

# 家电投资“二元化”，结合 PB-ROE 精选个股

## ——家电行业每周观点 20181216

行业周报

### 增持（维持）

#### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

龙头单月集中度提升，均价表现分化——家电行业 11 月淘宝数据跟踪与解读  
 ..... 2018-12-09

11 月线上：整体量价趋弱，龙头份额环比提升——家电行业每周观点 20181209  
 ..... 2018-12-09

出口预期有望改善，弹坑逻辑精选优质资产——家电行业每周观点 20181202  
 ..... 2018-12-02

#### ◆引言

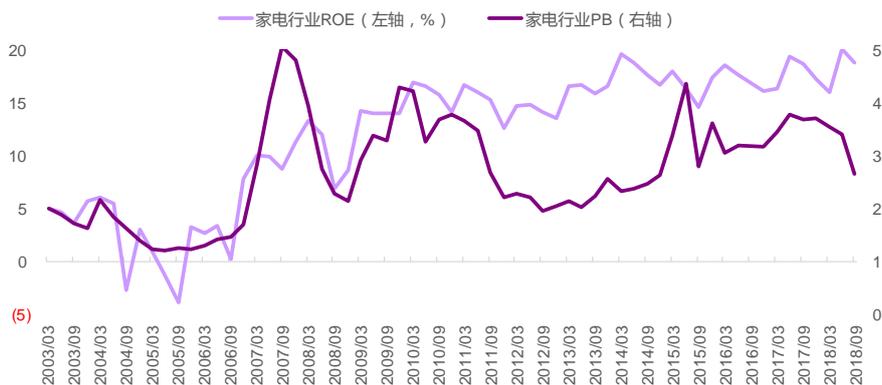
2018Q4 到 2019 年春节前，基本面进入空窗期，家电零售表现预计底部波动，但宏观政策出现边际转暖的可能，市场对家电板块的兴趣明显回升。因此我们本周结合 PB-ROE 水平，对家电板块进行了梳理，部分公司 PB 已处于历史低分位，但高 ROE 水平可持续，风险收益比已经较高。

#### ◆行业：价值创造能力较强，估值已反映悲观预期

2018 年以来，家电行业 PB 快速下行，而截至 2018 年三季度家电行业年化 ROE 依然有 18.8%，并未出现明显回落。

回顾 2003 年以来行业 PB 和 ROE 的变动，经历 2004-2005 年的行业洗牌后，家电行业整体 ROE 持续上行，2013 年后基本稳定在 15~20% 之间，当前 ROE 处于历史 95% 分位，而 PB 仅处于历史 42% 分位，接近 2014 年末水平，仅略高于 2008 年末和 2011 到 2013 年的低点。

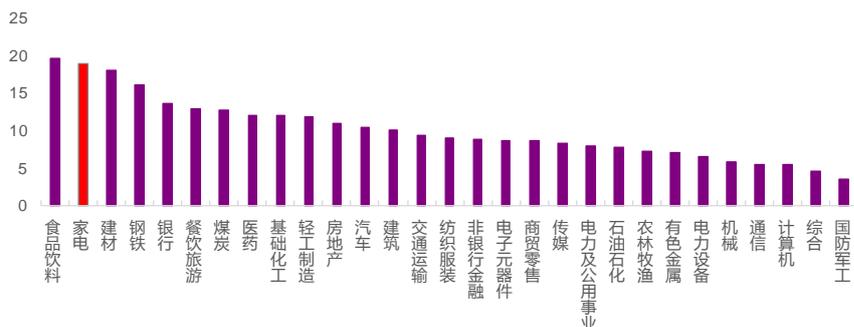
图 1：家电行业整体 ROE 处于历史高分位，但 PB 处于中偏低分位



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至 2018/09/30

行业横向比较来看，家电行业当前 ROE 处于较高水平。家电行业整体 ROE 处于市场前列，截至 2018 年三季度，家电行业年化 ROE 为 18.8%，仅次于食品饮料，排名所有行业第 2。

