

家用电器

新年伊始的家电板块发生了什么？

证券研究报告

2019年02月15日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

一季度北上资金加速战略性配置

为何开年至今股价表现那么强烈？从基本面看，无论是第三方监测的终端数据还是出货数据，均尚未出现显著性改善，但体现出边际上不再变差的变化；同时，从已公布的主要家电上市公司18年年度业绩快报情况来看，仍体现出环比下降的趋势，因此我们认为在这样的边际环境之下，进行大幅的估值切换式的估值提升，在基本面这点上的解释较为欠缺。我们认为，本轮股价上涨主要来自于估值提升；而影响估值提升的因素，除了受到家电补贴政策刺激预期的因素以外，也有较多来自于市场资金面的变化。考虑到12月竣工数据好于预期，以及各项拉动消费的刺激政策或将出台，我们预计行业基本面的拐点或将在二三季度出现。

历史上家电板块是否发生过类似的估值提升情况？

在基本面尚未出现明显改善的背景下，19年初板块估值中枢水平出现明显提升。我们进行复盘发现，2015年9月-11月正处于空调行业去库存导致的基本面下行周期中，但由于外资准入门槛被打破，在此期间北上资金的短期快速买入带来了阶段性的板块估值中枢提升，类似的情况也有发生。

无独有偶，在2018年初同样发生了类似的情况，在2018开年的前数十个交易日中，格力、美的等白马延续了2017年来的大幅上涨趋势，2018年1月22日，格力电器股价涨停，美的集团股价涨幅达到5.6%，1月1日-1月22日期间格力、美的、海尔股价涨幅分别达到29.5%、10.8%、21.4%。

目前外资配置到了什么阶段？

进入2019年以来，格力、美的等龙头企业净买入情况显著好于2018年，因此我们认为，从资金层面看，正是作为增量资金的外资持续净买入显著带动了2019年龙头估值的提升。这是一个交换战场的过程，而家电个股的定价权也随之发生变化。总体来看，当前时点下，叠加中央工作提振消费的因素，我们认为上半年在外资超配因素主导之下的估值提升行情仍将持续，参考上一轮估值上限以及海外估值情况，我们判断15-20倍市盈率的估值区间是外资配置可接受的估值上限。

此外，银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。从中长期看，险资配置风格较为稳健，对象多以蓝筹股与白马股为主，未来险资的持续配置也将带来估值中枢的进一步提升。

家电板块较好的投资结果通常都与较长的投资时限的投资行为相匹配，此类投资行为通常意味着看好中国居民中长期耐用消费品的成长。尽管短期存在利空，但作为耐用消费品中的优秀龙头家电企业，无论是在当下所面临的存量竞争、还是出海经营国际业务，都具有较强的核心竞争力与更为宽泛的护城河。因此从长周期维度来看，具有配置价值。

投资建议

我们认为，尽管短期基本面难大超预期，春节返乡消费因素将会带来短期部分的数据扰动改善，但资金推动的配置行情将仍是短期市场主导主力，我们仍建议首要关注持续竞争力的优质蓝筹龙头公司，积极推荐美的集团、青岛海尔、格力电器，另外建议关注19年将有较大基本面变化的三花智控、新宝股份，以及估值触底的子行业龙头飞科电器、欧普照明等。

风险提示：宏观经济波动风险；地产周期波动风险；汇率波动风险等。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业点评:从春节家电消费看行业发展趋势》 2019-02-14
- 2 《家用电器-行业专题研究:回乡见闻之家电行业：一个中部县城的春天》 2019-02-11
- 3 《家用电器-行业点评:见证家乡的“大江大河”——一个消费品分析师的回乡见闻》 2019-02-11

