

行业研究/专题研究

2019年07月04日

行业评级:

家用电器 增持 (维持)
白色家电 II 增持 (维持)

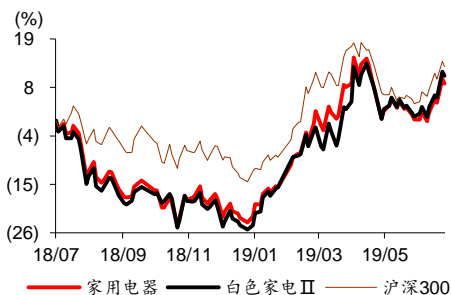
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《新宝股份(002705,买入): 线上爆款提速, H1 摩飞量额同比增超 300%》2019.07
- 2 《家用电器: 行业周报 (第二十六周)》2019.07
- 3 《家用电器: 5 月出货同比+8.7%, 内销恢复正增长》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

把握行业弱周期中核心资产

家电行业 2019 中报前瞻

2019 年中报经营压力存在, 白电龙头仍有望获资金超配

2019H1 家电行业收入增速预期偏弱, 外部环境利好出口, 考虑到原材料价格下行及人民币贬值, 毛利率有望提升, 2019H1 净利润增速或显著优于收入; 中长期来看, 基于行业竞争格局优势以及龙头在成本控制、品牌力、渠道等方面壁垒, 家电白马具备更强的增长稳定性, 以及不确定行情中更高的安全性, 海外资金配置提升, 龙头公司或将超配, 依然推荐白电核心标的格力电器、美的集团、海尔智家, 细分优选新宝股份。

中报收入增速整体偏弱, 龙头产业优势体现

家电需求偏弱, 地产拉动作用短期难以显现。白电冰洗出口为亮点, 空调出货下滑, 2019 年 1-5 月, 空、冰、洗总销量分别同比-1.6%、+2.9%、+1.0%, 龙头通过促销提升份额 (空调内销份额, 美的+4.8pct), 收入表现或好于市场悲观预期。厨电受到地产需求滞后影响, 零售量额均下滑, 预计厨电企业中报收入表现偏弱。小家电细分市场消费兴起, 新兴产品存在市场亮点 (摩飞品牌 H1 天猫淘宝平台量额均同比增超 300%)。

净利润增速或明显领先收入

原材料价格及汇率影响偏正面, 业绩增速预期好于收入增速。原材料价格下降, 价格、成本剪刀差扩大, 内销毛利率有望持续优化。同时 2019H1 人民币兑美元汇率中间价均价同比贬值, 外销产品毛利率也有望提升。在行业竞争加剧、产业内部承压能力分化的情况下, 各子行业内部依然保持产业强者恒强格局, 更能分享成本及汇率红利, 盈利能力保持领先。

重点公司预期, 看好龙头美的及小家电新宝表现

白电收入增速预期美的 (5%~10%) > 海尔 (4%~8%) > 格力 (0~5%), 短期内销空调弱于冰箱, 且出口占比高企业收入增速有望领先。铜、钢、塑料等原材料价格持续下降, CPI-PPI 剪刀差有加大预期, 白电净利润增速预期为美的 YOY (10%~15%) > 格力 (8%~12%) > 海尔 (4%~8%)。厨电收入增速预期老板 (0~5%) > 华帝 (-5%~0), 线下零售持续承压, 新品更多企业均价提升预期更大, 预计净利润增速为华帝 (10%~15%) > 老板 (0~5%)。新宝网红战略验证成功, 收入预期 (5%~15%), 线上收入占比提升, 且汇率优化改善盈利能力, 预期净利润同比 (50%~60%)。

板块估值对标海外, 龙头估值提升长逻辑成立

随着中美磋商重启, 短期压制估值因素消除, 家电行业估值有望修复。大消费龙头中外资占比不断提升, 海外资金对估值的边际影响加强。2018 年以来, 中美贸易摩擦影响家电行业估值表现, 外资短期流出影响下的估值下行, 更是中长期配置机会。随着外资占比进一步提升, 我们认为板块中具备估值优势与业绩支撑的龙头企业有望对标海外估值, 长期配置机会有望提升龙头估值。

风险提示: 宏观经济下行; 地产后周期影响超出预期; 原材料价格及人民币汇率不利波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000333.SZ	美的集团	54.09	买入	3.06	3.52	4.11	4.65	17.68	15.37	13.16	11.63
000651.SZ	格力电器	57.33	买入	4.36	5.06	5.97	7.07	13.15	11.33	9.6	8.11
002705.SZ	新宝股份	11.50	买入	0.63	0.81	1.1	1.27	18.25	14.2	10.45	9.06

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

调整期，布局低估值白电龙头	3
收入增长承压，关注增速相对稳健的白电	3
净利润增速或明显优于收入增速	7
2019H1 原材料成本压力减弱，家电行业毛利率改善预期更强	8
2019H1 人民币汇率同比贬值，外销收入预期提升、盈利能力或有改善	9
重点关注公司展望	10
估值展望，看好中长期逻辑下板块及龙头估值提升	11
家电板块北上资金持股市值达到 10%，资金流入正相关性强	11
短期压制家电板块估值因素缓和	12
对标海外，龙头公司估值有望提升	13
风险提示	13

调整期，布局低估值白电龙头 收入增长承压，关注增速相对稳健的白电

家电行业收入增速预期依然偏弱，虽然部分区域地产销售有所回暖，但难以扭转短期内销需求下降趋势。同时，上半年部分海外订单前置，出口占比较高企业收入增速有望行业领先。白电、厨电子行业竞争格局具备优势，同时考虑到原材料价格下行及人民币汇率优化，2019H1 净利润增速或显著优于收入。

