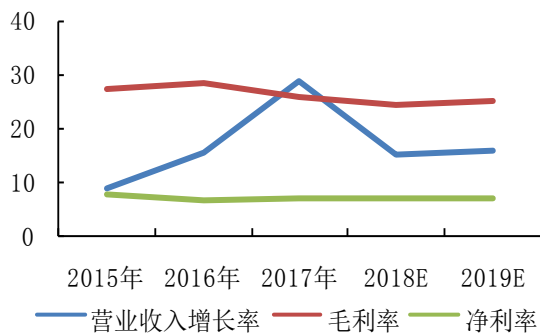




家电行业 2019 年信用风险展望

规模化增速放缓 智能化转型加速

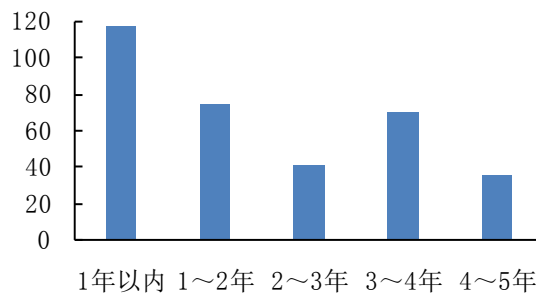
行业营业收入增速、毛利率及净利率走势图 (单位: %)



供需情况: 行业需求拉动增速减缓, 黑电出货量同比增长率超过白电, 国内家电市场发展良好, 内销贡献度较高, 出口整体有所增长。

行业政策: 家电新政促进其产品向个性化、智能化方向发展, 行业技术更新迭代, 企业将从规模化、标准化向个性化、智慧化转型; 同时, 规范家电行业环保标准及对部分原材料选取的标准, 也将促进家电行业健康可持续发展。

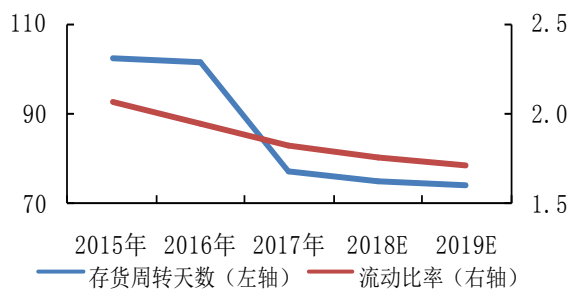
截至 2018 年末行业存续债券期限结构 (单位: 亿元)



盈利能力: 2018 年前三季度, 家电行业总体业绩持续增加, 盈利较好, 但受原材料价格波动, 贸易环境恶化, 环保政策趋严, 智能化发展的需求等因素影响, 竞争更加激烈, 行业运营压力有所增加, 毛利率小幅下降。预计 2019 年国内家电市场仍将平稳发展, 贸易战影响有限。

债券市场: 2018 年以来, 家电行业债券发行数量及规模均同比升高, 债券利差逐渐走阔; 新发行债券类型以超短期融资券为主, 短期应付债券比例较高, 2019 年有一定偿付压力。

行业流动性走势图 (单位: 亿元, %)



信用质量: 家电行业整体偿付能力仍保持较高水平, 行业负债规模可控。预计 2019 年业内分化逐渐明显, 龙头企业信用水平将保持稳定, 但个别企业仍具有一定信用风险。

作者

大公家电行业小组

负责人: 弓艳华

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

概要

2018 年以来，国家多部委联合发布多则与家电行业相关的政策及实施意见，主要从个性化和智能化方向促进企业转型，另外规范行业环保标准及选材标准，将促进行业长效发展。2018 年以来，拉动家电行业消费的固定资产投资包含房地产投资完成额均同比增加，但增速减缓；人均购买力同比升高，促进家电行业整体收入和利润增加。2018 年前三季度，白电和黑电中，仅冰箱出货量和库存双双下探，其他均表现为不同程度的上升；但同时受贸易环境恶化，环保政策趋严，智能化发展的需求等因素影响，行业竞争更加激烈，运营压力有所增加，毛利率出现小幅下降。预计 2019 年，随着社会经济景气度逐渐回暖，上游需求虽然增速有些放缓但增长态势未改，下游购买力增长共同带动家电市场发展，家电产品的产销量将继续扩大。

