

深度复盘 2009 年家电补贴 ——分拆补贴政策 and 地产刺激的效果

推荐 (维持)

2019 年 02 月 26 日

重点公司

重点公司	18E	19E	评级
美的集团	3.09	3.51	审慎增持
格力电器	4.32	5.09	审慎增持
青岛海尔	1.23	1.40	审慎增持
小天鹅A	2.81	3.32	审慎增持
老板电器	1.56	1.81	审慎增持

注：来自 Wind 一致预期

相关报告

《家电周报:全球电视面板出货创历史新高,电磁炉市场量额双增长(20190121-20190127)》
2019-01-27

《2018 年 Q4 基金持仓家电板块详解》2019-01-23

《产业在线 12 月空调数据:内销冲刺外销抢出口,12 月行业销量小幅增长》2019-01-21

分析师:

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

投资要点

- 回顾家电政策刺激,有三点认识:第一,家电补贴三大政策,家电下乡推开起始于 2009 年 2 月,节能惠民推广自 2009 年 5 月,以旧换新推开起始于 2010 年 6 月,因此三大政策全面推开起始于 2009 年,叠加在 2010 年,受此影响基本面回暖起始于 2009 年,顶部发生在 2010 年;第二,资本市场在 2009 年打满,透支未来三年超额收益;第三,上轮有政策补贴和地产刺激双重叠加,本轮政策较上轮打折扣,地产刺激没有,并且农村渗透率提升和城镇消费收缩都降低更新欲望,因此基本面回暖力度要打折扣。
- 回顾家电政策刺激,有三点启示:第一,政策刺激对家电行业十分有效。政策第一年 2009 年内销增速大幅上升,2010 年增速上升见顶,2011 年回落,三年行业内销量保持正增长;第二,家电政策对家电龙头十分有效,但具体节奏上格力电器和海信电器有特殊情况;第三,政策不是全面开花,全部利好,在选择标的上,要考虑高库存,同时分辨产品的替代效应。
- 回顾资本市场表现,有三点经验:第一,如果今年家电补贴政策与上轮类似,2019 年可能会重演 2009 年,首年提估值,次年业绩出现降估值;第二,上轮政策补贴期,冰空洗厨电占比高的一二线龙头超额收益表现最好,空调占比高的龙头面临去库存周期,超额收益偏弱;第三,从上轮来看,2009 年 8 月半年报披露后,基本面转折性回暖推动个股表现大幅分化,部分超额收益大增。结合今年来看,家电补贴政策最快一季度落地,二季度利好上市公司,8 月底半年报才有望证实前期逻辑,迎来超额收益。
- 通过模型分拆家电内销结构,有三点结论:第一,上轮政策期家电政策单独贡献 1-3 成冰空洗内销,地产刺激单独贡献 1-2 成冰空洗内销,政策补贴和地产刺激对家电销量影响基本上一比一;第二,过去十年每年稳定增长的商品房和二手房从销售到装修,年均贡献了 3-4 成的家电销售,地产是影响家电销售的主要变量之一;第三,竣工面积指标更贴近下游产业端,但房屋销售面积数据与家电主要品类空调内销数据拟合效果更好,地产销售数据未来没有较大起色,限制了家电缺乏类似 2016 年大行情的基础。因此家电补贴政策的强弱依然是限制今年家电行情的核心变量。
- 投资建议:今年已经出台家电补贴政策框架,市场期待补贴细则中中央财政和地方财政如何分担,鉴于部分地方财政困难,如果中央财政分担多的话,市场会解读为执行力度会更强,效果可以部分对标 2009 年。我们推荐冰洗占比较大的青岛海尔、美的集团,以及估值有优势的格力电器,总体看多积极财政政策下的家电补贴力度。

风险提示:地方政府负担补贴大头、政策需要试点、招投标使得时间长、力度不及上轮、没有组合拳

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、引子：家电政策三点认识，地产销售与地产竣工的背离.....	4
二、模型构建：从地产销售到装修，将家电内销分拆三部分.....	6
2.1 第一步：从地产销售面积到地产装修套数.....	6
2.2 第二步：从地产装修套数到地产推动的家电销量.....	8
2.3 第三步：倒推农村销量+更新换代，研究家电下乡和以旧换新效果.....	10
2.4 第四步：将内销分为地产因素、内生因素、政策因素.....	12
三、共性中的差异，白电要考虑库存和黑电要考虑迭代.....	15
3.1 2009 年格力的启示：空调高库存或影响政策第一年营收表现.....	16
3.2 去库存过程中空调销售表现平庸，冰箱拉动海尔、科龙高增长.....	18
3.3 2009 年黑电的启示：行业数据前瞻性不足，迎合政策导向的胜出.....	20
3.3 黑电机会在于消费升级，以 4K 迭代过去标清或高清电视.....	22
3.4 从上轮政策表现，何时、如何选择投资标的.....	24
3.5 投资建议.....	25
图 1、住宅房屋竣工面积增速和销售面积增速.....	5
图 2、家用空调内销增速与房屋竣工面积增速.....	5
图 3、家用空调内销增速与商品房销售量增速，更加拟合.....	6
图 4、住宅销售增速在 2009 年达到峰值.....	7
图 5、住宅装修在 2010 年达到峰值.....	8
图 6、2009-2013 年政策期洗衣机销量.....	10
图 7、2009-2013 年政策期电冰箱销量.....	10
图 8、2009-2013 年政策期空调器销量（一户一台）.....	11
图 9、2009-2013 年政策期对空调销量（一户两台）.....	11
图 10、2009-2013 年政策期对彩电销量.....	11
图 11、空调中国内销量分拆推算.....	13
图 12、电冰箱中国内销量分拆推算.....	13
图 13、洗衣机中国内销量分拆推算.....	14
图 14、格力电器存货（百万元）显示在 2009 年上半年经历了去库存.....	17
图 15、格力电器预收款项在 2008 年中见底.....	17
图 16、格力电器应收票据在 2010 年中见底.....	17
图 17、家用空调内销增速和企业端库存量，上轮政策期经历空调去库存.....	19
图 18、本轮料再次经历去库存，空调内销增速料未来半年持续低迷.....	20
图 19、2009-2011 年期间彩电整体销量保持平稳.....	20
图 20、2009-2011 年彩电销售内部发生结构性变化，液晶上升、显像管下降.....	21
图 21、格力电器、青岛海尔、海信家电的收益，以 2009 年初为原点.....	24
图 22、海信电器、深康佳、沪深 300 的收益，以 2009 年初为原点.....	24
图 23、估值大增集中在 2009 年.....	27
表 1、2007-2013 年家电政策刺激.....	4
表 2、2007-2013 年家电下乡政策.....	4
表 3、2009-2011 年家电以旧换新政策.....	4
表 4、通过住宅的销售推算出住宅的装修套数.....	7
表 5、通过住宅的装修推算出新增地产对家电销售的拉动.....	9
表 6、中国家电内销量同比增速.....	13
表 7、2007-2013 年家电政策刺激、行业内销情况及主要上市公司表现.....	15
表 8、2009 年上市公司营业收入增速（%）.....	16

表 9、格力电器、青岛海尔、海信家电较沪深 300 的超额收益.....	- 18 -
表 10、青岛海尔 2009 年收入结构	- 19 -
表 11、海信家电 2009 年收入结构.....	- 19 -
表 12、黑电公司营业收入同比增长率 (%)	- 21 -
表 13、黑电公司扣非归母净利润同比增长率 (%)	- 21 -
表 14、黑电公司相对于上证综指的涨跌幅 (%)	- 21 -
表 15、上市公司营收同比增速, 2009 年第二季度是转折点.....	- 25 -
表 16、海信家电的收入结构	- 25 -
表 17、美的集团的收入结构	- 25 -
表 18、青岛海尔的收入结构	- 26 -
表 19、格力电器的收入结构	- 26 -
表 20、2009 年: 大盘和个股提估值	- 27 -
表 21、2010 年: 大盘和个股估值杀估值	- 27 -

报告正文

一、引子：家电政策三点认识，地产销售与地产竣工的背离

表 1、2007-2013 年家电政策刺激

政策	推行时间	主要内容
家电下乡	2007 年 12 月	政策开始在山东、河南等 4 省市试点，品类为彩电、冰箱和手机
	2008 年 12 月	试点范围扩大至 14 个省市，新增洗衣机品类
	2009 年 2 月	推广至全国，新增电脑、热水器、空调等至 8 种补贴产品
	2009 年 4 月	印发家电下乡操作细则，新增微波炉、电磁炉品类
	2010 年 1 月	大幅提高产品最高限价，各省市可根据需求自选一个新增品种
以旧换新	2009 年 6 月	北京、天津等 9 省市试点
	2010 年 6 月	推广至全国
节能惠民	2009 年 5 月	“节能产品惠民工程”高效节能房间空调器推广
	2010 年 6 月	空调能效等级调整，补贴额调低，政策实施延长 1 年至 2011 年 5 月
节能补贴	2012 年 6 月	品类包括高能效空调、冰箱、洗衣机、热水器和电视等，期限为 1 年

资料来源：《家电下乡操作细则》等，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2007-2013 年家电下乡政策

目的	应对国际金融危机，惠农强农，带动工业生产，促进消费拉动内需
政策	每类家电下乡产品每户农民限购 2 台（件），对每件产品给予产品销售价格 13% 补贴
品类	彩电、冰箱（含冰柜）、手机、洗衣机、电脑、空调、热水器（含储水式电热水器、燃气热水器、太阳能热水器）、微波炉、电磁炉共计 9 类
范围和时间	山东、青岛、河南、四川 4 省市试点：2007.11--2011.11
	推广至内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西 10 省市：2008.12--2012.12 推广至其余 12 个省市：2009.2--2013.2
补贴来源	中央财政（80%），地方财政（20%）

资料来源：《家电下乡操作细则》等，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2009-2011 年家电以旧换新政策

目的	扩大消费需求，提高资源能源利用率，减少环境污染，促进节能减排和循环经济发展
政策	交售旧家电并购买新家电可享受家电补贴，补贴标准为新家电销售价格的 10%
品类和补贴上限	电视机：400 元/台，冰箱（含冰柜）：300 元/台，洗衣机：250 元/台，空调：350 元/台，电脑：400 元/台
范围和时间	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙 9 省市试点：2009.6--2010.5
	推广至全国：2010.6--2011.12
补贴来源	中央财政（80%），地方财政（20%）