图表1：重点关注个股 2019H1 收入增速预判

分类	代码	公司	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019H1E
白电	000333.SZ	美的集团	1.4%	0.5%	7.4%	5%~10%
白电	000651.SZ	格力电器	38.2%	31.5%	2.5%	0~5%
白电	600690.SH	海尔智家	11.5%	10.4%	10.2%	4%~8%
厨电	002508.SZ	老板电器	6.0%	0.1%	4.3%	0~5%
厨电	002543.SZ	华帝股份	7.0%	-12.0%	-6.5%	-5%~0%
小家电	002705.SZ	新宝股份	4.6%	7.1%	3.4%	5%~15%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(1) 白电：出货端数据冰洗出口销量为亮点，空调龙头表现或好于市场悲观预期。从产业在线已经公布的 2019 年 1-5 月白电销量数据来看，空调、冰箱及洗衣机总销量分别同比-1.6%、+2.9%、+1.0%。冰洗产品在高保有量且更新需求为主的情况下，受到人民币汇率及贸易摩擦影响，短期出口量快速提升，拉动销售量增长，冰洗出口占比较高企业受益或较为明显。

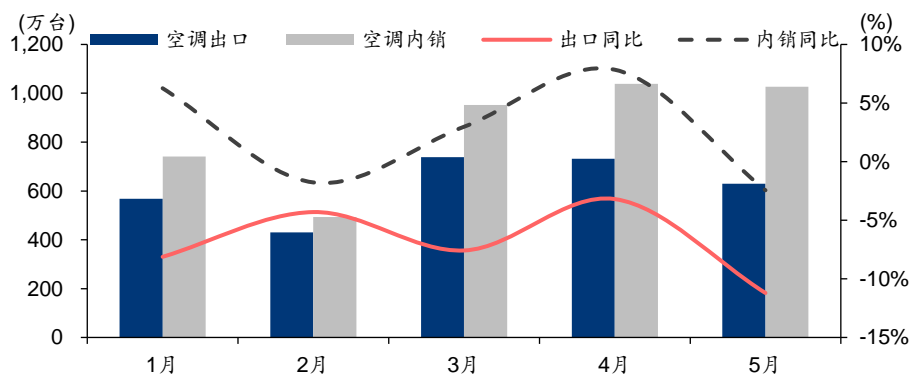
受到 2018 年高基数影响，2019 年 H1 空调增长存在一定压力。且终端需求增速偏弱，部分龙头厂商加大促销力度，提升份额占比，同时 2019 年 618 期间零售市场龙头保持较快增长，空调龙头上半年表现或好于市场悲观预期。

图表2：冰洗受到出口拉动，增速领先

品类	2019年5月出货量(万台)	同比	2019年1-5月累计出货量(万台)	同比
空调销量	1656.5	-6.0%	7348.8	-1.6%
内销	1027.1	-2.4%	4251.0	2.7%
出口	629.4	-11.2%	3097.8	-7.0%
冰箱销量	764.7	10.7%	3167.1	2.9%
内销	383.4	4.0%	1758.4	-4.4%
出口	381.3	18.4%	1408.7	13.8%
洗衣机销量	502.5	10.2%	2673.8	1.0%
内销	325.6	8.0%	1825.5	-1.4%
出口	177.0	14.5%	848.4	6.6%

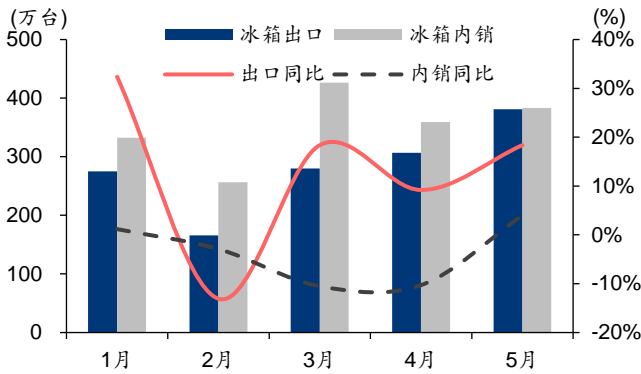
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表3：2019年1-5月，空调内销驱动为主，各月出口均下滑



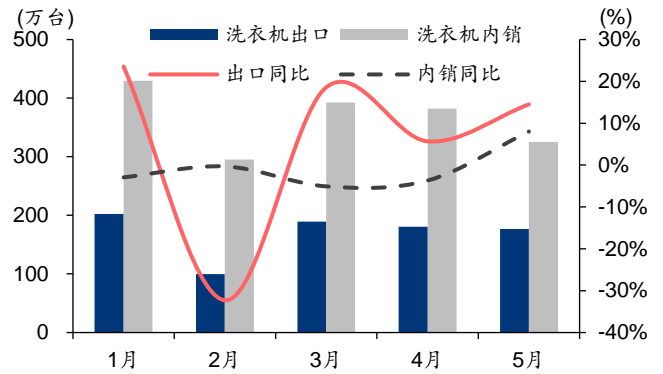
资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表4：2019年1-5月，冰箱出口增速拉动性强



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表5：2019年1-5月，洗衣机也表现为出口拉动



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

价格端表现不一，结构优化产品盈利能力提升。2019年1-5月白电产品线下零售端价格提升幅度：洗衣机>冰箱>空调，线上市场零售价格提升幅度：空调>洗衣机>冰箱。

冰洗产品线下渠道主推产品升级，线上依然主打性价比，龙头产品覆盖面广，增长预期强于行业。在“家电下乡”期间销售产品即将进入更新周期，叠加政策层面推动节能智能家电产品进入市场，预计线下维持产品升级趋势，龙头厂商中高端产品布局领先，品牌影响力或为消费者进行产品换代的重要考量因素，随着产品结构调整，盈利或有优化。

