

如何看待近期家电板块行情

——家电行业每周观点 20190120

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

18Q4 业绩波澜不惊，春节或为基本面分水岭——家电行业 2018 年报业绩前瞻

..... 2019-01-16

家电/家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售——家电家居产业框架研究报告

..... 2019-01-13

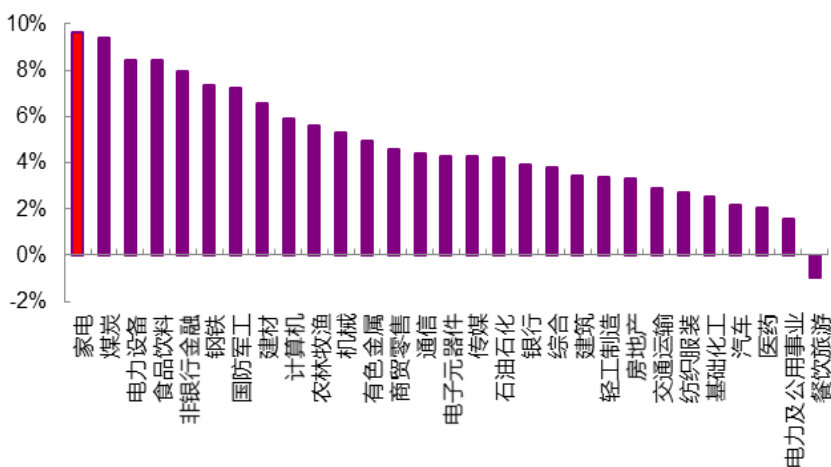
年底促销助销量高速增长，行业均价下滑龙头坚挺——家电行业 12 月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-01-13

◆引言：

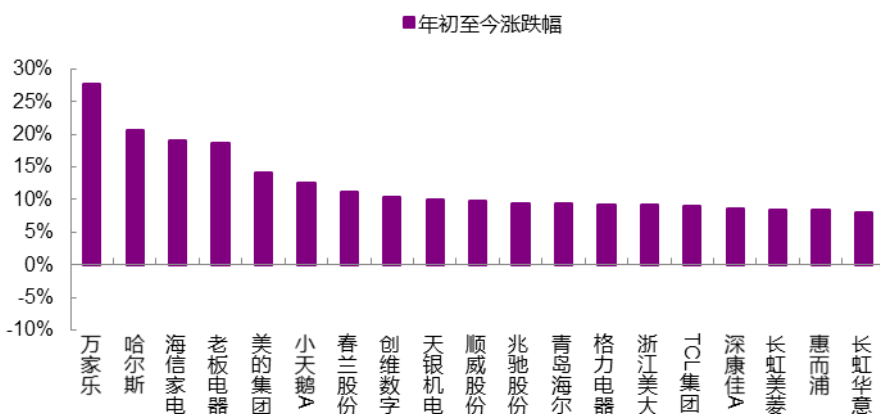
2019 年以来，家电板块取得开门红，以 9.66% 的涨幅位列 A 股所有行业板块之首。虽然 2019 年才过去 13 个交易日，在春季躁动，风险偏好提升的背景下，各板块间涨幅差距也暂时不大，但家电板块的关注度确实明显上升。我们认为，基本面不是这轮行情主要的驱动力，而是低估值与政策频出的环境驱动了资金风险偏好的变化。

图 1：2019 年以来家电位列 A 股所有行业板块涨幅之首



资料来源：Wind，光大证券研究所，按照中信一级子行业划分，下同。

图 2：家电板块个股年初以来涨幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆目前板块短期基本面如何？Q4 业绩基本稳定，春节前出货存在翘尾可能