2018 年家电行业债券数量和规模均有增加，利率走阔，信用质量分化逐渐加深；预计 2019 年全行业存在一定短期债务压力，其中龙头企业债务融资结构优于业内其他企业，债务压力适中，其信用质量将保持稳定，其他企业可能由于盈利弱化、产品转型速度慢、竞争实力较弱的情况，存在一定信用风险。

预计2019年固定资产投资需求将继续上升，居民购买力也将继续增加，国内家电市场将平稳发展，内销贡献度较高，中美贸易战对行业出口的冲击程度有限。

家电行业是制造和销售生活资料的基础行业之一，与人们日常生活密切相关，主要受房地产等固定资产投资需求拉动，同时受人们消费资料的充裕程度和偏好所影响。我国是家电产品制造大国，中国制造家电产品数量占全球总量早已超过 50%。家电行业主要产品包括冰箱、洗衣机、空调等白电产品，电视、显示器、音响等黑电产品，及电磁炉、料理机、烧水壶、抽油烟机、净化器等小家电和厨电产品。国内家电行业生产基地主要分布在广东省、山东省、江苏省和安徽省等地。

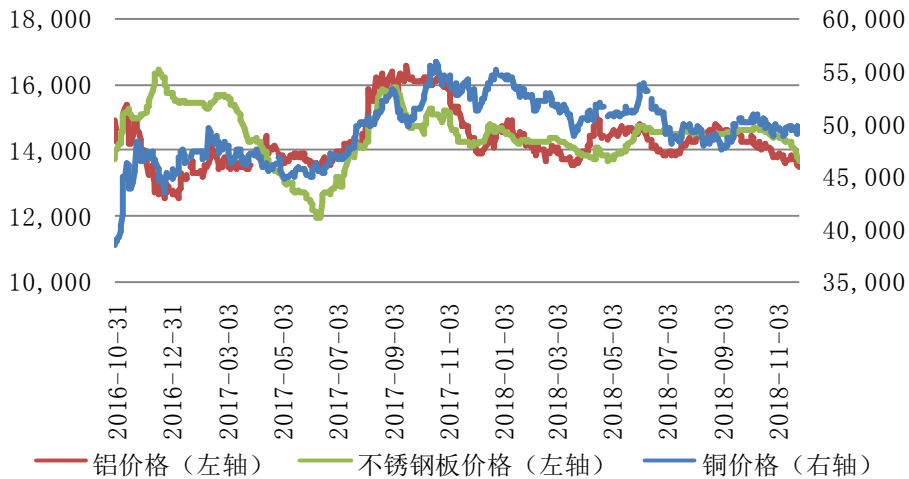
从固定资产投资这一主要需求拉动方来看，2018 年 1~10 月，全国固定资产投资完成 609,267 亿元，同比增长 5.9%，但与上年同期相比，增速放缓 1.3 个百分点；其中房地产开发固定资产投资完成 110,083 亿元，同比增长 9.7%，同 2017 年同期相比，增速上升 2.2 个百分点。2018 年以来，房地产投资占全国固定资产投资总额比重为 18.1%，贡献率小幅上升。预计 2019 年全国及房地产开发固定资产投资需求将继续升高。

从人均购买力来看，2018 年前三季度，全国居民人均可支配收入与上年同期相比，实际增长 6.6%(扣除价格因素)，增速下降。其中，城镇居民人均可支配收入实际增长 5.7%；农村居民人均可支配收入实际增长 6.8%。全国居民消费价格指数 (CPI) 方面，2018 年以来全国 CPI 指数同比增长 2.1 个百分点。预计 2019 年全国居民购买力将继续升高。

