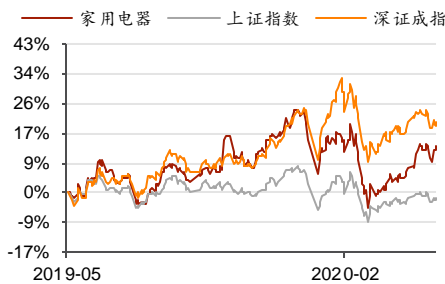


投资评级:增持(维持)

家电研究周报 (W22)

消费抱团还能走多远?

最近一年行业指数走势



联系信息

洪吉然

分析师

SAC 证书编号: S0160517120002

hongjr@ctsec.com

相关报告

- 《存量博弈，以守待攻:家电研究周报 (W21)》 2020-05-25
- 《观望情绪浓厚，抱团消费科技:家电研究周报 (W20)》 2020-05-18
- 《五一销售复苏，静态估值跃升:家电研究周报 (W19)》 2020-05-11

投资要点:

- **消费抱团还能走多远?** 时间悄然进入6月，上个月A股区间震荡+存量博弈+消费抱团，5月涨幅top6均为消费行业，市场坚守长期确定性的防守姿态一览无余。经济状况是市场表现的长线锚，当前投资端加速恢复，但内需复苏仍需时间，出口面临海外疫情的不确定性。两会淡化全年经济增长目标的同时释放出加强逆周期调节的信号，积极的货币和信贷政策至少短期不会更改。4-5月家电表现扭转Q1颓势(累计跑赢8个点)，主要催化剂为空调销售回暖+市场抱团消费，奥维监测数据显示五一促销期间(4.13-5.03)空调零售量同比-4%，零售额同比-16%，五一当周线上销量接近翻倍，线下也有回暖。销售固然边际复苏，然而市场相当灵敏，4-5月家电累计跑赢8个点正在兑现销售回暖预期。由于部分龙头19Q4/20Q1业绩走低，板块的静态估值出现了跳升，家电相对全部A股的市盈率突破均值+2标准差并且站上近年高位，过往的经验表明这一位置对应较强的均值回复力量，后续消费抱团的持续性以及白电销量能否超预期或是决定走势的关键。综合考虑性价比和催化剂，推荐美的集团(终端动销稳定增长)，格力电器(空调旺销预期)，海尔智家(估值较低+冰箱出口值得期待)，飞科电器(估值安全边际较高)，老板电器(竣工回暖预期)。
- **基本面: 4月地产销售和家电产销均见改善。地产数据:** 1-4月销售累计同比-19%，竣工累计同比-15%，销售改善幅度大于竣工，竣工逻辑兑现或将延至下半年。**产品销量:** (1) **空调:** 1-4月空调出货同比-25%，其中内销同比-45%，出口同比-0.3%但面临滞后冲击; Q1全渠道零售量/额同比-51%/-61%，4月表现改善(-16%/-27%)，厂商加大促销力度以消解疫情冲击; 空调渠道库存约3000万套，环比去年底持平，库存水位4个月左右。(2) **大厨电:** Q1烟机全渠道零售量/额同比-46%/-52%，4月同比明显改善(-7%/-11%)，疫情影响+工装分流导致2020年开局并不顺利，预计推后的竣工高峰可缓解需求不振。**产品价格:** 19Q4空调行业开启价格竞争，10/11/12月线下均价同比-9%/-27%/-22%，20Q1价格策略依然激进，1/2/3月线下同比-15%/-29%/-17%; 3月油烟机线下均价同比-11%，延续19年以来的颓势，中高端出现较大下滑，3月老板/方太/华帝线下均价同比-11%/-2%/-12%。
- **风险提示:** 地产销售不及预期; 原材料成本上升; 人民币大幅升值。

表 1: 重点公司投资评级

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (05.29) | EPS (元) | | | PE | | | 投资评级 |
|--------|------|-------------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | |
| 600690 | 海尔智家 | 1,088.92 | 16.55 | 1.25 | 1.12 | 1.23 | 13.24 | 14.78 | 13.46 | 增持 |
| 002508 | 老板电器 | 322.95 | 34.03 | 1.68 | 1.55 | 1.71 | 20.26 | 21.95 | 19.90 | 增持 |
| 603868 | 飞科电器 | 190.36 | 43.70 | 1.57 | 1.67 | 1.83 | 27.83 | 26.17 | 23.88 | 买入 |
| 000651 | 格力电器 | 3,425.36 | 56.94 | 4.11 | 3.52 | 4.26 | 13.85 | 16.18 | 13.37 | 买入 |
| 000333 | 美的集团 | 4,131.09 | 59.02 | 3.46 | 3.22 | 3.52 | 17.06 | 18.33 | 16.77 | 买入 |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

| | |
|--|----|
| 1、投资逻辑：销售复苏，估值跃升..... | 4 |
| 2、基本面：产销数据出现复苏..... | 5 |
| 2.1 4月出货：疫情冲击产品需求..... | 5 |
| 2.2 4月零售：销量同比渐进式复苏..... | 6 |
| 2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差..... | 9 |
| 2.4 地产周期：1-4 地产销售同比-19%，降幅较前值收窄 7pcts..... | 10 |
| 3、估值水平：静态估值跳升..... | 12 |
| 4、资金面：20Q1 公募基金明显减仓..... | 13 |
| 4.1 基金持仓分析：20Q1 家电配置环比-2.1 个百分点..... | 13 |
| 4.2 上周陆股通持仓变化..... | 14 |
| 5、上周行业回顾..... | 17 |
| 5.1 行情回顾..... | 17 |
| 5.2 上周重要公告..... | 19 |
| 6、风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：2005 年至今家电板块相对万得全 A 超额收益..... | 4 |
| 图 2：4 月家用空调月度内销量（万台）..... | 5 |
| 图 3：4 月家用空调月度出口量（万台）..... | 5 |
| 图 4：4 月冰箱月度内销量（万台）..... | 5 |
| 图 5：4 月冰箱月度出口量（万台）..... | 5 |
| 图 6：4 月洗衣机月度内销量（万台）..... | 6 |
| 图 7：4 月洗衣机月度出口量（万台）..... | 6 |
| 图 8：4 月空调行业零售量推总同比..... | 6 |
| 图 9：3 月空调品牌线下均价同比..... | 6 |
| 图 10：线下空调零售量占比..... | 7 |
| 图 11：线上空调零售量占比..... | 7 |
| 图 12：4 月油烟机行业零售量推总同比..... | 7 |
| 图 13：3 月油烟机品牌线下均价同比..... | 7 |
| 图 14：线下油烟机零售量占比..... | 8 |
| 图 15：线上油烟机零售量占比..... | 8 |
| 图 16：4 月冰箱行业零售量推总同比..... | 8 |
| 图 17：3 月冰箱品牌线下均价同比..... | 8 |
| 图 18：4 月洗衣机行业零售量推总同比..... | 8 |
| 图 19：3 月洗衣机品牌线下均价同比..... | 8 |
| 图 20：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）..... | 9 |
| 图 21：长江有色市场平均铜价（元/吨）..... | 9 |
| 图 22：长江有色市场平均铝价（元/吨）..... | 9 |
| 图 23：塑料（ABS）价格（元/吨）..... | 9 |
| 图 24：空调零售均价和原料成本同比变化..... | 10 |
| 图 25：冰箱零售均价和原料成本同比变化..... | 10 |
| 图 26：洗衣机零售均价和原料成本同比变化..... | 10 |
| 图 27：油烟机零售均价和原料成本同比变化..... | 10 |
| 图 28：全国商品房销售面积累计增速..... | 11 |
| 图 29：各级城市单月销售面积增速..... | 11 |
| 图 30：4 月新开工/竣工面积累计同比回升..... | 11 |

| | |
|---|----|
| 图 31: 4 月交房面积同比略有回升 | 11 |
| 图 32: 主要品种相对 PE 超越历史均值+1 标准差 | 12 |
| 图 33: PB-ROE 视角: ROE 大概率已在底部, PB 落至均值以下 | 12 |
| 图 34: 主动公募家电配置比例 | 13 |
| 图 35: 主动公募家电超配比例 | 13 |
| 图 36: 主动公募家电电子行业配置比例 | 13 |
| 图 37: 主动公募家电细分行业超配比例 | 13 |
| 图 38: 20Q1 主动公募各行业超配比例 | 14 |
| 图 39: 20Q1 主动公募各行业增配比例 | 14 |
| 图 40: 家电电子行业超配比例历史百分位 | 14 |
| 图 41: 各行业超配比例历史百分位 | 14 |
| 图 42: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 43: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 44: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 45: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 46: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 47: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股) | 16 |
| 图 48: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股) | 17 |
| 图 49: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股) | 17 |
| 图 50: 莱克电气陆股通周度持股数变化 (万股) | 17 |
| 图 51: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股) | 17 |
| 图 52: 家电板块 2017 年初至今涨跌幅 | 18 |
| 图 53: 上周家电行业涨跌幅 | 18 |
| 图 54: 申万一级行业涨跌幅 | 18 |
| 图 55: 家电板块 PE(TTM) | 18 |
| | |
| 表 1: 上周陆股通持仓情况变化 | 15 |
| 表 2: 上周个股涨幅前五位 | 18 |
| 表 3: 上周个股跌幅前五位 | 18 |
| 表 4: 上周重点公司公告 | 19 |

