

投资评级:增持(维持)

家电研究周报 (W30)

平淡七月, 炽热八月?

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

- 1 《空调内销下滑, 基金超配高位: 家电研究周报 (W29)》 2019-07-23
- 2 《防御属性成为配置主线: 家电研究周报 (W28)》 2019-07-15
- 3 《超额收益能否持续强劲?: 家电研究周报 (W27)》 2019-07-08

投资要点:

- **七月复盘: 家电跟随大盘, 白电优于厨小。**7月 Wind 全 A 指数录得小幅收益 (+0.3%), 其中电子、农业、军工明显跑赢, 消费类中规中矩, 家电跑赢万得 0.2 个点, 跑输 300 指数 0.4 个点, 热门股中仅有三花 (+3.4%)、美的 (+3.0%)、格力 (+0.8%) 取得正收益, 厨小家电基本回调 (地产拖累厨电, 小家电估值较高)。具体看 7 月家电先扬后抑, 第一周消费抱团+中美缓和促成领涨; 第二周防守板块表现突出, 但家电超额收益微弱; 第三周市场追捧涨价品种和 TMT 板块, 大消费集体回调; 第四周 TMT 超额收益明显 (担忧消费+5G 换机预期), 家电表现尚可 (跑赢 0.7 个点), 催化因子或为气温骤升带来的空调热卖预期。
- **八月观点: 逆水行舟, 不进则退。历史维度, 2005-18 年间家电仅有 4 年在 8 月跑赢, 原因可能为半年报预期提前兑现或业绩不达预期。行业比较, 2016-17 年白电/白酒业绩增速显著向上, 同时科技行业拐头向下, 但这一比较优势在 18 年报触碰极限并在 19Q1 和 19 中报预告出现收敛; 此外上证 50 或深证 100/全部 A 股 PE 中位数比值达历史较高水位, 极致的大盘股风格能否长期维持仍存疑问。估值角度, 核心家电标的相对大盘 PE 约为历史均值+1 标准差, 三大白电龙头 19 年 PE/G 为 1.2 左右, 苏泊尔、九阳 1.7 左右, PE/G 偏低标的为海信家电 (0.6)、华帝股份 (0.8)。整体来看, 家电基本面平淡 (6 月空调内销加速下滑, 大厨电继续筑底), 估值并不便宜 (Q2 基金超配比例位于 80% 分位), 短期或难有明显超额, 但不排除消费抱团可能朝更极致的方向演绎。个股选择考虑估值和基本面匹配程度, 推荐美的集团 (终端动销亮眼+中报业绩稳定), 华帝股份 (6 月地产销售不佳影响股价, 19 年 PE/G 回落至 0.8, 估值充分反映悲观预期, 下半年竣工回暖或带来估值修复)。**
- **基本面 & 资金面: 空调内销加速下滑, 基金超配历史高位。基金持仓: 19Q2 主动基金大幅增配食品饮料、家电 (显著加仓白电)、银行, 其中家电超配 3.5%, 位于 2012 年至今的 77% 分位, 小家电和白电的超配历史分位为 94% 和 81%。销量端: (1) 空调内销: 产业在线 6 月内销同比 -8%, 负增长幅度扩大, 主因去年较高基数+终端动销平淡 (南方雨水较多+地产刚需不旺), 目前企业+渠道空调库存接近 5000 万台, 绝对量站上历史高点, 行业或将背负高库存新启冷年。(2) 大厨电: 5 月油烟机线下销量增速大幅改善, 当时判断为促销节点变化所致, 6 月数据 (yoy-8%) 给予验证, 但 19H2 竣工好转+较低基数有利厨电回暖。价格端: 前 6 个月空调行业均价同比下降约 3%, 其中 2 月双位数下滑, 3-5 月从负增长收敛到同比转正, 6 月重回负增长, 其中美的 6 月线下均价 yoy-5%; 冰洗零售价稳中有升, 1-6 月主流品牌 ASP 同比 +5%-10%; 上半年油烟机行业均价同比下滑约 5%。**
- **风险提示: 地产不及预期; 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 (07.26)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002035	华帝股份	103.15	11.70	0.77	0.88	0.99	15.19	13.30	11.82	买入
000333	美的集团	3,707.46	53.43	3.06	3.41	3.82	17.46	15.67	13.99	买入

数据来源：Wind，财通证券研究所

内容目录

1、 八月投资逻辑：逆水行舟，不进则退.....	5
2、 基本面：空调内销下滑，竣工回暖临近.....	6
2.1 出货：6月空调内销加速下滑.....	6
2.2 零售：空调回暖，厨电低迷.....	7
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：销售维持低迷，竣工回暖可期.....	10
3、 估值水平：厨电具备性价比，白电时间换空间.....	12
4、 资金面：基金超配较高分位，外资增配海尔美的.....	16
4.1 基金持仓分析：家电超配比例 77%分位.....	16
4.2 上周陆股通持仓变化.....	17
5、 上周行业回顾.....	21
5.1 行情回顾.....	21
5.2 上周重要公告.....	22
6、 风险提示.....	23

图表目录

图 1：2005 年至今家电板块相对万得全 A 超额收益.....	5
图 2：6 月家用空调月度内销量（万台）.....	6
图 3：6 月家用空调月度出口量（万台）.....	6
图 4：5 月冰箱月度内销量（万台）.....	6
图 5：5 月冰箱月度出口量（万台）.....	6
图 6：5 月洗衣机月度内销量（万台）.....	7
图 7：5 月洗衣机月度出口量（万台）.....	7
图 8：6 月空调行业零售量推总同比.....	7
图 9：6 月空调品牌线下均价同比.....	7
图 10：6 月油烟机行业零售量推总同比.....	8
图 11：6 月油烟机品牌线下均价同比.....	8
图 12：6 月冰箱行业零售量推总同比.....	8
图 13：6 月冰箱品牌线下均价同比.....	8
图 14：6 月洗衣机行业零售量推总同比.....	8
图 15：6 月洗衣机品牌线下均价同比.....	8
图 16：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）.....	9
图 17：长江有色市场平均铜价（元/吨）.....	9
图 18：长江有色市场平均铝价（元/吨）.....	9
图 19：塑料（ABS）价格（元/吨）.....	9
图 20：空调零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 21：冰箱零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 22：洗衣机零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 23：油烟机零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 24：国内商品房销售面积累计增速.....	11
图 25：各级城市单月销售面积增速（房管局）.....	11
图 26：19H2 竣工回暖可期.....	11
图 27：建筑工程累计同比转正.....	11
图 28：信用利差收窄--地产企业融资环境好转.....	12
图 29：交房面积同比仍在筑底.....	12
图 30：主要品种相对 PE：上周跑输后回落至均值+1 标准差以下.....	12
图 31：PB-ROE 视角：等待 PB 回落+ROE 回升.....	13
图 32：上证 50/全部 A 股 PE 中位数.....	14
图 33：深证 100/全部 A 股 PE 中位数.....	14
图 34：消费相对其他行业的业绩优势面临收窄可能.....	14

图 35: 2005 年至今各行业绝对收益排名	15
图 36: 主动公募家电配置比例	16
图 37: 主动公募家电超配比例	16
图 38: 主动公募家电子行业配置比例	16
图 39: 主动公募家电细分行业超配比例	16
图 40: 19Q2 主动公募各行业超配比例	17
图 41: 19Q2 主动公募各行业增配比例	17
图 42: 家电子行业超配比例历史百分位	17
图 43: 各行业超配比例历史百分位	17
图 44: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 45: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 46: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 47: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 48: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 49: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 50: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 51: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 52: 莱克电气陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 53: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 54: 家电板块年初至今涨跌幅	21
图 55: 上周家电行业涨跌幅	21
图 56: 申万一级行业涨跌幅	21
图 57: 家电板块 PE(TTM)	21
表 1: 重点公司 2019 年估值水平	13
表 2: 上周深股通持仓情况变化	18
表 3: 上周沪股通持仓情况变化	18
表 4: 上周个股涨幅前五位	21
表 5: 上周个股跌幅前五位	22
表 6: 上周重点公司公告	22

