

家用电器行业

全球家电龙头对比专题：A股家电龙头未来有望享受估值溢价

分析师：曾婵

分析师：袁雨辰

分析师：王朝宁



SAC 执业证号：S0260517050002



SAC 执业证号：S0260517110001



SAC 执业证号：S0260518100001



SFC CE.no: BNV293



SFC CE.no: BNV055



SFC CE.no: BNV055



0755-82771936



021-60750604



021-60750604



zengchan@gf.com.cn



yuanyuchen@gf.com.cn



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。

● A股上市家电公司对标境外可比公司估值水平整体相当，但资产质量更高，未来有望享受估值溢价

随着深港通的开放，外资对A股家电板块上市公司表现出了较强的配置意愿。Wind数据显示，截止至2019年3月31日外资投资者通过陆股通持有A股家电上市公司的总市值已达1,104亿元，占家电行业总市值的9.0%。其中美的集团、格力电器、老板电器、青岛海尔、小天鹅A为首的白马蓝筹股更受外资投资者的瞩目。

目前A股白电公司估值水平与国际综合家电龙头相比较为接近，但距离国际专业化龙头仍具备一定空间；厨电与小家电公司估值水平与海外较为接近。但同时我们也注意到，在整体估值相当的情况下，A股家电公司表现出了更好的资产质量，具备更大的市场空间、更快的增长速度、更强的生产与管理效率。因此，站在全球配置角度来看，A股家电龙头依然具有良好的性价比，未来更优的公司质地有望获得更高的溢价。

● “快”增长是“高”估值的基本前提，黄金十年后A股家电仍具增速优势

海外家电公司收入与业绩增速与历史静态估值水平呈正相关，可见快“增长”仍是“高”估值亘古不变的前提。从历史与近期的情况看：

- (1) 受益于中国经济高速增长和消费升级，过去10年A股家电龙头在收入端、利润端的复合增长率均大幅高于海外可比公司；
- (2) 在地产下行周期的短期压力下，2019年A股家电公司增速将有所放缓，但仍高于海外家电公司的一致增长预期。预计未来五年中国家电公司依然能保持高于海外家电公司的成长速度。

● “高”盈利能力或可享估值“溢价”，A股家电盈利普遍更强

从海外可比公司的财报与估值数据来看，盈利能力较强的公司通常具备一定的估值溢价。坐拥有着庞大内需的本土市场，凭借良好的生产、经营和渠道管理能力，A股家电公司获得了明显的规模经济效应，盈利能力通常强于海外可比公司。

● 高“效率”更易受投资者青睐，A股家电龙头效率更高

海外家电公司历史ROE中枢与静态PB估值间呈现出了较强的正相关性。而相比之下，A股家电公司资金使用效率与自有资本运营效率更为领先。根据杜邦分析法拆分来看，A股家电公司更高的ROE指标一方面来自于整体净利润率水平的领先，另一方面也在于白电企业对于财务杠杆的运用更加合理、小家电企业更高的资产周转率。

● “高”分红对估值影响并不明显，利润质量的“高低”则略有影响

- (1) 海外家电静态PE估值与历史股息支付率中枢的高低没有较为明显的联系，A股股息率目前也没有明显优势；
- (2) 海外家电公司的静态PE估值与利润质量高低有着一定的正相关关系，以经营性现金流/营业利润的指标来看，A股家电公司也未具备明显的优势。

● 风险提示

MSCI纳入因子调整不及预期；外资对A股的配置意愿不及预期；汇率大幅波动。

相关研究：

家用电器行业:地产景气度上行，家电需求有望边际改善	2019-03-31
家用电器行业:2月行业数据点评：空调出货略超预期，地产景气度触底回升	2019-03-29
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	2019-03-19

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

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(%)	
				2019/4/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
美的集团	000333.SZ	买入	CNY	53.65	46.24	3.11	3.39	17.25	15.83	14.3	12.5	24.2	23.5
格力电器	000651.SZ	买入	CNY	47.21	45.80	4.41	4.67	10.69	10.11	5.7	5.0	32.6	28.4
青岛海尔	600690.SH	买入	CNY	18.24	19.65	1.19	1.31	15.29	13.96	8.5	7.0	19.3	18.5
小天鹅 A	000418.SZ	买入	CNY	63.48	/	2.94	3.32	22.34	19.11	19.9	16.4	22.2	22.6
老板电器	002508.SZ	增持	CNY	33.50	26.10	1.56	1.63	21.47	20.50	17.6	15.9	22.0	18.7
华帝股份	002035.SZ	增持	CNY	15.99	11.50	0.78	0.85	20.46	18.77	14.9	13.0	21.7	19.1
浙江美大	002677.SZ	增持	CNY	15.16	14.00	0.58	0.67	26.14	22.52	19.7	15.7	22.5	21.0
苏泊尔	002032.SZ	买入	CNY	72.53	78.40	2.03	2.45	35.67	29.66	23.0	19.5	28.3	27.9
九阳股份	002242.SZ	买入	CNY	25.07	27.25	0.98	1.09	25.51	23.04	21.7	18.7	19.8	21.2
飞科电器	603868.SH	买入	CNY	45.42	56.25	1.94	2.25	23.41	20.21	14.3	12.2	32.5	33.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 其中小天鹅 A、浙江美大、苏泊尔、九阳股份、飞科电器已发布 2018 年年报, 则根据最新年报披露的数据计算

图表索引

图 1: 通过陆港通持有家电公司市值占其总市值的比例.....	5
图 2: 家电行业中陆股通持股市值占总市值比例 TOP5	5
图 3: A 股家电公司 PE (ttm) 与海外公司估值范围比较.....	7
图 4: 主要家电个股 PE(ttm)估值水平横向对比.....	7
图 5: 海外公司按收入 CAGR (横轴) 排序的 10 年历史静态 PE 估值范围及中位数 (纵轴)	8
图 6: 海外公司按利润 CAGR (横轴) 排序的 10 年历史静态 PE 估值范围及中位数 (纵轴)	8
图 7: A 股与海外公司近十年收入 CAGR 对比	8
图 8: A 股与海外公司历史十年净利润 CAGR 对比.....	8
图 9: 主要家电个股近十年收入 CAGR 横向对比	9
图 10: 主要家电个股近十年净利润 CAGR 横向对比.....	9
图 11: A 股家电公司与海外可比公司 2019E 业绩增速对比	9
图 12: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的净利润率	10
图 13: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的毛利率	10
图 14: A 股与海外公司净利润率水平对比.....	10
图 15: A 股与海外公司毛利率水平对比.....	10
图 16: 主要家电个股毛利率横向对比	11
图 17: 主要家电个股净利润率横向对比	11
图 18: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的历史应收账款周转率	11
图 19: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的历史库存周转率.....	11
图 20: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的应付账款周转率.....	12
图 21: 海外公司按估值中枢 (横轴) 排序的现金循环周期	12
图 22: A 股与海外公司应收账款周转率对比	12
图 23: A 股与海外公司库存周转率对比.....	12
图 24: A 股与海外公司应付账款周转率对比	13
图 25: A 股与海外公司现金循环周期对比.....	13
图 26: 海外公司按 PB 估值中枢 (横轴) 排序的 ROE (%)	13
图 27: 海外公司按 PB 估值中枢 (横轴) 排序的 ROIC (%)	13
图 28: 主要家电个股 ROE 横向对比	14
图 29: 主要家电个股 ROIC 横向对比	14
图 30: A 股与海外公司 ROE (%) 对比	14
图 31: A 股与海外公司权益乘数对比	14
图 32: A 股与海外公司净利润率对比	15
图 33: A 股与海外公司资产周转率对比.....	15
图 34: 海外公司按股息率中枢 (横轴) 排序的历史估值.....	15
图 35: 海外公司按股利支付率中枢 (横轴) 排序的历史估值.....	15
图 36: 海外公司按经营性现金流净额 / 经营利润 (横轴) 排序的历史估值.....	16