事件

2019 年以来，沪深 300 指数以及家电板块涨幅分别达到 10.62%、18.83%，针对板块整体性估值提升，我们站在新一年的时点上回顾历史。

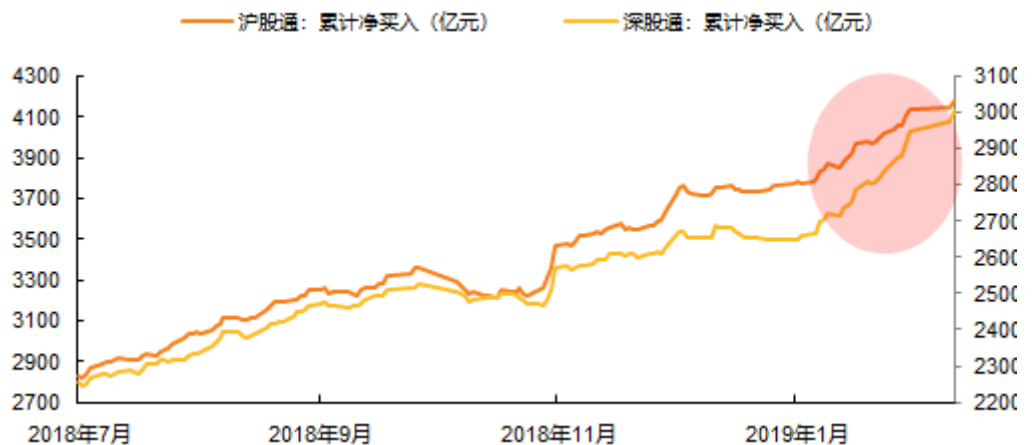
一季度北上资金加速战略性配置

为何开年至今股价表现那么强烈？从基本面看，无论是第三方监测的终端数据还是出货数据，均尚未出现显著性改善，但体现出边际上不再变差的变化；同时，从已公布的主要家电上市公司 18 年年度业绩快报情况来看，仍体现出环比下降的趋势，因此我们认为在这样的边际环境之下，进行大幅的估值切换式的估值提升，在基本面这点上的解释较为欠缺。我们认为，本轮股价上涨主要来自于估值提升；而影响估值提升的因素，除了受到家电补贴政策刺激预期的因素以外，也有较多来自于市场资金面的变化。考虑到 12 月竣工数据好于预期，以及各项拉动消费的刺激政策或将出台，我们预计行业基本面的拐点或将在二三季度出现。

传统以来，家电板块蓝筹多为外资机构青睐，主要原因是其低估值、高分红属性以及优质现金流和稳健经营表现。对标国际家电龙头，中国白电龙头估值仍有提升空间。目前主流欧美家电龙头如伊莱克斯、飞利浦等估值普遍约在 15-20 倍 PE；EV/EBITDA 乘数在 10 倍左右或以上。以格力为例，目前仅 10 倍左右 PE，而更加能反应企业核心价值的 EV/EBITDA 乘数仅 5 倍左右，均距离海外龙头有明显差距。从估值对接角度考虑，外资也确有配置动力。