1、八月投资逻辑：逆水行舟，不进则退

- 七月复盘：家电跟随大盘，白电优于厨小。**7月 Wind 全 A 指数录得小幅收益 (+0.3%)，其中电子、农业、军工明显跑赢，消费类中规中矩，家电跑赢万得 0.2 个点，跑输 300 指数 0.4 个点，热门股中仅有三花 (+3.4%)、美的 (+3.0%)、格力 (+0.8%) 取得正收益，厨小家电基本回调（地产拖累厨电，小家电估值较高）。具体看 7 月家电先扬后抑，第一周消费抱团+中美缓和促成领涨；第二周防守板块表现突出，但家电超额收益微弱；第三周市场追捧涨价品种和 TMT 板块，大消费集体回调；第四周 TMT 超额收益明显（担忧消费+5G 换机预期），家电表现尚可（跑赢 0.7 个点），催化因子或为气温骤升带来的空调热卖预期。
- 八月观点：逆水行舟，不进则退。**历史维度，2005-18 年间家电仅有 4 年在 8 月跑赢，主因半年报预期提前兑现或业绩不达预期。行业比较，2016-17 年白电/白酒业绩增速显著向上，同时科技行业拐头向下，但这一比较优势在 18 年报触碰极限并在 19Q1 和 19 中报预告出现收敛；此外上证 50 或深证 100/全部 A 股 PE 中位数比值达历史较高水位，极致的大盘股风格能否长期维持仍存疑问。估值角度，核心家电标的相对大盘 PE 约为历史均值+1 标准差，三大白电龙头 19 年 PE/G 为 1.2 左右，苏泊尔、九阳 1.7 左右，PE/G 偏低标的为海信家电 (0.6)、华帝股份 (0.8)。整体来看，家电基本面平淡（6 月空调内销加速下滑，大厨电继续筑底），估值并不便宜（Q2 基金超配比例位于 80%分位），短期或难有明显超额，但不排除消费抱团可能朝更极致的方向演绎。个股选择考虑估值和基本面匹配程度，推荐美的集团（终端动销亮眼+中报业绩稳定），华帝股份（6 月地产销售不佳影响股价，19 年 PE/G 回落至 0.8，估值充分反映悲观预期，下半年竣工回暖或带来估值修复）。

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	0.2					

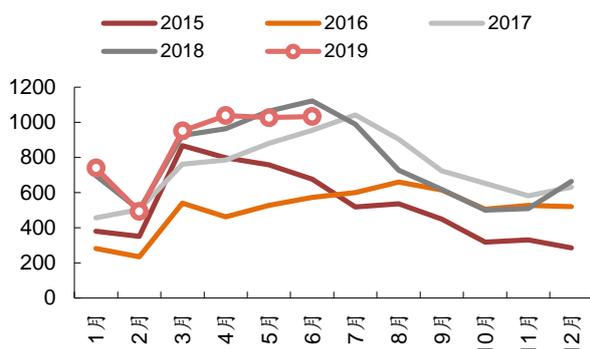
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、基本面：空调内销下滑，竣工回暖临近

2.1 出货：6月空调内销加速下滑

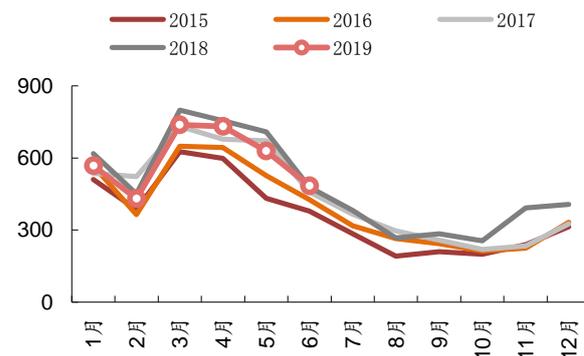
- 6月空调：内销持续下探，外销缓慢回升。**19年6月家用空调总出货1518万台(yoy-5%)，累计同比-2%；其中内销1033万台(yoy-8%)，累计同比+0.2%；出口485万台(yoy+1%)，累计同比-4%。6月内销负增长加剧，主因去年较高基数+终端动销平淡(南方雨水较多+地产刚需不旺)+渠道库存较高。出口今年首次转正，贸易摩擦引起的出口前移效应逐步衰退。上市公司方面，6月格力电器、美的集团、海尔智家、奥克斯家用空调内销同比-12%、+5%、-19%、+6%，出口同比-13%、+7%、-6%、+29%。1-6月格力销量yoy-6%(内销-4%、外销-9%)，市占率yoy-1.2pcts；美的销量yoy+15%(内销+23%、外销+7%)，市占率yoy+3.9pcts；海尔销量yoy-20%(内销-14%、外销-33%)，市占率yoy-1.8pcts。
- 5月冰箱&洗衣机：内需边际好转，出口带动增长。**5月冰箱出货量765万台，同比+9%。其中内销383万台(yoy+1%)，出口381万台(yoy+17%)，冰箱内需自去年12月首次同比转正，新兴市场需求刺激出口加速向上。5月洗衣机出货503万台(yoy+10%)，其中内销326万台(yoy+8%)，出口177万台(yoy+15%)，洗衣机和冰箱状态类似，即促销季拉动内需好转，非北美市场加速出口增长。

图2：6月家用空调月度内销量(万台)



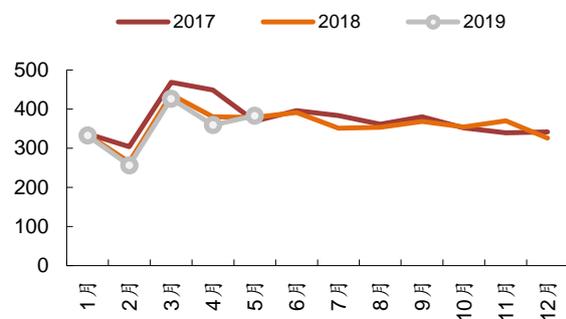
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图3：6月家用空调月度出口量(万台)



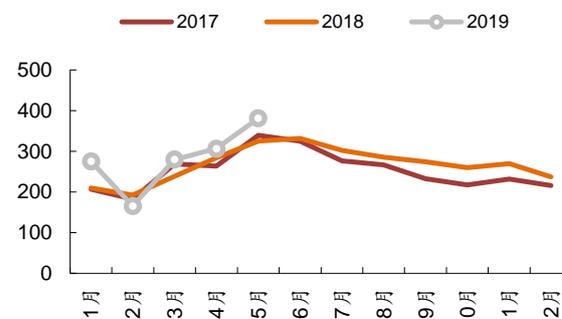
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：5月冰箱月度内销量(万台)



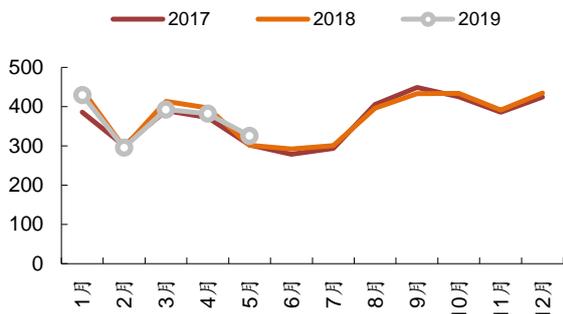
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图5：5月冰箱月度出口量(万台)



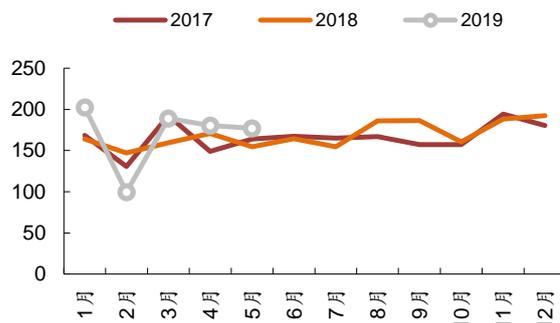
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：5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7：5月洗衣机月度出口量（万台）