1、投资逻辑：销售复苏，估值跃升

- 消费抱团还能走多远？** 时间悄然进入6月，上个月A股区间震荡+存量博弈+消费抱团，5月涨幅top6均为消费品种，市场坚守长期确定性的防守姿态一览无余。经济状况是市场表现的长线锚，当前投资端加速恢复，但内需复苏仍需时间，出口面临海外疫情的不确定性。两会淡化全年经济增长目标的同时释放出加强逆周期调节的信号，积极的货币和信贷政策至少短期不会更改。4-5月家电表现扭转Q1颓势（累计跑赢8个点），主要催化剂为空调销售回暖+市场抱团消费，奥维监测数据显示五一促销期间（4.13-5.03）空调零售量同比-4%，零售额同比-16%，五一当周线上销量接近翻倍，线下也有回暖。销售固然边际复苏，然而市场相当灵敏，4-5月家电累计跑赢8个点正在兑现销售回暖预期。由于部分龙头19Q4/20Q1业绩走低，板块的静态估值出现了跳升，家电相对全部A股的市盈率突破均值+2标准差并且站上近年高位，过往的经验表明这一位置对应较强的均值回复力量，后续消费抱团的持续性以及白电销量能否超预期或是决定走势的关键。综合考虑性价比和催化剂，推荐美的集团（终端动销稳定增长），格力电器（空调旺销预期），海尔智家（估值较低，冰箱出口值得期待），飞科电器（估值安全边际较高），老板电器（竣工回暖预期）。
- 基本面：4月地产销售和家电产销均见改善。** 地产数据：1-4月销售累计同比-19%，竣工累计同比-15%，销售改善幅度大于竣工，竣工逻辑兑现或将延至下半年。产品销量：（1）空调：1-4月空调出货同比-25%，其中内销同比-45%，出口同比-0.3%但面临海外滞后冲击；Q1全渠道零售量/额同比-51%/-61%，4月表现改善（-16%/-27%），厂商加大促销力度以消解疫情冲击；空调渠道库存约3000万套，环比去年底持平，库存水位4个月左右。（2）大厨电：Q1烟机全渠道零售量/额同比-46%/-52%，4月同比明显改善（-7%/-11%），疫情影响+工装分流导致2020年开局并不顺利，预计推后的竣工高峰可缓解需求不振。产品价格：19Q4空调行业开启价格竞争，10/11/12月线下均价同比-9%/-27%/-22%，20Q1价格策略依然激进，1/2/3月线下同比-15%/-29%/-17%；3月油烟机线下均价同比-11%，延续19年以来的颓势，中高端出现较大下滑，3月老板/方太/华帝线下均价同比-11%/-2%/-12%。

图 1：2005 年至今家电板块相对万得全 A 超额收益

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|-------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| 2005 | 1.5 | -0.6 | -2.5 | 5.3 | 5.0 | -2.6 | -3.5 | -0.7 | -2.1 | -0.1 | 1.4 | -1.7 |
| 2006 | -1.0 | 2.2 | -1.5 | -11.0 | -1.8 | -0.8 | 2.2 | -2.9 | -1.4 | -1.2 | 3.5 | -8.7 |
| 2007 | 5.5 | 5.3 | 2.4 | 5.7 | -0.5 | 6.0 | -6.1 | -10.1 | 2.2 | -6.8 | 5.0 | 5.9 |
| 2008 | 12.3 | 0.2 | -0.7 | -1.2 | -6.3 | -2.1 | 3.0 | -3.0 | 6.4 | 3.5 | 2.8 | 4.2 |
| 2009 | -11.0 | 10.2 | -2.7 | 11.3 | -3.7 | -7.8 | -6.2 | 9.6 | 5.0 | 9.6 | 4.1 | 2.6 |
| 2010 | -0.2 | 4.3 | -0.1 | -7.0 | 2.3 | 0.9 | 4.9 | 2.3 | -2.2 | 1.3 | -0.6 | 3.0 |
| 2011 | -2.2 | 13.0 | -1.4 | 0.2 | 0.4 | 3.4 | -1.3 | -4.0 | -0.9 | -4.0 | -5.2 | 1.1 |
| 2012 | 1.1 | 6.7 | 1.4 | -1.3 | 3.1 | -3.2 | -1.7 | 0.1 | 0.9 | 4.0 | 3.5 | -4.1 |
| 2013 | 4.0 | -0.9 | 5.1 | 6.3 | -6.1 | 2.2 | 2.2 | -3.7 | -0.5 | 13.3 | -0.5 | 6.2 |
| 2014 | -1.2 | -3.8 | 0.2 | 0.8 | -0.6 | -2.2 | -1.6 | -2.6 | -6.1 | 0.7 | -4.3 | -3.1 |
| 2015 | 8.4 | 0.2 | -4.7 | -0.3 | -2.5 | 6.2 | -2.8 | 1.3 | -4.7 | -3.3 | -0.7 | 5.6 |
| 2016 | 5.9 | -1.1 | -3.9 | 2.4 | 1.0 | 0.6 | 3.8 | -5.1 | 6.1 | -2.4 | 5.4 | -2.7 |
| 2017 | 2.2 | 3.0 | 5.8 | 3.0 | 4.2 | 7.7 | -5.6 | -3.6 | 1.7 | 9.3 | 0.5 | 4.2 |
| 2018 | 8.5 | -1.9 | -4.2 | -1.9 | 4.9 | 4.4 | -7.3 | -5.8 | -0.4 | -0.9 | 0.1 | 1.4 |
| 2019 | 10.3 | -7.5 | -0.2 | 6.7 | 0.1 | 0.6 | 1.0 | -1.0 | -0.5 | 4.0 | 0.2 | 3.8 |
| 2020 | -2.4 | -3.1 | -4.3 | 2.4 | 5.6 | | | | | | | |

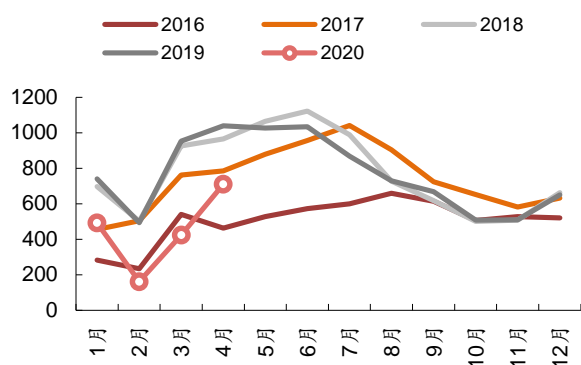
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、基本面：产销数据出现复苏

