

家用电器行业

取消 QFII / RQFII 投资额度限制，长期有望提升家电龙头估值

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。

核心观点：

● 外管局：取消 QFII / RQFII 投资额度限制，扩大金融市场对外开放

2019年9月10日外管局发布公告：经国务院批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，同时 RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。

● 家电板块符合外资配置风格

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 9 月 6 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达 1,198 亿元，占行业总市值的 9.3%。其 QFII/陆股通配置比例（持有家电市值占持仓总市值中的比例）分别达到 12.3% / 10.4%，超配比例分别达到 10.0% / 8.1%，排名位列第二。

● 外资配置龙头蓝筹的比例较高

个股方面，QFII 与陆股通的配置偏好基本一致，对家电板块的龙头蓝筹股如美的集团、格力电器、海尔智家、苏泊尔、三花智控的配置比例相对较高。

● A 股上市家电公司对标境外可比公司资产质量更高，未来有望享受估值溢价

我们注意到，外资对 A 股家电公司的青睐更多体现在国际对比层面上：对标海外可比公司，A 股家电公司拥有更好的资产质量，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，站在全球配置角度看，A 股家电龙头依然具有良好的性价比，随着 QFII / RQFII 投资额度限制放开，未来更优的公司质地有望获得更高的溢价。

● 投资建议

建议继续关注长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

● 风险提示

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:格力电器混改推进，继续推荐龙头

2019-09-08

家用电器行业:中报披露完毕，弱需求下白电龙头彰显韧性

2019-09-01

家用电器行业:底部已现，期待改善

2019-09-01

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	59.40	2019/8/30	买入	64.79	4.71	5.27	12.61	11.27	11.50	9.58	24.17	23.34
美的集团	000333.SZ	人民币	53.84	2019/8/30	买入	61.22	3.41	3.75	15.77	14.35	6.30	5.22	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.81	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.67	11.52	8.44	6.34	17.06	15.80
老板电器	002508.SZ	人民币	27.07	2019/8/27	增持	26.24	1.64	1.80	16.55	15.00	12.76	11.05	20.42	18.39
三花智控	002050.SZ	人民币	12.95	2019/8/30	买入	13.50	0.50	0.56	26.08	22.95	20.84	18.42	14.41	14.88
苏泊尔	002032.SZ	人民币	71.65	2019/8/30	买入	78.40	2.35	2.70	30.54	26.56	23.89	20.75	27.02	26.08

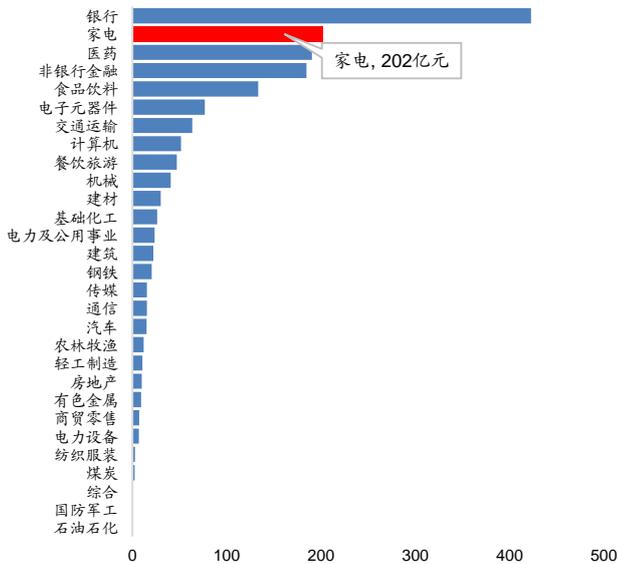
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

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”是外资持有家电股市值占其配置A股总市值的比例。从外资角度来看，QFII持仓结构中，截止到2019年6月30日，银行、家电、医药属于持有市值最高的三个行业；从超配比例来说，家电超配10.0%，排名第一。