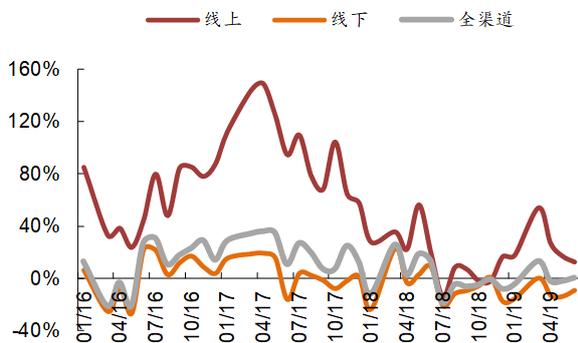


数据来源：产业在线，财通证券研究所

2.2 零售：空调回暖，厨电低迷

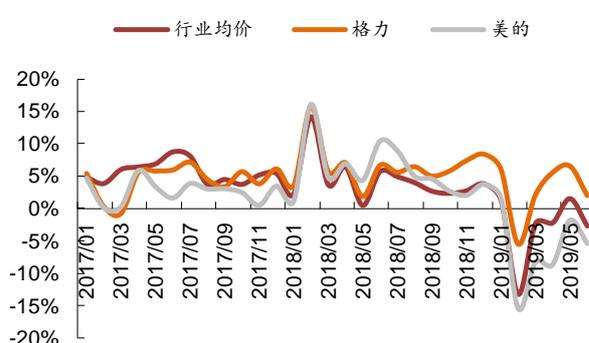
- 6月空调零售：以价换量，销量回暖。**奥维云显示，6月空调全渠道零售量yoy+3%，零售额yoy-2%，销量增速较5月提升，但价格因终端促销有所下滑。分渠道看，6月线下零售量yoy-9%，线上零售量yoy+19%，受惠于618大促线上增速较5月明显提高。分地区看，市场增长集中在北方保有量低和华南中部地区，长江流域省份受天气影响空调销售不佳。分产品看，变频、节能产品占比同比分别增长5.4和2.7个百分点，市场份额头部集中，TOP3品牌份额同比增长1.2个百分点。
- 6月厨电零售：5月弱反弹再次回落。**我们之前判断5月厨电回暖更多由于促销节点不同，即今年5.1促销开卖节点后移至5月初（18年为4月底），零售好转的持续性需观测。6月油烟机数据佐证这一看法，全渠道零售量yoy-5%，零售额yoy-6%，鉴于交房数据尚未显著改善，厨电终端短期仍难现转机。分渠道看，6月油烟机线下销量yoy-8%，线上销量yoy+7%，线上受惠于电商促销增长尚可；分产品看，T型中高端市场份额下滑，但近吸等中高端产品稳步增长，弧形和塔形产品同比增长9%和7%。

图8：6月空调行业零售量推总同比



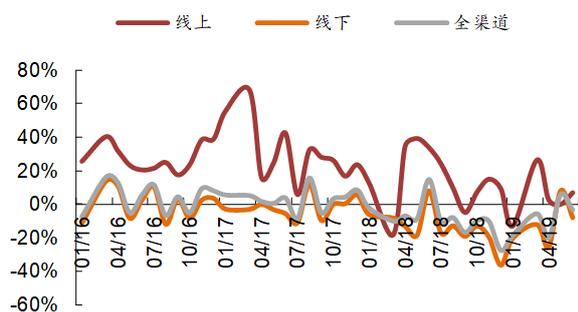
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图9：6月空调品牌线下均价同比



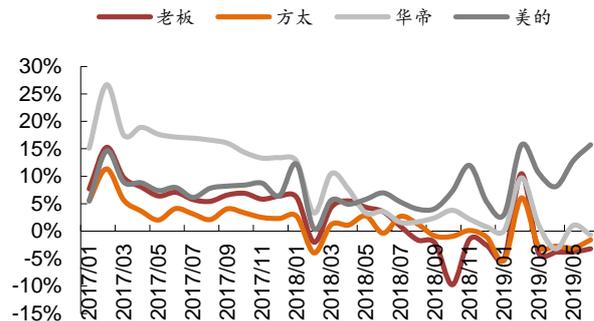
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图10：6月油烟机行业零售量推总同比



数据来源：产业在线，财通证券研究所

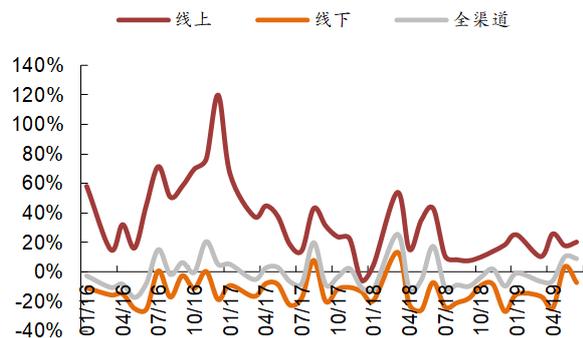
图11：6月油烟机品牌线下均价同比



数据来源：产业在线，财通证券研究所

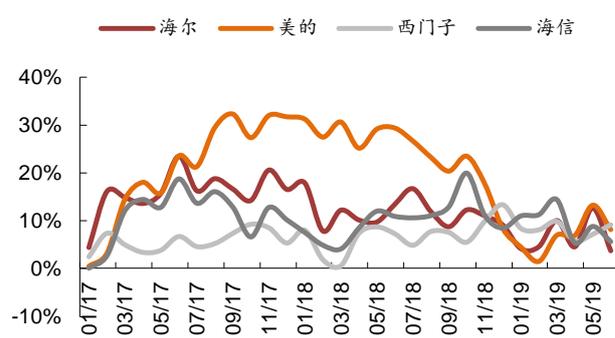
■ 6月冰箱 & 洗衣机：销售增速回落，上半年平稳收官。6月冰箱全渠道零售量 yoy+5%，零售额 yoy+5%，相较于5月回落。类似地，6月洗衣机全渠道零售量 yoy+5%，零售额 yoy+4%，5月两项数据为+18%和+23%。冰箱五门、六门产品价格增长幅度较大，法式价格提升+十字结构提升成为冰箱市场价格增长的两大动力源泉。洗衣机方面，洗烘一体、变频波轮等高品质产品为增长主力，销售额分别同比+8%和+19%，线下洗烘一体销售额占比达 38%。

图12：6月冰箱行业零售量推总同比



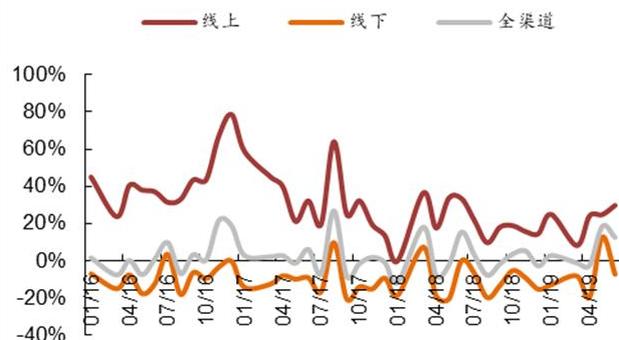
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图13：6月冰箱品牌线下均价同比



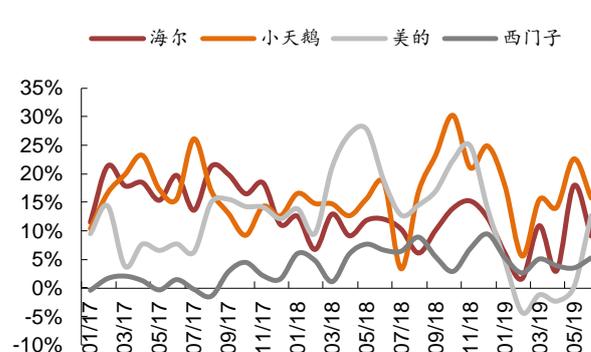
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图14：6月洗衣机行业零售量推总同比



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图15：6月洗衣机品牌线下均价同比

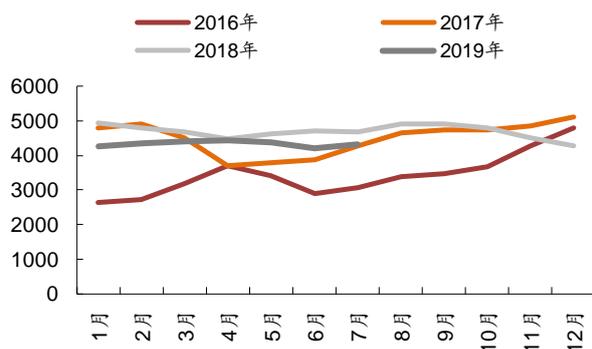


数据来源：产业在线，财通证券研究所

2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差

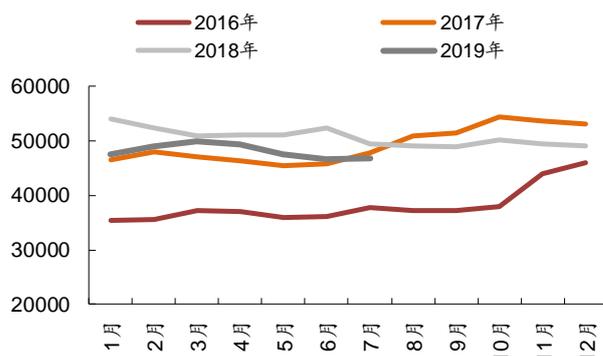
- 整体来看，家电主要原材料价格在 17 年底/18 年初达到阶段性顶峰，并在 18 年大部分时间高位盘整，较为明显的回落出现在 18 年下半年。19 年家电成本端有望迎来红利期，19Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-10%、-7%、-4%、-19%；19Q2 的同比变化分别为-5%、-6%、-3%、-19%。