我们对家电板块及重点公司 2018Q4 及 2019H1 经营情况进行了预判（可以参见报告《家电行业 2018 年报业绩前瞻：18Q4 业绩波澜不惊，春节或为基本面分水岭》），整体来看，18Q4 家电需求虽无明显起色，但由于前期产业链上下游的预期都偏谨慎，很多公司从 2018Q3 就主动收缩，保守经营，预计 18Q4 收入增速和 18Q3 基本持平，盈利能力也较为稳定。展望 2019H1，我们认为春节前 1~2 个月，出货出于春节前补库的因素，存在短期翘尾的可能。

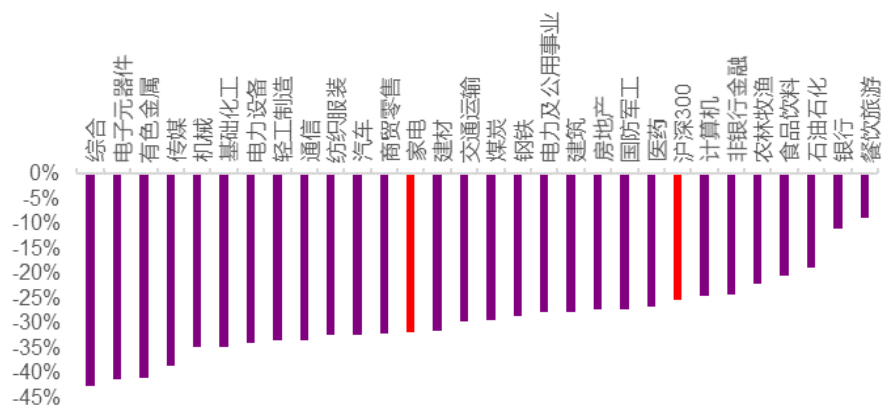
春节后，考虑到地产/宏观的负面影响以及高基数效应，零售端和企业收入增速仍有进一步放缓的可能。在这个背景下，企业也会在春节后对全年经营策略做一定调整，将倾向于保障收入/份额。虽然竞争偏紧，但大宗商品价格下跌会对利润端形成一定支撑，利润率预计保持平稳。

因此，家电基本面虽然仍处在寻底的过程中，但短期表现比较稳定，春节前出货甚至存在翘尾的可能，这一点或许是当前市场愿意增加家电配置的一个基础。

◆估值历史底部与高 ROE 带来的安全边际，支撑短期的估值修复

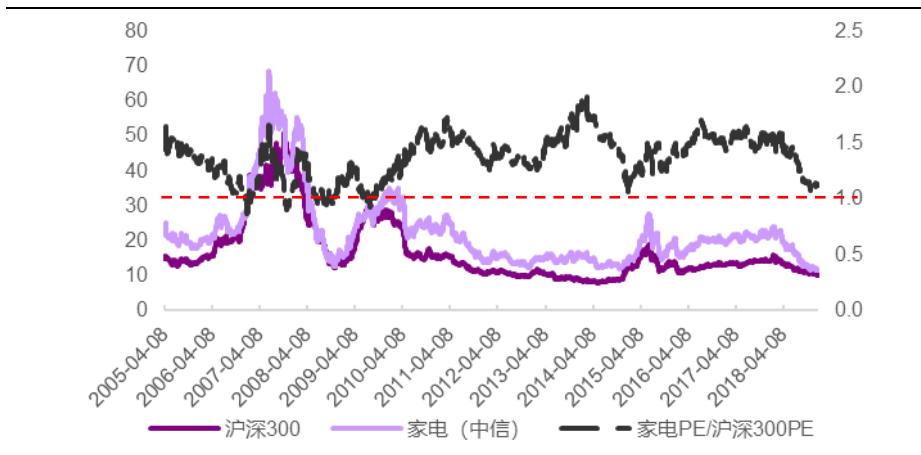
2018 年，地产和宏观因素压制之下，家电板块的业绩增速明显放缓。2018H2 国内机构开始减配，代表性公司股价大幅回调。截至 2018 年底，板块整体 PE 约为 11.5 倍，相对沪深 300 的估值水平已经基本接近 2012/2015 年底，而板块各重点公司的 PE 估值水平也基本处于 2014 年以来的底部。