图 37: 海外公司按自由现金流历史 10 年间 CAGR (横轴) 排序的历史估值..... 16

图 38: A 股与海外公司十年股利支付率中位数对比 16

图 39: 主要家电个股十年股利支付率中位数对比..... 16

图 40: A 股与海外公司十年经营性现金流 / 营业利润中位数对比 17

图 41: 主要家电个股十年经营性现金流 / 营业利润中位数对比..... 17

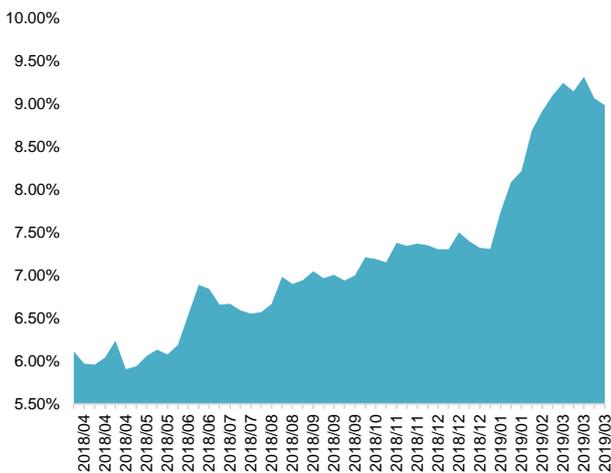
表 1: 海外家电上市可比公司样本 (剔除市值 40 亿人民币以下以及家电主业占比较低的公司) 5

表 2: 重点公司估值和财务分析表..... 17

站在全球投资视角看 A 股家电龙头

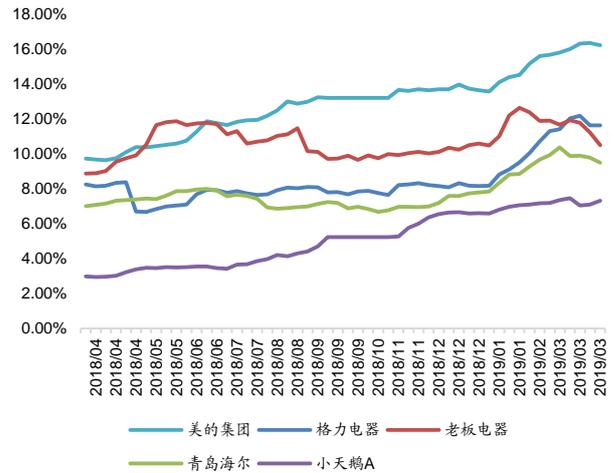
2016年年底深港通正式启动，通过港交所持有A股公司的投资者对家电板块表现出了较强的配置意愿。Wind数据显示，截止至2019年3月31日，外资投资者通过陆股通持有A股家电上市公司市值共计1,104亿元，占家电行业整体总市值的9.0%。

图 1：通过陆股通持有家电公司市值占其总市值的比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：家电行业中陆股通持股市值占总市值比例 TOP5



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其中占比最高的五只个股分别为美的集团（16.22%）、格力电器（11.64%）、老板电器（10.51%）、青岛海尔（9.50%）、小天鹅A（7.33%）。若考虑QFII则实际外资持有占比可能会更高，如深交所披露的2019年4月2日美的集团的整体外资持股比例为27.20%（具体对外资持有A股家电公司的分析参见我们2019年3月19日外发的报告《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》）。

表1：海外家电上市可比公司样本（剔除市值40亿人民币以下以及家电主业占比较低的公司）

证券代码	证券简称	2018FY		行业地位	公司简介
		营收	净利润		
AOS US	SMITH (A.O.)	21,103	2,941	全球热水器龙头	A.O.史密斯公司制造住宅和商用加热设备和水处理产品。该公司在全球范围内行销其产品。
ARCLK TI	ARCELIK	37,749	1,195	土耳其综合家电龙头 当地大、小家电市占率第一	阿塞利克股份公司生产和销售阿塞利克和倍科两个品牌的冰箱、洗衣机、厨具、真空吸尘器、制冷压缩机、电动机和电子消费品。公司主要在土耳其销售其产品，并出口至整个欧洲大陆、英国和突尼斯。
BRG AU	BREVILLE	3,290	295	澳大利亚小家电龙头 当地厨房小电市占率第一	Breville 集团有限公司设计并销售家用电器产品。该公司销售咖啡机、榨汁机、烧烤架、榨汁器、烤面包机、电水壶、真空吸尘器、三明治

机、电饭锅、加热和制冷产品、电动剃须刀、电熨斗、烹调用具和刀具。

福库电子有限公司制造家用电器。该公司开发并提供电子压力锅、加湿器、吸尘器和空气净化器等产品，销往全球。

大金工业株式会社制造家用及商用空调设备。该公司还经营化学品、液压工程、国防系统及电子商务。

德龙公司致力于在全球范围内设计、生产和分销小家电，在浓缩咖啡机、食品加工机、舒适性及家庭护理产品分类占有市场份额。该集团的品牌包括德龙、建伍、博朗（通过针对部分产品分类的永久授权协议）及阿列特。

伊莱克斯生产家用和专用电器，包括冰箱、洗碗机、洗衣机、空调、微波炉、真空吸尘器和炉灶，为全球客户提供服务。

G.U.D.产品包括小型电器、割草机、清洁产品、汽车零件、输水泵和水压系统、安防产品、游泳池泵以及水疗浴控制器。

能率株式会社是一家生产和销售燃气热水器和电热水器的公司。还将业务拓展至了整体厨卫设施、空调设备、加热器等。

林内产品包括各种燃气器具，包括家用及商用烹饪设备、房间及水加热设备以及烘干机。遍及东南亚、澳大利亚和美国。

赛博从事小型家用电器的生产。包括烹调用具、电炊具、食品和饮料制备设备、真空吸尘器和个人护理产品，行销全球。

Symphony 有限公司制造各种空气冷却器。该公司的产品包括蒸汽式空调、空调和热水器。

TTK Prestige 有限公司生产一系列家用电器。该集团的产品包括压力锅和非粘厨具、不锈钢和玻璃真空长颈瓶以及燃气灶具。

惠而浦产品包括洗衣机、冰箱、空调设备、烹饪器具、洗碗机、搅拌器及其他小型家电。惠而浦的产品销往世界各地。

钱高组公司产品包括电饭锅、咖啡机、热水瓶、加湿器和净水器。钱高组公司在日本、北美和亚洲销售其产品。

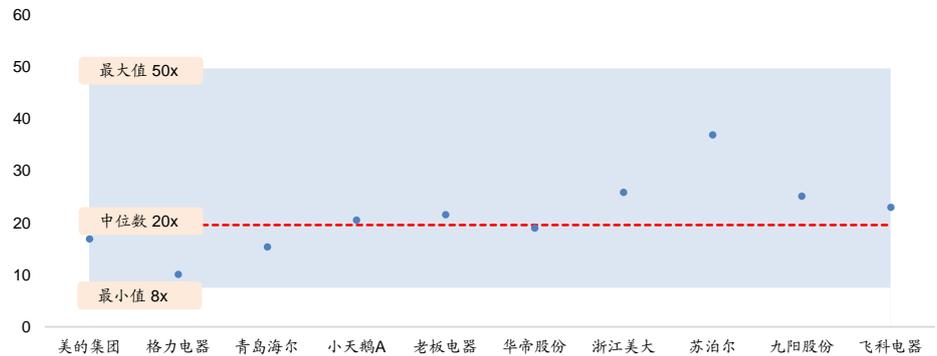
192400 KS	CUCKOO	2,966	509	韩国厨房小家电龙头 当地市占率第一
6367 JT	DAIKIN	136,855	11,295	全球家用及商用空调龙头
DLG IM	DE'LONGHI	16,233	1,443	全球小家电龙头 意大利当地市占率第一
ELUXB SS	ELECTROLU X	94,534	2,898	全球综合家电龙头
GUD AU	G.U.D.	2,000	514	澳大利亚小家电龙头 当地厨房小电市占率第二
5943 JT	NORITZ	12,577	346	全球燃气具龙头
5947 JP	RINNAI	20,737	1,266	全球燃气具龙头
SK FP	SEB	53,206	3,273	全球小家电龙头
SYML IN	SYMPHONY	818	198	印度空调龙头
TTKPT IN	TTK PRESTIGE	1,924	271	印度厨房小电龙头 当地市占率第一
WHR US	WHIRLPOOL	139,261	-1,211	全球综合家电龙头
7965 JT	ZOJIRUSHI	5,045	264	日本厨房小电龙头 当地市占率第一