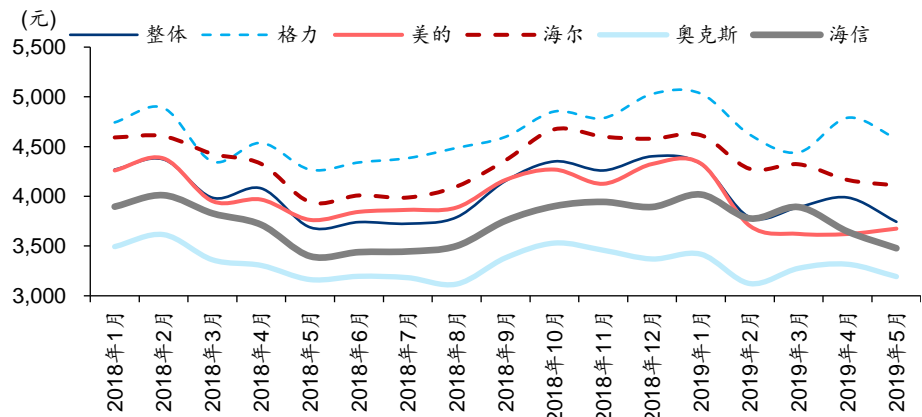
空调行业终端促销加大，线上、线下价格差缩小，龙头聚集效应进一步凸显。空调线下加大促销，龙头企业份额提升，规模经济优势下我们依然预计龙头企业保持盈利能力领先。

图表6：2019年1-5月，线下洗衣机、冰箱提价较多

品类	2019年5月均价(元)	同比	2019年1-5月均价(元)	同比
线下均价				
空调	3,744	1.5%	3,908	-1.4%
冰箱	4,274	10.6%	4,278	4.5%
洗衣机	3,147	8.3%	2,993	5.0%
线上均价				
空调	2,801	-0.6%	3,021	0.4%
冰箱	1,780	-4.6%	1,942	-4.9%
洗衣机	1,421	-1.0%	1,421	-4.1%

资料来源：中怡康时代、奥维云网、华泰证券研究所

图表7：2019年1-5月，格力维持线下零售均价领先，且价格同比有所上行



资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

(2) 厨电：地产需求偏弱，预计厨电企业中报收入表现偏弱。纵观上半年，地产需求表现较弱，对具备地产后周期属性的厨电行业造成一定影响。其中由于地产调控政策先在一二线城市实施，导致与三四线市场表现分化明显。

据国家统计局统计显示，2019年1-5月，我国房屋竣工面积累计同比-12.40%，商品房销售面积累计同比-1.60%，房屋竣工面积已连续15个月累计同比下滑10%以上。房地产竣工与销售的低迷使得厨电行业上半年表现同样较为疲软。

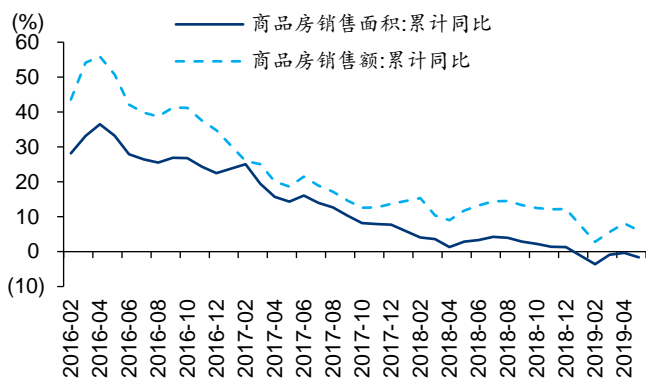
中怡康推总数据显示，2019年1-5月，油烟机零售量、额同比分别-4.63%、-6.54%，同期燃气灶量、额同比分别-2.66%、-4.69%，烟灶销售量与销售额均出现增速下行态势，行业均价未见显著提升。

图表8：2019年1-5月烟灶产品零售不同程度下滑

品类	零售量(万台)				零售额(亿元)			
	5月当月	同比	本年累计	同比	5月当月	同比	本年累计	同比
油烟机	20.00	7.18%	83.45	-4.63%	6.59	6.71%	26.70	-6.54%
燃气灶	19.80	9.15%	90.94	-2.66%	3.24	9.25%	14.21	-4.69%

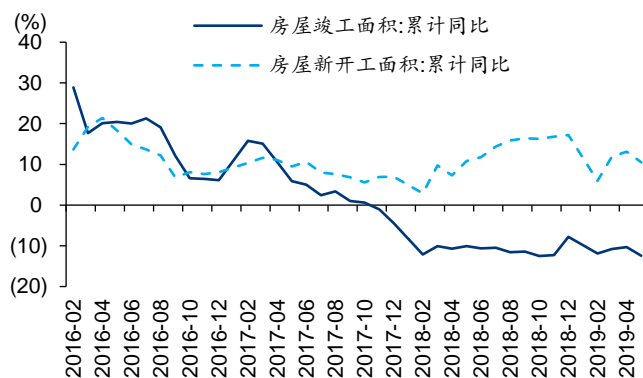
资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

图表9：商品房销售面积累计同比出现负增长



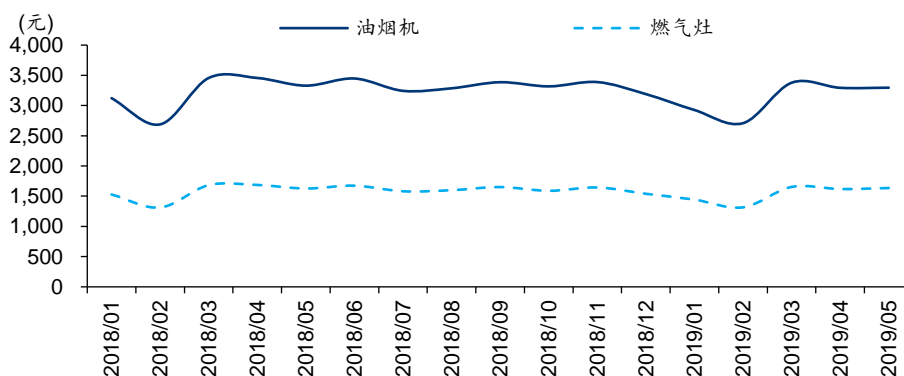
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表10：房屋竣工面积累计值持续双位数同比下滑



