

# 家电公司ROE未来会怎么走？

——ROE 专题研究之一

2019年09月19日

看好/维持

家电

行业报告

从上半年扣非 ROE 的静态水平来看，小家电公司表现最为亮眼，小熊电器、飞科电器和苏泊尔分别达 42.2%、28.2%及 27.5%；厨电公司保持较好的盈利能力，浙江美大和华帝股份 ROE 历史分位数达到 100%和 96.5%。

从动态水平来看，三大白电巨头 ROE 总体保持平稳，美的集团小幅提升；厨电公司中，华帝股份、浙江美大显著上行且处于较高位置，老板电器下行但边际改善；小家电公司中，苏泊尔稳步提升，新宝股份和莱克电气显著改善，飞科电器高位承压。

我们对 ROE 进行业绩贡献和分红回购贡献拆分。美的集团、格力电器、苏泊尔业绩贡献 ROE 保持稳定且处于较高水平，但格力电器近年来分红变动对 ROE 波动产生较大影响，苏泊尔近年来分红贡献逐步增加，美的集团分红贡献仍有较大提升空间。海尔智家和九阳股份 ROE 总体稳定，但业绩贡献 ROE 小幅下滑，九阳股份分红贡献 ROE 保持较高水平。

华帝股份和浙江美大自 2016 年以来业绩贡献 ROE 显著提升，当前保持较高水平，两者分红贡献也开始提升，浙江美大尤为显著。老板电器分红贡献 ROE 较为稳定，业绩贡献 ROE 自 2017 年下滑较为明显，但存在边际改善。

我们通过比较 1H19 扣非净利润同比增速和 2018 年 ROE\*（1-分红率）得出家电公司 ROE 的预测。美的集团、浙江美大、华帝股份、苏泊尔 ROE 有望高位维持。

**投资建议：**从 ROE 的角度，重点推荐盈利能力稳定、行业龙头地位稳固的美的集团，盈利能力稳步提升且成长性较强的浙江美大，以及综合竞争力较强且行业有望保持持续景气的小家电龙头苏泊尔。

我们继续推荐业绩稳健、估值安全边际较高的行业龙头格力电器、海尔智家，以及处于中央空调良好赛道的海信家电。

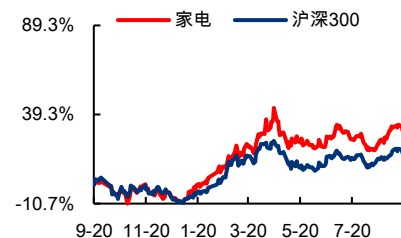
## 未来 3-6 个月行业大事：

格力电器部分股权转让买家揭晓

## 行业基本资料

|         |             | 占比    |
|---------|-------------|-------|
| 股票家数    | 71          | 1.93% |
| 重点公司家数  | -           | -     |
| 行业市值    | 12916.64 亿元 | 2.07% |
| 流通市值    | 11810.3 亿元  | 2.59% |
| 行业平均市盈率 | 18.04       | /     |
| 市场平均市盈率 | 17.35       | /     |

## 行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036

执业证书编号：

研究助理：徐程颖

minfh@dxzq.net.cn

S1480519070005

xuchy@dxzq.net.cn

## 1. 1H19 家电公司 ROE 处于什么位置？

从经营的角度来看，ROE 在一定程度上反映了公司的产出能力和质量；从投资的角度来看，ROE 和 PE、PB 有本质的联系。我们在本篇对家电公司 ROE 进行了系统回顾，分析重点个股下一阶段的 ROE 走势。后续报告中我们将继续探讨 ROE 对投资的指导意义，重点家电公司 ROE 的驱动因素及未来提升空间。