资料来源：《家电以旧换新实施办法》，兴业证券经济与金融研究院整理

对上轮 2009 年全面推广的家电政策有三点认识：

- （1）第一个阶段从 2009 年 2 月开始，家电下乡在全国推广，涉及白电+黑电，冰箱、空调、洗衣机、彩电，2011 年底部分产品陆续结束；第二个阶段从 2010 年 6 月开始，以旧换新全国推广，2011 年底结束；
- （2）政策之间可以叠加的是节能惠民+以旧换新，交集时间在 2009 年下~2011 年上，尤其是在 2010 年全年，以空调为主要产品的格力电器、海信家电的营业总收入增速显著；
- （3）政策节奏是 1+3，第一年 2008 年试点，后面政策执行三年：2009 年发力，2010-2011 年组合拳叠加，2012 年退出。本轮因为有上轮政策经验，第一年的政策试点可能缩短或取消。

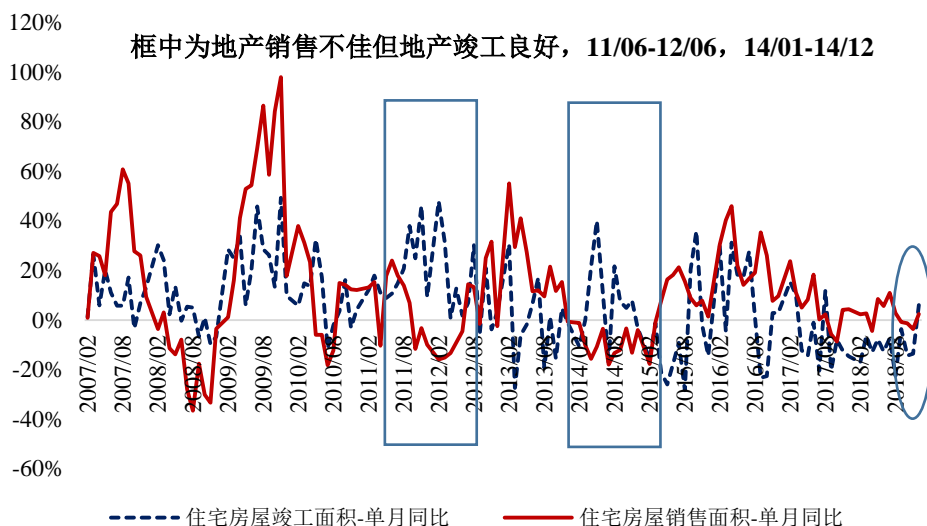
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

与2009年家电政策刺激同步的是2009年地产政策刺激，两者都能拉动家电销售。在当下大环境下，推行类似2009年地产政策刺激在2019年可能性小，如何把2009-2012年家电销量剔除地产刺激因素，是本文试图解决的主要问题。

● 选择地产销售数据还是地产竣工数据，竣工与销售的背离

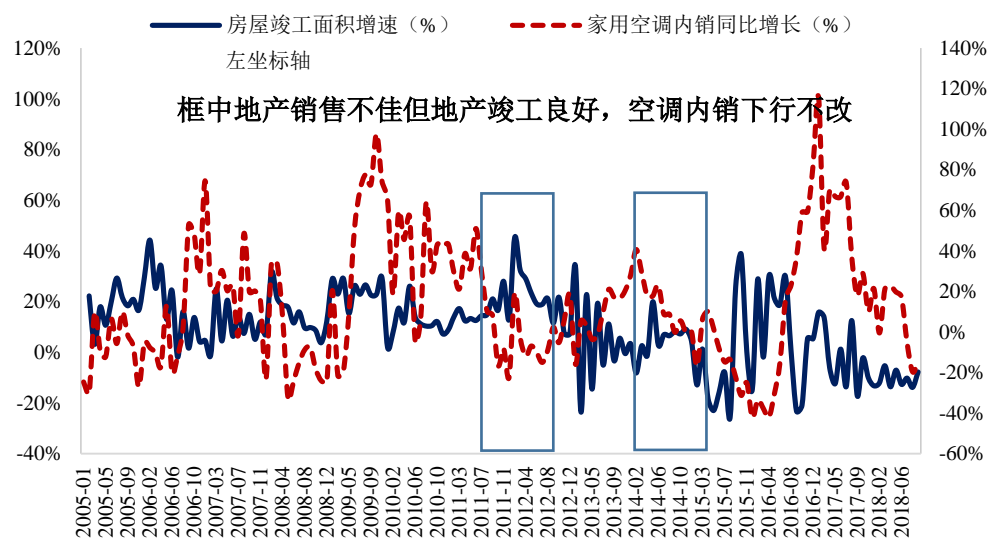
选择地产竣工面积还是地产销售面积一直是投资者左右摇摆的事。过去十年，中国住宅房屋竣工面积增速和销售面积增速大致走势一致，但有两个时间段背离，分别是2011年6月至2012年6月，2014年1月至2014年12月。由于投资者预期2019年中国地产竣工面积增速可能良好，或超越销售面积增速，可否带来一波家电销售行情？

图 1、住宅房屋竣工面积增速和销售面积增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、家用空调内销增速与房屋竣工面积增速

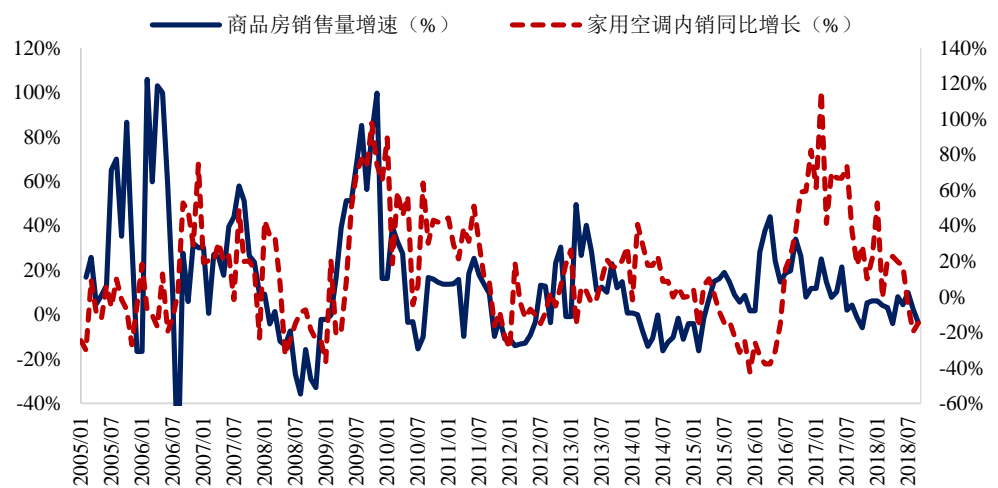


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上图可见，在两个背离期内，空调内销增速下行不改，即使有销售增速小幅上扬。2019 年至多更接近 2014 年，分别是 2015 年地产刺激的后周期和 2012 年地产刺激的后周期，面临的困境都是库存积压，去库存是全年主基调。渠道已经积压大量库存亟待消除，出货端难有大幅提速。

选择地产竣工面积还是地产销售面积？竣工面积指标更贴近下游产业端，但房屋销售面积数据与家电主要品类空调内销数据拟合效果更好，地产销售更有前瞻性。回顾历史，地产刺激和家电政策是带来家电销售波澜壮阔行情的两大主要变量。上述结论一是 2019 年家电内销增速受地产竣工数据影响料不明显，二是 2019 年家电内销增速主要看家电政策如何刺激，研究上轮政策期要借助地产销售数据。

图 3、家用空调内销增速与商品房销售量增速，更加拟合



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、模型构建：从地产销售到装修，将家电内销分拆三部分

2.1 第一步：从地产销售面积到地产装修套数

- 如现房和二手房半年后装修、期房一年后装修，装修套数在 2010 年大幅增加

从地产销售面积到地产装修套数是第一步研究目标，结论是如果现房和二手房半年后装修、期房一年后装修，装修套数在 2010 年大幅增加。

从销售到装修，推算如下：销售分为商品房的现房和期房，以及二手房交易。先月度平移再全年累加。

打个比方，如 2007 年 3 月销售的现房和交易的二手房，我们假设 6 个月后即 2007 年 9 月装修，算作 2007 年装修的面积；2007 年 3 月销售的期房和交易的二手房，假设 12 个月后即 2008 年 3 月装修，算作 2008 年装修。

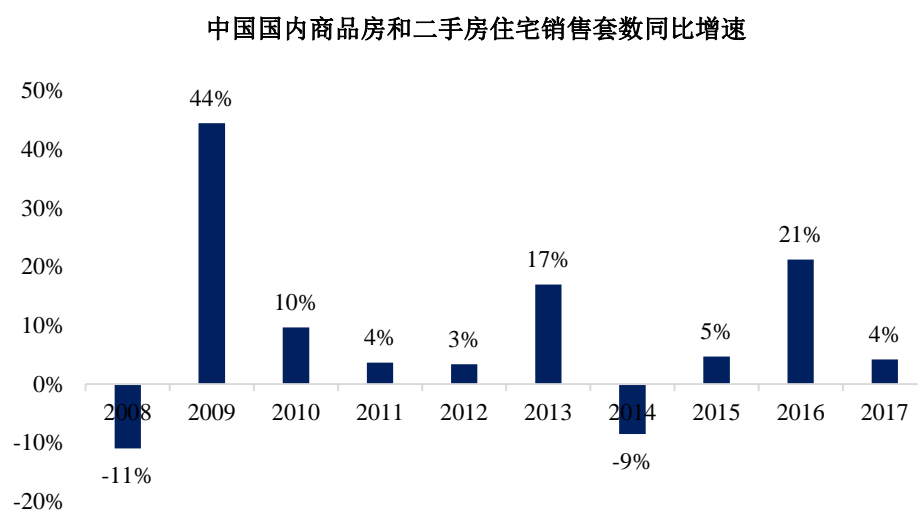
表 4、通过住宅的销售推算出住宅的装修套数

万平、平米、万套	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
正在装修的住宅现房面积-销售完 6 个月后 (A)	19,885	20,225	19,017	22,759	21,627	21,358	24,619	25,260	24,124	29,227	33,362	27,959
正在装修的住宅期房面积-销售完 12 个月后 (B)	35,085	47,881	39,126	62,161	71,384	75,181	76,378	89,934	81,470	86,504	105,609	113,545
正在装修的二手房面积-销售完 6 个月后 (C)	23,779	19,540	28,349	60,649	60,315	34,220	53,297	46,680	45,148	68,152	97,598	79,663
当年住宅商品房平均面积-外生变量 (D)	110	112	107	107	106	106	104	105	104	106	107	108
当年二手房平均面积-外生变量 (E)	76	85	90	91	90	92	91	91	92	94	94	91
来自现房的正在装修套数- (A/D)	181	180	179	212	204	202	236	241	232	275	311	258
来自期房的正在装修套数- (B/D)	320	427	367	580	674	712	733	858	783	814	985	1,048
来自二手房的正在装修套数- (C/E)	314	230	316	669	673	373	589	512	492	722	1044	877
合计正在装修的住宅套数- (A/D+B/D+C/E)	815	837	862	1,461	1,551	1,287	1,558	1,612	1,506	1,811	2,339	2,183

