

估值回调--八月的主旋律

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

hongjir@ctsec.com

相关报告

- 1 《宏观扰动市场, 调整孕育机会: 家电研究周报 (W32)》 2019-08-13
- 2 《空调库存去化, 厨电板块回调: 家电研究周报 (W31)》 2019-08-05
- 3 《平淡七月, 炽热八月? : 家电研究周报 (W30)》 2019-07-29

投资要点:

- **周度复盘: 家电再度跑输, 科技股迎来上扬。**8月过半, Wind全A下跌3.3%, 市场主线为经营周期向上板块(5G产业链+涨价品种)以及业绩稳定性较高的防御行业(食品+医药)。家电板块下挫7.7%跑输4.4个点, 核心股票仅九阳(+3.4%)等小家电标的略有上涨。具体来看, 第一周地产调控坚决+美联储鹰派言论+贸易争端再起压制市场, 家电跑输0.4个点; 第二周汇率破7+暂停采购农产品+美股大跌再降风险偏好, 北上资金净流出55亿元, 家电跑输1.9个点; 上周国内经济数据虽弱, 但美国态度缓和刺激科技股向上, 家电再度跑输2.2个点。7月中至今板块估值趋势性回调, 核心标的相对大盘PE水平回落至历史均值+1标准差以下, 格力、美的19年PE/G降至1.2左右, PE/G偏低标的为海信家电(0.56)、华帝股份(0.72)、浙江美大(0.79)。此前我们一直强调8月家电较难跑赢市场, 过去14年仅有4年在8月取得超额收益, 目前行业基本面平淡, 估值并不便宜, 今年8月或将重演历史中的大概率。个股选择上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(地产政策收紧影响股价, 19年PE/G回落至0.7, 充分反映悲观预期, 下半年竣工回暖可带来估值修复)。
- **基本面: 7月空调内销加速下滑, 渠道库存略有优化。****销量端:**(1)空调销售: 7月内销同比-12%, 零售量/额同比-9%/-14%, 各项增速环比走弱, 高基数叠加需求不振(天气凉爽+地产下行)导致量价齐跌。行业开启去库存, 产业在线口径渠道库存约4000万套, 环比减少约80万套, 去化周期5-6个月; 根据渠道调研, 7月库存压力缓解, 格力多省销售公司库存/全年任务去化至20%-25%, 但仍高于健康水位(15%-20%)。(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, 6-7月数据(大个位数负增长)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1%, 其中2月双位数下滑, 3-5月从负增长收敛到同比转正, 6月线上降价走量(同比-8%), 其中美的均价同比-13%; 冰洗零售价稳中有升, 1-6月主流品牌ASP同比+5%-10%; 1-6月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 (08.16)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002035	华帝股份	86.05	9.76	0.77	0.88	0.99	12.68	11.09	9.86	买入
000333	美的集团	3,491.66	50.32	3.06	3.41	3.82	16.44	14.76	13.17	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、投资逻辑：精选估值匹配成长标的	4
2、基本面：空调内销下滑，竣工回暖临近	5
2.1 出货：7月空调内销延续下滑	5
2.2 七月零售：空冰洗厨均有回落	6
2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差	8
2.4 地产周期：销售意外反弹，竣工回暖可期	9
3、估值水平：厨电具备性价比，白电时间换空间	11
4、资金面：基金超配较高分位，外资增配海尔美的	15
4.1 基金持仓分析：家电超配比例 77%分位	15
4.2 上周陆股通持仓变化	16
5、上周行业回顾	19
5.1 行情回顾	19
5.2 上周重要公告	20
6、风险提示	21

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 2：7 月家用空调月度内销量（万台）	5
图 3：7 月家用空调月度出口量（万台）	5
图 4：6 月冰箱月度内销量（万台）	5
图 5：6 月冰箱月度出口量（万台）	5
图 6：6 月洗衣机月度内销量（万台）	6
图 7：6 月洗衣机月度出口量（万台）	6
图 8：7 月空调行业零售量推总同比	6
图 9：6 月空调品牌线下均价同比	6
图 10：7 月油烟机行业零售量推总同比	7
图 11：6 月油烟机品牌线下均价同比	7
图 12：7 月冰箱行业零售量推总同比	7
图 13：6 月冰箱品牌线下均价同比	7
图 14：7 月洗衣机行业零售量推总同比	7
图 15：6 月洗衣机品牌线下均价同比	7
图 16：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）	8
图 17：长江有色市场平均铜价（元/吨）	8
图 18：长江有色市场平均铝价（元/吨）	8
图 19：塑料（ABS）价格（元/吨）	8
图 20：空调零售均价和原料成本同比变化	9
图 21：冰箱零售均价和原料成本同比变化	9
图 22：洗衣机零售均价和原料成本同比变化	9
图 23：油烟机零售均价和原料成本同比变化	9
图 24：国内商品房销售面积累计增速	10
图 25：各级城市单月销售面积增速（房管局）	10
图 26：19H2 竣工回暖可期	10
图 27：交房面积同比有所回升	10
图 28：主要品种相对 PE：上周跑输后回落至均值+1 标准差以下	11
图 29：PB-ROE 视角：等待 PB 回落+ROE 回升	12
图 30：上证 50/全部 A 股 PE 中位数	13
图 31：深证 100/全部 A 股 PE 中位数	13
图 32：消费相对其他行业的业绩优势面临收窄可能	13
图 33：2005 年至今各行业绝对收益排名	14
图 34：主动公募家电配置比例	15
图 35：主动公募家电超配比例	15
图 36：主动公募家电子行业配置比例	15

图 37: 主动公募家电细分行业超配比例	15
图 38: 19Q2 主动公募各行业超配比例	16
图 39: 19Q2 主动公募各行业增配比例	16
图 40: 家电子行业超配比例历史百分位	16
图 41: 各行业超配比例历史百分位	16
图 42: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 43: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 44: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 45: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 46: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 47: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股)	18
图 48: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 49: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 50: 莱克电气陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 51: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 52: 家电板块年初至今涨跌幅	19
图 53: 上周家电行业涨跌幅	19
图 54: 申万一级行业涨跌幅	20
图 55: 家电板块 PE(TTM)	20
表 1: 重点公司 2019 年估值水平	12
表 2: 上周陆股通持仓情况变化	17
表 3: 上周个股涨幅前五位	20
表 4: 上周个股跌幅前五位	20
表 5: 上周重点公司公告	20

