

家用电器

证券研究报告
2019年01月25日

地产政策对家电影响：政策底、估值底还是基本面底？

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

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518120002
luoanyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《家用电器-行业研究周报:12月空调销售增速强劲——2019W3周观点》
2019-01-21
- 《家用电器-行业点评:12月空调数据点评:年底冲业绩带动内销景气度有所回升》
2019-01-20
- 《家用电器-行业专题研究:下一个中国,到底是印度还是越南?》
2019-01-16

地产行业经历了四轮周期,家电行业作为地产后周期行业,通过对地产估值走势和家电估值复盘,两者走势高度相关。那么地产政策对家电行业影响究竟如何?我们按照调控和放松两大方向进行梳理,分析估值和行业基本面两方面因素。

估值和基本面的滞后周期究竟有多长?

政策短期对股价影响立竿见影。从我们梳理的历次调控政策看,政策出台的1/5/30天的周期内,调控政策下,地产行业指数表现全部为负,地产后周期的家电行业反应则出现一定的分化,2011年的新国八条下尽管地产政策趋严,但家电行业由于家电下乡等刺激政策下,行业景气度高,短期指数并未下跌,反而涨幅较大。其余几次调控效果来看,地产指数变动方向和厨电指数变动方向基本一致。从地产放松政策看,历次地产放松政策无论在短期,中期还是较长时间内,均对地产板块和家电板块产生正向影响。

政策的放松还是紧缩,会在一段时间内影响两个板块的估值走势

从较长时间的板块估值看,地产政策对地产和家电两个行业的估值波动基本一致,在调控政策区间,估值承压,估值存在下降或者横盘波动的特征,在地产放松周期,估值会有所回升。估值变动的方向和地产政策的方向也保持一致,但是估值变动幅度看,还受到行业本身周期、市场大环境等影响,估值的变动幅度并没能得到比较一致的结论。

从家电估值与地产销售之间的关系看,其实并不是像大家想的那样——看到地产销售发生了趋势变化后才会对家电估值产生影响,相反的,我们发现家电估值的波动的拐点往往领先于地产的销售数据,原因在于投资者很容易因为“家电是地产后周期消费品”而在地产政策出现变化后就做出一定选择(减配或者加配家电公司),而从地产政策变动传导到地产销售,则存在一定时间滞后,后续地产销售数据出炉只是起到了跟踪和印证的作用,为这阶段家电板块估值的继续上升或者下降提供更多动量。

厨电滞后地产销售大约为3个月,空调滞后期3-6月到1年不等

从地产和厨电的销售数据看,我们通过峰谷销售数据进行测定,发现地产领先油烟机销售的增速基本保持在3个月左右,部分年份滞后周期略有波动。空调行业,我们采用产业在线月度数据和季度数据与地产增速进行拟合,综合月度与季度数据看,地产销售数据在2012年之前基本是领先空调销售3-6个月,2013年以后,地产销售数据领先空调的周期基本为1年左右。而从公司的经营来看,地产销售增速和营业收入的波动性,相比家电行业销售层面,则同步性和显著性更低。厨电公司中,华帝的营收波动和地产周期滞后期时间长度发生一定波动,部分年份存在同步性,部分年份滞后期在6个月,部分则长达一年;老板电器此前的增速和地产波动的拟合程度更低,16年开始两者波动走势的拟合度才逐步靠近。白电中,格力电器的营收增速和地产的周期也存在较大差异。

以上一轮地产放松周期为例,看政策底、估值底和基本面的关系

地产估值和家电估值基本是同步于政策出现变动,历次政策发布后,估值都有较为明显的回升。地产的销售的滞后周期看,2014年9月的地产放松政策出台后,地产销售增速真正出现拐点,走势拐头向上出现在2015年2月,滞后期接近半年。厨电板块销售增速基本与地产销售同步回暖;而空调则受到库存周期影响,拐点一直到库存水平较低后,2016年4月才迎来增速拐点,这个滞后期拉长是由于空调行业本身的周期导致。

总结来看,地产放松政策出台意味着政策底确立,随后估值迎来修复期,估值底率先确立,地产销售增速回暖则需要半年左右,而家电销售的基本面回暖则同步或者滞后于地产销售,主要应考虑家电行业本身的经营周期。

风险提示: 家电行业受地产影响的滞后期存在不确定;历史经验不一定代表未来走势

内容目录

1. 地产政策梳理：经历了四轮政策周期.....	4
2. 估值和基本面的滞后周期究竟有多长？	5
2.1. 政策短期对股价影响立竿见影.....	5
2.2. 政策的放松还是紧缩，会在一段时间内影响两个板块的估值走势	6
2.3. 地产销售和家电估值，先有鸡还是先有蛋？	6
2.4. 厨电滞后地产销售大约为 3 个月，空调滞后期 3-6 月到 1 年不等.....	7
3. 以上一轮地产放松周期为例，看政策底、估值底和基本面底的关系	11
4. 如何看未来厨电走势？	12

图表目录

图 1：历次地产调控梳理（住宅商品房销售增速）	4
图 2：地产调控政策一览表	5
图 3：地产和家电估值（PE-TTM）走势.....	6
图 4：地产销售增速和家电板块估值.....	7
图 5：商品房销售拉动家电销售比例.....	7
图 6：住宅销售面积累计增速和油烟机销量累计同比增速	7
图 7：油烟机销售增速与住宅销售面积累计增速	8
图 8：空调月度内销售增速与地产销售增速拟合图.....	8
图 9：空调季度内销售增速与地产销售增速拟合图.....	9
图 10：空调终端零售增速与地产销售增速拟合图.....	9
图 11：地产销售面积、竣工面积和新开工面积	9
图 12：华帝股份季度收入增速与地产销售季度增速拟合图	10
图 13：老板电器季度收入增速与地产销售季度增速拟合图.....	10
图 14：格力营收增速与地产销售面积增速拟合图.....	10
图 15：基本面传导路径.....	11
图 16：估值、地产销售增速和空调增速关系图	11
图 17：估值、地产销售增速和油烟机增速关系图.....	11
图 18：厨电市盈率和地产销售增速	13
图 19：全国竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）	13
图 20：近期地产销售增速和地产竣工增速.....	14
图 21：家电板块涨幅位居第一.....	14
图 22：家电子板块涨跌幅（%）	14
图 23：上证 50 指数与北向资金流动图.....	15
图 24：老板电器沪深港通持股变化.....	15
图 25：青岛海尔沪深港通持股变化.....	15
图 26：格力电器沪深港通持股变化.....	16
图 27：美的集团沪深港通持股变化.....	16