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表11：烟灶产品均价自2018年初以来保持相对平稳

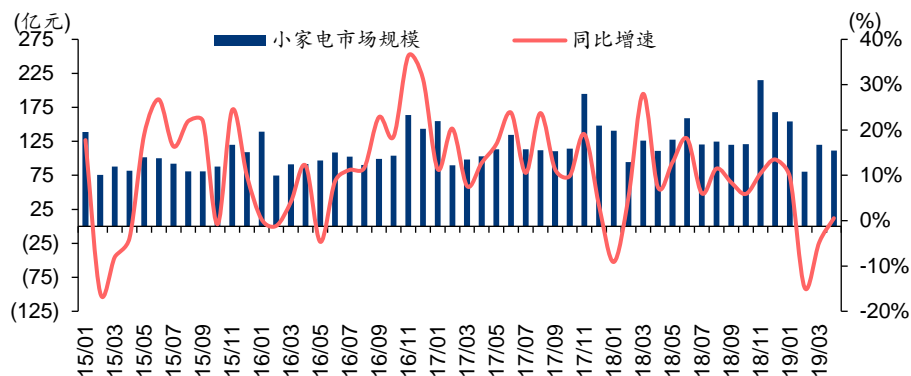


资料来源：中怡康时代、华泰证券研究所

(3) 小家电：关注细分市场消费，新兴产品存在市场亮点。年初至今小家电市场整体表现相对低迷，细分子领域间增速出现一定分化，部分新兴领域产品表现亮眼。

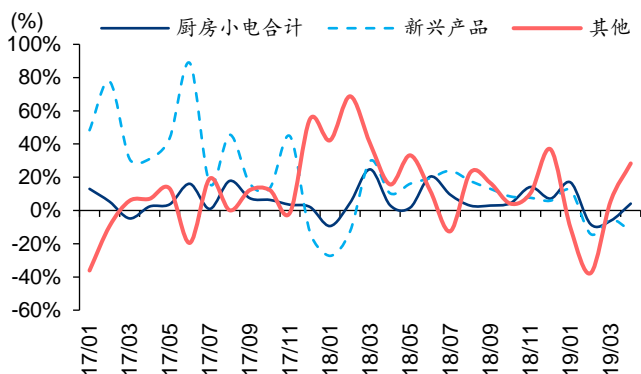
奥维云网数据显示，2019年1-4月我国小家电市场累计销售额466.0亿元，YOY-1.2%，厨房小电、新兴产品和其他产品三大细分子领域分别实现同比增速2.3%、-4.3%和-6.1%。分品类来看，电磁炉、豆浆机、电饭煲等传统厨房小家电增长乏力，而风扇、饮水机、料理机等新兴品类分别比同比增长40.3%、24.9%及11.8%，表现亮眼。

图表12：小家电市场整体表现相对低迷



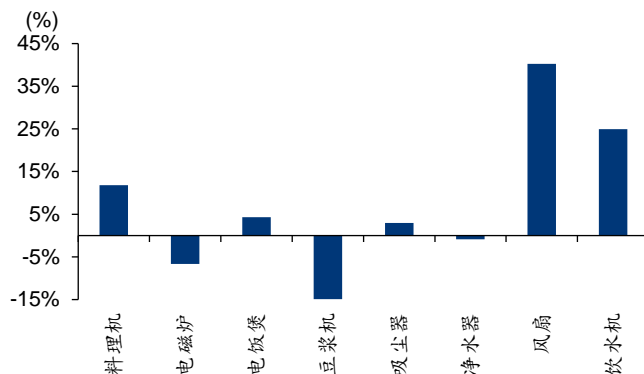
资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表13：小家电行业细分子领域增速出现一定分化



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

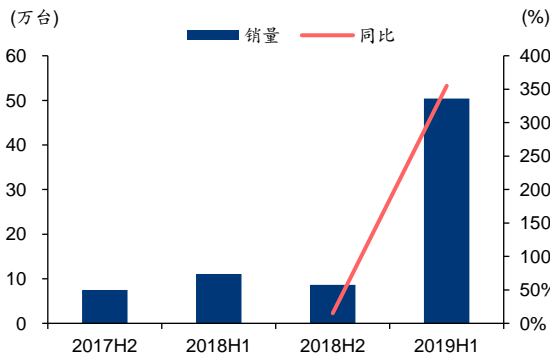
图表14：2019年1-4月，料理机、风扇、饮水机等新品类增速相对较快



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

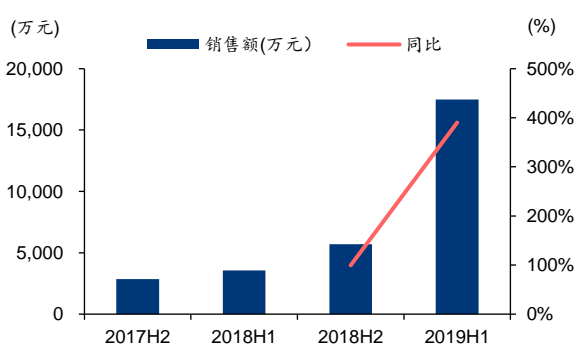
网红爆款效应显著，新宝股份旗下摩飞品牌持续快速放量，发展模式已经得到市场认可。天猫淘宝平台监测数据显示，淘宝及天猫平台摩飞销售额快速提升，摩飞爆款效应提速，品牌已经开始快速放量。其中，2018年Q4，淘宝平台摩飞品牌销售量与销售额分别同比+84.8%和+271.2%，2019年H1，淘宝平台摩飞品牌销售量与销售额分别同比+355.0%、+390.3%。

图表15：2019年H1，淘宝平台摩飞品牌销售量同比+355.0%



资料来源：天猫淘宝、华泰证券研究所

图表16：2019年H1，淘宝平台摩飞品牌销售额分别同比+390.3%



资料来源：天猫淘宝、华泰证券研究所

净利润增速或明显优于收入增速

外部因素影响偏正面，业绩增速预期好于收入增速。原材料价格下降，价格成本剪刀差扩大，内销毛利率持续优化。同时 2019H1 人民币兑美元汇率中间价均价同比贬值，外销产品毛利率也有望提升。同时，需求偏弱，竞争加剧产业内部承压能力分化，各行业内部依然保持产业强者恒强格局，一方面，短期内龙头企业份额持续较优，盈利能力保持领先；另一方面，市场或不断挤出弱势品牌，预计将进一步优化竞争格局。