1、投资逻辑：精选估值匹配成长标的

- 周度复盘：家电再度跑输，科技股迎来上扬。**8月过半Wind全A下跌3.3%，市场主线为经营周期向上板块（5G产业链+涨价品种）+业绩稳定性较高的防御行业（食品+医药）。家电板块下挫7.7%跑输4.4个点，核心股票仅九阳（+3.4%）等小家电标的略有上涨。具体来看，第一周地产调控坚决+美联储鹰派言论+贸易争端再起压制市场，家电跑输0.4个点；第二周汇率破7+暂停采购农产品+美股大跌再降风险偏好，北上资金净流出55亿元，家电跑输1.9个点；上周国内经济数据虽弱，但美国态度缓和刺激科技股向上，家电再度跑输2.2个点。7月中至今板块估值趋势性回调，核心标的相对大盘PE水平回落至历史均值+1标准差以下，格力、美的19年PE/G降至1.2左右，PE/G偏低标的为海信家电（0.52）、华帝股份（0.70）、浙江美大（0.79）。此前我们一直强调8月家电较难跑赢市场，过去14年仅有4年在8月取得超额收益，目前行业基本面平淡，估值并不便宜，今年8月或将重演历史中的大概率。个股选择上考虑估值和基本面匹配，推荐美的集团（终端动销亮眼+中报业绩稳定），华帝股份（地产政策收紧影响股价，19年PE/G回落至0.7，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：7月空调内销加速下滑，渠道库存略有优化。**销量端：（1）空调销售：7月内销同比-12%，零售量/额同比-9%/-14%，各项增速环比走弱，高基数叠加需求不振（天气凉爽+地产下行）导致量价齐跌。行业开启去库存阶段，产业在线口径渠道库存约4000万套，环比减少约80万套，去化周期5-6个月；根据渠道调研，7月库存压力缓解，格力多省销售公司库存/全年任务去化至20%-25%，但仍高于健康水位（15%-20%）。（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，6-7月数据（大个位数负增长）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1%，其中2月双位数下滑，3-5月从负增长收敛到同比转正，6月线上降价走量（同比-8%），其中美的均价同比-13%；冰洗零售价稳中有升，1-6月主流品牌ASP同比+5%-10%；1-6月油烟机行业均价同比下滑约5%。

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	-4.3				

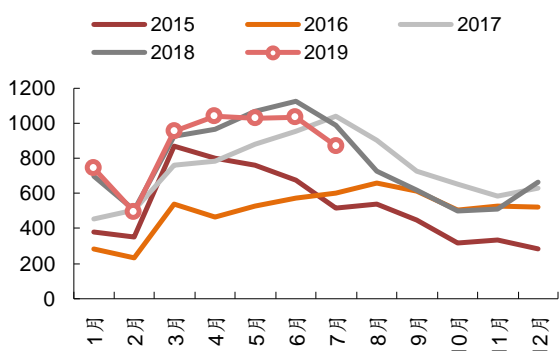
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、基本面：空调内销下滑，竣工回暖临近

2.1 出货：7月空调内销延续下滑

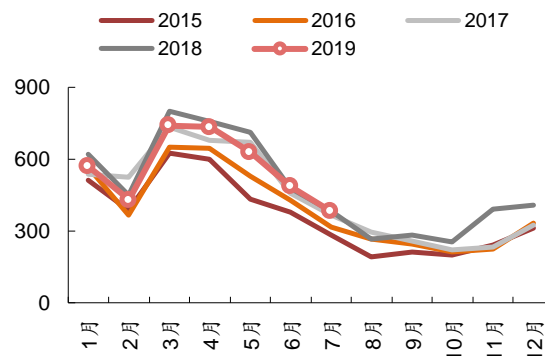
- 7月空调：内销持续下滑，外销缓慢回升。**19年7月家用空调总出货1250万台(yoy-8.8%)，累计同比-2.4%；其中内销868万台(yoy-12.3%)，累计同比-1.8%；出口382万台(yoy+0.2%)，累计同比-3.4%。7月内销负增长加剧，主因较高基数+终端动销平淡+渠道库存较高。出口与去年同期基本持平，贸易摩擦引起的出口前移效应逐步衰退。上市公司方面，6月格力电器、美的集团、海尔智家、奥克斯家用空调内销同比-12%、+5%、-19%、+6%，出口同比-13%、+7%、-6%、+29%。1-6月格力销量yoy-6%（内销-4%、外销-9%），市占率yoy-1.2pcts；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。
- 6月冰箱&洗衣机：内需较为平稳，出口增速回落。**6月冰箱出货量707万台，同比-2%。其中内销381万台(yoy-3%)，出口326万台(yoy-2%)，冰箱外销在经历一年的快速增长后出现同比为负，去年积累的出口订单基本释放，下半年出口高基数制约同比表现。6月洗衣机出货483万台(yoy+6%)，其中内销313万台(yoy+7%)，出口170万台(yoy+3%)，5-6月洗衣机内销表现优异，主要受终端需求较好+7月部分工厂停工前抓紧出货带动。

图2：7月家用空调月度内销量（万台）



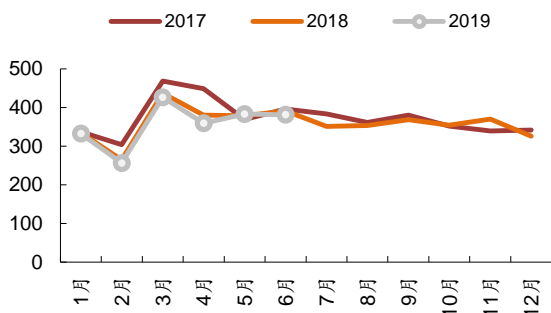
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图3：7月家用空调月度出口量（万台）



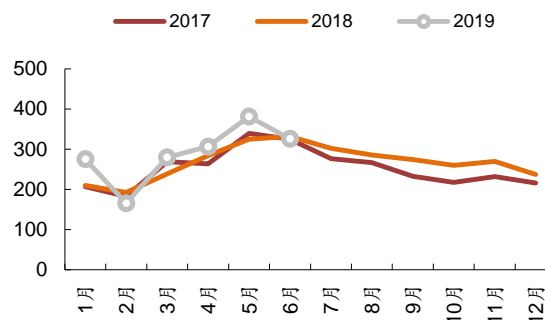
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：6月冰箱月度内销量（万台）



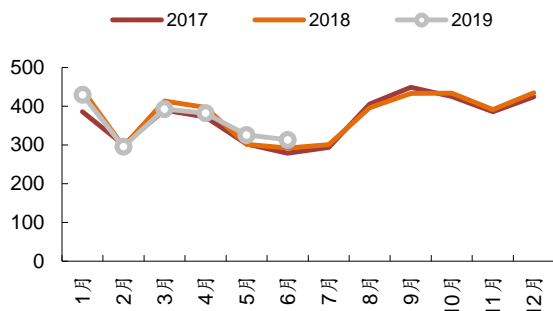
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图5：6月冰箱月度出口量（万台）



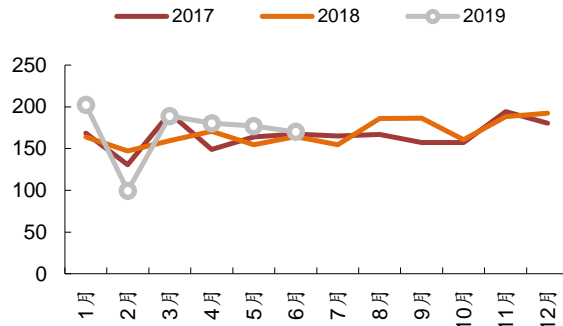
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：6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7：6月洗衣机月度出口量（万台）