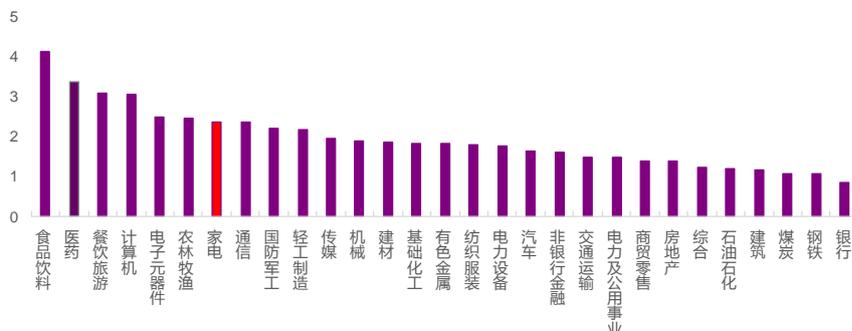
图 2：家电行业整体 ROE 处于市场前列



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：按照中信一级行业分类

家电行业整体 PB 在全市场处于较高水平，截至 2018 年 11 月 30 日，家电行业 PB 为 2.4，排名所有行业第 7，低于食品饮料、医药、餐饮旅游、计算机、电子、农林牧渔。

图 3：家电行业整体 PB 在全市场处于较高水平



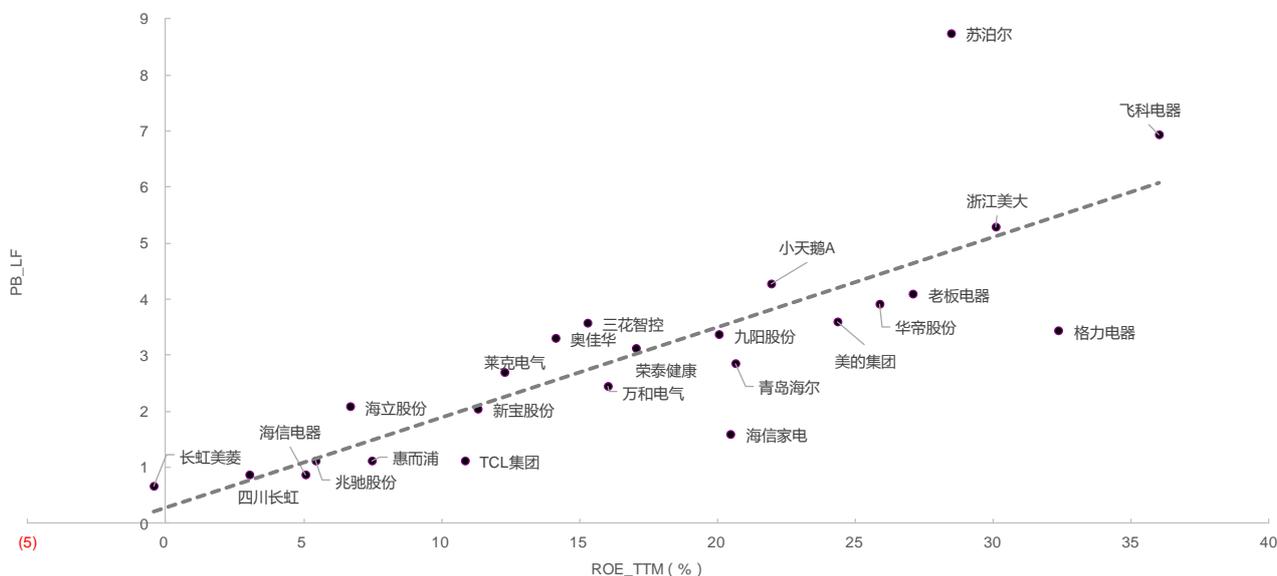
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：按照中信一级行业分类

