

# 家用电器行业

## 2017 年上半年度信用质量及市场表现分析报告

家电行业具有周期性特征，宏观经济波动会通过影响消费者的购买力、消费行为和信心等，进而作用于家电产品的销量，对家电行业产生影响。近年来受宏观经济低迷、房地产调控政策传导，及前期补贴政策提前透支消费等影响，我国家电行业整体表现需求疲弱，行业增速持续放缓。2017 年上半年在前期房地产销售强劲拉动及外需市场回暖下，行业景气度有所回升，虽然同期原材料及核心部件价格上涨影响了企业盈利水平，但在收入增长及持续的产品结构调整下，2017 年上半年我国家电企业整体利润总额仍有所增长。但此轮行业景气度回升的支撑力度较弱，预计随着房地产调控新政对家电市场负面影响的逐步显现，行业增速将逐步回落至合理水平。

我国家电行业市场化程度较高，企业主要根据市场供需自主调整行为，行业政策主要侧重于引导及行业标准制定。随着行业政策环境日趋严格，行业秩序将更加趋于规范，行业进入门槛将有所提升。

目前我国家电市场总体处于产能结构性过剩状态，库存规模较大，同时主要原材料及核心部件价格波动频繁，会对企业盈利造成影响。经过多轮行业洗牌，家电行业已较成熟且竞争格局稳定，其中白电、厨电已形成寡头垄断格局，且市场份额有进一步向优势企业聚拢的趋势。随着市场从增量进入存量市场，消费升级下，新技术研发创新及产品差异化逐步成为行业内企业竞争的核心手段。

家电产品作为耐用消费品，其行业从本质上对宏观经济下行风险具有一定防御性，未来人口数量的增长、城镇化进程的推进、城乡居民可支配收入持续增加、市场渗透率的增长、更新消费需求释放等可以在经济衰退期抵消掉部分需求量的减少，因此家电行业仍存在较大增长空间，但由于需求释放过程较缓慢，在没有出现明显改变行业供需关系的事件情况下，预计行业将在相当长时间内保持低速增长态势，行业综合景气度变化不大，整体信用质量维持稳定。

伴随着行业景气度回升，2017 年上半年我国家电发债企业整体信用等级向上迁移，期间共有 2 家发债企业级别出现调升。

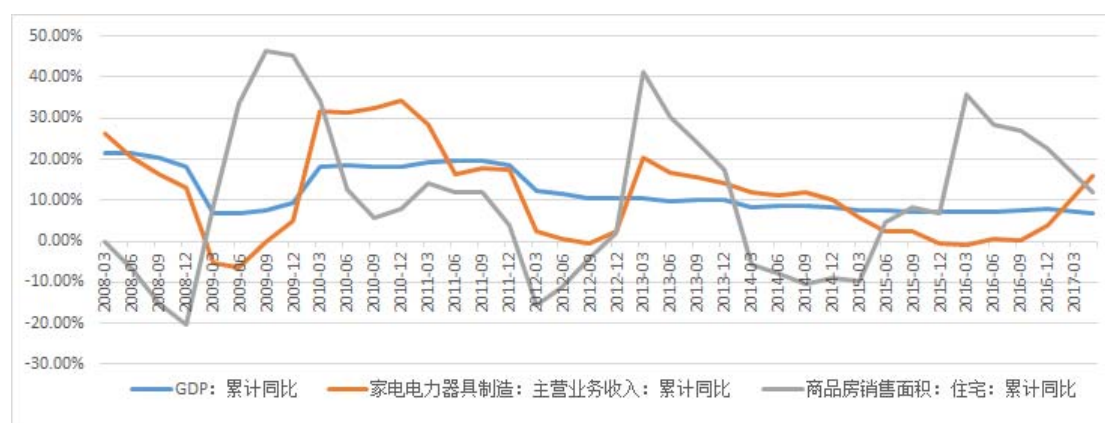
### 一、行业信用质量分析

家电作为耐用消费品,其行业景气度与宏观经济发展及房地产行业波动密切相关,具有周期性特征。受宏观经济低迷、房地产调控政策,及前期补贴政策提前透支消费等影响,近年来我国家电行业进入了较长时间的周期性低谷阶段。2016年下半年开始在前期房地产销售强劲拉动及出口回暖下,行业景气度出现回升,但此轮回升支撑力度较弱,预计在房地产调控新政的传导下,行业增速将逐步有所回落。

家电业<sup>1</sup>是指生产家庭及类似场所中使用的各种电气和电子器具的制造产业,上游承载铜、钢、铝等原材料及压缩机、显示面板等零部件制造业,下游连接商业流通及终端销售渠道。

我国家电行业景气度与宏观经济形势和房地产行业景气度密切相关,具有周期性特征。从相关数据来看,家电业景气度与宏观经济周期的波动较为同步,且与房地产行业相关性较强,并一般滞后于房地产行业波动。同时家电作为反映居民购买力的可选消费品,具有收入敏感性强和需求弹性大的特点,在经济下行阶段,会较早受到抑制。此外,产业政策、原材料价格波动等外部因素也是影响家电行业的重要因素。2009年-2012年国家“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等针对家电市场的消费刺激政策,引发了期间家电市场的较大波动。另外,从历史发展规律看,每次原材料价格的较大波动都促进了行业集中度的提升。

图表 1. 我国家电行业与宏观经济及房地产行业的相关性



资料来源: Wind 资讯

受制于宏观经济增速持续放缓、人均可支配收入增速下滑,及房地产调控政策和前期补贴政策提前透支消费等影响,我国家电行业自2013年5月整体步入调整周期,行业增速持续放缓。但在2015年延续至2016年9月的宽松房地产政策拉动下的房地产销售回暖影响下,2016年下半年我国家电行业景气度逐步有

<sup>1</sup> 本文统计分析范围未包含上游零部件制造厂商及家电渠道零售商。

所回升，直到 2017 年上半年仍延续增长态势。根据工信部统计数据，2017 年 1-5 月我国家用电器行业实现主营业务收入 6429.8 亿元，累计同比增长 15.9%。但中短期看，随着 2016 年 10 月我国房地产市场随着新一轮房地产限购政策效果的显现，自 11 月以来全国商品房销售面积同比增幅出现大幅回落，将逐渐导致我国家电内需增长空间小幅收窄，预计此轮家电行业增长或将在 2017 年四季度至 2018 年逐步有所回落。

