家电行业数据解读

2018Q4家电基金持仓分析：配置比例继续回落，小家电关注度提升

2019 年 01 月 30 日

【投资要点】

- **家电板块基金配置比例继续回落，但仍维持超配。**截止 2018Q4，家电板块公募基金配置比例约为 4.33%，环比 18Q3 继续回落，环比下滑 1.06pct，这是自 18Q2 以来家电板块基金持仓比重连续第二个季度下滑，但总体仍维持超配，18Q4 基金超配比例约为 2.37%。同时通过对比家电板块基金超配比例与家电板块超额收益之间的关系，我们发现自 2015Q1 后二者呈现出较为明显的正相关性，尤其是从 2015Q4 起板块基金超配比例曲线的斜率大于超额收益曲线，表明基金开始加速超配家电板块。
- **家电板块基金持仓集中度进一步提升。**18Q4 家电板块内持仓总市值 TOP5、TOP10 和 TOP20 的个股合计基金持仓市值占家电行业基金总持仓市值的比例环比 18Q3 分别提升 1.08/1.39/0.15pct，其中行业三大龙头格力电器、美的集团和青岛海尔的合计持仓市值占比环比上升 0.63pct，家电板块持仓集中度进一步提升，龙头企业马太效应显著。
- **小家电基金配置关注度提升。**在其他子行业板块的基金配置比例均有所回落的情况下，18Q4 小家电配置比例逆市环比略微提升 0.01pct 至 0.42%，此外板块内个股新增基金覆盖数量前十名中，新宝股份和九阳股份 18Q4 持股基金数环比新增了 12 家和 8 家，小家电在 Q4 受基金关注热度显著提升，我们认为主要原因在于前三季度小家电在行业承压的环境下穿越周期，板块内个股实现业绩逆市增长，其在板块整体增速下滑之际表现出的稳健经营凸显其优秀的成长属性，因而得到基金的青睐。

【配置建议】

- 正文新政落地在即，更新换代契机已至，关注补贴确定性大的白电以及厨电板块。对应到公司层面，具备强大话语权的龙头企业必将受益，但考虑到二线龙头的市场份额和利润水平绝对量基数较低，其业绩弹性预期相对更加明显。三大主线投资逻辑未变，“稳健+成长”双线龙头配置模式有望延续。基本面筑底+短期驱动业绩改善+高景气小龙头仍是我们推荐的配置思路，继续看好老板电器（002508），谨慎看好格力电器（000651）、美的集团（000333）、海信家电（000921）、浙江美大（002677）和九阳股份（002242），建议关注青岛海尔（600690）。

【风险提示】

- 政策实施不及预期；
- 房地产景气度进一步下行；
- 基金持仓比例过高；
- 宏观经济进一步下行的系统性风险。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

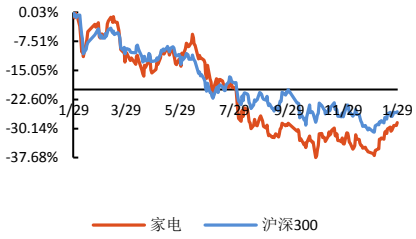
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《鉴史观今，新政风口应关注哪些方向？》 2019.01.14

《价值问道，贵在等待》 2018.12.06

《双十一家电销售：小家电增速领跑，龙头强者恒强》 2018.11.26

《10 月厨电环比改善明显》 2018.11.20

《关注双 11 大促家电答卷，小家电延续高增长》 2018.11.12

正文目录

1. 2018Q4 基金维持家电超配 3
1.1. 板块基金持仓比例继续回落，但总体仍维持超配 3
1.2. 持仓集中度提升，头部聚合凸显 5
2. 子行业持仓分析：白电仍为主旋律 5
3. 个股分析：短期持仓比例回落细分龙头值得关注 6
3.1. 白电龙头基金覆盖数量稳居前位 6
3.2. 小家电关注度提升明显 7
3.3. 龙头短期配置比例回落不改长期持有价值 7
4. 投资建议 9
5. 风险提示 10