图16：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



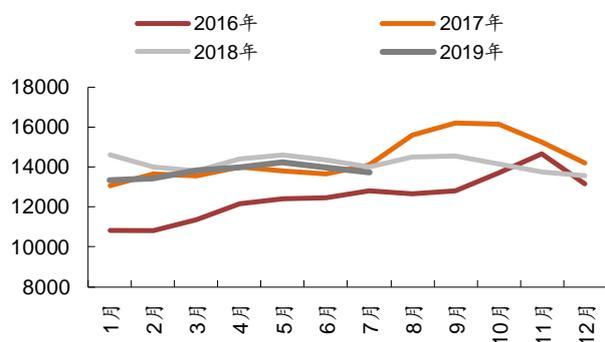
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17：长江有色市场平均铜价（元/吨）



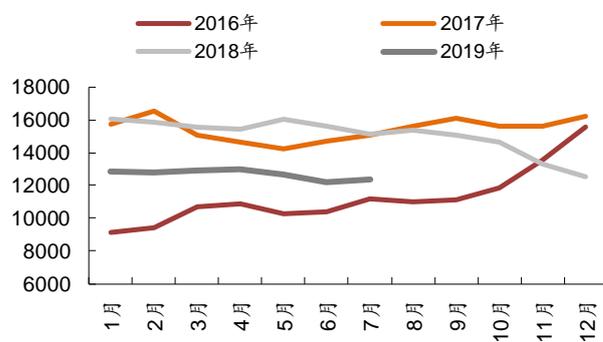
数据来源：Wind，财通证券研究所

图18：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19：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20：空调零售均价和原料成本同比变化



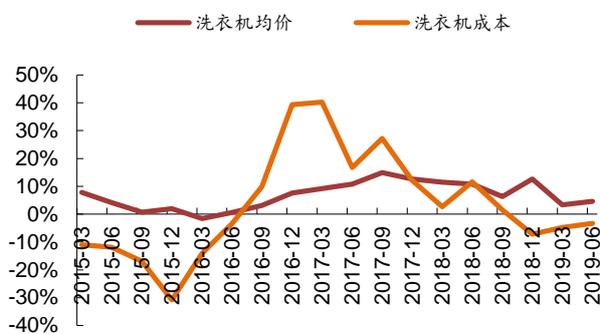
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：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22：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23：油烟机零售均价和原料成本同比变化

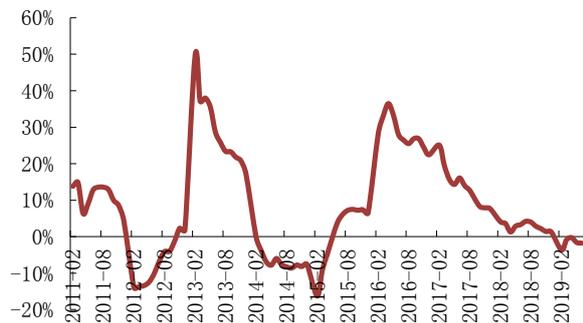


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 地产周期：销售维持低迷，竣工回暖可期

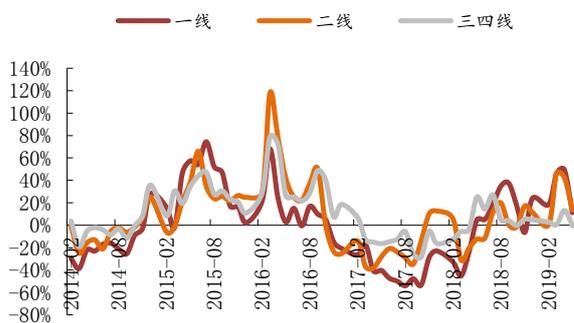
- 统计局 1-6 月地产销售：累计同比回落，7 月或将进一步下行。** 1-6 月销售面积同比-1.8%，比 1-5 月下降 0.2 个百分点，6 月单月同比-2.2%，增速环比+3.3 个百分点。货币政策 4 月后边际收紧，地产销售在经历小阳春后转冷迹象明显。18 年 5-8 月单月销售增速为 8%、5%、10%、2%，6 月底基数致单月增速回升，但 7 月高基数或使销售增速继续下滑，预计下半年：(1) 一二线销售基数转高，三四线调整延续；(2) 地产政策偏紧（近期部分城市信贷收紧+政府表态坚决）导致需求端修复较难持续。

图 24：国内商品房销售面积累计增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

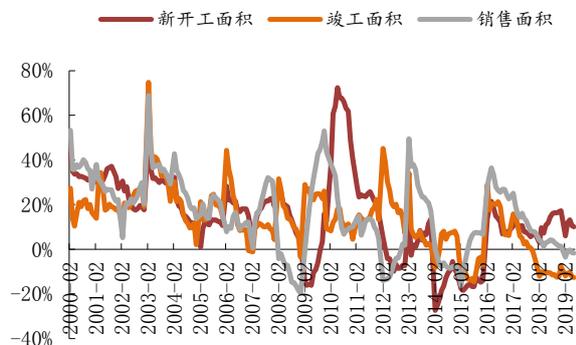
图 25：各级城市单月销售面积增速（房管局）



数据来源：Wind，财通证券研究所

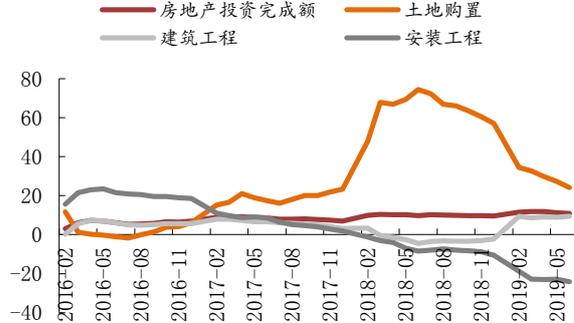
- **2014 年后新开工- 竣工时滞延长至 3 年左右。**历史数据显示 2014 年前新开工同比领先于竣工同比约 2~2.5 年，14 年以后领先时滞延长至 3 年左右，其原因主要有两点：(1) 在“去杠杆”“紧信用”“严监管”造成的资金压力下，房企“抢开工”快速获取预售证和销售回款的同时，显著放缓后续施工直至竣工的节奏；(2) 过去几年三四线新开工占比提高，其新开工节奏更快，新开工到竣工的时间更长；(3) 房企集中度提高，分期开发的大型项目增多，整个项目上报开工+竣工分批上报拉大时间差，同时更多的“二手地”导致停复工情况影响竣工周期。
- **竣工何时转正？2019 年下半年值得期待。**参照历史经验，新开工累计同比 16 年 2 月转正似乎对应竣工数据在 19 年 2 月左右摆脱负增长，但直到 19 年 6 月竣工面积同比-15.1%，拉低累计同比至-12.7%，政策趋紧+销售遇冷的背景下房企延期竣工的能力超出市场预期。但是有理由判断 19 年下半年的竣工面积或将迎来显著增量：(1) 抢开工加速回款的“高周转”模式不可持续，期房交房时间 2-3 年，16-17 年的销售高增长逐渐进入交房期；(2) 融资环境边际好转，房企信用利差 18 年显著上升并高位盘整，但已于 19 年起趋势性下滑；(3) 融资好转+销售小阳春，房企恢复开工-施工-竣工的正常节奏，建安费用同比转正。

图 26：19H2 竣工回暖可期



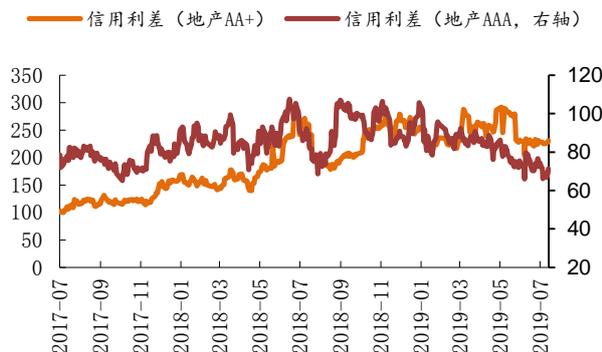
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 27：建筑工程累计同比转正