2017 年上半年不同大家电产品表现分化，其中空调受益于补库存，在前期低基数下，产销量提升较明显；冰箱内销市场依旧低迷，增长主要依靠出口拉动；彩电由于上游面板持续涨价影响了盈利，企业生产热情不高，产销量均有所下降。根据产业在线数据，2017 年 1-6 月家用空调产量 7774.7 万台，同比增长 35.34%，销量 7922.20 万台，同比增长 36.70%，其中内销 4326.50 万台，同比增长 65.20%，出口 3595.7 万台，同比增长 13.18%。2017 年 1-6 月冰箱产量 3909.10 万台，同比增长 1.08%；销量 3901.20 万台，同比增长 1.03%。其中内销 2315.80 万台，同比下滑 7.64%；出口 1585.4 万台，同比增长 17.06%。2017 年 1-6 月洗衣机产量 2985.30 万台，同比增长 9.94%；销量 3002.10 万台，同比增长 9.18%。其中内销 2034.80 万台，同比增长 7.10%；出口 967.3 万台，同比增长 13.83%。根据国家统计局数据，2017 年 1-6 月彩电产量 7422.66 万台，同比下降 5.75%；销量 7397.93 万台，同比下降 6.01%。

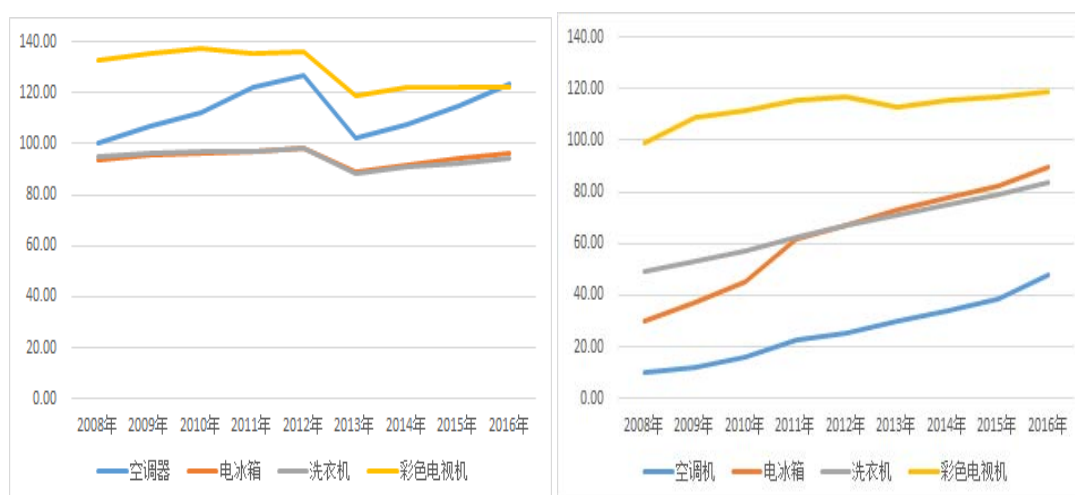
此外，厨电在房地产滞后拉动与消费升级的提振下，维持高速增长，根据中怡康数据显示，2017 年 1-6 月，洗碗机、蒸汽炉、嵌入式一体机零售量同比增速分别达 151.41%、42.53%、253.75%。小家仍处于成长期，市场规模呈攀升态势，根据产业在线数据显示，2017 年 1-6 月，空气净化器销量 498.9 万台，同比增长 14.72%；微波炉销量 3414 万台，同比增长 7.42%；净水器销量 801.7 万台，同比增长 12.03%。

**在市场保有量较高情况下，我国家电行业已从增量市场进入存量市场，家电存量更新换代需求将成为未来市场主导。随着产品结构升级带动平均售价提升，2017 年上半年行业整体利润总额有所增长。**

我国家电市场的新增需求主要产生自保有量的提升及新房装修。商品房销售带来的新房装修对家电新增需求起主要拉动作用，但在房地产进入中速增长的“白银时代”后，其对家电需求的拉动效应已有所减弱。同时受制于宏观经济增速持续放缓，居民购买力及消费意愿降低，家电新增需求整体增长渐显乏力。此外，我国城乡收入差距客观上造成了我国家电市场二元化市场结构的差异。一方面，城市市场主要家电产品保有量已处于较高水平，另一方面广大农村地区的家电保

有水平仍较低，但在农村购买力不足的条件制约下，家电企业只能将精力集中于竞争已非常激烈的城市市场，导致家电行业整体边际需求长期得不到提高，造成家电行业产能结构性过剩的现象。根据国家统计局数据，2016 年我国城镇家庭每百户空冰洗彩的拥有量分别已达到 123.70、96.40、94.20 和 122.30 台；农村家庭每百户空冰洗彩的拥有量分别为 47.60、89.50、84.00 和 118.80 台。其中城镇彩电、冰箱、洗衣机已处于较高水平，农村家庭保有量水平尚存在较大增长空间。从更新换代需求来看，我国家电存量市场巨大，随着前期补贴政策下销售的家电产品接近使用年限，及消费升级及技术进步下，产品更新周期的缩短，存量更新换代需求已成为市场主导，其中黑电行业现阶段超过 80% 需求来自更新换代。