图表目录

图表 1：公募基金对家电板块配置比例与家电板块总市值占比 3
图表 2：公募基金家电板块超配比例 3
图表 3：家电板块超额收益与板块基金超配比例 4
图表 4：18Q4 基金持仓市值 TOP5、TOP10 和 TOP20 占比情况 5
图表 5：18Q4 各子行业基金重仓比例变动情况 6
图表 6：18Q3 基金前十大重仓股（按持股基金数排名） 6
图表 7：18Q4 基金前十大重仓股（按持股基金数排名） 6
图表 8：18Q3 基金前十大重仓股（按持股总市值排名） 7
图表 9：18Q4 基金前十大重仓股（按持股总市值排名） 7
图表 10：18Q4 新增持股基金家数 7
图表 11：12Q1-18Q4 格力电器基金重仓比例变动 8
图表 12：12Q1-18Q4 美的集团基金重仓比例变动 8
图表 13：12Q1-18Q4 青岛海尔基金重仓比例变动 9
图表 14：12Q1-18Q4 小天鹅 A 基金重仓比例变动 9
图表 15：12Q1-18Q4 苏泊尔基金重仓比例变动 9
图表 16：12Q1-18Q4 老板电器基金重仓比例变动 9

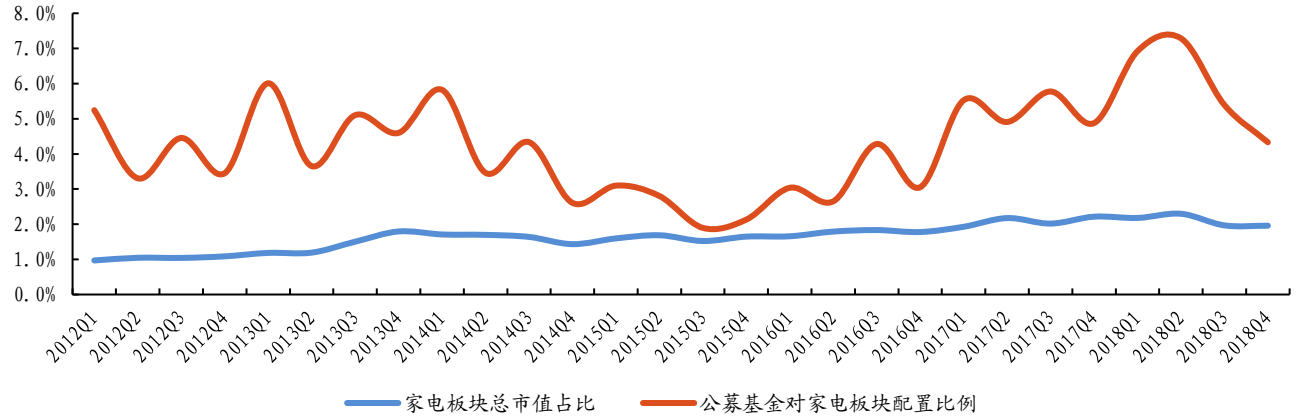
1. 2018Q4 基金维持家电超配

1.1. 板块基金持仓比例继续回落，但总体仍维持超配

近期公募基金 2018 年四季度报告已悉数发布，我们以 2012 年一季度为始，就公募基金对申万家电行业的配置情况进行了测算。由于公募基金不同节点披露的报告在统计口径方面存在差异，其中各年度一、三季度以及 2018 年四季度仅披露基金前十大重仓股持股情况，而二、四季度则披露全部持仓信息，为了综合考察公募基金对家电板块的持股情况，我们有别于市场上以重仓持股为重点的分析，以公募基金持有申万家电板块总市值与公募基金权益类投资总市值的比值作为配置指标，假设公募基金对家电板块的持仓比例在重仓股与非重仓股中一致，将基金重仓持股市值占权益类投资总市值的比重作为修正率，对各年度 Q1 和 Q3 数据进行修正。

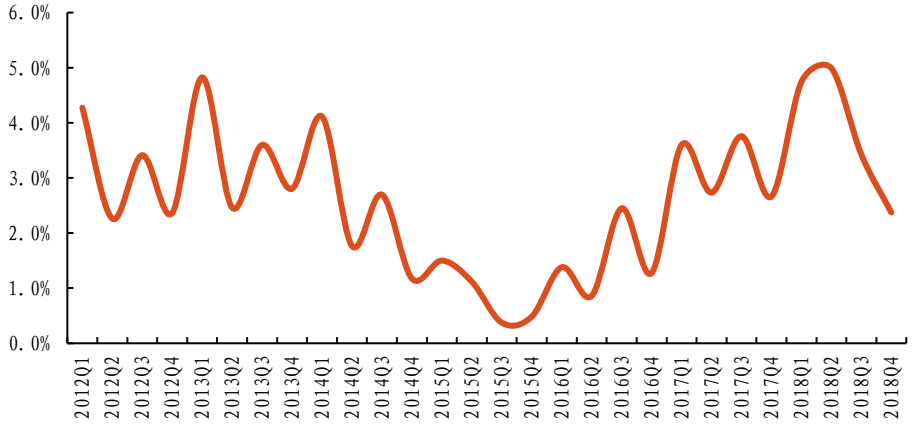
18Q4 公募家电板块配置比例环比 18Q3 继续回落，但总体仍维持超配。经测算，截止 2018 年 12 月 31 日，家电板块公募基金配置比例约为 4.33%，环比 18Q3 继续回落，环比下滑 1.06pct，这是自 18Q2 以来家电板块基金持仓比重连续第二个季度下滑，但总体仍维持超配，18Q4 基金超配比例约为 2.37%。

