/
	排名	8	/	/	/	/

数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

- **文化差异，本土化运营尚未得心应手：**印度历史悠久，具有独特的政治、经济、文化特征，对异地品牌运营尚缺乏经验的中国企业面对这样复杂的市场难免会遇到障碍。例如2015年美的集团便发现当地净水问题严重的商机，并对净水器项目立项，但随后由于不熟悉市场具体需求，不得不进行大量调研，产品开发和筹备耗时近两年，直至2016年底产品才在印度正式上市。中国企业仍需要大量时间去不断调整自身的运营、产品、营销策略，以适应当地的消费观念、监管制度等，相比之下，印度本土企业以及进驻时间已久的韩国企业在经验上显然更为充足。

不可忽视的是，青岛海尔、美的集团这样的中国家电龙头已经具备成为国际龙头的潜质。中国家电龙头企业具有丰富的产品经验与最集约的生产成本，这些都是其发力印度市场的核心竞争力。未来，随着海尔工业园、美的科技园这样的本土大型工业园区建成落地，我们认为中国企业有望最大程度把握印度家电市场的发展红利，为公司业绩贡献新的增量。

3. 投资建议

在当下，印度已经与中国一起已经成为经济发展最快的经济体，且印度的发展阶段更为初期，印度人口基数大，人口结构年轻，人口带来的发展红利释放在即。家用电器市场是印度制造业乃至整体经济中目前发展最快的板块之一，近五年零售额规模实现了年均约10%的增长，市场规模突破百亿美元大关。但与印度庞大的人口基数相比，家电产品的家庭渗透率仍然较低，新增需求空间巨大。而从企业角度，印度政府近年来对制造业持续给予政策刺激，海外家电企业布局印度因此也迎来了更好时点。

从竞争格局来看，印度家电各细分市场形成了相对较高的品牌集中度，印度本土企业与韩国企业目前处于领先地位。在此背景下，青岛海尔、美的集团等企业于21世纪陆续进入印度市场，目前仍扮演着追赶者角色。中国家电企业在印度市场仍然存在本土运营经验较少、品牌影响力不足等劣势，但基于自身在产品与生产端的优势，中国家电企业未来有望复制在中国崛起的路径从而充分获益印度家电市场的增长红利。从印度放眼全球，诸如东南亚、非洲等新兴市场的家电普及仍处于初级阶段，全球市场的成长红利尚待挖掘，中国家电企业也有实力且有能力占据更大的市场份额。基于此，我们建议继续关注具备全球竞争力，并践行全球化战略的白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器。

表7：全球白电相关公司估值表

市场	公司	代码	股价	EPS			EPS 增速			PE	
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
A 股	美的集团	000333 CH	50.75	3.04	3.41	3.81	17%	11%	12%	14.9	13.3
	格力电器	000651 CH	56.19	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	11.9	10.7
	青岛海尔	600690 CH	16.38	1.17	1.29	1.44	8%	10%	12%	12.7	11.4
港股	海尔电器	01169 HK	17.72	1.33	1.51	1.66	11%	13%	11%	11.8	10.6
美股	WHIRLPOOL	WHR US	129.48	14.00	14.71	16.38	-3%	5%	11%	8.8	7.9

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：美的集团股价为2019/05/07收盘价，美的集团、青岛海尔、海尔电器为2019/05/16收盘价，预测来自于广发证券发展研究中心报告中的盈利预测，股价与EPS单位均为人民币，港币人民币汇率取1港元=0.8765人民币；美股公司股价为2019/05/15收盘价，预测来自Bloomberg一致预期，股价与EPS单位均为美元

4. 风险提示

印度宏观经济增速下滑，消费刺激不足；税率上升，价格上涨；家电产品渗透率提升不及预期；中国家电企业海外本土化运营及品牌推广不及预期。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。