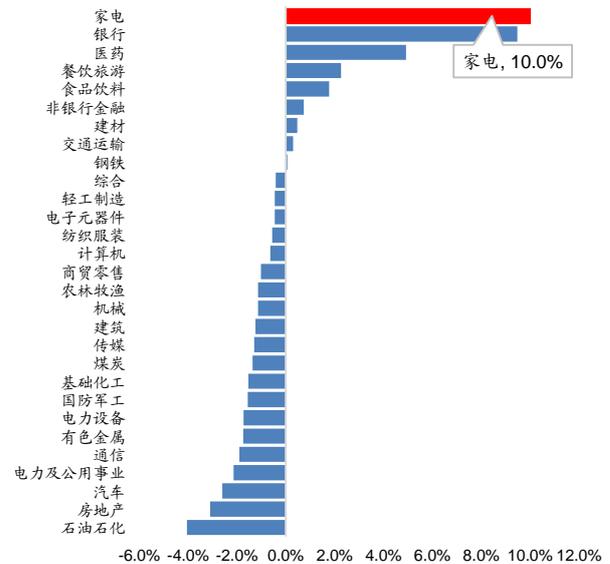
图 1：各行业 QFII 持仓市值（亿元）



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2019Q2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9月10日收盘价。

图 2：各行业 QFII 超配比例（%）

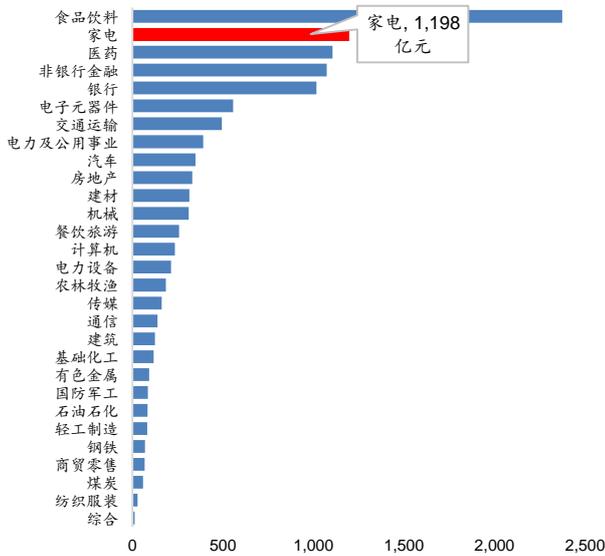


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

* 行业成分股按照中信一级选取；QFII持股数量为2019Q2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9月10日收盘价。

从陆港通的数据来看，截止到2019年9月6日，陆股通持有家电行业股票的市值为1,198亿元，占其配置A股总市值的比例达到10.4%，超过家电股占A股总市值的比例达到8.1%，占家电行业总市值的9.3%，超配比例仅此于食品饮料，外资对消费蓝筹的偏好表现得较为明显。

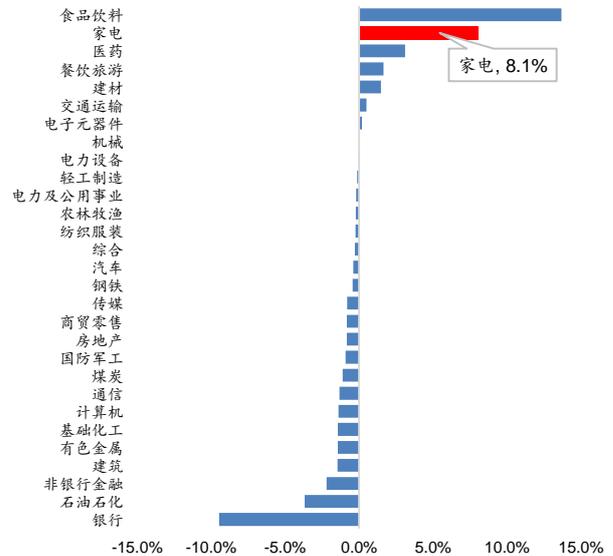
图 3: 各行业陆股通持仓市值 (亿元)