表 1：地产调控政策发布的 1/5/30 天累计股价表现	5
表 2：地产放松政策一览表	5
表 3：地产放松政策发布的 1/5/30 天累计股价表现	6
表 4：近期地产边际放松政策梳理	12
表 5：地产对家电行业拉动增速（万平方米，%）	13

家电行业作为地产后周期行业，行业景气度高低与地产关系紧密。中国地产行业经历几轮调控周期，通过此前的梳理，我们希望回答**地产政策调控对家电行业的影响如何，政策底，估值底和基本面底到底有何关联？**

1. 地产政策梳理：经历了四轮政策周期

第一轮收紧（2005年-2008年金融危机前）：国务院先后发布“老国八条”、“新国八条”、“国六条”等房地产调控政策，按揭贷款首付比例和利率、房屋交易环节税费首次成为房地产调控工具。

第一轮放松（2008年金融危机-2009年）：2008年为对冲国际金融危机对中国经济带来的负面影响，政府先后采取了降低首付比例和按揭贷款利率、减免交易环节税负、调低房地产开发项目的最低资本金比例等措施刺激房地产行业。

第二轮收紧（2009年底-2011年底）：2009年随着四万亿及一揽子刺激政策推出后，宏观经济V形反转，通胀和经济过热风险提升，房价也出现快速上涨，2009年底“国四条”的提出标志着房地产调控政策正式转向收紧。2010年到2011年，宏观调控政策陷入“稳增长和防通胀”两难，为抑制房价过快上涨，房地产调控分四波不断收紧。

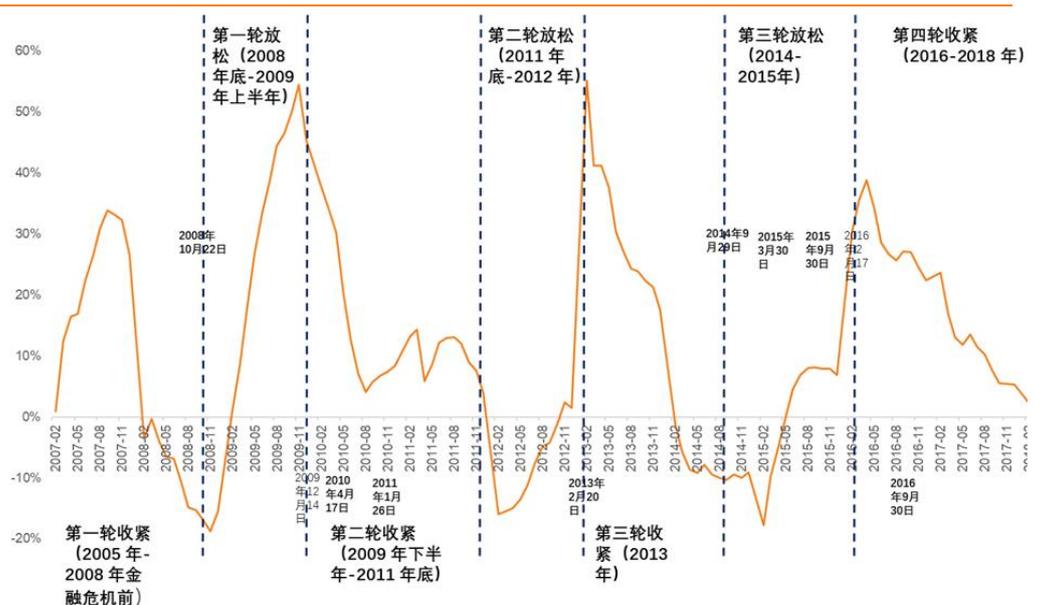
第二轮放松（2011年底-2012年）：2012年先后有30多个城市微调楼市政策鼓励合理需求。

第三轮收紧（2013年）：2013年2月国务院办公厅发布“国五条”，要求已实施限购且房价上涨压力较大的城市，要进一步从严调整限购措施。但各地落实力度不一，直到年底房价控制目标完成压力较大的时候各地才纷纷进一步实质性收紧调控政策。

第三轮放松（2014-2016年初）：2014-2015年，“新常态”下经济增速不断下台阶，稳增长压力不断加大，房地产库存快速累积，部分城市房价有下行压力。稳增长和去库存双重压力下二三线城市陆续放松限购政策，中央最终也放松限贷政策，出台降低首付比例和交易环节税负等措施。

第四轮收紧（2016-2018年）：核心一二线城市房价出现快速上涨的现象，中央重新收紧房地产政策。本轮调控收紧强调“因城施策”，各地纷纷出台限购、限贷、限价、限售等措施，调控力度之严力度空前。

图 1：历次地产调控梳理（住宅商品房销售增速）



资料来源：Wind，天风证券研究所

家电行业作为地产后周期行业，通过对地产估值走势和家电估值复盘，两者走势高度相关。那么地产政策对家电行业影响究竟如何？我们按照调控和放松两大方向进行梳理，分析估

值和行业基本面两方面因素。

2. 估值和基本面的滞后周期究竟有多长？

2.1. 政策短期对股价影响立竿见影

从我们梳理的历次调控政策看，政策出台的 1/5/30 天的周期内，调控政策下，地产行业指数表现全部为负，地产后周期的家电行业反应则出现一定的分化，2011 年的新国八条下尽管地产政策趋严，但家电行业由于家电下乡等刺激政策下，行业景气度高，短期指数并未下跌，反而涨幅较大。其余几次调控效果来看，地产指数变动方向和厨电指数变动方向基本一致。

