

家用电器

证券研究报告

2019年11月05日

近期家电股暴涨的原因

事件：11月1日，家电板块日涨幅高达6.29%，11月4日家电板块延续上涨趋势，日涨幅0.73%。

基本面预期改善和外资流入带动股价快速上涨

从基本面看，三季报披露完毕后，家电行业收入增速环比有所放缓，增速尚未出现明显拐点，但利润端增速今年以来逐季改善，龙头公司在经营表现上仍存在较强韧性，预期有所改善，同时厨电龙头公司的经营数据好转先行改善预期，进一步加强竣工数据回暖或在后续体现的信心，家电板块估值有望进一步修复。但我们认为，这一次股价快速上涨的原因更多是来自资金面的，当天MSCI三步走中的第三步具体时间表落地，作为短期驱动因素，直接拉动家电板块的集体上涨，其中11月1日格力电器净买入高达15.31亿元，创下今年以来的新高。

站在当前时点，我们通过回顾发现，今年以来家电板块多次出现日涨幅在3%以上的短期暴动，除了家电补贴政策刺激预期、4月9日格力电器公布混改等因素外，其他时候与外资超配有很大关系，例如对应去看1月9日格力电器及美的集团的北上资金净买入情况，同样也是处于全年较高位置。

如何正确理解家电股估值？

自沪港通、深港通的正式开通至今，A股的投资者结构事实上已经在发生改变。而随着MSCI、富时罗素、标普道琼斯等先后决定将A股实现纳入，未来将持续带来资金结构的改变。**中长期看，我们预计投资者结构的变化对于市场的影响或将持续2-3年。**

传统以来，外资偏长期的考核目标会导致他们更侧重于以分红率、优质的现金流等为主要考核标准，而不单单以股价涨幅作为核心标准的，因此，符合外资选股标准的家电板块蓝筹多受其青睐，在满足高分红属性、优质现金流和稳健经营表现以外，同时具备了目前相对较低的估值。

因此在外资持续流入的背景下，去考虑家电估值到底能到多少的时候，基于估值对接，我们更多需要考虑的是更加能反应企业核心价值的EV/EBITDA乘数。目前，海外主要家电公司EV/EBITDA乘数基本在10倍左右或以上，以格力为例，目前EV/EBITDA乘数仅8倍左右，对标国际家电龙头，中国白电龙头估值仍有较大提升空间。

未来A股纳入国际指数的比例不断提升，同时随着外资流入限制逐步放开，外资对于A股市场投资风格演变的影响将会占据越来越重要的地位，有望进一步重塑A股估值体系，最终公司自身的阿尔法才是跑赢市场的主要决定因素。家电板块中优秀的龙头企业基于其较强的核心竞争力，从长期上来看，仍具有极强的配置价值。

投资建议

我们认为，在短期收入端未见拐点但利润端已出现逐季改善的情况下，龙头公司经营韧性较强以及竣工回暖等预期带来估值提升，同时，资金方面的推动或成为短期市场主导力量，建议关注持续竞争力的优质蓝筹龙头公司，积极推荐美的集团、格力电器、青岛海尔，同时建议关注有望受益扩大范围的欧普照明、九阳股份、飞科电器等。

风险提示：房地产市场、汇率、原材料价格波动风险。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

蔡雯娟 分析师
 SAC执业证书编号：S1110516100008
 caiwenjuan@tfzq.com

卢璐 联系人
 llu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:三季报稳健过关，MSCI扩容有利板块估值修复——2019W44周观点》2019-11-04
- 2 《家用电器-行业研究周报:三季报陆续出炉，厨电板块有望边际改善——2019W43周观点》2019-10-27
- 3 《家用电器-行业研究周报:地产竣工数据持续改善，空调销量稳健增长——2019W42周观点》2019-10-21