从生产方面来看，2018 年 1~10 月，家用空调、冰箱和洗衣机产量分别为 12,875 万台、6,251 万台和 5,266 万台，同比变化率分别为+4.59%、-1.96%和+1.55%。2018 年以来家用空调和洗衣机产量均有所增加；受内销需求疲弱影响，冰箱在 2018 年初其产量同比缩减约 10 个百分点，缩减速度逐月减缓，2018 年末随着压缩机投放量增大，预计 2019 年冰箱产能将有所回暖。从生产成本控制来看，2018

年以来家电行业原材料铜、铝、不锈钢板等价格呈波动下降趋势，但由于近两年原材料价格的历史低位在 2017 年中旬，如图 2018 年原材料价格基本均高于去年同期。未来一年随着有色金属供给的扩大，其价格有望维持在较低位波动，将对家电行业的成本控制压力较小。

图 1 2016 年 11 月以来家电行业主要原材料价格走势图（单位：元/吨）



数据来源：WIND，大公整理

从市场表现看，2018 年 1~10 月，白电出货量同比增长 2.75%，其中空调、洗衣机分别同比增长 5.55%、2.53%，冰箱累计出货量较去年同期下降 1.57%；黑电出货量同比增长率超过白电，为 6.58%，其中 NB LCD、显示器 LCD 和 TV LCD 出货量分别同比增长 2.91%、6.74% 和 10.35%。同期，受益于白电销售量整体增加，其整体库存量下降 2.42%，其中冰箱和洗衣机库存同比分别下降 5.60% 和 3.17%，仅空调库存上涨 11.14%。进入 2018 年以来，冰箱市场一直处于下滑态势，导致冰箱出货、库存双双下探，9 月开始，冰箱出货量实现年内首次回升，这主要受益于家电龙头企业促进冰箱产品智能化发展，提升产品内在品质，推动市场需求所致。

从行业销售结构看，仍以内销为主。2018 年 1~10 月，家用空调出口占比为 38.20%，占比有上扬趋势；冰箱出口占比 42.24%，其贡献度同比上升 1.81 个百分点；洗衣机出口占比为 30.77%，占比略微下降 0.23 个百分点，内销贡献度升高。目前中国国内家电市场发展良好，消费升级带动了行业稳健发展，中国家电已经形成以内销为

主、外销为辅的格局。

2019年，伴随社会经济景气度逐渐回暖，固定资产投资需求仍将持续增长态势，连同居民购买力增长，将共同带动家电市场的发展，预计2019年家电产品的产销量将继续扩大，与此同时，国内不少家电龙头企业均在海外进行了投资布局，通过产能扩张、产能转换、产品结构升级等办法降低贸易摩擦的影响，预计中美贸易战对家电产品出口总体影响较为有限。

家电新政促进其产品向个性化、智能化方向发展，行业技术更新迭代，企业也将从规模化、标准化向个性化、智慧化转型；同时，规范家电行业环保标准及对部分原材料选取的标准，将促进家电行业健康可持续发展

2018年以来，多部委出台多个与家电产品有关的政策，规范和促进行业可持续发展，产品也向个性化、智能化方向发展。2018年5月25日，工业和信息化部（简称“工信部”）印发《关于印发2018年消费品工业“三品”专项行动重点工作安排的通知》，提出增进消费品包括家电产品的品种、提升品质的战略方针。9月27日，在《工业和信息化部关于公布2018年智能制造试点示范项目名单的通告》中，将青岛海尔（胶州）空调器有限公司列为家用电器大规模个性化定制试点示范单位、将莱克电器股份有限公司列为家用电器高速电机智能制造试点示范单位、将华意压缩机股份有限公司列为家用电器高效变频压缩机智能制造试点示范单位。10月18日，生态环境部发布关于禁止生产以一氟二氯乙烷（HCFC-141b）为发泡剂的冰箱冷柜产品、冷藏集装箱产品、电热水器产品的公告，规范家电行业部分产品原材料的应用。10月24日，工信部发布《“能效之星”产品目录（2018）》，专门针对多种家电产品的技术规范及能效标准的实际测量值进行比对。11月5日，工信部印发《工业通信业标准化服务于“一带一路”建设的实施意见》，其对智慧城市建设和更新网络互联互通提出了新的要求和指导意见，它的落地伴随着对显示设备及整体服务

