

家用电器行业

家电外资持股专题：符合外资配置风格，外资持有白马蓝筹比例较高

分析师：曾婵  SAC 执证号：S0260517050002  SFC CE.no: BNV293  0755-82771936  zengchan@gf.com.cn	分析师：袁雨辰  SAC 执证号：S0260517110001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  yuanyuchen@gf.com.cn	分析师：王朝宁  SAC 执证号：S0260518100001  021-60750604  wangchaoning@gf.com.cn
--	--	---

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 外资总持股比例触发上限，历史上相关政策要求曾有调整

香港交易所于2019年3月5日发布公告，大族激光（002008.SZ）由于总境外持股比例超过28%，深港通将暂停接受该股票的买盘。受此影响，MSCI发布公告称将大族激光自MSCI China All Shares Indexes中剔除，同时调整总持股比例接近28%阈值的美的集团（000333.SZ）的纳入因子（Foreign Inclusion Factor）。目前监管机构对外资投资者在A股上市公司中持股占总股本比例的要求有以下几个重要阈值：

- (1) 单个境外投资者持股比例不得超10%，所有境外投资者持股比例不得超30%；
- (2) 所有境外投资者持股比例达26%后，交易所将在次一交易日公布该比例；
- (3) 所有境外投资者持股比例达到28%后，港交所将暂停中华通（陆股通）买盘。

而对照来看，此前证监会在2002年下发的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》（已废止）中规定所有境外投资者持股比例的上限仅为20%。参照中国台湾证券市场的经验，随着A股开放进程不断推进，外资对A股的参与度也将逐渐提升。

● 家电板块符合外资配置风格

Wind数据显示，目前QFII、陆股通持有家电行业股票的市值分别达到176亿元 / 1,108亿元，其配置比例（持有家电市值占持仓总市值中的比例）分别达到11.9% / 11.3%，超配比例分别达到9.7% / 9.1%，排名位列第二。拉长时间维度来看，北上资金持有家电板块在2016年底深港通正式启动后快速上行，总共经历了三个阶段：

- (1) 2017年3月初至2018年1月底：陆股通持有家电公司的市值从176亿元增长至953亿元；
- (2) 2018年2月初至2018年底：在持股占比（持有家电市值占家电股总市值的比例）保持相对稳定的同时，超配比例从13.1%下降至8.0%（-5.0pct）；
- (3) 2019年初至今：根据测算（加总各期家电板块成分股外资持股数量变化乘以当期与前期收盘价的均值），家电行业净流入213.5亿元，仅次于食品饮料行业，超配比例从8.0%上升至9.1%（+1.1pct）。

近两周在陆股通停止接受大族激光买盘、MSCI调整权重事件后北上资金整体的净流入速度明显收窄，但家电行业净流入速度收窄幅度相对较小，近两周流入金额仍分别达到24.1亿元/10.9亿元。

● 外资配置龙头蓝筹的比例较高

个股方面，家电板块的龙头蓝筹股陆股通持股比例均在2017年大幅上升，在2018年保持基本稳定，在2019年年初至今再次上行，与行业整体保持一致。

● 风险提示

MSCI纳入因子调整不及预期；外资A股配置意愿不及预期；汇率大幅波动。

相关研究：

家用电器行业:2019年一季度业绩前瞻：外部压力下，龙头保持稳健增长	2019-03-18
家用电器行业:家电补贴进入落地阶段，需求有望边际改善	2019-03-17
家用电器行业:三方面浅析《超清视频产业发展行动计划》落地对家电行业之影响	2019-03-10

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/18	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	45.29	54.28	2.04	2.36	26.64	23.04	19.64	17.02	33.52	35.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

外资总持股比例触发上限，历史上相关政策要求曾有调整

香港交易所于2019年3月5日发布公告，接获深圳证券交易所通知，大族激光（002008.SZ）由于总境外(QFII / RQFII / 深股通)持股比例超过28%，根据交易所规则第14B08(4)条，从2019年3月5日起深港通将暂停接受该股票的买盘，卖盘仍会被接受，直至总境外持股比例再次下降至28%以下。