2.1 4月出货：疫情冲击产品需求

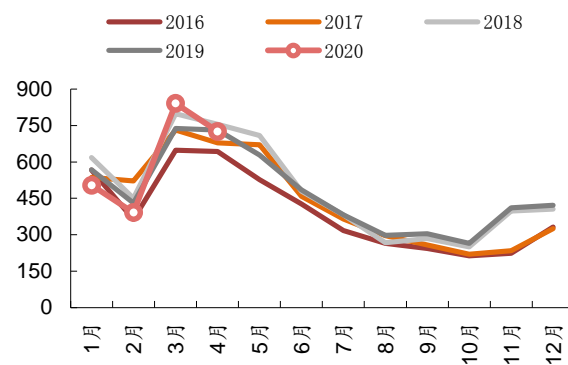
- **4月空调：内销尚需时间恢复。**2020年4月家用空调出货1435万台（同比-19%），其中内销709.3万台（yoy-32%），出口725.7万台（yoy-1%）。1-4月空调销量累计同比-25%，其中内销累计同比-45%，出口累计同比-0.3%。4月内销方面仍面临终端零售负增长+库存高位，在新旧能效更替之际经销商提货意愿偏向谨慎；4月出口表现较好主因前期订单集中交付，疫情冲击或在后续几个月逐步显现。上市公司方面，4月格力、美的、海尔销量同比-19%、+11%、-33%。
- **4月冰箱&洗衣机：冰箱表现优于洗衣机，5月海外冰箱需求或有明显增长。**4月冰箱出货量659万台（同比-1%），其中内销348万台（yoy-3%），外销312万台（yoy+2%）。根据中商情报网，由于天气炎热和疫情居家，5月海外冰箱需求明显上升，部分中小企业冰箱出口订单已排至8月。4月洗衣机出货量490万台（同比-13%），其中内销332万台（yoy-13%），外销158万台（yoy-13%），产能恢复+前期库存销售，看好后续内销恢复，但出口需求或仍受海外疫情压制。

图2：4月家用空调月度内销量（万台）



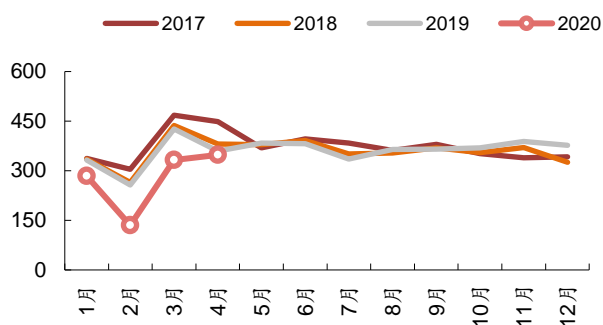
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图3：4月家用空调月度出口量（万台）



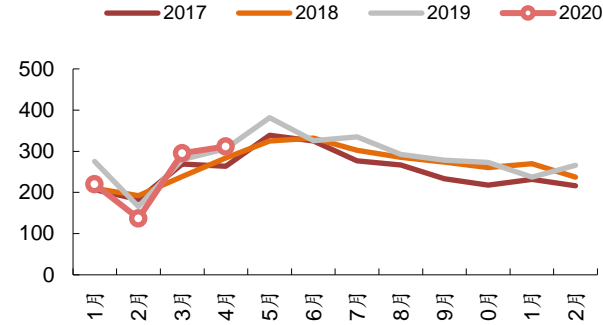
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：4月冰箱月度内销量（万台）



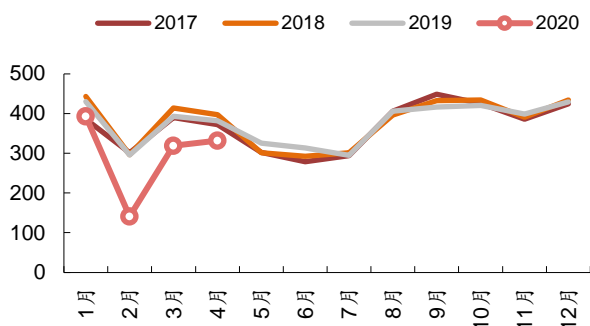
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图5：4月冰箱月度出口量（万台）



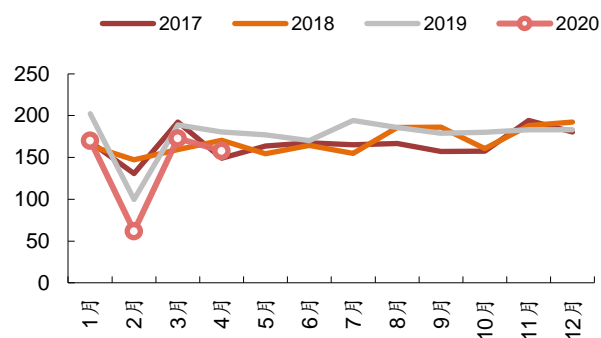
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：4月洗衣机月度内销量（万台）



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图7：4月洗衣机月度出口量（万台）

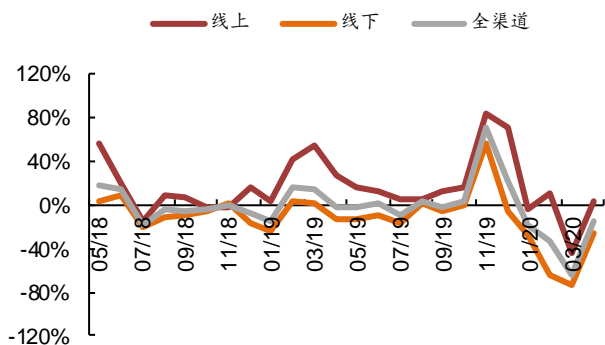


数据来源：产业在线，财通证券研究所

2.2 4月零售：销量同比渐进式复苏

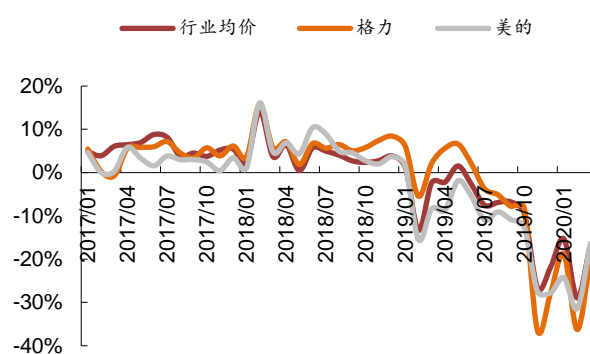
- 4月空调零售：市场逐渐好转，线上零售转正。**奥维云网推总数据显示，4月空调全渠道零售量/额同比-16%/-27%，其中线下零售量 284.4 万套（同比-26.6%），零售额 99.3 亿元（同比-31.7%）；线上零售量 224.9 万台（同比+3.4%），零售额 53.7 亿元（同比-18.1%）。2020Q1 空调全渠道销量同比-51%，销售额同比下滑 61%，需求不旺+疫情影响导致整个行业陷入低迷，产品价格继续下探，龙头品牌加速抢占市场。均价层面，中怡康数据显示，3月行业线下均价同比-29%，已是连续第四个月出现双位数下滑。

图8：4月空调行业零售量推总同比



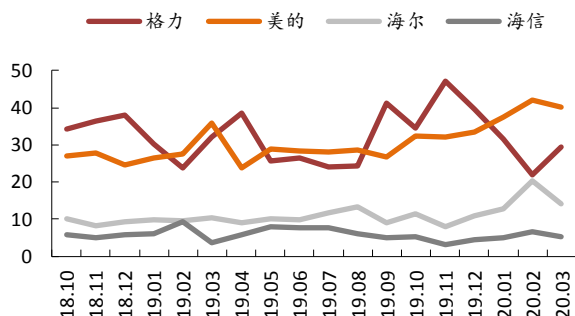
数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图9：3月空调品牌线下均价同比



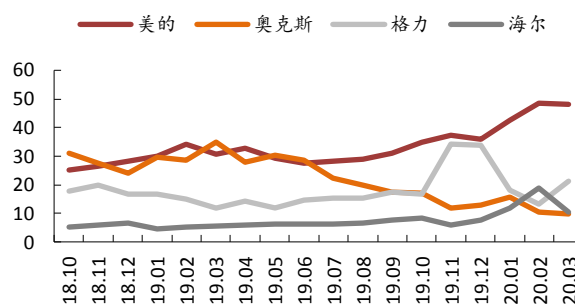
数据来源：中怡康，财通证券研究所

图10：线下空调零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

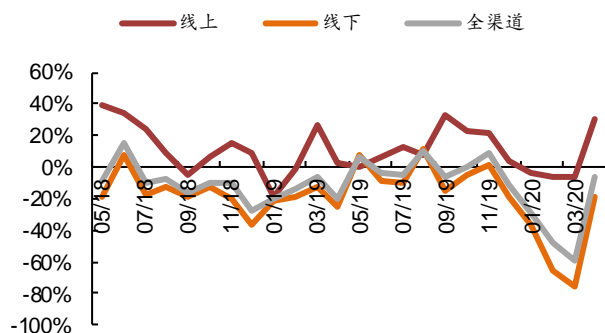
图11：线上空调零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