事件

11月1日，家电板块日涨幅高达6.29%，11月4日家电板块延续上涨趋势，日涨幅0.73%。

基本面预期改善和外资流入带动股价快速上涨

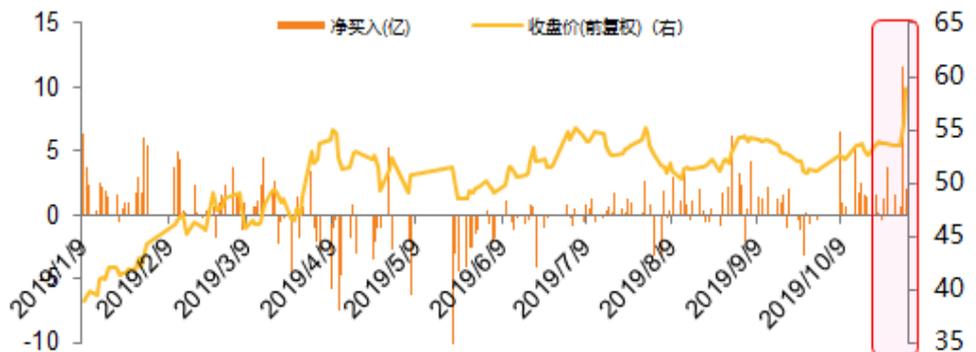
从基本面看，三季报披露完毕后，家电行业收入增速环比有所放缓，增速尚未出现明显拐点，但利润端增速今年以来逐季改善，龙头公司在经营表现上仍存在较强韧性，预期有所改善，同时厨电龙头公司的经营数据好转先行改善预期，进一步加强竣工数据回暖或在后续体现的信心，家电板块估值有望进一步修复。**但我们认为，这一次股价快速上涨的原因更多是来自资金面的**，当天MSCI三步走中的第三步具体时间表落地，作为短期驱动因素，直接拉动家电板块的集体上涨，其中11月1日格力电器净买入高达15.31亿元，创下今年以来的新高。

图 1：2019 年以来外资配置格力电器（单位：元/股）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年以来外资配置美的集团（单位：元/股）



资料来源：Wind，天风证券研究所

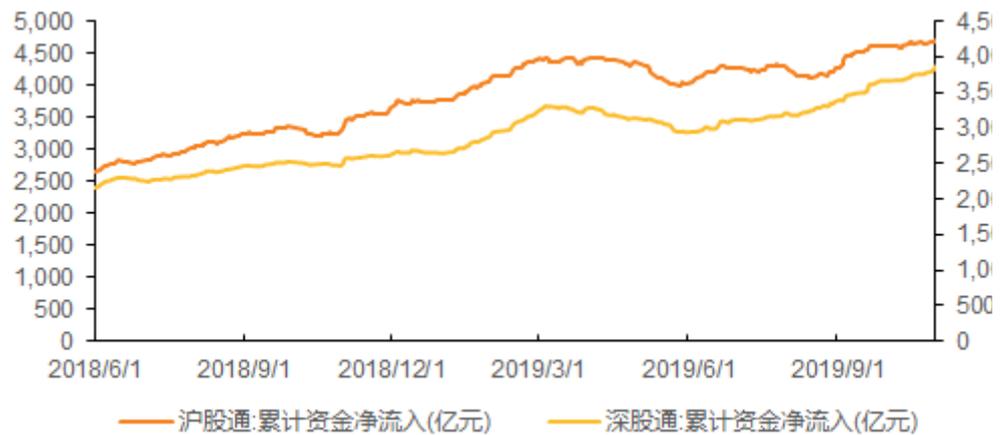
站在当前时点，我们通过回顾发现，今年以来家电板块多次出现日涨幅在3%以上的短期暴动，除了家电补贴政策刺激预期、4月9日格力电器公布混改等因素外，其他时候与外资超配有很大关系，例如对应去看1月9日格力电器及美的集团的北上资金净买入情况，同样也是处于全年较高位置。

表 1: 2019 年以来家电板块多次出现日涨幅在 3% 以上的情况

名称	日期	收盘价(元)	日涨跌幅
家电(中信)	2019/1/9	9236.18	3.73%
家电(中信)	2019/2/25	11174.76	5.66%
家电(中信)	2019/3/15	11574.75	3.26%
家电(中信)	2019/3/29	11822.85	3.15%
家电(中信)	2019/4/1	12355.41	4.50%
家电(中信)	2019/4/9	12847.84	3.73%
家电(中信)	2019/4/19	13790.12	4.39%
家电(中信)	2019/5/10	12138.44	3.32%
家电(中信)	2019/7/1	12813.71	4.73%
家电(中信)	2019/11/1	13639.33	6.29%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 2019 年以来北上资金持续流入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

今年以来, MSCI、富时罗素、标普道琼斯纳入 A 股的步伐也在稳步推进, 在各指数正式实施纳入前往往会出现提前打量的情况, 特别是 MSCI 于 11 月 1 日公布的时间表, 将于 2019 年 11 月 26 日收盘实施, A 股大盘纳入比例由 15% 提升至 20%, 并将中盘股以 20% 比例纳入, 将会带来目前为止最大的增量流入。从市值和估值角度, 我们还可以考虑部分市值在 200 亿元左右的标的有望被纳入, 如欧普照明、九阳股份、飞科电器等。