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9月6日收盘价及陆股通持股数量。

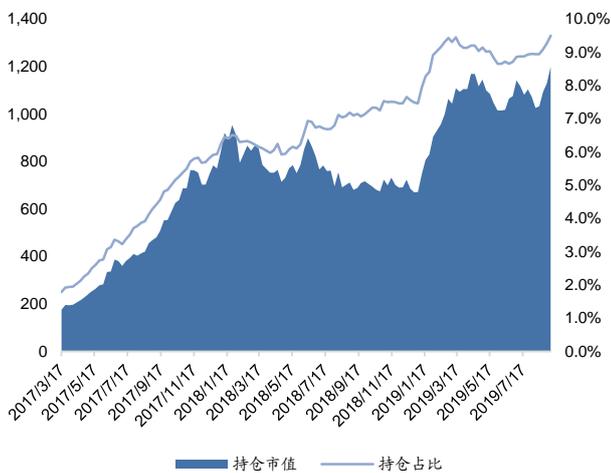
图 4: 各行业陆股通超配比例 (%)



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9月6日收盘价及陆股通持股数量。

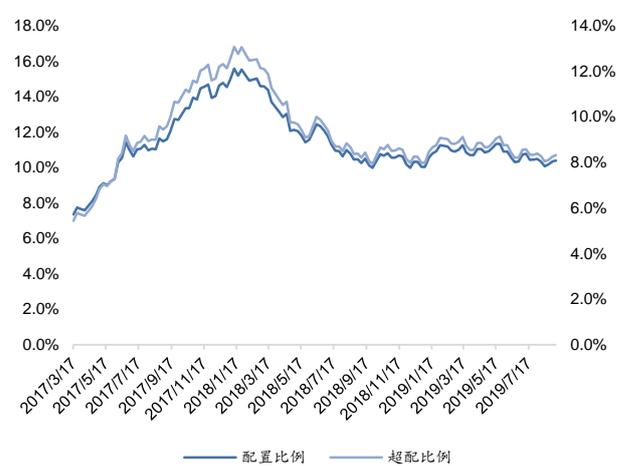
图 5: A 股及家电行业陆股通净流入情况 (亿元, 持股市值左轴, 持股占比右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*截止至9月6日

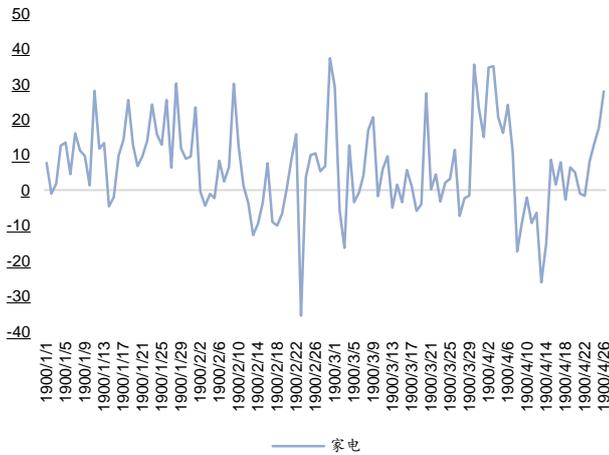
图 6: 家电年初以来陆股通净流入占比 (% , 配置比例左轴, 超配比例右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*截止至9月6日

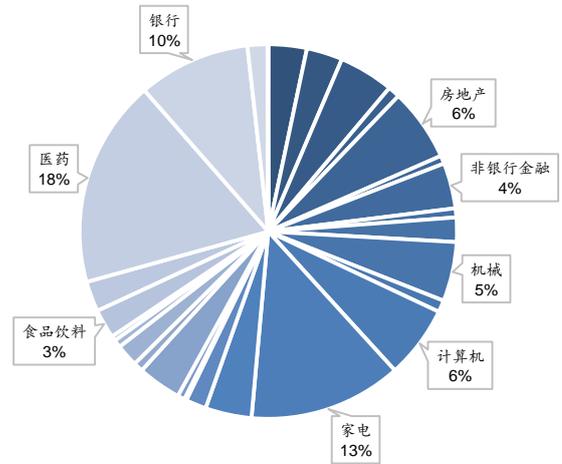
图 7: 家电行业陆股通净流入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*截止至9月6日