图 1：1H19 主要家电公司 扣非/平均 ROE<sup>1</sup>

| 公司简称         | 1H19 扣非/平均 ROE | 分位数          |
|--------------|----------------|--------------|
| 格力电器         | 29.0%          | 47.2%        |
| 美的集团         | 25.4%          | 82.3%        |
| 海尔智家         | 17.3%          | 60.2%        |
| 海信家电         | 17.1%          | 56.9%        |
| 长虹美菱         | 0.2%           | 30.1%        |
| 惠而浦          | -3.5%          | 8.6%         |
| <b>白电平均</b>  | <b>14.2%</b>   | <b>47.6%</b> |
| 浙江美大         | 30.7%          | 100.0%       |
| 华帝股份         | 26.8%          | 96.5%        |
| 老板电器         | 22.6%          | 53.6%        |
| 万和电气         | 15.1%          | 75.6%        |
| 长青集团         | 9.9%           | 83.7%        |
| <b>厨电平均</b>  | <b>21.0%</b>   | <b>81.9%</b> |
| 小熊电器         | 42.2%          | 0.0%         |
| 飞科电器         | 28.2%          | 0.0%         |
| 苏泊尔          | 27.5%          | 95.4%        |
| 九阳股份         | 17.3%          | 45.0%        |
| 新宝股份         | 16.8%          | 85.2%        |
| 莱克电气         | 16.0%          | 50.0%        |
| 欧普照明         | 13.8%          | 10.5%        |
| 奥佳华          | 10.6%          | 71.0%        |
| <b>小家电平均</b> | <b>21.5%</b>   | <b>44.6%</b> |
| 兆驰股份         | 3.7%           | 6.9%         |
| 四川长虹         | -0.3%          | 31.9%        |
| 海信电器         | -1.8%          | 1.3%         |
| 深康佳A         | -13.7%         | 15.2%        |
| <b>黑电平均</b>  | <b>-3.0%</b>   | <b>13.8%</b> |
| 三花智控         | 14.7%          | 58.0%        |
| 汉宇集团         | 11.4%          | 18.5%        |
| 海立股份         | 6.5%           | 66.6%        |
| 天银机电         | 5.9%           | 2.9%         |
| 长虹华意         | 0.0%           | 48.6%        |
| <b>上游平均</b>  | <b>7.7%</b>    | <b>38.9%</b> |

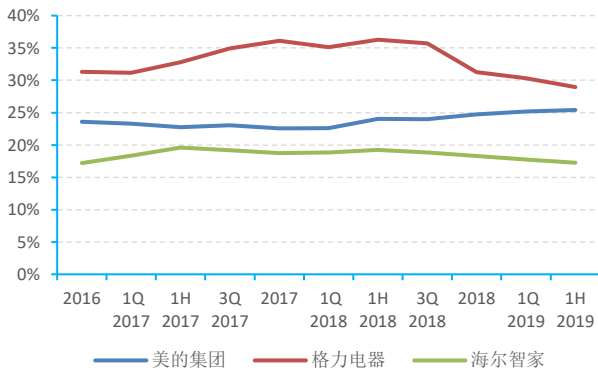
资料来源：公司财报，东兴证券研究所（注：子行业平均是指上图所包含标的平均）

静态来看，2019 年上半年主要小家电公司扣非平均 ROE 表现最为亮眼，其中小熊电器、飞科电器和苏泊尔分别达 42.2%、28.2%及 27.5%；主要厨电公司保持较好的盈利能力，浙江美大和华帝股份 ROE 历史分

<sup>1</sup> 扣非/平均 ROE=当季及之前三个季度的净利润之和÷当季及之前三个季度归母股东权益均值

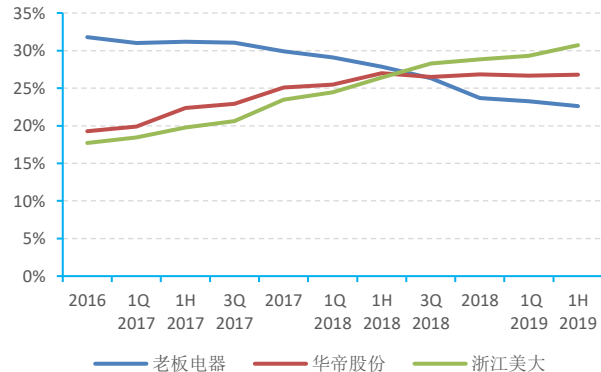
位数达到 100%和 96.5%；三大白电巨头格力电器、美的集团、海尔智家 ROE 分别为 29.0%、25.4%、17.3%，其中美的集团历史分位数达 82.3%。

