

我们为什么要关注家电公司的ROE?

——ROE 专题研究之二

2019年10月08日

看好/维持

家电

行业报告

从一阶段永续增长 DDM 模型着手分析,本质上 PE、PB 均是 ROE 和 g 的函数。

扣非 ROE 对三大白电的估值影响很大。格力电器和海尔智家的 PE 和 ROE 相关性很强, PE 走势略领先于 ROE, 估值变化更多地源于对未来 ROE 的判断。美的集团 PE 走势与短期业绩增速 g 也具有较大相关性。

厨电估值体系中, 短期业绩 g 则享有很高的权重。老板电器、华帝股份、浙江美大 PE 走势与净利同比增速具有很大的相关性, PE 走势略领先于净利增速。我们认为, 与当前厨电仍具有很好的成长性, 百户保有量和龙头市占率仍有较大提升空间有较大关系。

扣非 ROE 和短期业绩 g 对小家电公司 PE 走势均有影响。九阳股份 PE 中枢随 ROE 中枢保持相对稳定, 但随着短期业绩出现波动。苏泊尔 PE 中枢随 ROE 中枢相对抬升, 但随着短期业绩出现波动。我们认为, 这与每百户保有量仍具有较大的提升空间, 但小家电公司面临 SKU 管理和“单一品类”很难保持长红的难题, 具有较大关系。

投资建议:

- 对于三大白电, 尤其应该关注 ROE 的稳定性及边际变化; 对于小家电, 关注 ROE 的稳定性同时关注短期业绩波动; 对于厨电, 则应该重点关注短期业绩变化, 寻找边际变化的因素。
- 我们结合《ROE 专题研究之一: 家电公司未来 ROE 会怎么走?》中对主要家电公司 ROE 的分析, 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**, 行业领导地位稳固且受益于地产竣工端的**老板电器**, 盈利边际改善显著且估值具有相对优势的**华帝股份**, 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**。我们同时看好家照业务回暖的**欧普照明**。

风险提示:

业绩增速不及预期; 分红政策出现较大变动; 地产竣工交付不及预期

未来 3-6 个月行业大事:

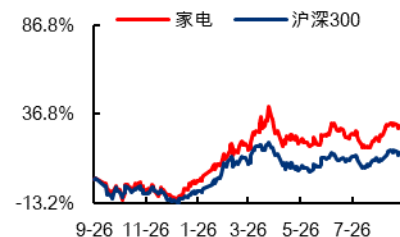
格力电器部分股权转让买家揭晓

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	12885.05 亿元	2.06%
流通市值	11764.72 亿元	2.58%
行业平均市盈率	18.0	/
市场平均市盈率	17.39	/

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

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070005

研究助理 徐程颖

xuchy@dxzq.net.cn

目 录

1. ROE 如何影响估值体系？	3
2. ROE 如何影响家电公司的估值？	3
3. 投资建议	5

插图目录

图 1: 格力电器扣非 PE 和扣非 ROE 正相关性强	3
图 2: 海尔智家扣非 PE 和扣非 ROE 正相关性强	3
图 3: 美的集团扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响	4
图 4: 老板电器扣非 PE 主要受业绩增速影响	4
图 5: 华帝股份扣非 PE 主要受业绩增速影响	4
图 6: 浙江美大扣非 PE 主要受业绩增速影响	4
图 7: 九阳股份扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响	5
图 8: 苏泊尔扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响	5

我们在《家电公司未来 ROE 会怎么走?》中对主要家电公司 ROE 进行了业绩和分红拆分并预测其下一阶段 ROE 的走势。本篇报告我们将着重探讨 ROE 对家电公司投资的指导意义，并在后续报告中研究重点家电公司 ROE 的驱动因素以及未来提升空间。

1. ROE 如何影响估值体系?

在一阶段永续增长 DDM 模型中，股票价格 $P = \frac{D_0 * (1+g)}{r-g} = \frac{eps_0 * d * (1+g)}{r-g}$,

$$PE = \frac{P}{eps_0} = \frac{d * (1+g)}{r-g},$$

$$PB = \frac{P}{bvps_0} = \frac{P}{eps_0} * \frac{eps_0}{bvps_0}$$

$$= PE * ROE = \frac{d * (1+g)}{r-g} * ROE$$

其中 D 为期初分红，d 为分红率，g 为永续增长率，r 为贴现率，g 为永续增长率。在永续增长条件下， $g = ROE * (1 - d)$ ，因此本质上 PE、PB 均是 ROE 和 g 的函数。

2. ROE 如何影响家电公司的估值?

扣非 ROE 对三大白电的估值影响很大。格力电器和海尔智家的 PE 和 ROE¹ 相关性很强，PE 走势略领先于 ROE，估值变化更多地源于对未来 ROE 的判断。