方案更高标准的需要，促进黑电产品技术迭代，长远来看推动家电行业可持续发展。11月20日，国家财政部、发展改革委员会及工信部等多部委联合公告《跨境电子商务零售进口商品清单（2018年版）》，本清单是为促进跨境电子商务零售进口的健康发展设置，其中涉及滚筒式洗衣机等白电，平板电脑、音响等黑电，以及家用净化装置、料理机、咖啡机、热水器等小型家用电动器具。短期内家电产品进口贸易可能增加，刺激国内家电市场，尤其是对于技术力量比较薄弱，垄断份额不足，竞争激烈的小家电形成销售压力，从长期看，促进市场竞争因素，培育满足中高端消费市场的产品，有利于从内在提升国内家电企业的综合竞争实力。

综合来看，国家多部委联合发布多则与家电行业相关的政策及实施意见，主要从两方面推动家电行业长远发展，第一、促进家电产品个性化、智能化方向发展，促进家电行业技术更新迭代，促进家电企业从规模化、标准化向个性化和智慧化转型；第二、规范家电行业环保标准及对部分原材料选取的标准，促进家电行业健康可持续发展。

2018年前三季度，家电行业总体业绩持续增加，盈利较好，但受贸易环境恶化，环保政策趋严，行业竞争激烈等因素影响，行业运营压力增加，业内企业业绩增速放缓，总体毛利率有所下降

2018年前三季度，家电行业营业收入和利润总额分别为9835.85亿元和799.26亿元，同比增长15.23%及18.31%，行业总体经营业绩持续增加，盈利较好。但2018年以来，受原材料价格波动，贸易环境恶化，环保政策趋严，智能化发展需求加深等因素的影响，市场竞争更加激烈，行业运营压力有所增加，导致全行业发展速度减缓。具体表现为：2018年以来白电整体销售规模增量放缓主要受业内龙头企业增速放缓影响；黑电表现为低速增长，其中除个别龙头承袭了2017年因并购房地产业务的高速增长红利外，黑电绝大多数企业仍处于积极探索技术革新，拓展渠道的激烈竞争中；在厨电与小家电中，保健类家用按摩设备显现出高速增长态势，但其份额相对较小。2018

年以来，在行业规模增速减缓，行业分化加剧的条件下，与智能化相结合的新兴家电产品增值空间较佳，对家电行业整体业绩形成了新的支撑。

从毛利率和净利率来看，2018 年以来，家电行业毛利率整体小幅下降 0.55 个百分点，主要受原材料采购价格上涨所致；净利率整体小幅上涨 0.16 个百分点，主要受业内企业加强精细化管理，提高工作效率，促使管理费用下降，另外业内企业开源节流、优化融资结构，提高资本运营效率，降低财务费用所致。

从债务负担来看，截至 2018 年 9 月末，家电行业整体资产负债率为 62.42%，比 2017 年末略下降 0.66 个百分点。同期，家电行业流动比率较 2017 年末略有上升，短期偿债指标略有强化。

从行业内部看，受累于行业整体疲软态势，家电龙头企业业绩增速整体放缓，唯格力电器业绩增速仍保持较高水平。根据三季度业绩报告，2018年1~9月，美的集团、格力电器、青岛海尔和海信等业内龙头企业收入和资产规模均有所增加，但其增长率较去年同期相比有所下降。其中，格力电器2018年前三季度净利润增长率为37%，海信电器受累于费用增长，同期净利润同比下降36%。

表 1 2018 年 1~9 月家电龙头业绩及同比变化率 (单位: 亿元、%)