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

随着持仓投资者的结构逐步发生变化，家电上市公司股票的定价权正向着占比逐步提高，同时具备增量资金特征的境外投资者转移。我们在本篇报告中对海外上市的家电公司进行了梳理，希望借海外之石攻A股之玉：通过观察海外上市家电公司的基本面因子，结合估值变化总结出境外投资者对家电公司财报中各类指标的具体偏好。

注：若无特殊说明，本报告中时间序列数据均使用过去10年的历史数据，**横截面数据则使用2018年年报数据**，其中部分未出年报的公司使用**2017年年报数据**；图表中的浅蓝色柱状图的上沿代表海外公司相应数据的最大值，下沿代表该数据的最小值，红色虚线与圆点代表该数据的中位数，蓝色圆点则代表A股公司的数据。

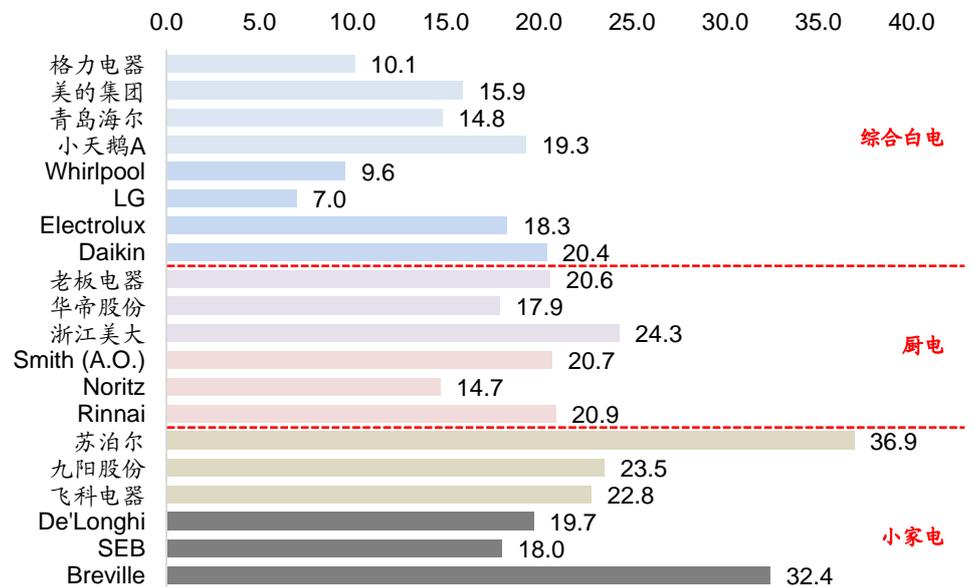
图3: A股家电公司PE (ttm) 与海外公司估值范围比较



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

整体而言,目前A股家电企业的估值水平相较境外可比公司相对合理,但资产质量更高。截止至2019年3月31日,A股家电企业PE(ttm)在10.1x至36.9x之间;所选取的样本中境外公司PE(ttm)在7.5x至49.8x之间,中位数为19.6x。其中估值水平较高Symphony、TTK(分别为65.1x/27.2x)业务主要在新兴市场——印度运作,其本土市场具备较大的成长潜力或是其估值偏高的主要原因。

图4: 主要家电个股PE(ttm)估值水平横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

细分到子行业来看, (1) A股白电公司估值水平与国际综合家电龙头相比较为接近,但距离国际专业化龙头仍具备一定空间; (2) 厨电与小家电估值与海外差异较小。

然而,在整体估值水平相当的情况下,隐藏着却是A股家电公司更大的市场空间、更快的增长速度、更强的生产与管理效率。我们认为,未来A股家电公司有望享受更高

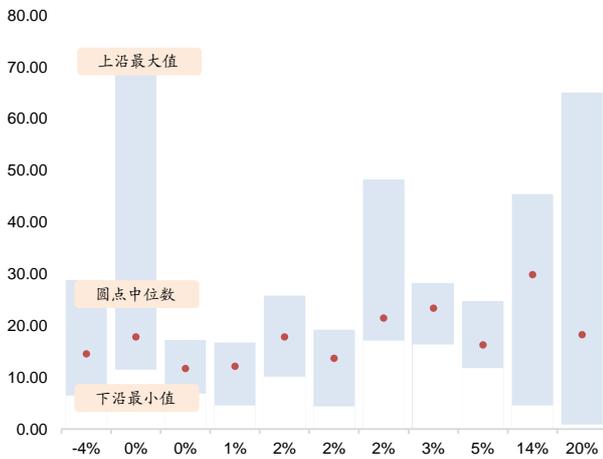
的市场溢价。

本篇报告中，我们将顺着估值的变化，从**增长、盈利、效率、现金**四个维度来探讨境外投资者如何定价海外家电公司，并通过财报数据来窥见A股家电公司的资产质量。

“快”增长是“高”估值的前提，黄金十年后 A 股家电仍具增速优势

“增长”是估值亘古不变的主题。在依据近10年海外公司的收入与业绩CAGR的高低对公司的历史静态估值进行排序后不难发现，估值水平与收入以及业绩增速都具备一定正向的联系。增长速度仍是境外投资者判断合理价值的重要考虑因素之一。

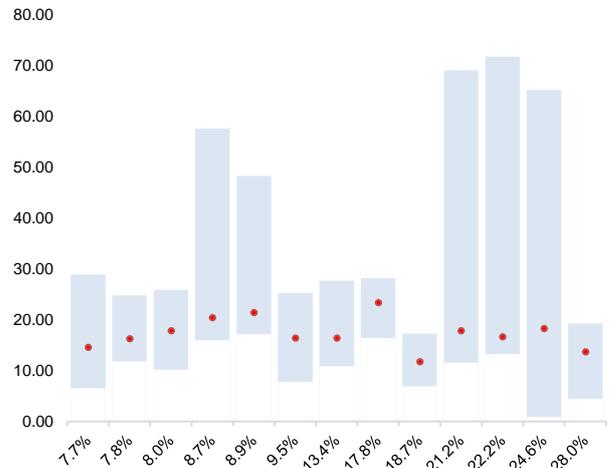
图 5: 海外公司按收入 CAGR (横轴) 排序的 10 年历史静态 PE 估值范围及中位数 (纵轴)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

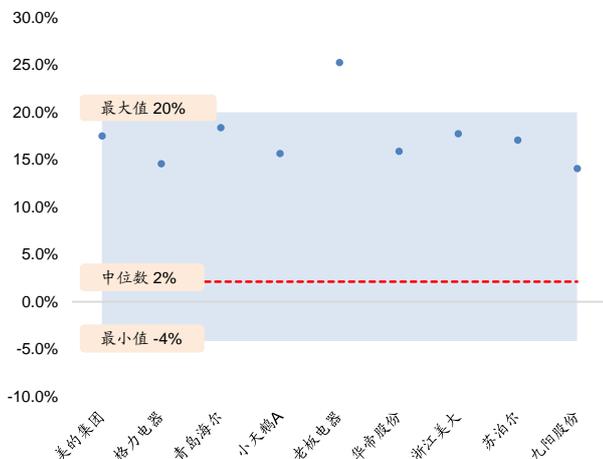
注: 由于海外公司财务报表日不尽相同, 因此在计算时统一使用2008-2018FY的十年CAGR

图 6: 海外公司按利润 CAGR (横轴) 排序的 10 年历史静态 PE 估值范围及中位数 (纵轴)



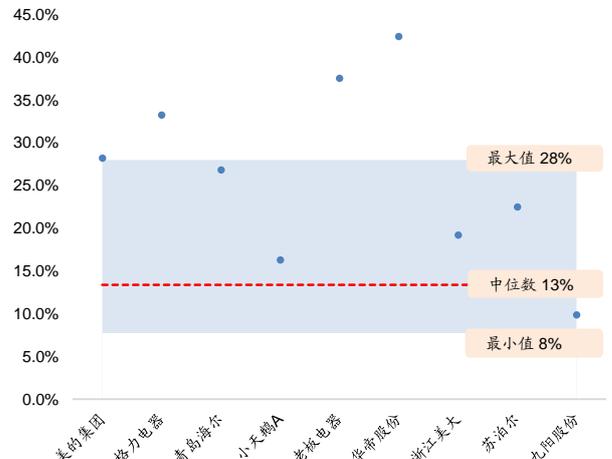
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 7: A 股与海外公司近十年收入 CAGR 对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 8: A 股与海外公司历史十年净利润 CAGR 对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从历史上来看，A股家电龙头在中国地产与经济持续发展的大周期下经历了黄金十年（2007-2017年），获得了高于海外可比公司的复合增长速度：