图 1: MSCI 关于对大族激光调整的公告



数据来源: MSCI, 广发证券发展研究中心

图 2: MSCI 关于对美的集团的公告



数据来源: MSCI, 广发证券发展研究中心

受此影响，北京时间2019年3月7日MSCI发布公告称将于3月8日收盘后将大族激光自MSCI China All Shares Indexes中剔除（3月11日起生效）；同时由于美的集团（000333.SZ）的总境外持股比例也接近28%的阈值，外资进一步投资的空间有限，MSCI也将对该证券的境外纳入因子（Foreign Inclusion Factor）进行了0.5的调整。

家电优质龙头公司由于其全球领先地位、稳定明晰的行业竞争格局、充裕稳定的现金流、良好的分红等原因颇受外资青睐。因此，我们将目前证监会、交易所等机构对A股总境外持股比例的政策要求以及当下外资对家电的配置情况进行了梳理总结。

表 1: A股境外投资者持股比例相关政策梳理

监管机构	文件下发时间	规定具体要求	文件出处
证监会	2012/7/27	1、单个境外投资者通过合格投资者持有一家上市公司股票的,持股比例不得超过该公司 股份总数的10% ;	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》
		2、所有境外投资者对单个上市公司A股的持股比例总和,不超过该上市公司 股份总数的30% 。	
深/上交所	2014/4/25	3、境外投资者根据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对上市公司战略投资的,其 战略投资的持股不受上述比例限制 。	《深圳/上海证券交易所合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者证券交易实施细则》
		1、所有境外投资者持有同一上市公司A股数额合计达到或超过该公司 股份总数的26% 时,本所于次一交易日开市前通过本所网站公布境外投资者已持有该公司A股的总数及其占公司股份总数的比例。	
		2、当日交易结束后,单个境外投资者通过合格投资者持有一家上市公司股票超过限定比例的,合格投资者应当在 5个交易日 内对 超过限制的部分予以减持 ,并按照规定及时履行信息披露义务。	

港交所	/	境外投资者(包括透过中央结算系统持有中华通证券的投资者)合共持有个别相关发行人已发行股份28%或以上时,上/深交所会通知联交所子公司,届时本交易所及联交所子公司将按实际可行情况尽快暂停接收相关中华通证券的中华通买盘,直至上/深交所表示境外投资者的持股量总额降低至26%为止。	《香港联合交易所规则》 14A/B08(4) 中华通证券持股量限制
-----	---	---	---

数据来源:证监会,上交所,深交所,港交所,广发证券发展研究中心

整体来看目前证监会、上/深交易所及港交所等监管机构对外资投资者在A股上市公司持股占总股本比例的要求有以下几个重要阈值:

- (1) 单个境外投资者持股比例不得超**10%**,所有境外投资者持股比例不得超**30%**;
- (2) 所有境外投资者持股比例达**26%**后,交易所将在次一交易日公布该比例;
- (3) 所有境外投资者持股比例达到**28%**后,港交所将暂停中华通(陆股通)买盘。

表 2: A股外资投资者持股比例相关政策梳理

监管机构	文件下发时间	规定具体要求	文件出处
证监会	2002/11/5	1、单个合格投资者对单个上市公司的持股比例,不超过该上市公司股份总数的 百分之十 ; 2、所有合格投资者对单个上市公司的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的 百分之二十 。 中国证监会根据证券市场发展情况,可以调整上述比例。	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》 (已废止)
上交所	2002/12/1	所有合格投资者持有同一上市公司挂牌交易 A 股数额合计达到该公司总股本的 16%及其后每增加 2% 时,本所于该交易日结束后通过本所网站公布合格投资者已持有该公司挂牌交易 A 股总数及其占公司总股本的比例。	《上海证券交易所合格境外机构投资者证券交易实施细则》

数据来源:证监会,上交所,深交所,广发证券发展研究中心

而此前证监会在2002年下发的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》(已废止)中规定所有境外投资者持股比例的上限仅为**20%**。

表 3: 外资总持股占总股本比例拆分测算

	外资总持股	QFII 持股 (截止至 2018Q3)	陆股通持股 (截止至 2018/3/15)	其他外资持股
美的集团	27.22%	2.71%	16.32%	8.19%
大族激光	26.92%	3.42%	18.51%	4.99%