图 3：2018 年全年板块涨跌幅对比



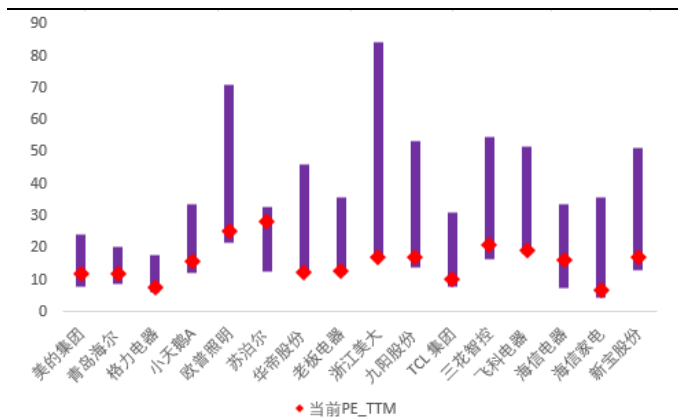
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间截止 2018 年 12 月 28 日

图 4：行业相对估值走势



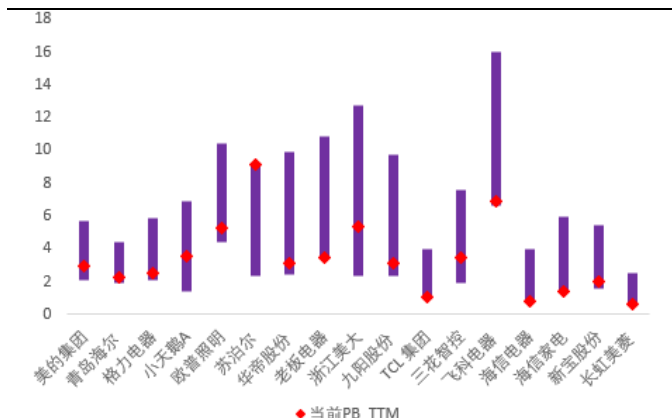
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间截止 2018 年 12 月 28 日