**图表 2. 我国城镇（左图）和农村（右图）居民家庭平均每百户主要家用产品拥有量情况（单位：台）**



资料来源：Wind 资讯

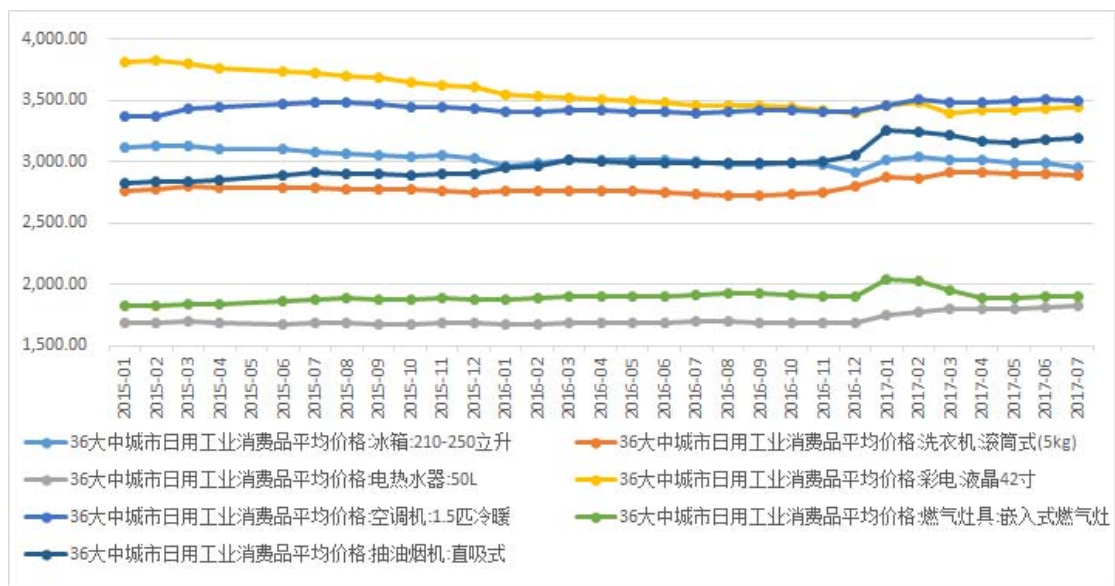
随着价格波动边际效用缩减，低价红利消退，仅靠价格的降低，对消费者购买决策的影响已经逐步减小。而随着消费者对生活品质要求的不断提升及人均收入水平的增长，消费升级衍生出来的高端家电需求正成为家电行业最大红利，行业整体呈现结构升级态势。

在国家政策指引下，家电企业纷纷主动调整产品结构，削减低盈利产品的生产，而加大对中高端产品的推广，使得行业内高端化、智能化、环保化的产品比重明显提升。例如洗衣机方面，消费群体的年轻化、个性化、社会生活的品质化使得相对高端的滚筒洗衣机销售增速较快，2017 年上半年滚筒洗衣机占洗衣机全部销售量比重较上年同期提高 4.65 个百分点至 34.71%；变频洗衣机占比较上年同期提高 7.13 个百分点至 29.69%。冰箱方面，大容积、风冷的变频冰箱份额持续扩张，2017 年上半年同比增幅达到 75.64%，占同期冰箱总销量的比重同比提高 9.42 个百分点至 19.86%。空调方面，变频、智能化升级趋势明显，其中变频空调占空调总销售量的比重同比提高 4.90 个百分点至 57.26%，智能空调占比

超过 15%。彩电方面，液晶（LCD）电视对传统 CRT 电视和等离子（PDP）电视的替代效果明显，2017 年上半年内销市场 LCD 电视占比接近 100%，CRT 电视已基本退出。同时，互联网电视渗透率快速提升，2017 年上半年的渗透率超过 85%。

价格方面，2017 年以来，除彩电由于技术更替，液晶 42 寸电视价格下降幅度较明显及空调、冰箱产品价格基本维持稳定外，滚筒洗衣机及抽油烟机、燃气灶等厨电产品由于高端产品占比提升，产品价格均有所上升。未来随着竞争环境改善、产品的升级换代以及消费者购买能力的增强，家电产品整体平均售价有望得到提升。

图表 3. 2015 年以来我国主要家电产品价格变化情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯

盈利方面，据工信部统计数据显示，2017 年 1-5 月我国家电行业实现利润总额 390.2 亿元，累计同比增长 9.6%。其中白色家电企业受 2017 年以来原材料价格上涨影响，销售毛利率同比普遍有所下降，企业之间有所分化，行业集中度进一步上升。黑电企业受核心部件面板价格持续上涨影响，利润空间进一步被压缩，除 TCL 因液晶面板业务拉动盈利大幅增长外，行业内其他厂商如四川长虹、海信电器等利润总额均出现明显下滑。小家电和厨电方面，苏泊尔、老板电器、飞科电器等龙头企业仍保持了较强的盈利能力，收入及利润总额均保持较快增长。

图表 4. 近年来我国主要家电企业盈利对比情况

序号	企业简称	利润总额 (单位: 亿元)				营业毛利率 (单位: %)			
		2015 年	2016 年	2017 年上半年度	2016 年上半年度	2015 年	2016 年	2017 年上半年度	2016 年上半年度
白电									