图 2：地产调控政策一览表

时间	调控名称	具体时间	内容
2009年12月	国四条	2009年12月14日	增加普通商品住房的有效供给，抑制投资投机性购房
2010年4月	新国十条	2010年4月17日	对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍；对贷款购买第三套及以上住房的，贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高
2011年1月	新国八条	2011年1月26日	对个人购买住房不足5年转手交易的，统一按销售收入全额征税对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍。人民银行各分支机构可根据当地人民政府新建住房价格控制目标和政策要求，在国家统一信贷政策的基础上，提高第二套住房贷款的首付款比例和利率。
2013年2月	新国五条	2013年2月20日	增加普通商品住房及用地供应，住房用地供应总量原则上不低于过去五年平均实际供应量。加快中小套型普通商品住房项目的供地、建设和上市，尽快形成有效供应。加快保障性安居工程规划建设。全面落实2013年城镇保障性安居工程基本建成470万套、新开工630万套的任务。配套设施要与保障性安居工程项目同步规划、同期建设、同时交付使用。
2016年10月	一二线城市出台调控政策	2016年9月30日	十几个二线城市+部分三线城市纷纷出台限购政策

资料来源：和讯财经，中央政府门户网站，国税总局，天风证券研究所

表 1：地产调控政策发布的 1/5/30 天累计股价表现

条例	地产行业			家电行业			白电			厨电		
	T+1	T+5	T+1M									
新国十条	-0.14	-0.53	-2.62	1.43	5.01	28.33	1.17	4.91	26.53	0.00	1.05	-2.43
新国八条	-1.73	-2.77	-3.32	0.89	3.04	15.63	0.97	3.11	16.46	1.49	-1.21	5.46
新国五条	-1.78	-1.91	-5.23	-2.09	-2.41	-0.35	-1.96	-2.89	-1.71	-2.95	-3.50	-1.60
一二线城市出台调控政策	-1.37	-0.16	-0.51	0.73	0.33	0.62	0.57	-0.09	0.45	-1.71	-2.47	-2.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

从地产放松政策看，历次地产放松政策无论在短期，中期还是较长时间内，均对地产板块和家电板块产生正向影响。

表 2：地产放松政策一览表

	时间	调控变化
《继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活》	2008年10月22日	最低首付款比例为20% 房贷利率下限扩大为基准利率的0.7倍
《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	2014年9月29日	拥有一套住房并以结清房贷的，第二套住房首付比例可由60%降为30%
《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	2015年3月30日	拥有一套住房并尚未结清房贷的，第二套住房首付比例可由60%降为40% 使用住房公积金贷款，拥有一套住房并以结清房贷的，第二套住房首付比例降为30%
《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	2015年9月30日	使用住房公积金贷款，拥有一套住房并以结清房贷的，第二套住房首付比例30%降为20%
《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》财税	2016年2月17日	购买第二套房的契税税率降为1%（90平米以下）2%（90平以上），两年以上的非普通住宅免征营业税（北上广深除外）

资料来源：新浪财经，中央政府门户网站，CNTV 新闻网，中国财经时报网，天风证券研究所

表 3：地产放松政策发布的 1/5/30 天累计股价表现

日期	地产行业			家电行业			白电			厨电		
	T+1	T+5	T+1M	T+1	T+5	T+1M	T+1	T+5	T+1M	T+1	T+5	T+1M
2008/10/22	0.86	9.45	13.07	1.10	8.24	11.92	1.57	7.94	10.65	0.00	10.39	25.00
2014/9/29	0.50	1.74	2.25	0.09	0.94	0.89	-0.30	0.62	0.18	0.67	2.62	10.26
2015/3/30	1.72	2.28	14.50	1.05	7.43	19.87	1.30	7.08	20.95	-0.08	2.06	10.23
2015/9/30	0.65	3.35	16.29	0.25	7.77	13.82	4.41	7.50	13.92	4.42	7.82	22.29
2016/2/17	0.12	2.21	2.04	-0.54	0.34	-1.54	-0.41	-0.19	-1.15	-1.97	1.81	1.99

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 政策的放松还是紧缩，会在一段时间内影响两个板块的估值走势

从较长时间的板块估值看，地产政策对地产和家电两个行业的估值波动基本一致，在调控政策区间，估值承压，估值存在下降或者横盘波动的特征，在地产放松周期，估值会有所回升。估值变动的方向和地产政策的方向也保持一致，但是估值变动幅度看，还受到行业本身周期、市场大环境等影响，估值的变动幅度并没能得到比较一致的结论。

图 3：地产和家电估值（PE-TTM）走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 地产销售和家电估值，先有鸡还是先有蛋？

从家电估值与地产销售之间的关系看，其实并不是像大家想的那样——看到地产销售发生了趋势变化后才会对家电估值产生影响，相反的，我们发现家电估值的波动的拐点往往领先于地产的销售数据，原因在于投资者很容易因为“家电是地产后周期消费品”而在地产政策出现变化后就做出一定选择（减配或者加配家电公司），而从地产政策变动传导到地产销售，则存在一定时间滞后，后续地产销售数据出炉只是起到了跟踪和印证的作用，为这阶段家电板块估值的继续上升或者下降提供更多动量。

