

家用电器

证券研究报告
2019年03月04日

MSCI “扩容”下怎么看家电板块？

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

事件

3月1日, MSCI 正式发布“扩容”计划, 根据计划 MSCI 将分三步把指数中的现有的中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 20%。同时, 作为 2019 年 5 月的半年度指数审议的一部份, 将以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股; 作为 2019 年 11 月的半年度指数审议的一部份, 将中国中盘 A 股(包括符合条件的创业板股票)以 20% 的纳入因子纳入 MSCI 指数。

MSCI “扩容”预期下, 北上资金加速战略性配置

今年以来, 随着 MSCI 加大纳入 A 股权重结果公布预期发酵, 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。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 1 月底, 北上资金配置家用电器板块持股占比超过 10%, 较上个季度末增加了 2% 以上, 增持比例超过 25%。

哪些标的会受益于“扩容”？

从 MSCI “扩容”的节奏来看, 在 2019 年 5 月、8 月、11 月分三个阶段实施, 最终实现 20% 比例的纳入。从家电板块情况看, 2019 年 2 月最新清单中, 包括权重股共有 5 只: 美的集团、格力电器、青岛海尔、TCL 集团、老板电器, 以及未来将新增纳入的中盘股 4 只: 苏泊尔、三花智控、小天鹅 A、海信电器。

MSCI “扩容”会带来估值中枢继续上升吗？

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。

投资建议

我们认为, 尽管短期基本面难大超预期, 但资金推动的配置行情将仍是短期市场主导主力。在 MSCI 扩容以及未来 A 股逐步纳入道琼斯、富时罗素的背景下, 我们认为资金层面流动性将有可能持续保持宽裕。我们建议将有持续竞争力的优质蓝筹龙头公司放在首要考量, 积极推荐美的集团、青岛海尔、格力电器。此外, 我们积极推荐当前时点下估值低、基本面向上的子行业龙头九阳股份(19 年 16.7xPE)、飞科电器(19 年 17.7xPE)、欧普照明(19 年 21.2xPE)。另外建议关注 19 年将有较大基本面变化的三花智控, 公司新能源车热管理业务放量在即, 行业龙头地位稳固。

风险提示: 宏观经济波动风险; 原材料价格波动风险; 房地产市场波动风险等。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:1 月终端销售表现良好, 期待行业基本面改善——2019W8 周观点》 2019-02-25
- 2 《家用电器-行业研究周报:家电板块我们接下来看什么——2019W7 周观点》 2019-02-18
- 3 《家用电器-行业专题研究:2100 份调查问卷看今年家电行业消费趋势》 2019-02-18

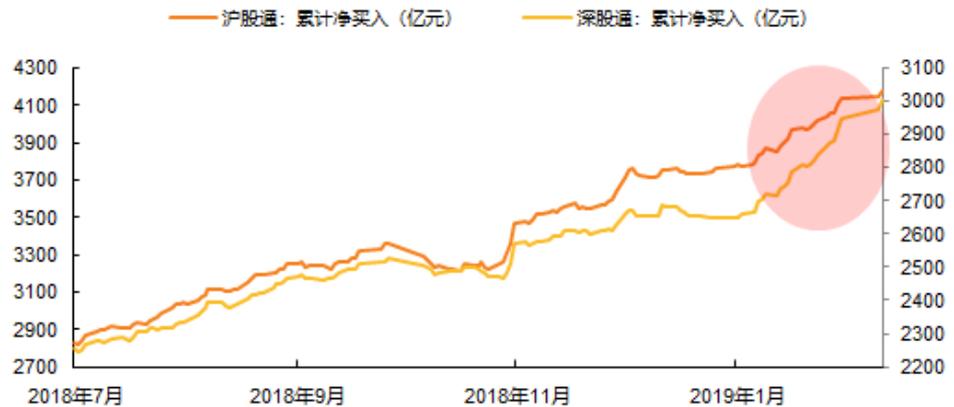
事件

3月1日，MSCI正式发布“扩容”计划，根据计划MSCI将分三步把指数中的现有的中国大盘A股纳入因子从5%增加至20%。同时，作为2019年5月的半年度指数审议的一部份，将以10%的纳入因子纳入中国创业板大盘A股；作为2019年11月的半年度指数审议的一部份，将中国中盘A股（包括符合条件的创业板股票）以20%的纳入因子纳入MSCI指数。