图 8: 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

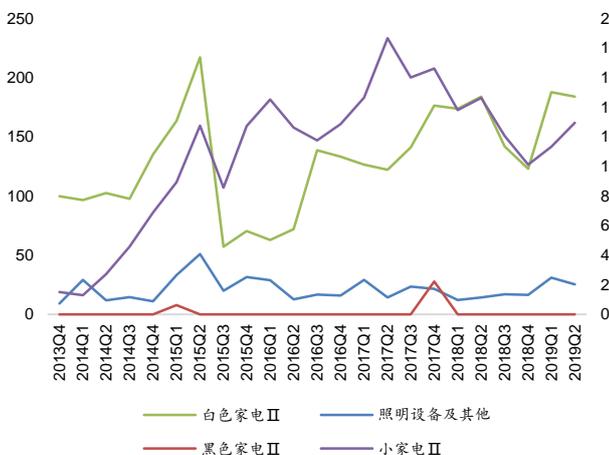
* 计算时剔除了股价波动引起持仓市值变化的因素, 截止至9月6日

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184亿元/1,140亿元、13亿元/40亿元, 陆股通年初以来净流入分别达到195.3亿元、6.1亿元。

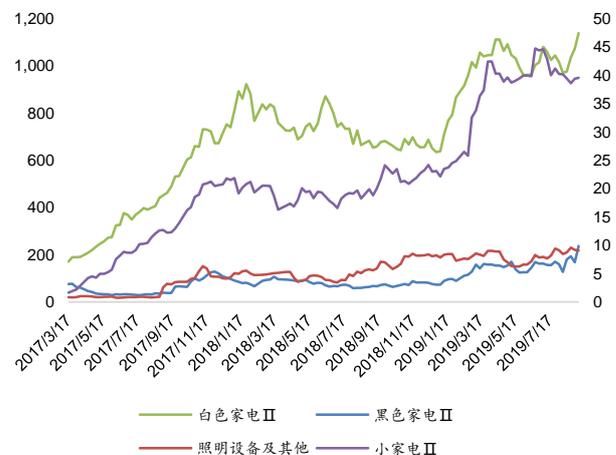
图 9: 家电细分行业 QFII 持仓市值 (亿元, 白色家电左轴, 其他右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*计算市值时采用9月10日收盘价

图 10: 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)



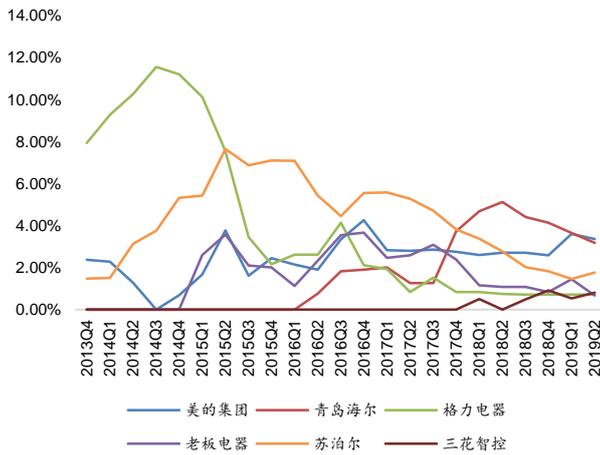
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*计算市值时采用9月6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、海尔智家、苏泊尔、三花智控的配置比例相对较高。