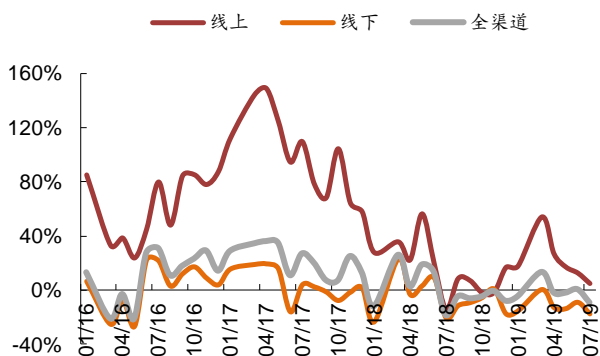


数据来源：产业在线，财通证券研究所

2.2 七月零售：空冰洗厨均有回落

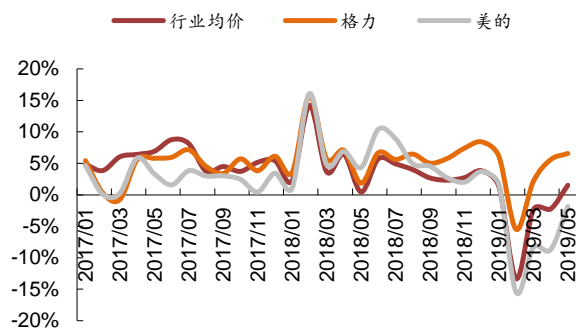
- 7月空调零售：需求不振，线上回升。**奥维云显示，7月空调全渠道零售量yoy-9.0%，零售额yoy-14.1%，线下销量增速较6月回落，价格因促销下滑。分渠道看，7月线下零售量yoy-17.4%，线上零售量yoy+4.8%。分地区看，受超强台风“利奇马”影响，空调销售的主力华东、华南地区，没有出现持续性的高温天气，使得空调销售不佳。分产品看，变频、节能产品占比同比继续提升，分别增长8.0%和4.3%。品牌方面，市场份额持续向头部品牌集中，TOP5品牌份额同比提升0.4%。
- 7月厨电零售：高性价比产品受青睐，整体销售数据平淡。**受地产宏观调控的影响，一二线购房需求下降严重，头部厨电品牌表现较差，但中低端市场的需求仍在增长。7月油烟机全渠道零售量yoy-5%，零售额yoy-5.4%，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，7月油烟机线下销量yoy-10.5%，线上销量yoy+13.3%，线上端千元下的高性价比产品受到成为中流砥柱；分产品看，侧吸产品仍为行业领头羊，7月线上零售额占比达56.5%，同比上升3.9%。

图8：7月空调行业零售量推总同比



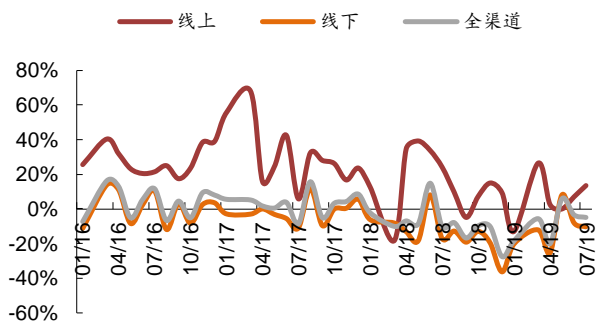
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图9：6月空调品牌线下均价同比



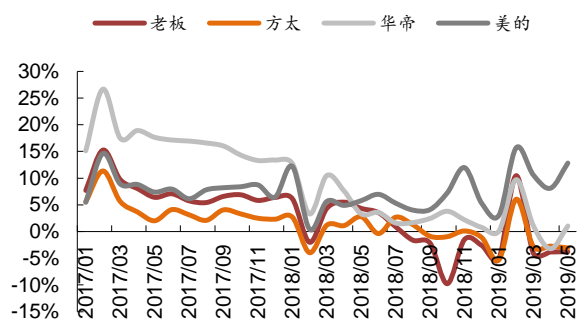
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图10：7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

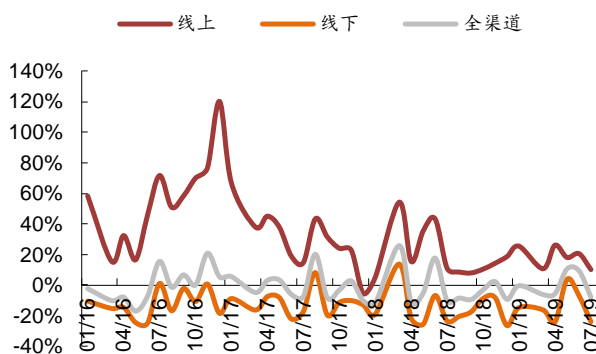
图11：6月油烟机品牌线下均价同比



数据来源：产业在线，财通证券研究所

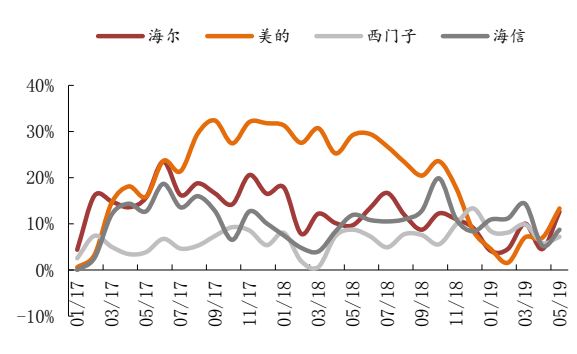
■ 7月冰箱 & 洗衣机：6月促销预支需求，下半年开局受阻。7月冰箱全渠道零售量yoy-8.2%，零售额yoy-12.3%，相较于6月下降较大。类似地，7月洗衣机全渠道零售量yoy-6.6%，零售额yoy-6.4%，6月两项数据为+12.3%和+10.6%。冰箱单两门和低端三门市场份额大幅提升，其他门体价格持续下探，高端机型均价的同比下滑，低价促销已成常态。其中洗烘一体、滚筒单洗和变频波轮均价，分别下降16.3%、8.3%和5.6%。

图12：7月冰箱行业零售量推总同比



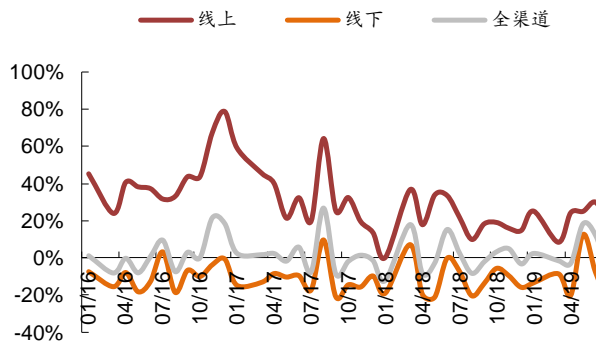
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图13：6月冰箱品牌线下均价同比



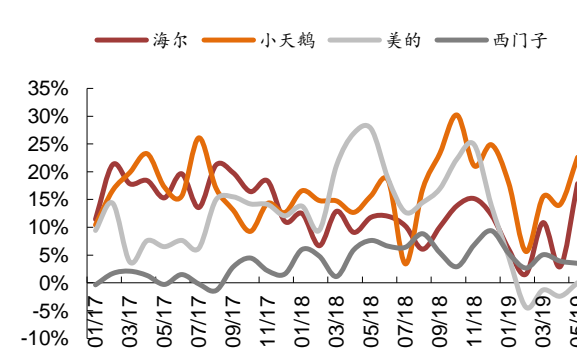
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图14：7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