企业名称	营业收入	变化率	净利润	变化率	资产总额	变化率
美的集团	2,074	10	191	19	2,567	6
小天鹅 A	174	9	15	14	196	5
格力电器	1,501	34	212	37	2,475	12
青岛海尔	1,381	16	78	10	1,676	16
海信家电	288	9	12	-33	215	0.39

数据来源: WIND, 大公整理

2018年家电行业债券发行数量及规模均同比升高，发债企业集中在AAA级别，债券利差走阔；预计2019年全行业存在一定短期偿债压力，其中龙头企业债务融资结构优于行业其他企业，压力适中，行业信用质量分化较明显。

从债券发行来看，2018 年家电行业发债主体 9 家，共发行债券

30只¹，发行规模总计262.37亿元，发行债券数量及规模均同比升高，债券类型以超短期融资券为主，2018年新增发行债券类型为可转换公司债券；其中信用级别为AAA的主体3家分别为格力、TCL、海尔，共发行债券15只，占2018年总发行只数的50%，AA+级别主体为奥克斯集团，共发行债券5只；AA级别主体4家分别为万宝、盾安、海立、星星集团，共发行债券9只；AA-级别主体1家为奇精机械发行1只可转换债券。

从存续债券情况看，截至2018年末，家电行业存续债券51只，涉及主体18家，主体信用等级分布为：AAA级、AA+级、AA级和AA-级发债企业分别有3家、4家、7家和4家。家电债券发行总额共计379.16亿元，债券类型多以中票、超短期融资债券和一般公司债为主；其中2019年集中到期的债券余额为136.50亿元，占全部债券余额比重为36.00%，1~2年内到期的债券余额占比为13.31%，2~3年内到期的债券余额为73.19亿元，占比为19.30%，3~5年内到期的债券余额为119.03亿元，占比为31.39%，整个行业存在一定短期偿债压力。龙头家电企业中的海尔、格力和TCL尚有存续债券11只，债券余额合计155.57亿元，其中2018年新增债券9只，2019年到期债券余额合计35.50亿元，占存续债券余额的22.82%；1~3年内到期的债券余额为53.00亿元，占比为37.07%，3~5年内到期的债券余额为95.07亿元，占比为61.11%；龙头企业债券结构明显优于业内其他企业。

从行业利差来看，2018年以来，家电行业利差走阔，与轻工业、钢铁业和公共事业相比较高，与采掘业、机械设备加工业相比较低，处于行业一般水平。受智能家电技术改造需求及出口贸易压力增大影响，家电行业融资需求增加，成本升高；从结构上看，市场份额向业内龙头企业及细分龙头企业集中。

总体来说，2018年家电行业发债数量及规模均同比升高，但受金融市场整体违约风险预期升高、杠杆收缩等因素影响，发债企业主

¹ 不包含家电企业中，与家电业务无关的子公司单独出具的债务融资工具。

体信用等级集中在 AAA 级别，债券类型集中在超短期融资债；同时债券利率走阔，融资成本增加。预计 2019 年全行业存在一定短期债务压力，其中龙头企业债务融资结构优于全行业，债务压力适中。

2018 年，家电行业样本企业中存在 2 家企业信用等级调降，分别为飞乐音响和盾安集团，二者流动性风险趋紧，信用风险升高

2018 年以来，家电行业样本企业中存在 2 家企业信用等级调降，上海飞乐音响股份有限公司（简称“飞乐音响”）和盾安控股集团有限公司（简称“盾安集团”）；另外，需要关注的还有出让核心资产的星星集团有限公司（以下简称“星星集团”）及纠缠于重大诉讼、资产流动性严重受限的广东奥马电器股份有限公司（简称“奥马电器”）。