图表17： 2019Q1 毛利率变化

分类	代码	公司	2018Q1	2019Q1	2019Q1 同比
白电	000333.SZ	美的集团	25.6%	28.4%	+2.7pct
白电	000651.SZ	格力电器	30.9%	30.6%	-0.3 pct
白电	600690.SH	海尔智家	28.6%	29.1%	+0.5 pct
厨电	002508.SZ	老板电器	52.3%	54.8%	+2.5 pct
厨电	002035.SZ	华帝股份	45.4%	48.1%	+2.8 pct
小家电	002705.SZ	新宝股份	17.9%	19.7%	+1.8 pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

白电：毛利率有望继续改善，业绩增长或高于收入增长。在产品价格受到新品带动提升，而铜、钢、塑料等原材料价格持续下降，CPI-PPI 剪刀差有加大预期，尤其以空调龙头为代表的企业，中报及后续表现上大概率是业绩增长优于收入增长。

厨电：中报业绩预计分化明显。虽然地产销售数据的优化尚未反映到厨电需求中，均价提升承压，但乐观因素依然存在，原材料价格下降的情况下，企业业绩表现或依然好于收入表现。

小家电：细分领域的龙头具备快速增长预期，同时内销增速快于外销增速，结构性优化或带来更为明确的业绩兑现。

图表18： 2019H1 净利润增速预期

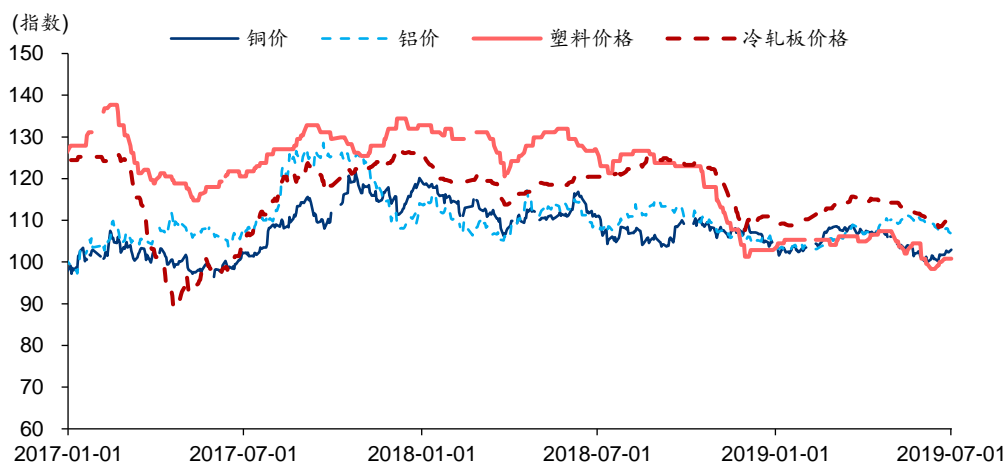
分类	代码	公司	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019H1 E
白电	000333.SZ	美的集团	18.5%	2.0%	16.6%	10%~15%
白电	000651.SZ	格力电器	38.3%	-26.7%	1.6%	8%~12%
白电	600690.SH	青岛海尔	10.1%	0.7%	9.4%	4%~8%
厨电	002508.SZ	老板电器	-3.1%	-7.8%	5.8%	0%~5%
厨电	002543.SZ	华帝股份	31.3%	18.5%	14.8%	10%~15%
小电	002705.SZ	新宝股份	59.2%	89.1%	106.5%	50%~60%

资料来源：Wind、华泰证券研究所预测

2019H1 原材料成本压力减弱，家电行业毛利率改善预期更强

成本压力逐步释放，同时维持 CPI-PPI 剪刀差，家电企业盈利改善预期更强。虽然 2018 年下半年以来原材料价格逐步下行，但 2018 年全年部分成本依然较同期有所提升（其中铜均价、铝均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比+2.0%、-2.4%、-2.5%、+3.8%），2019 年以来，原材料价格的进一步下移，家电企业预计成本端压力继续缓解（2019 年 1-6 月，铜均价、铝均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比-7.1%、-3.6%、-18.5%、-5.8%）。

图表19： 2019 年以来主要原材料价格已同比好转



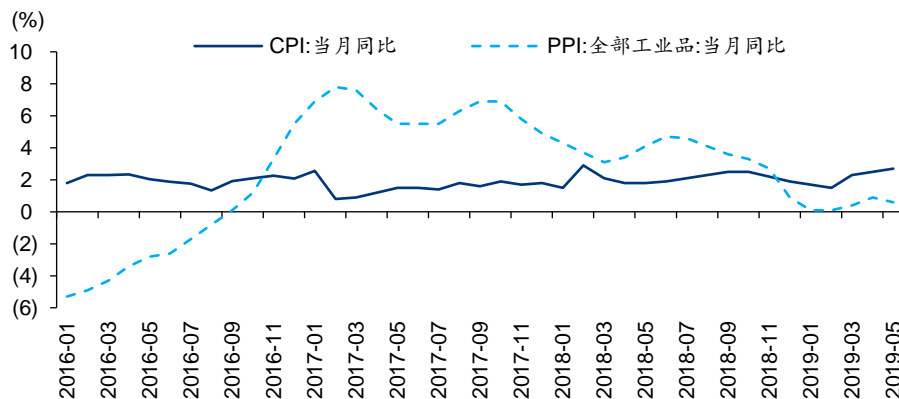
注：以 2015 年 1 月为基期情况下，各个价格均做调整

资料来源：Wind、华泰证券研究所

根据国家统计局公布的 2019 年 5 月 CPI 数据，5 月居民消费价格指数同比增速保持小幅上扬态势，当月同比增长 2.7%，环比提升 0.2PCT，同时工业品消费价格指数同比增长 0.6%，环比下行 0.3PCT。CPI 和 PPI 维持了 2018 年 12 月以来 CPI 增速高于 PPI 增速的剪刀差局面，同时剪刀差继续扩大至 2.1PCT，相比 4 月差值扩大了 0.5PCT。