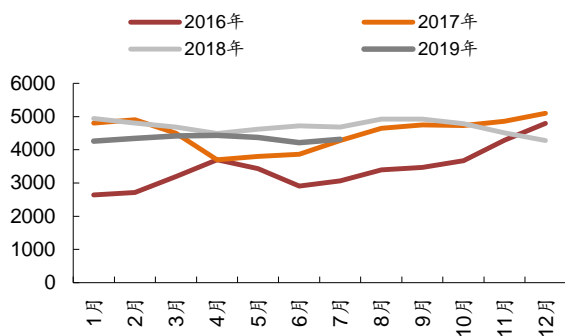


数据来源：产业在线，财通证券研究所

2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差

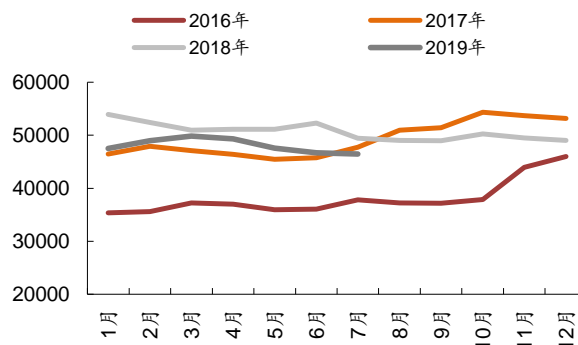
- 整体来看，家电主要原材料价格在 17 年底/18 年初达到阶段性顶峰，并在 18 年大部分时间高位盘整，较为明显的回落出现在 18 年下半年。19 年家电成本端有望迎来红利期，19Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-10%、-7%、-4%、-19%；19Q2 的同比变化分别为-5%、-6%、-3%、-19%。

图16：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



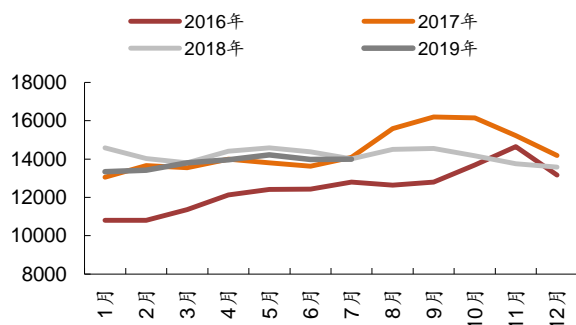
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17：长江有色市场平均铜价（元/吨）



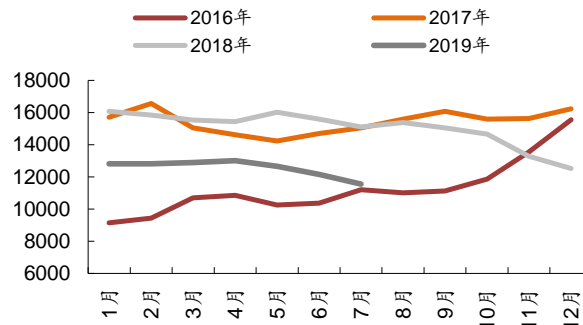
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

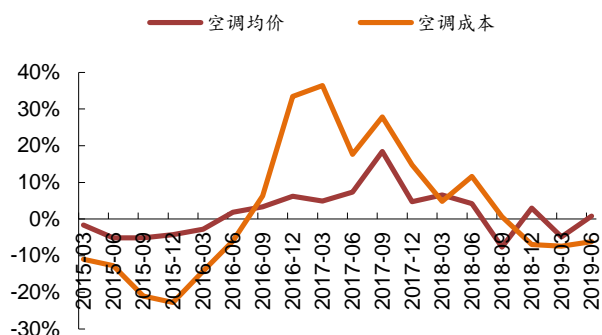
图19：塑料（ABS）价格（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

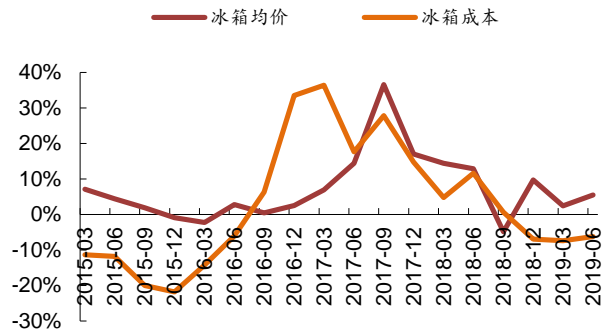
- **利润率角度**，家电行业的均价-成本剪刀差在 2015 年最为显著，2017 年则见证了最为严峻的成本上涨，2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长，其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利，空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长，油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。

图20：空调零售均价和原料成本同比变化



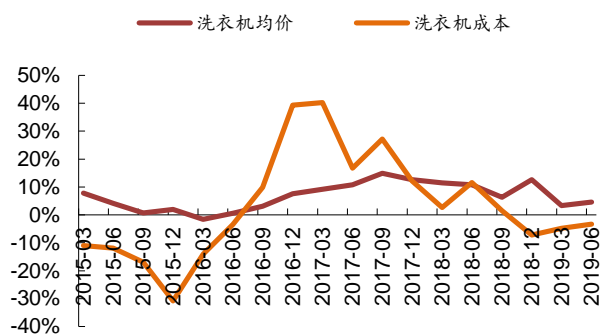
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：冰箱零售均价和原料成本同比变化



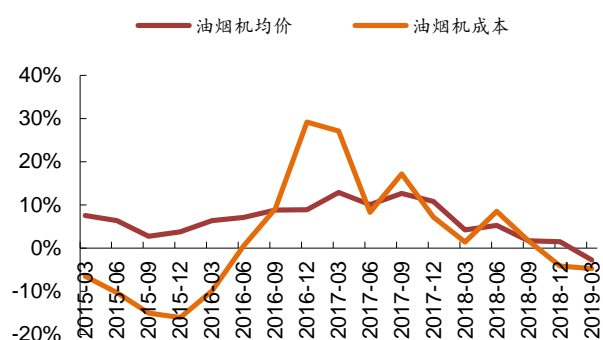
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

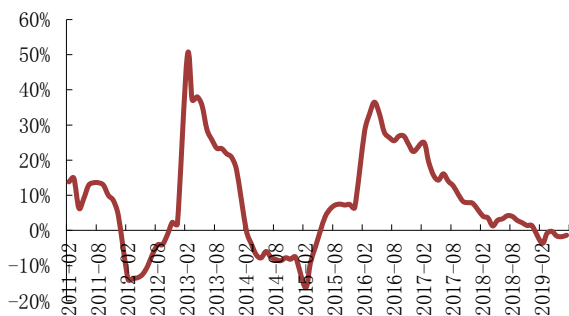


数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 地产周期：销售意外反弹，竣工回暖可期

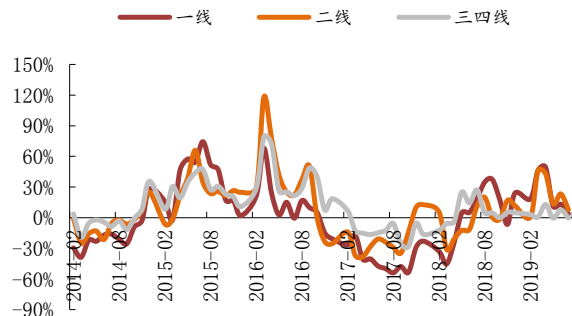
- 统计局 1-7 月地产销售：累计同比超预期回升，预计 19H2 销售同比稳定。1-7 月销售面积同比-1.3%，比 1-6 月上升 0.5 个百分点，7 月单月同比-2.2%，高基数背景下增速由负转正，超越市场预期，其原因可能包括：(1) 行业库存较低+新房价格仍有倒挂，供不应求导致去化率较高；(2) 5 月以来地产融资逐步收紧，企业推盘力度加大加快销售回款。综合考虑 19H2 低基数+行业低库存，预计下半年销售面积同比基本稳定，全年销售面积同比为-1%左右。