整体来看，家电行业 ROE 处在历史最高分位，且名列各行业前列，但 PB 仅处于历史中低分位，这体现了市场对家电行业 ROE 后续趋势较为悲观的预期。

◆公司：关注高 ROE 可持续，但 PB 处于历史低分位的公司

从公司层面来看，大部分家电公司处于消费品成熟阶段，ROE 处于 10~35%之间，PB 处于 1~4 倍之间，ROE 和 PB 的匹配度较高。

图 4：多数家电公司 ROE 处于 10~35%之间，PB 处于 1~4 倍之间

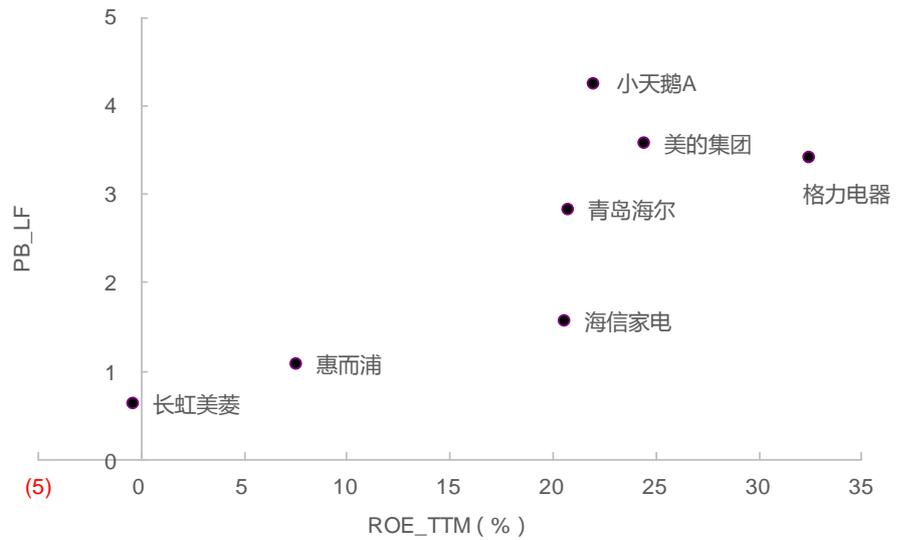


资料来源：Wind，光大证券研究所

白电：一线和二线城市公司 ROE 和 PB 明显分化

白电公司中格力电器/青岛海尔/美的集团/小天鹅 A 的 ROE 保持在 20% 以上，PB 在 3-5 倍之间，海信家电 ROE 较高，但因为业绩增速波动较大，PB 仅 1.6 倍，长虹美菱和惠而浦因为盈利能力较差，PB 仅分别为 0.7 倍和 1.1 倍。

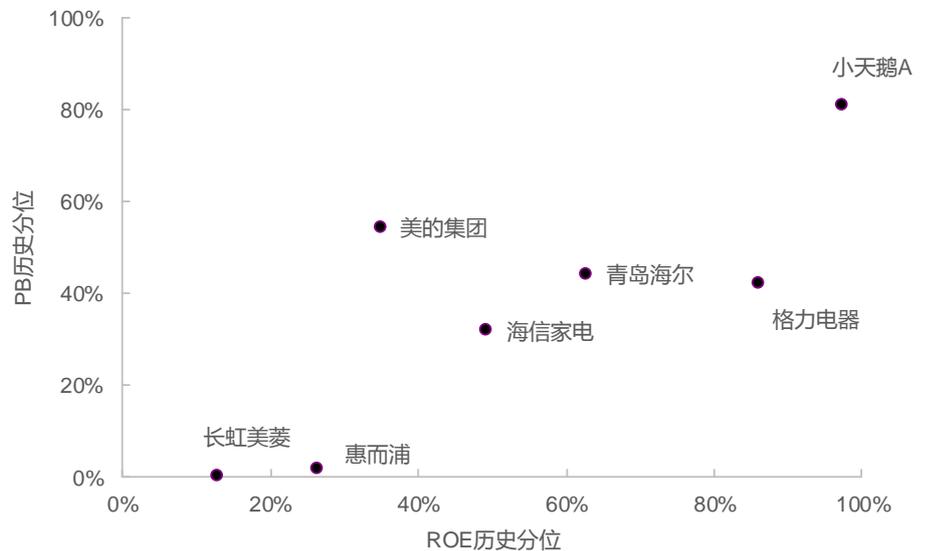
图 5: 白电公司 ROE 和 PB 水平概览



资料来源: Wind, 光大证券研究所

小天鹅 A 和格力电器的 ROE 处于历史较高分位, 但格力电器 PB 处于中位数附近, 小天鹅 A 的 PB 处于历史高分位。青岛海尔 ROE 高于历史中位数, 美的集团、海信家电 ROE 和 PB 均处于历史中位数附近。长虹美菱和惠而浦的 PB 均处于历史最低分位, ROE 处于历史较低分位。