数据来源:Wind,深交所,广发证券发展研究中心

参照更为成熟中国台湾证券市场QFII政策的发展经验来看:

- 1、第一阶段:1986年通过《引入侨外资投资证券计划案》,开始准许外国投资人以购买收益凭证的方式进行间接投资;
- 2、第二阶段:1991年开始逐步开放外国投资机构投资证券市场,当局对QFII的投资金额和持股比例都曾有限制并随着时间推移逐步放松;
- 3、第三阶段:1996年开始逐步开放境内外华侨及外国人直接投资证券市场。

表 4: 中国台湾QFII制度中对外资投资总额及持股比例限制政策的历史沿革

投资总额限制政策沿革			持股比例限制政策沿革		
时间	投资总额(亿美元)	个别投资总额 (亿美元)	时间	总持股比例 (%)	个别持股比例
1991-01	<25	0.05-0.5	1991-01	10	5
1993-01	<25	0.05-1	1995-07	12	6
1993-08	<50	0.05-1	1995-09	15	7.5
1993-11	<50	0.05-2	1996-03	20	7.5
1994-04	<75	0.05-2	1996-11	25	10
1995-02	取消限制	0.05-2	1998-01	30	15
1995-12	-	0.05-4	1999-03	50	50
1996-03	-	取消下限	2001-01	除银行、电讯、新闻出版外取消持股比例限制	
1996-12	-	<6			
1999-11	-	<12			
2000-10	-	<15			
2000-11	-	<20			

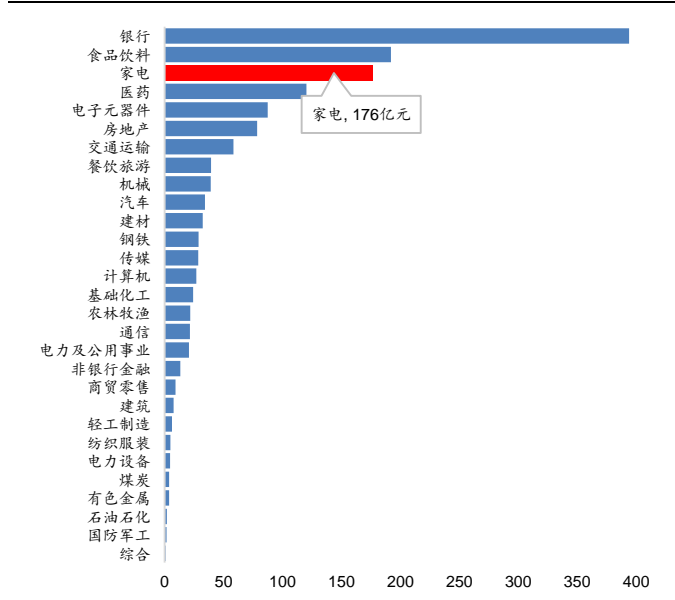
数据来源:《台湾地区引入 QFII 的经验》郑杨等, 广发证券发展研究中心

家电板块符合外资配置风格, 一直属于超配

注: 本文中提到的“配置比例”是外资持有家电股的市值占其A股配置总市值的比例, “超配比例”是外资持有家电股的市值占A股配置总市值的比例超过家电总市值占A股总市值的比例。

从外资角度来看, QFII持仓结构中, 截止到2018年9月30日, 银行、食品饮料、家电属于持有市值最高的三个行业; 从超配比例来说, 家电超配9.7%, 排名第二。

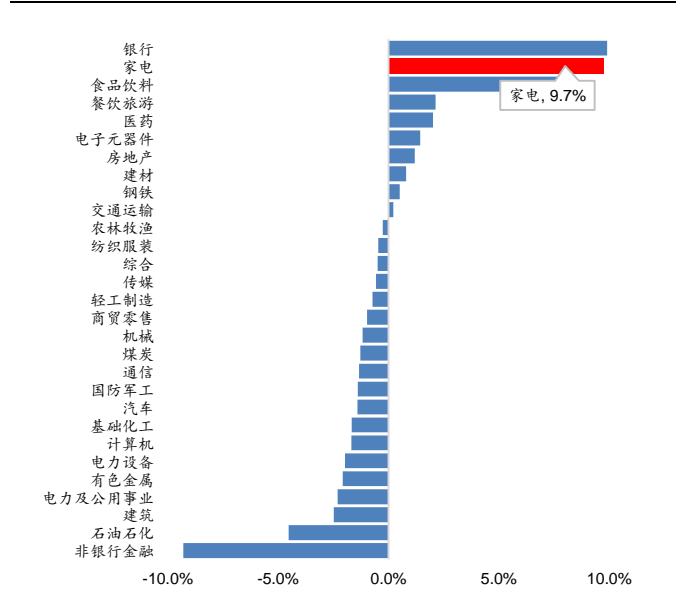
图 3: 各行业 QFII 持仓市值 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