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

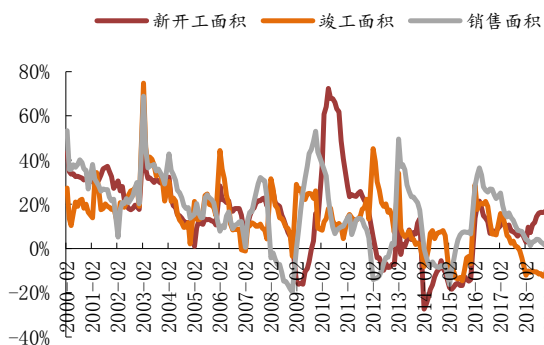
图 25：各级城市单月销售面积增速（房管局）



数据来源：Wind，财通证券研究所

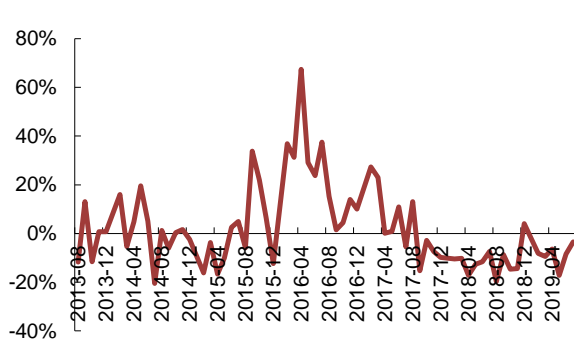
- **2014 年后新开工- 竣工时滞延长至 3 年左右。**历史数据显示 2014 年前新开工同比领先于竣工同比约 2~2.5 年, 14 年以后领先时滞延长至 3 年左右, 其原因主要有两点: (1) 去杠杆+紧信用造成资金压力, 房企“抢开工”快速获取预售证和销售回款, 同时放缓后续施工直至竣工的节奏; (2) 过去几年三四线新开工占比提高, 其新开工节奏更快, 新开工到竣工的时间更长; (3) 房企集中度提高, 分期开发的大型项目增多, 项目上报开工+竣工分批上报拉大时间差, 同时更多“二手地”导致停复工情况影响竣工周期。
- **竣工何时转正? 7 月同比大幅改善, 19H2 值得期待。**19 年 7 月竣工面积同比-1.6%, 虽未转正但相对强两个月双位数下滑好转许多, 这似乎进一步确认 19H2 竣工面积或将迎来显著增量: 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。考虑到统计局竣工数据质量不高, 全年真实竣工可能好于当前数据。

图 26：19H2 竣工回暖可期



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 27：交房面积同比有所回升



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 1.06,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 4 次在 8 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。

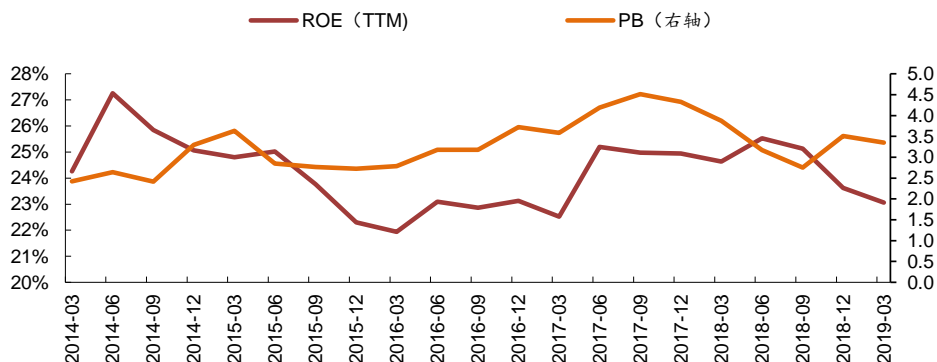
图 28：主要品种相对 PE：上周跑输后回落至均值+1 标准差以下



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 29：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，三大龙头回调至 1.0-1.2；小家电龙头享受稳定溢价；厨电板块略有分化，老板电器 1.39，华帝股份和浙江美大估值偏低，PE/G 分别为 0.72 和 0.79。

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	9.63	11.73	1.22
	美的集团	14.41	16.55	1.15
	海尔智家	12.50	12.51	1.00
	海信家电	17.39	9.80	0.56
	长虹美菱	50.03	80.00	1.60
	三花智控	13.75	21.46	1.56
厨电	老板电器	10.82	15.09	1.39
	华帝股份	17.31	12.40	0.72
	浙江美大	24.82	19.65	0.79
	万和电气	16.87	13.01	0.77
小家电	苏泊尔	18.42	32.22	1.75
	九阳股份	11.73	20.77	1.77
	新宝股份	20.88	14.48	0.69
	莱克电气	23.56	17.98	0.76
	飞科电器	10.97	19.14	1.75
黑电	TCL 集团	14.35	11.62	0.81
	海信电器	26.20	91.58	3.50
	创维数字	40.27	22.44	0.56
	兆驰股份	35.61	25.82	0.73

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：**（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 1.01 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，中报和三季报对这一趋势的证实或证伪可能决定市场风格的演绎。

图 30：上证 50/全部 A 股 PE 中位数



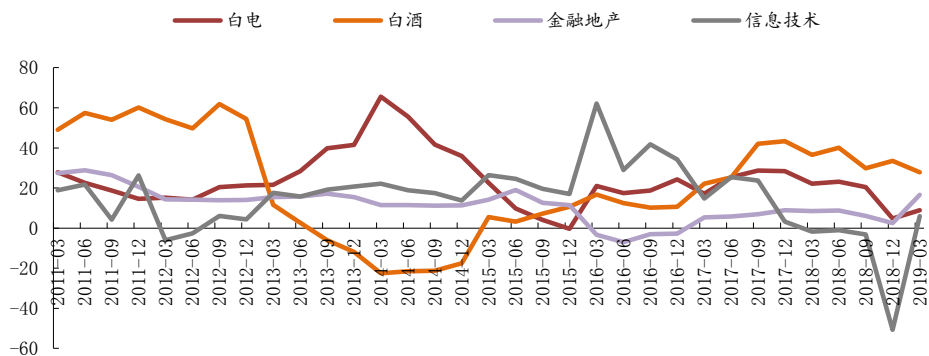
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 31：深证 100/全部 A 股 PE 中位数



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 32：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 33：2005 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	电子
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	非银金融
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	家用电器
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	医药生物
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	建筑材料
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	有色金属
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	银行
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	机械设备
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	交通运输
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	综合
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	通信
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	电气设备
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	房地产
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	轻工制造
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	采掘
23	钢铁	医药生物	电子	交通运输	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	公用事业
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	汽车
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