MSCI“扩容”预期下，北上资金加速战略性配置

今年以来，随着MSCI加大纳入A股权重结果公布预期发酵，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。

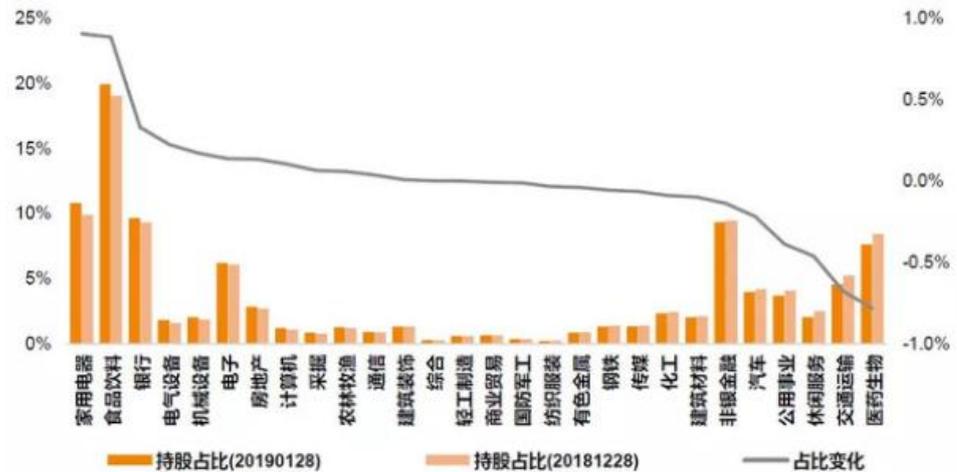
图1：2019年初北向资金加速净买入



数据来源：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1月底，北上资金配置家用电器板块持股占比超过10%，较上个季度末增加了2%以上，增持比例超过25%。

图2：年初至今北上资金大幅增持家用电器板块



数据来源：WIND，天风证券研究所

哪些标的会受益于“扩容”？

从 MSCI “扩容” 的节奏来看，在 2019 年 5 月、8 月、11 月分三个阶段实施，最终实现 20% 比例的纳入。

表 1: MSCI 扩容时间表

纳入阶段	时间	纳入对象及比例
step 1	2019年5月	MSCI指数中A股权重股比例从5%提升至10%； 新增深圳创业板权重股纳入比例10%。
step 2	2019年8月	MSCI指数中A股权重股比例从10%提升至15%；
step 3	2019年11月	MSCI指数中A股权重股比例从15%提升至20%； 新增中盘股（包括合适的创业板股票）纳入比例20%。

数据来源：WIND，天风证券研究所

从家电板块情况看，2019 年 2 月最新清单中，包括权重股共有 5 只：美的集团、格力电器、青岛海尔、TCL 集团、老板电器，以及未来将新增纳入的中盘股 4 只：苏泊尔、三花智控、小天鹅 A、海信电器。

表 2: 2019 年 2 月 MSCI 拟纳入 A 股家电股清单

MSCI纳入	A股家电公司	FIF权重
权重股	美的集团	1.6%
	格力电器	0.7%
	青岛海尔	0.5%
	TCL集团	0.2%
	老板电器	0.1%
中盘股	苏泊尔	0.9%
	三花智控	0.7%
	小天鹅A	0.9%
	海信电器	0.4%

数据来源：WIND，天风证券研究所

未来会不会有其他标的可能被纳入指数？从 MSCI 选取标准来看一般兼顾公司市值(通常在 200 亿市值以上)、经营质地以及流动性等方面综合考虑，因此我们从市值以及沪深 300 成分股等角度对比。

表 3：与纳入 MSCI 个股市值接近的家电板块公司

代码	A股家电公司	市值 (亿元)	MSCI纳入
000333.SZ	美的集团	3195	权重股
000651.SZ	格力电器	2751	权重股
600690.SH	青岛海尔	1093	权重股
002032.SZ	苏泊尔	530	中盘股
000100.SZ	TCL集团	446	权重股
000418.SZ	小天鹅A	332	中盘股
002050.SZ	三花智控	313	中盘股
002508.SZ	老板电器	241	权重股
603515.SH	欧普照明	233	未纳入
603486.SH	科沃斯	227	未纳入
603868.SH	飞科电器	185	未纳入
002242.SZ	九阳股份	143	未纳入
600839.SH	四川长虹	132	未纳入
600060.SH	海信电器	127	中盘股