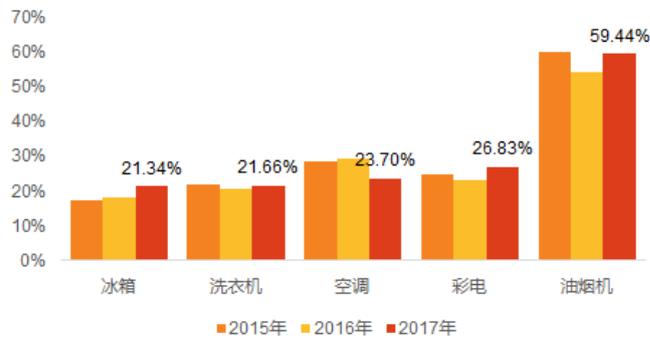
图 4：地产销售增速和家电板块估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

上面分析了地产政策对家电板块估值的影响，下面需要讨论地产政策对家电行业基本面的影响。根据我们此前的测算，家电中冰箱和洗衣机以更新需求为主，地产对其销量拉动占比较低，而空调相对较高，厨电和地产高度相关，因此，下面我们主要讨论厨电和空调两个子品类销售和地产销售的滞后关系。

图 5：商品房销售拉动家电销售比例



资料来源：Wind，地产统计年鉴，天风证券研究所

2.4. 厨电滞后地产销售大约为 3 个月，空调滞后期 3-6 月到 1 年不等

从地产和厨电的销售数据看，我们通过峰谷销售数据进行测定，发现地产领先油烟机销售的增速基本保持在 3 个月左右，部分年份滞后周期略有波动。（油烟机销量为统计局的产量减去出口量计算）

图 6：住宅销售面积累计增速和油烟机销量累计同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 油烟机销售增速与住宅销售面积累计增速



资料来源: 中怡康, Wind, 天风证券研究所

空调行业，我们采用产业在线月度数据和季度数据与地产增速进行拟合，综合月度与季度数据看，地产销售数据在 2012 年之前基本是领先空调销售 3-6 个月，2013 年以后，地产销售数据领先空调的周期基本为 1 年左右。

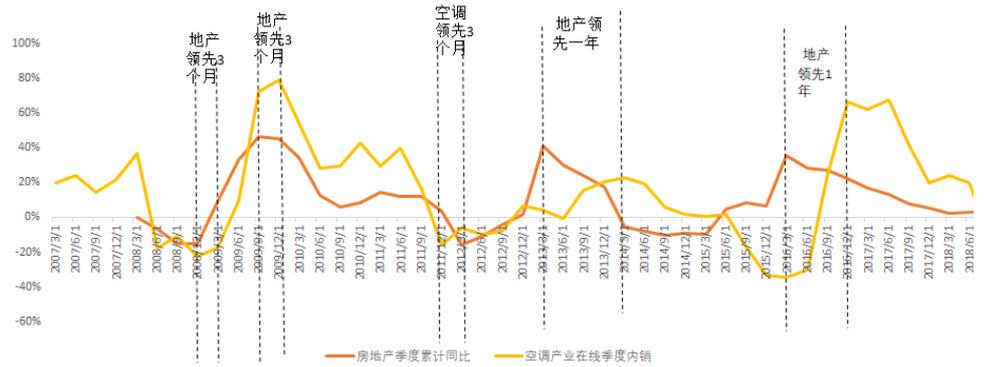
从中怡康数据和地产增速走势看，两者增速基本一致，地产仍是对空调行业的销售拉动最重要来源。