今年以来，随着 2 月底 MSCI 加大纳入 A 股权重结果公布的临近，海外资金对 A 股战略性配置加速，其中家用电器为最为受益的板块之一。

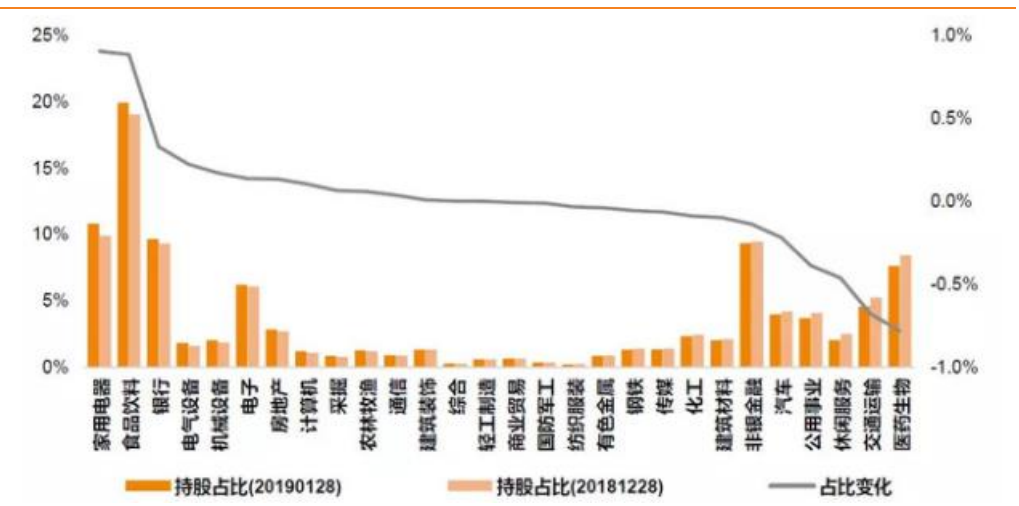
图 1：2019 年初北向资金加速净买入



资料来源：WIND，天风证券研究所

如果分行业来看，2019 年初以来北上资金增持市值最多的行业为家用电器、食品饮料、银行、电气设备和机械设备。截止目前，北上资金配置家用电器板块持股占比超过 10%，较 2018 年年末占比变化+0.90%。

图 2：年初至今北上资金大幅增持家用电器板块

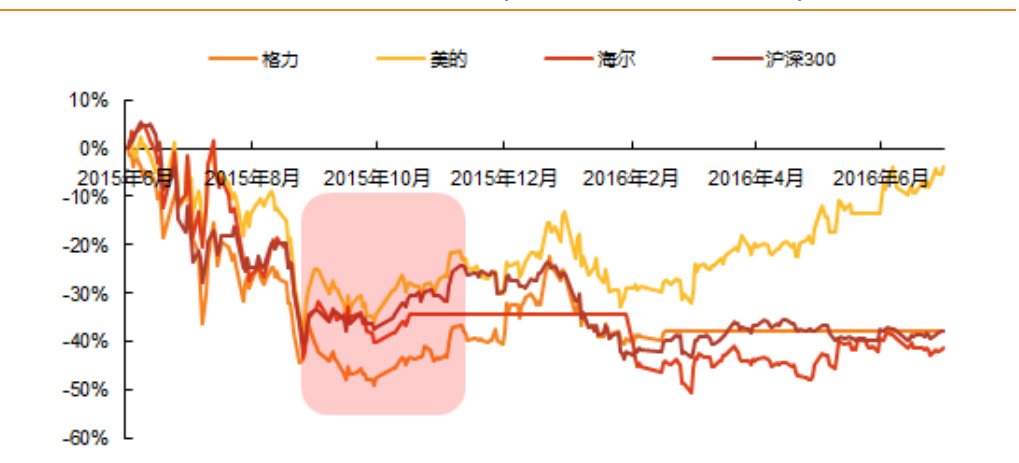


资料来源：WIND，天风证券研究所

历史上家电板块是否发生过类似的估值提升情况？

在基本面尚未出现明显改善的背景下，19 年初板块估值中枢水平出现明显提升。我们进行复盘发现，2015 年 9 月-11 月正处于空调行业去库存导致的基本面下行周期中，但由于外资准入门槛被打破，在此期间北上资金的短期快速买入带来了阶段性的板块估值中枢提升，类似的情况也有发生。

图 3：2015 年底去库存期间，主要白马股走势情况（以 15 年 6 月 1 日股价为基准）



资料来源：WIND，天风证券研究所

可以看出，在此期间主要龙头白马股价水平稳中有升，与基本面走势相背离。从 2015 年 9 月至 11 月，格力、美的、海尔股价的最大涨幅分别为 12.3%、9.7%、5.9%。而从基本面来看，空调内销市场自 2015 年 6 月开始就持续负增长，一直到 2016 年 6 月去库存步入尾声，空调行业处于下行周期中。而从 2016 年下半年开始，随着空调行业去库存结束、地产后周期效应发酵，家电主要龙头白马迎来了基本面修复以及估值中枢上移的戴维斯双击。