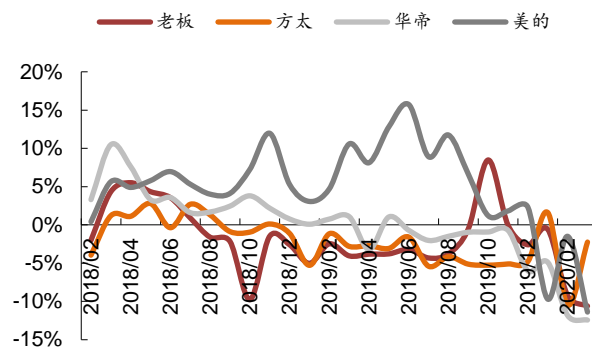
- 4月厨电零售：局部地区市场回暖。**奥维云网推总数据显示，4月油烟机全渠道零售量/额同比-7%/-11%，其中线下油烟机零售额18亿元(同比-17.6%)，零售量125万台(同比-18.9%)，线上市场零售额7.4亿(同比+8.0%)，零售量64.8万台(同比+31.0%)，Q1基本完成老品清库，线上市场加速推新。2020Q1油烟机全渠道销量同比-46%，销售额同比-52%。

图12：4月油烟机行业零售量推总同比



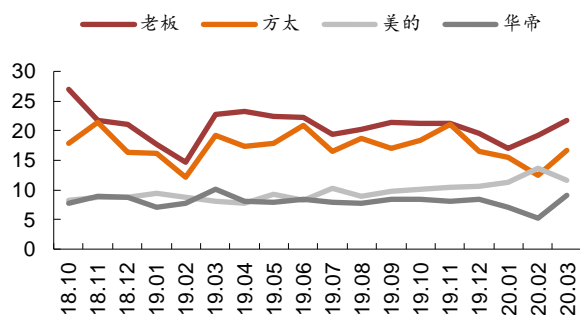
数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图13：3月油烟机品牌线下均价同比



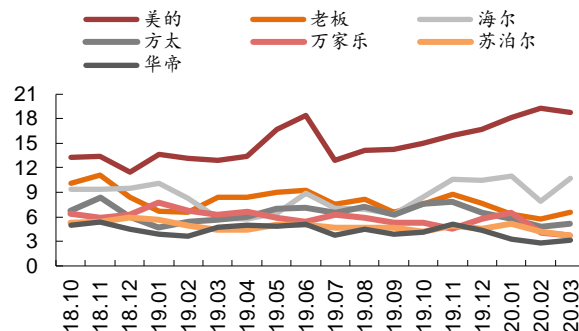
数据来源：中怡康，财通证券研究所

图14：线下油烟机零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

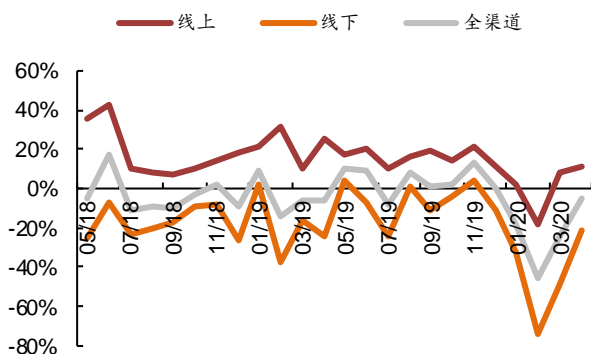
图15：线上油烟机零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

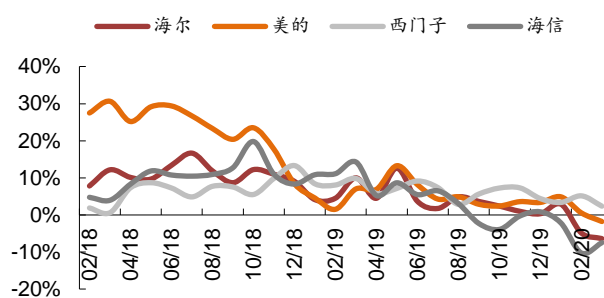
■ 4月冰箱 & 洗衣机：疫情紧张缓解，市场明显改善。4月冰箱全渠道零售量 yoy-5%，零售额 yoy-12%，较3月有所回升。4月洗衣机全渠道零售量 yoy-8%，零售额 yoy-11%。疫情影响逐渐减退，零售量开始回暖，零售均价仍然走低。20Q1 冰箱/洗衣机全渠道销量同比-23%/-27%，销售额同比-28%/-35%。

图16：4月冰箱行业零售量推总同比



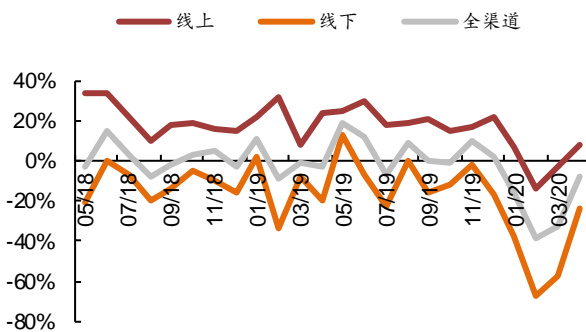
数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图17：3月冰箱品牌线下均价同比



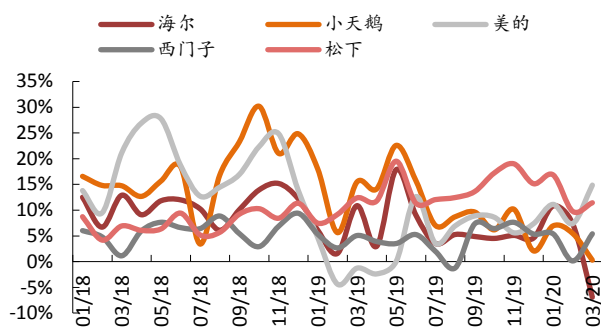
数据来源：中怡康，财通证券研究所

图18：4月洗衣机行业零售量推总同比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图19：3月洗衣机品牌线下均价同比

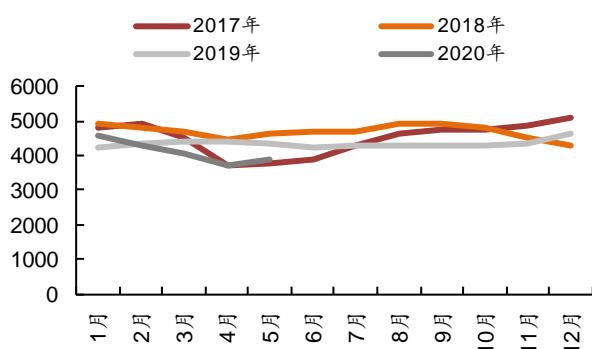


数据来源：中怡康，财通证券研究所

2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差

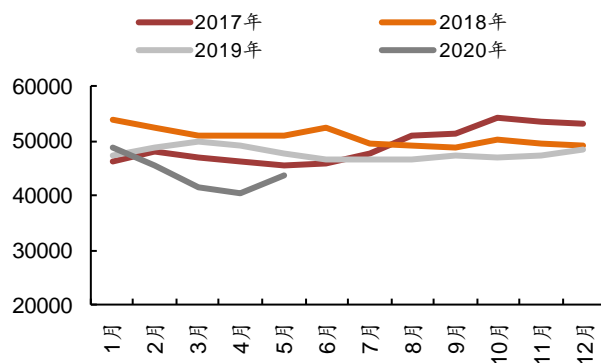
- 整体来看，家电主要原材料价格在 17 年底和 18 年初达到阶段性顶峰，并在 18 年大部分时间高位盘整，较为明显的回落出现在 18 年下半年。19 年家电成本端迎来红利，19Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-10%、-7%、-4%、-19%；19Q2 的同比变化分别为-6%、-7%、-3%、-20%；19Q3 的同比变化分别为-11%、-5%、-2%、-21%；19Q4 的同比变化分别是-2%、-4%、2%、-9%。20Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比 3%、-3%、3%、-7%。

