

家用电器行业研究报告



家用电器行业研究报告

报告编号:

时间: 2020 年 12 月 25 日

分析师:

杨涵 杨恒

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址:

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

报告概要

家用电器行业的发展主要伴随地产行业的周期以及相关政策的刺激协调发展, 历经多年, 我国已成为世界家电生产和消费大国。近年来, 受地产行业增速下行, 政策刺激不足等因素影响, 我国家电行业销售额和增速有所下降。

家用电器行业是重要的中游行业, 上游承载原材料及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业, 下游为线上和线下市场同时推进。

中国家用电器行业集中度高, 头部企业规模化效益显著, 营运资金周转能力处于行业内高水平, 具有较强的供应链话语权和抵抗周期能力; 发债主体的性质多为地方国有企业和民营企业, 级别均在 A+~AAA 之间, 2020 年以来发行债券较集中, 且以 AAA 级别发行人发行的短期信用债券为主, 2021—2022 年面临一定集中兑付风险。

未来, 随着房地产后周期类家电产品需求的回暖、整体行业政策刺激和新冠疫情带来的海外订单回流等因素的共振影响, 中国家用电器行业整体展望稳定。

一、行业概况

追溯世界家用电器行业发展历史，整体可分为三个阶段，中国的家用电器行业虽起步较晚，但经过 30 多年的迅猛发展，已在全球同类产业中取得显著地位。

家用电器主要指在家庭及类似场所中使用的各种电器和电子器具，在行业分类上一般把家用电器分为三类，即黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。

世界家电产业发展至今可以划分为三个阶段：第一阶段以第二次工业革命（19 世纪 60 年代后期）为契机，从发展照明业开始，逐步生产收音机、电视机、冰箱、洗衣机等，直至开始建立电信系统；第二阶段从 1945 年开始，家用电器类产品开始普及，消费类电子产品逐步兴起；第三阶段从 20 世纪 70 年代开始，小家电开始进入消费者家庭，一些具有个性化、携带方便的电子产品受到消费者青睐。

中国的家用电器行业是在 20 世纪 70 年代末期，从国外引进生产线而发展起来的，经过 30 多年的迅猛发展，尤其是最近十几年，已在全球同类产业中取得显著地位。目前，中国家电业已经建立起了比较完备的制造体系，从最初引进和购买技术、直接引进生产线到现在形成海尔、格力、美的、海信、长虹等一大批具有自主开发能力的中国民族家电企业集团，各类产品在国内拥有近 80% 的市场份额，销量达到世界第一。

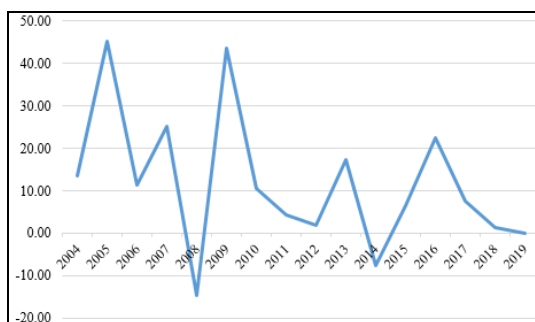
二、中国家用电器行业发展

家用电器行业的发展主要伴随地产行业的周期以及相关政策的刺激协调发展，历经多年，我国已成为世界家电生产和消费大国。近年来，受地产行业增速下行，政策刺激不足等因素影响，我国家电行业销售额和增速有所下降。

家用电器受行业销售额增速主要伴随地产行业周期。2000 年以来，随着我国家电政策和房地产政策刺激，家电销售得到了有效拉动，其中，房地产销量的增长成为中国家电销售额增长的重要驱动因素。2004—2019 年，我国家电销售额变动趋势和同期商品房销售面积变动趋势大体相同，其中，2009 年受房地产行业上行和家电政策的双重刺激，我国家电销售额增速达到顶点（143.38%）；2009—2019 年，家电销售额增速整体缓慢下行，而同期商品房销售

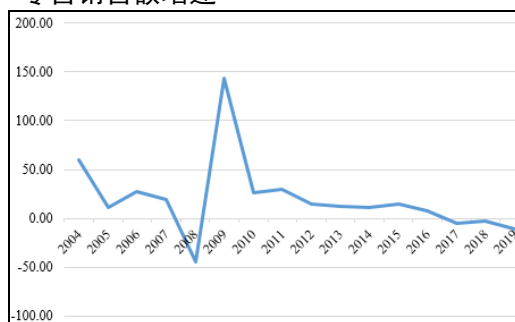
面积增速则波动下降，这是由于在 2014 年受宏观经济下行，居民购房力和购房预期下降，银行按揭利率紧缩等因素导致商品房销售面积增速降至（-7.58%）；以及在 2016 年，受行业去库存、信贷政策宽松等因素的影响，商品房销售面积增速增至 22.46%。2018 年属于 2016 年地产刺激周期的后段，地产行业和商品房销售面积的增速持续下行。