图表 1：公募基金对家电板块配置比例与家电板块总市值占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：公募基金家电板块超配比例



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

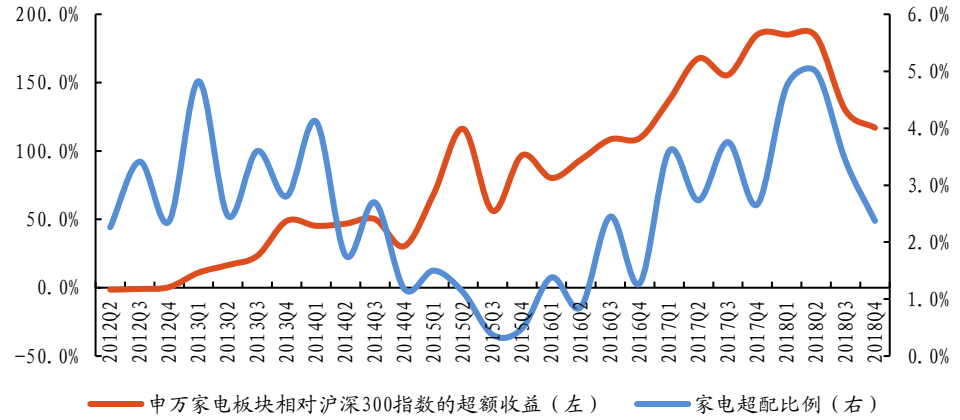
2015Q1 后家电板块基金超配比例与家电板块超额收益表现出较为明显的正相关性。我们以 2012Q1 申万家电指数与沪深 300 指数的收盘价为基期测算 2012Q1 至 2018Q4 家电板块的超额收益，发现家电板块超额收益与家电板块基金超配比例之间的相关性可分为两个阶段解读。

2012Q2-2014Q4：该阶段板块超额收益持续上升，而板块基金超配比例呈现出季度性波动，二者变化走势存在阶段性背离的特点；

2015Q1-2018Q4：这一阶段板块超额收益与板块基金超配比例的走势表现出一定的正相关性，拉长周期来看，板块基金超配比例曲线的斜率大于超额收益曲线，表明从 2015Q4 开始基金加速超配家电板块。

家电板块基金超配比例自 2015Q4 开始持续上升，到 2018Q2 达到历史峰值，约为 5%，我们认为这一阶段三四线房地产热销浪潮刺激家电终端需求，行业实现高速增长，推动家电企业进入盈利上升通道，业绩得到有力支撑；同时多数家电企业具备经营稳健、盈利稳定、现金流优质、股息率高等特点，作为防御性标的而言是较为理想的选择。2018Q3 开始受地产后周期效应、有效需求不等原因，家电行业增长承压，尤其是龙头公司直面行业压力几乎均有不同程度的业绩增速换档，悲观预期反映到资本市场层面则体现为基金对家电板块配置比例持续下滑。

图表 3：家电板块超额收益与板块基金超配比例



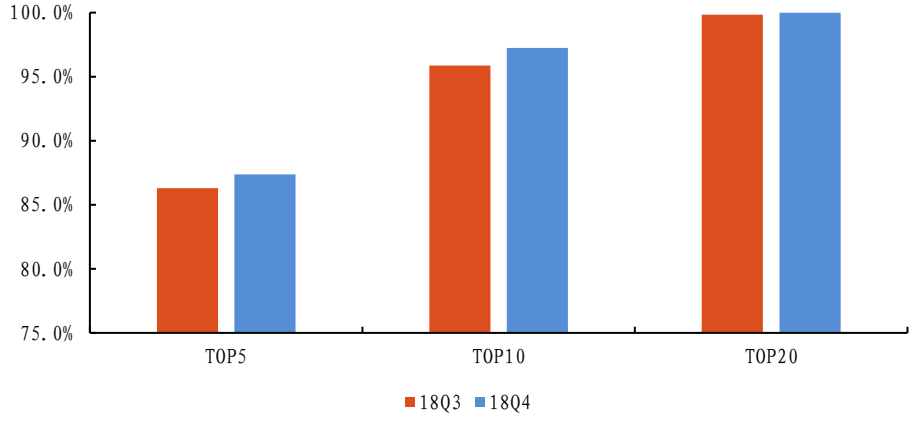
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