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

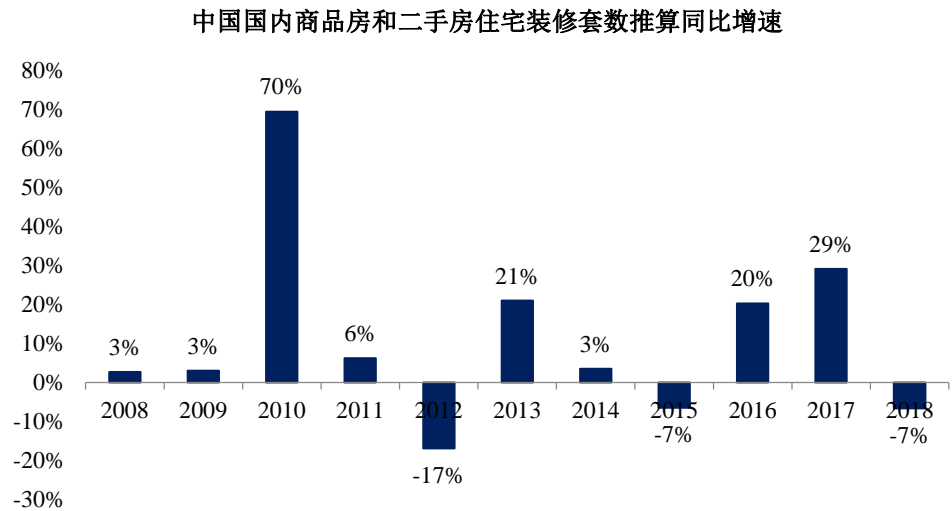
在月度销售数据往后平移后，我们得到滞后于销售的月度装修数据，分别通过每年的商品房销售平均面积和二手房交易平均面积，我们推算出每年的装修套数，这里既包括来自现房销售、二手房销售也包括来自期房销售，再按照自然年份累加得到全年装修套数，计算住宅装修套数的年度增速，它在 2010 年达到峰值。

图 4、住宅销售增速在 2009 年达到峰值



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、住宅装修在 2010 年达到峰值



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 第二步：从地产装修套数到地产推动的家电销量

● 每年的商品房和二手房装修依然贡献了 3-4 成的家电销售

装修的住宅数量的意义在于可以推算出由此带来的家电销量，这是第二步研究目标，结论是每年的商品房和二手房装修依然贡献了 3-4 成的家电销售。方法是通过假设装修期户主购买家电的比例，能够得出当期装修带来的家电销量，这是投资者通常说的新增地产对家电带来的增量。

计算发现，每年地产对家电带来的增量在中国内销合计中占有一定比例，以 2007 年至 2018 年均值为例，洗衣机为 41%，电冰箱为 33%，彩电为 31%，空调为 25%~51%。尽管商品房和二手房销售每年有波动，但是每年依然贡献了 3-4 成的家电销售，随着农村渗透率提升，这一比重即家电对地产的依赖度在变强。

上述计算有三个前提，一是当期装修的业主购置家电比例是 100%，下表附有 90% 和 80% 下的敏感性分析，后面进一步分析均按照 100%；二是当期装修的业务每户买一台洗衣机、买一台电冰箱、买一台彩电、买一到两台空调，这是大部分的情况，基于当前全国户均渗透率在一台左右；三是假设了二手房装修的业主有 80% 比例选择更换所有家电。

表 5、通过住宅的装修推算出新增地产对家电销售的拉动

单位: 万台	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2007-2018 平均
拉动家电需求 (假设当期全部户主购买家电)													
洗衣机	815	837	862	1,461	1,551	1,287	1,558	1,612	1,506	1,811	2,339	2,183	1,485
电冰箱	815	837	862	1,461	1,551	1,287	1,558	1,612	1,506	1,811	2,339	2,183	1,485
空调器 (一户一台)	815	837	862	1,461	1,551	1,287	1,558	1,612	1,506	1,811	2,339	2,183	1,485
空调器 (一户两台)	1,630	1,674	1,723	2,922	3,103	2,575	3,115	3,224	3,012	3,622	4,679	4,366	2,970
彩电	815	837	862	1,461	1,551	1,287	1,558	1,612	1,506	1,811	2,339	2,183	1,485
中国国内内销量													
洗衣机	2135	2382	2646	3398	3636	3481	3769	3763	3905	4115	4414	4528	3,514
电冰箱	2476	2608	3930	5097	5897	5567	5577	5277	4894	4731	4480	4344	4,573
空调器	3193	2965	3767	5150	6060	5716	6235	7017	6269	6046	8875	9169	5,872
彩电	4219	4072	3574	4023	4491	5055	5442	5037	5127	5520	5277	5407	4,770
占内销比例 (假设当期全部户主购买家电)													
洗衣机	38%	35%	33%	43%	43%	37%	41%	43%	39%	44%	53%	48%	41%
电冰箱	33%	32%	22%	29%	26%	23%	28%	31%	31%	38%	52%	50%	33%
空调器 (一户一台)	26%	28%	23%	28%	26%	23%	25%	23%	24%	30%	26%	24%	25%
空调器 (一户两台)	51%	56%	46%	57%	51%	45%	50%	46%	48%	60%	53%	48%	51%
彩电	19%	21%	24%	36%	35%	25%	29%	32%	29%	33%	44%	40%	31%
占内销比例 (假设当期 90% 户主购买家电)													
洗衣机	34%	32%	29%	39%	38%	33%	37%	39%	35%	40%	48%	43%	37%
电冰箱	30%	29%	20%	26%	24%	21%	25%	27%	28%	34%	47%	45%	30%
空调器 (一户一台)	23%	25%	21%	26%	23%	20%	22%	21%	22%	27%	24%	21%	23%
空调器 (一户两台)	46%	51%	41%	51%	46%	41%	45%	41%	43%	54%	47%	43%	46%
彩电	17%	18%	22%	33%	31%	23%	26%	29%	26%	30%	40%	36%	28%
占内销比例 (假设当期 80% 户主购买家电)													
洗衣机	31%	28%	26%	34%	34%	30%	33%	34%	31%	35%	42%	39%	33%
电冰箱	26%	26%	18%	23%	21%	19%	22%	24%	25%	31%	42%	40%	26%
空调器 (一户一台)	20%	23%	18%	23%	20%	18%	20%	18%	19%	24%	21%	19%	20%
空调器 (一户两台)	41%	45%	37%	45%	41%	36%	40%	37%	38%	48%	42%	38%	41%
彩电	15%	16%	19%	29%	28%	20%	23%	26%	24%	26%	35%	32%	25%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院

2.3 第三步：倒推农村销量+更新换代，研究家电下乡和以旧换新效果

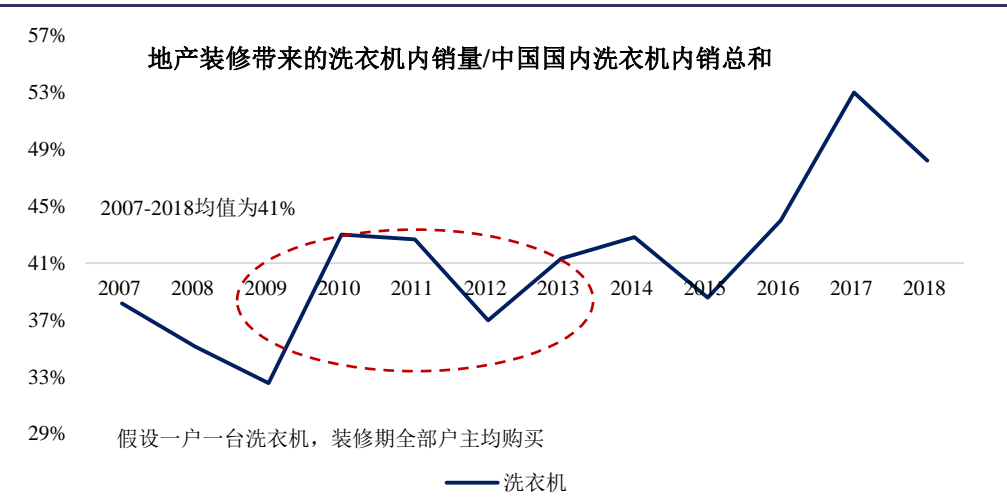
● **2009-2013 年家电政策刺激了农村销量和更新换代，白电、黑电均明显**

地产增量、农村销售、更新置换，合计构成中国家电内销。有合计中国内销数据、地产增量，倒推出家电政策在多大程度上利好农村销售和更新置换，后者如何受到家电下乡、以旧换新的家电政策影响，这是第三步研究目标。结论是上轮家电政策明显刺激了白电和黑电销售。

方法是，各家电来自地产装修的内销量/中国国内内销量，代表了通常所谓的地产对家电的拉动，分子在表 5 已经推算出，分母来自产业在线数据。2007-2018 年均值反映了地产对家电内销拉动的均值。

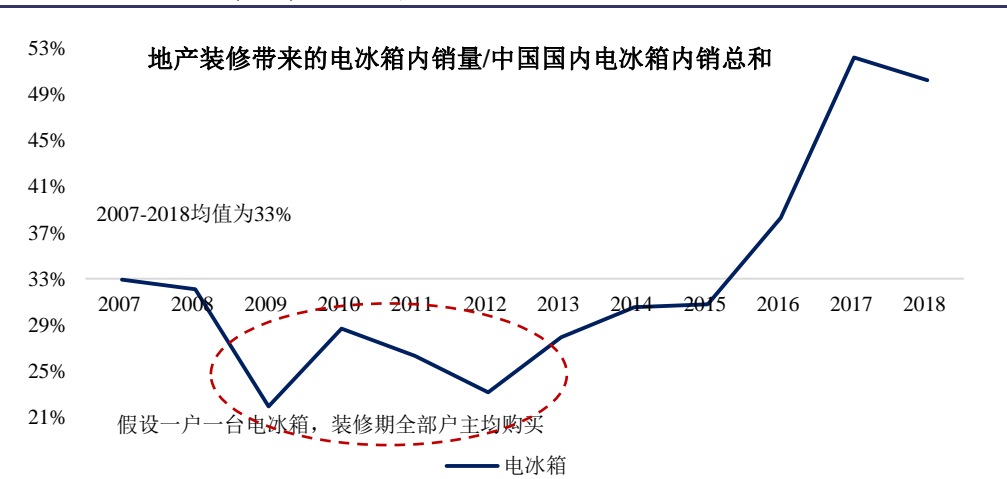
作图发现上轮家电政策期里地产对各家电的拉动低于各均值，农村销量和更新换代影响家电内销力度增强，主要受到家电下乡、以旧换新等具体家电政策影响。