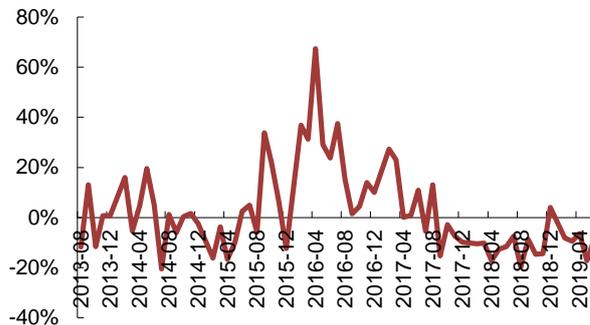
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 28：信用利差收窄-地产企业融资环境好转



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 29：交房面积同比仍在筑底

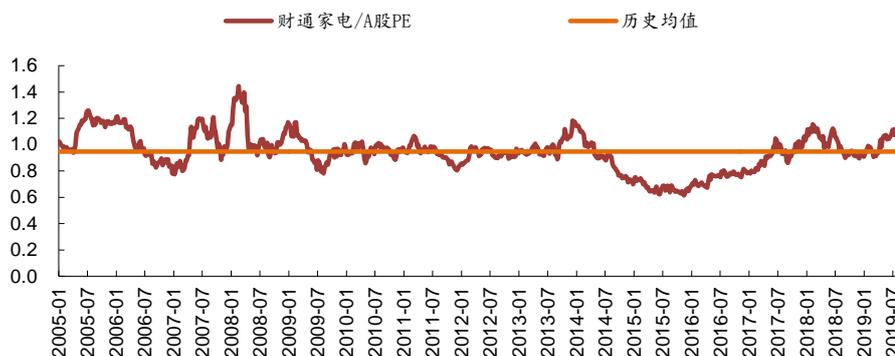


数据来源：Wind，财通证券研究所

3、估值水平：厨电具备性价比，白电时间换空间

- **相对 A 股 PE：**上周跑输大盘后回落至均值+1 标准差以下。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 1.07，回落至历史均值+1 倍标准差(1.09) 以下，近期阶段高点出现在 18 年 2 月(1.16，未触及均值+2 倍标准差 1.23)。鉴于以下两点，我们认为 7 月家电板块获得超额收益难度正在加大：(1) 过去 14 年间，家电仅有 5 次在 7 月跑赢万得全 A，销售旺季的股票行情提前兑现或是主因；(2) 相对 PE 水位不存在低估+基本面未有明显反转，家电显著跑赢大盘的概率并不大。

图 30：主要品种相对 PE：上周跑输后回落至均值+1 标准差以下

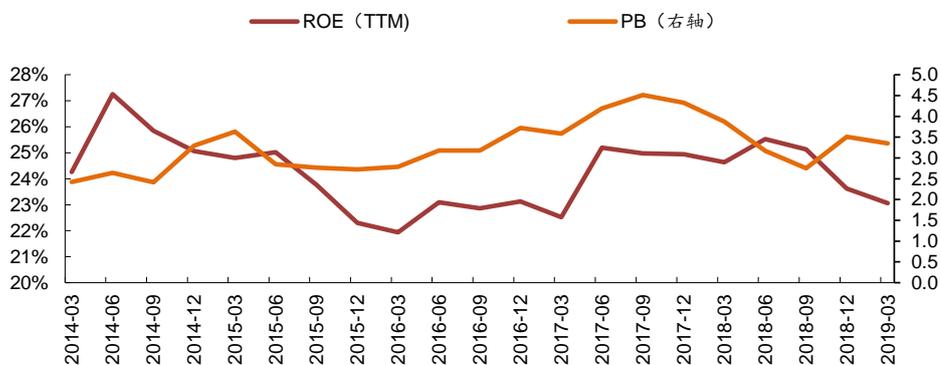


数据来源：Wind，财通证券研究所

- **PB-ROE 视角：**等待 PB 水位回落+ROE 回升周期。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，19 年一季报 ROE 水平为 23.1%，较上一轮低点(16 年一季报 21.9%) 仍有一定空间。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。19 年一季报 17 只家电股的整体 PB 为 3.4，略在均值上方（14 年至今均值为 3.3），因此理想状态下我们需要等待 PB 的深度回撤以及 ROE 的企稳回升（预计需等到空调渠道库存大幅减少）来捕捉较为优质的家电板块投资机遇。

图 31：PB-ROE 视角：等待 PB 回落+ROE 回升



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，PB对应定期报告发布时点

- **PE/G 角度：白电与小家电估值合理，部分厨电偏低。**19 年预测 PE/G 角度来看，白电板块估值合理，三大龙头都在 1.2 附近（格力 1.27，美的 1.23，海尔 1.11）；小家电龙头享受稳定溢价（苏泊尔 1.78，九阳 1.75）；厨电板块略有分化，老板电器 1.53，华帝股份和浙江美大估值偏低，PE/G 分别为 0.86 和 0.87。

表 1：重点公司 2019 年估值水平

细分行业	公司名称	19 年业绩增速 (%)	PE (TTM)	19 年预测 PEG
白电	格力电器	9.96	12.69	1.27
	美的集团	14.29	17.57	1.23
	海尔智家	12.73	14.11	1.11
	海信家电	17.39	10.30	0.59
	长虹美菱	50.03	84.93	1.70
	三花智控	13.75	23.16	1.68
厨电	老板电器	10.82	16.57	1.53
	华帝股份	17.31	14.86	0.86
	浙江美大	24.50	21.27	0.87
	万和电气	16.87	13.74	0.81
小家电	苏泊尔	18.44	32.88	1.78
	九阳股份	11.68	20.41	1.75
	新宝股份	20.88	15.71	0.75
	莱克电气	23.56	18.73	0.80
	飞科电器	10.97	18.88	1.72
黑电	TCL 集团	19.48	13.37	0.69
	海信电器	98.01	80.98	0.83
	创维数字	40.27	25.77	0.64
	兆驰股份	35.65	28.33	0.79

数据来源：Wind，财通证券研究所；注：2019 年业绩增速为 Wind 一致预期

- 行业比较和市场风格角度：**(1) **估值层面**，我们用上证 50 和深证 100 市盈率中位数与全部 A 股市盈率中位数的比值刻画市场风格的演绎：该数值上升表明大盘股强于中小盘股，反之亦然。2010 年至今，上证 50/全部 A 股的均值、均值+1 标准差、均值+2 标准差分别为 0.35、0.42、0.50，当前水位 0.46 已然不低；深证 100/全部 A 股的均值、均值+1 标准差、均值+2 标准差则为 0.64、0.75、0.85，当前水位 0.94 处在近年最高位置。(2) **基本面层面**，2016-17 年，白酒和白电等消费板块的利润增速趋势向上，与此同时 TMT 等科技板块业绩增速不断向下，这一相对优势奠定了价值蓝筹近年的强劲走势，但 2013-15 年的行情演绎恰恰相反，因此未来风格的判断落在业绩优势将如何发展。从一季报和中报预告看，消费相对金融和科技的业绩优势似乎开始缩窄，中报和三季度报对这一趋势的证实或证伪可能决定市场风格的演绎。

图 32：上证 50/全部 A 股 PE 中位数



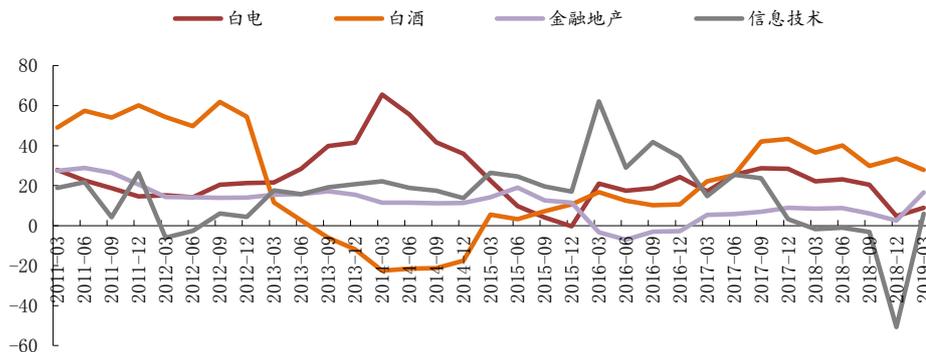
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 33：深证 100/全部 A 股 PE 中位数