**图 2：美的、格力、海尔 ROE 保持平稳**



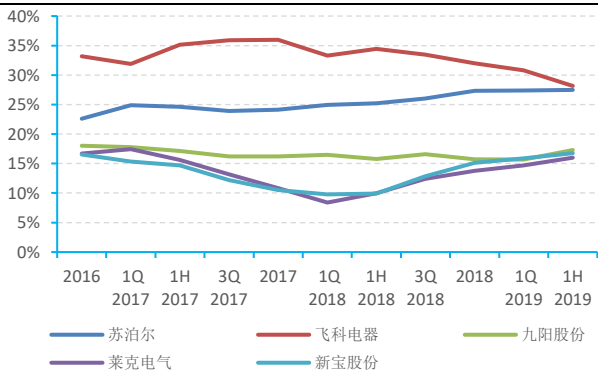
数据来源：公司财报，东兴证券研究所

**图 3：华帝、美大 ROE 提升显著**



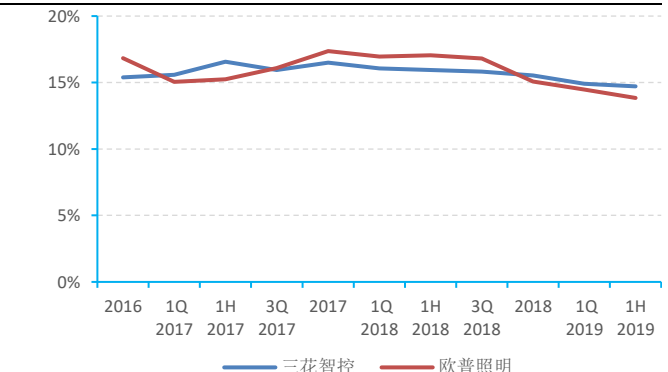
数据来源：公司财报，东兴证券研究所

**图 4：小家电公司 ROE 分化较明显**



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

**图 5：欧普照明、三花智控 ROE 阶段性承压**



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

动态来看，三大白电巨头 ROE 总体保持平稳，美的集团小幅提升，格力电器高位下滑；厨电公司中，华帝股份、浙江美大显著上行且处于较高位置，老板电器下行但边际改善；小家电公司中，苏泊尔稳步提升，飞科电器高位承压，新宝股份和莱克电气显著改善；欧普照明和三花智控 2018 年以来承压。

## 2. 业绩增速和分红对 ROE 作用几何？

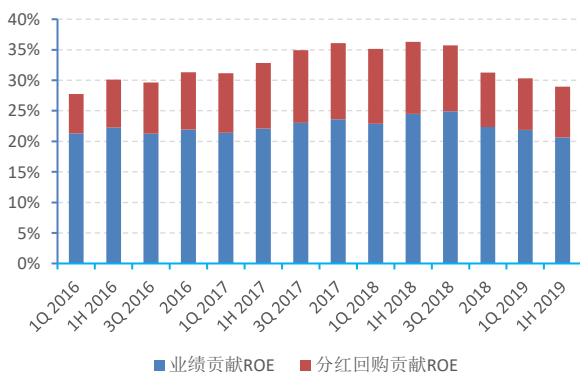
ROE 的分子是净利润，分母是净资产，当净利润增速超过净资产增速时，ROE 能得到提升。因此业绩增速影响分子，而分红率则影响分母。

我们以 4Q2011、1Q2012、1H2012、3Q2012 四个季度<sup>2</sup>的归母权益为基期，假设公司不进行分红、回购、

<sup>2</sup> 统一基期便于同业比较

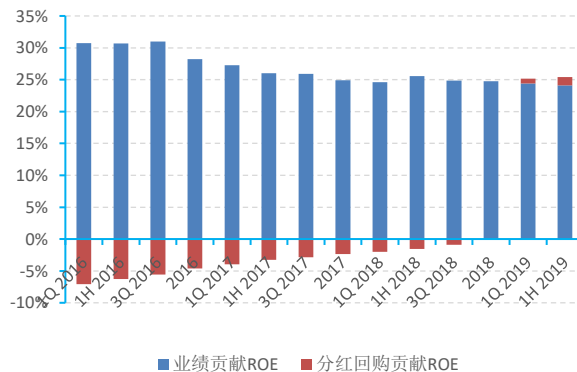
定增，也即期末权益增加额全部来自于利润留存，滚动测算仅依靠净利增长带来的 ROE 水平，再与实际 ROE 水平轧差，得出分红、回购、增发等带来的 ROE 变动。