- (1) 收入端：A股家电龙头历史10年CAGR在14%至25%间，高于海外可比公司的-4%至20%（中位数仅2%），其中仅Symphony受益于快速增长的本土市场实现了较高增速（公司为印度空调制造销售商，10年CAGR为20.0%）；
- (2) 利润端：A股家电龙头历史10年CAGR在10%至42%间，同样高于海外公司的8%至28%（其中位数仅13%）。

若按公司所处细分行业来各自对比，中国家电龙头公司成长性的优势则更为明显。

图 9：主要家电个股近十年收入 CAGR 横向对比

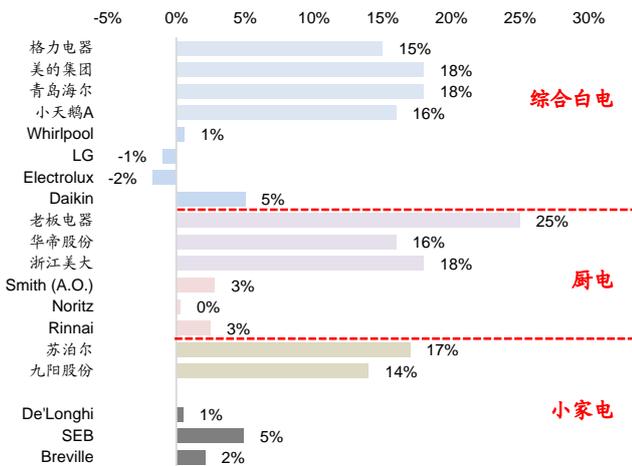
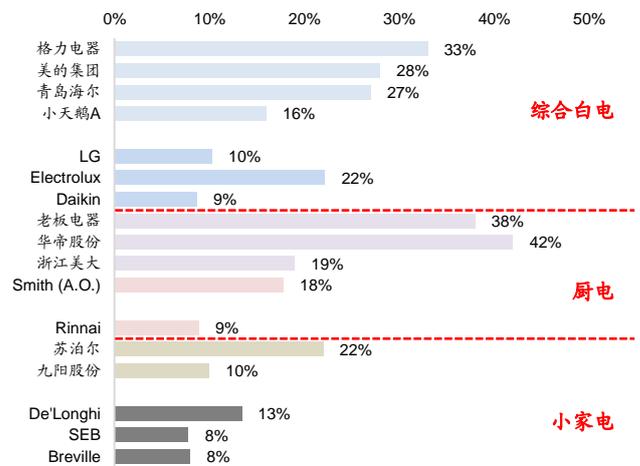


图 10：主要家电个股近十年净利润 CAGR 横向对比



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：其中由于浙江美大上市时间的原因，使用2008-2017年计算9年CAGR；由于海外公司财务报表日不尽相同，因此在计算时统一使用2008-2018FY的十年CAGR

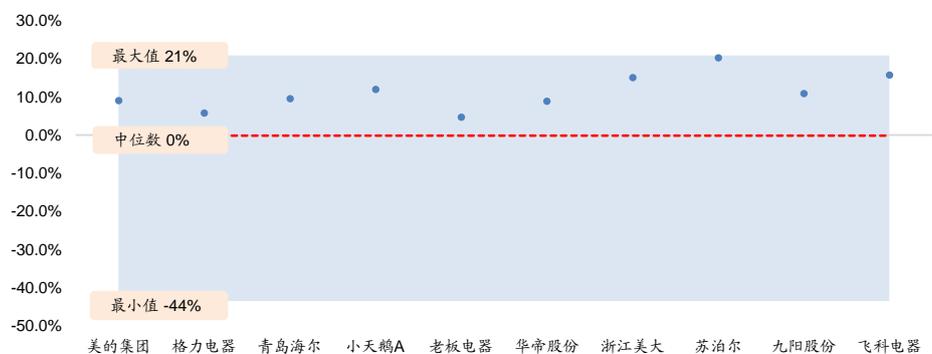
数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：其中由于浙江美大上市时间的原因，使用2008-2017年计算9年CAGR；由于海外公司财务报表日不尽相同，因此在计算时统一使用2008-2018FY的十年CAGR

从短期来看，A股家电龙头业绩增长仍有望超越海外可比公司：

在地产下行周期的压力下，2019年A股家电公司业绩增速预期有所放缓，各公司预计在5%至20%之间，仍高于海外可比公司增长的中位数0%。

图 11：A股家电公司与海外可比公司2019E业绩增速对比



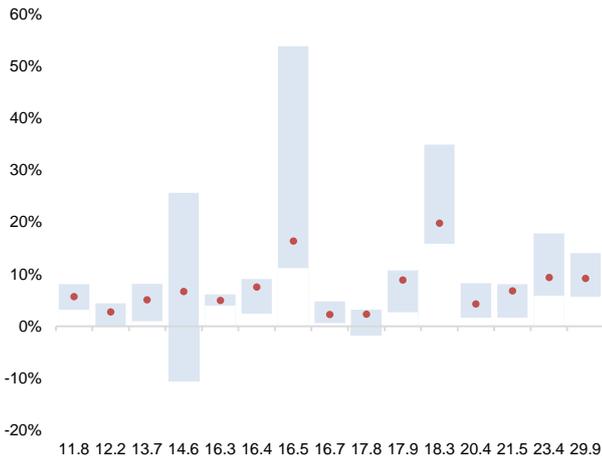
数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

* 注：海外公司业绩增速为彭博一致预期，小天鹅A业绩增速为万得一致预期，其余则来自广发证券家电组盈利预测

“高”盈利能力或可享估值“溢价”，A股家电盈利普遍更强

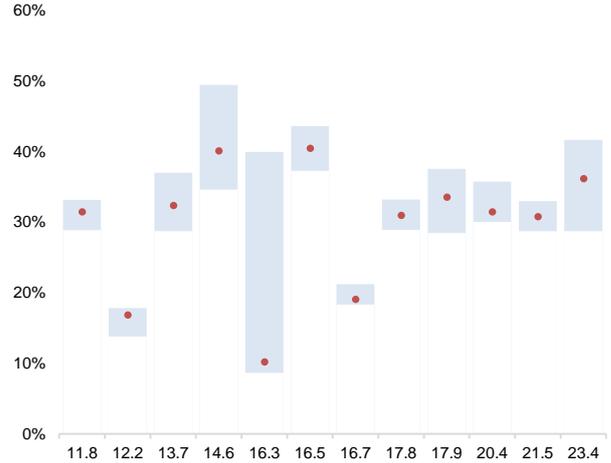
盈利能力较强的公司具备一定估值溢价。将海外公司毛利率与净利润率按照历史估值中枢排序来看，公司盈利水平与静态估值之间具备一定的正相关性，在剔除异常值后更为明显。可见海外投资者对盈利能力更强的公司通常会给予一定估值溢价。

图 12: 海外公司按估值中枢（横轴）排序的净利润率



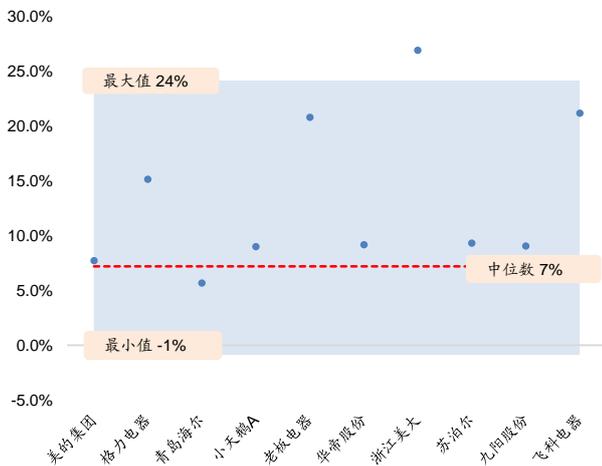
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 13: 海外公司按估值中枢（横轴）排序的毛利率