表 1：2015 年 6 月-2016 年 6 月空调内销负增长

空调内销 (万台)	2014年	2015年	2015同比	2016年	2016同比	2017年
1月	365	382	5%	282	-26%	456
2月	423	354	-16%	234	-34%	504
3月	803	875	9%	540	-38%	762
4月	732	800	9%	462	-42%	785
5月	746	763	2%	527	-31%	879
6月	732	676	-8%	573	-15%	955
7月	601	518	-14%	599	16%	1041
8月	621	537	-14%	659	23%	903
9月	578	449	-22%	614	37%	724
10月	463	318	-31%	506	59%	652
11月	442	331	-25%	531	60%	582
12月	494	285	-42%	520	82%	631
合计	7001	6288	-10%	6048	-4%	8875

资料来源：产业在线，天风证券研究所

而我们观察到 2015 年 9 月至 11 月期间北向资金净流入情况，由于深股通 2016 年 12 月 5 日正式开通，在此期间沪股通净买入快速上升。因此，即使在基本面下行期间，资金结构以及投资者结构层面上的变化依然会带来估值中枢的提升。

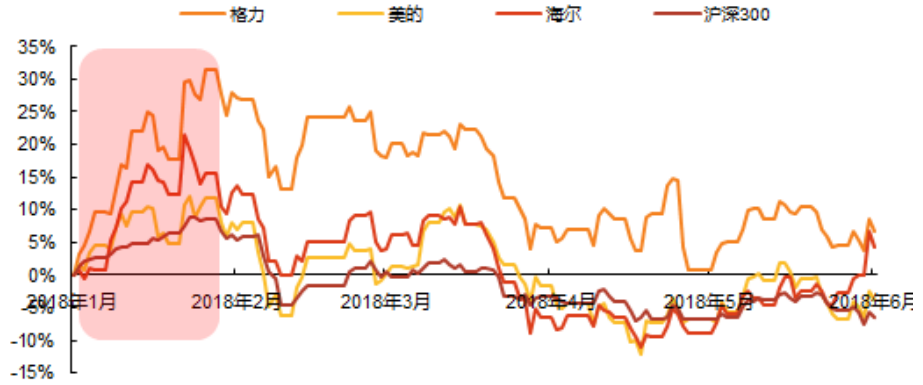
图 4：2015 年 9 月-11 月期间北向资金短期大幅净买入



资料来源：WIND，天风证券研究所

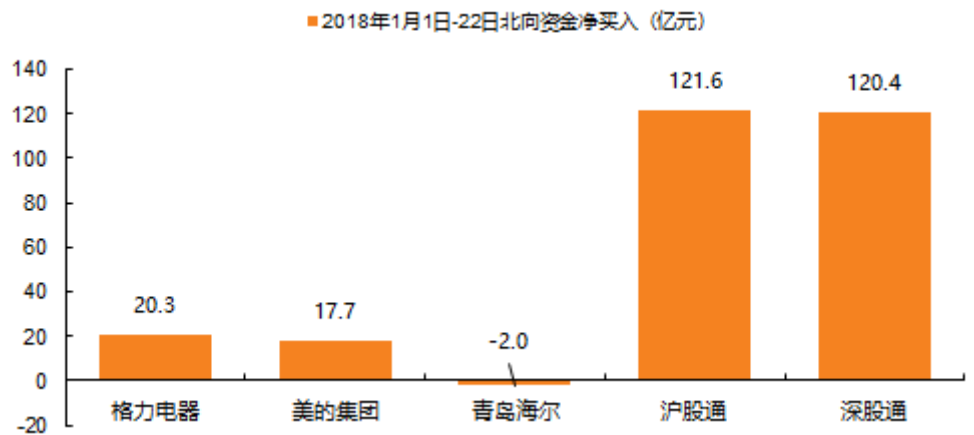
无独有偶，在 2018 年初同样发生了类似的情况，在 2018 开年的前数十个交易日中，格力、美的等白马延续了 2017 年来的大幅上涨趋势，2018 年 1 月 22 日，格力电器股价涨停，美的集团股价涨幅达到 5.6%，1 月 1 日-1 月 22 日期间格力、美的、海尔股价涨幅分别达到 29.5%、10.8%、21.4%。