图20：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



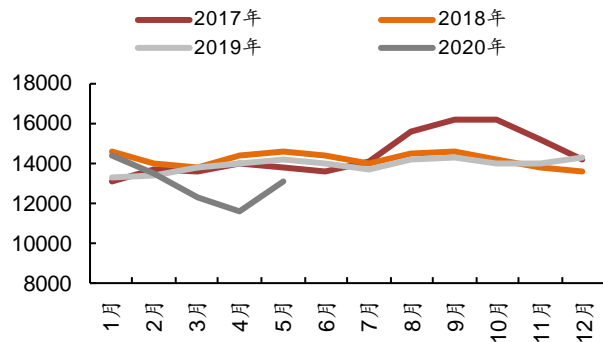
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：长江有色市场平均铜价（元/吨）



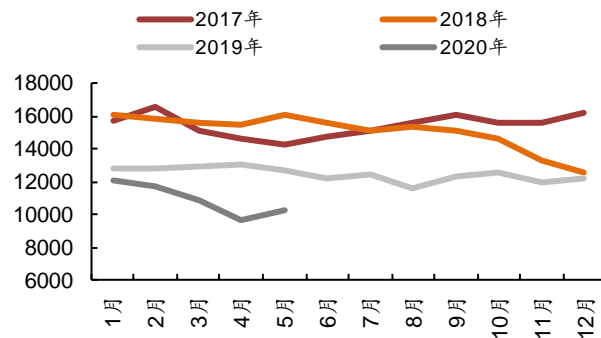
数据来源：Wind，财通证券研究所

图22：长江有色市场平均铝价（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

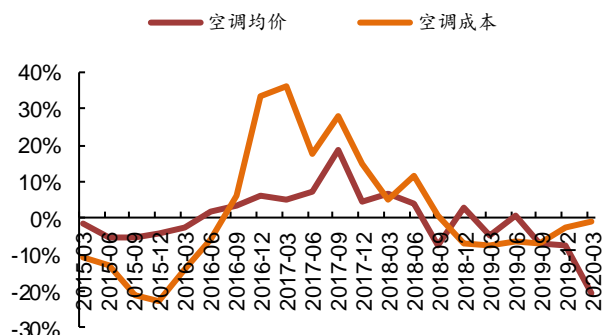
图23：塑料（ABS）价格（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

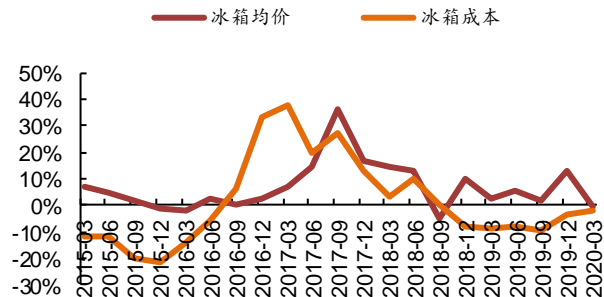
- **利润率角度**，家电行业的均价-成本剪刀差在 2015 年最为显著，2017 年则见证了最为严峻的成本上涨，2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长，其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利，空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长，油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。

图24：空调零售均价和原料成本同比变化



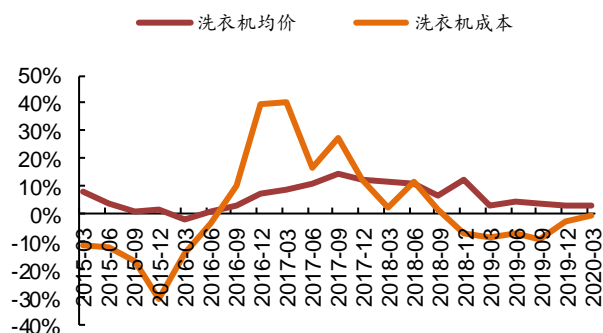
数据来源：Wind，财通证券研究所

图25：冰箱零售均价和原料成本同比变化



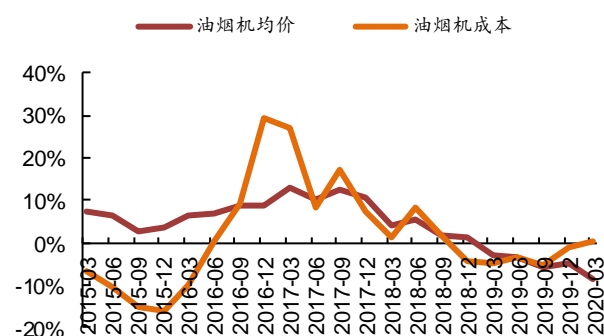
数据来源：Wind，财通证券研究所

图26：洗衣机零售均价和原料成本同比变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

图27：油烟机零售均价和原料成本同比变化

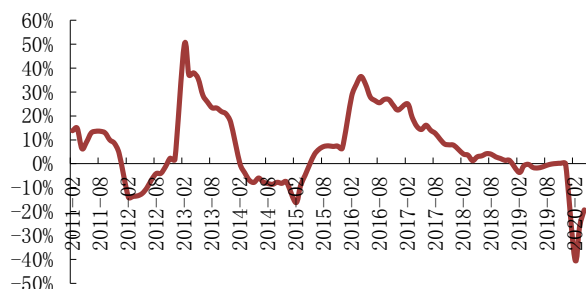


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 地产周期：1-4 地产销售同比-19%，降幅较前值收窄 7pcts

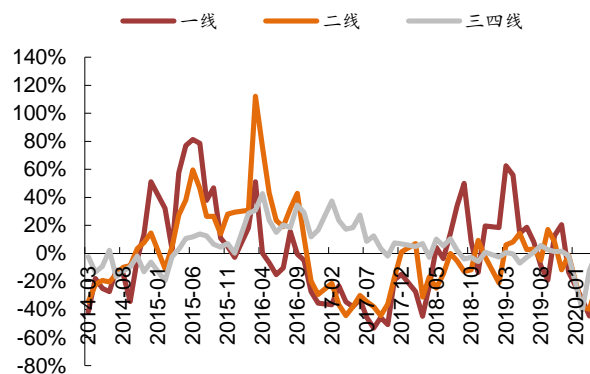
- 地产销售降幅继续收窄，预计全年中个位数下滑。1-4 月全国商品房销售面积 33973 万方，同比-19.3%，降幅较之 1-3 月收窄 7.0 个百分点。随着疫情消退，积压的购房需求开始释放。预计后续销售延续回暖势头，但节奏上可能逐渐放缓，预计 2020 年全国商品房销售面积同比中个位数下滑。

图 28：全国商品房销售面积累计增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

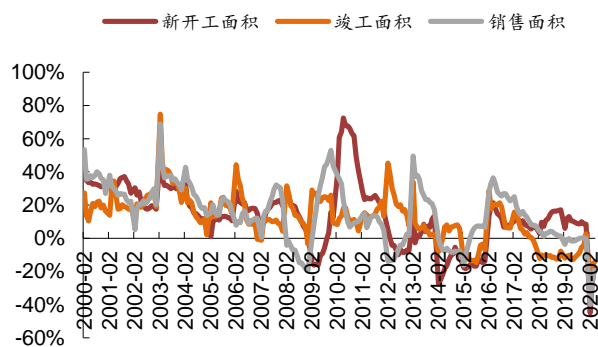
图 29：各级城市单月销售面积增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

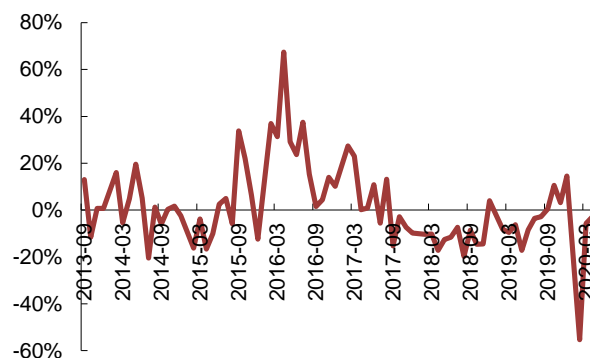
- 4 月房地产竣工小幅下滑。1-4 月新开工面积累计同比-18%，较前值上升 9pcts；1-4 月竣工面积同比-15%，较前值上升 1 个百分点。2020 年房地产投资虽然会较 2019 年出现明显放缓，但因行业低库存+信贷政策支持，开工/竣工会得到进一步修复。

图 30：4 月新开工/竣工面积累计同比回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 31：4 月交房面积同比略有回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

3、估值水平：静态估值跳升

- **核心家电相对全部 A 股已在均值+2 标准差。**我们选取了 17 个关注度较高的家电股票，并以此计算其整体 PE (TTM) 相对大盘的估值水平。数据显示，当前相对 PE 水位 1.23，已至历史均值+2 标准差 (1.23)，而近年的阶段高点出现在 18 年 2 月和 19 年 12 月 (均值+1 标准差略往上)。