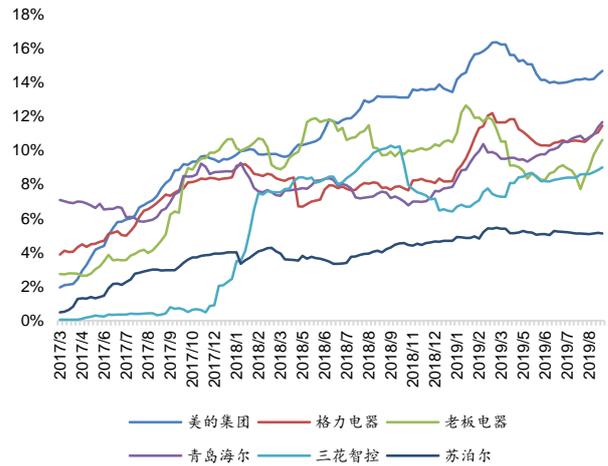
图 11: 主要家电个股 QFII 持股占总股本比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*截止至6月30日

图 12: 主要家电个股陆股通持股占总股本比例 (%)



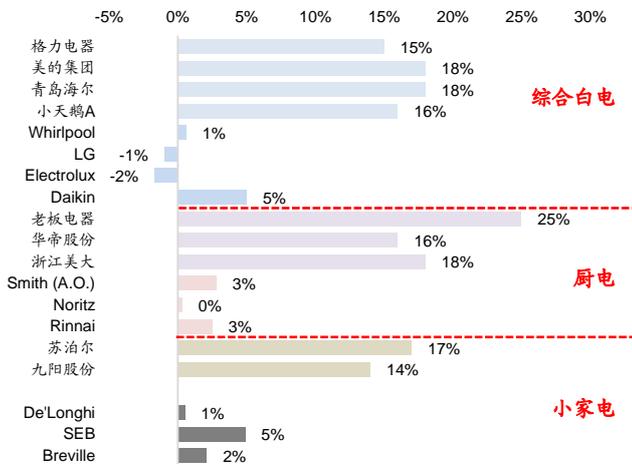
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

*截止至9月6日

站在全球配置视角看 A 股家电公司，A 股龙头未来有望享受估值溢价

整体而言，目前A股家电企业的资产质量相较境外可比公司更高。从过去十年的增长、盈利能力、资产效率三个维度来看：A股家电企业收入、利润增速更快，盈利能力更强，资产周转效率更高。