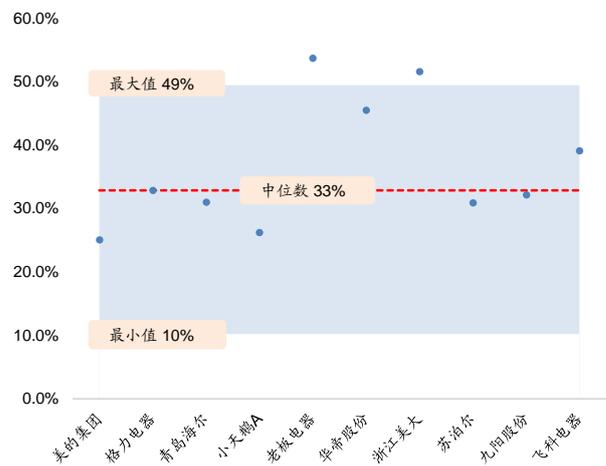
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 14: A股与海外公司净利润率水平对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 15: A股与海外公司毛利率水平对比



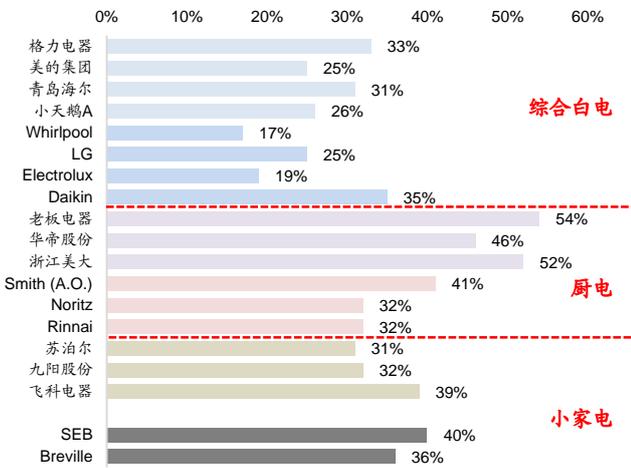
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

坐拥有着庞大内需的本土市场，A股家电公司经过数年的快速发展获得了明显的规模经济效应，盈利能力通常强于海外可比公司：

- (1) 毛利率：A股家电龙头毛利率水平在26%至53%之间，基本均高于海外可比公司33%的中位数。从细分行业来看：a. 白电龙头高于海外综合白电龙头，仅略低于专业化龙头Daikin；b. 厨电龙头普遍高于海外；c. 小家电公司略低于海外。

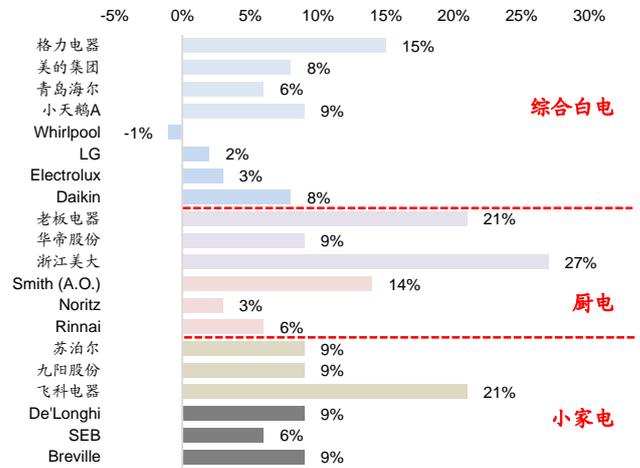
(2) 净利率：A股家电龙头净利率水平在6%至27%之间，普遍高于海外可比公司7%的中位数。从细分行业来看：白电、厨电、小家电龙头均高于海外。

图 16：主要家电个股毛利率横向对比



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 17：主要家电个股净利润率横向对比

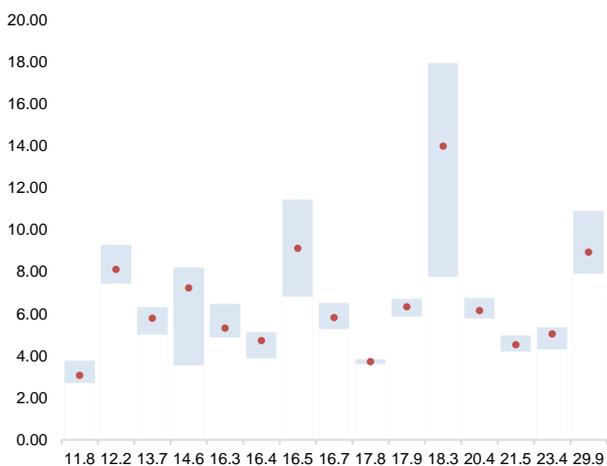


数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

“高”效率易受投资者青睐，A股家电龙头效率更高

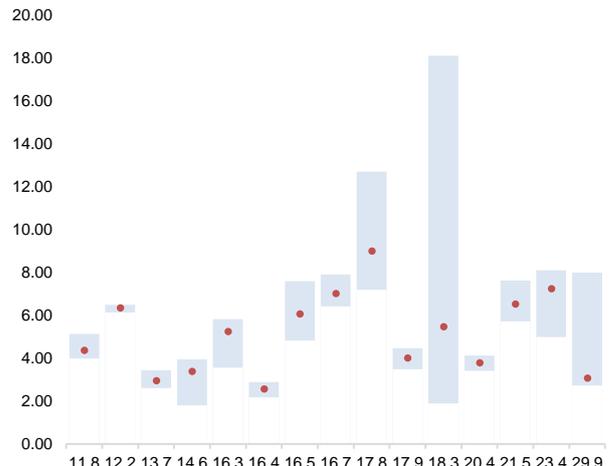
效率更高的公司通常更受境外投资者的青睐。这里我们从资金使用效率（周转率）、公司运营自有资本的效率（净资产收益率）两个角度来进行对比。

图 18：海外公司按估值中枢（横轴）排序的历史应收账款周转率



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19：海外公司按估值中枢（横轴）排序的历史库存周转率

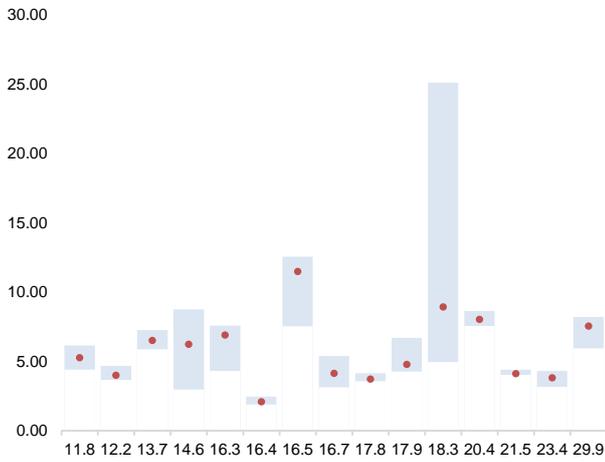


数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(1) 资金使用效率：更高的应收、存货周转率，更低的应付账款周转率通常可以表示公司拥有更快回收现金的能力，同时也表明公司具备更强挤占上下游资金、对上

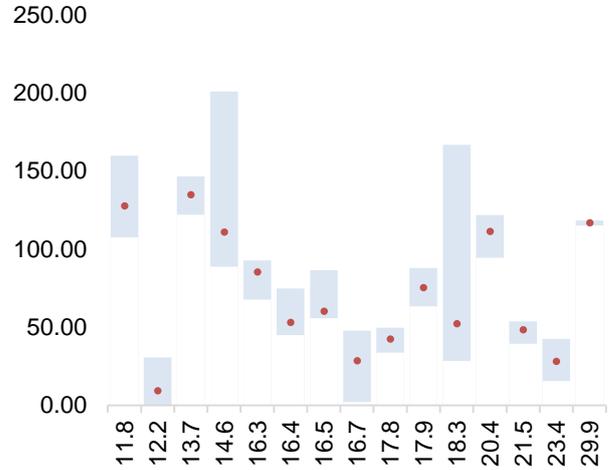
下游进行议价的能力。从估值层面来看，历史上海外家电龙头应收账款、存货周转率与自身的静态PE具备一定正相关。