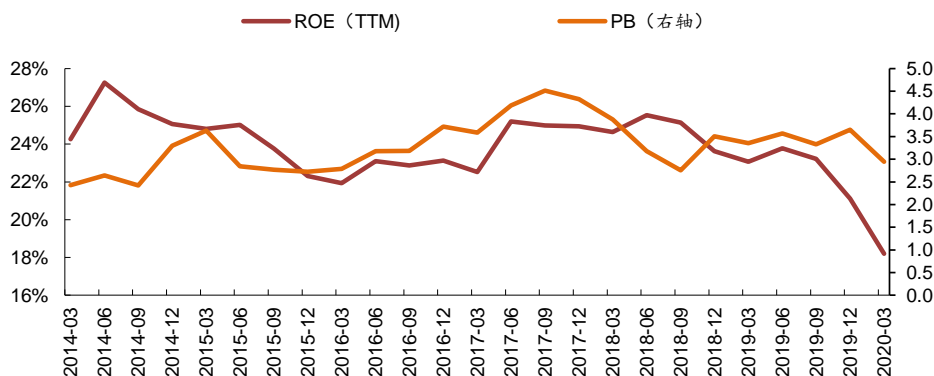
图 32：主要品种相对 PE 超越历史均值+1 标准差



数据来源：Wind，财通证券研究所

- **PB-ROE 视角：ROE (TTM) 大概率已在底部，PB 落至均值以下。**PB-ROE 策略寻找 ROE 向上拐点将现+PB 历史低位的行业作为最佳配置方向。我们仍然选取 17 只家电股票作为研究对象，其整体 ROE (TTM) 自 18 年中报见顶后处于下降通道，20 年一季报 ROE (TTM) 为 18.2%，环比大幅下挫，通过拆分可得权益乘数和净利率明显下滑，周转率基本持平，核心家电的 ROE (TTM) 大概率会迎来见底回升。PB 在 ROE 的周期运行中有两个特点：(1) $ROE = PB / PE$ ，因此 ROE 上行周期中 PB 比 PE 弹性更大；(2) PB 代表投资者对企业盈利能力的预期，所以通常领先 ROE 波动 1-2 个季度。20 年一季报 17 只家电股的整体 PB 为 3.0，回归 2014 年至今均值 (3.3) 下放。这一轮基本面的下行周期始于 2017 年中，从各自的高点算起 ROE (TTM) 回撤比例为 29%，PB 的下行幅度为 35%，两者较为匹配。

图 33：PB-ROE 视角：ROE 大概率已在底部，PB 落至均值以下



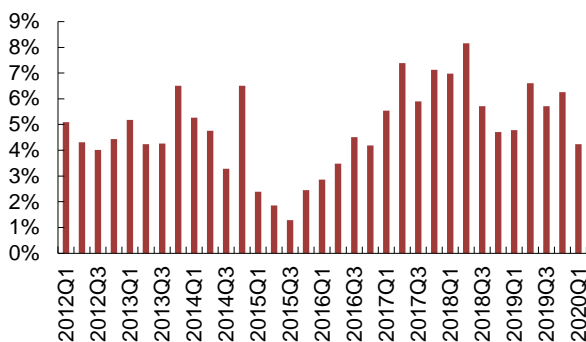
数据来源：Wind，财通证券研究所，注：3 月指一季报，6 月指中报，以此类推

4、资金面：20Q1 公募基金明显减仓

4.1 基金持仓分析：20Q1 家电配置环比-2.1 个百分点

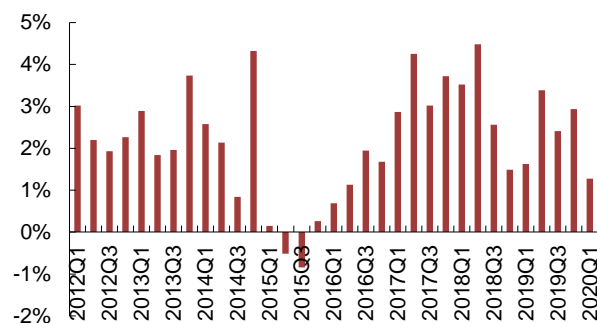
- **20Q1 主动公募大幅减配白电龙头。**整体来看，20Q1 主动公募基金大幅减配家电，其配置比例为 4.2%，环比-2.1 个百分点，家电超配比例 1.3%，环比下降 1.6 个百分点。细分行业看，20Q1 公募减配多数家电细分行业，其中白电仓位环比-2.08 个百分点，大厨电、小家电、黑色家电仓位环比-0.14、-0.05、-0.01 个百分点，照明及零部件+0.27 个百分点。从百分位分析（2012 年-至今），白电、大厨电、小家电、照明及其他、黑电超配比例的历史百分位分别为 30%、36%、70%、91%、6%。

图 34：主动公募家电配置比例



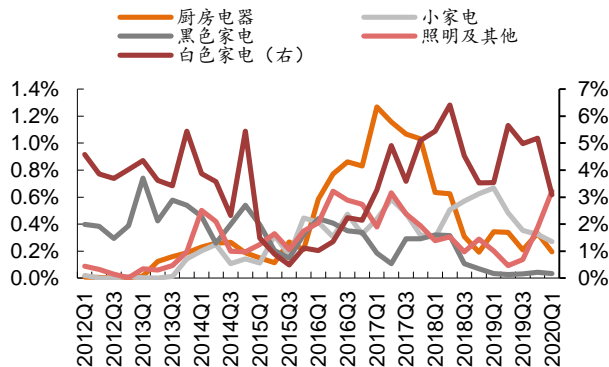
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 35：主动公募家电超配比例



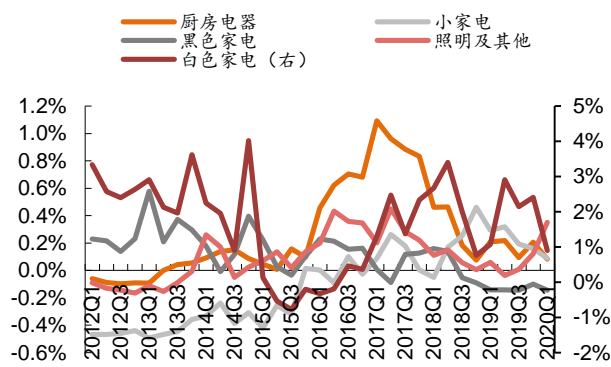
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 36：主动公募家电电子行业配置比例



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 37：主动公募家电细分行业超配比例

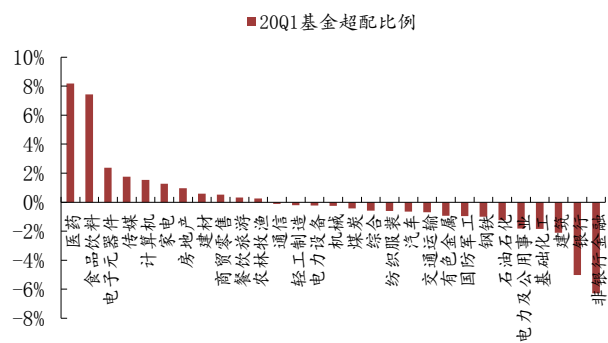


数据来源：Wind，财通证券研究所

- **行业比较层面，20Q1 公募增配医药、计算机、农业，减配家电、银行、非银。**超配比例排序，19Q4 主动公募青睐医药、食品、电子，超配比例分别为 8.2、7.4、2.4 个百分点。增配比例排序，四季度公募基金加仓最多的行业是医药、计算机、农业，环比增配比例为 4.9、3.2、1.1 个百分点。从历史百分位分析，建材、医药、农业的超配水平处在历史高位，分别位于 2012-至今的 100%、94%、94%分位，而汽车、石化、纺织的超配比例位于 2012-