表 2: MSCI、富时罗素、标普道琼斯纳入 A 股时间表

指标名称	公布时间	实施时间	内容
MSCI	2019年5月14日	2019年5月28日	将纳入因子从5%扩大到10%, 以10%纳入饮食纳入中国创业板大盘A股。
	2019年8月8日	2019年8月27日	将纳入因子从10%扩大到15%。
	2019年11月1日	2019年11月26日	将纳入因子从15%扩大到20%, 同时将中盘股按20%纳入。
FTSE	2019年5月26日	2019年6月24日	第一阶段第一步, 纳入股票个股比例为20%。
	2019年8月25日	2019年9月23日	第一阶段第一步, 纳入股票个股比例为40%。
	2020年2月22日	2020年3月	第一阶段第一步, 纳入股票个股比例为60%。
标普		2018年12月31日	公布初步纳入的具体标的名单。
	2018年12月5日	2019年9月6日	再次公布具体标的的调整名单。
		2019年9月23日	纳入结果生效。

资料来源: 新浪财经, 天风证券研究所

表 3: 与纳入 MSCI 个股市值接近的家电板块公司

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	MSCI 纳入
000333.SZ	美的集团	4,104	权重股
000651.SZ	格力电器	3,877	权重股
600690.SH	海尔智家	1,121	权重股
002032.SZ	苏泊尔	658	中盘股
002050.SZ	三花智控	401	中盘股
002508.SZ	老板电器	309	权重股
603515.SH	欧普照明	200	未纳入
002242.SZ	九阳股份	186	未纳入
603868.SH	飞科电器	158	未纳入
000921.SZ	海信家电	155	未纳入
002705.SZ	新宝股份	140	未纳入
002429.SZ	兆驰股份	134	未纳入

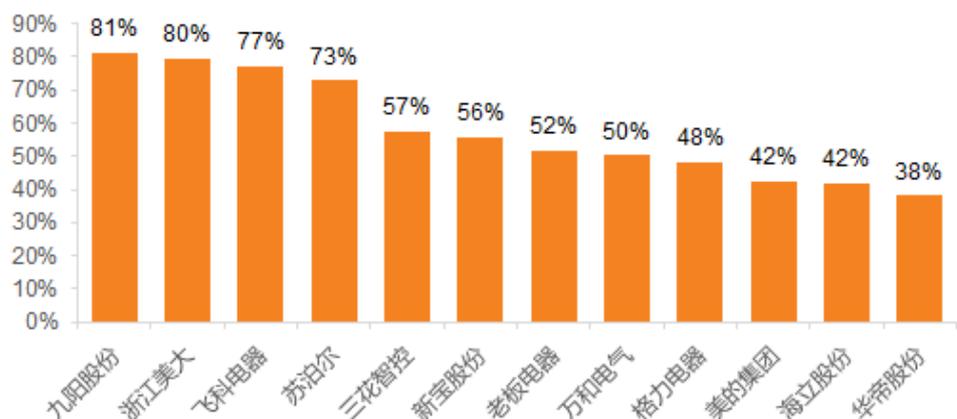
资料来源: Wind, 天风证券研究所

如何正确理解家电股估值?

自沪港通、深港通的正式开通至今, A 股的投资者结构事实上已经在发生改变。而随着 MSCI、富时罗素、标普道琼斯等先后决定将 A 股实现纳入, 未来将持续带来资金结构的改变。中长期看, 我们预计投资者结构的变化对于市场的影响或将持续 2-3 年。

传统以来, 外资偏长期的考核目标会导致他们更侧重于以分红率、优质的现金流等为重要考核标准, 而不单单以股价涨幅作为核心标准的, 因此, 符合外资选股标准的家电板块蓝筹多受其青睐, 在满足高分红属性、优质现金流和稳健经营表现以外, 同时具备了目前相对较低的估值。

图 4: 2018 年家电板块高现金分红率企业情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

因此在外资持续流入的背景下, 去考虑家电估值到底能到多少的时候, 基于估值对接, 我们更多需要考虑的是更加能反应企业核心价值的 EV/EBITDA 乘数。目前, 海外主要家电公司 EV/EBITDA 乘数基本在 10 倍左右或以上, 以格力为例, 目前 EV/EBITDA 乘数仅 8 倍左右, 对标国际家电龙头, 中国白电龙头估值仍有较大提升空间。