图 6、2009-2013 年政策期洗衣机销量



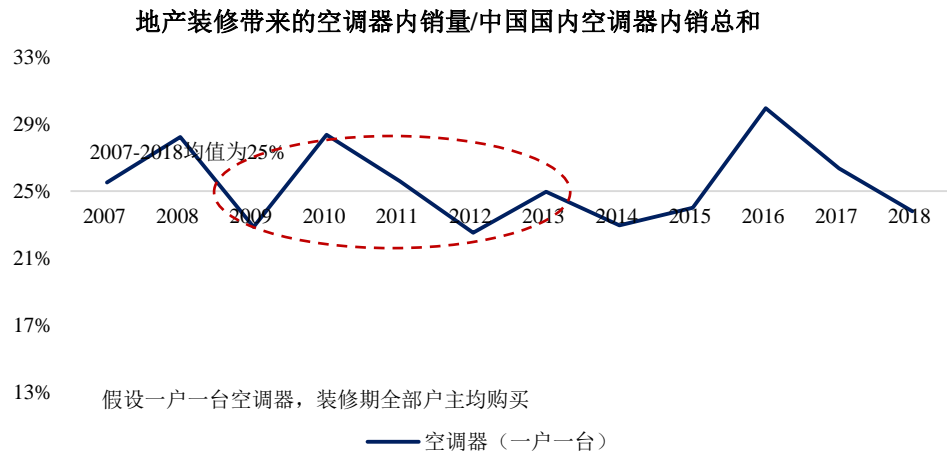
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2009-2013 年政策期电冰箱销量



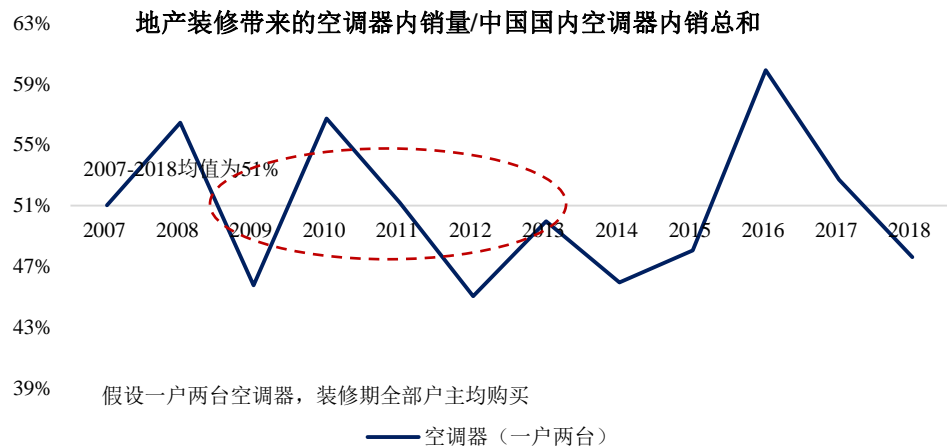
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2009-2013 年政策期空调器销量（一户一台）



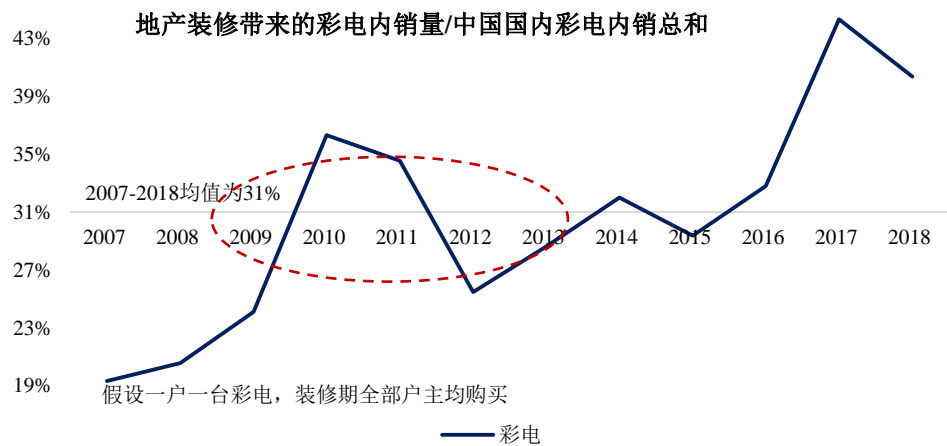
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2009-2013 年政策期对空调销量（一户两台）



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2009-2013 年政策期对彩电销量



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.4 第四步：将内销分为地产因素、内生因素、政策因素

● 深入分拆 2009-2012 年家电政策期里，政策因素和地产因素对销量的贡献

将家电内销量一拆为二：地产装修带来销量、农村销售和更新置换带来销量。

首先，地产装修带来销量分拆为常量和增量，常量是如果没有地产刺激下会产生多少装修套数，增量是地产刺激带来的销量。

举例说明，将 2007 年至 2018 年分为三个地产期，2009 年至 2011 年，2012 年至 2015 年，2016 年至 2018 年。

以 2009 年地产刺激期为例，2009 年装修套数来自 2007-2008 年地产销售，2007-2008 年没有地产刺激影响，因此 2009 年作为基准期；2010 年、2011 年的装修套数按照 2009 年的 7% 年复合增长，7% 来自剔除地产刺激大年后 2007-2015 年的装修套数年复合增速。

以上是地产装修套数的常量，是不考虑地产刺激下的装修套数，乘以相应的每户安装的家电数量。上节计算了地产装修带来各家电销量，剔除常量后为增量。

其次，农村销售和更新置换分拆为常量和增量，常量是内生的增长，增量是受外生因素刺激（主要是家电政策）带来的增长。

常量的计算是以 2008 年基准日乘以年复合增长。具体地，洗衣机、空调、彩电在 2008-2018 年呈现出波动上升，因此计算年复合增长分别为 4%、13%、2%，作为内生增速。冰箱内销量分为两个阶段，上升和下降，分拆成 2008-2014 年年复合增长 13%，2014-2018 年年复合下滑 12%。洗衣机、空调、彩电以 2008 年实际销量为基准，冰箱以 2008 年和 2014 年实际销量为基准，推算出常量。该常量背后逻辑是来自农村渗透率逐年提升、更新置换数量逐年增长，进而内销量逐年增长。

实际的农村销售和更新置换的数量存在波动，因为家电下乡会提高农村销售，以旧换新会提高更新置换。外生因素，尤其是家电政策，是加剧实际值波动，因此就产生了增量，将总量剔除常量后的数量便是增量。该增量便是投资者最终关心的，由于 2009 年一系列家电政策，包括家电下乡和以旧换新，拉动农村销售和更新置换的数量。

● 结论：上轮政策期 2009~2012 年，家电政策单独贡献 1-3 成冰空洗内销量

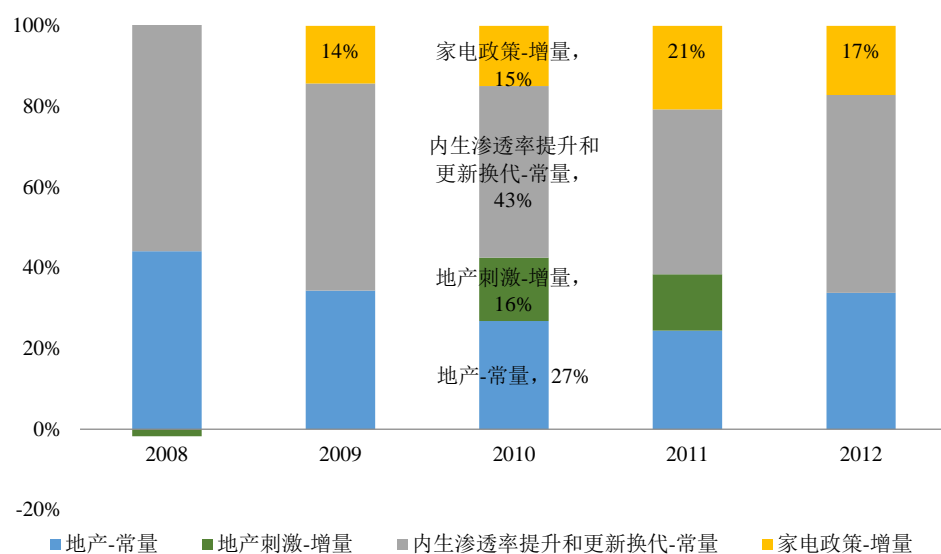
2010 年是上轮家电政策期里家电销量增长最快的一年，一方面它来自 2009 年开始全面铺开的家电政策刺激在 2010 年全年施行，另一方面它来自 2009 年地产政策刺激销售的商品房和二手房在 2010 年面临全面装修。

表 6、中国家电内销量同比增速

	2008	2009	2010	2011	2012
洗衣机	12%	11%	28%	7%	-4%
电冰箱	5%	51%	30%	16%	-6%
空调	-7%	27%	37%	18%	-6%
彩电	6%	-11%	9%	11%	7%

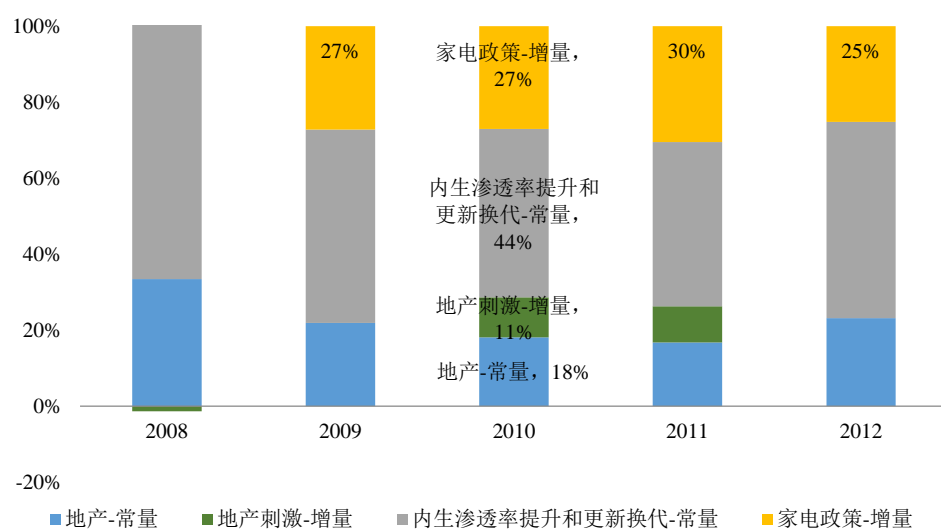
资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、空调中国内销量分拆推算