CPI 与 PPI 剪刀差的扩大，叠加家电主要原材料价格的下降，我们认为企业成本端改善预期明显。同时 CPI 提升有利于消费趋势性回升，对于具备一定行业定价权优势的龙头企业，有望更多受益于 CPI 与 PPI 增速剪刀差带来的盈利提升。

图表20： 2018 年 12 月以来持续维持 CPI-PPI 剪刀差



资料来源：Wind、国家统计局、华泰证券研究所

2019H1 人民币汇率同比贬值，外销收入预期提升、盈利能力或有改善

2019年H1，人民币汇率中间价同比贬值，家电企业外销毛利率有望提升、汇兑损益有望减少，对家电企业盈利或有较明显的正面影响。2019年1-6月，美元兑人民币汇率中间价6.78元（人民币同比贬值6.43%），且2019Q2以来，人民币持续贬值，外销产品美元报价的情况下，产品盈利或有改观。

图表21：2018年人民币贬值明显，2019年以来人民币汇率双向波动加大



资料来源：Wind、华泰证券研究所

外销毛利率部分受到人民币汇率变化影响，2018年全年美元兑人民币汇率持续贬值，对于出口为主的家电企业外销毛利率提升更为明显（出口产品以美元报价为主），而对于海外本土营运企业外销毛利率影响更小。

图表22：出口为主的企业2019年外销毛利率大概率有所改善

证券简称	2018年外销毛利率	2017年外销毛利率	差异
美的集团	23.5%	20.1%	3.4PCT
格力电器	13.3%	10.5%	2.8PCT
海尔智家	25.0%	29.2%	-4.2PCT
华帝股份	25.2%	24.4%	+0.8PCT
新宝股份	18.6%	17.6%	1.0PCT

资料来源：Wind、华泰证券研究所

展望2019年H2，中美重启贸易磋商，但政策的不确定性依然存在，或加大人民币汇率双向波动，如果美元兑人民币汇率中间价同比贬值，家电行业外销毛利率及汇兑损益或有继续改善的可能性。根据华泰宏观团队观点，人民币汇率的短期波动趋势受中美贸易摩擦和谈判进程的影响较大，随着中美贸易磋商重启，美元对人民币汇率在2019年下半年出现双向波动的概率加大。如果人民币汇率在2019H2继续保持同期贬值，外销毛利率或有提升，同时持有较多美元货币性资产企业，也将受益于人民币贬值带来的汇兑损益，净利润或有所提升。

重点关注公司展望

(1) 根据产业在线数据，空调增长短期压力较大，冰箱洗衣机出口拉动作用强。

格力电器，空调份额稳定，短期受到行业促销影响，销量出现波动，但公司整体均价变化较小，收入有望维持稳定态势，2019H1 收入端或同比+0%~5%。同时，公司产业链地位领先，或更能分享减税与原材料价格下降的红利，2019H1 净利润或同比+8%~12%。

美的集团，空冰洗产品增速均处于行业领先，小家电内部产品增速分化，整体略弱于集团增长，但在大白电拉动下，2019H1 经营增长预期领先行业，收入端或同比+5%~10%。公司力推产品升级，冰洗价格有望提升，空调受到促销带来的产品结构变化，均价或有压力，整体盈利能力依然有望改善，预计 2019H1 净利润或同比+10%~15%

海尔智家，在冰洗产品内销市场份额优势明显，且产品在中高端品牌效应强，海外市场受到贸易摩擦影响小，2019H1 收入端或同比+4%~8%。公司海外收入占比较高，

(2) 地产销售与竣工端的增速仍呈现下行态势，受制于地产拖累，烟灶行业整体表现低迷。

老板电器，2019H1 销售端预计略有承压，且 Q2 相较 Q1 收入增速有小幅下滑。尽管蒸箱等新品销售情况较好，但碍于体量较小，对整体收入增速拉动有限，我们预计 2019H1 公司收入将实现 0-5% 的小个数微增。据中怡康时代数据统计，2019 年 1-5 月老板品牌油烟机、燃气灶零售均价同比分别-3.9%、-2.6%，均价的小幅下行或将削弱原材料价格下行与降税带来的利好，我们预计公司毛利率水平与期间费用率保持稳定微增态势，净利率与收入增幅同步，保持在 0-5% 区间。

华帝股份，在整体厨电行业需求偏弱的环境下，虽然公司电商渠道增速领先，提升出货规模，但占比较大的线下渠道表现依然有压力，2019H1 收入或小幅下滑，预计同比-5%~0%。考虑到电商收入占比提升以及原材料价格的变化，2019H1 净利润或同比+10%~15%。

(3) 小家电企业依然关注在结构性产品升级及外销订单滚动定价的改善下，盈利或有较大改观。

新宝股份，摩飞品牌爆款路线验证成功，2019H1，天猫淘宝平台数据显示，天猫淘宝平台摩飞品牌销售量与销售额分别同比+355.0%、+390.3%。公司内销市场开展 OBM 模式，收入增速及盈利能力均有望提升，国内互联网社交电商网红爆款战略将有望实现低基数下的高速发展。综合内外销表现，预计公司 2019H1 收入或同比+5%~15%。公司海外收入占比高，考虑到 2019H1 人民币汇率变化对公司利润表或有正面影响，同时内销提速带来的结构性优化，2019H1 公司净利润或同比+50%~60%。

估值展望，看好中长期逻辑下板块及龙头估值提升

大消费龙头中外资占比不断提升，海外资金对估值的边际影响加强，外资短期流出影响下的估值下行，更是中长期配置机会。受人民币汇率波动影响，短期海外资金流入波动加大，但整体上外资风格结构趋于龙头化，依旧青睐家电白马。明晟公司未来将逐步扩大中国A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子，分阶段逐步提升至20%，5月份扩大至10%、8月份扩大至15%、11月份扩大至20%，11月份将把中国A股中盘股纳入MSCI指数。