图 5：2018 年初家电白马加速上涨（以 18 年 1 月 1 日股价为基准）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：2018 年初北向资金净买入情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

目前外资配置到了什么阶段？

自沪港通、深港通的正式开通至今，A 股的投资者结构事实上已经在发生改变。而随着 MSCI、富时罗素、标普道琼斯等先后决定将 A 股实现纳入，未来将持续带来资金结构的改变。中长期看，我们预计投资者结构的变化对于市场的影响或将持续 2-3 年。

表 2：MSCI 纳入 A 股时间表

时间	事件
2017年12月1日	“MSCI中国A股国际大型股指数”将更名为“MSCI中国A股大型股指数”
2018年一季度	发布关于中国A股纳入的详细问答文件
2018年3月1日	将“MSCI中国A股指数”更名为“MSCI中国A股在岸指数”；发布新的“MSCI中国A股指数”，追踪的个股将限定在“沪股通”和“深股通”范围之内。
2018年6月1日	按照2.5%的比例将A股正式纳入
2018年9月3日	将A股的纳入比例提升至5%。

资料来源：凤凰财经，天风证券研究所

表 3：标普道琼斯纳入 A 股时间表

时间	事件
2018年12月5日	标普道琼斯公布了2018年度市场分类评审结果，宣布将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格A股纳入其全球指数体系，分类级别为新兴市场。
2018年12月31日	标普道琼斯将公布初步纳入的具体标的名单。
2019年9月6日	再次公布具体标的的调整名单。
2019年9月23日	正式生效，纳入因子为具体A股标的可投资市值的25%。

资料来源：凤凰财经，天风证券研究所

表 4：富时罗素纳入 A 股时间表

时间	事件
2018年9月	富时罗素宣布将A股纳入其全球指数体系
2019年6月	第一阶段：以富时中国A股互联互通全盘指数成分股为基准，按照25%的比例作为初始纳入因子，进入富时全球指数系列，纳入股票范围包括大盘股，中盘股和小盘股。
2019年6月	第一阶段：实现比例20%
2019年9月	第一阶段：实现比例40%
2020年3月	第一阶段：实现比例40%，完成第一阶段，预计A股占富时新兴市场指数的权重将达到5.5%。