图 8: 空调月度内销售增速与地产销售增速拟合图



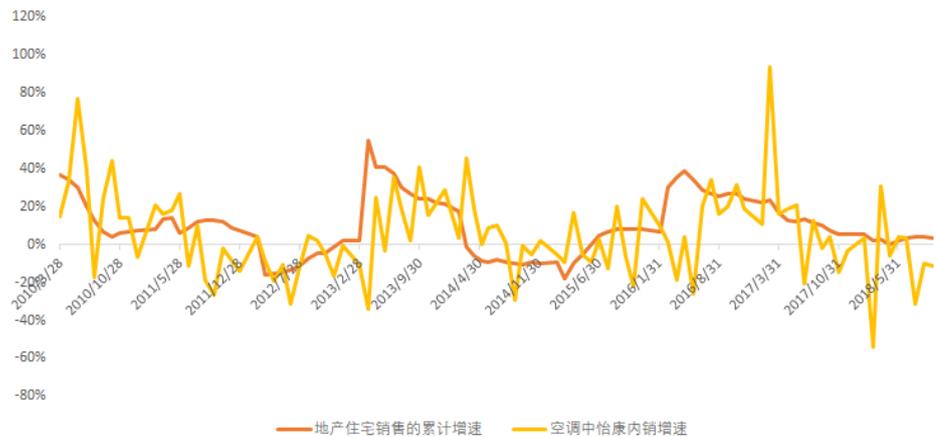
资料来源: 产业在线, Wind, 天风证券研究所

图 9：空调季度内销售增速与地产销售增速拟合图



资料来源：产业在线，Wind，天风证券研究所

图 10：空调终端零售增速与地产销售增速拟合图



资料来源：中怡康，Wind，天风证券研究所

我们预计，最近的地产和家电行业的滞后期变长，可能原因在于地产竣工和销售产生背离，导致实际交房的周期变长，对家电的购买需求产生滞后。

图 11：地产销售面积、竣工面积和新开工面积



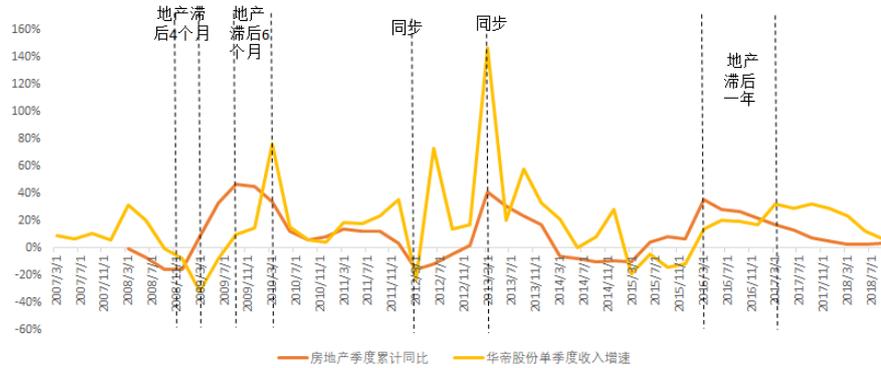
资料来源：Wind，天风证券研究所

而从公司的经营来看，地产销售增速和营业收入的波动性，相比家电行业销售层面，则同步性和显著性更低。

厨电公司中，华帝的营收波动和地产周期滞后期时间长度发生一定波动，部分年份存在同

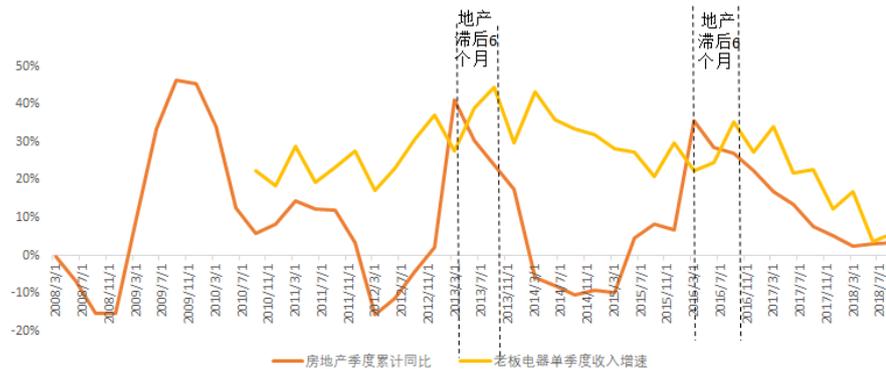
步性，部分年份滞后期在 6 个月，部分则长达一年；老板电器此前的增速和地产波动的拟合程度更低，16 年开始两者波动走势的拟合度才逐步靠近。白电中，格力电器的营收增速和地产的周期也存在较大差异。

图 12：华帝股份季度收入增速与地产销售季度增速拟合图



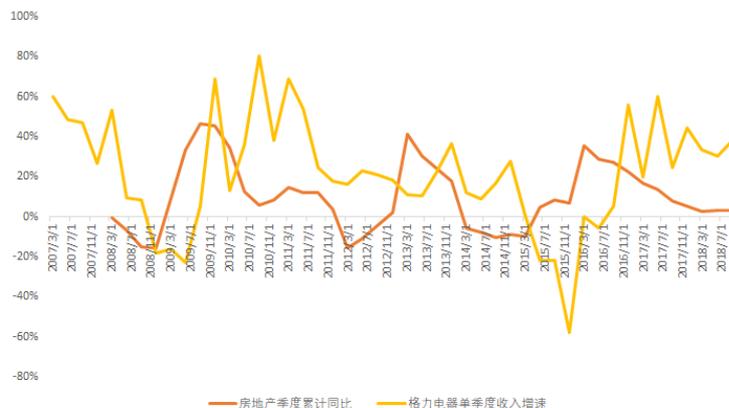
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：老板电器季度收入增速与地产销售季度增速拟合图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：格力营收增速与地产销售面积增速拟合图

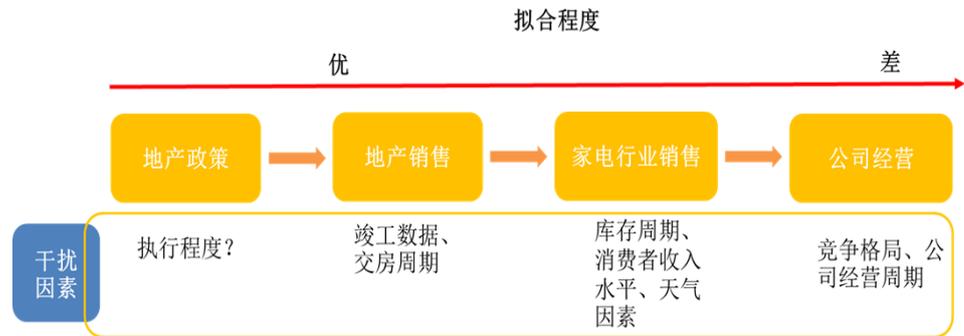


资料来源：Wind，天风证券研究所

总结：如果地产政策对家电估值的影响相对清晰（本质是影响投资者预期），那么地产政策对家电基本面的滞后周期其实是非线性的，两者之间并没有得到非常明确的滞后期长短

并不恒定。主要原因在于：地产仅仅是影响家电需求的一个因素，行业渗透率提升、产品的库存周期、更新需求、短期天气等叠加，导致家电行业的需求与地产周期的峰谷产生一定的背离。此外，地产本身销售周期和交房周期在不同时间段有所差异，导致地产和家电的滞后期长短可能前后不一致。

图 15：基本面传导路径



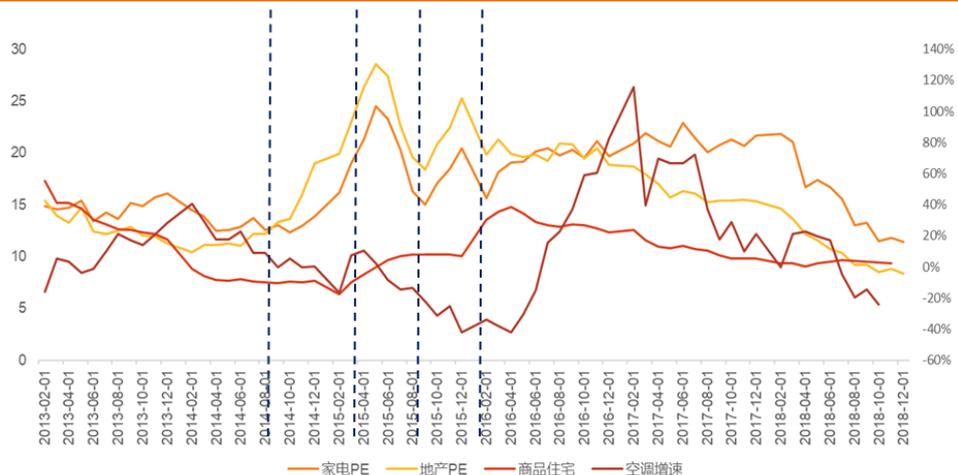
资料来源：天风证券研究所

3. 以上一轮地产放松周期为例，看政策底、估值底和基本面的关系

我们在图上标注了2014年-2016年初地产放松政策时间，通过观察趋势，我们可以发现，地产估值和家电估值基本是同步于政策出现变动，历次政策发布后，估值都有较为明显的回升。