图 20: 海外公司按估值中枢（横轴）排序的应付账款周转率



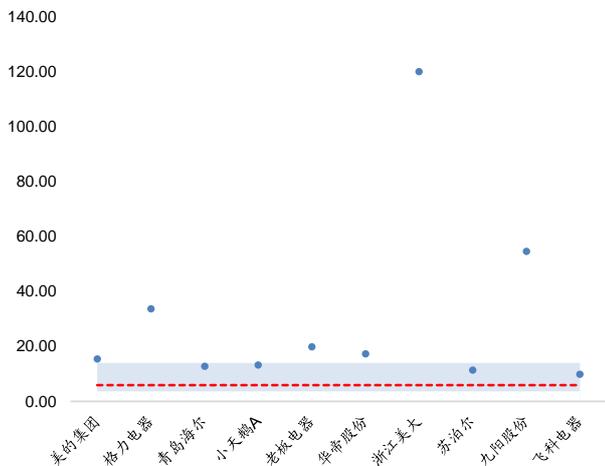
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 21: 海外公司按估值中枢（横轴）排序的现金循环周期



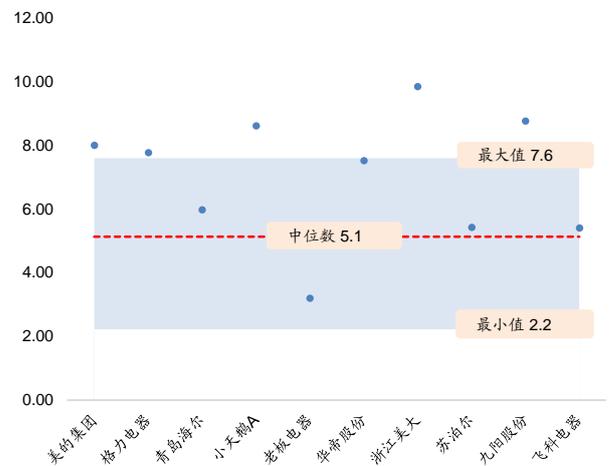
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 22: A 股与海外公司应收账款周转率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

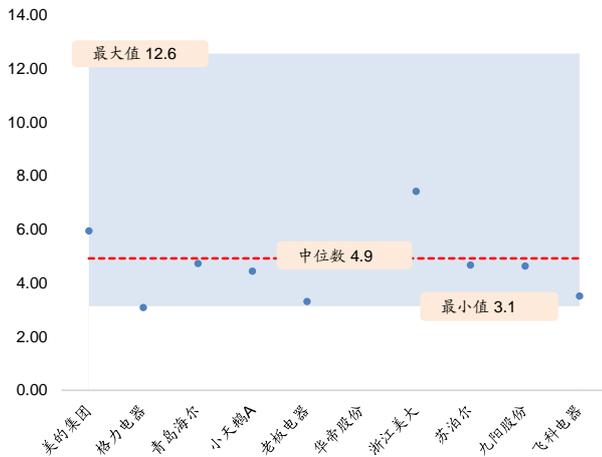
图 23: A 股与海外公司库存周转率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

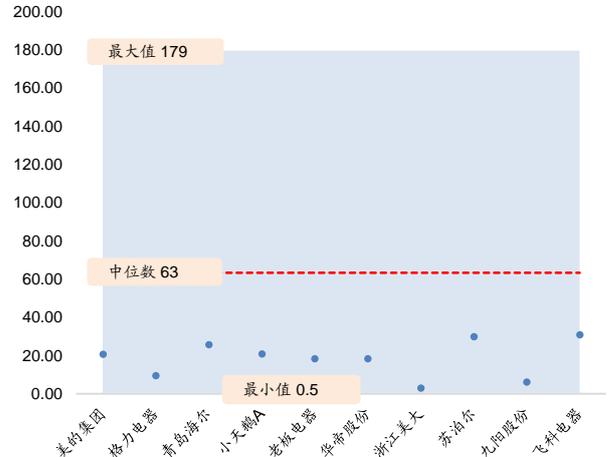
相比海外可比公司，A股家电公司对上下游的议价能力更强。在应付账款、应收账款、存货周转率上都具备明显优势，推动现金循环周期远低于海外公司。

图 24: A 股与海外公司应付账款周转率对比



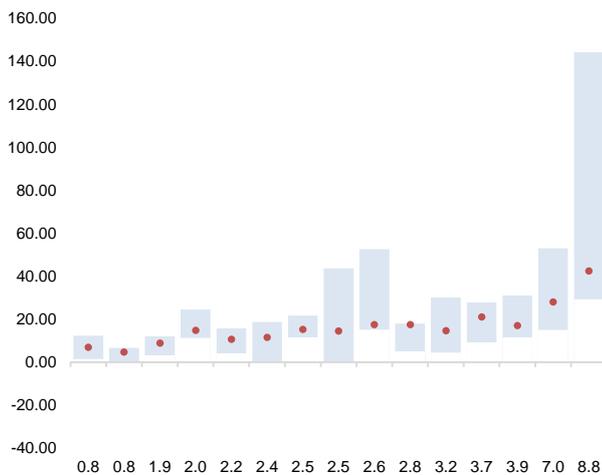
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 25: A 股与海外公司现金循环周期对比



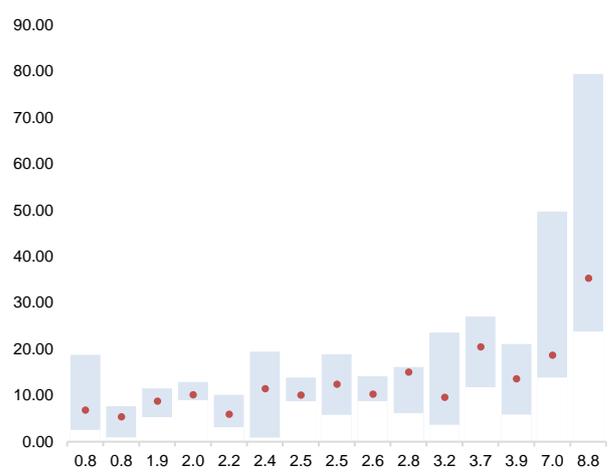
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 26: 海外公司按 PB 估值中枢 (横轴) 排序的 ROE (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

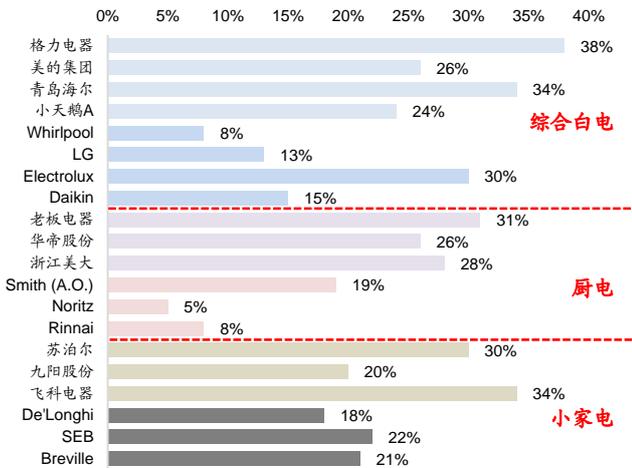
图 27: 海外公司按 PB 估值中枢 (横轴) 排序的 ROIC (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

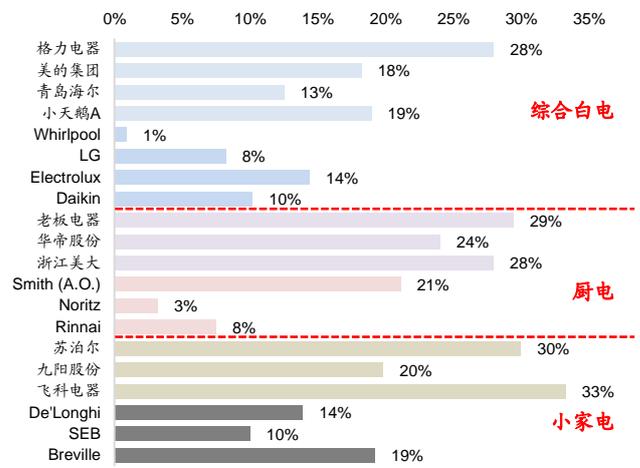
(2) **自有资本运营效率:** 净资产收益率ROE与投入资本回报率是衡量公司管理层运用自有资本效率的重要指标, 海外公司历史上ROE中枢与静态PB估值呈现出了较强的正相关性。