图 6: 白电公司 ROE 和 PB 历史分位概览



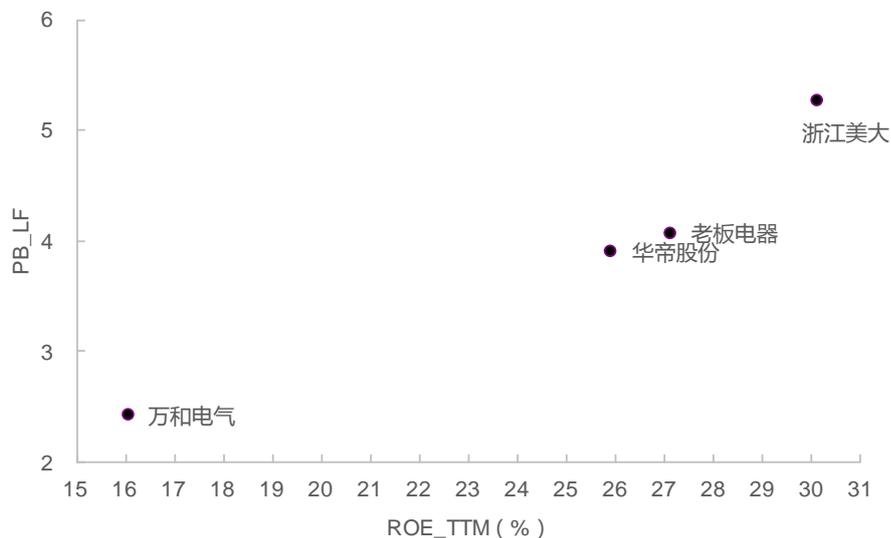
资料来源: Wind, 光大证券研究所

**白电壁垒短期难被颠覆, 渠道变革驱动 ROE 稳中有升。**一方面, 经过价格战等残酷竞争的洗礼, 龙头多年来对产业链上游的掌控以及对核心技术研发的积累, 使得自身积累了深厚的技术壁垒与规模成本壁垒。同时, 耐用消费品较低的购买频次也使得代际间建立的品牌壁垒短期难以撼动。另一方面, 家电龙头通过渠道变革, 带动全产业链效率提升, 有望驱动 ROE 稳中有升。

### 厨电：ROE 处于高位，PB 反映悲观预期

厨电公司的 ROE 水平普遍较高，除了万和电气当前 ROE 为 16%，老板电器、华帝股份和浙江美达的 ROE 均在 25~30% 区间，PB 在 3-6 倍之间，浙江美大 ROE 和 PB 最高，老板电器和华帝股份的 PB 和 ROE 水平较接近，万和电气最低。