图 1 2004—2019 年商品房销售面积增速



资料来源：WIND 联合资信整理

图 2 2004—2019 年家用电器及电子产品专门零售销售额增速



资料来源：WIND 联合资信整理

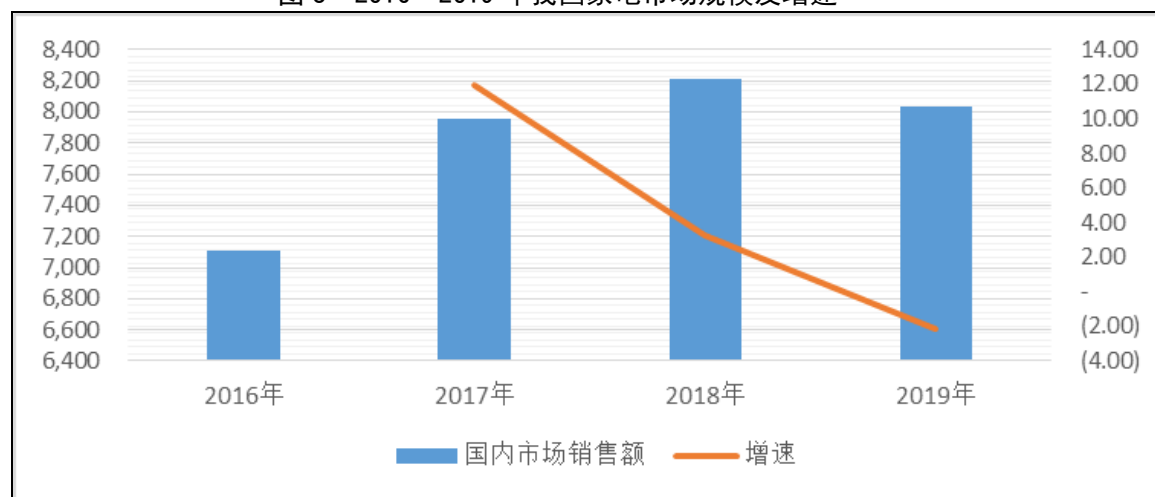
表 1 2007—2019 年家用电器行业政策

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
	2019 年 1 月	提出通过给予消费者补贴的方式，支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代
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
	2013 年 8 月	进一步推广开展数据中心节能改造，降低数据中心、超算中心服务器、大型计算机冷却耗能
节能补贴	2012 年 6 月	品类包括高效空调、冰箱、洗衣机、热水器和电视等，期限为 1 年
	2019 年 4 月	对新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴，单台上限 800 元
节能发展	2015 年 9 月	规范和管理节能低碳产品认证活动，促进节能低碳产业发展
	2016 年 7 月	国家鼓励、支持节能科学技术的研究、开发、示范和推广，促进节能技术创新与进步
	2016 年 8 月	推动家用电器工业向智能、绿色、健康方向发展
	2016 年 9 月	提升多品种、多品牌家电产品深度智能化水平，推动智能家居加速发展
	2018 年 8 月	规范电子商务行为，维护市场秩序，促进电子商务持续健康发展
	2019 年 4 月	促进家电产业的科学进步和技术创新，推动新技术、新产业、新业态和新模式的发展，填补标准空白

资料来源：《家电下乡操作细则》《关于加快发展节能环保产业的意见》（国发〔2013〕30 号）、《中华人民共和国节约能源法（修订版）》《节能低碳产品认证管理办法》《轻工业发展规划（2016-2020 年）》《消费品标准和质量提升计划（2016-2020 年）》《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》《中华人民共和国电子商务法》《中国家用电器协会团体标准管理办法》等 联合资信整理

在全球经济贸易增速显著放缓、中美贸易冲突全面加剧、国内经济增速回落幅度、房地产市场低位运行等内外因素的共同影响下，2019 年家电行业国内市场零售规模为 8032 亿元，同比下降 2.20%；家电行业出口规模为 3034 亿元，同比增长 0.90%

图 3 2016—2019 年我国家电市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网 联合资信整理

具体来看，2019 年传统大家电中，彩电、空调、冰箱均出现了下降，尤其是彩电市场下降较明显；厨房电器进入下行区间；生活电器规模扩大、增速放缓。彩电方面，2019 年市场规模同比下降 10.6% 至 1282 亿元，在家电全品类中降幅最大，但彩电向更大尺寸进化的趋势十分明显，55 英寸电视市场份额下降 4.30 个百分点，65 英寸和 75 英寸市场份额分别上升 4.80 个百分点和 3.00 个百分点。空调方面，2019 年市场规模同比下降 3.40% 至 1912 亿元，均价由 2018 年的 3540 元下降至 3289 元。冰箱方面，2019 年市场规模同比下降 1.20% 至 957 亿元。除多门冰箱外，其他类型冰箱市场份额均有所下降。厨电方面，2019 年市场规模同比下降 0.60% 至 1759 亿元。传统的烟机、灶具、热水器都出现了不同规模的下降。生活电器方面，2019 年市场规模同比增长 3.60% 至 1289 亿元。料理机、电饭煲以及吸尘器均维持了低速增长，美发、个人护理类产品增长明显，增速达 47.70%。

2019 年下半年爆发的新冠疫情对家电行业线下销售、安装等造成较大冲击，2020 年上半年家用电器行业整体业绩短期承压。具体来看，2020 年上半年，国内市场零售额累计实现 3770.50 亿元，同比下降 14.15%。空调、冰箱、洗衣机、部分厨房家电和生活电器等累计出口额为 1870 亿元，同比增长 4.20%；液晶电视出口额 378 亿元，同比下降 10.70%。除黑电外，其余家电产品出口受疫情影响较小。

表 2 2019 年上半年和 2020 年上半年家用电器销售累计值对比 (单位: 亿元、%)

时间	累计额度	时间	累计额度	同比变化
2019 年 2 月	1210.70	2020 年 2 月	805.20	-33.49
2019 年 3 月	2028.40	2020 年 3 月	1389.40	-31.50
2019 年 4 月	2712.60	2020 年 4 月	2001.80	-26.20
2019 年 5 月	3448.20	2020 年 5 月	2746.10	-20.36
2019 年 6 月	4392.20	2020 年 6 月	3770.50	-14.15