序号	企业简称	利润总额 (单位: 亿元)				营业毛利率 (单位: %)			
		2015 年	2016 年	2017 年 上半年度	2016 年 上半年度	2015 年	2016 年	2017 年上 半年度	2016 年 上半年度
1	美的集团	160.51	189.15	136.07	121.78	25.84	27.31	25.23	29.23
2	格力电器	149.09	185.31	111.88	77.47	32.46	32.70	31.94	35.69
3	青岛海尔	69.75	81.83	60.43	46.33	27.96	31.02	30.19	28.92
4	小天鹅 A	12.25	15.84	9.81	7.92	26.54	25.86	25.61	27.20
5	海信科龙	6.24	12.70	8.23	6.97	21.43	23.36	18.51	23.46
6	奥克斯	4.24	13.88	9.21	2.34	27.12	29.72	29.11	25.18
7	惠而浦	4.20	4.51	-0.82	2.10	33.57	29.70	20.52	33.18
8	广州万宝	3.42	5.53	3.78	2.20	9.46	10.13	10.49	10.03
9	奥马电器	3.09	4.59	2.35	2.47	25.41	32.76	27.93	33.88
10	美菱电器	0.32	2.49	1.08	1.29	20.13	19.94	17.86	20.89
11	澳柯玛	0.18	0.35	0.60	0.84	24.45	23.60	22.05	24.40
12	春兰股份	0.10	-0.07	0.71	0.49	23.16	-0.18	13.70	16.01
<b>黑电</b>									
13	TCL 集团	38.69	27.97	22.22	9.42	16.54	16.91	20.85	15.11
14	四川长虹	-14.40	14.42	6.09	9.11	13.25	14.28	13.71	14.93
15	海信电器	17.88	20.71	5.01	9.17	17.03	16.58	13.75	16.67
16	兆驰股份	4.01	4.28	3.77	2.50	12.74	15.52	14.22	14.81
17	深康佳 A	-15.45	0.28	0.31	0.11	12.72	13.70	11.36	16.63
18	中新科技	1.27	1.39	0.16	0.12	8.24	7.76	6.45	6.62
19	毅昌科技	0.50	0.10	-0.51	-0.86	11.29	7.81	5.40	7.39
20	厦华电子	0.14	-0.05	-0.03	0.01	6.07	3.42	91.11	2.92
<b>小家电</b>									
21	苏泊尔	11.74	13.67	7.29	6.70	28.97	30.53	30.04	30.24
22	老板电器	9.69	14.04	7.06	4.99	58.17	57.31	57.31	59.05
23	九阳股份	7.91	8.54	4.43	4.57	31.89	32.70	32.23	32.68
24	飞科电器	6.66	8.15	5.09	3.29	36.59	37.93	39.23	38.01
25	莱克电气	4.16	5.89	2.85	2.57	22.24	27.52	29.15	28.61
26	万和电气	3.79	5.19	2.54	2.76	31.00	33.28	28.72	34.28
27	新宝股份	3.70	5.59	2.55	1.87	18.43	20.13	19.92	20.35
28	奋达科技	3.41	4.41	1.53	1.41	29.15	30.88	28.59	30.55
29	日出东方	3.05	2.90	0.96	1.61	38.28	38.82	38.26	40.60
30	华帝股份	2.58	3.99	2.90	1.97	38.56	42.54	43.84	41.70
31	万家乐	2.39	2.92	0.61	0.96	31.76	32.57	10.25	32.79
32	浙江美大	1.81	2.37	1.14	0.76	52.84	54.82	53.87	54.27
33	爱仕达	1.37	1.61	0.97	0.87	38.66	40.40	40.80	42.23
34	长青集团	1.54	2.16	0.69	0.92	25.61	25.65	20.83	27.98
35	天际股份	0.69	0.90	1.59	0.31	31.66	35.73	49.58	30.75
36	金莱特	0.48	0.02	0.14	0.09	15.00	11.70	10.27	13.84
37	德奥通航	-0.27	0.10	-0.41	-0.12	18.86	25.09	23.27	23.55
38	圣莱达	0.04	-0.38	-0.13	-0.12	14.89	13.36	12.48	14.09

资料来源：wind、新世纪评级整理

**我国家电行业的政策环境日趋严格。同时，需关注贸易保护主体抬头及汇率波动对出口导向型企业的影响。**

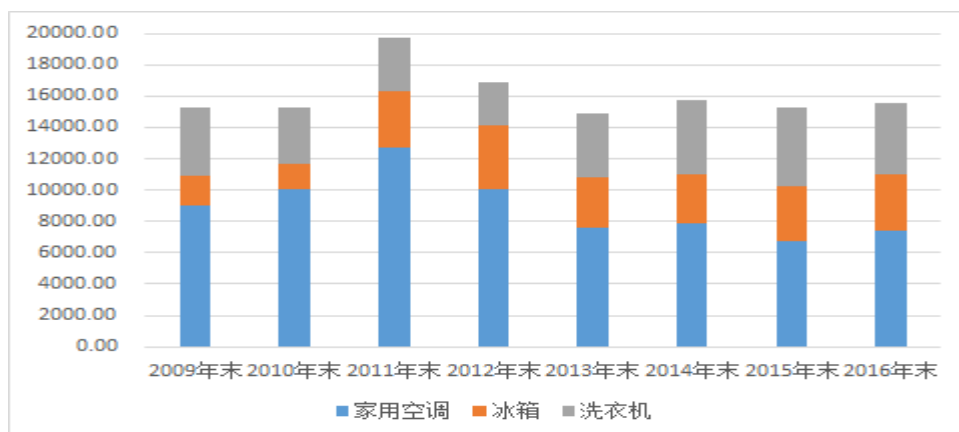
我国家电行业的管理部门是国家发展和改革委员会和中国家用电器协会。近年来我国家电政策趋严，激励范围收窄，政策更倾向于引导家电企业向高端品牌的定位和发展，促使企业注重品牌建设、完善销售、售后服务网络和和质量管理体系，长期来说可帮助提高行业发展质量。此外，2016 年国家出台了《家用电器能效限定值及能源效率等级》、《家用燃气快速热水器和燃气采暖热水炉能效限定值及能效等级》的新强制性国家标准，2017 年 7 月 1 日，GB/T 8059-2016《家用和类似用途制冷器具》正式实施。该标准于 2016 年 12 月 30 日颁布，是冰箱性能标准 22 年以来首次修订。随着国家新强制性能效等级标准及技术准入标准的陆续出台，家电行业技术准入门槛将进一步提高，低能效产品将被淘汰。

我国作为家电制造大国，相当一部分家电企业依靠出口生存，目前总体内外销结构为 7：3。家电出口总额受全球经济形势、汇率等多因素影响。伴随着全球家电产业链的转移，及全球经济的弱势复苏等，2017 年上半年我国家电出口量有所增加。根据海关总署数据，2017 年 1-6 月我国家电行业出口额为 310.5 亿美元，同比增长 7.7%，主要家电产品出口量均保持较快增长，对我国家电总销量形成一定补充。但近期美国对我国的洗衣机产品实施反倾销，导致我国对北美出口量大幅下滑，以及人民币升值等，对出口导向性家电企业造成不利影响。

**我国家电市场化程度较高，目前市场总体结构性产能过剩，近年来在需求不足及库存明显的双重压力下，家电行业竞争日趋激烈，同时原材料及核心部件价格上涨加剧了行业内企业成本控制压力，并导致企业间信用品质的分化。**

我国家电行业属于市场化程度较高的行业，随着优势家电企业不断扩大规模并通过价格竞争手段挤压淘汰劣势企业及落后产能，产能逐步向优势企业集中。但随着市场需求的低迷，市场总体供过于求，家电企业库存规模普遍较大。尤其是空调行业，美的集团、格力电器等空调龙头企业每年库存额达到 100 亿元左右。