图 1：格力电器扣非 PE 和扣非 ROE 正相关性强

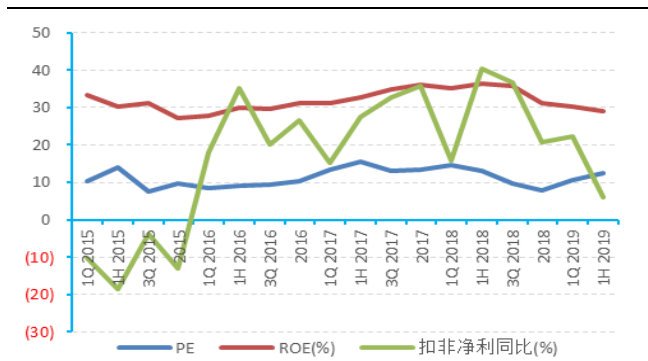
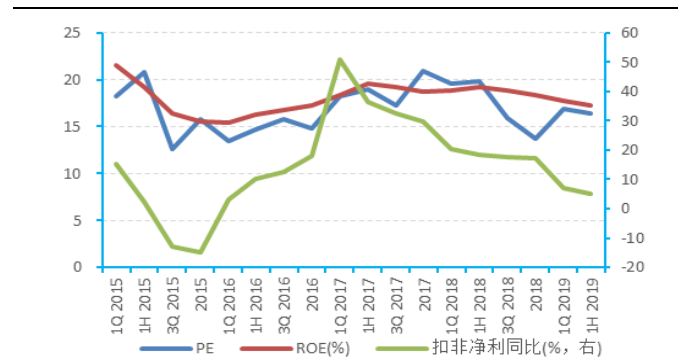


图 2：海尔智家扣非 PE 和扣非 ROE 正相关性强



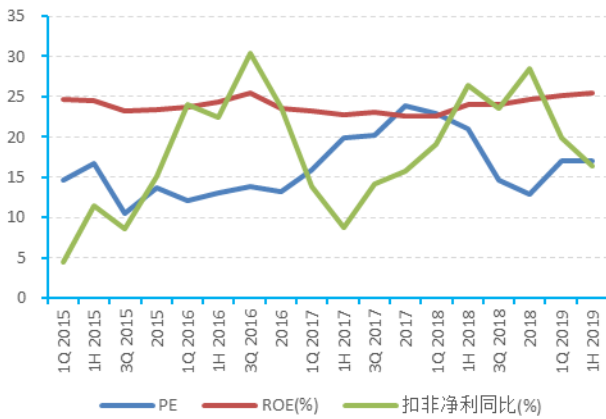
¹ PE: TTM, 扣非; ROE: TTM, 扣非

数据来源：公司财报，东兴证券研究所

数据来源：公司财报，东兴证券研究所

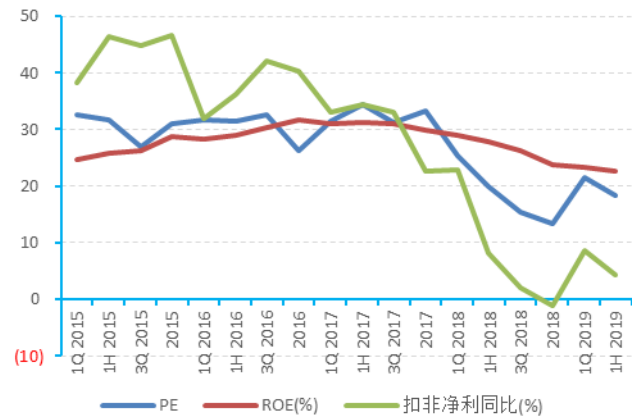
美的集团 PE 走势与 g 也具有较大相关性，我们认为与其落实多元化战略，具备较多业绩爆发潜力模块有较大关系。