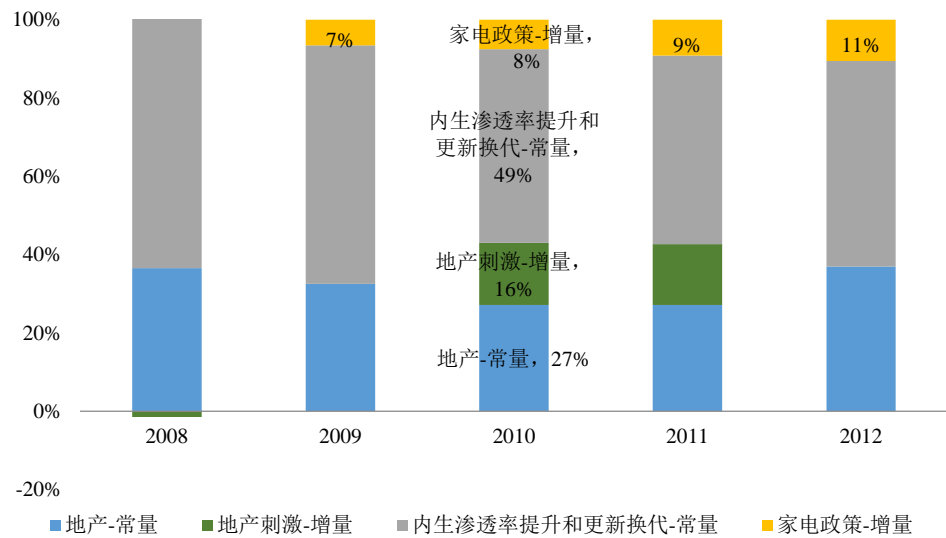
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、电冰箱中国内销量分拆推算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、洗衣机中国内销量分拆推算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2009-2012 年是上轮家电政策刺激期，家电政策刺激带来的销量在空调为 14%-21%，电冰箱为 25%-30%，洗衣机为 7%-11%。

2010 年是最大程度上共存了的家电政策刺激与地产政策刺激，是一个典型的年份。

- ✚ 空调有代表性地、均衡地受两者共同影响，空调在 2010 年的内销量中 15% 来自家电政策刺激、16% 来自地产政策刺激。
- ✚ 电冰箱由于当时在农村渗透率低受家电政策刺激影响更大，电冰箱在 2010 年的内销量中 27% 来自家电政策刺激、11% 来自地产政策刺激。
- ✚ 洗衣机由于更多来自滚筒代替波轮的更新替代需求，洗衣机在 2010 年的内销量中 8% 来自家电政策刺激、16% 来自地产政策刺激。

2011 年是家电政策刺激主导的年份，地产政策刺激效果减弱，家电政策刺激维持。

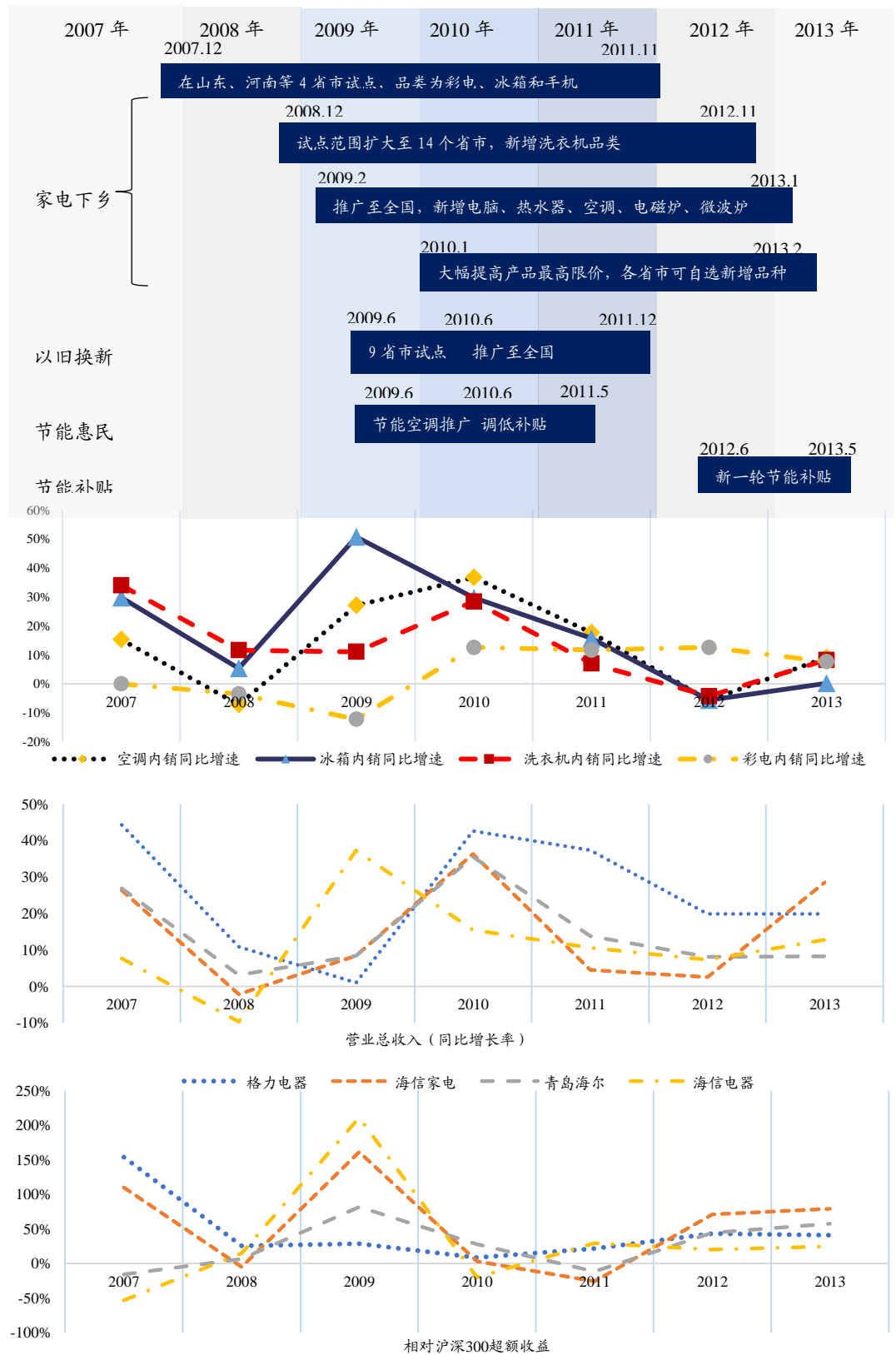
- ✚ 空调内销有 2 成来自家电政策刺激，空调在 2010 年的内销量中 21% 来自家电政策刺激、14% 来自地产政策刺激。
- ✚ 电冰箱内销有 3 成来自家电政策刺激，电冰箱在 2010 年的内销量中 30% 来自家电政策刺激、10% 来自地产政策刺激。
- ✚ 洗衣机内销有 1 成来自家电政策刺激，洗衣机在 2010 年的内销量中 9% 来自家电政策刺激、16% 来自地产政策刺激。

上述有两点总结。

- ✚ 政策刺激对家电行业十分有效。行业内销是政策第一年 2009 年增速大幅上升，2010 年增速上升见顶，2011 年回落，三年行业内销量保持正增长；
- ✚ 上市公司与行业增速特征相符，家电政策对家电龙头十分有效，但具体节奏上格力电器和海信电器有特殊情况。

三、共性中的差异，白电要考虑库存和黑电要考虑迭代

表 7、2007-2013 年家电政策刺激、行业内销情况及主要上市公司表现



资料来源：Wind,《家电下乡操作细则》等，兴业证券经济与金融研究院整理

上述讨论了家电政策刺激十分有效，可是表 7 反映的事实是家电政策并非同时利好所有公司，共性中存在差异。

第一，家电政策没有拉动格力在 2009 年收入增速高增长，这与海尔、科龙（海信家电）不同，推测是格力在 2009 年去渠道库存。2008 年堆积较多空调库存，2009 年政策启动首先消化库存，出货端基本没有增长，因此格力 2009 年收入增长较弱，资本市场上的超额收益相对较小，2019 年格力同样面临高库存。**选择标的要考虑库存因素。**

第二，家电政策拉动海信电器在 2009 年收入增速实现高增长，但是彩电行业销量增速在 2009 年同比下滑。背后的原因在于，海信高增长来自销售液晶电视增长快，彩电行业同比下滑来自其中液晶电视销售增长快，同时显像管电视销售下滑快，内销中存在替代关系，因此彩电整体销售同比下滑。**选择标的要考虑内部替代效应。**

3.1 2009 年格力的启示：空调高库存或影响政策第一年营收表现

2009 年格力的营业总收入同比增速仅为 1%，主要原因是 2009 年在金融危机的冲击下，空调行业出现明显下滑，出口业务受到严重影响。格力 2009 年上半年营业总收入同比下滑 20%，其中内销营收同比下滑 9%，出口同比下滑 48%，受出口低迷拖累严重。2009 年全年内销营收同比增加 12%，出口同比下滑 38%。

产业在线公布的 2009 年 4 月研究报告显示，2008 年 8 月到 2009 年 4 月，空调行业的整体生产同比下降了 30.99%，销售下降了 23.07%（其中出口下降 27.24%，内销下降 18.07%）。

表 8、2009 年上市公司营业收入增速（%）

上市公司	2009H1	2009
格力	-20	1
海信家电	-12	8
志高控股	-21	1
青岛海尔（空调产品）	-34	-10

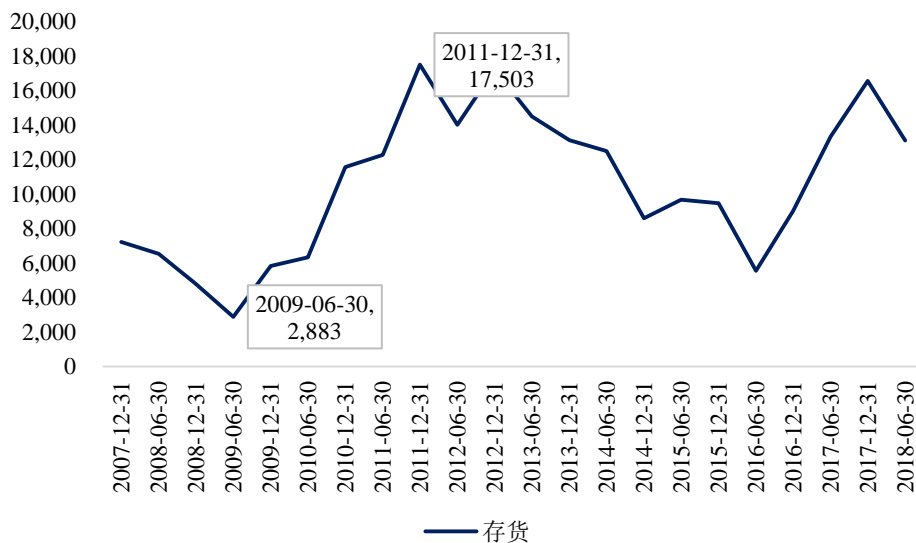
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