飞乐音响主体级别于 2018 年 7 月被评级机构上海新世纪资信评估投资服务有限公司由 AA 调降至 AA-，展望维持稳定，债券“16 飞乐音响 MTN001”和“16 飞乐音响 MTN002”信用级别由 AA 调降至 AA-。调降理由为：受照明业务收入下滑，PPP 项目工程回款压力增大，海外并购增加运营难度，原并购项目形成大额商誉，飞乐音响流动性明显下降，扩大的资金需求使其刚性债务增加，偿债压力逐渐增大，同时出现亏损。目前，飞乐音响 2018 年三季度报显示其净利润亏损高达 8.28 亿元，亏损金额达到 2017 年末净资产的 23.15%。12 月，飞乐音响 1.65 亿股股份，占其公司总股本 17.03%，因借贷纠纷被上海市第一中级人民法院司法冻结，资金流动性更加趋紧，信用风险升高。根据目前经营状况，预计飞乐音响 2018 全年净利润仍可能亏损，未来在建工程项目和并购项目仍存在进一步减值的可能性，进而削弱公司的盈利能力和偿债能力。

盾安集团主体级别于 2018 年 5 月被评级机构大公资信评级有限公司由 AA+调降至 AA-，展望调整为负面，债券“18 盾安 CP001”信用等级维持 A-1、“13 盾安集 MTN002”、“13 盾安集 MTN1”、“16 盾安 GN002”、“16 盾安 MTN001”、“17 盾安 MTN001”信用等级由 AA+调降至 AA-。调级理由为：受当时盾安集团自有资金紧张，融资渠道收缩，

再融资难度升高，短期债务偿付压力明显增大，偿债不确定性增加。7月，盾安集团下属子公司安徽江南化工股份有限公司 867.16 万股股份因资产保全被司法冻结。

表 2 2017 年以来家电行业发债企业的主体级别及展望调整情况

企业名称	级别调整时间	评级机构	调整前		调整后	
			级别	展望	级别	展望
飞乐音响	2018.7	新世纪	AA	稳定	AA-	稳定
盾安集团	2018.5	大公	AA+	稳定	AA-	负面

数据来源：WIND，大公整理

同时，还需要注意的是，星星集团与台州农银凤凰金桂投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“凤凰金桂”）于 2018 年 11 月 19 日签署了股权转让协议，拟将星星集团持有的浙江水晶光电科技股份有限公司（以下简称“水晶光电”）8.46%股权转让给凤凰金桂。本次转让完成后，星星集团和凤凰金桂分别持有水晶光电 11.06%和 8.46%股权。同时，转让双方同意构成一致行动人，且当其内部出现意见不一致时，以星星集团意见为准，水晶光电大股东及实际控制人不发生变化。水晶光电是星星集团利润的最主要贡献者，是其核心上市子公司，2018 年前三季度，水晶光电净利润 4.12 亿元，星星集团净利润为 5.21 亿元。虽然星星集团出让其大量股份时签订了一致行动人协议，但仍需警惕星星集团战略性决策对运营管理形成的信用风险。另外本次出让资产尚需经深圳证券交易所合规性审核确认，尚存在不确定性。

另一个需要注意的企业是奥马电器。奥马电器业务由家电和互联网金融两部分组成，其家电业务在国内冰箱 ODM 出口制造中名列前茅，资产重组后奥马电器的互联网金融业务规模迅速扩大，伴随而来的是，应收账款规模大幅增加，面临回收风险，且为满足对互联网金融业务资金的需求，奥马电器有息债务持续扩大，结构以短期为主，短期偿债风险升高。2018 年以来，奥马电器涉及重大诉讼、被质押股份触及平仓线、监管部门发出关注函；11 月，奥马电器股权被司法冻结、其子公司股权被轮候冻结；12 月，其被质押股权被用于拍卖，流动性风险加剧，面临较大信用风险。

综上所述，预计 2019 年家电行业下游需求将继续上升，原材料价格带来的成本压力有限，国内家电市场将平稳发展，海外市场将继续扩大，但同时受贸易环境和环保政策的限制及智能化对行业的发展需求加深，家电行业发展速度可能继续放缓；行业整体债务容量将继续增加，业内企业信用分化将越来越明显，未来一年家电龙头企业信用质量将保持稳定，而竞争实力较弱的企业仍将存在一定信用风险。