* 行业成分股按照中信一级选取; QFII持股数量为2018Q3上市公司定期报告披露的十大股东、十大流通股东、QFII重仓股持股数量的加总, 可能存在一定低估; 计算持仓市值时则选取了3月15日收盘价。

图 4: 各行业 QFII 超配比例 (%)

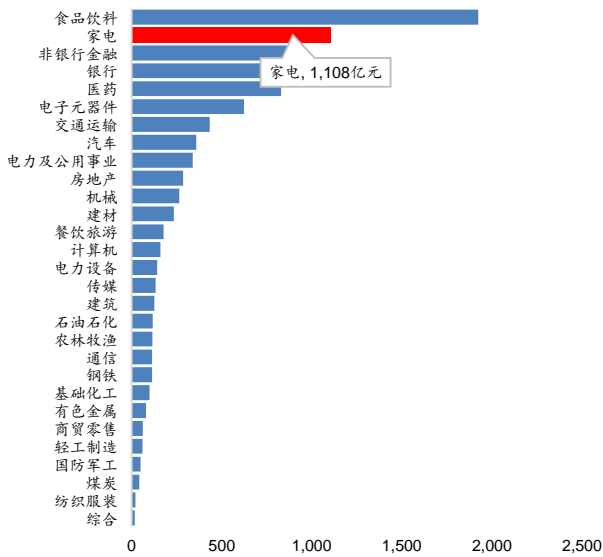


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

* 计算QFII配置比例时持股数量为2018Q3上市公司定期报告披露的十大股东、十大流通股东、QFII重仓股持股数量的加总; 计算持仓市值时则选取了3月15日收盘价。

从陆港通的数据来看，截止到2019年3月15日，陆股通持有家电行业股票的市值为1,108亿元，占其配置A股总市值的比例达到11.3%，超过家电股占A股总市值的比例分别达到9.1%，排名仅此于食品饮料，外资对消费蓝筹的偏好表现得较为明显。

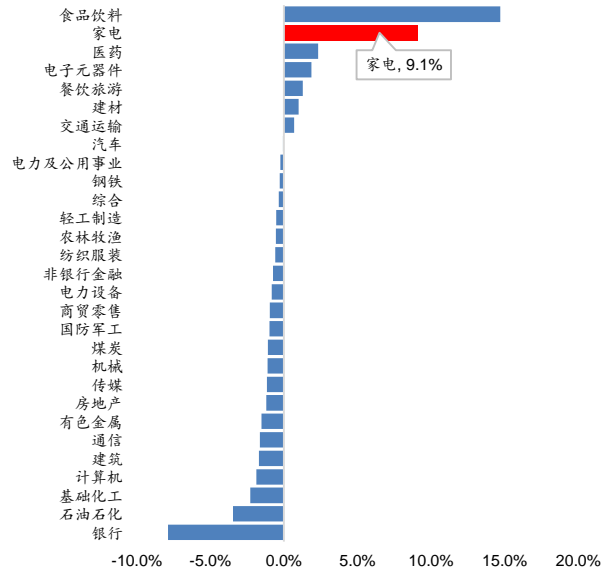
图 5: 各行业陆股通持仓市值 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