图 6：格力电器近年来分红变动对 ROE 波动影响较大



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

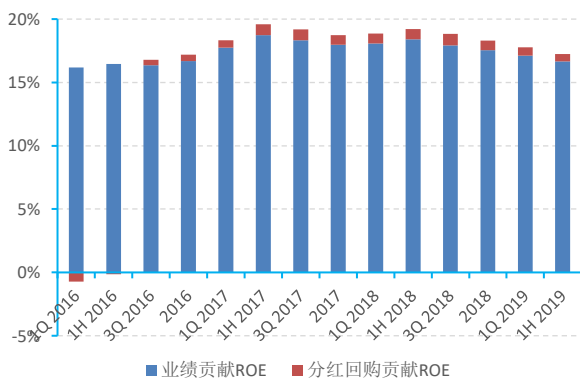
图 7：美的集团业绩驱动 ROE 保持较高水平



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

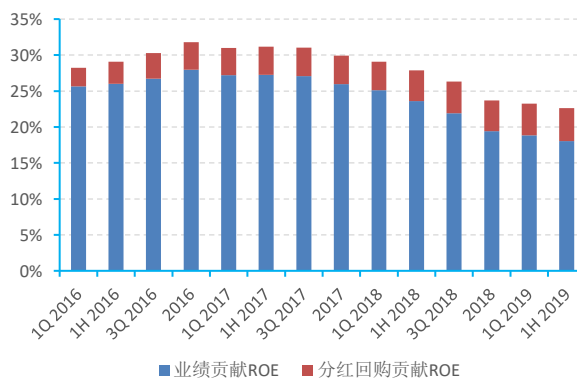
格力电器业绩驱动 ROE 保持相对稳定，维持在 20% 以上，但近年来分红变动对 ROE 波动产生较大影响。美的集团业绩贡献 ROE 处于较高水平，但分红、回购对 ROE 贡献有限。海尔智家 ROE 均保持相对稳定，但业绩贡献 ROE 小幅下滑。

图 8：海尔智家 ROE 保持稳定



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

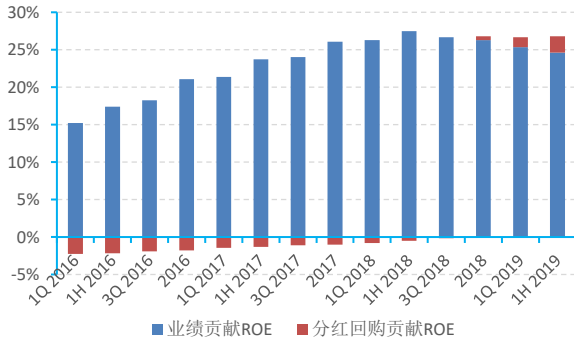
图 9：老板电器业绩贡献 ROE 下滑



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

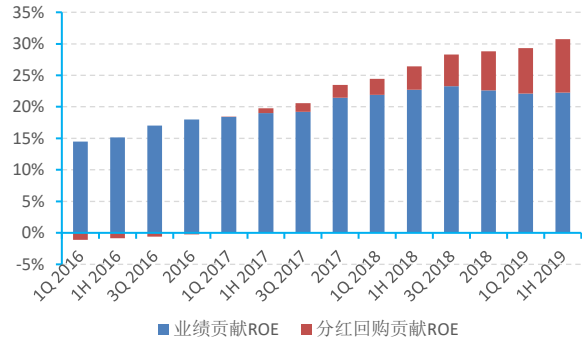
老板电器分红贡献 ROE 较为稳定，业绩贡献 ROE 自 2017 年下滑较为明显，但存在边际改善。华帝股份 2016 年以来业绩贡献 ROE 显著提升，当前保持较高水平，当前分红贡献也开始提升。浙江美大自 2016 年以来业绩贡献 ROE 显著提升，但 2017 年以来分红贡献 ROE 更大。

图 10：华帝股份业绩驱动 ROE 保持较高水平



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

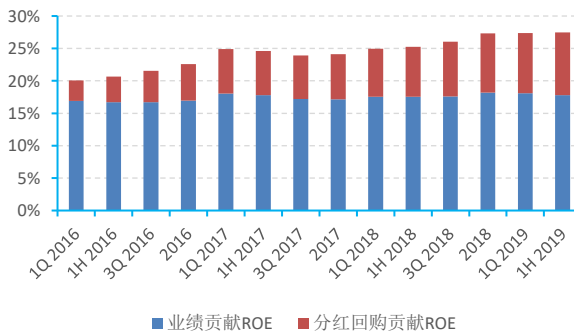
图 11：浙江美大近年来分红回购贡献 ROE 显著上升



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

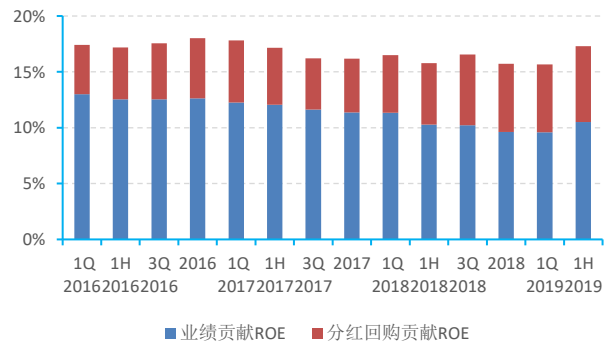
苏泊尔业绩贡献 ROE 保持稳定，近年来分红贡献逐步增加。九阳股份分红贡献 ROE 保持较高水平，业绩贡献 ROE 承压但 1H2019 出现改善。