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 34：消费相对其他行业的业绩优势面临收窄可能



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

图 35：2005 年至今各行业绝对收益排名

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	银行	非银金融	采掘	电气设备	汽车	电子	银行	房地产	传媒	非银金融	计算机	食品饮料	食品饮料	休闲服务	食品饮料
2	国防军工	银行	有色金属	医药生物	有色金属	医药生物	食品饮料	非银金融	计算机	建筑装饰	轻工制造	建筑材料	家用电器	银行	农林牧渔
3	休闲服务	食品饮料	国防军工	农林牧渔	采掘	机械设备	房地产	建筑装饰	电子	钢铁	纺织服装	建筑装饰	钢铁	食品饮料	非银金融
4	食品饮料	房地产	电气设备	建筑装饰	家用电器	计算机	传媒	家用电器	家用电器	房地产	休闲服务	家用电器	非银金融	农林牧渔	家用电器
5	电气设备	机械设备	家用电器	通信	电子	有色金属	公用事业	银行	医药生物	交通运输	传媒	银行	有色金属	计算机	电子
6	商业贸易	有色金属	综合	计算机	休闲服务	农林牧渔	休闲服务	有色金属	通信	银行	通信	采掘	电子	非银金融	计算机
7	房地产	国防军工	建筑材料	公用事业	国防军工	食品饮料	家用电器	医药生物	国防军工	公用事业	电子	有色金属	银行	医药生物	国防军工
8	有色金属	商业贸易	商业贸易	家用电器	建筑材料	电气设备	纺织服装	公用事业	电气设备	国防军工	综合	化工	交通运输	房地产	建筑材料
9	建筑装饰	钢铁	医药生物	传媒	综合	国防军工	综合	休闲服务	轻工制造	综合	农林牧渔	钢铁	建筑材料	建筑装饰	休闲服务
10	通信	汽车	纺织服装	商业贸易	机械设备	综合	采掘	汽车	休闲服务	建筑材料	电气设备	农林牧渔	医药生物	钢铁	医药生物
11	化工	建筑材料	化工	食品饮料	轻工制造	建筑材料	钢铁	建筑材料	农林牧渔	机械设备	医药生物	汽车	房地产	公用事业	机械设备
12	采掘	建筑装饰	汽车	建筑材料	纺织服装	休闲服务	通信	化工	商业贸易	通信	化工	电子	采掘	交通运输	交通运输
13	交通运输	休闲服务	非银金融	机械设备	房地产	纺织服装	轻工制造	电子	汽车	计算机	汽车	综合	汽车	建筑材料	房地产
14	家用电器	电气设备	公用事业	纺织服装	化工	建筑装饰	医药生物	食品饮料	综合	汽车	机械设备	医药生物	通信	国防军工	银行
15	医药生物	化工	钢铁	银行	食品饮料	商业贸易	化工	轻工制造	公用事业	有色金属	商业贸易	商业贸易	化工	通信	通信
16	传媒	农林牧渔	轻工制造	房地产	商业贸易	轻工制造	农林牧渔	综合	机械设备	休闲服务	房地产	纺织服装	休闲服务	家用电器	电气设备
17	汽车	轻工制造	交通运输	化工	计算机	家用电器	非银金融	交通运输	纺织服装	纺织服装	家用电器	轻工制造	建筑装饰	化工	综合
18	机械设备	综合	机械设备	电子	非银金融	传媒	建筑装饰	采掘	化工	商业贸易	交通运输	非银金融	公用事业	商业贸易	化工
19	农林牧渔	通信	建筑装饰	轻工制造	银行	采掘	建筑材料	计算机	交通运输	电气设备	国防军工	通信	电气设备	采掘	有色金属
20	公用事业	家用电器	房地产	综合	医药生物	通信	交通运输	钢铁	非银金融	轻工制造	建筑材料	机械设备	机械设备	纺织服装	采掘
21	非银金融	传媒	农林牧渔	采掘	钢铁	汽车	国防军工	农林牧渔	食品饮料	化工	食品饮料	电气设备	计算机	汽车	商业贸易
22	计算机	交通运输	计算机	非银金融	农林牧渔	交通运输	商业贸易	传媒	建筑材料	采掘	公用事业	公用事业	农林牧渔	电气设备	轻工制造
23	钢铁	医药生物	电子	交通运输	公用事业	汽车	机械设备	银行	家用电器	有色金属	房地产	轻工制造	机械设备	汽车	汽车
24	轻工制造	计算机	食品饮料	休闲服务	电气设备	化工	计算机	国防军工	房地产	电子	建筑装饰	国防军工	商业贸易	轻工制造	公用事业
25	建筑材料	纺织服装	通信	汽车	通信	银行	机械设备	纺织服装	建筑装饰	传媒	钢铁	休闲服务	国防军工	综合	纺织服装
26	综合	采掘	休闲服务	钢铁	传媒	房地产	电子	商业贸易	钢铁	农林牧渔	采掘	交通运输	综合	传媒	传媒
27	纺织服装	公用事业	传媒	国防军工	公用事业	非银金融	有色金属	电气设备	有色金属	食品饮料	银行	计算机	传媒	有色金属	建筑装饰
28	电子	电子	银行	有色金属	建筑装饰	钢铁	电气设备	通信	采掘	医药生物	非银金融	传媒	纺织服装	电子	钢铁

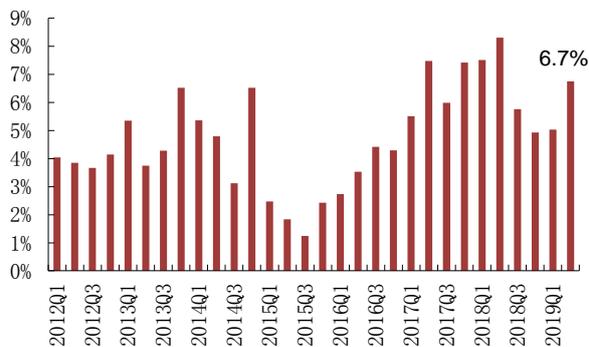
数据来源：Wind，财通证券研究所

4、资金面：基金超配较高分位，外资增配海尔美的

4.1 基金持仓分析：家电超配比例 77%分位

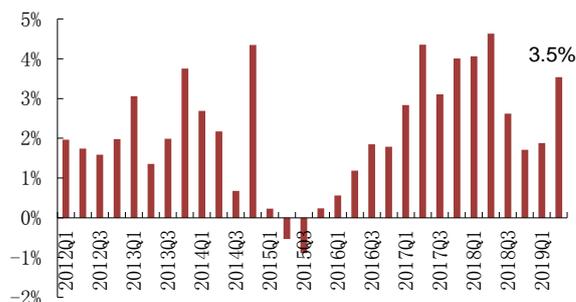
- **19Q2 主动公募大幅加配家电股，白电小家电受青睐。**整体来看，19Q2 主动公募基金对家电的配置比例达到 6.7%，在经历 18Q3-19Q1 的适度降配后迎来强力反弹，同样 19Q2 家电的超配比例达 3.5%，也为该数据 18Q2（4.6%）见顶后的最高水平。细分行业看，公募显著加仓白电，19Q2 仓位环比增加 1.9 个百分点，大厨电仓位环比基本持平，小家电和照明设备分别环比下降 0.2 和 0.1 个百分点。从历史百分位分析(2012 年-至今)，小家电、白电、大厨电、照明设备、黑电超配比例的历史百分位分别为 94%、81%、65%、58%、3%，也就是说基金对小家电板块的超配水平高过 2012 年至今 94%时段，而其对黑电的配置几乎落在历史底部。

图 36：主动公募家电配置比例



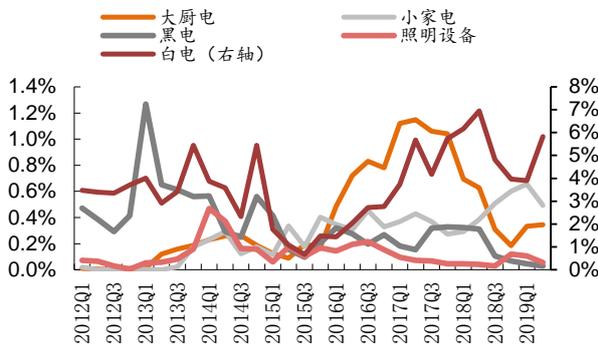
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 37：主动公募家电超配比例



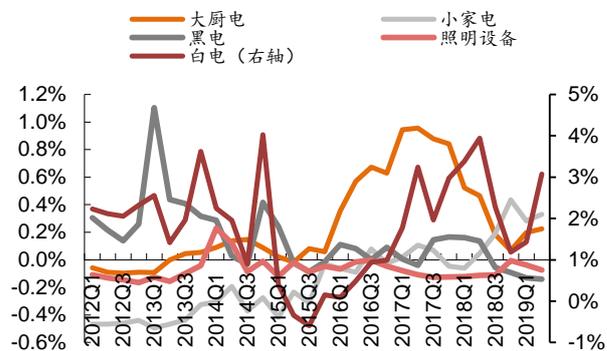
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 38：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