* 行业成分股按照中信一级选取; 计算持仓市值时选取了3月15日收盘价及陆股通持股数量。

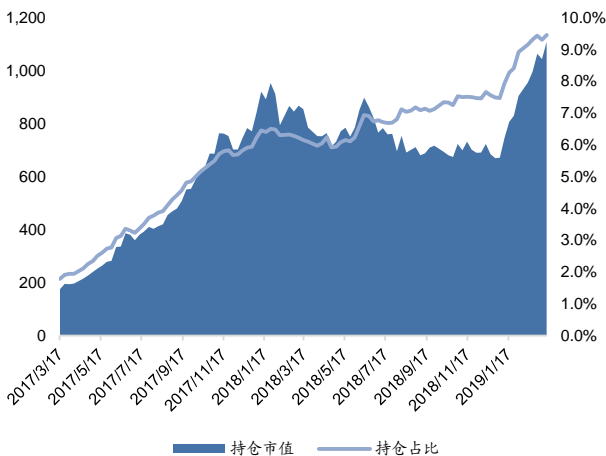
图 6: 各行业陆股通超配比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

* 行业成分股按照中信一级选取; 计算持仓市值时选取了3月15日收盘价及陆股通持股数量。

图 7: A 股及家电行业陆股通净流入情况 (亿元, 持股市值左轴, 持股占比右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 各行业年初以来陆股通净流入占比 (% , 配置比例左轴, 超配比例右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

拉长时间维度来看，北上资金持有家电板块在2016年底深港通正式启动后快速上行(家电板块权重股如美的集团、格力电器等均在深交所上市)。分三个阶段来看：

站在外资的角度，陆股通配置家电公司市值占其配置A股总市值的比例有所波动：

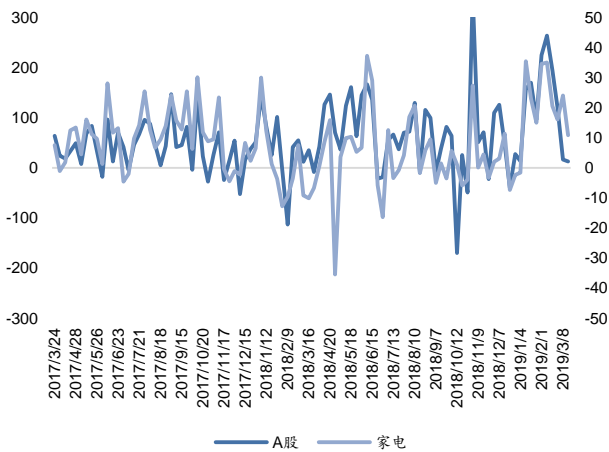
- (1) 2017年3月初至2018年1月底：外资超配家电板块的比例从5.4%提升至13.1% (+7.6pct)，配置意愿提升明显；
- (2) 2018年2月初至2018年底：在高基数 + 地产与库存周期导致景气度下行的预期下，人民币价格走至相对高位，配置稳健家电股的吸引力有所下降。外资超配家电板块的比例从13.1%下降至8.0% (-5.0pct)；
- (3) 2019年初至今：外资配置家电板块亿元再次上升，超配比例从8.0%提升至9.1% (+1.1pct)

站在股东结构的角度，外资配置家电公司市值占家电公司总市值的比例持续上升：

- (1) 2017年3月初至2018年1月底：外资持有家电公司的市值从176亿元增长至953亿元(+4.4x)，外资持股市值占家电公司总市值的比例从1.8%上升至6.5%(+4.7pct)；
- (2) 2018年2月初至2018年底：外资持股市值占家电公司总市值的比例保持相对稳定；
- (3) 2019年初至今：外资持股市值占家电公司总市值的比例略有上升。年初以来板块净流入213.5亿元，仅次于同期净流入216.0亿元的食品饮料行业位列第二。

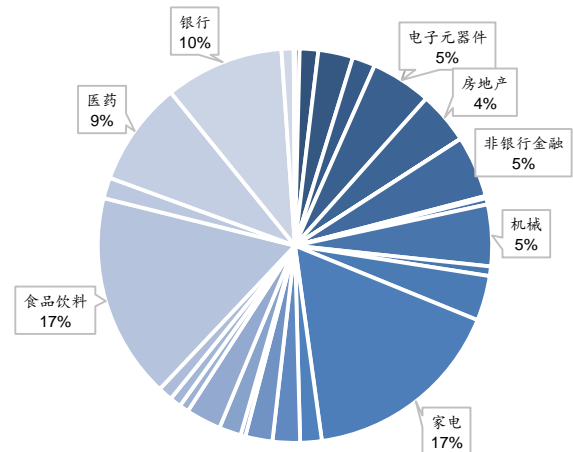
但近两周在陆股通停止接受大族激光买盘、MSCI调整权重事件后北上资金整体的净流入速度明显收窄，近两周净流入金额分别为16.7亿元/12.9亿元；根据测算，家电行业近两周净流入速度收窄幅度相对较小，流入金额仍分别达到24.1亿元/10.9亿元。