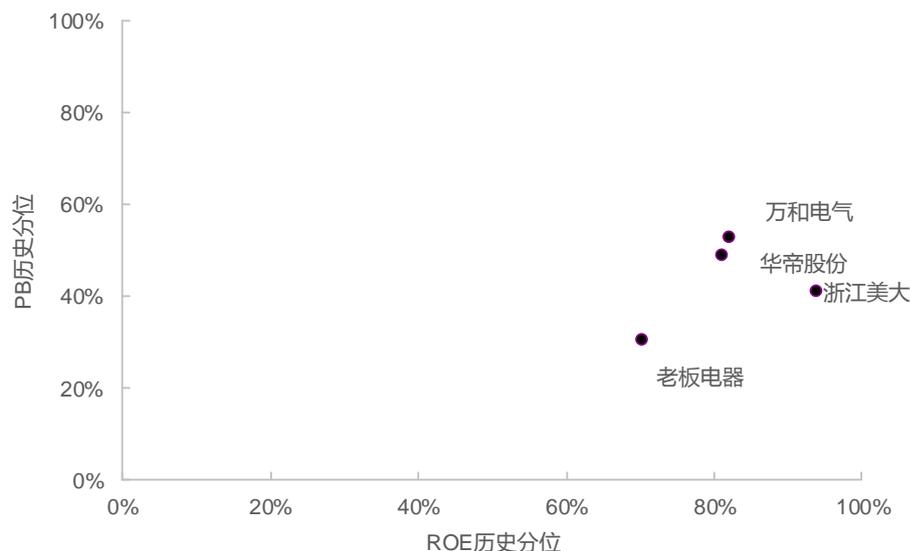
图 7：厨电公司 ROE 和 PB 水平概览



资料来源：Wind，光大证券研究所

厨电公司的 ROE 均处于历史较高分位，但 PB 普遍处于历史中位数以下，反映市场对厨电公司未来 ROE 走弱的悲观预期。

图 8：厨电公司 ROE 和 PB 历史分位概览

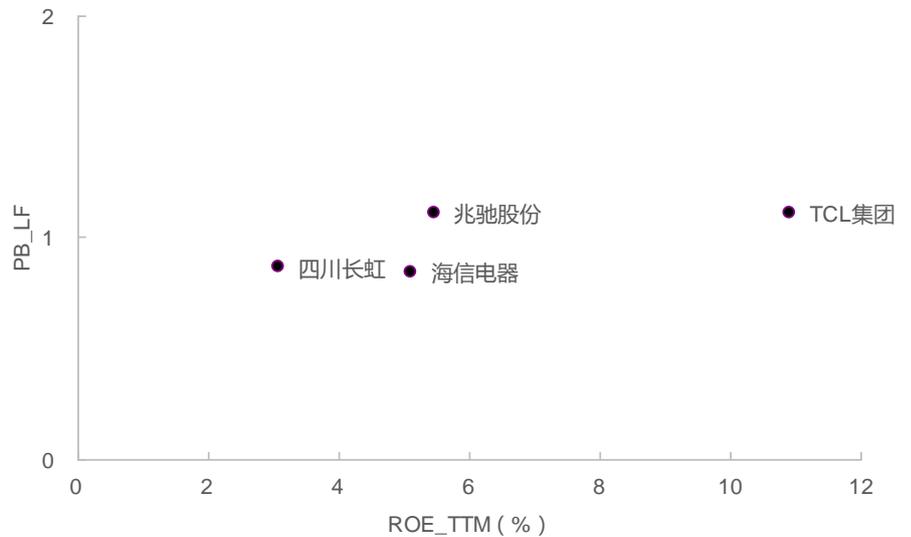


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 黑电：TCL 集团资产价值相对突出

黑电产业链 4 家公司 PB 均在 1 倍左右，但 TCL 集团的 ROE 为 11%，显著高于其他 3 家，资产价值相对突出。