板块超额收益拐点先于板块基金超配比例拐点显现。以 2014Q4-2015Q3 为观察周期，可发现家电板块超额收益拐点在 2014Q4 幅近，而家电板块基金超配比例曲线的拐点在 2015Q3 才开始显现，表明在拐点处，基金对家电板块的配置决策会有一定的滞后。同时我们发现，18Q4 二者的缺口相比 18Q2 和 18Q3 显著扩大，2019 年初以来，申万家电指数涨幅已高达 11.27%，位居所有板块之首，板块超额收益已有所显现，预计 19Q1 和 Q2 基金超配比例缺口空间将有所收窄。

1.2. 持仓集中度提升，头部聚合凸显

家电板块基金持仓集中度进一步提升。18Q4 家电板块内持仓总市值 TOP5、TOP10 和 TOP20 的个股合计基金持仓市值占家电行业基金总持仓市值的比例分别达 87.37%/97.25%/99.99%，环比 18Q3 分别提升 1.08/1.39/0.15pct，其中行业三大龙头格力电器、美的集团和青岛海尔的合计持仓市值占比由 18Q3 的 78.58%提升至 18Q4 的 79.21%，环比上升 0.63pct，家电板块持仓集中度进一步提升，龙头企业马太效应显著。我们认为在行业整体由于经济疲软以及高基数而面临增长承压的系统性风险下，龙头企业由于其市场份额高企、渠道管理和供应链体系完善、现金流充沛等具备更强的抵御行业下行压力的能力，叠加考虑分红情况以及股息率，基金向家电头部企业聚合的效应凸显。

图表 4：18Q4 基金持仓市值 TOP5、TOP10 和 TOP20 占比情况



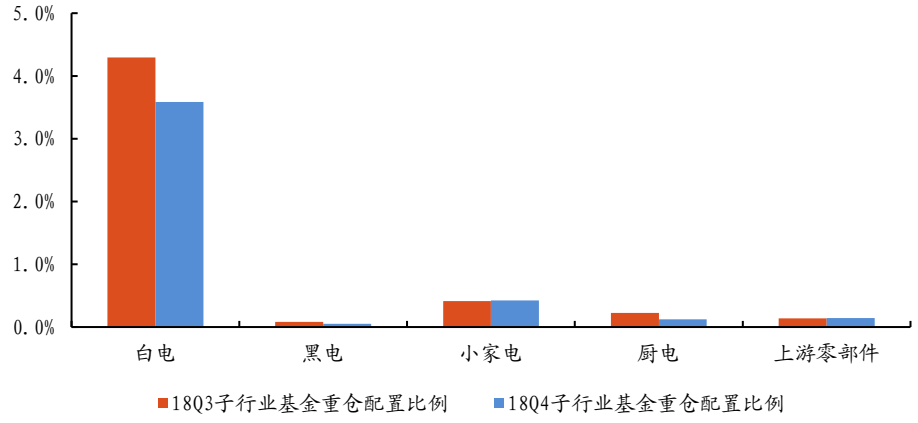
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 子行业持仓分析：白电仍为主旋律

18Q4 基金对各子行业的关注度均有所下降。分子行业看，18Q4 家电板块基金重仓股中白电、黑电、小家电、厨电和上游零部件的基金重仓配置比例分别为 3.59%/0.05%/0.42%/0.12%/0.14%。其中白电的配置比例仍为所有子行业中最高，但 Q4 延续了 Q3 的回落态势，从 4.3%环比下滑 0.71pct 回落至 3.59%；小家电配置比例环比略微提升 0.01pct，从 18Q3 的 0.41%提升至 Q4 的 0.42%；厨电配置比例下滑幅度明显，从 18Q3 的 0.22%环比回落 0.1pct 至 18Q4 的 0.12%；上游零部件子行业的配置比例则环比持平。