图 9：A 股及家电行业陆股通净流入情况（亿元，A 股左轴，家电右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：各行业年初以来陆股通净流入占比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

* 计算时剔除了股价波动引起持仓市值变化的因素

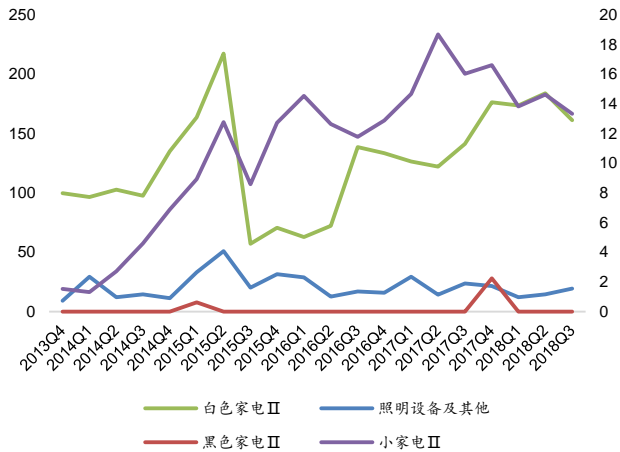
外资持股占总股本比例已较高

注：本文中“持仓占比”是外资持有家电股的市值占家电股总市值的比例。

将家电行业进一步拆分来看，外资明显更为偏好权重高、竞争格局稳定、分红率高

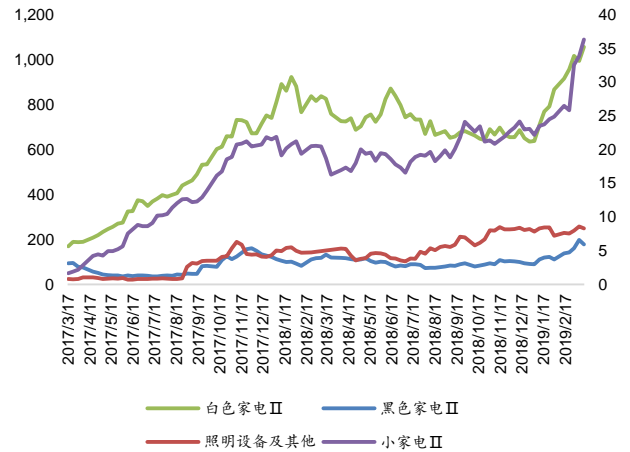
的白色家电板块，对成长性稳定的小家电行业也有所青睐，但对照明与黑电板块的配置意愿则相对平淡。白电、小家电板块QFII/陆股通持仓市值分别达到161亿元/1,057亿元、13亿元/36亿元，陆股通年初以来净流入分别达到195.3亿元、6.1亿元。

图 11: 家电细分行业 QFII 持仓市值 (亿元, 白色家电左轴, 其他右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
*计算市值时采用3月15日收盘价

图 12: 家电细分行业陆股通持仓市值 (亿元, 白色家电左轴, 其他右轴)