图表 5. 2009 年以来空冰洗存货情况 (单位: 万台)



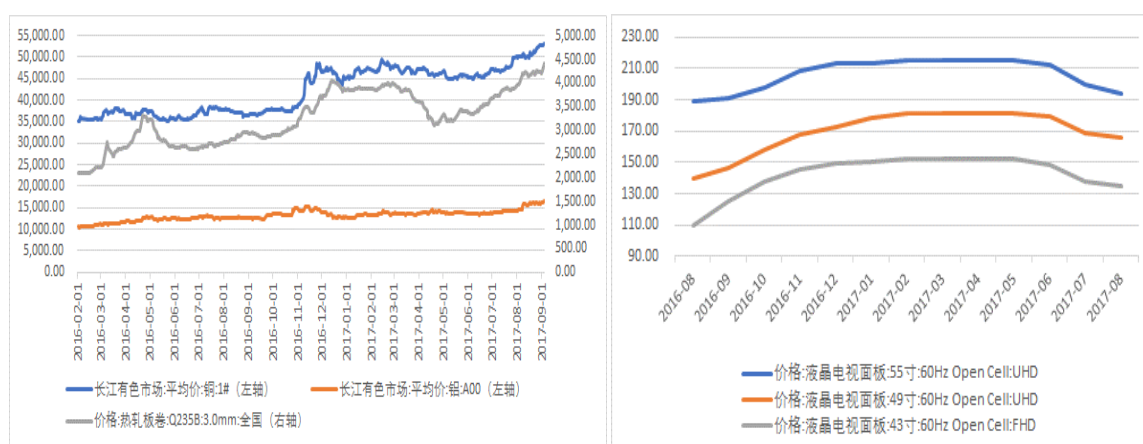
资料来源: Wind 资讯

从上下游产业链地位来看,在目前市场保有量较高的情况下,家电企业较难通过涨价方式将上游成本压力较好转嫁给下游消费者。同时由于 KA 渠道的议价能力较强,依靠挤压供应链企业的利润来降低最终产品成本难度较大。此外,同一行业内不同梯队的企业的议价能力有所不同,龙头企业受益于规模优势,议价能力强于第二、三梯队的企业。且龙头企业产业链较完整,对上下游的掌控力较强。同时在高端智能产品布局较为领先,可通过产品升级、成本优化以及效率提升等应对原材料价格的周期波动,从而维持较好的盈利水平。

从成本端来看,原材料、零部件在我国家电厂商的制造成本中占比约在 90% 左右,是影响成本变化的主要因素。其中白电原材料占成本比重约 70%,核心部件压缩机占冰箱和空调成本分别约 25%和 33%。目前白电龙头格力、美的、海尔均有自建压缩机生产线、四川长虹有控股子公司华意压缩、志高空调有小部分压缩机产能。彩电的核心部件为液晶面板,占整机成本的 60%左右,是影响黑电企业成本的主要因素。其中 TCL 面板基本依靠自给,其余企业主要依靠国内外面板厂商供给。小家电主要原材料为塑料、铜件、铝件和钢材等。在经历了前期的持续下跌,自 2016 年初以来我国家电主要原材料铜、铝和钢材价格总体呈现上涨态势,2017 年 9 月 4 日铜、铝和热轧卷板分别较 2016 年初增长 50.72%、54.76%和 111.16%。另外,由于日韩企业面板减产导致面板供不应求,2016 年以来各尺寸面板价格平均上涨幅度在 30-40%,且上涨一直延续到 2017 年 5 月,为历史上面板价格上涨时间持续最长的一次。主要原材料及核心部件价格的上涨对家电厂商生产成本带来压力,造成 2017 年上半年来家电企业普遍毛利率下降。



图6. 2016年以来家电主要原材料价格走势（单位：元/吨，美元/片）



资料来源：wind

经过多轮行业洗牌，目前家电优势企业竞争地位已基本确立，行业集中度较高，其中白电、厨电已形成寡头垄断格局，且市场份额有进一步向优势企业聚拢的趋势，另外，随着消费升级，高端市场的争夺愈加激烈，新技术研发创新及差异化品牌竞争逐步成为行业内竞争的核心手段。

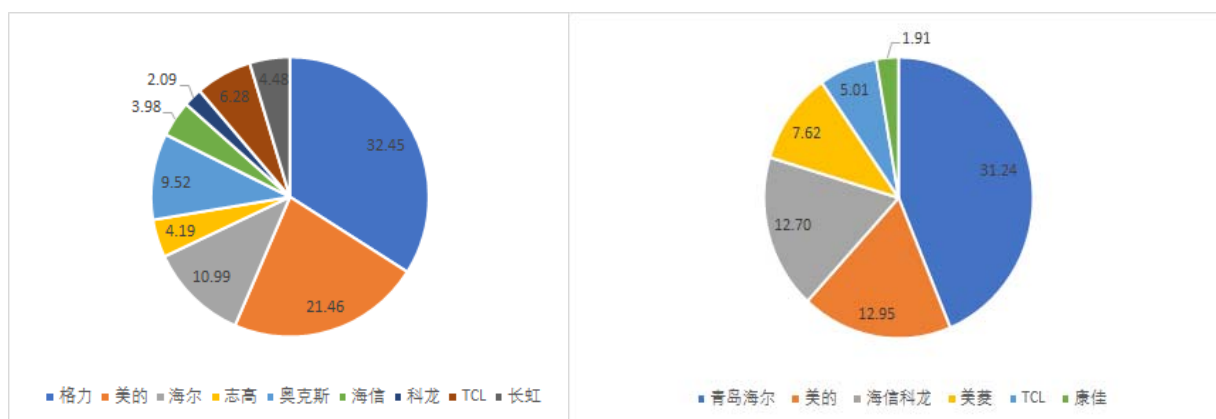
我国家电行业市场化程度较高，经过多年激烈的市场竞争和优胜劣汰，生存下来的少数大厂商形成了寡头垄断的格局。家电龙头企业规模优势突出，品牌知名度和识别度高，成本转嫁能力较强。而强者恒强的现象更加突出，企业之间的分化愈加明显。