● 2008 年底格力电器或存在渠道高库存，影响 2009 年营收表现

根据 21 世纪经济报道的新闻报道¹，产业在线数据显示到 2009 年 4 月空调行业的库存数量已经从 2008 年同期的 1150 万台下降到 795 万台，同比下降了 30.95%，然而格力、美的两大巨头的库存依然达到 290 万台和 260 万台，占行业库存的比例达到 69.2%。格力、美的数据只包括厂家和各地分公司的库存，如果加上经销商的库存，这两家企业的库存总量依然将在 800 万台左右。

¹ 21 世纪经济报道，2009 年 6 月 13 日，新浪网链接：<http://tech.sina.com.cn/e/2009-06-13/00453175880.shtml>

图 14、格力电器存货（百万元）显示在 2009 年上半年经历了去库存

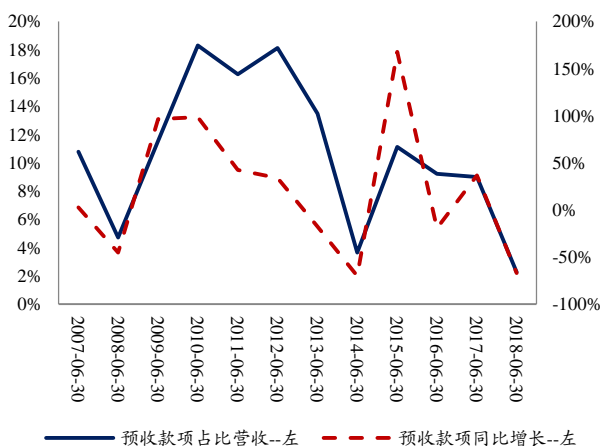


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 格力电器财务数据侧面验证高库存

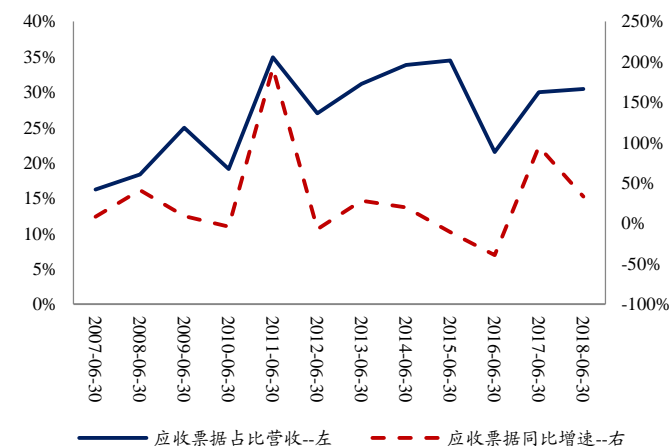
2007 年格力营收同比增速为 44%，2008 年下降至 10%，2009 年仅有 1%。若 2008 年格力由于业绩压力，将库存转移到渠道经销商，2008 年末经销商积压存货，大量资金被压制，无法预付 2009 年冷冻年的货款，那么格力 2008 年下半年预收账款同比减少，应收票据贴现减少（经销商回款慢）而保持高位。

图 15、格力电器预收款项在 2008 年中见底



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、格力电器应收票据在 2010 年中见底



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从报表数据上看，2008 年 6 月，预收款项占当期营业收入降低至 5%，预收款项同比下降 45%，当期应收票据同比增加 41%。进入 2009 年，家电下乡等政策全面铺开，销售形势转好，2009 年 6 月预收款项占比同比增加 96%，当期应收票据增速下降，经销商回款增加。

以 2014-2015 年格力高库存的时期验证。格力 2014 年上半年库存消化没有达到预期，2014 年 6 月预收款项占比下降至 4%，同比增速为-70%，应收票据同比增速 20%。进入 2015 年，格力坚定推动渠道库存清理。观察 2018 年 6 月末的预收款项占比下降至 2%，同比增速为-67%，来年高考库存的可能性提高。

3.2 去库存过程中空调销售表现平庸，冰箱拉动海尔、科龙高增长

● 格力在基本面和资本市场表现不敌海尔、科龙

2019 年大概率是家电政策第一年，类似于 2009 年。相对于白电的青岛海尔和海信家电（科龙），格力电器在 2009 年资本市场的超额收益不如前者。

表 9、格力电器、青岛海尔、海信家电较沪深 300 的超额收益

单位：百分点、百分比		2008	2009	2010	2011	2018
格力电器	超额收益	26pp.	29 pp.	9 pp.	22 pp.	7 pp.
	营收增速	11%	1%	43%	37%	3Q+34%
青岛海尔	超额收益	7 pp.	82 pp.	28 pp.	-11 pp.	0 pp.
	营收增速	3%	8%	36%	14%	3Q+13%
海信家电 (科龙)	超额收益	-5 pp.	161 pp.	3 pp.	-26 pp.	-21 pp.
	营收增速	-2%	8%	36%	5%	3Q+9%

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 白电 2009 年基本面回溯：空调平庸，冰箱亮眼

✚ 2009 年格力电器年报：收入基本持平

2009 年，在金融危机的影响下，我国空调行业出口下滑严重，行业内的企业间竞争更加激烈，行业整合继续深化，市场集中度也进一步得到提高。公司实现营业总收入 426 亿元，较去年增长了 1.04%，实现归属于母公司所有者的净利润 29 亿元，较去年增长了 48.15%。毛利率同比大幅提升，源于漆包线成本大幅下降。

✚ 2009 年青岛海尔年报：冰箱收入拉动收入增长，空调表现平庸

2009 年，公司以冰箱三四级市场样板经营体建设为切入点，抓住家电下乡政策带来的农村市场发展的战略性机会，深化公司三四级市场网络布局与经营机制转型，实现收入的增长。

2009 年冰箱国内市场呈现了良好的增长形势。受益于家电下乡政策的实施，三四级冰箱市场需求进一步释放，推动整体市场容量增长。受益于产品消费升级，国内冰箱市场产品结构升级，三门及对开门产品占比稳步提升、产品均价稳步上扬。

表 10、青岛海尔 2009 年收入结构

产品分类	营业收入	YoY	毛利率	毛利率
电冰箱	161 亿	22%	31%	+3.5pp.
电冰柜	27 亿	17%	24%	+3.8pp.
空调	86 亿	-10%	25%	+2.1pp.
小家电	8 亿	-11%	26%	-0.4pp.
其他产品	39 亿	5%	13%	+3.3pp.

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2009 年海信家电（科龙）年报：冰箱收入拉动收入增长，空调表现平庸

2009 年对家电企业来说是触底回升的一年。上半年受全球金融危机余波的影响，家电行业面临外销不振、库存压力巨大的严峻市场形势，而后世界经济在各国政府刺激政策的作用下开始逐步复苏，我国在家电行业大力推出“家电下乡”、“节能惠民工程”及“家电以旧换新”等支持政策，刺激了我国家电产品内销量快速增长，出口量在第 4 季度开始也触底回升。

冰箱业务抓住国家“家电下乡”等各项政策机遇，积极纵深拓展市场营销渠道，加大三、四级市场投入力度，进一步抢占和扩大内销市场份额，销售规模和业绩进一步提升。空调业务，虽然公司内外销量在下半年有较大增长，但仍然没有弥补上半年空调业务的下降，致使空调业务报告期内销量比去年同期有所减少。

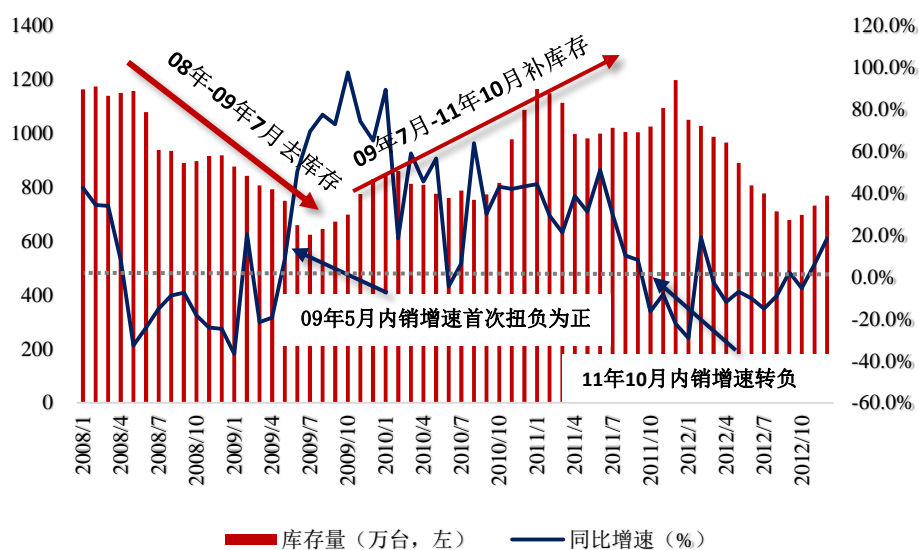
表 11、海信家电 2009 年收入结构

产品分类	营业收入	YoY	毛利率	毛利率
电冰箱	52 亿	24%	24%	+2.85pp.
空调	25 亿	-17%	10%	+1.52pp.
其他产品	9.6 亿	15%	22%	+9.76pp.