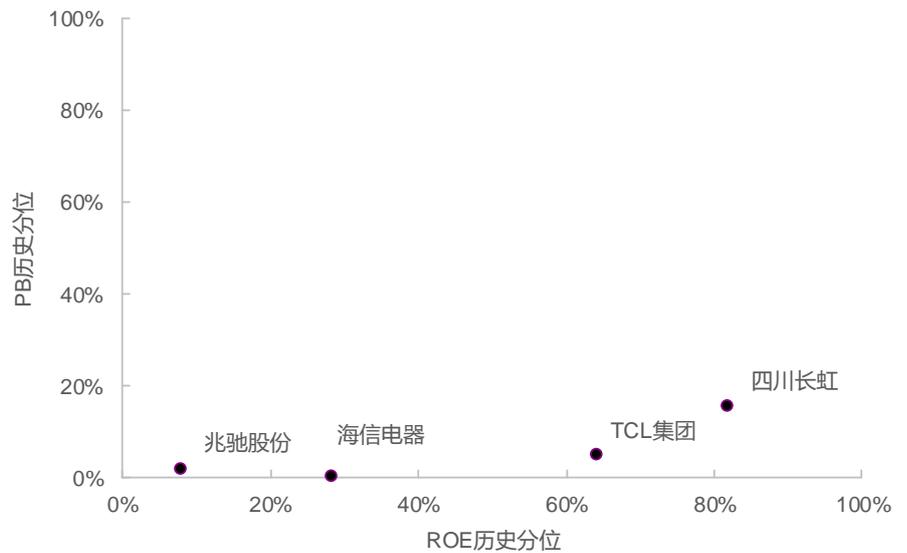
图 9：黑电公司 ROE 和 PB 水平概览



资料来源：Wind，光大证券研究所

黑电公司 PB 普遍处于历史最低分位，但 TCL 集团和四川长虹的 ROE 处于历史较高分位。

图 10：黑电公司 ROE 和 PB 历史分位概览

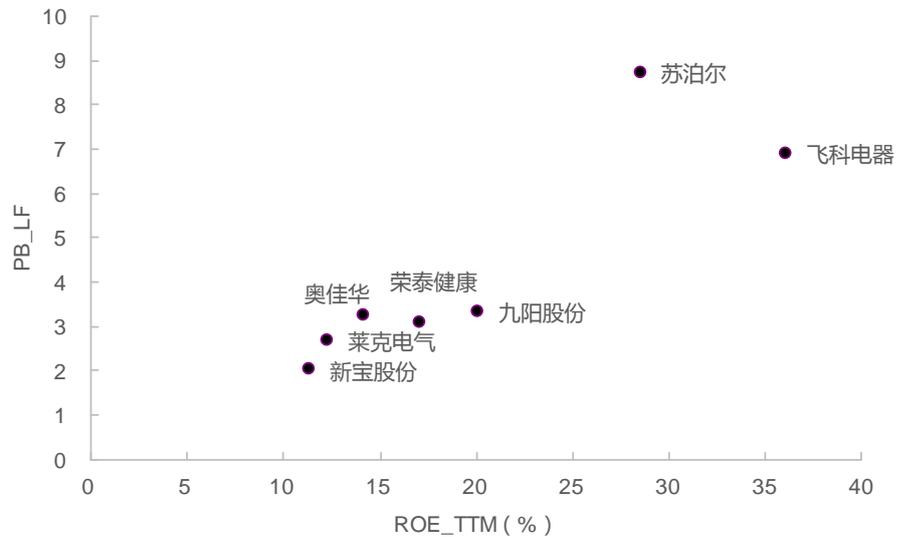


资料来源：Wind，光大证券研究所

**小家电：苏泊尔接近历史最高分位，多数公司处于历史较低分位**

除了苏泊尔和飞科电器，小家电公司 ROE 均在 10~20%之间，PB 在 2-3 倍之间，苏泊尔 ROE 为 29%，PB 高达 8.7 倍，为家电行业最高，飞科电器 ROE 为 36%，为家电行业最高，PB 为 6.9 倍。