数据来源：WIND，天风证券研究所

从成分股对比来看，MSCI 拟纳入的家电股票与现有的成分股重叠情况较高，沪深 300 成分股及上证 50 家电成分股均已被 MSCI 选择纳入。

表 4：沪深 300 及上证 50 家电成分股

代码	沪深300成分股	上证50成分股	MSCI纳入
600690.SH	青岛海尔	青岛海尔	权重股
000100.SZ	TCL集团		权重股
002508.SZ	老板电器		权重股
000651.SZ	格力电器		权重股
002050.SZ	三花智控		中盘股
002032.SZ	苏泊尔		中盘股
000333.SZ	美的集团		权重股

数据来源：WIND，天风证券研究所

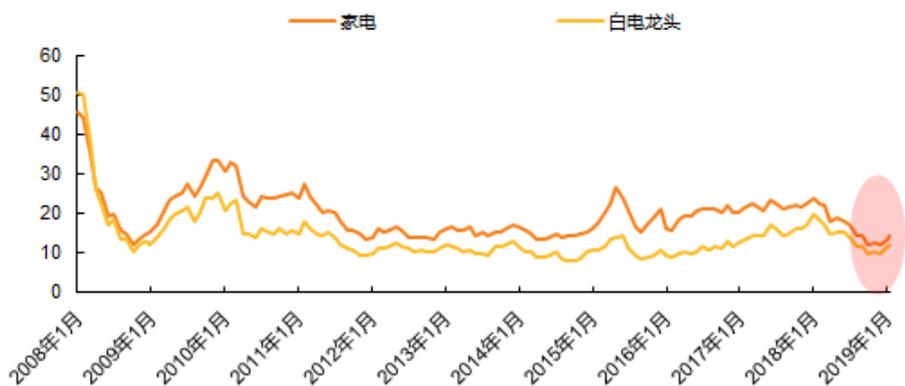
我们认为，从市值和估值角度上，欧普照明、飞科电器、九阳股份等公司值得积极关注，且未来如果 MSCI 进一步扩大标的范围，则综合考虑我们认为不排除当前市值在 200 亿左右的尚未被纳入的公司（欧普照明、科沃斯、飞科电器、九阳股份、四川长虹）新进入 MSCI 纳入范围。

MSCI “扩容” 会带来估值中枢继续上升吗？

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。

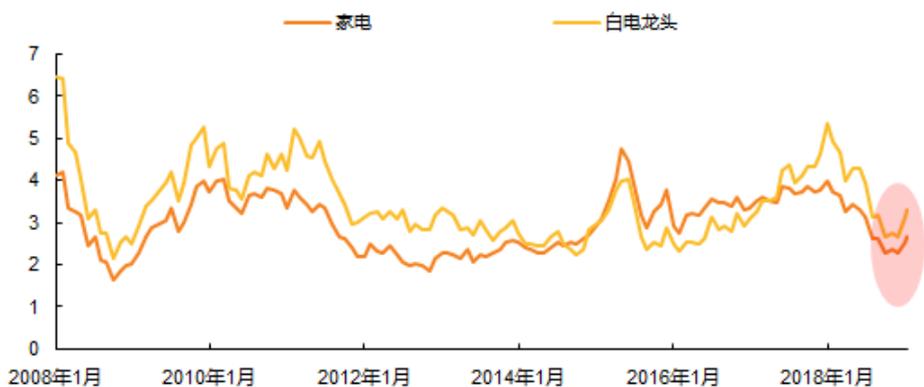
一方面，尽管今年以来家电板块涨幅不小，但拉长时间点看，目前家电板块和三大白电龙头的市盈率 PE、市净率 PB 较历史高点仍有较大差距。