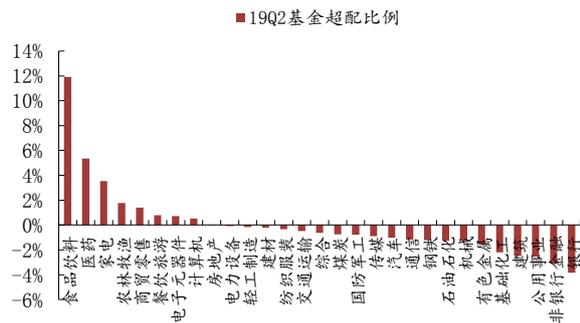
图 39：主动公募家电细分行业超配比例



数据来源：Wind，财通证券研究所

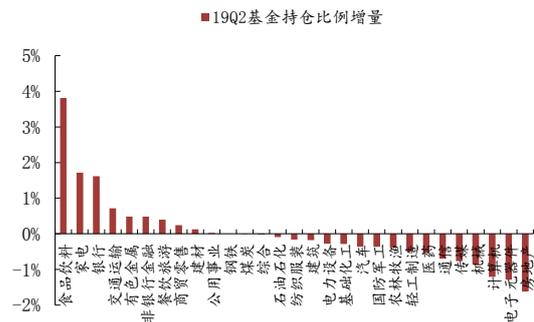
- 行业比较角度，19Q2 公募增配**食品饮料、家电、银行**，消费超配比例历史较高水平。超配比例排序，19Q2 主动公募青睐**食品饮料、医药、家电**，超配比例分别为 11.9%、5.3%、3.5%。增配比例排序，二季度公募基金加仓最多的行业是**食品饮料、家电、银行**，相对一季度增配比例为 3.8、1.7、1.6 个百分点。从历史百分位分析，**商贸、交运、农业、食品饮料、家电**的超配水平处在历史高位，分别位于 2012-至今的 94%、94%、94%、87%、77%分位，而**通信、公用事业、石油石化、建筑、传媒**的超配比例位于 2012-至今的 13%、10%、10%、6%、3%分位，处在较低水平。

图 40：19Q2 主动公募各行业超配比例



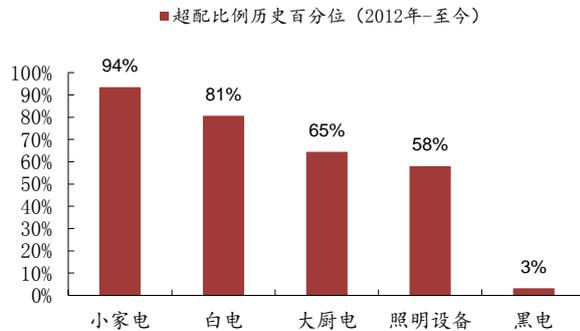
数据来源：财通证券研究所

图 41：19Q2 主动公募各行业增配比例



数据来源：财通证券研究所

图 42：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 43：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 集团 (+905.31 万股)**、**海尔智家 (+655.02 万股)**、**美的集团 (+533.94 万股)**，减持最多的三只股票为**老板电器 (-331.77 万股)**、**海信家电 (-181.37 万股)**、**奋达科技 (-72.38 万股)**。从流通股占比变化的

角度,上周陆股通增持前三位为深康佳 A(+0.15pcts)、海尔智家(+0.10pcts)、美的集团(+0.08pcts),减持前三位是奥佳华(-0.06pcts)、海信家电(-0.20pcts)、老板电器(-0.35pcts)。

表2: 上周深股通持仓情况变化

	持股数量变化(万股)	持仓占流通股比例(%)	持仓占流通股比例变化(pct)
深康佳 A	236.10	1.91	0.15
美的集团	533.94	14.12	0.08
TCL 集团	905.31	0.97	0.06
格力电器	164.40	10.57	0.03
创维数字	32.71	0.16	0.03
兆驰股份	118.74	0.16	0.02
三花智控	20.86	8.39	0.00
银河电子	0.00	0.07	0.00
奥马电器	-0.02	0.10	0.00
四川九洲	-0.01	0.00	0.00
顺钠股份	0.00	0.00	0.00
同洲电子	0.00	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
康盛股份	0.00	0.07	0.00
九阳股份	-7.85	2.93	-0.01
苏泊尔	-30.95	5.12	-0.03
奋达科技	-72.38	0.15	-0.04
华帝股份	-49.42	0.58	-0.05
奥佳华	-31.47	4.76	-0.06
海信家电	-181.37	4.63	-0.20
老板电器	-331.77	8.45	-0.35

数据来源: Wind, 财通证券研究所

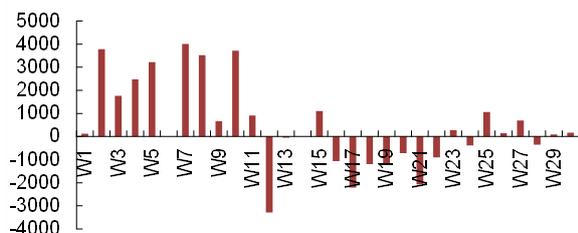
表3: 上周沪股通持仓情况变化

	持股数量变化(万股)	持仓占流通股比例(%)	持仓占流通股比例变化(pct)
海尔智家	655.02	11.25	0.10
荣泰健康	1.12	0.81	0.02
四川长虹	-0.01	0.04	0.00
日出东方	0.00	0.00	0.00
惠而浦	0.00	0.00	0.00

飞科电器	0.28	0.56	0.00
海信电器	-9.45	0.62	-0.01
莱克电气	-17.33	0.50	-0.04

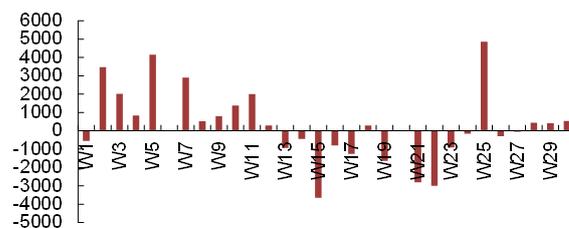
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44: 格力电器陆股通周度持股数变化(万股)



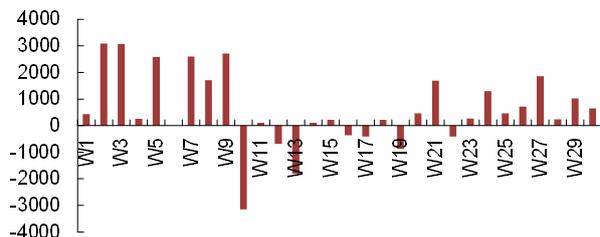
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图45: 美的集团陆股通周度持股数变化(万股)



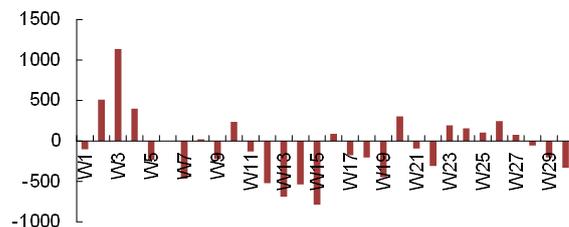
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图46: 海尔智家陆股通周度持股数变化(万股)



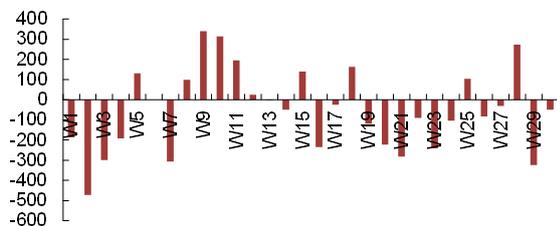
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47: 老板电器陆股通周度持股数变化(万股)



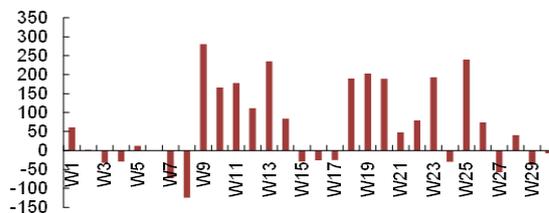
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48: 华帝股份陆股通周度持股数变化(万股)