资料来源: WIND 联合资信整理

在 2020 年新冠疫情之下, 家用电器行业面临的内外不确定性与波动性将有所增加, 但从中长期来看, 产业结构升级、居民收入稳定、消费多元化、国家政策对绿色、智能产业发展引导以及家电行业产品标准的升级都为其带来了新的机会点和增长点。从市场规模来看, 传统家电品类集体增速放缓, 但新品类依旧保持增长, 高端化、智能化和健康化依旧是产品升级发展的主要特征; 此外, 新冠肺炎疫情进一步加强了消费者对于健康家电的需求, 如空气净化器和新风系统, 具备杀菌消毒洗护功能的洗衣机, 侧重杀菌消毒功能的洗碗机、光波炉等家电产品, 都将迎来市场的更多关注。

三、中国家用电器行业产业链及经营模式分析

家用电器行业是重要的中游行业, 从宏观层面看, 家电行业上游承载大宗原材料电机、面板、集成电路等零部件制造业, 其下游主要为互联网销售平台企业和线下商业平台。家电行业发行人在经营上主要采取专营中间产品、终端产品拼装加工和终端产品全产业链制造等业务模式, 其产业链完整程度在一定程度上影响其议价能力和盈利能力。

(1) 行业上游

原材料成本是家电行业生产成本的主要构成, 其中小家电、白电原材料主要以铜、钢、塑料等为主, 黑电(以液晶电视为例)主要以面板为主。2019 年, 中国家电行业主要原材料价格均呈下降趋势, 一定程度上降低了成本端的压力; 但激烈的行业竞争使得终端产品销售价格存在下行压力, 如原材料(面板)价格的降幅小于彩电整机价格的降幅, 彩电厂商的盈利状况将更加严峻。

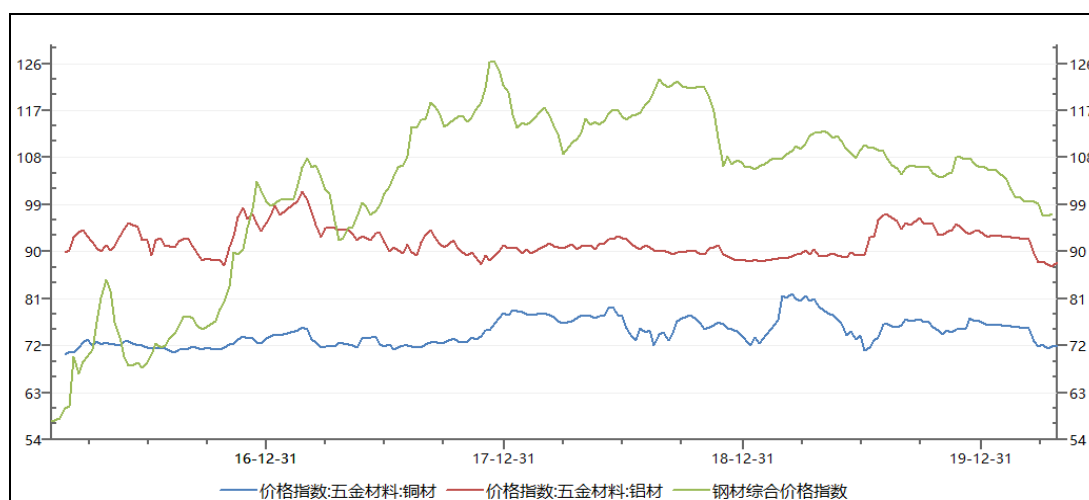
原材料费用是家电生产成本的主要组成部分, 家电行业上游原材料主要是铜、钢、塑料等, 原材料成本占比均超过 50%。黑电方面, 上游基础材料(以液晶电视为例)包括液晶面板、液晶材料、偏光片、背光源等, 其中液晶面板占彩电制造成本 60%至 70%。

白电原材料中铜、铝、钢板、与石油相关塑料颗粒、发泡料等大宗原材料占有较大比重。其中，冰箱成本中压缩机和塑料占比最大（约为 25%、20%）；洗衣机中钢材占比最大（约为 35%）；空调中压缩机和铜材占比最大（约为 30%、20%），而压缩机的主要原材料为铜和钢材；小家电方面，钢材占比最大（约为 65%）。

液晶面板价格方面，2019 年，在大尺寸面板厂商持续投产带来的供需不平衡下，面板价格经历了一轮大幅下降。55 寸面板价格从 2019 年 1 月的 142 美金降至 8 月下旬的 109 美金，43 寸面板价格从 2019 年 1 月的 82 美金降至 8 月下旬的 73 美金，32 寸面板价格从 2019 年 1 月的 41 美金降至 8 月下旬的 34 美金。电视面板价格在经历大幅降价后，超过一半的尺寸已跌破现金成本。以最具代表性的 32 寸面板为例，根据 Wits View 的研究，2019 年 1 月，32 寸面板现金成本约为 40 美元，销售价格却仅为 41 亿美元。进入 2019 年 4 季度，韩国和台湾地区面板厂商做出产能调整，关闭部分产线，调整稼动率，大尺寸面板价格才得以小幅回升。液晶面板价格的持续下跌将导致彩电产品终端价格的降价，且家电行业竞争激烈，如面板价格的降幅小于彩电整机价格的降幅，会让更多彩电厂商的盈利状况更加严峻。