图 3：家电板块及白电龙头 PE ttm 距离历史高位仍有差距



数据来源：WIND，天风证券研究所

图 4：家电板块及白电龙头 PB 距离历史高位仍有差距



数据来源：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，中国白电龙头估值仍有提升空间。

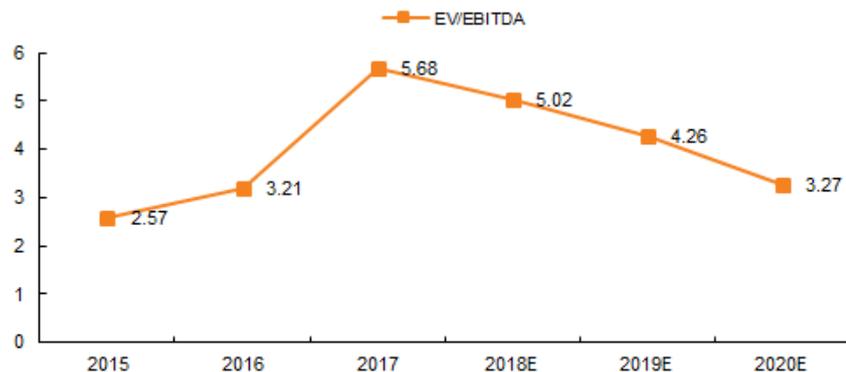
表 5：海外公司估值情况

证券简称	P/E			EV/EBITDA	CAGR(3)	PS
	2016A	2017A	2018E	TTM		TTM
Whirlpool	11.8	10.2	9.2	7.15	13%	0.38
United Technology	18.2	17.5	15.9	10.7	7%	1.85
A.O.Smith	28.1	25	22.7	17.6	11%	3.94
Ingersoll-Rand plc	19.1	16.7	15.1	11.9	13%	1.63
Helen of Troy Ltd	13.7	13.1	12.7	10.3	4%	1.66
美国平均	18.2	16.5	15.1	11.5		1.9
Electrolux	16.6	15.4	14.5	8.2	7%	0.61
De'Longhi	23.7	21.5	19.8	13.9	9%	2.05
SEB	20	17.5	15.9	15.2	12%	1.45
OSRAM	20.5	18.8	15.5	9.4	15%	1.81
Philips	23.2	20.6	17.9	12.3	14%	0.63
欧洲平均	20.8	18.7	16.7	11.8		1.3
Daikin Industries	24.6	22.1	20	12.7	11%	1.59
Sony	96.1	20.1	18.6	5.8	127%	0.85
Hitachi	19	13.1	11.6	6.4	28%	0.49
Mitsubishi Electric	20.7	16.4	15.4	8.8	16%	1.09
Noritz	16.2	16.2	14.6	4.8	6%	0.49
Rinnai	22.8	20.9	19.4	8.9	8%	1.57
日本平均	33.2	18.1	16.6	7.9		1
LG Electronics	9	9.4	8.6	6.1	2%	0.31
Samsung Electronics	9.5	7.9	7.7	5.3	11%	1.45
Coway	20.7	18.3	16.5	11.4	12%	2.85
韩国平均	13.1	11.9	10.9	7.6		1.5

数据来源：Bloomberg, Yahoo Finance, 天风证券研究所

从更加能反应企业核心价值的 EV/EBITDA 乘数看，海外龙头 EV/EBITDA 乘数普遍在 10 被以上，而相比之下格力电器 EV/EBITDA 乘数均 5 倍左右，从估值对接角度考虑，外资也确有配置动力。

图 5：格力电器 EV/EBITDA 乘数



数据来源：WIND, 天风证券研究所

投资建议

我们认为，尽管短期基本面难大超预期，但资金推动的配置行情将仍是短期市场主导主力。在 MSCI 扩容以及未来 A 股逐步纳入道琼斯、富时罗素的背景下，我们认为资金层面流动性将有可能持续保持宽裕。我们建议将有持续竞争力的优质蓝筹龙头公司放在首要考量，积极推荐美的集团、青岛海尔、格力电器。此外，我们积极推荐当前时点下估值低、基本面向上的子行业龙头九阳股份（19 年 16.7xPE）、飞科电器（19 年 17.7xPE）、欧普照明（19 年 21.2xPE）。另外建议关注 19 年将有较大基本面变化的三花智控，公司新能源车热管理业务放量在即，行业龙头地位稳固。

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