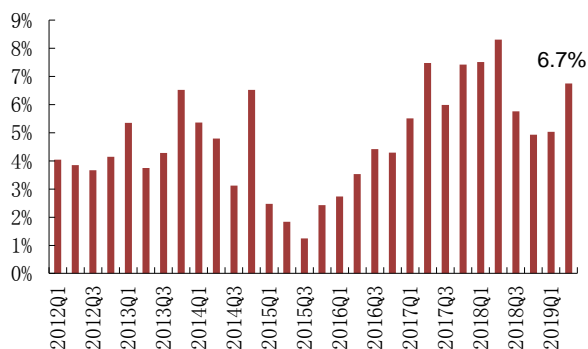
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

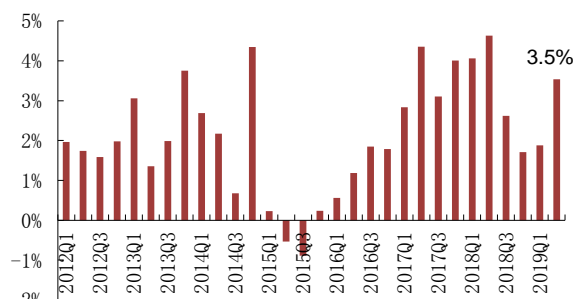
- 19Q2 主动公募大幅加配家电股，白电小家电受青睐。**整体来看，19Q2 主动公募基金对家电的配置比例达到 6.7%，在经历 18Q3-19Q1 的适度降配后迎来强力反弹，同样 19Q2 家电的超配比例达 3.5%，也为该数据 18Q2（4.6%）见顶后的最高水平。细分行业看，公募显著加仓白电，19Q2 仓位环比增加 1.9 个百分点，大厨电仓位环比基本持平，小家电和照明设备分别环比下降 0.2 和 0.1 个百分点。从历史百分位分析(2012 年-至今)，小家电、白电、大厨电、照明设备、黑电超配比例的历史百分位分别为 94%、81%、65%、58%、3%，也就是说基金对小家电板块的超配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

图 34：主动公募家电配置比例



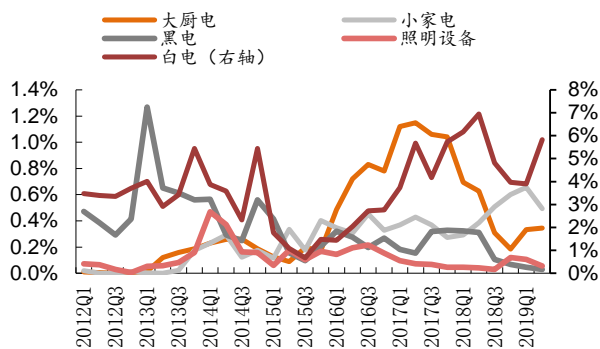
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 35：主动公募家电超配比例



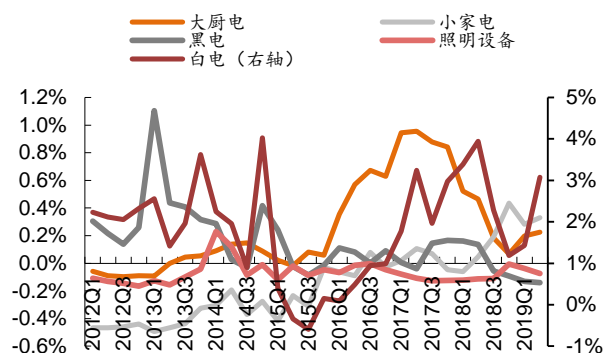
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

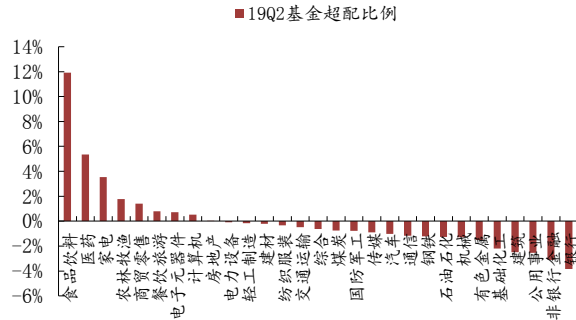


数据来源：Wind，财通证券研究所

- 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

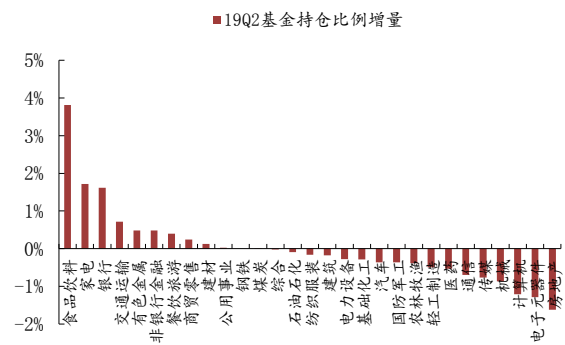
百分点。从历史百分位分析，商贸、交运、农业、食品饮料、家电的超配水平处在历史高位，分别位于2012-至今的94%、94%、94%、87%、77%分位，而通信、公用事业、石油石化、建筑、传媒的超配比例位于2012-至今的13%、10%、10%、6%、3%分位，处在较低水平。

图 38：19Q2 主动公募各行业超配比例



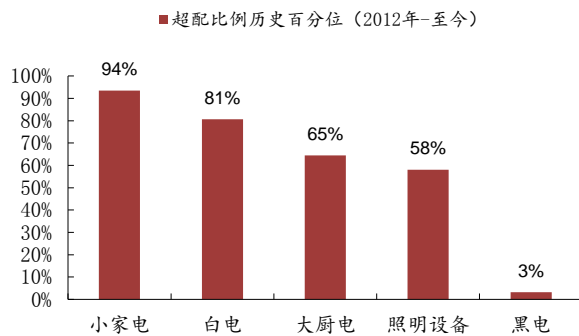
数据来源：财通证券研究所

图 39：19Q2 主动公募各行业增配比例



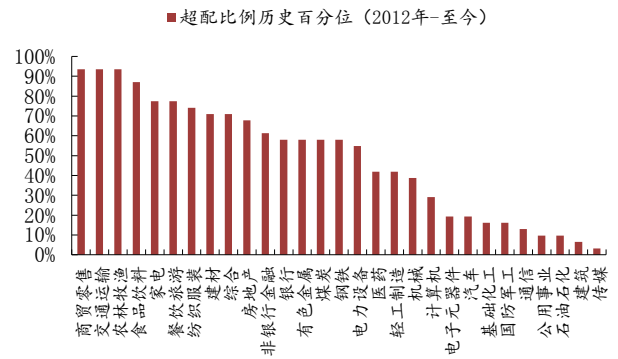
数据来源：财通证券研究所

图 40：家电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

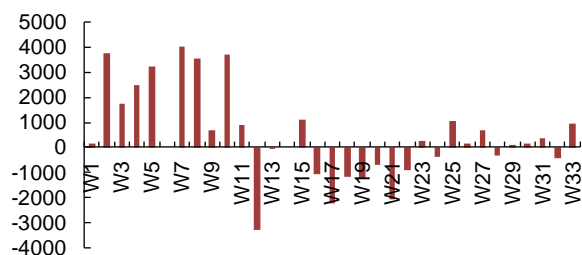
- 上周陆股通家电股持仓变化：从持股数量的绝对变化上看，上周外资增持最多的三个标的为 TCL 集团 (+5340.67 万股)、格力电器 (+930.27 万股)、海信家电 (+341.68 万股)，减持最多的三只股票为美的集团 (-593.17 万股)、九阳股份 (-347.09 万股)、奥佳华 (-168.75 万股)。从流通股占比变化的角度，上周陆股通增持前三位为 TCL 集团 (+0.39pcts)、海信家电 (+0.37pcts)、荣泰健康 (+0.34pcts)，减持前三位是九阳股份 (-0.46pcts)、奥佳华 (-0.30pcts)、美的集团 (-0.09pcts)。