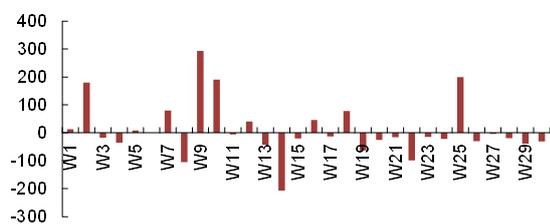
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图49: 九阳股份陆股通周度持股数变化(万股)



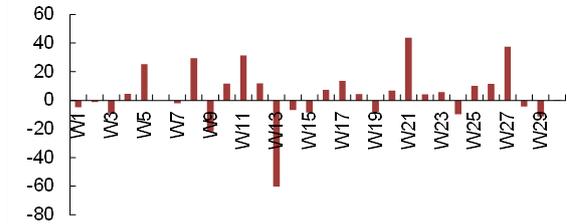
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图50: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股)



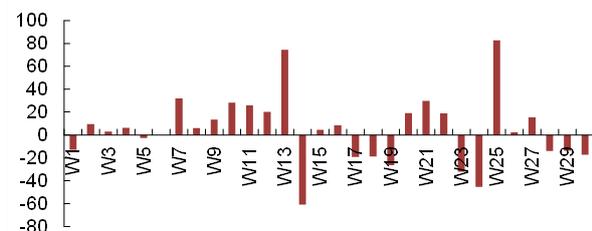
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图51: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股)



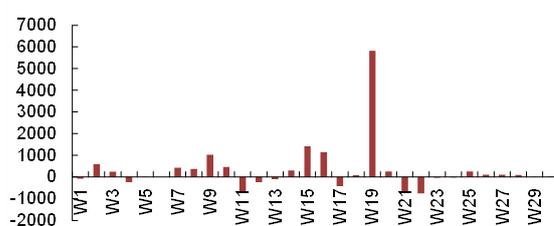
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图52: 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53: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股)



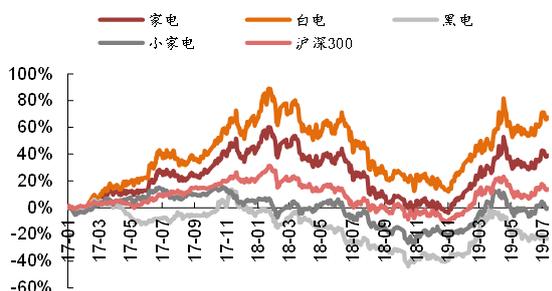
数据来源: Wind, 财通证券研究所

5、上周行业回顾

5.1 行情回顾

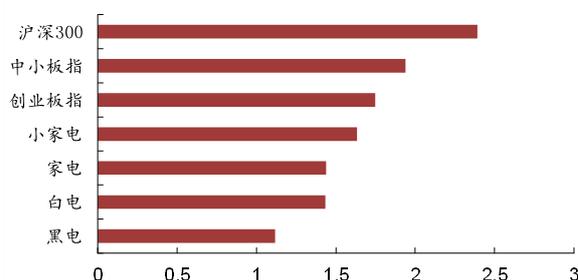
■ **上周板块表现：**上周家电行业+1.44%，位列 28 个申万一级行业第 10 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨跌幅分别+2.39%、+1.94%、+1.75%。细分板块来看，上周白色家电+1.43%，黑色家电+1.12%，小家电+1.63%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：奇精机械(+7.09%)、深康佳(+5.15%)、华帝股份(+4.46%)、高斯贝尔(+4.43%)、九阳股份(+3.85%)。

图54：家电板块年初至今涨跌幅



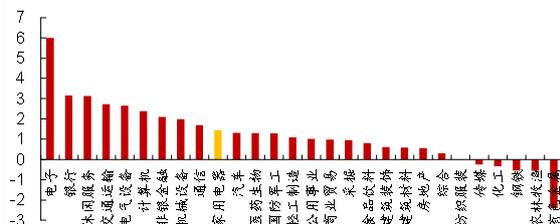
数据来源：Wind，财通证券研究所

图55：上周家电行业涨跌幅



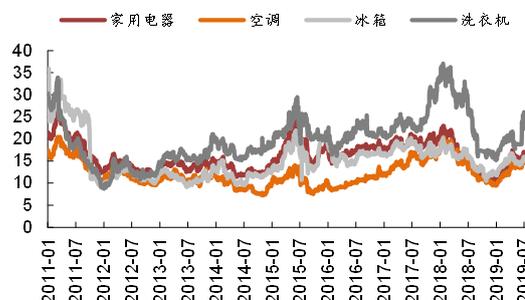
数据来源：Wind，财通证券研究所

图56：申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind，财通证券研究所

图57：家电板块PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

表4：上周个股涨幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
603677.SH	奇精机械	7.09
000016.SZ	深康佳 A	5.15
002035.SZ	华帝股份	4.46
002848.SZ	高斯贝尔	4.43
002242.SZ	九阳股份	3.85

数据来源：Wind，财通证券研究所

表5：上周个股跌幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
603996.SH	中新科技	-2.47
002670.SZ	国盛金控	-2.80
000921.SZ	海信科龙	-2.97
002473.SZ	圣莱达	-4.08
002668.SZ	奥马电器	-9.41

数据来源：Wind，财通证券研究所

5.2 上周重要公告

表6：上周重点公司公告

公司名称	公告名称	公告内容
TCL 集团	《TCL 集团股份有限公司关于回购公司股份的回购进展公告》	<p>2019年7月26日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份成交总金额为10,050,200.00元（不含交易费用），回购股份数量2,900,000股。截至本公告披露日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份成交总金额为1,559,707,959.68元（不含交易费用）。</p> <p>公司自2019年2月14日首次实施回购起，至2019年7月26日收市，已通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量共计459,659,522股，占公司总股本的3.39%，最高成交价为4.17元/股，最低成交价为3.13元/股，成交均价为3.39元/股，成交总金额为1,559,707,959.68元（不含交易费用）。</p>
TCL 集团	《TCL 集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）发行结果公告》	<p>TCL 集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）发行规模为不超过20亿元（含20亿元）。本期债券为5年期债券，第3年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。发行价格为每张100元，采取网下面向合格投资者询价配售的方式。本期债券发行时间自2019年7月22日至2019年7月23日，网下发行工作已于2019年7月23日结束，最终发行规模为10亿元，票面利率为4.30%。</p>
海尔智家	《海尔智家股份有限公司关于实施权益分派时可转债转股连续停牌的提示性公告》	<p>权益分派公告披露的前一交易日（2019年8月1日）至权益分派股权登记日期间，本公司可转债将停止转股。欲享受权益分派的可转债持有人可在2019年7月31日（含2019年7月31日）之前进行转股。</p>
美的集团	《美的集团股份有限公司关于对2017年和2018年限制性股票激励计划部分激励股份回购注销完成的公告》	<p>美的集团股份有限公司本次回购注销《2017年限制性股票激励计划（草案）》的首次授予限制性股票129.75万股，占截至2019年6月28日公司总股本的0.0187%；其授予日为2017年5月12日，回购价格为13.36元/股，共涉及激励对象22人；</p> <p>公司本次回购注销《2017年限制性股票激励计划（草案）》的预留授予限制性股票28.325万股，占截至2019年6月28日公司总股本的0.0041%；其授予日为2017年12月29日，回购价格为25.49元/股，共涉及激励对象13人；</p> <p>公司本次回购注销《2018年限制性股票激励计划（草案）》的首次授予限制性股票123.85万股，占截至2019年6月28日</p>

公司总股本的 0.0178%；其授予日为 2018 年 5 月 7 日，回购价格为 26.27 元/股，共涉及激励对象 21 人；

公司本次回购注销限制性股票共计 281.925 万股，占截至 2019 年 6 月 28 日公司总股本的 0.0406%；

公司本次回购完成后，公司股份总数减少 281.925 股。

TCL 集团

《TCL 集团股份有限公司关于
回购公司股份的回购进展公告》

2019 年 7 月 26 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份成交总金额为 10,050,200.00 元（不含交易费用），回购股份数量 2,900,000 股。截至本公告披露日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份成交总金额为 1,559,707,959.68 元（不含交易费用）。

公司自 2019 年 2 月 14 日首次实施回购起，至 2019 年 7 月 26 日收市，已通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量共计 459,659,522 股，占公司总股本的 3.39%，最高成交价为 4.17 元/股，最低成交价为 3.13 元/股，成交均价为 3.39 元/股，成交总金额为 1,559,707,959.68 元（不含交易费用）。

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。