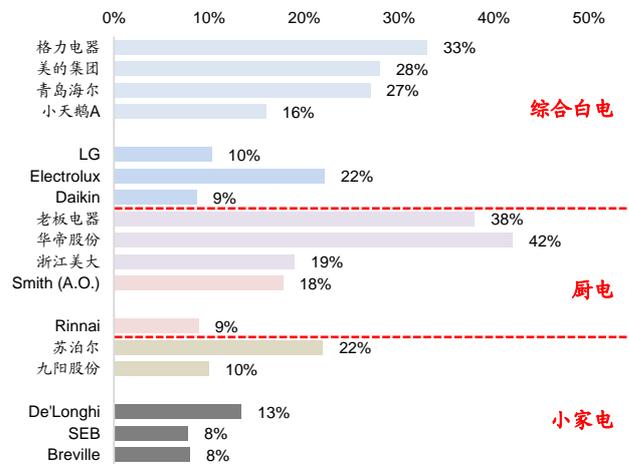
图 13: 主要家电个股近十年收入 CAGR 横向对比



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

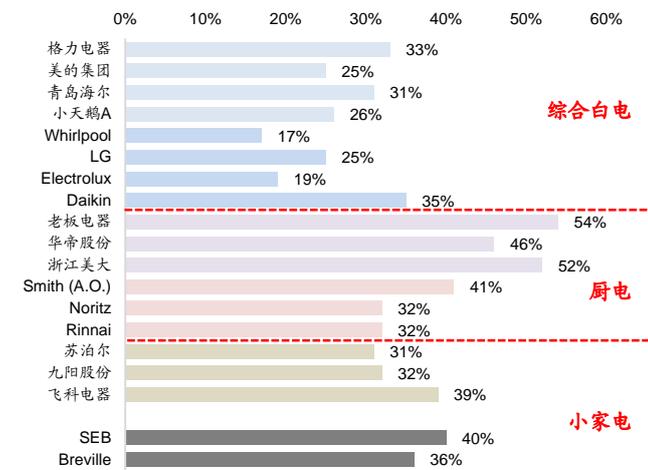
图 14: 主要家电个股近十年净利润 CAGR 横向对比



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

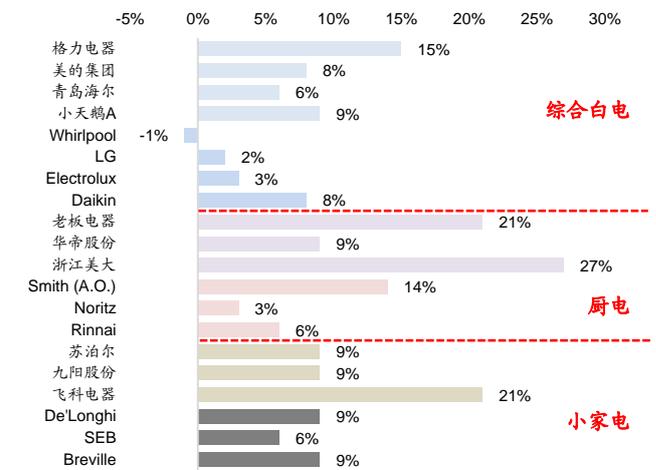
图 15: 主要家电个股毛利率横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

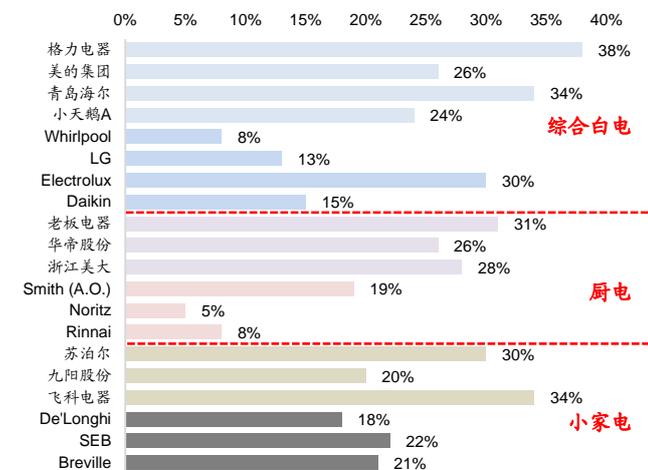
图 16: 主要家电个股净利润率横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

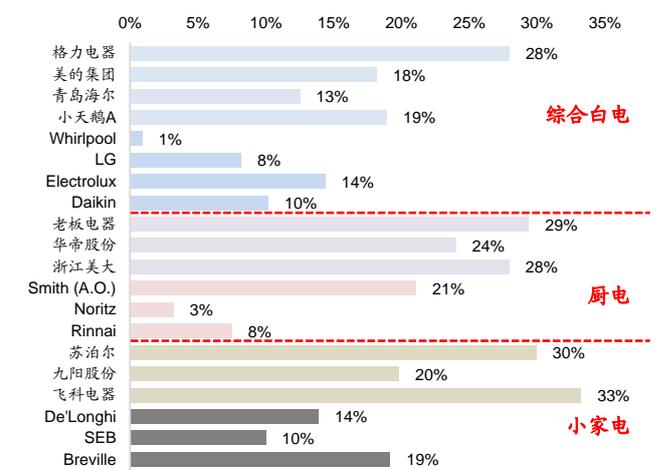
图 17: 主要家电个股 ROE 横向对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

*采用2018年年报数据

图 18: 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

*采用2018年年报数据

投资建议

建议继续关注长期竞争力显著的白电龙头: 格力电器、美的集团、海尔智家。同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头: 九阳股份、苏泊尔。

风险提示

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 婵：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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，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。