## 1、白电

白电行业由于发展时间较长，目前已步入成熟期，市场已呈现较为清晰的寡头垄断的竞争格局，龙头企业对市场价格拥有较强的话语权，成本转嫁能力较强。行业内技术较为成熟，产品同质化现象严重，中外企业技术差距较小，行业内竞争激烈，竞争要素主要表现为规模、品质稳定性、技术研发能力、服务和渠道能力。另外，白电行业技术更新周期较长，是具有较强周期性的可选消费品。

从行业竞争格局来看，空调是白电行业中规模最大的细分行业。经过多年的洗牌，寡头垄断基本形成，截止 2017 年 6 月两大寡头格力、美的国内市场占有率分别为 32.45% 和 21.46%，牢牢占据国内空调行业第一梯队。剩余国内份额主要由青岛海尔、志高、奥克斯、海信、科龙、TCL、长虹构成。上述九大品牌合计国内市场占有率 95% 以上，外资品牌已无法与内资品牌抗衡。但全球空调市场品牌格局较为分散，被日韩中欧四国瓜分，国内空调品牌在国外市场的影响力仍有提升空间。

图表 7. 截止 2017 年 6 月份我国空调和冰箱市场占有率情况 (单位: %)



资料来源: Wind

冰箱行业经过多年的价格战及产业整合, 品牌集中度逐步提升。截止 2017 年 6 月前三家青岛海尔、美的、海信科龙国内市场占有率分别为 31.24%、12.95% 和 12.70%, 牢牢占据第一梯队; 剩余国内品牌美菱、TCL、康佳市占率分别为 7.62%、5.01%、1.91%。上述六大国内品牌市占率合计约为 71.43%。除此之外, 以西门子为代表的外资品牌在我国冰箱市场占有率有约 20% 的市场份额。

洗衣机行业集中度较高。内资龙头青岛海尔、美的系(包含小天鹅和荣事达)合计在 60% 以上, 其中截止 2017 年 6 月两者内销市占率分别为 33.39% 和 29.80%。剩下的市场份额大部分被以西门子为代表的外资品牌占有, 但单个外资品牌占据的市场份额较低。洗衣机外销集中度较内销较为分散, 其中美的和青岛海尔外销份额约为 10% 和 11%。

## 2、黑电

黑电行业由于发展时间较长, 目前也处于成熟阶段, 行业内竞争激烈。竞争要素主体体现在技术、功能、设计和对上游核心部件的控制能力, 国内品牌技术实力弱于国外品牌。黑电行业技术更新速度较快, 行业内企业需要持续大量的研发投入来维持差异化。而由于持续创新可以创造需求和平滑周期, 因此黑电属于半周期性消费品。

我国黑电行业国内市场集中度较高, 其中第一梯队六大国产品牌海信、创维、TCL、乐视、长虹、康佳和青岛海尔占据约 76% 的市场份额, 2016 年市场占有率分别约为 15%、14%、11%、9%、9%、8% 和 6%。但各大品牌之间竞争激烈, 前三名排名顺序并不固定。从全球市场来看, 三星、LG 等韩系电视品牌仍位居第一、二名, 但随着全球液晶面板产业向我国转移, 及日系电视品牌的相继衰落, 国内品牌海信、TCL、创维、长虹和青岛海尔全球市场竞争力提升, 已进入全球十大液晶电视品牌之列。

## 3、小家电

小家电行业由于起步较晚, 目前良好的市场竞争秩序尚未建立。竞争要素主

要体现在对消费者需求的功能满足、技术实现方法、营销创新、品牌和渠道能力。产品更新周期较短，持续创新可以创造需求和平滑周期，属于半周期性消费品。

目前我国小家电品牌众多，市场集中度较低，但未来有进一步向优势企业集中的趋势。其中大型家电综合商美的集团，及苏泊尔、飞科电器等小家电龙头市场份额较大。根据公开披露信息显示，苏泊尔炊具业务长期以来一直稳居市场第一，小家电业务9大品类合计市场份额稳居市场第二。此外，根据中怡康数据显示，2016年飞科电器在电动剃须刀的零售量线上市场份额53%、线下市场份额40%，均已超过飞利浦，市场占有率第一。

#### 4、厨电

厨电行业竞争要素主要体现在品牌、渠道和技术创新能力。我国厨电行业市场集中度较高，且竞争格局基本确定。根据中怡康数据显示，2017年上半年前五大品牌老板、方太、华帝、美的和西门子合计占据油烟机市场份额的73.1%，市场占有率分别为26.3%、23.8%、9.3%、8.9%和4.8%；上述前五大品牌合计占据燃气灶市场份额的70.1%，市占率分别为23.3%、23.2%、11.5%、7.3%和4.8%。其中在中高端市场已经形成了以老板和方太为代表的双寡头格局。而在中低端市场，以美的集团、华帝、万和等为代表的品牌有一定的市场份额，但面临着激烈的市场竞争。

## 二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析<sup>2</sup>

### 1.主体信用等级分布

从行业内已发债企业来看，2017年上半年发行人信用等级整体向上迁移，集中于AA-AAA区间。同时受市场整体利率偏高影响，上半年行业内仅新增债券6支，涉及企业4家。2017年6月末，有债券处于存续期的企业共7家，其中AAA级2家，占比28.57%；AA+级主体1家，占比14.29%；AA级主体3家，占比42.86%；AA-级1家，占比14.29%。具体情况详见附录一。

图表8. 家电行业主体信用等级分布（截至2017年6月末）

发行主体信用等级	2017年上半年		截至2017年6月末	
	发行主体数量(家)	占比(%)	发行主体数量(家)	占比(%)
AAA	2	50.00	2	28.57
AA+	1	25.00	1	14.29
AA	1	25.00	3	42.86
AA-	—	—	1	14.29

<sup>2</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除掉了重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