随着2019年5月28日收盘后A股纳入因子提升至10%生效。我们预计此次纳入因子提升至10%将为A股市场带来约1545.62亿人民币的增量资金。

图表23： 预计MSCI指数因子提升后将给A股带来约1545.62亿人民币增量资金

	A股权重因子 (5%)	A股权重因子 (10%)	A股权重提升	预计追踪资金 (亿美元)	A股增量资金 (亿美元)
MSCI EM 指数	0.72%	1.76%	1.04PCT	18000	187.20
MSCI ACWI 指数	0.09%	0.18%	0.09PCT	41000	36.90
A股增量资金					224.10
美元兑人民币汇率 (2019/5/28)					6.897
A股增量资金					1545.62 (亿元人民币)

资料来源：MSCI、华泰证券研究所测算

以2019年5月28日收盘价为基准，按照所有纳入MSCI标的对应市值加权测算可得，家电板块四支标的纳入MSCI后或将迎来增量资金约37.07亿人民币，占到家电板块四支标的总市值的约0.47%。美的集团、格力电器、青岛海尔和老板电器将分别迎来增量资金约合15.65亿元、15.49亿元、4.76亿元与1.18亿元人民币。

图表24： 以2019年5月28日收盘价为基准，我们预计家电成分股增量资金占其对应市值比约为0.47%

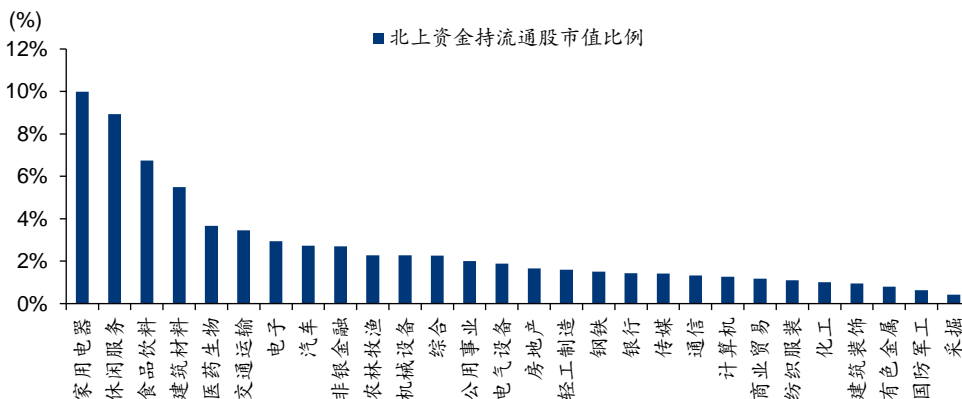
代码	简称	收盘(元)	总市值(亿元)	增量资金(亿人民币)	占市值比
000333.SZ	美的集团	50.51	3,336.61	15.65	0.47%
000651.SZ	格力电器	54.90	3,302.64	15.49	0.47%
600690.SH	青岛海尔	16.30	1,015.17	4.76	0.47%
002508.SZ	老板电器	26.49	251.40	1.18	0.47%

资料来源：MSCI、Wind、华泰证券研究所

家电板块北上资金持股市值达到10%，资金流入正相关性强

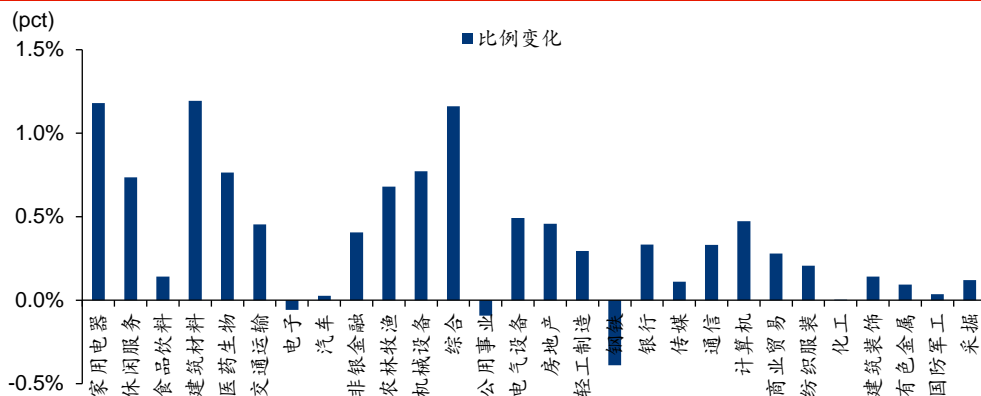
截止2019年6月30日，陆股通持有家电、休闲服务、食品饮料等的股票市值占对应板块流通市值比重为10.0%、8.9%、6.7%，相比2018年12月31日分别提升1.2/0.7/0.1pct，持仓市值占流通市值比重下降的有钢铁、公用事业、电子。

图表25： 截止2019年6月30日，家电板块北上资金持股比例为10.0%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

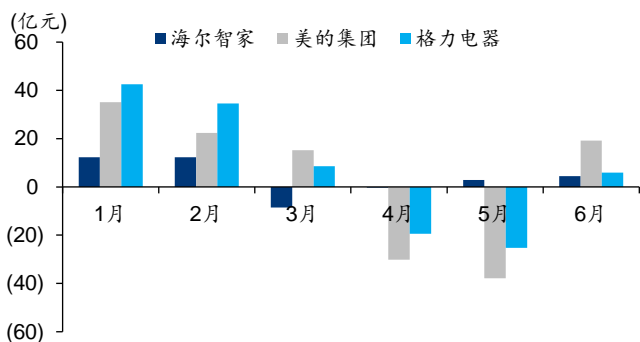
图表26: 2019年1-6月, 家电板块北上资金持股比例提升1.2pct



资料来源: Wind、华泰证券研究所

北上资金齐聚龙头个股, 业绩稳定及外部因素缓和的情况下, 资金流入、估值回升预期提升。截止2019年6月30日, 海尔智家、美的集团、格力电器中北上资金持流通股比例分别为10.8%、14.3%、10.6%。