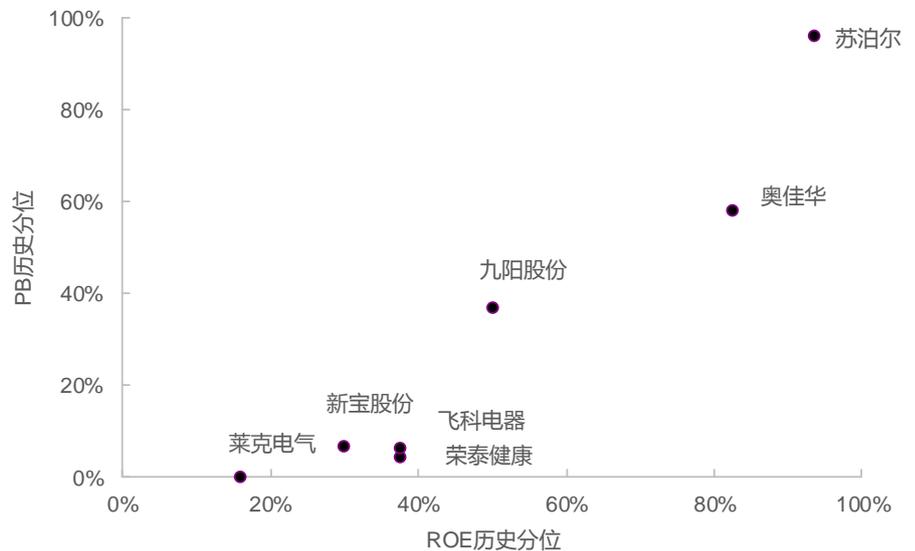
图 11：小家电公司 ROE 和 PB 水平概览



资料来源：Wind，光大证券研究所

小家电由于上市时间较短，经历上市后的高光阶段后，ROE 和 PB 水平均有所下降，当前 ROE 和 PB 水平均处于历史较低分位，九阳股份上市时间较长，ROE 和 PB 基本处于中位数，苏泊尔的 ROE 和 PB 均接近历史最高分位。

图 12：小家电公司 ROE 和 PB 历史分位概览

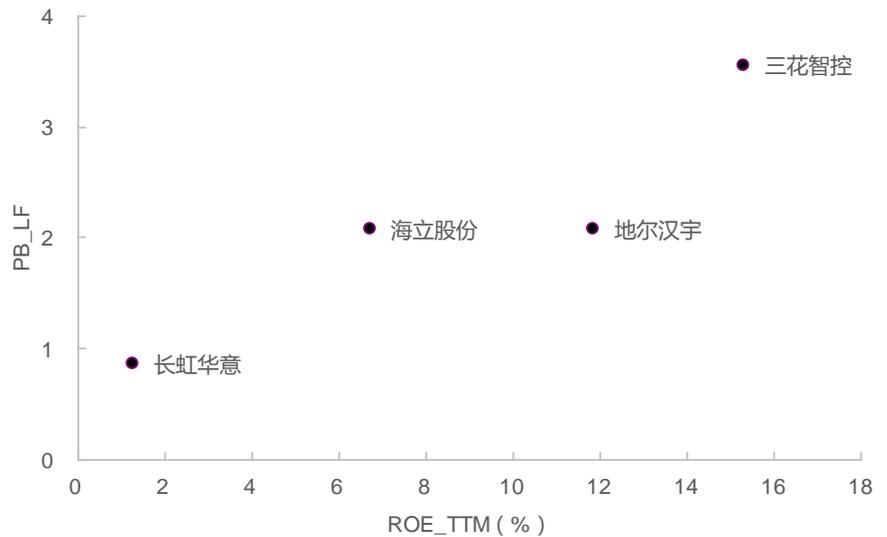


资料来源：Wind，光大证券研究所

#### 零部件：ROE 普遍较低，三花智控较为突出

家电零部件公司的 ROE 较整机企业偏低，三花智控最高为 15%，PB 在 3.6 倍，地尔汉宇 ROE 仍有 12%，PB 仅为 2 倍，海立股份和长虹华意两家压缩机企业 ROE 和 PB 水平均较低。