发行主体信用等级	2017 年上半年		截至 2017 年 6 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	发行主体数量 (家)	占比 (%)
合计	4	100.00	7	100.00

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 2. 主体信用等级迁移

2017 年上半年度, 家电行业发生级别迁移的企业共 2 家。其中根据大公国际 2017 年 7 月 6 日出具的《奥克斯集团有限公司主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告》(大公报 SD[2017]679 号), 大公国际将“17 奥克斯 CP001”的主体长期信用等级由 AA 调升至 AA+, 级别上升主要是基于奥克斯集团市场占有率持续提升, 持续推出智能空调系列产品, 电能表及变压器产品综合竞争实力强, 及预计未来 1-2 年公司经营规模有望进一步扩大等。

此外, 根据 2016 年 9 月 7 日联合资信出具的《四川长虹电器股份有限公司主体长期信用等级报告》(联合[2016]2233 号), 基于四川长虹中高端产品销售占比的提升、亏损资产的剥离以及外部负债规模的下降, 整体盈利能力大幅提升, 及收入、盈利规模有望进一步提升等, 联合资信将四川长虹评级展望由负面恢复至稳定。2017 年 5 月 31 日根据联合资信出具的《四川长虹电器股份有限公司跟踪评级报告》(联合[2017]710 号), 联合资信将“17 长虹 SCP001”的主体长期信用等级由 AA 调升至 AA+, 评级展望为稳定, 主要是基于四川长虹较强的综合竞争优势, 2016 年实现扭亏为盈, 及下属 2 家上市公司美菱电器和华意压缩经营稳定, 盈利较好等。

总体看, 上述级别被调整的 2 家家电企业的调整原因具有个性特征, 但也反映出 2017 年上半年来行业景气度回升下, 行业整体级别向上迁移的趋势。

图表 9. 家电行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 6 月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	2	-	-	-
AA+	-	-	-	-
AA	-	2	2	-
AA-	-	-	-	1

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 三、行业主要债券品种利差分析<sup>3</sup>

<sup>3</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

目前家电行业发债主体数量较少，且发债企业近年对超短期融资券的发行选择倾向较明显，行业内发行传统债券支数较少。2017 年上半年家电企业分别发行了 2 支短期融资券（不含超短期融资券）和 1 支公司债券，且整体利差均较大。具体发行利差情况详见附录三。

### 1. 短期融资券<sup>4</sup>

2017 年上半年，家电行业发行短期融资券 2 支，分别为“17 万宝 CP001”和“17 奥克斯 CP001”主体信用等级分别为 AA 和 AA+。但从发行利差看，主体级别与利差倒挂，发行利差分别为 227BP 和 228BP。

图表 10. 家电行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA+	1	228-228	228
	AA	1	227-227	227

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 2. 公司债券

2017 年上半年度，家电行业公开发行人公司债券 1 支，发行主体为 TCL 集团，其主体级别为 AAA，3 年期公司债券发行利差为 114BP。

## 四、行业信用展望

展望 2017 年下半年，随着房地产调控新政对家电市场的负面影响的逐步显现，预计我国家电行业增速将逐步有所回落。但在消费升级及更新换代为主题的市场环境下，我国家电行业整体仍将呈现结构升级态势，随着高端、智能、环保产品比重上升，及行业竞争秩序趋于规范，预计行业整体盈利能力将有所改善。

在市场保有量较高的常态下，预计 2017 年下半年家电行业产能不会出现较大扩张，行业总体供给量仍将随着市场需求情况进行调整，产销率不会发生太大变化。需求方面，随着 2016 年 10 月多地政府出台限购限贷等收紧的调控政策，我国商品房销售面积增速出现持续回落，预计此轮房地产下行将逐步滞后对家电行业产生影响，国内家电新增需求增长空间或小幅收窄。但更新需求仍会保持增长，对总体需求形成一定支撑，因此虽然行业在达到峰值后会逐步回落，但降幅不会太大。

2017 年下半年我国家电行业政策环境预计仍延续前期偏紧趋势，行业政策

<sup>4</sup> 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

将主要侧重于转型升级引导及行业标准的修订上，在技术门槛提高及行业竞争秩序趋于规范下，企业将更加注重产品研发创新及运营效率的提高。

成本方面，2017 年下半年在供给侧改革、经济结构调整去产能条件下，大宗原材料价格仍存在上涨预期，在投机因素影响下，预计家电主要原材料价格仍存在小幅同比上涨的可能。而随着全球液晶面板产能向我国转移，及国内主要液晶面板厂商产能的释放，彩电核心部件液晶面板的价格预计将逐步回落至合理水平。

智能家电将是未来行业主要发展趋势。根据中怡康预测，2020 年白电、厨电、生活电器等智能家电的渗透率将分别达到 45%、25%和 28%。而 2015 年智能家电在空调、洗衣机、冰箱、厨电市场零售额的渗透率分别仅为 7.8%、4.1%、1.2%和 0.5%。家电的智能产品渗透率仍存在较大增长空间。随着产品结构升级带动平均售价上升，预计行业整体盈利能力将继续有所改善。

**我国家电市场仍存在较大增长空间，但由于需求释放过程所需要时间较长，预计行业将在相当长时间内保持低速增长态势，行业综合景气度变化不大，整体信用质量维持稳定。**

从行业的发展空间来看，目前我国住宅竣工和销售的主力户型是平均面积在 100 平方米左右的两居室，在条件允许的情况下，一般会存在 2-3 台空调，1-2 台冰箱、1-2 台洗衣机和 1-2 台彩电需求。另外，鉴于我国人口居住密度及气候特征与日本较为类似，如以日本作为参照物，其每百户空冰洗彩的天花板保有量分别可达到 248、125、109 及 214 台。而 2016 年我国城镇家庭每百户空冰洗彩的拥有量分别为 123.70、96.40、94.20 和 122.30 台，因此未来仍存在较大增长空间。