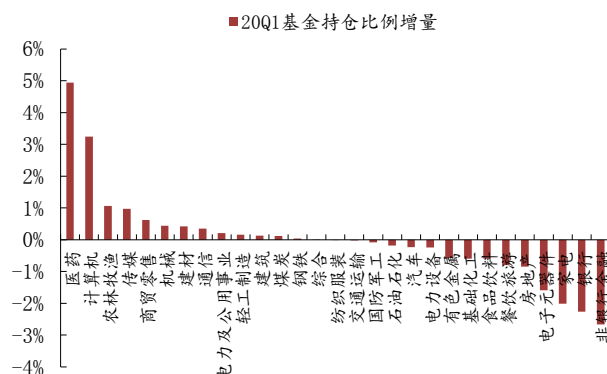
至今的 9%、3%、3%分位，处在较低水平。

图 38：20Q1 主动公募各行业超配比例



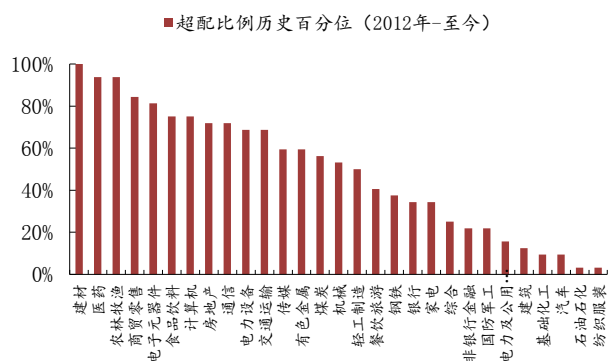
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 39：20Q1 主动公募各行业增配比例



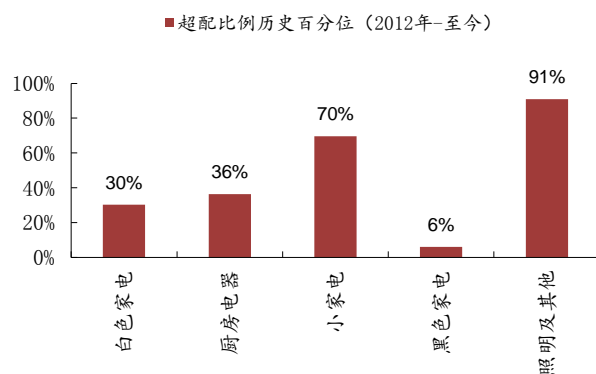
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 40：家电子行业超配比例历史百分位



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 41：各行业超配比例历史百分位



数据来源：Wind，财通证券研究所

4.2 上周陆股通持仓变化

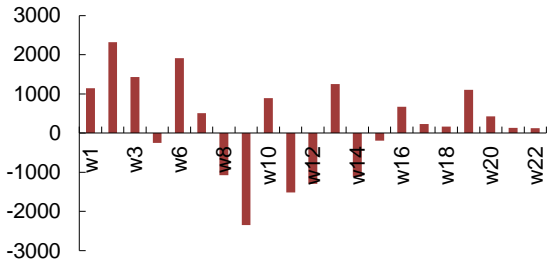
- **上周陆股通家电股持仓变化：**从持股数量的绝对变化上看，上周外资增持最多的三个标的为 TCL 科技 (+6981.58 万股)、海尔智家 (+2740.59 万股)、深康佳 A(+847.46 万股)，减持最多的三只股票为三花智控(-117.33 万股)、苏泊尔(-63.09 万股)、老板电器(-10.11 万股)。从流通股占比变化的角度，上周陆股通增持前三位为华帝股份 (+0.74pcts)、海信家电 (+0.65pcts)、深康佳 A (+0.54pcts)，减持前三位是苏泊尔 (-0.07pcts)、三花智控 (-0.04pcts)、奥佳华 (-0.01pcts)。

表 1：上周陆股通持仓情况变化

| | 持股变化（万股） | 持仓占流通股比例（%） | 持仓占流通股比例变化（pct） |
|--------|----------|-------------|-----------------|
| 华帝股份 | 644.12 | 4.25 | 0.74 |
| 海信家电 | 593.20 | 4.17 | 0.65 |
| 深康佳 A | 847.46 | 1.13 | 0.54 |
| TCL 科技 | 6981.58 | 2.41 | 0.52 |
| 海尔智家 | 2740.59 | 10.90 | 0.44 |
| 创维数字 | 306.09 | 0.79 | 0.28 |
| 九阳股份 | 134.94 | 7.65 | 0.18 |
| 飞科电器 | 74.67 | 0.77 | 0.18 |
| 欧普照明 | 125.55 | 2.69 | 0.16 |
| 莱克电气 | 44.67 | 0.88 | 0.11 |
| 兆驰股份 | 305.02 | 0.41 | 0.07 |
| 荣泰健康 | 2.75 | 3.10 | 0.02 |
| 格力电器 | 126.08 | 15.99 | 0.02 |
| 美的集团 | 60.74 | 16.84 | 0.00 |
| 银河电子 | 0.00 | 0.07 | 0.00 |
| 奥马电器 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 四川九洲 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 顺钠股份 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| *ST 同洲 | -1.10 | 0.00 | 0.00 |
| 秀强股份 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 融捷健康 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| *ST 德奥 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 盾安环境 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| *ST 康盛 | 0.00 | 0.07 | 0.00 |
| 四川长虹 | 0.00 | 0.03 | 0.00 |
| 日出东方 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 惠而浦 | -0.01 | 0.00 | 0.00 |
| 海信视像 | -2.22 | 1.35 | 0.00 |
| 老板电器 | -10.11 | 14.23 | -0.01 |
| *ST 奋达 | -8.17 | 0.45 | -0.01 |
| 奥佳华 | -6.96 | 0.54 | -0.01 |
| 三花智控 | -117.33 | 6.76 | -0.04 |
| 苏泊尔 | -63.09 | 6.02 | -0.07 |

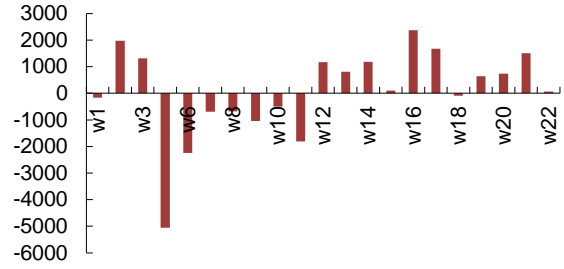
数据来源：Wind，财通证券研究所

图42: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股)



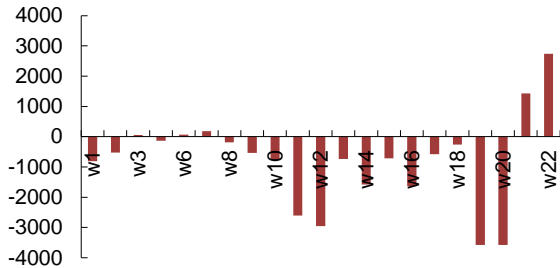
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图43: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股)



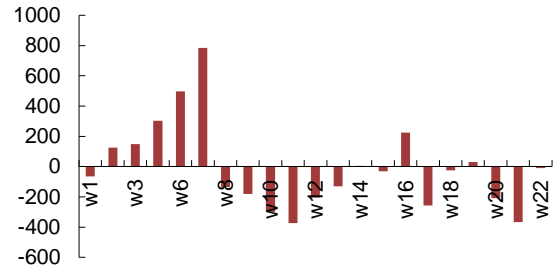
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股)



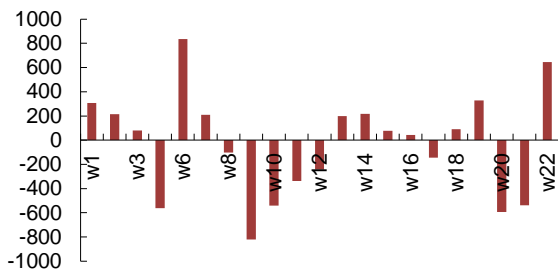
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图45: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股)



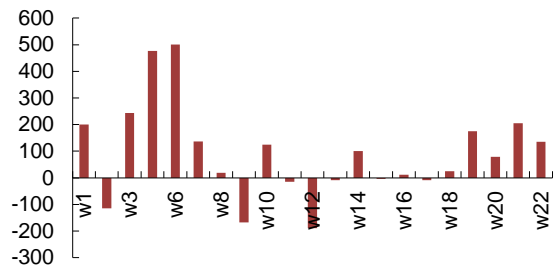
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图46: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股)