图 12：苏泊尔业绩贡献 ROE 保持稳定，分红贡献增加



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

图 13：九阳股份分红回购对 ROE 的贡献大



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

### 3. 哪些公司 ROE 还有提升空间？

公司的可持续增长率<sup>3</sup>由分红率和 ROE 共同决定，即： $g=ROE*(1-d)$ 。若当期的净利增速  $g$  超过上期  $ROE*(1-d)$ ，则当期的 ROE 有较大的概率得到提升。我们将主要家电公司 1H2019 扣非净利润增速与 2018 年扣非平均  $ROE*(1-2018$  年度分红率) 进行比较，同时结合 1H2019 扣非平均 ROE 所处分位数，给出相应公司 ROE 的预测。

图 14：主要家电公司 ROE 预测

3 指不发行新股、不改变经营效率和财务政策时，所能达到的极限增长率。

| 公司简称 | 2018分红比例 | 2018 扣非/平均 ROE | 1H19扣非净利同比增速 | ROE(1-d) | g-ROE*(1-d) | ROE预测 |
|------|----------|----------------|--------------|----------|-------------|-------|
| 美的集团 | 42.32%   | 24.73%         | 16.44%       | 14.26%   | 2.18%       | 高位维持  |
| 格力电器 | 48.21%   | 31.27%         | 6.03%        | 16.19%   | -10.17%     | 相对稳定  |
| 海尔智家 | 28.77%   | 18.31%         | 5.08%        | 13.04%   | -7.97%      | 相对稳定  |
| 海信家电 | 29.98%   | 16.67%         | 17.27%       | 11.67%   | 5.60%       | 改善    |
| 浙江美大 | 79.57%   | 28.81%         | 27.16%       | 5.88%    | 21.27%      | 高位维持  |
| 华帝股份 | 38.11%   | 26.82%         | 12.83%       | 16.60%   | -3.77%      | 高位维持  |
| 万和电气 | 50.31%   | 13.51%         | 30.00%       | 6.71%    | 23.28%      | 改善    |
| 长青集团 | 88.95%   | 6.59%          | 391.47%      | 0.73%    | 390.74%     | 改善    |
| 老板电器 | 51.52%   | 23.67%         | 4.37%        | 11.47%   | -7.10%      | 企稳    |
| 苏泊尔  | 72.77%   | 27.32%         | 15.44%       | 7.44%    | 8.00%       | 高位维持  |
| 九阳股份 | 81.39%   | 15.71%         | 29.05%       | 2.92%    | 26.12%      | 持续改善  |
| 新宝股份 | 55.80%   | 15.14%         | 48.86%       | 6.69%    | 42.17%      | 持续改善  |
| 莱克电气 | 210.43%  | 13.76%         | 19.44%       | -15.20%  | 34.63%      | 持续改善  |
| 奥佳华  | 12.71%   | 11.14%         | 0.89%        | 9.72%    | -8.83%      | 稳定    |
| 欧普照明 | 33.63%   | 15.09%         | 1.79%        | 10.01%   | -8.22%      | 企稳    |
| 飞科电器 | 77.33%   | 31.98%         | -19.84%      | 7.25%    | -27.09%     | 高位承压  |
| 兆驰股份 | 0.00%    | 2.93%          | 43.47%       | 2.93%    | 40.54%      | 底部改善  |
| 深康佳A | 58.55%   | -9.90%         | 107.04%      | -4.10%   | 111.14%     | 底部改善  |
| 四川长虹 | 31.42%   | 0.83%          | -145.90%     | 0.57%    | -146.47%    | 可能恶化  |
| 海信电器 | 30.01%   | 0.42%          | -137.51%     | 0.29%    | -137.81%    | 可能恶化  |
| 汉宇集团 | 190.80%  | 10.28%         | 13.58%       | -9.33%   | 22.91%      | 底部改善  |
| 三花智控 | 57.35%   | 15.54%         | -4.83%       | 6.63%    | -11.45%     | 相对稳定  |
| 海立股份 | 41.80%   | 7.00%          | -10.98%      | 4.07%    | -15.05%     | 相对稳定  |
| 长虹华意 | 19.29%   | 0.01%          | -0.11%       | 0.01%    | -0.12%      | 相对稳定  |
| 天银机电 | 65.54%   | 6.92%          | -19.10%      | 2.38%    | -21.48%     | 可能恶化  |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**美的集团：**业绩贡献 ROE 保持稳定，公司推出多期股权激励计划，未来分红率和回购节奏有望保持，分红贡献 ROE 有望上升，预测其 ROE 将高位维持。