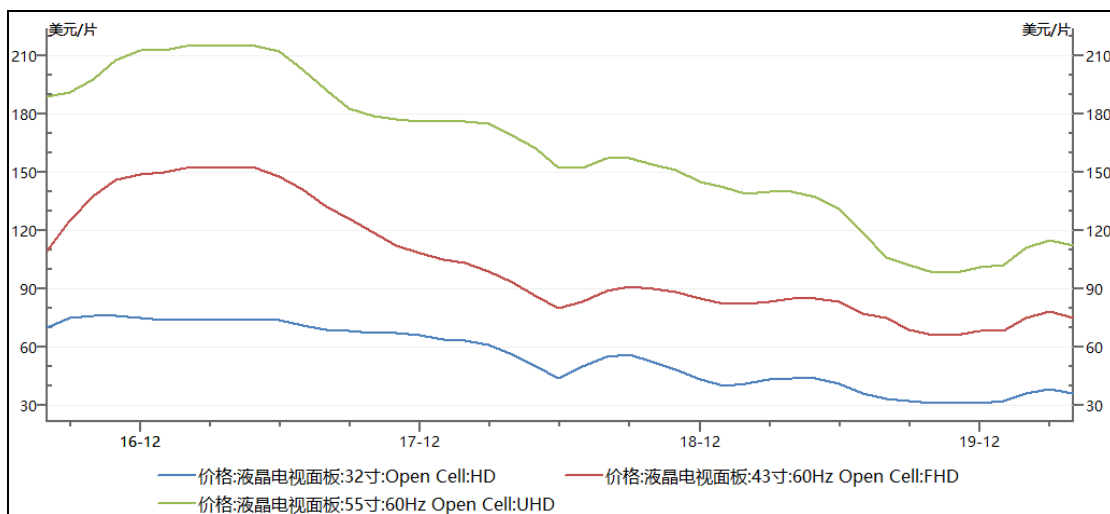
2016—2018 年，家电制造业生产所需的冷轧板、硅钢、不锈钢、铜等原材料价格均处于高位，产品包装费用及物流成本也呈现上涨态势。2019 年以来，去产能及环保限产政策对钢铁、有色金属供应形成的影响正逐步减弱，以及房地产投资增速的回落、汽车产业的低景气度运行，使得市场需求量下降，钢材、铝材、铜材全年价格呈现前高后低走势。家电制造业市场竞争充分，平均净利润率低，原材料价格和运输成本波动对整个行业利润水平影响明显。

图 4 近年来铜、铝、钢材价格指数波动情况（单位：点）



资料来源：WIND 联合资信整理

图 5 近年来液晶面板价格走势（单位：美元/片）



资料来源：WIND 联合资信整理

产业布局方面，长三角、环渤海湾和珠三角地区是家电行业的主产区，约占据了国内空调产能的 85%、冰箱产能的 70%、洗衣机产能的 75%。随着中西部地区城市化进程加快和配套设施的完善，家电产业已经开始向中西部地区梯次发展以降低人工成本，中西部承接部分东部产业转移成为近年来产业布局调整的热点。

（2）行业下游

我国家电进入了线上线下市场同时推进的阶段，近年来，线上市场不断分流线下规模；苏宁以 22.8% 的市场份额领跑全渠道，并在线下市场占据绝对优势；线上渠道京东市场份额第一，其次是苏宁、天猫。目前我国的家电消费已经进入了更新换代期，高端产品市场份额不断提升。

近年来，我国家电市场整体面临的压力较大。一方面，居民购买需求以更新换代需求为主，且释放缓慢；另一方面，受政策空窗、经济放缓、房地产遇冷等外部因素影响，家电市场规模增长失速。根据国家家用电器工业信息中心数据统计，2018 年，中国家电市场规模达到 8104 亿元，同比增幅仅为 1.90%。其中，线上市场零售额为 2945 亿元，同比增长 15.30%，市场份额达到 36.30%；线下市场零售额为 5159 亿元，同比下降 4.40%，市场份额达到 63.70%。2019 年，我国家电行业线上市场零售额为 3108 亿元，同比增长 4.20%，市场份额达到 38.70%；线下市场零售额为 4924 亿元，同比下降 5.80%，市场份额达到 61.30%。

家电市场早已进入了线上线下市场同时推进的阶段，而且两者的格局在不断趋向平

衡和稳定。近年来线上市场不断分流线下市场的规模。目前，线下市场在某些方面依然具有优势，比如在高端产品销售及“以旧换新”实施过程中，线下卖场都具备线上市场所不具备的优势，因此，家电企业和流通渠道一直采取线上和线下全渠道推进的原则。从市场渠道来看，目前家电线上渠道集中度较高，苏宁、京东、天猫三家已经占据了 90% 以上的市场份额。短期来看，线上市场渠道格局不会有太大的改变。线下市场虽然受线上影响，整体规模在收缩，但仍是彩电、空调、冰洗、厨卫产品等家电销售的主流渠道。

从全渠道的销售数据来看，2019 年，得益于线上线下的协同发展，苏宁市场占有率在 22.80% 左右，全渠道第一，其次，京东（14.40%）、天猫（8.80%）、国美（5.80%）、五星电器（1.20%）分别位列二至五名。线上零售方面，2019 年，京东、苏宁、天猫瓜分了 90.80% 的市场份额。其中，京东份额占 37.30%，苏宁占 30.60%，天猫占 22.90%。分产品看，空调、冰箱、洗衣机、厨卫以及生活家电这些重点品类均出现了不同程度的增长，其中生活家电增速相对较高，达 7.70%，彩电销售较上年下降了 5.80%。线下零售方面，苏宁占 17.90%，国美占 8.50%，五星电器占 2.00%。分品类来看，彩电、空调、冰箱等重点品类的市场规模均出现了萎缩，其中彩电市场规模下降幅度最大，达 13.30%。

我国的家电消费已经进入了更新换代期，高端化、智能化和健康化是产品升级的特点。根据 2019 年中国家电行业年度报告显示，市场均价 10000 元以上的彩电和冰箱、12000 元以上的柜式空调、6000 元以上的洗衣机、6000 元以上的吸油烟机、2000 元以上的吹风机，市场零售额份额进一步扩大。高端产品价格份额不断增长，反映了消费者对高品质家电需求的增长。