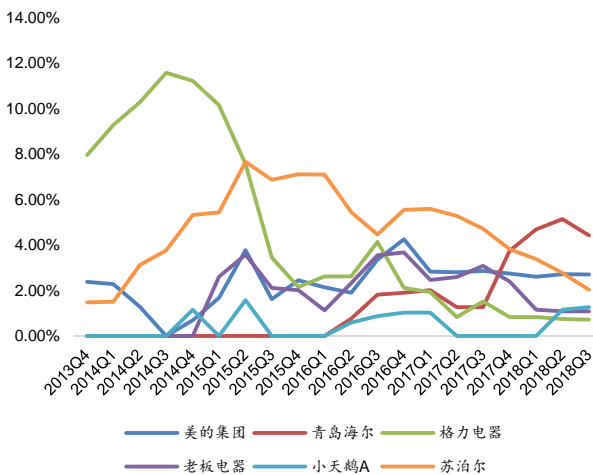


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
*计算市值时采用3月15日收盘价

持有白马蓝筹比例较高

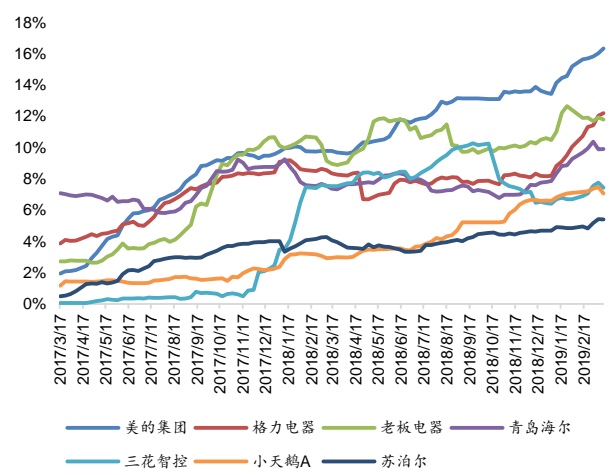
个股方面，QFII与陆股通的配置偏好基本一致，其中家电板块的龙头蓝筹股如美的集团、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、小天鹅A的陆股通持股比例变动与上文所述家电行业整体的情况基本保持一致，均在2017FY大幅上升，在2018FY保持基本稳定，在2019年年初至今再次上行。仅零部件龙头三花智控进入2019FY后维持在相对低位。

图 13: 主要家电个股 QFII 持股占总股本比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 主要家电个股陆股通持股占总股本比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 家电板块主要个股外资持股情况 (亿元, %)

证券名称	QFII 持股市值		陆股通持股市值		年初以来			近两周		
	(截止至 2018Q3)	持股占比	(截止至 2019/3/15)	持股占比	净流入	占市值	占总流入	净流入	占市值	占总流入
美的集团	86	2.7%	515	16.3%	76.0	2.4%	6.0%	15.9	0.5%	53.8%
格力电器	20	0.7%	344	12.2%	100.7	3.6%	7.9%	20.9	0.7%	71.0%
青岛海尔	45	4.2%	106	9.9%	20.2	1.9%	1.6%	-5.0	-0.5%	-17.0%
老板电器	3	1.1%	31	11.8%	2.4	0.9%	0.2%	0.3	0.1%	0.9%
苏泊尔	11	2.0%	28	5.4%	3.5	0.7%	0.3%	1.2	0.2%	4.0%
三花智控	2	0.5%	26	7.4%	2.9	0.8%	0.2%	-0.4	-0.1%	-1.4%
小天鹅 A	5	1.3%	26	7.1%	1.2	0.3%	0.1%	-1.1	-0.3%	-3.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

* 占总流入是指陆股通个股的净流入在全行业净流入中的占比

从年初至今的情况来看, **青岛海尔**在MSCI对美的集团进行纳入因子调整后近两周累计净流出, 或是因其可查外资持股比例较高(尤其QFII在2018Q3重仓持有青岛海尔的比例甚至高于美的集团); 而**美的集团**、**格力电器**继续以较大的金额实现净流入; 其他主要个股基本保持稳定。

表 6: 家电板块主要个股外资持股占总股本比例 (%)

	A: QFII 持股	B: 陆股通持股
	(截止至 2018Q3)	(截止至 2019/3/15)
青岛海尔	4.42%	9.90%
格力电器	0.72%	12.19%
老板电器	1.09%	11.79%
小天鹅 A	1.28%	7.05%
苏泊尔	2.03%	5.41%
三花智控	0.49%	7.43%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从QFII持股数据与陆股通持股数据来看, 目前除**美的集团**外, 外资持股数量占总股本比例较高的家电个股还包括**青岛海尔**、**格力电器**、**老板电器**。

风险提示

MSCI纳入因子调整不及预期; 外资A股配置意愿不及预期; 汇率大幅波动。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。