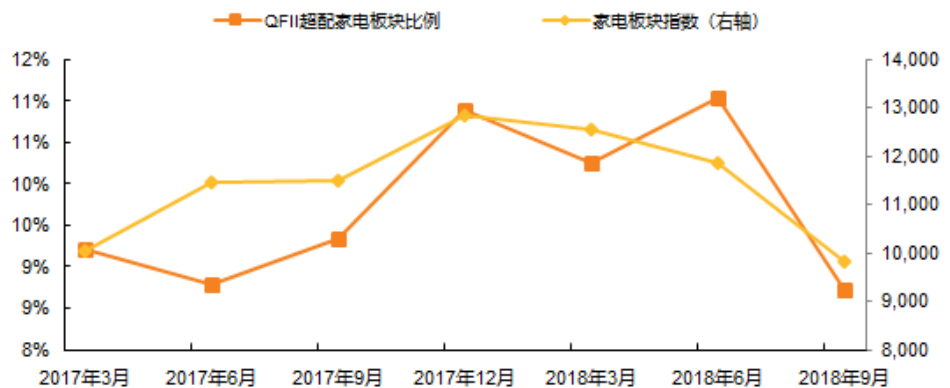
资料来源：中证网，天风证券研究所

近一年来，外资、险资超配程度与家电板块走势呈现较高关联度，体现了作为增量资金对于板块估值的边际影响程度和话语权越来越高。

从金额上看，一方面，1月14日外管局将QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，目前QFII获批额度为1013.46亿美元；另一方面，19年2月底MSCI将宣布是否将A股的纳入比例从5%提升到20%，我们预计将带来增量资金规模约4000亿元，而相较于19年至今北向资金净买入累计仅780亿元，仍有广阔的提升空间。

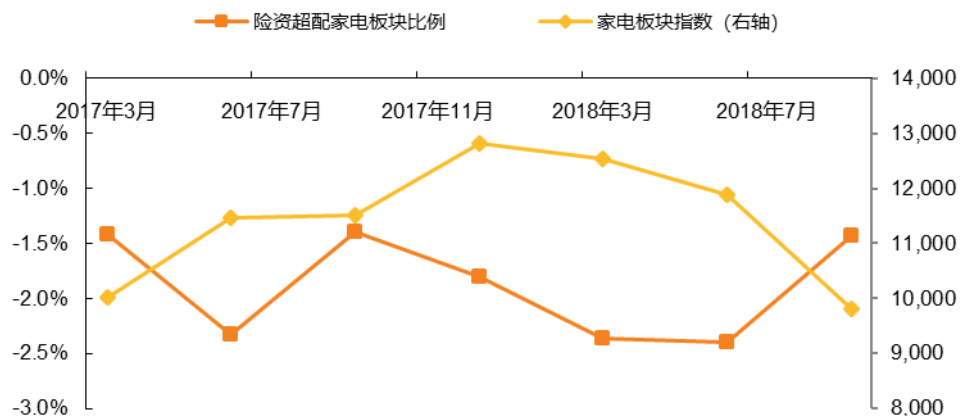
根据银保监会数据显示，目前保险资金运用余额15.87万亿元，投资股票和基金的规模分别为1.30万亿元和0.89万亿元（合计2.19万亿元），占保险资金运用余额的比例为8.17%和5.58%（合计为13.75%）。若按照30%的投资上限，粗略计算保险资金仍有约2.57万亿元的投资空间。

图 7：QFII 超配家电板块比例与板块指数走势关联度高



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：险资超配家电板块比例与板块指数走势关联度高



资料来源：WIND，天风证券研究所

进入 2019 年以来，格力、美的等龙头企业净买入情况显著好于 2018 年，因此我们认为，

从资金层面看，正是作为增量资金的外资持续净买入显著带动了 2019 年龙头估值的提升。这是一个交换战场的过程，而家电个股的定价权也随之发生变化。在 A 股市场整体处于存量博弈的背景下，作为边际增量的外资、险资进入成为打破传统估值中枢框架的重要力量。截至 2 月 14 日，根据交易所披露的信息，美的集团目前外资持股(QFII/RQFII/北向)比例已经达到 26.95%。