图 28: 主要家电个股 ROE 横向对比



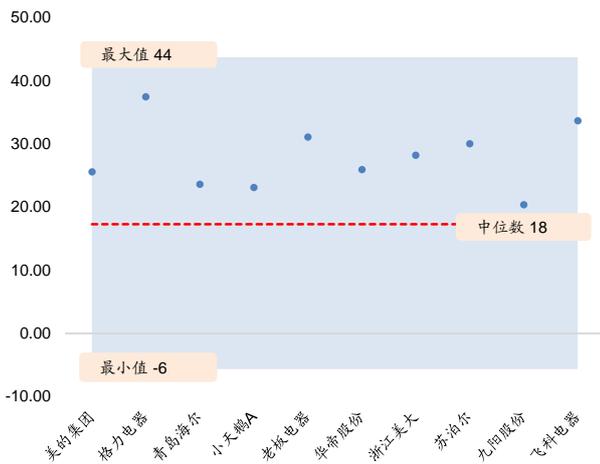
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 29: 主要家电个股 ROIC 横向对比



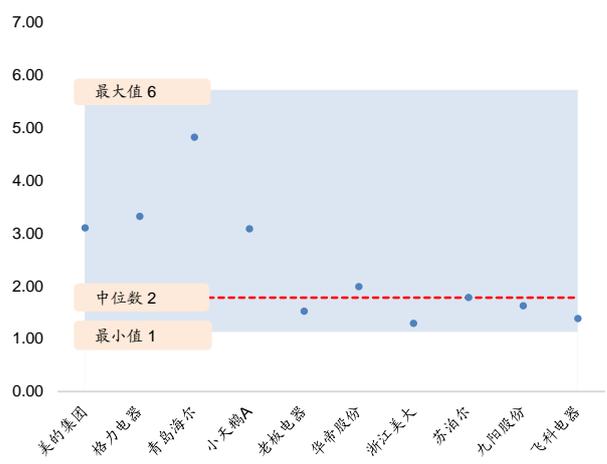
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 30: A 股与海外公司 ROE (%) 对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 31: A 股与海外公司权益乘数对比

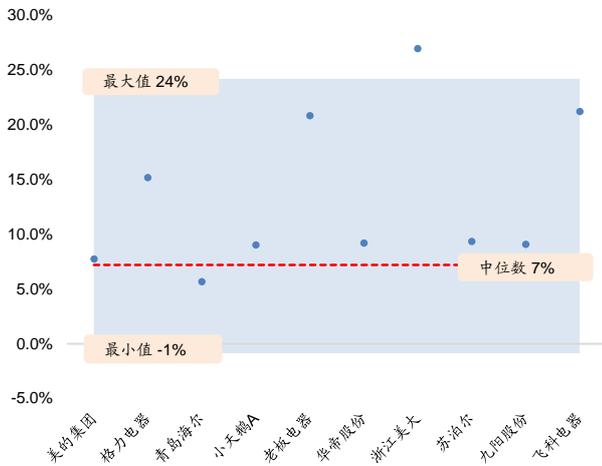


数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

相比之下, A股家电上市公司的ROE、ROIC水平普遍高于海外的可比公司。基于杜邦分析法将ROE拆分成净利润率 * 资产周转率 * 权益乘数来看:

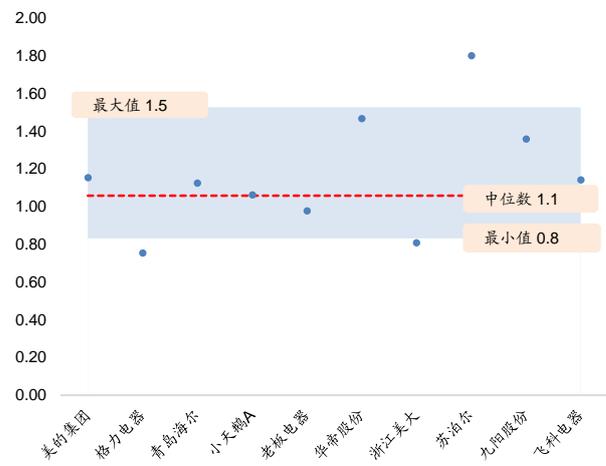
- (1) 白电: 除较高的净利润率外, 更合理利用杠杆是A股白电企业高ROE的主因;
- (2) 厨电: 高ROE水平主要来自超高的净利润率;
- (3) 小家电: 除净利润率外, 高资产周转率也为高ROE作出了贡献。

图 32: A 股与海外公司净利润率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 33: A 股与海外公司资产周转率对比



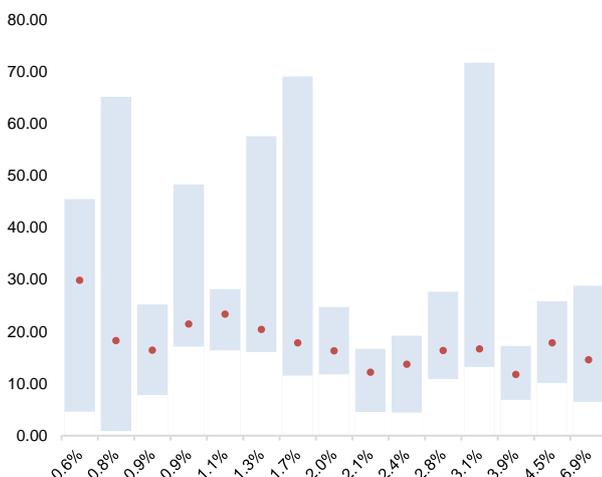
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

“高”分红对估值影响并不明显，利润质量的“高低”略有影响

在假设永续股息、稳定增长的前提下，通过戈登股利贴现模型我们可以推导出以下的PE估值公式：

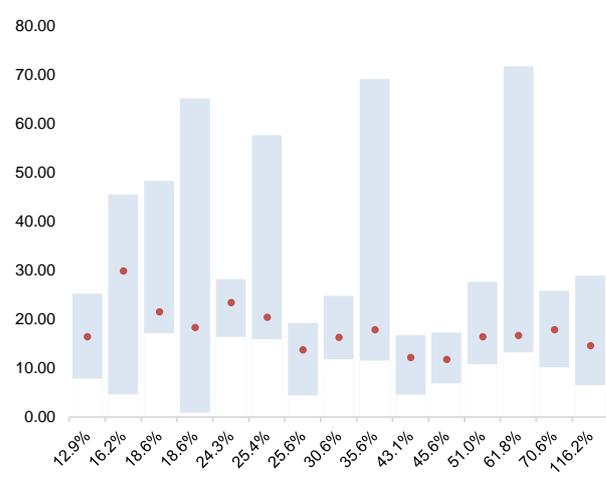
$$P = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \rightarrow P/E_1 = \frac{D_1}{E_1} \cdot \frac{1}{k-g} = \frac{\text{Dividend Payout Ratio}_1}{k-g}$$

图 34: 海外公司按股息率中枢（横轴）排序的历史估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

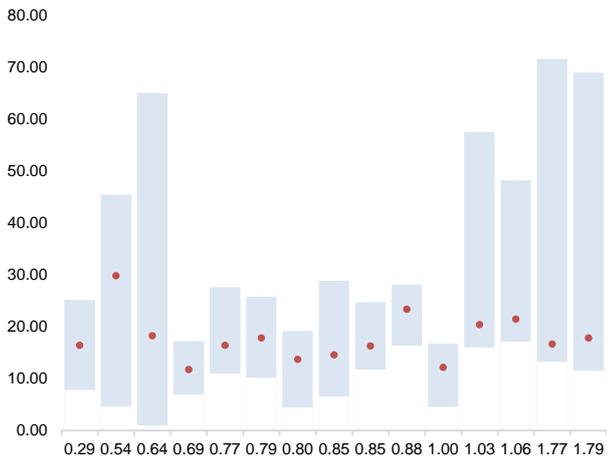
图 35: 海外公司按股利支付率中枢（横轴）排序的历史估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