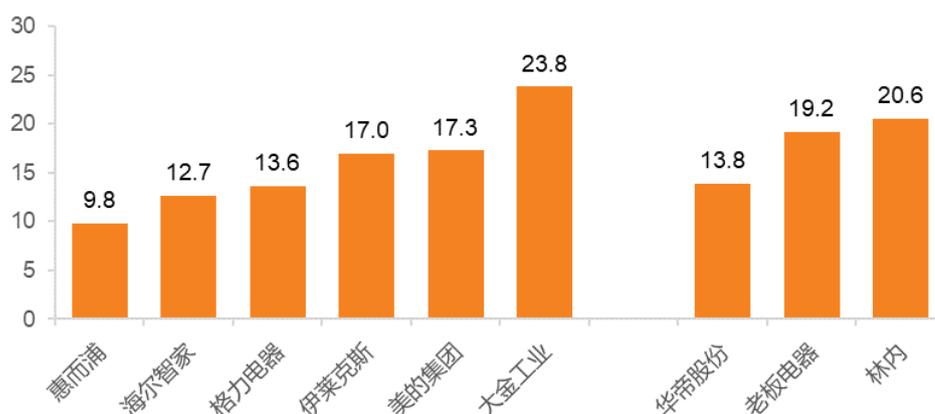
表 4：海外公司估值情况

公司名称	报告货币	市值 (亿)	P/E			EV/EBITDA
			2019E	2020E	2021E	TTM
Whirlpool	USD	95	9.8	9.1	8.2	7.0
United Technology	USD	1,266	18.0	16.8	15.2	12.7
A.O.Smith	USD	83	22.0	19.6	18.5	13.8
Ingersoll-Rand plc	USD	309	20.2	18.5	17.0	13.8
Helen of Troy Ltd	USD	38	19.3	18.3	17.1	17.4
美国平均			17.9	16.4	15.2	12.9
Electrolux	SEK	785	17.0	13.4	11.9	8.4
De'Longhi	EUR	25	14.6	13.9	12.9	8.0
SEB	EUR	70	15.8	14.3	12.9	10.9
Philips	EUR	359	22.0	18.9	16.5	13.6
欧洲平均			17.3	15.1	13.5	10.2
Daikin Industries	JP	44,465	23.8	22.1	20.1	12.2
Sony	JP	84,211	10.1	15.0	13.7	6.0
Hitachi	JP	39,697	18.6	9.1	8.1	6.4
Mitsubishi Electric	JP	33,518	14.5	14.3	13.1	7.0
Rinnai	JP	4,073	20.6	20.1	19.3	6.4
Zojirushi Corp	JP	1,211	29.8	28.4	26.9	12.7
日本平均			19.6	18.2	16.9	8.4
LG Electronics	KRW	109,971	12.6	8.0	6.4	4.4
Samsung Electronics	KRW	3,056,529	15.9	12.1	9.1	3.4
Coway	KRW	66,936	16.7	15.4	13.7	9.1
韩国平均			15.1	11.8	9.7	5.6

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

从目前主流的 PE 估值角度看，欧美家电龙头如伊莱克斯、大金工业等估值普遍约在 15-25 倍 PE 之间。我们选取几家海外公司做对比，业绩优秀的大金工业以及林内 PE 基本在 20 倍以上，而经营层面表现较弱的惠而浦及伊莱克斯相对应其估值略低。国内家电龙头企业估值基本处在 10-15 倍之间，与海外绩优股仍相比仍存在一定差距。

图 5：2019E 国内外白电和厨电公司估值对比



资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

最后回归基本面，不难发现格力电器等国内家电企业长期盈利能力领先优势明显，净资产收益率保持在 20% 以上。选取的几家具有代表性的海外公司中，净资产收益率最高的是伊莱克斯，低于 20%。深耕于空调行业的格力电器和大金工业 ROE 上存在较大差异，前者基本是后者的两倍，厨电板块差异更大，基本在 3-4 倍。

表 5： 2018 年家电公司 ROE 情况拆分（单位：%）

公司名称	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
惠而浦	-5.64	-0.76	0.25	7.47
格力电器	33.40	13.19	0.86	2.97
青岛海尔	20.78	5.33	1.15	4.44
伊莱克斯	17.98	3.07	1.33	4.42
美的集团	25.80	8.27	1.02	3.26
大金工业	15.68	8.51	0.95	2.01
华帝股份	28.34	11.38	1.28	1.99
老板电器	26.07	19.98	0.85	1.54
林内	7.57	7.14	0.84	1.48

资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

未来 A 股纳入国际指数的比例不断提升，同时随着外资流入限制逐步放开，外资对于 A 股市场投资风格演变的影响将会占据越来越重要的地位，有望进一步重塑 A 股估值体系，最终公司自身的阿尔法才是跑赢市场的主要决定因素。家电板块中优秀的龙头企业基于其较强的核心竞争力，从长期上来看，仍具有极强的配置价值。

投资建议

我们认为，在短期收入端未见拐点但利润端已出现逐季改善的情况下，龙头公司经营韧性较强以及竣工回暖等预期带来估值提升，同时，资金方面的推动或成为短期市场主导力量，建议关注持续竞争力的优质蓝筹龙头公司，积极推荐美的集团、格力电器、青岛海尔，同时建议关注有望受益扩大范围的欧普照明、九阳股份、飞科电器等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com