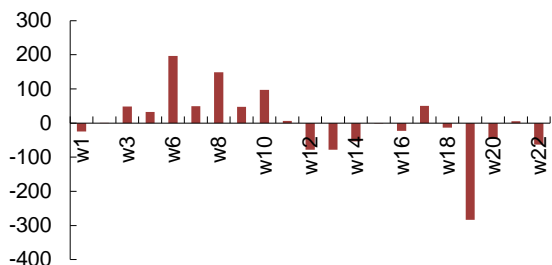
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股)



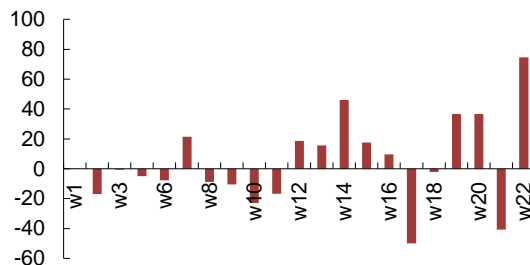
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48：苏泊尔陆股通周度持股数变化（万股）



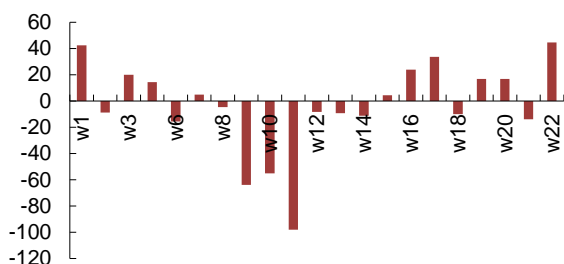
数据来源：Wind，财通证券研究所

图49：飞科电器陆股通周度持股数变化（万股）



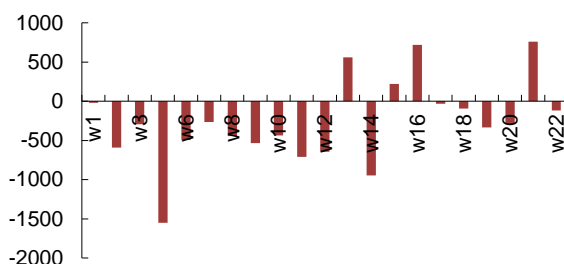
数据来源：Wind，财通证券研究所

图50：莱克电气陆股通周度持股数变化（万股）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图51：三花智控陆股通周度持股数变化（万股）



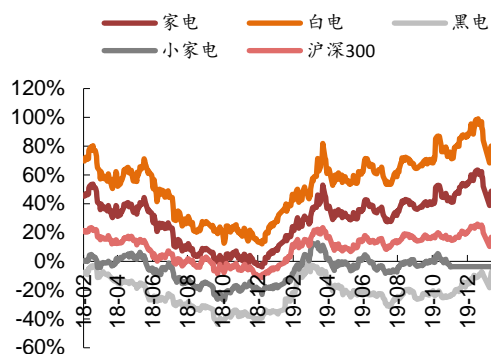
数据来源：Wind，财通证券研究所

5、上周行业回顾

5.1 行情回顾

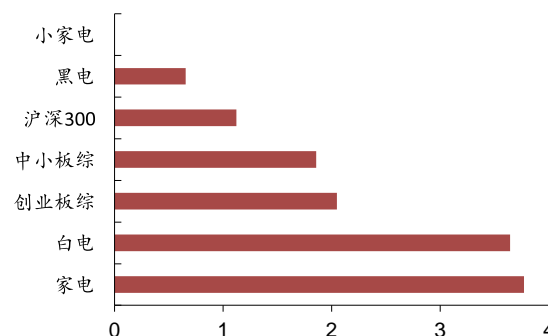
- **上周板块表现：**上周家电行业+3.54%，位列 28 个申万一级行业第 7 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨跌幅分别+1.12%、+1.86%、+2.05%。细分板块来看，上周白色家电+3.64%，黑色家电+0.66%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：东贝 B 股（+61.11 %）、海信科龙（+19.32%）、新宝股份（+14.24 %）、老板电器（+13.70%）、海信电器（+12.77%）。

图52：家电板块2017年初至今涨跌幅



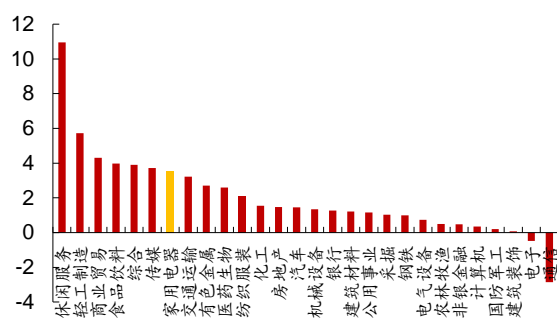
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53：上周家电行业涨跌幅



数据来源：Wind，财通证券研究所

图54：申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind，财通证券研究所

图55：家电板块PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

表 2：上周个股涨幅前五位

| 代码 | 名称 | 周涨跌幅 (%) |
|-----------|--------|----------|
| 900956.SH | 东贝 B 股 | 61.11 |
| 000921.SZ | 海信科龙 | 19.32 |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 14.24 |
| 002508.SZ | 老板电器 | 13.70 |
| 600060.SH | 海信电器 | 12.77 |

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 3：上周个股跌幅前五位

| 代码 | 名称 | 周涨跌幅 (%) |
|-----------|-------|----------|
| 002759.SZ | 天际股份 | -18.60 |
| 002723.SZ | 金莱特 | -9.76 |
| 002676.SZ | 顺威股份 | -9.04 |
| 200016.SZ | 深康佳 B | -8.88 |
| 002429.SZ | 兆驰股份 | -7.38 |

数据来源：Wind，财通证券研究所

5.2 上周重要公告

表 4：上周重点公司公告

| 公司名称 | 公告名称 | 公告内容 |
|------|----------------------------------|---|
| 美的集团 | 《2019 年度利润分配实施公告》 | 美的集团股份有限公司 2019 年年度权益分派方案为：以公司现享有利润分配权的股本 6,957,181,058 股为基数（已扣减公司已回购股份 42,286,257 股），向全体股东每 10 股派 16 元（含税）。 本次权益分派的股权登记日为：2020 年 6 月 1 日，除权除息日为：2020 年 6 月 2 日。 |
| 海尔智家 | 《2019 年年度股东大会会议材料》 | 海尔智家股份有限公司 2019 年度利润分配预案：2019 年度公司合并报表实现归属于母公司所有者的净利润 8,206,247,105.96 元；2019 年度母公司实现净利润为 3,670,260,883.55 元，截止 2019 年度母公司累计未分配利润为 3,307,235,242.11 元。 现建议公司 2019 年度利润分配预案如下：以未来实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东按每 10 股派发现金股利人民币 3.75 元（含税）。 |
| 九阳股份 | 《九阳股份有限公司关于控股股东部分股份质押的公告》 | 截至公告披露日，上海力鸿企业管理有限公司持有本公司股份 384,523,746 股，占公司总股本的 50.12%。自 2020 年 5 月 26 日，上海力鸿将其所持有本公司 307,618,997 股质押给中国银行股份有限公司横琴自由贸易区分行，质押股数占公司总股本的 40.10%，占其所持股份比例 80%。 |
| 飞科电器 | 《上海飞科电器股份有限公司 2019 年年度权益分派实施公告》 | 上海飞科电器股份有限公司 2019 年年度权益分派方案为：A 股每股现金红利 1.00 元。本次利润分配以方案实施前的公司总股本 435,600,000 股为基数，每股派发现金红利 1.00 元（含税），共计派发现金红利 435,600,000.00 元。 本次权益分派的股权登记日为：2020 年 6 月 1 日，除权除息日以及现金红利发放日为：2020 年 6 月 2 日。 |
| 三花智控 | 《浙江三花智能控制股份有限公司 2019 年度权益分派实施公告》 | 浙江三花智能控制股份有限公司 2019 年度权益分派方案为：以公司现有总股本剔除已回购股份后 2,755,583,602 股为基数，向全体股东每 10 股派 1.50 元人民币现金（含税）。同时，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。分红前本公司总股本为 2,765,366,698 股，分红后总股本增至 3,592,041,778 股。公司本次实际现金分红的总金额为 413,337,540.30 元。 本次权益分派股权登记日为 2020 年 6 月 2 日，除权除息日为 2020 年 6 月 3 日，本次所转的无限售条件流通股的起始交易日为 2020 年 6 月 3 日。 |

数据来源：Wind，财通证券研究所

6、风险提示

地产销售不及预期；原材料成本大幅上升；人民币升值幅度过大。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。