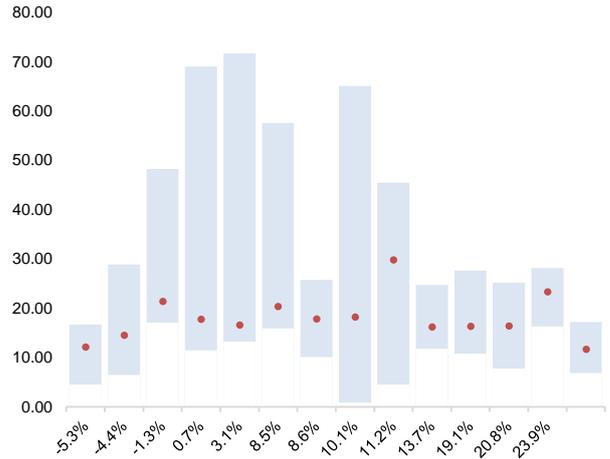
也就是说，除了股利支付率，现金股息的稳定增长也是对估值水平非常关键的影响因子之一。因此在根据股息率中枢、股利支付率中枢对海外家电可比公司的静态PE进行排序时可以发现，估值水平与股息率、股利支付率没有呈现出明显的相关性。

图 36: 海外公司按经营性现金流净额 / 经营利润 (横轴) 排序的历史估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

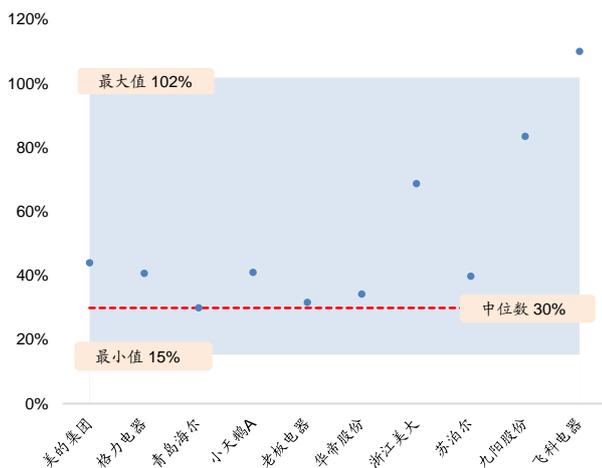
图 37: 海外公司按自由现金流历史 10 年间 CAGR (横轴) 排序的历史估值



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

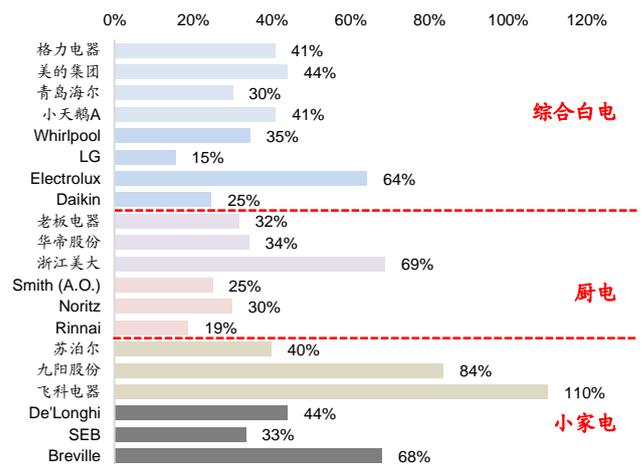
而在以经营性现金流 / 营业利润、自由现金流CAGR来构建衡量公司盈利&增长质量的指标中我们发现，该指标与投资者给予公司的估值水平高低略微正相关。

图 38: A 股与海外公司十年股利支付率中位数对比



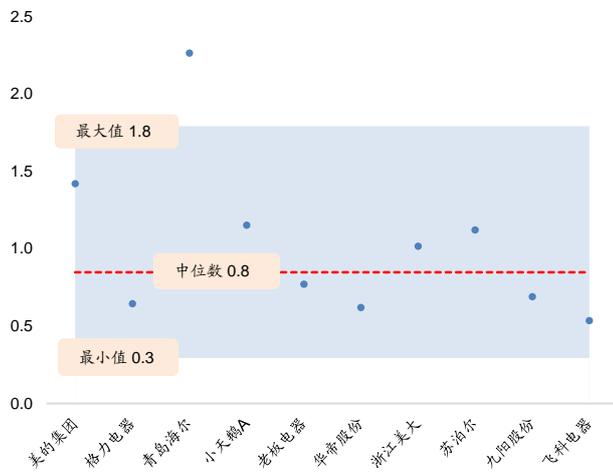
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 39: 主要家电个股十年股利支付率中位数对比



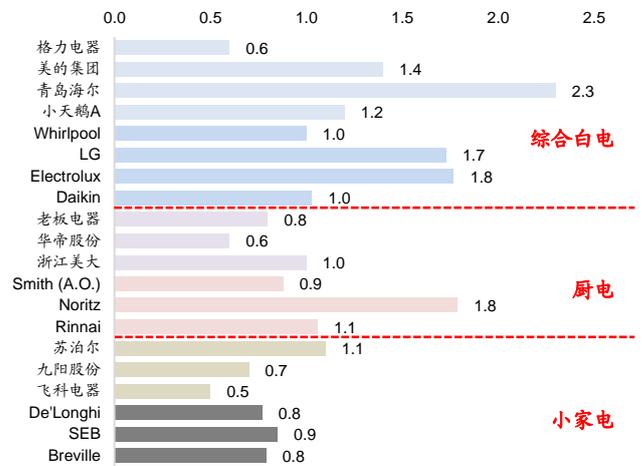
数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 40: A 股与海外公司十年经营性现金流 / 营业利润中位数对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 41: 主要家电个股十年经营性现金流 / 营业利润中位数对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在横向对比A股家电与海外可比公司中可以看到:

- (1) 除部分以高分红著称的公司外, A股家电整体股利支付率不具备明显优势;
- (2) 在经营性现金流 / 营业利润刻画的衡量利润质量的指数中, A股家电公司也不具备明显优势。

投资建议

建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头: 青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔。同时建议关注上半年业绩有望改善的小家电龙头九阳股份、飞科电器。

表2: 海外重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价			EPS(USD)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			2019/4/4	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E		
AO 史密斯公司	AOS US EQUITY	USD	55.2	2.7	3.0	20.4	18.6	13.3	12.1	25.0	23.2		
阿塞利克股份公司	ARCLK TI EQUITY	USD	3.2	0.3	0.4	10.8	8.0	5.6	4.8	12.6	15.0		
Breville 集团有限公司	BRG AU EQUITY	USD	12.3	0.4	0.4	33.1	29.3	19.1	17.0	23.1	24.0		
大金工业	6367 JT EQUITY	USD	117.2	5.7	6.3	20.6	18.6	11.2	10.1	13.8	13.6		
德龙公司	DLG IM EQUITY	USD	26.9	1.4	1.5	19.0	17.8	9.8	8.9	16.8	16.2		
伊莱克斯股份有限公司	ELUXB SS EQUITY	USD	25.8	1.8	2.1	14.2	12.2	7.0	6.1	20.4	22.9		
GUD 控股有限公司	GUD AU EQUITY	USD	8.3	0.5	0.5	16.5	15.0	11.9	10.8	22.4	23.6		
能率株式会社	5943 JT EQUITY	USD	16.0	0.9	1.0	18.6	16.3	4.7	4.5	4.4	5.0		
林内公司	5947 JP EQUITY	USD	69.5	3.4	3.7	20.2	18.6	6.7	6.1	6.7	6.9		
赛博股份有限公司	SK FP EQUITY	USD	181.8	10.4	11.7	17.4	15.6	10.6	9.4	19.4	18.8		
Symphony 有限公司	SYML IN EQUITY	USD	19.8	0.3	0.4	62.8	46.6	52.5	37.8	23.1	26.5		
TTK Prestige 有限公司	TTKPT IN EQUITY	USD	123.9	2.4	2.9	50.6	42.7	33.4	28.0	17.9	18.9		

惠而浦	WHR US EQUITY	USD	136.1	14.6	16.5	9.3	8.2	6.5	6.0	30.8	35.3
钱高组公司	7965 JT EQUITY	USD	10.1	0.6	0.6	17.6	15.8	7.3	6.4	6.5	6.6

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

风险提示

MSCI纳入因子调整不及预期; 外资对A股的配置意愿不及预期; 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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。