表 2：上周陆股通持仓情况变化

	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)
TCL 集团	5340.67	1.19	0.39
海信家电	341.68	5.11	0.37
荣泰健康	17.08	1.16	0.34
老板电器	322.97	8.79	0.34
欧普照明	32.54	18.51	0.25
华帝股份	148.40	0.66	0.17
格力电器	930.27	10.65	0.15
创维数字	162.34	0.31	0.15
兆驰股份	190.47	0.10	0.04
奋达科技	75.97	0.18	0.04
三花智控	75.24	8.62	0.03
莱克电气	8.97	0.43	0.02
飞科电器	4.35	0.57	0.01
海尔智家	23.72	11.06	0.00
四川长虹	-0.98	0.04	0.00
日出东方	0.00	0.00	0.00
惠而浦	0.00	0.00	0.00
海信电器	1.88	0.56	0.00
银河电子	0.00	0.07	0.00
奥马电器	0.00	0.10	0.00
四川九洲	0.00	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
深康佳 A	-65.30	1.66	-0.04
苏泊尔	-37.28	5.05	-0.05
美的集团	-593.17	14.08	-0.09
奥佳华	-168.75	3.83	-0.30
九阳股份	-347.09	2.78	-0.46

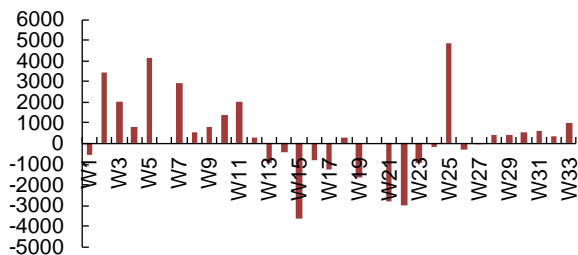
数据来源：Wind，财通证券研究所

图42: 格力电器陆股通周度持股数变化(万股)



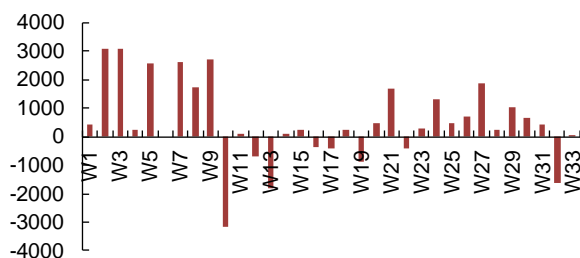
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图43: 美的集团陆股通周度持股数变化(万股)



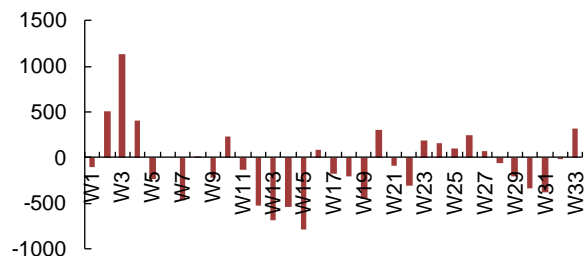
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44: 海尔智家陆股通周度持股数变化(万股)



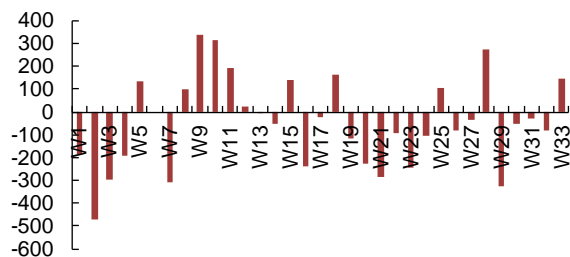
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图45: 老板电器陆股通周度持股数变化(万股)



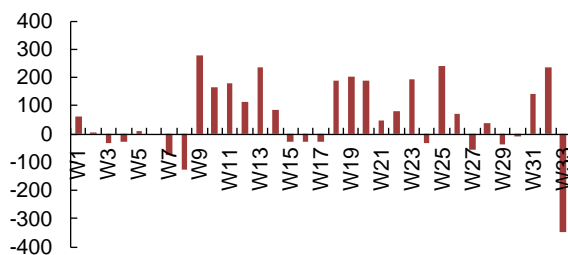
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图46: 华帝股份陆股通周度持股数变化(万股)



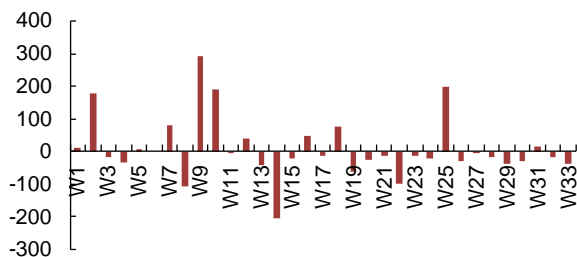
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47: 九阳股份陆股通周度持股数变化(万股)



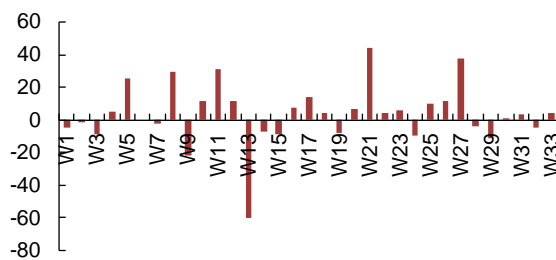
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48: 苏泊尔陆股通周度持股数变化(万股)



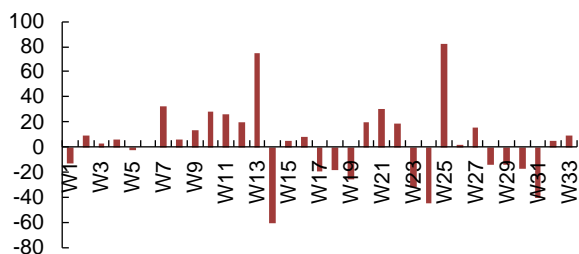
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图49: 飞科电器陆股通周度持股数变化(万股)



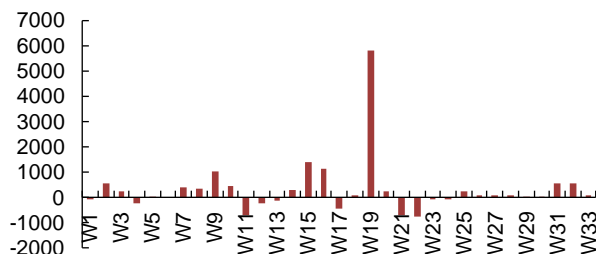
数据来源: Wind, 财通证券研究所

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)