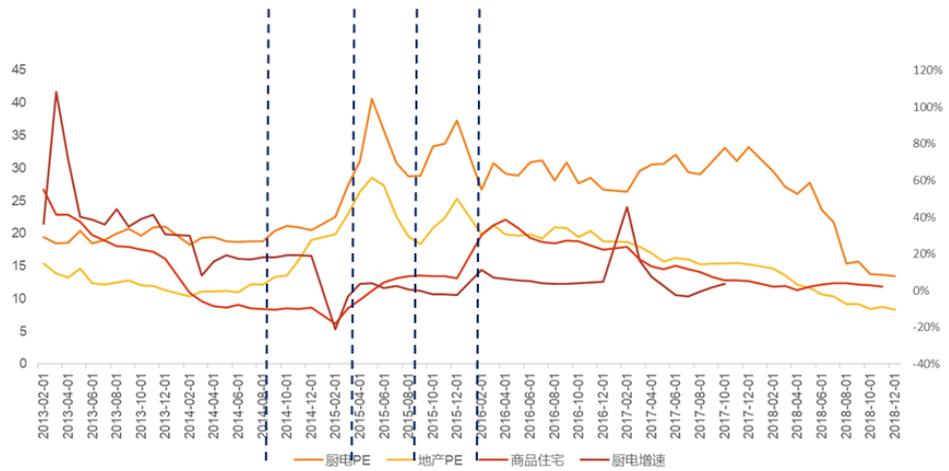
地产的销售的滞后期看，2014年9月的地产放松政策出台后，地产销售增速真正出现拐点，走势拐头向上出现在2015年2月，滞后期接近半年。厨电板块销售增速基本与地产销售同步回暖；而空调则受到库存周期影响，拐点一直到库存水平较低后，2016年4月才迎来增速拐点，这个滞后期拉长是由于空调行业本身的周期导致。

图 16：估值、地产销售增速和空调增速关系图



资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

图 17：估值、地产销售增速和油烟机增速关系图



资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

总结来看，地产放松政策出台意味着政策底确立，随后估值迎来修复期，估值底率先确立，地产销售增速回暖则需要半年左右，而家电销售的基本面回暖则同步或者滞后于地产销售，主要应考虑家电行业本身的经营周期。

4. 如何看未来厨电走势？

从地产政策看，因城施策或是 2019 年主基调，前几轮地产周期中全国性政策刺激概率较小。从 2018 年 12 月底到 2019 年 1 月 部分城市地产出现边际放松。

表 4：近期地产边际放松政策梳理

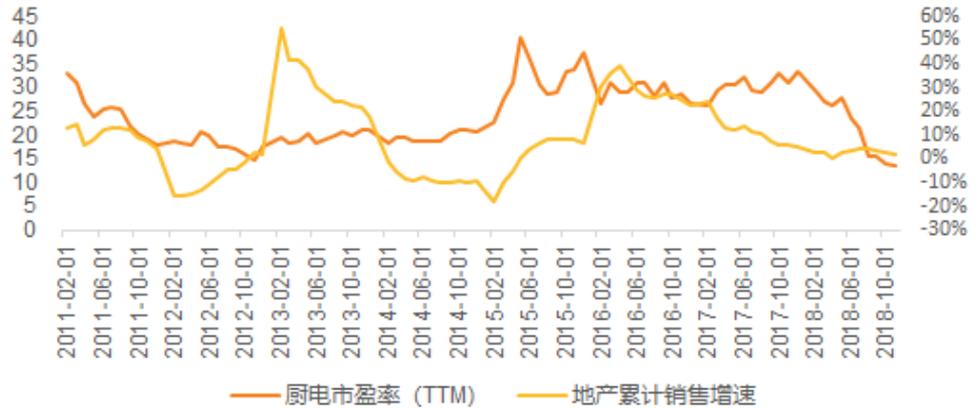
时间	地区	文件	主要内容
2018年12月18日	菏泽市	《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》	加快安置房建设进度，强化项目督导考核以及规范管理，取消新购住房限制转让措施，降低市区商品房预售资金监管额度等。
2018年12月19日	深圳市	-	深圳中行、建行、工行三大行已将首套房贷款利率由基准上浮15%下调至上浮10%，其他银行陆续跟进。
2018年12月19日	广州市	《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》	2017年3月30日前土地出让成交的房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产权证满2年后方可再次转让。
2018年12月21日	珠海市	-	非珠海市户籍居民购房，不再执行需连续缴纳5年社保，按个人条件只需缴纳1个月、3个月、1年不等。
2018年12月24日	广州市	《广州市住房公积金提取管理办法》	从2019年1月1日开始，在广州缴存公积金的市民可以在毗邻城市（佛山、清远、中山、东莞等）使用公积金购房。
2018年12月24日	上海市	-	上海工农中建五大行对于首套房个人贷款利率都有在基准利率4.9%上打九五折的折扣，不同银行具体要求不同。
2018年12月26日	衡阳市	《关于暂停执行<关于规范市区新建商品房销售价格行为的通知>的通知》	从2019年1月1日开始，暂停执行了一年的《关于规范市区新建商品房销售价格行为通知》。2018年12月27日撤销该通知的发布。
2019年1月3日	青岛市	《关于暂停执行<青岛市高新区商品房公证摇号售房规则>的通知》	从2019年1月1日开始暂停摇号售房规则。
2019年1月10日	珠海市	中共珠海市委八届六次全会	珠海将探索放宽澳门居民在出入境、停居留、教育、购房等方面限制。