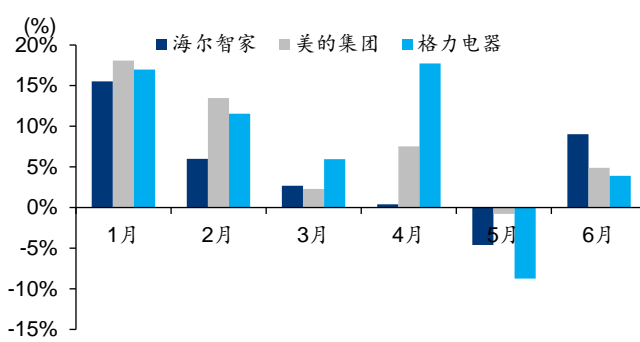
图表27: 2019年6月, 龙头个股重新获北上资金流入



注: 通过每日北上持股变化及个股收盘价计算资金流入或流出

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 2019年1-6月家电龙头个股区间涨跌

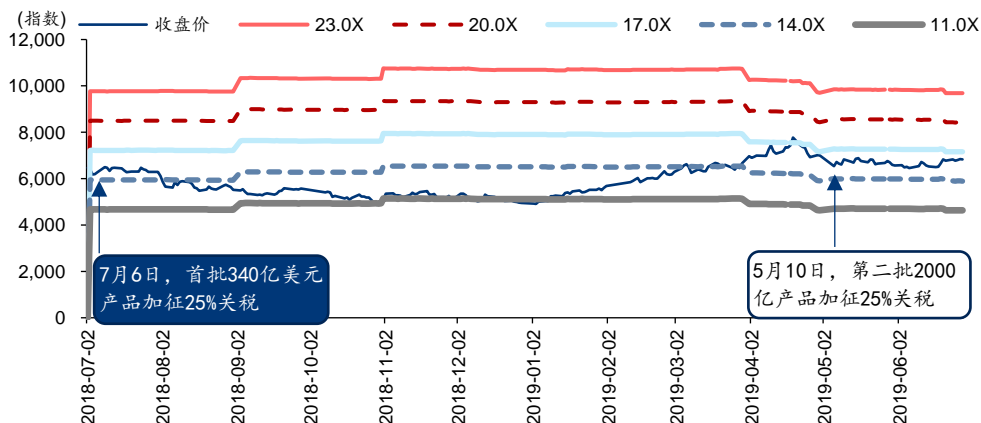


资料来源: Wind、华泰证券研究所

短期压制家电板块估值因素缓和

2018年以来, 中美贸易摩擦影响家电行业估值表现, 随着短期不确定因素消除, 行业估值有望修复。中美重启贸易磋商, 短期继续加税的预期大幅减弱, 同时前期加税影响逐步消化, 家电板块估值向上修复预期大幅提升。

图表29: 家电板块(申万家电) PE-band, 贸易摩擦为压制家电板块估值因素之一



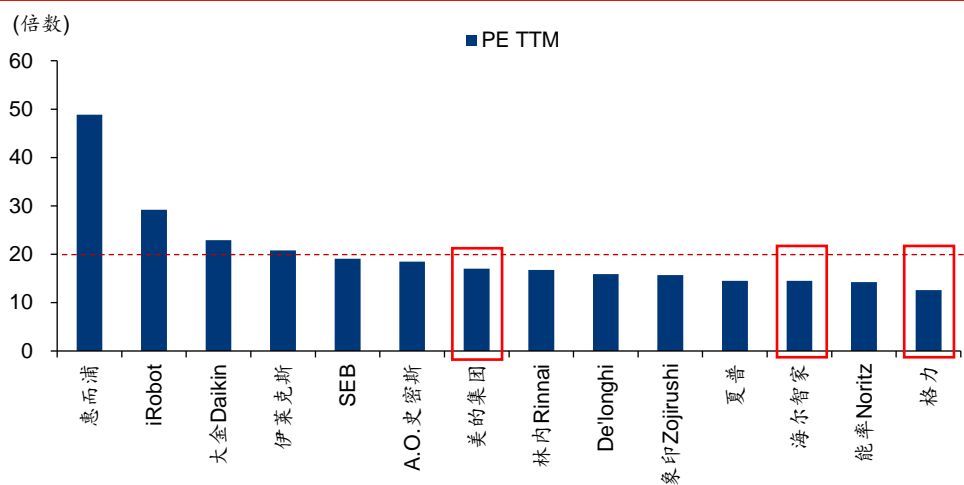
资料来源: Wind、华泰证券研究所

对标海外，龙头公司估值有望提升

家电龙头股业绩稳定、基本面良好、安全性较强，不论从分红还是资产配置角度，均具备长期的投资价值，且家电龙头的估值水平有望支撑股价的向上修正。我们认为板块中具备低估值与业绩支撑的龙头企业有望对标海外估值，短期调整有望带来中长期配置机会。

家电龙头个股有较稳定现金流表现，对标海外家电个股，家电龙头 PE 估值或有提升空间。目前时点，我们预计 2019 年外资仍将从市场资金面对板块产生重要影响，纳入三大指数（MSCI、富时罗素、标普道琼斯）所吸引的海外跟踪资金的持续流入，简单对标截止 2019 年 6 月 30 日的 PE TTM 估值情况，海外家电股（见图表 30）平均 PE TTM 估值为 20.0 倍，而国内龙头个股估值处于相对较低水平（美的、海尔、格力 PE TTM 估值分别为 17.0、14.5、12.6 倍）。随着海外资金流入，国内家电龙头估值有望向海外看齐，相对家电龙头的历史估值中枢，或具备溢价空间。

图表30：截止 2019 年 6 月 30 日，国内及海外家电个股 PE TTM 估值对比



资料来源：Wind、Yahoo finance、华泰证券研究所

风险提示

（1）宏观经济下行。

如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

（2）地产后周期影响或超出预期。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

（3）原材料价格及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com