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 空调去库存持续到 2009 年 7 月，去库存结束后下半年内销增速提升

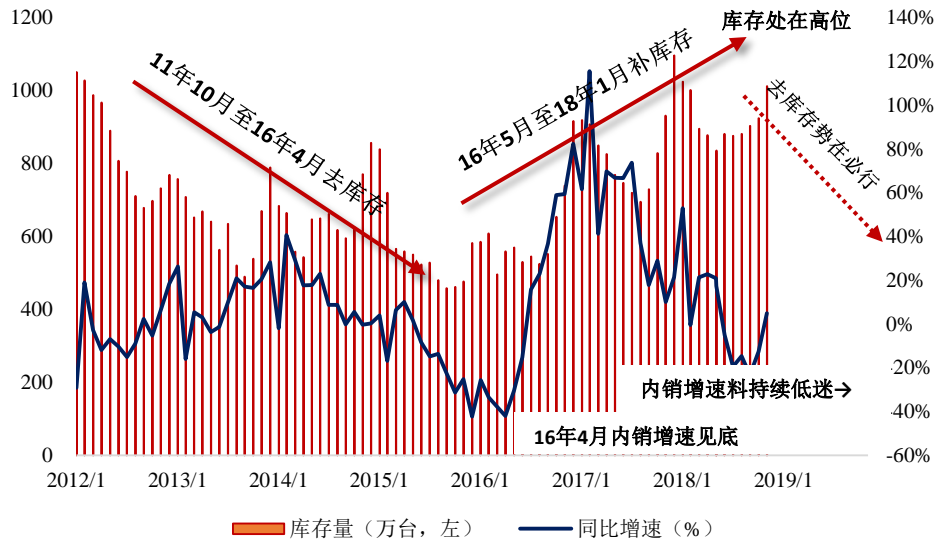
图 17、家用空调内销增速和企业端库存量，上轮政策期经历空调去库存



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 18、本轮料再次经历去库存，空调内销增速料未来半年持续低迷

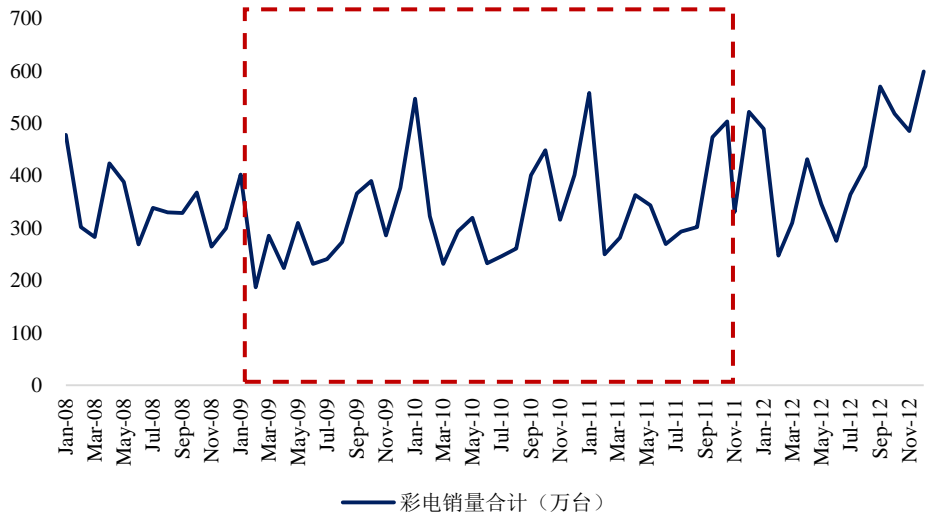


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 2009 年黑电的启示：行业数据前瞻性不足，迎合政策导向的胜出

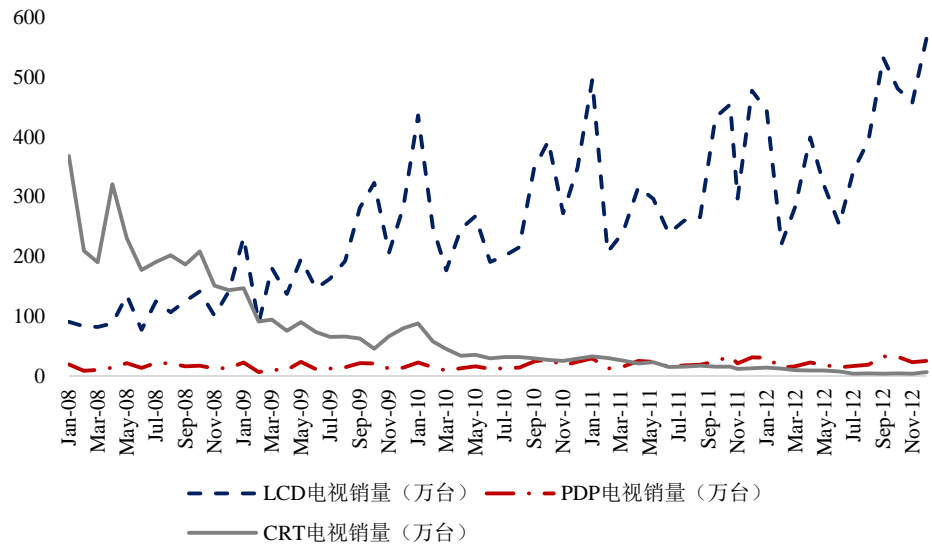
- 考虑产品迭代的结构性变化，行业数据不能预计到上市公司数据

图 19、2009-2011 年期间彩电整体销量保持平稳



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2009-2011 年彩电销售内部发生结构性变化，液晶上升、显像管下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 黑电基本面和超额收益回溯，海信借助液晶升级东风胜出

在 A 股黑电里，海信电器是 2009 年收入增长最快的上市公司，源于自身长期奠定的市场优势在家电政策期内扩大收入，同时借助液晶升级东风推新卖贵。同时海信电器也是 2009 年超额收益最大的黑电股票。

表 12、黑电公司营业收入同比增长率 (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
海信电器	-10	37	16	11	7
TCL 集团	-2	15	17	17	14
深康佳 A	0	9	29	-5	13

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、黑电公司扣非归母净利润同比增长率 (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
海信电器	60	118	101	109	-6
TCL 集团	-50	213	-209	270	-34
深康佳 A	17	-56	-73	-439	52

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、黑电公司相对于上证综指的涨跌幅 (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
海信电器	14	228	-18	26	24
TCL 集团	10	16	-19	29	19
深康佳 A	36	67	-24	-12	-3

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

🚩 2009年海信电器年报：借助液晶升级换代的东风，推新卖贵提升毛利率

2009年，尽管面临全球经济危机的不利影响，但国内彩电行业却在液晶电视升级换代需求爆发、以及我国实施“家电下乡”、“以旧换新”等刺激消费政策的双重拉动下，出现了难得的发展契机，公司紧紧抓住这一机会，继续扩大国内市场的领先地位，通过推出高技术含量的新产品和液晶模组自制，逐步提升产品毛利率，同时加速资金周转速度，经营业绩实现大幅增长。

报告期内，公司实现营业收入184亿元，同比增长37.29%；实现净利润4.98亿元，同比增长121.47%；实现经营性现金净流入3.65亿元，同比增长67.90%。根据中怡康数据统计，2009年海信液晶电视销量占有率接近17%，平板电视占有率连续七年稳居国内市场第一的领先地位

🚩 2009年TCL集团年报：液晶电视销售大增，家电下乡中标最多的企业。

公司全年销售液晶电视837万台，同比大幅增长100%，增幅远高于同业水平。

2009年，随着“家电下乡”、“家电以旧换新”等系列国家政策的推进和实施，公司专门成立了“家电下乡及家电以旧换新工作领导小组”，积极与各主管部门配合，全面落实有关工作，截至2009年底公司共有包括彩电、手机、冰箱（冷柜）、洗衣机、空调等八大类共238款产品中标，是家电下乡中标类别和品种最多的企业，也是家电行业中为数不多的在全国31个省（市）全部中标的企业。

🚩 2009年深康佳年报：价格战异常激烈，毛利率大幅下降

报告期内公司实现的营业收入较2009年同期增长29.06%。在家电下乡方面，公司有130多款产品中标，全年“家电下乡”彩电销量突破320万台，销售量市场占有率名列第一，为销售收入的大幅增长提供了有力的支撑；在以旧换新方面，公司是彩电厂商中标最多且地区覆盖最广的企业之一，全年以旧换新累计销售额突破30亿元。

报告期内公司实现的净利润较2009年同期有所下降，为了争夺平板电视的市场份额，内、外资彩电品牌大都采取降价等措施，平板电视的价格竞争异常激烈，尤其是外资品牌依靠上游资源优势，以低价冲击国内彩电市场，抢夺国内品牌的市场份额，国产品牌被迫跟进，产品毛利率被快速拉低，导致报告期内平板电视的毛利率较2009年同期有较大幅度下降。

3.3 黑电机会在于消费升级，以4K迭代过去标清或高清电视

本轮政策精神为：加大对中央和地方电视台4K超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。**政策精神核心在于消费升级，是存量升级而非上轮扩大增量。**

- **彩电发展经历了几个阶段**

电视机显示分辨率的发展经历了**标清**（即分辨率在 1280×720P 以下）--**高清**（包括 720P、1080i 与 1080P 三种标准形式，其中 1080P 又称全高清）--**超高清**（包括 4K/8K，其中 4K 分辨率为 3840×2160 像素，8K 分辨率为 7680×4320 像素）阶段。

在电视机发展初期，最为常用的 CRT 显像管电视最高清晰度仅为 480P，随着显示技术的提升，背投电视的清晰度提高至 720P；自 2008 年来，LCD 电视、等离子电视等的发展将分辨率提升至 1080P；自 2012 年我国第一台 4K 电视发布后，4K 超高清电视不断渗透，8K 电视也于 2017 年开始上市。

- **4K 电视价格合理，内容逐渐丰富，网络条件进一步完善**

价格方面，4K 电视价格合理，海信、创维、TCL 三家龙头企业在京东上销量最高的 55 寸 4K 电视价格仅在 2000 元左右；内容方面，内容建设步伐不断加快，2017 年广东省试点推出全国首个 4K 频道，2018 年 10 月中央广播电视总台 4K 超高清频道正式开播；传输方面，网络传输条件持续向好，有线电视网络、宽带网络演进升级，5G 网络即将实现商用，内容传输限制将得到缓解。

- **4K 电视或将取代上轮以旧换新时期的彩电**

上轮 09-12 年刺激政策期销售的显像管电视（CRT）、等离子电视（PDP）、液晶电视（LCD）分辨率较低，并且已达到 7-10 年的使用寿命，在“汰旧换优”政策的推动下，有望被大量更换。

根据产业在线数据，上轮以旧换新期 2009-2012 年 CRT 电视机、PDP 电视机、LCD 电视共销售 1755 万台、930 万台、14457 万台，为 2018 年彩电销售的 36%、19%、353%，合计 17143 万台。本次“汰旧换优”政策节奏快，速度略超预期，预计将进一步促进彩电更新升级，改善内销现状。根据奥维云网数据，2018 年 4K 电视内销量达到 3199 万台，占 2018 年彩电内销总量的 67%。