图 3：美的集团扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

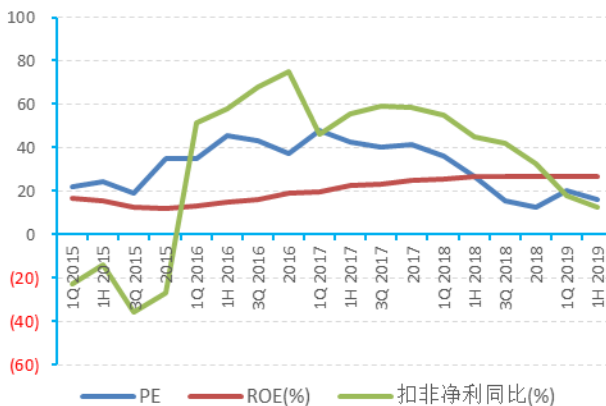
图 4：老板电器扣非 PE 主要受业绩增速影响



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

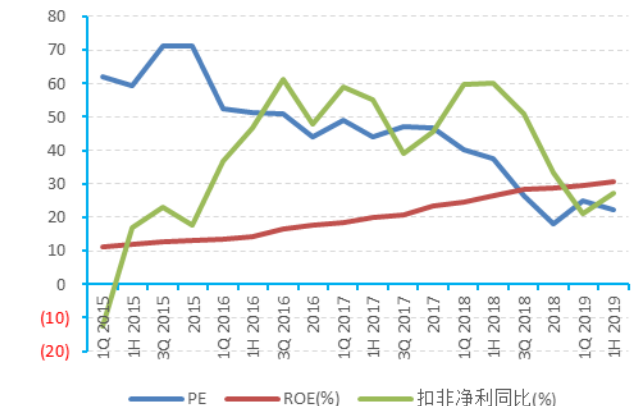
厨电估值体系中，短期业绩 g 则享有很高的权重。老板电器、华帝股份、浙江美大 PE 走势与净利同比增速具有很大的相关性，PE 走势略领先于净利增速。我们认为，与当前厨电仍具有很好的成长性，百户保有量和龙头市占率仍有较大提升空间有较大关系。

图 5：华帝股份扣非 PE 主要受业绩增速影响



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

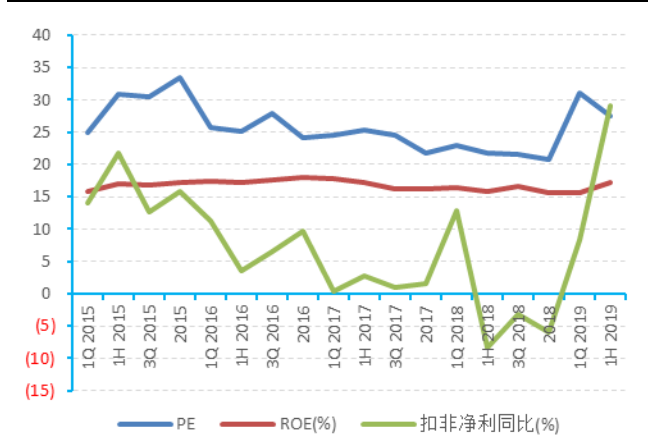
图 6：浙江美大扣非 PE 主要受业绩增速影响



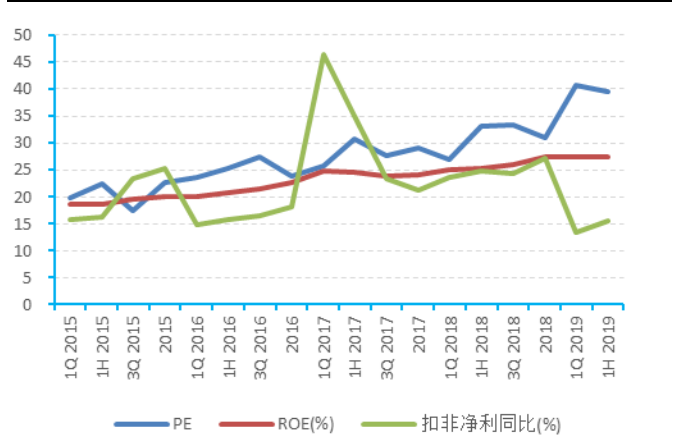
数据来源：公司财报，东兴证券研究所

扣非 ROE 和短期业绩 g 对小家电公司 PE 走势均有影响。九阳股份 PE 中枢随 ROE 中枢保持相对稳定，但

随着短期业绩出现波动。苏泊尔 PE 中枢随 ROE 中枢相对抬升，但随着短期业绩出现波动。我们认为，这与每百户保有量仍具有较大的提升空间，但小家电公司面临 SKU 管理和“单一品类”很难保持长红的难题，具有较大关系。

图 7：九阳股份扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响


数据来源：公司财报，东兴证券研究所

图 8：苏泊尔扣非 PE 受到业绩增速和扣非 ROE 影响


数据来源：公司财报，东兴证券研究所

3. 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。

对于三大白电，尤其应该关注 ROE 的稳定性及边际变化；对于小家电，关注 ROE 的稳定性同时关注短期业绩波动；对于厨电，则应该重点关注短期业绩变化，寻找边际变化的因素。

我们结合《ROE 专题研究之一：家电公司未来 ROE 会怎么走?》中对主要家电公司 ROE 的分析，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**，行业领导地位稳固且受益于地产竣工端的**老板电器**，盈利边际改善显著且估值具有相对优势的**华帝股份**，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**。我们同时看好家照业务回暖的**欧普照明**。

风险提示：

业绩增速不及预期；分红政策出现较大变动；地产竣工交付不及预期

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
专题	家电公司未来 ROE 会怎么走?	2019-9-19
行业	水大鱼大, 空调行业格局稳固	2019-8-28
公司	欧普照明: 空间大赛道优, 照明龙头锋芒初露	2019-8-22

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。