白电龙头配置格局依旧稳固，考虑个股当下估值处于历史低位的配置性价比。从细分子行业来看，回顾 18 年前三季度家电企业的业绩情况，截止 18Q3 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备以及上游零部件六个子行业的营收增速分别为 16.26%/8.42%/14.98%/13.63%/11.28%/11.53%，考虑到基本面尚未改善、未来行业整体业绩增速大概率继续下滑的可能，基金对各子行业的配置比例几乎均有所下调。白电的营收增速虽已连续 5 个季度下滑，但由于白电板块内的企业大多经营稳健，且多数个股的估值已跌至历史底部区间，综合业绩以及估值来看配置性价比仍较为明显，从价值和稳健配置角度来看，白电仍是基金重仓配置的主旋律。

图表 5：18Q4 各子行业基金重仓比例变动情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

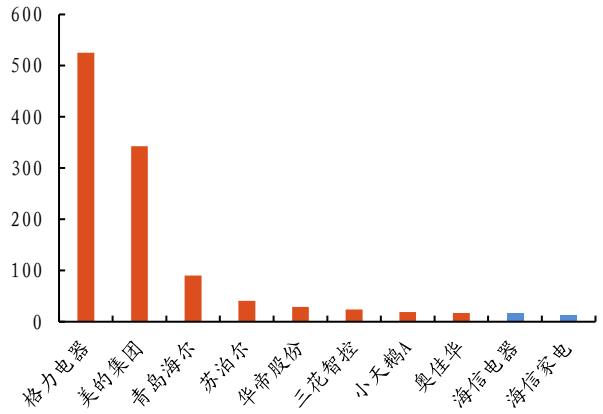
3. 个股分析：短期持仓比例回落细分龙头值得关注

3.1. 白电龙头基金覆盖数量稳居前位

按持股基金数进行排名，2018Q4 公募基金家电板块前十大重仓股分别为格力电器、美的集团、青岛海尔、三花智控、苏泊尔、华帝股份、小天鹅 A、奥佳华、九阳股份和老板电器。重仓股中以格力电器、美的集团和青岛海尔为首的白电龙头持股基金数排名仍稳居前位，但环比 18Q3 有所下滑，除了三花智控、小天鹅 A 以及奥佳华以外，其余家电企业的持股基金数均有所减少。

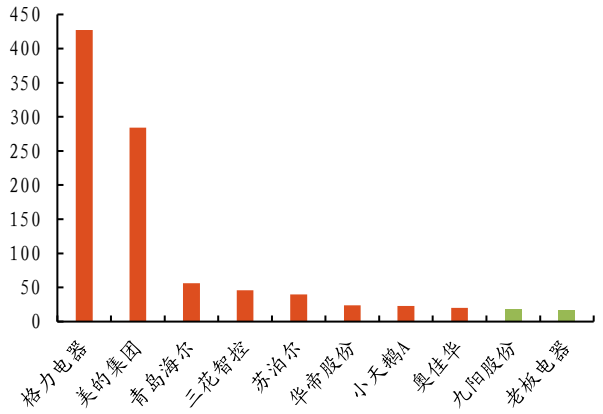
值得注意的是，18Q4 前十大重仓股中白电和黑电配置个股分别减少 1 席，小家电和厨电分别新增 1 席，具体来看，黑电龙头海信电器以及二线白电龙头海信家电在 18Q4 被调出前十大重仓股名单，九阳股份和老板电器跻身前十，分别新增 8 家和 6 家持有基金数。

图表 6：18Q3 基金前十大重仓股（按持股基金数排名）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：18Q4 基金前十大重仓股（按持股基金数排名）

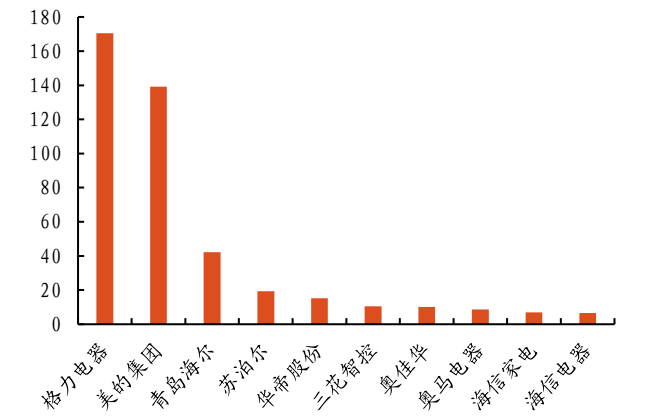


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

若按持股市值进行排名，则截止 18Q4，家电板块基金前十大重仓股分别为格力电器、美的集团、青岛海尔、苏泊尔、三花智控、奥佳华、小天鹅 A、华帝股份、海信电器和海信家电，其中三花智控、奥佳华、小天鹅 A 以及海信家