（3）行业竞争

彩电行业市场集中度较高，前十大品牌市场集中度超过 70%，但由于国内产品同质化现象普遍，彩电整机厂商利润水平偏低；冰箱行业国内品牌具备明显竞争优势，前十大品牌市场集中度高达 80% 以上，但中高端市场仍被外资占领；空调行业前七大品牌市场集中度达 81% 以上，且以格力、美的、海尔构成的第一集团品牌对其他品牌挤压明显。

彩电行业，我国是彩电生产大国，彩电的产量约占全球总产量的 70%，国内彩电市场已形成了品牌集中度较高的竞争格局，国产品牌主要有海信、创维、小米、康佳、长虹和 TCL 等，而外资品牌主要包括三星、索尼、夏普、松下、东芝、飞利浦等。近年来，以小米为代表的互联网创业品牌快速发展，通过智能电视、互联网电视的推广，快速占

领市场。2018 年，小米电视出货量 840 万台，在国内排名第三。2019 年，小米电视出货量 1021 万台，位居行业第一，其次为海信 692 万台、创维 671 万台、TCL489 万台和长虹 386 万台。我国前十大品牌的市场占有率已超过 70%，国内品牌在市场份额上占有绝对优势。但国内产品同质化现象的普遍，市场竞争极为激烈，彩电整机生产企业的盈利水平普遍偏低，加之全国性专业家电连锁超市的迅速扩张，以其自身渠道优势进一步压低了彩电的整机价格，也进一步挤压了彩电整机生产企业的利润空间。

冰箱行业，品牌集中度较高，以零售量计算，冰箱行业前十品牌集中度高达 80%以上，国内品牌在竞争中具有明显优势，海尔长期市场占有率第一，份额保持在 23%以上，此外美菱、美的、容声、海信等也凭借不同策略取得市场份额的提升。西门子是唯一有实力与国内品牌对抗的外资品牌。尽管国内品牌在整体冰箱市场占据着明显的优势，但在中高端市场仍然是国外品牌占据领先地位。2019 年冰箱行业前三大品牌仍然由海尔、美的、海信占据。其中，海尔市场占有率 31.80%，美市场占有率 14.10%，海信市场占有率 11.20%。

空调行业，马太效应继续在国内空调行业中发挥效应，品牌集中度保持较高水平。2019 年，格力、美的、海尔、TCL、海信、长虹、志高成为空调销量的前七大品牌，但国内家用空调龙头集中度略有下降，CR7 从 2018 年的 82.18%下降至 81.93%，格力家用空调总销量占比从 2018 年的 32.53%下降至 30.87%，美的家用空调总销量占比得到明显提升，从 2018 年的 24.16%增长至 28.22%。由格力、美的、海尔构成的第一集团品牌对市场控制能力强，与第二集团品牌的市场占有率差距在逐步拉大，对其他品牌挤压明显。

（4）经营模式

按照产业链完整程度，中国家用电器行业内企业主要存在中间产品（零配件）生产、终端产品拼装和终端产品全产业链制造三种经营模式。从信用风险和企业竞争力的角度看，拥有终端产品加工全产业链的企业能够在产业链上转移平滑风险，拥有相对较好的盈利能力和较小的周期波动，信用风险最低，竞争力最强。目前，行业内企业进行上下游产业链拓展成为了行业趋势，家用电器行业龙头主要为全产业链类型。

表 3 家用电器行业主要经营模式

	中间产品生产	终端产品拼装	终端产品全产业链制造
主要内容	企业主要生产压缩机、电控、磁控管等核心部件	企业主要负责家电产品来料拼装，核心配件自主生产能力一般或较低	具有较为完整的家电产品及核心零部件生产能力
风险转嫁能力	弱	中	高
盈利能力	较弱	中或弱	较高
代表企业	华意压缩、精奇机械	四川长虹、深康佳	美的集团、珠海格力、海尔智家

四、中国家用电器企业信用状况

（1）行业态势

我国家用电器行业发债主体的性质多为地方国有企业和民营企业，级别均在 A+~AAA 之间。

我国家用电器企业最新信用水平情况如下表所示。从级别分布来看，家用电器企业 AA 级及以上企业居多，其中 AA 企业 5 家，分别为奥佳华智能健康科技集团股份有限公司（以下简称“奥佳华集团”）、创维数字股份有限公司（以下简称“创维股份”）、四川长虹电子控股集团有限公司（以下简称“四川长虹集团”）、康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）和广州万宝集团有限公司（以下简称“广州万宝”）；AA+企业 3 家，分别为奥克斯集团有限公司（以下简称“奥克斯集团”）、上海海立（集团）股份有限公司和四川长虹电器股份有限公司；AAA 企业 4 家，分别为珠海格力集团有限公司、珠海格力电器股份有限公司、美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）和海尔智家股份有限公司（以下简称“海尔智家”）。从发债主体性质上看，中央国有企业 1 家；地方国有企业 5 家；民营企业 6 家；公众企业 2 家；集体企业 1 家。

表 4 国内企业信用水平情况

发行人名称	企业性质	主体级别	评级展望	2019 年以来是否发生过级别迁移
杭州星帅尔电器股份有限公司	民营企业	A+	稳定	否
星星集团有限公司	民营企业	AA-	稳定	否
奇精机械股份有限公司	民营企业	AA-	稳定	否
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	民营企业	AA	稳定	否
创维数字股份有限公司	公众企业	AA	稳定	否
四川长虹电子控股集团有限公司	地方国有企业	AA	稳定	否
康佳集团股份有限公司	中央国有企业	AA	稳定	否
广州万宝集团有限公司	地方国有企业	AA	稳定	否
奥克斯集团有限公司	民营企业	AA+	稳定	否
上海海立(集团)股份有限公司	地方国有企业	AA+	稳定	否