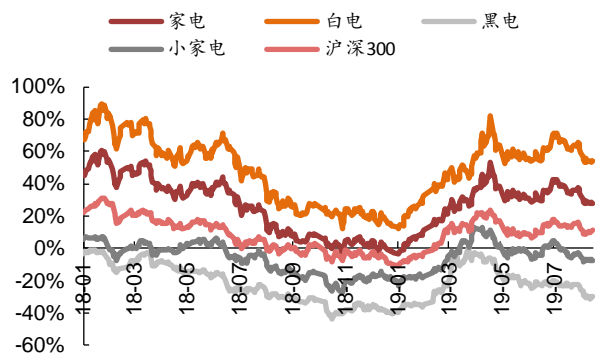
数据来源: Wind, 财通证券研究所

5、上周行业回顾

5.1 行情回顾

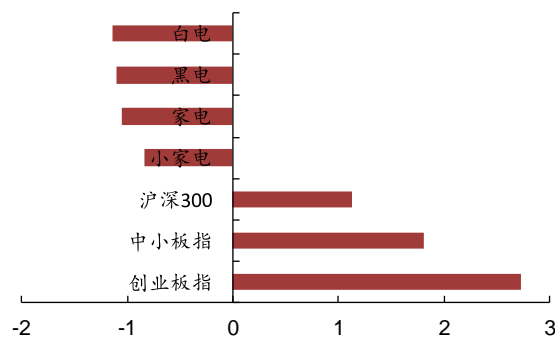
- **上周板块表现:** 上周家电行业-6.27%，位列 28 个申万一级行业第 27 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨跌幅分别+1.12%、+1.81%、+2.73%。细分板块来看，上周白色家电-1.14%，黑色家电-1.10%，小家电-0.84%。行业内上市公司，上周涨幅前五为:TCL 集团(+7.57%)、日出东方(+7.43%)、奋达科技(+6.65%)、九阳股份(+4.55%)、东贝 B 股(+3.98%)。

图52: 家电板块年初至今涨跌幅



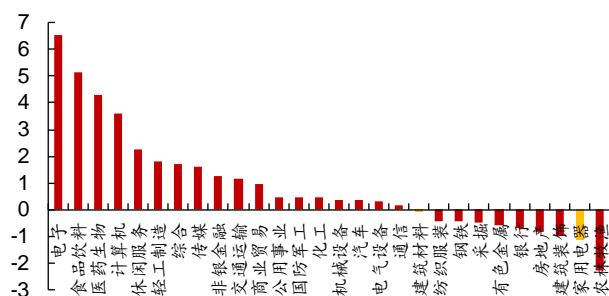
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图53: 上周家电行业涨跌幅



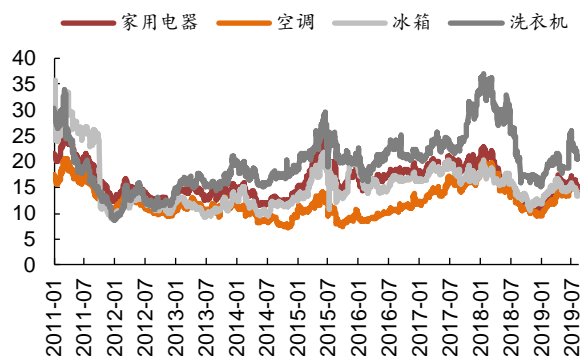
数据来源: Wind, 财通证券研究所

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 3：上周个股涨幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
000100.SZ	TCL 集团	7.57
603366.SH	日出东方	7.43
002681.SZ	奋达科技	6.65
002242.SZ	九阳股份	4.55
900956.SH	东贝 B 股	3.98

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 4：上周个股跌幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
002848.SZ	高斯贝尔	-5.78
603996.SH	中新科技	-6.21
600060.SH	海信电器	-7.50
002614.SZ	蒙发利	-7.51
002759.SZ	天际股份	-27.16

数据来源：Wind，财通证券研究所

5.2 上周重要公告

表 5：上周重点公司公告

公司名称	公告名称	公告内容
TCL 集团	《2019 年半年度报告》	上半年，TCL 集团备考口径实现营业收入 261.2 亿元，同比增长 23.9%；实现净利润 26.4 亿元，同比增长 69.9%；本集团整体达成上半年经营预算目标。重组后，TCL 资本结构和经营效率进一步优化：上半年人均净利由 1.88 万元提升至 6.66 万元；资产负债率由 68.4%降至 60.4%，经营现金流为 61.5 亿元，大大增强了企业可持续发展能力。

九阳股份 《2019年半年度报告》

2019年上半年公司实现营业收入418,697.03万元，较上年同期上升15.04%，公司各主要品类均保持平稳增长，并通过优化产品结构构成，产品单价得到显著提升；营业成本283,317.33万元，同比上升16.22%。公司综合毛利率32.33%，同比下降0.69个百分点；销售费用62,017.81万元，同比下降1.92%，销售费用率14.81%；管理费用15,954.53万元，同比增长34.92%，管理费用率3.81%；研发费用14,305.35万元，同比增长19.38%；实现利润总额46,824.01万元，较上年同期上升7.83%；实现归属于上市公司股东的净利润40,600.54万元，较上年同期上升9.72%；实现经营活动产生的现金流量净额17,680.95万元，较上年同期下降20.92%。

长虹美菱 《2019年半年度报告》

2019年上半年，公司在“美菱梦”和“双三一心”的战略指引下，坚持“产品领先、营销转型、效率提升、团队激活”的经营方针。2019年上半年公司实现营业收入91.33亿元，同比下降1.49%；归属于母公司净利润5,433.40万元，同比增加7.20%。

天际股份 《股票交易异常波动公告》

公司于2019年7月15日在巨潮资讯网披露了《2019年半年度业绩预告》(公告编号:2019-033)，由于公司应收回江苏新泰材料科技有限公司原股东业绩承诺补偿股份50,027,416股，按照会计准则的相关规定，股价变动产生的该部分公允价值变动损益，计入公司报告期损益，影响到报告期净利润。截至2019年6月30日，补偿股份仍未回购注销完成，2018年最后一个交易日，公司股票收盘价7.94元/股；2019年第上半年度最后一个交易日，公司股票收盘价13.45元/股，公司因此在2019年上半年确认公允价值变动收益275,651,062.16元。受上述因素影响，预计公司2019年半年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长898.68%-916.92%。

TCL集团 《关于收购子公司股权暨关联交易的公告》

深圳市华星光电技术有限公司(以下简称“TCL华星”)作为公司控股子公司，将以现金方式购买王牌成都、捷开通讯持有的TCL财务公司18%股权。

TCL财务公司2018年分红111,140,466.90元，2018年分红后的净资产评估价1,821,933,733.10元，因此，本次交易的交易价格为327,948,071.95元。本次交易完成后，华星光电将持有TCL财务公司18%股权。

王牌成都近三年稳定发展，经营情况良好。2018年主营业务收入51.05亿元，利润总额1.26亿元，资产总额33.44亿元。

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。