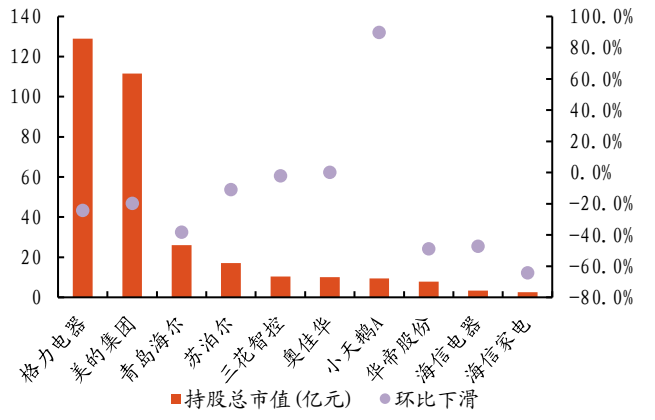
电的排名小幅上升。除了小天鹅 A 持股总市值环比提升约 90%以外，其余企业的持仓市值规模均环比下滑。

图表 8：18Q3 基金前十大重仓股（按持股总市值排名）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：18Q4 基金前十大重仓股（按持股总市值排名）

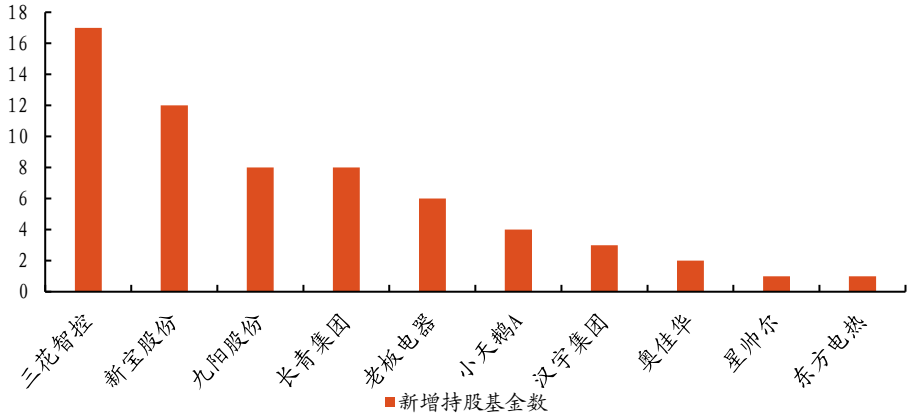


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.2. 小家电关注度提升明显

18Q4 板块内个股新增基金覆盖数量前十名分别为三花智控、新宝股份、九阳股份、长青集团、老板电器、小天鹅 A、汉宇集团、奥佳华、星帅尔和东方电热。其中新宝股份和九阳股份 18Q4 持股基金数环比新增了 12 家和 8 家，小家电在 Q4 受基金关注热度显著提升，我们认为主要原因在于前三季度小家电在行业承压的环境下穿越周期，板块内个股实现业绩逆市增长，其在板块整体增速下滑之际表现出的稳健经营凸显其优秀的成长属性，因而得到基金的青睐。

图表 10：18Q4 新增持股基金家数



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

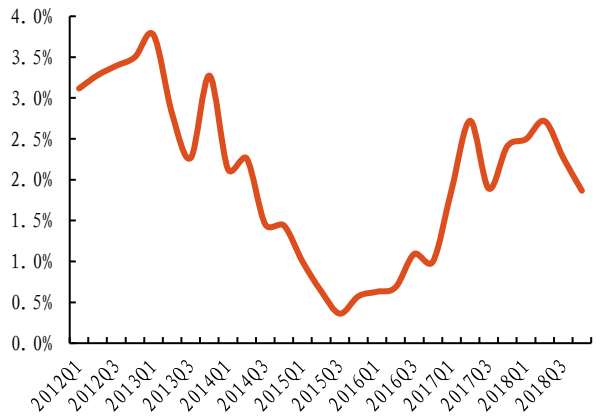
3.3. 龙头短期配置比例回落不改长期持有价值

18Q2 以来，家电板块内龙头的基金持仓市值占比短期回落较为明显，我们以个股当期基金重仓持有总市值与当期基金全市场重仓持股合计总市值的比重作为个股基金重仓配置比例指标进行分析，其中格力电器、美的集团、青岛