四川长虹电器股份有限公司	地方国有企业	AA+	稳定	否
珠海格力集团有限公司	地方国有企业	AAA	稳定	否
珠海格力电器股份有限公司	公众企业	AAA	稳定	否
美的集团股份有限公司	民营企业	AAA	稳定	否
海尔智家股份有限公司	集体企业	AAA	稳定	否

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）行业杠杆与偿债能力

发行人流动性储备适宜，短期偿债能力较强，但部分高级别发行人融资规模增长，债务负担有所上升，对整体行业指标存在一定的影响，但中低级别发行人长期偿债能力仍较强。

截至 2019 年底，已披露相应数据的 15 家发行人全部债务同比增幅均值为 1.73%，其中，10 家发行人有息债务规模有所上升，增幅均值为 22.76%。同期，15 家发行人资产负债率均值为 57.35%，同比减少 3.63 个百分点，其中，资产负债率超过 70%的发行人合计 4 家。

截至 2019 年底，以 15 家发行人为样本，其现金类资产¹/短期债务均值为 44.88 倍，其中，4 家企业现金类资产/短期债务的比值在 2 倍以上，7 家企业该比值小于 1。截至 2019 年底，样本企业速动比率均值为 116.65%，同比增加 3.23 个百分点²。整体流动性储备良好，短期债务覆盖能力较强。截至 2020 年年 9 月底，15 家发行人速动比率均值为 128.02%³，较上年底有所增长。总体看，样本企业流动性较好，短期偿债能力较强。

2019 年，15 家发行人 EBITDA 利息倍数⁴均值为 8.39 倍，较 2018 年的 10.21 倍有所下降。主要系部分高级别发行人融资规模增长，债务负担有所上升，对整体行业指标存在一定的影响，但中低级别发行人长期偿债能力仍较强。

（3）发行、偿还及存续债券情况

发行人 2020 年以来发行债券较集中，且以 AAA 级别发行人发行的短期信用债券为主，2021—2022 年面临一定集中兑付风险，需关注其集中兑付压力及再融资能力变化。

截至 2020 年 9 月底，家用电器行业存续信用债券合计 23 支（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），存续债券合计 240.50 亿元。其中，2019 年发行信用债券 16 支，

¹ 现金类资产中受限部分未剔除。

² 珠海格力集团有限公司速动比率样本偏高，未计入均值计算。

³ 星星集团有限公司未披露相应数据，未计入均值计算。

⁴ 杭州星帅尔电器股份有限公司未披露相应数据，未计入均值计算。

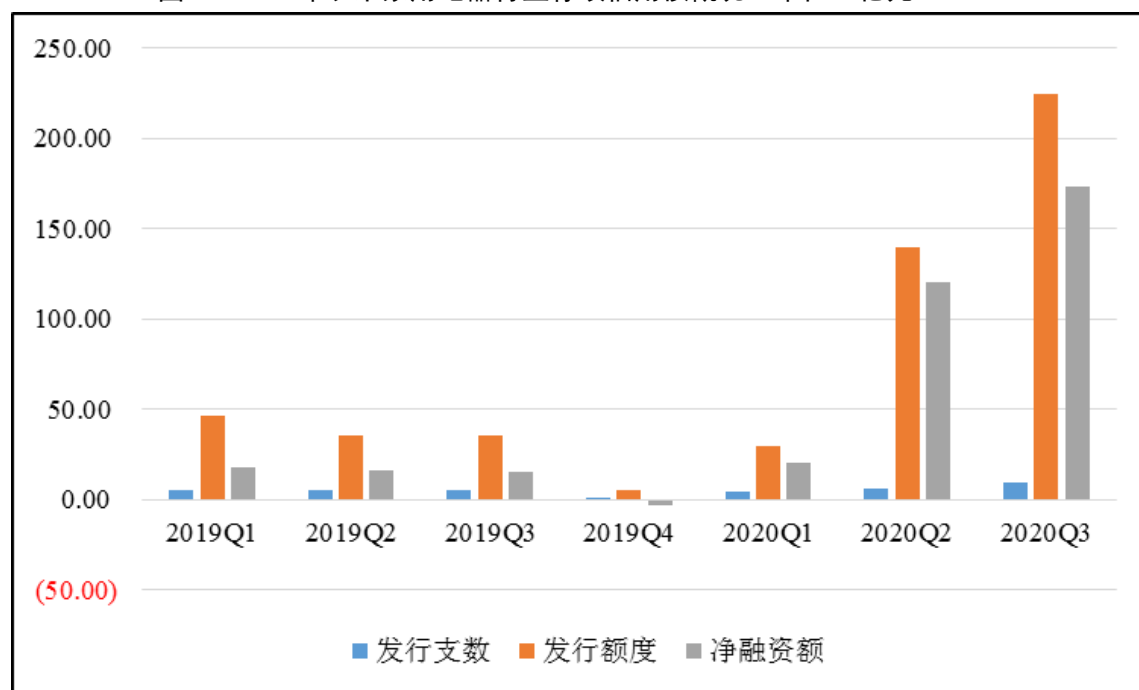
发行规模 121.40 亿元，其中已兑付 6 支，合计金额 39 亿元；2020 年 1—9 月，行业共发行信用债 19 支，发行规模 394.80 亿元，其中已兑付 10 支，合计 255 亿元。

表 5 2019 年以来家用电器行业存续信用债概况（单位：支、亿元、%）

指标	2019 年				2020 年		
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度
发行支数	5	5	5	1	4	6	9
发行额度	46.00	35.40	35.00	5.00	29.80	140.00	225.00
净融资额	17.50	15.85	15.35	-3.00	19.80	120.00	173.00