具体到个别子行业市场容量测算方面，截至 2016 年末，我国城镇家庭数量约为 2.73 亿户，农村家庭数量约为 1.51 亿户。参照 2016 年的保有量提升情况，以空调为例，预计 10 年后城镇每百户家庭空调保有量将提升至 234 台基本接近天花板水平，不考虑这段时间家庭数量的变化，对应未来 10 年累计存在 3003 万台的新增需求，合每年约 300 万台。农村每百户家庭空调保有量将提升至 155 台的较高水平，对应未来 10 年累计存在 1676 台的新增需求，合每年 167.6 台。另外按照空调报废年限 8 年测算，假定截至 2016 年底城镇和农村保有量在 8 年内均匀的更新换代，城镇和农村每年的更新换代需求分别约为 4163 台和 831 台。因此预计未来 10 年内，我国空调国内每年总需求大约为 5462 万台左右，对应的市场规模大约为 983.16 亿元。

参照日本家电行业的发展路径，日本家庭对家电的需求呈现了较明显的先加速后减速并最终保持稳定的情形，即当户均保有量低于需求拐点时，户均保有量

呈现加速增长态势，当人均保有量高于需求拐点时，人均保有量的增长就会出现明显放缓，直至保有量达到天花板时为止。另外，日本到达需求天花板用了大约 24 年时间，而从需求拐点到天花板占据了其中近三分之二的的时间，意味着到达需求拐点后行业每年的需求会较小，并将会经过很长时间的低速平缓增长到达衰落。从我国的情况来看，在经过加速增长后，我国城镇地区人均空冰洗彩保有量在分别达到 1.27、0.98、0.98 和 1.36 台时出现了明显的减少，后增速基本趋于平缓，判断目前我国家电人均保有量已跨越需求拐点进入平缓增长阶段。

**我国家电行业市场集中度有望进一步提高，企业间分化加剧。需警惕市场竞争、流动性等风险。**

随着家电龙头企业海外收购及跨界整合布局的完成，综合性产业集团，如：格力集团、美的集团、海尔集团、长虹集团、海信集团等，在行业中已逐步形成了较强的规模、资金、技术和内生性（品牌知名度、消费者印象）壁垒。通过不断扩大生产规模来降低成本，龙头企业规模经济效应更为突出，与其他梯队企业的差距更为明显。

此外，行业内不同子行业间信用质量不同。其中白电行业技术相对稳定，产业链地位较高，且得益于较高的市场集中度，优势企业议价及盈利能力相对较强，可关注龙头美的集团、青岛海尔、格力电器、海信科龙等。而黑电行业技术更新速度较快，经营较易受新技术革新冲击，企业需不断进行生产线改造及新生产线、研发等投入以维持竞争力，且由于核心技术掌控在日韩企业手中，国内黑电企业主要以代工为主，盈利能力较低，整体信用质量相对较低。小家电仍处于成长阶段，市场还将不断进行调整和优胜劣汰，竞争秩序有待规范。厨电行业竞争格局较明朗，龙头企业盈利能力突出，并有望保持较好的业绩增长，可关注老板电器、苏泊尔等。

在信用分化加剧的背景下，家电行业需关注的主要风险包括：1）市场竞争风险。我国家电行业市场竞争化程度较高，在家电行业增速持续放缓下，企业间的市场竞争更趋白日化，需关注二、三梯队企业市场竞争淘汰风险。2）转型及技术更替风险。随着国内家电品牌成本优势弱化及行业转型升级加快，行业内企业存在较大的转型升级及技术创新压力。新产品、新技术的不断涌现将对市场反应及适应能力弱的企业竞争力造成冲击，促使行业重新洗牌，影响市场现有竞争格局。例如：松下、索尼、夏普、东芝等日本家电巨头的没落，反映出企业较难适应市场竞争被淘汰出局的残酷性。同时转型中带来的技术研发投入及投资支出增加，将加大企业资金压力。3）流动性风险。作为制造型企业，家电企业以应收账款、存货为主的流动资产在总资产中占比较大，如应收账款存在一定资金回收的风险，行业周期性低谷会引起产业链上资金吃紧，通过赊销进行销售的企业

在很大程度上会面对客户支付延迟甚至出现违约风险。如乐视手机爆发的资金危机。除应收账款外，大规模的存货实质上也是对企业资金的占用，进而增加了运营成本和风险。



附录一 家电行业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据

发行人名称	最新主体 评级	评级机构	资产 总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)	毛利率 (%)	资产负 债率 (%)	备注
TCL 集团股份有限公司	中诚信国际/ 中诚信证评	AAA/稳定	1513.17	497.36	522.95	16.61	34.73	20.85	67.13	2017 年半年报数据
珠海格力集团有限公司	联合资信	AAA/稳定	2123.90	614.30	707.29	95.10	35.93	31.66	71.08	2017 年半年报数据
奥克斯集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	290.65	104.07	128.59	7.03	9.06	29.11	64.19	2017 年半年报数据
广州万宝集团有限公司	新世纪评级	AA/稳定	171.94	46.04	137.06	2.66	7.88	10.49	73.22	2017 年半年报数据
深圳市奋达科技股份有限公司	鹏元资信	AA/稳定	41.79	29.29	9.10	1.31	-0.40	28.59	29.92	2017 年半年报数据
四川长虹电子控股集团有限公司	联合资信	AA/稳定	645.37	208.92	347.63	4.44	-10.62	13.71	67.63	2017 年半年报数据
广州毅昌科技股份有限公司	鹏元资信	AA-/稳定	42.28	16.22	26.66	-0.55	-2.24	5.40	61.63	2017 年半年报数据

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录二 2017年上半年家电行业发债主体级别及展望调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2016年末主体等级及展望
奥克斯集团有限公司	大公国际	AA+/稳定	2017年7月6日	AA/稳定
四川长虹电子控股集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	2017年5月31日	AA/负面

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录三 2017年上半年家电行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差 (bp)
短期融资券	1年	AA+/稳定/A-1	奥克斯集团有限公司	228
		AA/稳定/A-1	广州万宝集团有限公司	227
超短期融资券	3个月	AAA/稳定	珠海格力集团有限公司	125
	6个月	AAA/稳定	珠海格力集团有限公司	84
公司债	5年	AAA/稳定/AAA	TCL 集团股份有限公司	119

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理