图 5：主要家电公司 PE 估值处于 2014 年以来底部



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2014-2018 年，下同

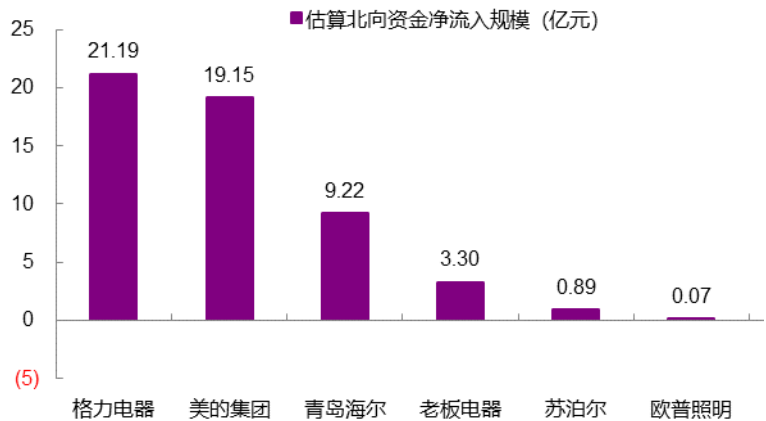
图 6：主要家电公司 PB 估值处于 2014 年以来底部



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2014-2018 年，下同

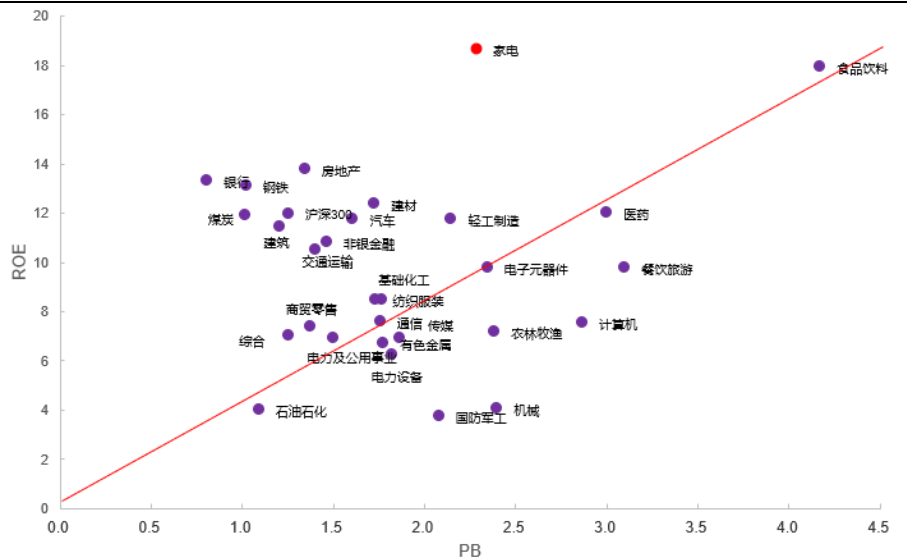
高股息率、依旧可维持的高 ROE 水平，是长线资金增配的基础。年初以来，虽然板块行情主要依靠“补贴政策预期”、“QFII 额度增加”等事件性催化，但我们也看到外资、国内部分长线资金也在增加配置龙头。当前格力/美的/九阳等公司普遍有 5% 以上股息率，此外从现有竞争格局来看，白电的优质制造壁垒中期依旧难被颠覆，高 ROE 至少这个阶段是没有大幅下降风险的。在 A 股/家电板块双低估值的背景下，部分长线资金左侧提前布置，也是近期估值修复行情的一个推手。

图 7：北向资金流入规模统计



资料来源：Wind，光大证券研究所根据北向资金持股数量及区间平均股价估算
注：统计区间为 2019 年年初至 2019 年 1 月 18 日收盘

图 8：板块 PB (X) /ROE (%) 分布



资料来源：Wind，光大证券研究所，PB 数据截止 2018-12-28，ROE 为 2017 年完整年度数据

表 1：家电板块部分公司 2018 年报股息率情况测算

| | 总市值 (百万元) | 预计股息支付率 | 隐含股息率 |
|-------|-----------|---------|-------|
| 格力电器 | 220,477 | 70% | 9.2% |
| 美的集团 | 246,439 | 55% | 4.5% |
| 小天鹅 A | 27,191 | 实施特殊分红 | |
| 青岛海尔 | 86,547 | 30% | 2.6% |
| 海信家电 | 9,703 | 35% | 5.2% |
| 长虹美菱 | 3,176 | 25% | 0.7% |
| 华帝股份 | 7,697 | 35% | 3.1% |
| 老板电器 | 19,332 | 40% | 3.3% |
| 浙江美大 | 6,557 | 99% | 6.3% |
| 欧普照明 | 19,803 | 35% | 1.5% |
| 苏泊尔 | 41,120 | 40% | 1.6% |
| 三花智控 | 26,846 | 25% | 1.5% |

| | | | |
|--------|--------|-----|------|
| 九阳股份 | 11,896 | 86% | 5.3% |
| 飞科电器 | 15,786 | 80% | 4.5% |
| 新宝股份 | 7,305 | 55% | 3.4% |
| 海信电器 | 10,913 | 30% | 3.5% |
| TCL 集团 | 34,823 | 55% | 5.7% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：股价数据截止 2019 年 1 月 4 日