海尔和老板电器在 18Q4 的基金重仓配置比例分别回落至 1.87%/1.61%/0.38%/0.03%。18 年空调行业进入低增速通道，补库存行情结束叠加地产后周期效应使白电龙头业绩进入换挡期，基金持仓比例环比下调，尤其是以空调为主营业务的三大龙头回调较为一致，分别环比回落 0.40%/0.24%/ 0.19%。老板电器则因直接受到地产竣工周期拉长、房屋交付不及预期的影响增速大幅下滑，于 18Q1 开始基金配置比例大幅下跌，从 17Q4 的 0.27%跌至 18Q1 的 0.02%，18Q4 有所回升，上升至 0.03%。小天鹅 A 在与美的集团的换股合并重组事项过会落地后，叠加合并前大额分红的预期，市场信心得到恢复，18Q4 基金配置比例环比大幅提升 0.07pct，持仓占比达到 0.14%。苏泊尔作为小家电板块龙头，从 18Q2 开始得到基金持续加仓，18Q2 环比 Q1 提升 0.1pct，至 18Q4 已达 0.25%，可见下半年以来，基金对小家电板块的关注度颇高。

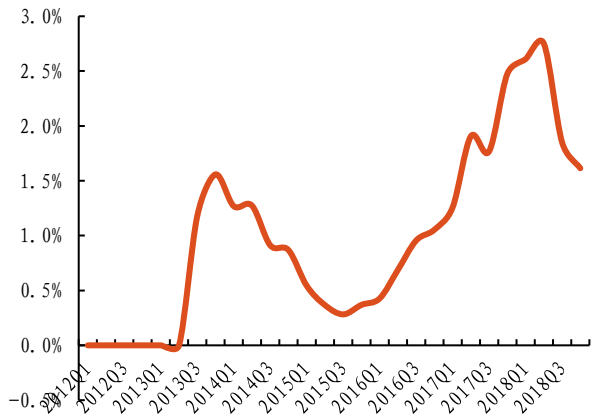
我们认为，尽管短期板块内龙头标的基金配置比例有所回落，但长期配置价值仍存。一方面，成熟子行业中的龙头公司所处竞争格局稳固，虽然短期内受行业影响业绩承压，但其拥有渠道、产业链、品牌和现金流等聚合起来的护城河优势，抗系统性风险能力强于其他中小企业，叠加高股息率等内在价值因素，主要盘风险防御以及高回报率逻辑；另一方面，新兴子行业中的龙头公司所处竞争格局较为分散，但其优势在于领先行业的创新与研发实力，以及品牌之于消费者形成的先发优势，短期行业增速下滑使龙头企业在低谷期以盈利空间换取的市场份额收割将逐步兑现到未来的业绩增量中，未来随着行业压力的逐步释放，公司所处行业集中度得到提升，业绩也得到进一步改善，主要盘业绩改善逻辑。综合来看，未来基金对家电板块将延续“稳健+成长”双线龙头的配置模式。

图表 11：12Q1-18Q4 格力电器基金重仓比例变动



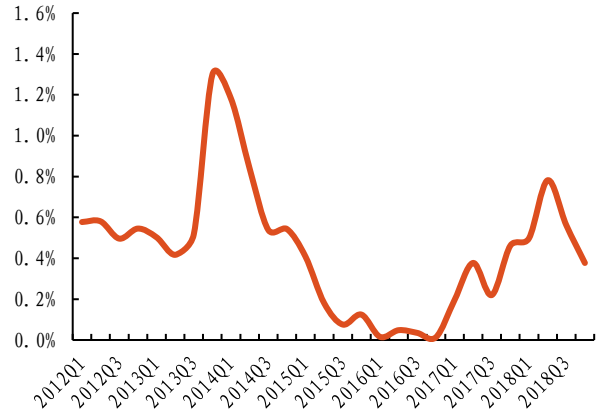
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：12Q1-18Q4 美的集团基金重仓比例变动