资料来源：菏泽住建局，新浪财经，广州住建局，中国证券网，广州住房公积金管理中心，新浪财经，衡阳市政府，青岛高新区官网，房天下，天风证券研究所

按照历史经验看，厨电板块的估值变动领先地产销售数据

随着边际放松政策的出现，预计厨电的估值周期或将率先确立。按照厨电板块 PE-TTM 看，目前板块估值仅 13 倍，已经处于历史估值底部，后续如果地产数据有边际改善，则厨电板块估值有望迎来修复。

图 18：厨电市盈率和地产销售增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

厨电基本面的改善或仍需要时间

根据我们此前的分析，假设现房滞后 6 个月，期房滞后 18 个月测算家电需求，19 年现房增速分别为按照-10%、-5%和 0%；一二线期房按照-2%，0%和 2%；三四线期房按照 5%、9%和 13%进行假设；2020 年现房假设为-5%、0%和 5%增长三种情形进行分析，2019 年地产对家电的带动效应增速会比 2018 年更低。

表 5：地产对家电行业拉动增速（万平方米，%）

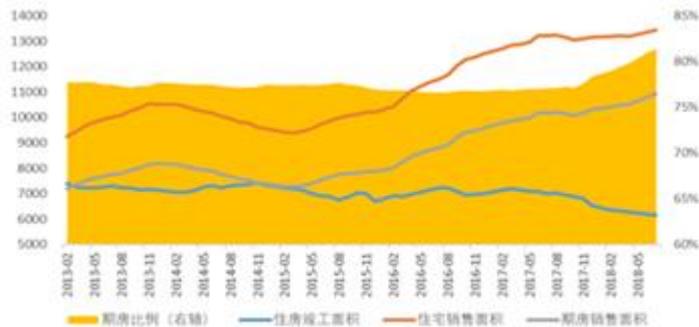
	2015年	2016年	2017年	2018年E	2019年E			2020年E		
					悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
一二线现房带来的销售增速	6835.3	8646.1	9122.9	7973.3	6903.9	7062.8	7221.6	6174.5	6860.6	7380.5
一二线期房带来的销售增速	-6.75%	26.49%	5.51%	-12.60%	-13.41%	-11.42%	-9.43%	-5.00%	-2.86%	2.20%
三四线现房带来的销售增速	29311.4	28993.7	34921.5	37701.6	36160.2	36160.2	36160.2	36087.6	36824.1	37162.9
三四线期房带来的销售增速	-2.39%	-1.08%	20.45%	7.96%	-4.09%	-4.09%	-4.09%	-2.00%	1.84%	2.77%
合计带来的销售增速	17288.4	20581.2	24239.0	19985.8	16202.9	16575.7	16948.6	14491.1	16101.2	17321.5
合计带来的销售增速	-3.58%	19.05%	17.77%	-17.55%	-18.93%	-17.06%	-15.20%	-5.00%	-2.86%	2.20%
一二线现房带来的销售	57549.0	53966.6	60961.3	74173.3	82730.6	82730.6	82730.6	93358.6	92353.9	93883.2
一二线期房带来的销售	5.48%	-6.22%	12.96%	21.67%	11.54%	11.54%	11.54%	5.00%	11.63%	13.48%
合计带来的销售	110984.1	112187.6	129244.7	139834	141997.6	142529.4	143061.1	148584.6	152139.7	155748.1
合计带来的销售	1.03%	1.08%	15.20%	8.19%	1.55%	1.93%	2.31%	4.64%	6.74%	8.87%

资料来源：Wind，天风证券研究所

厨电基本面 2019 年可能超预期的因素在于竣工数据能否增速向上

此前我们可以看到，住宅商品房平均竣工面积和商品房销售面积之间的差值不断拉大，其中，一二线的差值拉大趋势相对较小，三四线差值趋势变化较大，除了期房占比有提升之外，预计主要原因在于期房的交房期限在变长。从 15 年左右开始的地产销售和竣工数据的背离，是否可能在明年能够发生一定改善，实际竣工的数据增多，毕竟长期的背离后必然在后续意味着均值回归。

图 19：全国竣工面积和销售面积移动平均值（万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从最新地产数据看，2018 年全年住宅销售面积累计同比增长 2.2%，11 月值为 2.1%，而 12 月住宅竣工面积累计增速为-8.1%，11 月累计为-12.7%，意味着 12 月单月的竣

工面积大幅提升。对后续板块基本面的改善已经发出了较为积极的信号

图 20：近期地产销售增速和地产竣工增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，厨电可能需要关注的风险在于：在营收增速放缓的背景下，公司需要在渠道中投入更多资源去获得收入增长，导致公司的利润率受到一定挤压；同时，厨电公司各家也在积极去削减渠道层级，加强运营效率。

投资周期更长的外资已经在加快布局家电板块

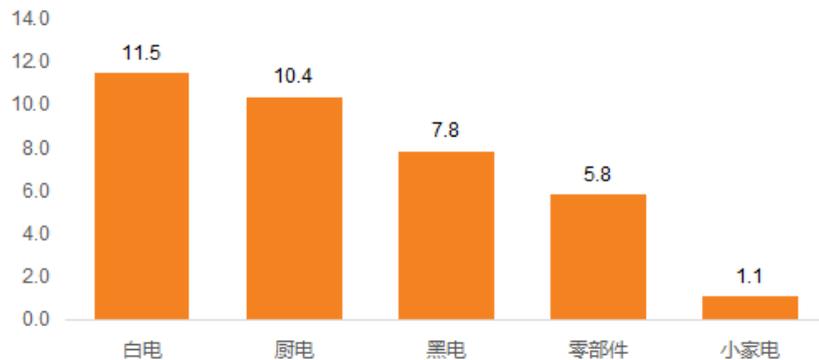
2019 年初至今，家电板块的涨幅位居第一名，分板块看，白电和厨电涨幅超过 10%。