◆ “资产荒”逻辑仍然是成立的，持续政策预期催化行情

上文提到高股息与高 ROE 带来了长线资金的左侧配置，其背后的本质原因也是随着经济增速的放缓，真正具备竞争优势的优质资产越来越稀缺。除了长线资金配置外，短期的政策预期是催化行情的最主要因素。

已相继有发改委和工信部两位领导明确表示刺激家电消费为 2019 年工作重点，政策细则有望逐渐明朗。1 月 8 日，国家发改委副主任宁吉喆表示，2019 年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。1 月 17 日，工信部电子信息司消费电子处处长曲晓杰表示，工信部未来的主要工作之一是进一步扩大内需，开展彩电“汰旧换优”来推动超高清电视应用推广。

在市场对 2019 年需求预期一片悲观的情况下，基于较低的估值、短期平稳的基本面与近两年行业上行期积累的关注度，会有资金阶段性的博弈政策带来的交易性机会，这可能是近期行情的主要驱动力。因此对这轮行情的持续性判断，也需要跟踪政策落地的节奏以及实际效果。前期，我们通过回顾上轮家电补贴的市场效果，对本轮“犹抱琵琶半遮面”的刺激政策做了展望。（请见报告：《鉴古知今，上轮家电补贴那些事》）

◆ 后续投资建议怎么看？对行情不用太悲观，但估值修复可能是波折的

2016-2017 年，基本面上行+资金面一致认同，共同铸就了龙头股票的靓丽表现。2019 年家电需求放缓趋势还在延续，基本面也依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资呈现“二元化”结构：一方面，国内投资者机构化、海外资金话语权逐步提升，长线资金比例增加，使得优质资产的弹坑逻辑依旧成立，会有资金左侧布局质优龙头；另一方面，在政策宽松和增量资金入市的预期下，市场风险偏好提升，高风险偏好资金会阶段性博弈政策催化的机会。

因此，当前家电基本面短期稳定、估值较低，长线资金配置与短线政策博弈资金共振，驱动了年初以来的行情。虽然资金面宽松、后续政策仍有催化（补贴政策逐步落地、增值税减免等政策）的背景下，我们对行情不宜悲观。但考虑到 19H1 基本面仍有下行压力的背景下，年内板块的估值修复可能也是会相对波折的。我们建议投资者认真筛选基本面稳定，中长期竞争力领先的优质个股。

(1) 拥抱龙头确定性：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。建议关注：格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、美的集团。

(2) 布局成长弹性：部分公司短期业绩下修不改其长期成长性，且战略布局和行业地位依旧领先，在 2019 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情绪的修复，建议关注：老板电器、华帝股份、欧普照明、三花智控、九阳股份、新宝股份。

周市场回顾

市场表现回顾：整体表现优于大盘，除黑电、家电零部件小幅下跌外，其余板块均有所上涨。本周沪深 300 指数+2.4%，家电板块整体+2.8%，行业表现优于大盘。其中白电整机（+4.9%）、黑电整机（-0.7%）、厨电与小家电（+0.8%）、照明（+0.3%）、家电零部件（-1.1%）。

1) 本周板块表现

表 2：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 | 2.8% | 2.4% | 4.9% | -0.7% | 0.8% | 0.3% | -1.1% |
| 年度至今 | 7.3% | 4.4% | 9.8% | 4.9% | 4.8% | 3.4% | 1.8% |

资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 本周个股表现

表 3：家电行业个股表现

| | 上涨前五 | | 下跌前五 | |
|-----|-------|------|------|--------|
| 第一名 | 老板电器 | 9.7% | 奋达科技 | -11.2% |
| 第二名 | 青岛海尔 | 7.6% | 金海环境 | -6.3% |
| 第三名 | 海信科龙 | 7.0% | 和晶科技 | -5.9% |
| 第四名 | 美的集团 | 5.6% | 厦华电子 | -5.5% |
| 第五名 | 小天鹅 A | 5.5% | 乐金健康 | -5.0% |

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，毛利率下行。

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 | suy1@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 |