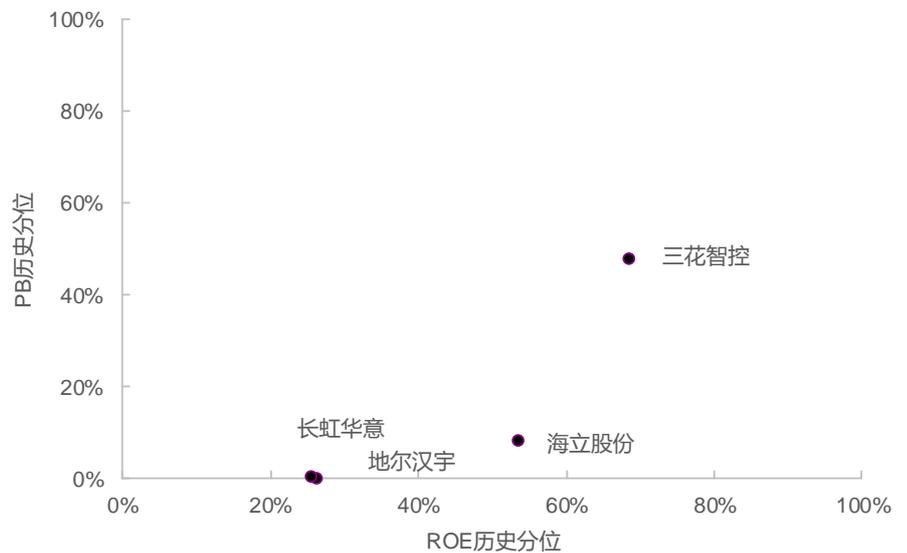
图 13: 家电零部件公司 ROE 和 PB 水平概览



资料来源: Wind, 光大证券研究所

长虹华意和地尔汉字的 ROE 处于历史较低分位, PB 处于历史最低分位, 海立股份 ROE 处于历史中位数, 但 PB 处于历史低位, 三花智控的 PB 和 ROE 均处于历史中高水平。

图 14: 家电零部件公司 ROE 和 PB 历史分位概览



资料来源: Wind, 光大证券研究所

### ◆投资建议

家电行业价值创造能力依旧较强, 估值已反映悲观预期。从 PB-ROE 的角度看, 家电行业当前 ROE 处于历史最高分位, 价值创造能力依旧较强, 在全市场处于市场前列, 仅次于食品饮料, 排名所有行业第 2。但行业 PB 处于历史较低水平, 估值已反映市场较为悲观的预期。

在家电需求放缓趋势延续，但存在宏观/政策宽松预期的大背景下，我们**预计明年的家电投资会呈现“二元化”结构**：一方面，长线资金增加+低风险偏好的趋势延续，优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，短线+高风险偏好资金会顺政策变化提前布局成长品种。**可结合 PB-ROE 水平来筛选个股，关注高 ROE 可持续，但 PB 处于历史低分位的公司**，我们建议关注：

**(1) 拥抱确定性**：龙头由于良好竞争格局和稳固的行业地位，在弱需求下业绩依旧可以保障有确定性增长，且股息率、现金流、ROE 等经营指标领先，估值均处于或接近历史底部，安全边际高，配置价值领先：美的集团/小天鹅（中长期公司治理最优）、格力电器（估值最低）、青岛海尔（三大白中经营周期更优），苏泊尔（逆周期属性强，经营周期向上）。

**(2) 博弈弹性**：部分公司短期业绩下修不改长期成长性，且战略布局和行业地位领先，在明年宏观/政策宽松的预期下，有望迎来市场对其增长预期和估值（降息）的修复，短期弹性更强：欧普照明、三花智控、老板电器、华帝股份、九阳股份、新宝股份。

## 周市场回顾

**市场表现回顾**：整体表现出现分化，白电、厨电与小家电板块有所上涨，其余板块有所下滑。本周沪深 300 指数-0.5%，家电板块整体+1.3%，行业表现优于大盘。其中白电整机（+3.0%）、黑电整机（-3.5%）、厨电与小家电（+2.0%）、照明（-1.2%）、家电零部件（-3.6%）。

### 1) 本周板块表现

表 1：家电行业及子板块市场表现

	家电板块	沪深 300	白电整机	黑电整机	厨电与小家电	照明	家电零部件
本周表现	1.3%	-0.5%	3.0%	-3.5%	2.0%	-1.2%	-3.6%
年度至今	-30.7%	-23.5%	-27.1%	-38.1%	-33.7%	-33.1%	-36.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 2) 本周个股表现

表 2：家电行业个股表现

	上涨前五		下跌前五	
第一名	雪莱特	14.6%	国盛金控	-8.1%
第二名	康盛股份	11.7%	春兰股份	-6.7%
第三名	老板电器	8.1%	三花智控	-6.5%
第四名	长青集团	7.7%	奥马电器	-6.4%
第五名	厦华电子	7.2%	乐金健康	-6.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781