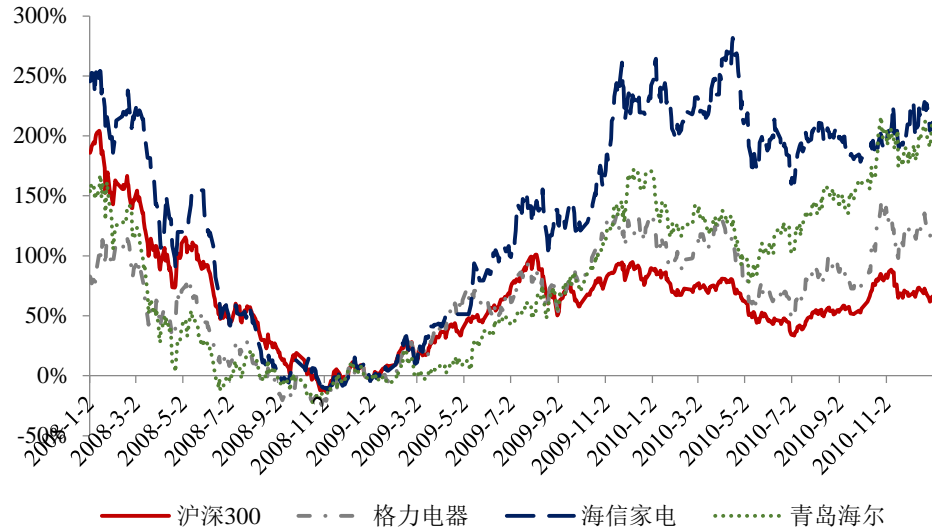
- **黑电龙头公司 4K 电视国内销量保持增长**

海信电器旗下激光电视已全部升级到 4K 超高清显示，2018 年上半年激光电视在 80 吋及以上大屏市场的销售量占有率已经达到 64.29%。2018 年 4 月-9 月创维数码 4K 电视内销量为 213 万台，同比增长 13%，2018 年上半年 TCL 电子 4K 电视内销量达到 161 万台，同比增长 28%。刺激政策预计将边际增厚公司业绩。

3.4 从上轮政策表现，何时、如何选择投资标的

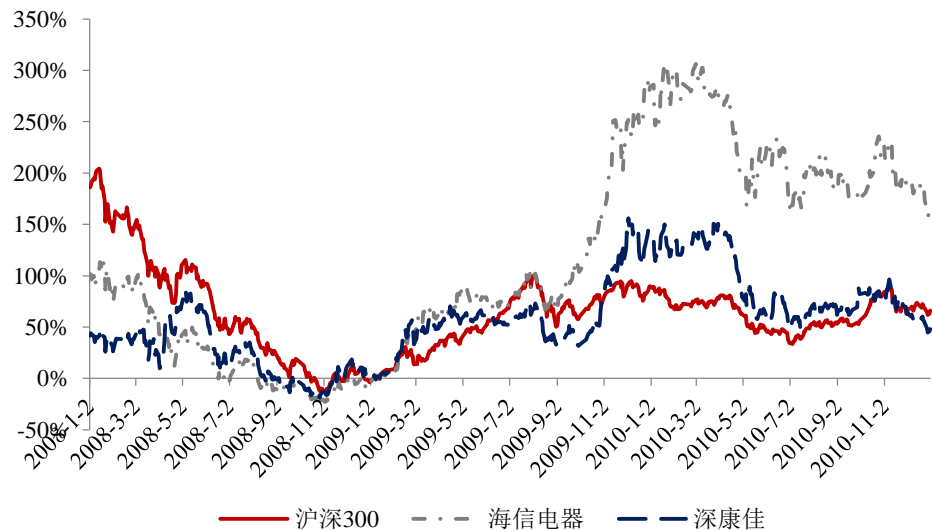
- 上轮大幅获得超额收益的发令枪是基本面转折性回暖，时间点在于 2009 年 9 月

图 21、格力电器、青岛海尔、海信家电的收益，以 2009 年初为原点



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、海信电器、深康佳、沪深 300 的收益，以 2009 年初为原点



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上图有两点结论：

一是 2009 年政策推开至 2011 年政策尾声，白电收益率排名：海信家电 > 青岛海尔 > 格力电器 > 沪深 300；

二是白电和黑电对沪深 300 有超额收益的发令枪起始于一个相同时间点：2009 年 9 月，2009 年半年报披露时间点。

家电的股票涨幅预计依然与基本面紧密相关，虽然有政策推出可以提高市场情绪抬升估值，但是真正的大涨来自基本面回暖验证了逻辑。我们推测是否白电和黑电的1Q2009季报依然没有看到基本面回暖，直到2009半年报才看到回暖？

表 15、上市公司营收同比增速，2009 年第二季度是转折点

上市公司	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
格力电器	11%	-16%	-23%	5%	69%
海信家电	-2%	-22%	-4%	30%	63%
青岛海尔	3%	-17%	-8%	41%	44%
海信电器	-10%	-6%	59%	47%	57%
深康佳 A	0%	-15%	1%	13%	33%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上表可见，上市公司营收同比增速在 2009 年第二季度是转折点，披露后股票开始持续取得超额收益。基本面确定性回暖才是家电股票取得超额收益的决定性因素。

本轮家电补贴细则最早会在 2019 年一季度落地，二季度上市公司基本面回暖，到三季度才会披露上市公司 2019 半年报。按照上轮规律，预计最早在 2019 年 8 月底才能看出哪些公司真正受益于家电补贴，股价才会迎来更高的超额收益。

3.5 投资建议

- 2019 年重点关注收入结构中冰箱和洗衣机高比重、空调低比重的上市公司

表 16、海信家电的收入结构

%	2014A	2015A	2016A	2017A
空调	43	38	39	44
冰洗	45	49	48	42
其他	13	12	13	14
中国	65	61	61	61
国外	27	32	32	29
其他业务	8	7	8	9

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 17、美的集团的收入结构

%	2014A	2015A	2016A	2017A
暖通空调				39
消费电器				41
机器人				11
其他				9
大家电	65	63	61	
小家电	23	25	27	
其他	12	11	12	
中国	57	57	52	57
国外	35	35	40	43
其他业务	8	8	8	1

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、青岛海尔的收入结构

%	2014A	2015A	2016A	2017A
空调	23	18	16	18
冰洗厨合计	52	58	66	67
电冰箱	28	31	30	30
洗衣机	17	19	20	19
厨卫电器	7	7	16	18
装备部品	5	2	2	2
渠道服务	20	22	16	13
其他	1	1	0.5	0.3
中国	87	79		58
国外	12	21		42
其他业务	1	1		0.3

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 19、格力电器的收入结构

%	2014A	2015A	2016A	2017A
空调	85	83	80	82
小家电	1	2	2	2
智能装备				1
其他	14	15	18	15
中国	78	74	70	76
国外	10	13	15	12
其他业务	12	13	15	12

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年重点关注收入结构中**冰箱和洗衣机高比重、空调低比重**的上市公司，优先关注**青岛海尔、海信家电**，其次关注美的集团，再次关注**格力电器**。

以 2017 年披露的年报收入结构为例，青岛海尔的冰洗厨电的收入占比为 67%，海信家电的冰洗的收入占比为 42%，美的集团的家用电器含冰洗厨电小家电的收入占比为 41%。格力电器的空调收入占比超过 80%。

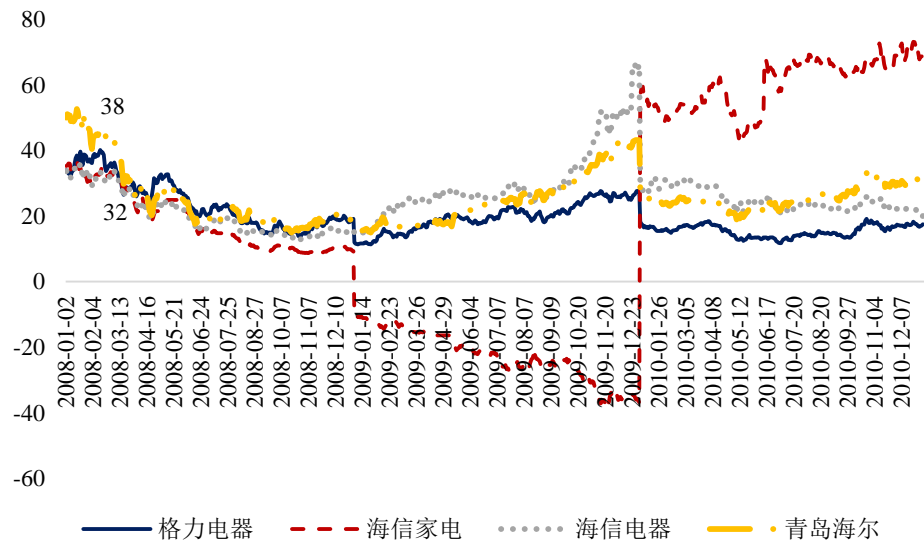
● 优选估值低的，2019 年料大概率提估值

有必要列举上轮家电政策期，上市公司股票的估值变化。有以下结论：

- 第一，资本市场提前反应基本面变化，2009 年把之后的股价一步涨到位；
- 第二，2009 年是大盘大涨 74%、个股估值拉升、个股利润大增三重因素叠加；
- 第三，投资者关注的是 2019 年，当前个股估值与 2009 年初非常接近；
- 第四，剔除 2009 年大盘上涨影响，2009 年全年来看，估值的变化为格力上涨 33%、海信家电上涨 96%、海信电器上涨 155%、青岛海尔上涨 54%；
- 第五，2009 年扣非归母利润大增，格力同比增加 44%，海信家电同比增加 144%，海信电器同比增加 118%，青岛海尔同比增加 35%。

挑选估值低、业绩增长潜力大、尤其受本次政策利好的个股至关重要。

图 23、估值大增集中在 2009 年



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 20、2009 年：大盘和个股提估值

市盈率 (PE TTM)	格力电器	海信家电	海信电器	青岛海尔	上证综指
2009 年首个交易日	12	-11	15	16	1880
2009 年平均估值或指数	20	-23	31	25	2765
2009 年最后交易日	28	-37	66	43	3277
剔除大盘涨幅的 2009 年底估值	16	-21	38	25	
剔除大盘后估值 2009 年内上浮	33%	96%	155%	54%	
2009 年扣非归母净利润增速	44%	144%	118%	35%	
2019 年当前估值或指数	9.6	9.0	17.7	14.5	2961

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：当前为 2019 年 2 月 25 日收盘

表 21、2010 年：大盘和个股估值杀估值

市盈率 (PE TTM)	格力电器	海信家电	海信电器	青岛海尔	上证综指
2010 年首个交易日	28	-37	66	43	3277
2010 年平均	15	60	25	26	2831
2010 年最后交易日	18	69	20	33	2808
剔除大盘涨幅的 2010 年底估值	20	81	23	38	
剔除大盘后估值一年内上浮	-26%	-319%	-65%	-11%	
2009 年扣非归母净利润增速	46%	70%	101%	66%	
2019 年当前估值或指数	9.6	9.0	17.7	14.5	2961

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：当前为 2019 年 2 月 25 日收盘

总结一下，结合当下，今年已经出台家电补贴政策框架，市场期待补贴细则中中央财政和地方财政如何分担，鉴于部分地方财政困难，如果中央财政分担多的话，市场会解读为执行力度会更强，效果可以部分对标 2009 年。我们首推二线龙头海信家电，其次冰洗占比较大的青岛海尔、美的集团，以及估值有优势的格力电器，总体看多积极财政政策下的家电补贴力度。

风险提示：政策需要试点、招投标使得时间长、力度不及上轮、没有组合拳

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyqz.com.cn	邮箱:research@xyqz.com.cn	邮箱:research@xyqz.com.cn