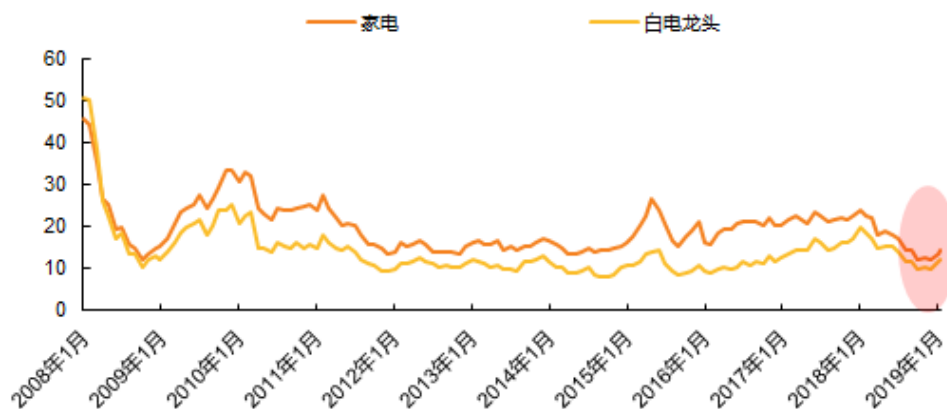
表 5：北向资金净买入情况

公司	2019年初至今成交净买入(亿)	2018年全年净买入	2017年全年净买入
格力电器	52	(12)	126
美的集团	50	136	222
青岛海尔	13	(14)	11
老板电器	1	(3)	24

资料来源：Wind、天风证券研究所

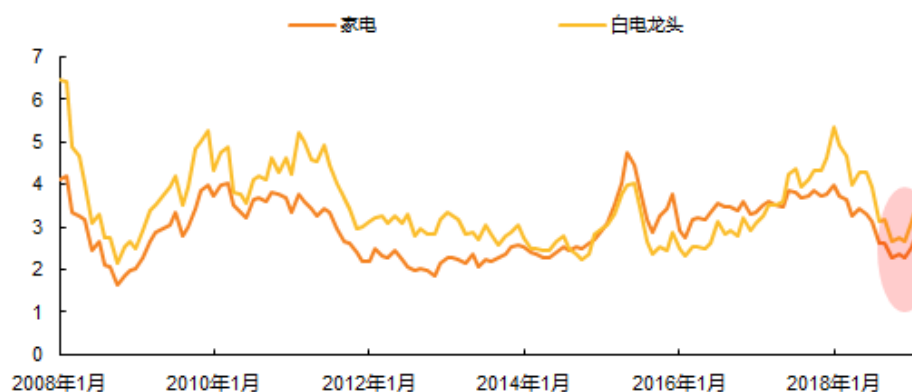
而当前时点下家电板块和三大白电龙头的市盈率 PE、市净率 PB 均处于历史底部水平。而主题性投资偏少也导致蓝筹公司估值体系相较于主题投资偏多的 TMT 板块而言弹性相对有限，从历史上看其 PE 波动的上限和下限大约在 20%范围内。

图 9：家电板块及白电龙头 PE ttm 处于历史低位



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：家电板块及白电龙头 PB 处于历史低位



资料来源：WIND，天风证券研究所

总体来看，当前时点下，叠加中央工作提振消费的因素，我们认为上半年在外资超配因素主导之下的估值提升行情仍将持续，参考上一轮估值上限以及海外估值情况，我们判断

15-20 倍市盈率的估值区间是外资配置可接受的估值上限。

此外，银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。从中长期看，险资配置风格较为稳健，对象多以蓝筹股与白马股为主，未来险资的持续配置也将带来估值中枢的进一步提升。

家电板块较好的投资结果通常都与较长的投资时限的投资行为相匹配，此类投资行为通常意味着看好中国居民中长期耐用消费品的成长。尽管短期存在利空，但作为耐用消费品中的优秀龙头家电企业，无论是在当下所面临的存量竞争、还是出海经营国际业务，都具有较强的核心竞争力与更为宽泛的护城河。因此从长周期维度来看，具有配置价值。

投资建议

我们认为，尽管短期基本面难大超预期，春节返乡消费因素将会带来短期部分的数据扰动改善，但资金推动的配置行情将仍是短期市场主导主力，我们仍建议首要关注持续竞争力的优质蓝筹龙头公司，积极推荐美的集团、青岛海尔、格力电器，另外建议关注 19 年将有较大基本面变化的三花智控、新宝股份，以及估值触底的子行业龙头飞科电器、欧普照明等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com