资料来源：WIND 联合资信整理

图 6 2019 年以来家用电器行业存续信用债概况（单位：亿元）



资料来源：WIND 联合资信整理

截至 2020 年 12 月 3 日，中国家用电器行业存续信用债券 25 支，其中短期信用债券 8 支，中长期信用债券 17 支；债券余额合计 305.50 亿元，其中短期信用债券余额 185.00 亿元，中长期信用债券余额 120.50 亿元。从相应的发行人主体级别来看，AAA 级别发行人（美的集团和海尔智家）以发行短期信用债券为主，目前存续超短期融资券 5 支，余额共计 165.00 亿元。AA 级别发行人（奥佳华集团、创维股份、四川长虹集团、康佳集团和广州万宝）以发行中长期信用债券为主，目前存续中长期信用债券 9 支，余额共计 76.40 亿元。

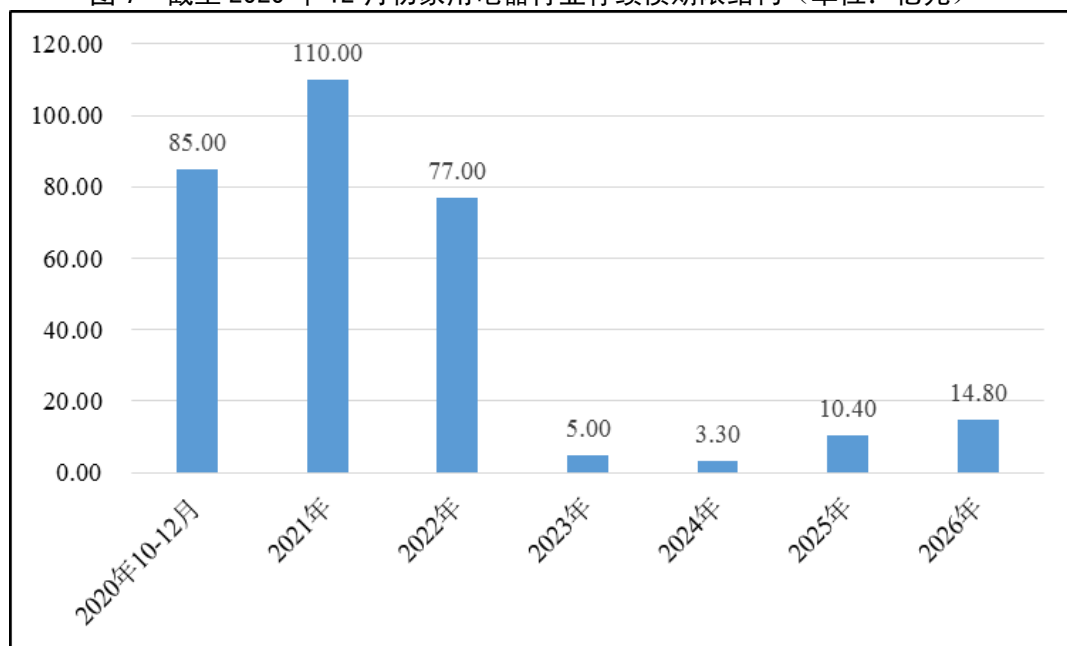
表 6 所发短期信用债券尚在存续期的发行人的主体级别分布情况（单位：家）

发行人主体级别	发行人合计	短期信用债券支数	短期信用债券余额	中长期信用债券支数	中长期信用债券余额
A+	1	--	--	1	2.80
AA-	2	--	--	1	3.30
AA	5	2	10.00	9	76.40
AA+	2	1	10.00	4	20.00
AAA	3	5	165.00	2	18.00
合计	13	8	185.00	17	120.50

资料来源：WIND 联合资信整理

家用电器行业存续债券期限结构方面，考虑到 2020 年下半年 AAA 级别发行人短期信用债券发行较多，且规模较大，行业内存续债券期限分布较为集中，2020 年四季度—2021 年债券偿付压力较大。其中，将于 2021 年到期的债券余额合计 110.00 亿元，到期金额大于等于 25.00 亿元的发行人分别为美的集团（30.00 亿元）和海尔智家（55.00 亿元）；将于 2022 年到期的债券余额合计 77.00 亿元，其中，康佳集团将到期 50.00 亿元（6 期公司债券）。

图 7 截至 2020 年 12 月初家用电器行业存续债期限结构（单位：亿元）



资料来源：WIND 联合资信整理

（4）家用电器行业在核心经营性营运资本分析中的应用探索

经营性营运资本⁵反映了一个企业与经营相关的营运资本对其整体资金的占用情况，分析

⁵ 经营性营运资本=经营性流动资产-经营性流动负债=（应收票据+应收账款+应收款项融资+预付款项+存货+合同资产）-（应付票据+应付账款）

企业资产周转效率的变化，有助于评估企业上下游议价能力的变化。通常情况下，供应链中处于较为强势地位的企业核心经营性营运资本相对公司资产总额或所有者权益较小、或为负值，且营运资本对营业收入不敏感，既弹性系数小于 1 或为负值；供应链中处于较为劣势地位的企业则相反，且净经营资产增速大于营业收入增速，在不能获得持续外部融资的情况，持续的收入规模扩张可能造成现金流过度紧张。

截至 2019 年底，以 15 家已披露了 2019 年年报数据的发行人为样本，样本企业营运资本余额均值为-21.55 亿元，行业营运资本增量均值为-20.40 亿元，样本企业的资产周转表现优于行业平均水平。其中，截至 2019 年，AAA 级别的样本企业平均营运资本余额为-148.78 亿元，较上年底营运资本增量均值为-62.11 亿元；AA+及以下级别的样本企业营运资本均值及增量均值分别为 24.72 亿元和-5.23 亿元；不同级别样本企业的表现呈现进一步的分化，且在行业景气度波动的周期里，头部企业的话语权更加显著性趋于强化。