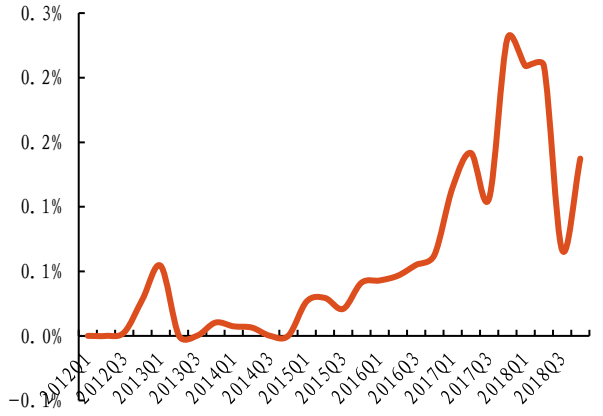
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 13：12Q1-18Q4 青岛海尔基金重仓比例变动



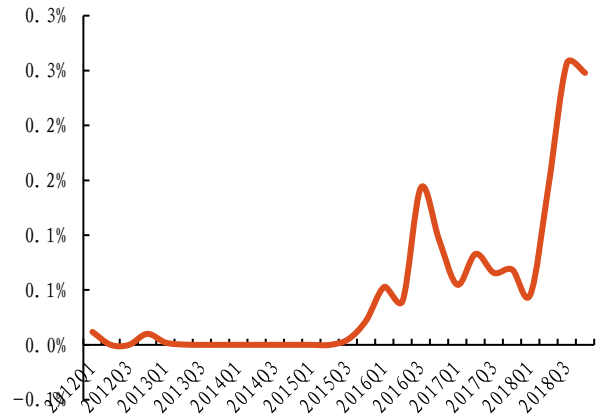
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 14：12Q1-18Q4 小天鹅 A 基金重仓比例变动



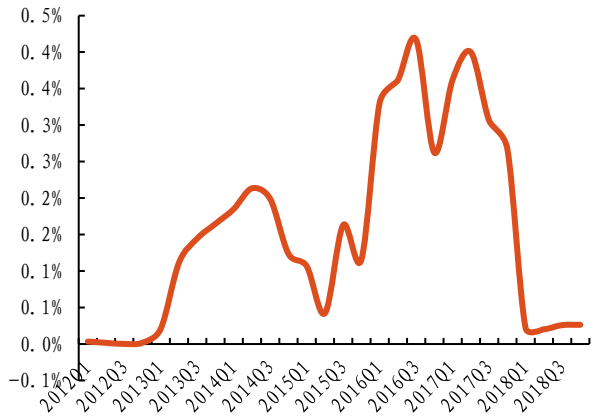
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 15：12Q1-18Q4 苏泊尔基金重仓比例变动



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 16：12Q1-18Q4 老板电器基金重仓比例变动



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4. 投资建议

新政落地在即，更新换代契机已至，关注补贴确定性大的白电以及厨电板块。根据 2019 年 1 月 29 日发布的《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案》，支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代，包括冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油压机、热水器、灶具和计算机等产品，主要方式为交售旧家电并购买新家电的过程中给予适当补贴。结合我们在《鉴史观今，新政风口应关注哪些方向？》报告中的观点，新政落地将推动厨电的城乡保有量双向提升，旧家电更新换代后将使高效节能产品的渗透率进一步提升，促进家电产业结构优化升级，补贴的落地也将使家电企业的业绩得到一定程度的改善。从《方案》中所列示的家电产品来看，未来新政补贴对象仍以白电和厨卫电器为主，回顾几大主要品类的历史销量情况，白电产品的更换体量庞大，对行业的拉动效应也更加明显，对应到公司层面，具备强大话语权的龙头企业必将受益，但考虑到二线龙头的市场份额和利润水平绝对量基数较低，其业绩弹性预期相对更加明显。

三大主线投资逻辑未变，“稳健+成长”双线龙头配置模式有望延续。基本面筑底+短期驱动业绩改善+高景气小龙头仍是我们推荐的配置思路，新政的推出虽然使市场对家电板块的需求判断产生了变化，但在补贴尚未落地、地产政

策变化仍不明朗的情况下，对板块的配置仍需求稳。考虑到 19 年竣工小周期有望提升房屋交付量以及目前部分地区地产相关政策层面出现适度“宽松”，我们认为 19 年地产边际改善预期兑现的概率较大，一定程度上有望改善家电企业的经营业绩，尤其是地产后周期效应更强的厨电板块。

综上，我们继续看好老板电器（002508），谨慎看好格力电器（000651）、美的集团（000333）、海信家电（000921）、浙江美大（002677）和九阳股份（002242），建议关注青岛海尔（600690）。

5. 风险提示

政策实施不及预期;
房地产景气度进一步下行;
基金持仓比例过高;
宏观经济进一步下行的系统性风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。