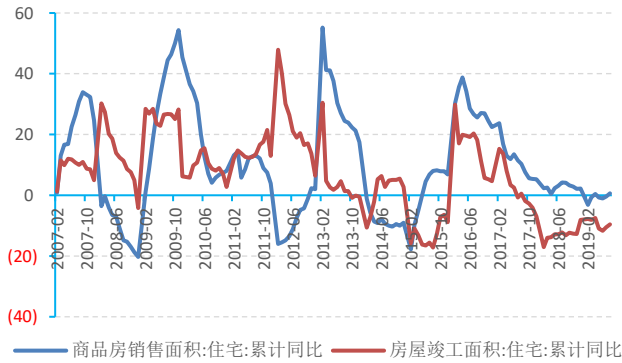
**浙江美大：**集成灶渗透率低，份额分散，公司当前仍具有较好的成长性，受益于地产竣工端边际改善，业绩增速有望保持。同时公司经营性现金流健康，分红率有望保持，预测其 ROE 将高位维持。

**华帝股份：**受益于地产竣工端边际改善，公司业绩有望回暖，业绩贡献 ROE 有望保持稳定，同时分红贡献 ROE 仍有较大的提升空间，预测其 ROE 将高位维持。

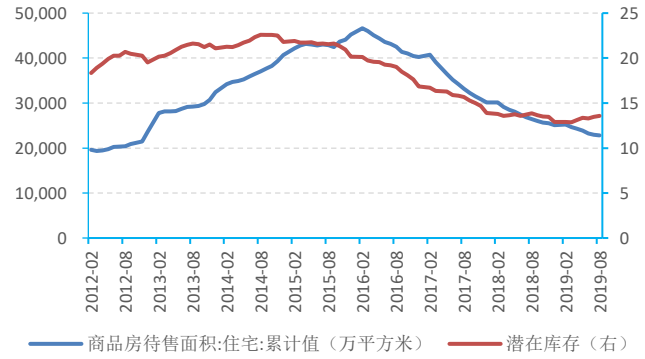
**苏泊尔：**我国户均小家电保有量仍有较大空间，公司背靠 SEB 集团，依靠持续的研发投入享受品类扩张、产品升级及市占率上升等多重红利，业绩贡献 ROE 有望保持，分红贡献 ROE 有望进一步增加，预测其 ROE 将高位维持。

图 15：商品房竣工端边际改善

图 16：住宅库存持续下降



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所

## 4. 投资建议

2017 年初以来，住宅销售面积和竣工面积持续出现缺口，同时地产库存下降较为明显，当前库存已经处于低位。当前地产竣工数据持续回暖，家电行业景气有望逐步改善，我们维持行业“看好”评级。

从 ROE 的角度，重点推荐盈利能力稳定、行业龙头地位稳固的**美的集团**，盈利能力稳步提升且成长性较强的**浙江美大**，以及综合竞争力较强且行业有望保持持续景气的小家电龙头**苏泊尔**。

我们继续推荐业绩稳健、估值安全边际较高的行业龙头**格力电器**、**海尔智家**，以及处于中央空调良好赛道的**海信家电**。

我们同时看好行业领导地位稳固、业绩受益于地产竣工端有望回暖，ROE 底部企稳的**老板电器**、**欧普照明**。



## 相关报告汇总

| 报告类型 | 标题              | 日期        |
|------|-----------------|-----------|
| 公司   | 空间大赛道优，照明龙头锋芒初露 | 2019-8-22 |
| 行业   | 水大鱼大，空调行业格局稳固   | 2019-8-28 |

资料来源：东兴证券研究所



---

## 分析师简介

**分析师：闵繁皓**

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

---

## 研究助理简介

**研究助理：徐程颖**

北京大学硕士，CFA level III(passed)，2019年7月加入东兴证券研究所。。

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。