图 21：家电板块涨幅位居第一



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：家电子板块涨跌幅（%）

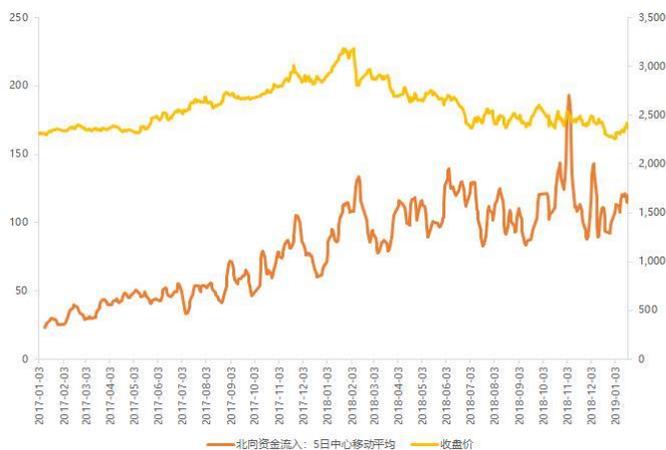


资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计此轮上涨主要是外资布局带动估值修复，原因在于地产政策出现边际放松，家电预计后续将出台刺激政策，未来家电行业景气度将回升。且外资偏长的持股周期偏长，尽管暂时还看不到基本面改善，但是估值在历史区间的较低分位，能够等待行业的基本面带

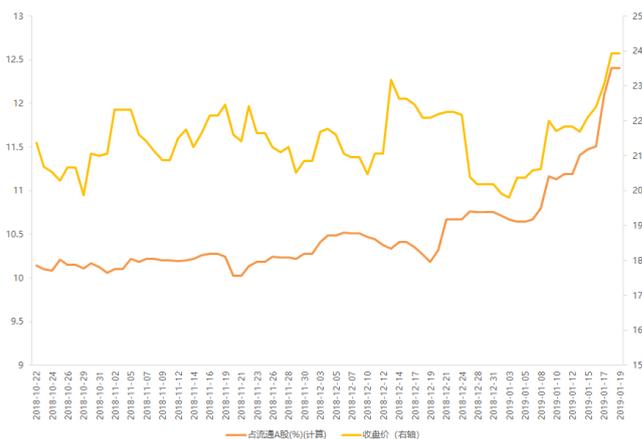
来改善。

图 23：上证 50 指数与北向资金流动图



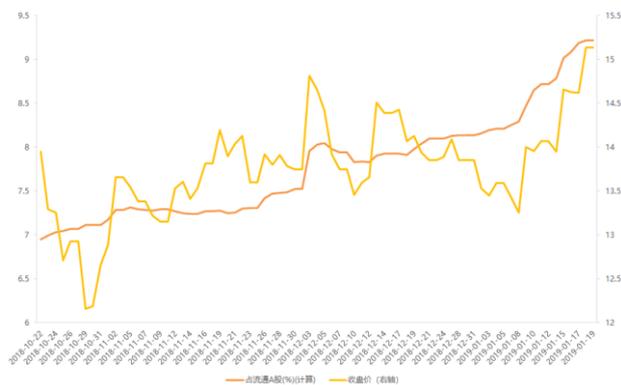
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：老板电器沪深港通持股变化



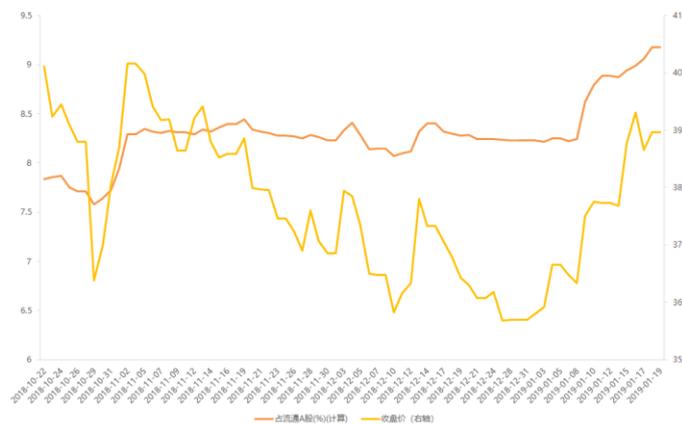
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：青岛海尔沪深港通持股变化



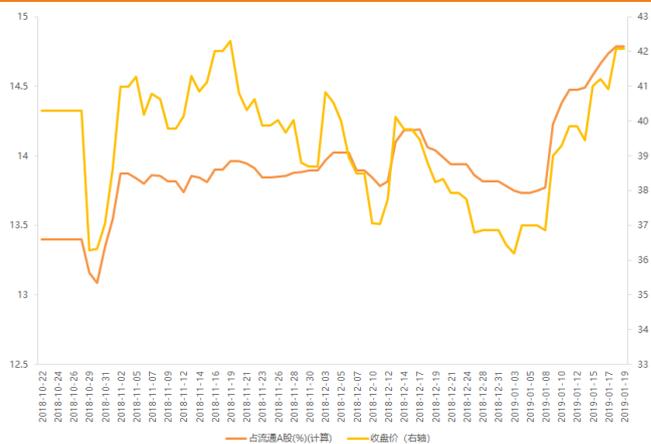
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：格力电器沪深港通持股变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：美的集团沪深港通持股变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示： 家电行业受地产影响的滞后期存在不确定；历史经验不一定代表未来走势

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