由于营运资本的大小与企业规模相关，用该指标做横向对比存在一定限制，此处采用“营运资本/所有者权益”的相对值指标进行行业内的横向对比：截至 2019 年底，AAA 级别企业“营运资本/所有者权益均值”为-15.81，中位值为-15.46；而 AA+及以下级别的样本企业“营运资本/所有者权益均值”为 31.11，中位值为 28.90。高级别的行业头部企业的业务运营质量明显更优，上下游合作伙伴对其订单的依赖度更高、愿意让渡部分流动性以获取更多业务（合作伙伴也会凭借更多业务获得银行授信支持），导致在增速为负的 2019 年，头部企业营运资本增量仍为大额负值，营运资金周转能力始终处于行业内高水平，体现出强的抵御周期能力。

表 7 发行人营运资本情况（单位：亿元）

项目	WC 均值	AAA 级别发行人 WC 均值	AAA 级别发行人 WC/OE 均值	AA+及以下级别发行人 WC 均值	AA+及以下级别发行人 WC/OE 均值
2018 年	-1.15	-86.67	--	29.95	--
2019 年	-21.55	-148.78	-15.81	24.72	31.11

注：营运资本简称“Working Capital”；所有者权益简称“Owner’s Equity”

资料来源：WIND 联合资信整理

（5）家用电器行业在三因素分析中的应用探索

传统杜邦分析法的基本思想是将企业净资产收益率分解为销售净利率、总资产周转率和

权益乘数的乘积，从而有助于深入分析比较企业经营业绩。其中，销售净利率、总资产周转和权益乘数分别用于反映企业的营业收入获利能力、资产周转效率和财务杠杆⁶。

三因素分析法即在传统杜邦分析法的基础上进行差分运算，具体得出销售净利率、总资产周转率和权益乘数等三个因素的变动对企业净资产收益率的独立影响的一种方法。

截至 2019 年底，以 15 家发行人为样本，AAA 级别发行人的净资产收益率（以下简称“ROE”）均值（39.29%）显著高于 AA+及以下级别发行人的 ROE 均值（7.34%），具体来看：

销售净利率方面，AAA 级别发行人推出新产品在规模效应驱动下销售净利率会持续改善，而 AA+及以下级别发行人由于推出新产品所需要投入的研发、销售等期间费用对净利润侵蚀显著，导致其销售净利率处于相对较低水平。

营运效率方面，2018 年和 2019 年，AA+及以下级别发行人总资产收益率均值保持相对稳定趋势，而 AAA 级别发行人由于 2019 年以来加强了上下游渠道建设，供应链响应效率进一步提高（由“核心经营性营运资本在家用电器行业中的应用探索”中得出结论，2019 年以来，AAA 级别发行人在供应链中话语权更加显著性趋于强化），整体营运效率增强。

表 8 发行人净资产收益率构成相关情况（单位：亿元、次）

项目	2018 年		2019 年	
	AA+及以下级别发行人均值	AAA 级别发行人均值	AA+及以下级别发行人均值	AAA 级别发行人均值
销售净利率	4.13	9.91	5.94	12.57
总资产周转	0.95	0.92	0.94	1.44
权益乘数	2.80	2.80	2.77	2.39

资料来源：WIND 联合资信整理

五、行业展望观点

中国家用电器行业与政策刺激以及房地产行业的发展相伴并行。近年来，随着房地产市场的回落，家电行业结束了高速增长态势，开始走向以更新需求为主的发展阶段，行业销量整体保持稳定，2019 年下半年爆发的新冠疫情对家电行业亦造成了较大冲击，在需求更替与技术迭代双重驱动下，产品向健康、节能、智慧化方向持续升级。

行业方面，自 2017 年中国家用电器行业进入下行周期以来，至今已持续 11 个季度，家用电器行业在 2020 年三季度以来，伴随地产竣工复苏，加之海外疫情加剧导致全球供应链紧

⁶依据传统杜邦分析体系，企业的净资产收益率可以表示为等式 $ROE = (NI/Sales)(Sales/Assets)(Assets/Equities)$ 。其中，NI 为净利润，Sales 为营业总收入，Assets 为总资产，Equities 为所有者权益

张，海外订单回流，预计在 2021 年中国家用电器行业有望迎来温和增长。

政策方面，2019 年 6 月政府出台《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》，提出鼓励消费者更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱、洗衣机、空调、电视机、燃气热水器、电热水器、吸油烟机等家电产品，有条件的地方对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持；以及 2020 年 3 月政府出台的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出各地区结合实际制定奖励与强制相结合的消费更新换代政策，鼓励企业开展以旧换新等。相关政策距离上一轮“家电下乡”“以旧换新”“节能惠民”等政策的提出已有约 10 年，这也是家电产品自然替换周期，受益于本轮政策性刺激加之家电产品周期性更新影响，中国家用电器行业有望在 2020—2022 年迎来显著更新需求。

中国家用电器行业集中度高，头部企业规模化效益显著。2019 年底以来，行业景气度的波动亦加大了存续债发行人在营运资本压力和利润水平上的差异；同时，行业整体融资规模增长，主要集中在高级别发行人中，且以短期信用债券为主，发行人在巩固其营运资金周转能力的同时，亦需关注其集中兑付压力及再融资能力的变化情况。

未来，随着房地产后周期类家电产品需求的回暖、整体行业政策刺激和新冠疫情带来的海外订单回流等因素的共振影响，中国家用电器行业整体展望稳定。