

# 家用电器行业

## 2019Q3 公募及北上持仓：配置比例季节性下调但仍处近年同期高位

分析师：曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE.no: BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE.no: BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### ● 公募基金重仓数据分析：Q3 配置家电板块比例环比略有下降，但仍处于近年来的同期高位

截止至最近一个交易日，公募基金 2019 年三季报已经披露完毕。Wind 数据显示，公募基金重仓股配置消费龙头的意愿环比略有下降，其中持有家电板块市值达 601 亿元（QoQ -4%），对家电行业超配比率达 3.2%（QoQ -0.7pct），配置比例达 5.3%（QoQ -0.6pct），处于 2008-2019 年的历史第二高位，仅次于 2017Q3。

从历史的角度来看，公募对家电板块的配置比例在三季度通常会受家电行业自身需求以及资产配置偏好的季节性因素影响处于相对低位，2008-2019 年以来同年 Q1 / 同年 Q2 / 同年 Q4 / 次年 Q1 公募基金配置家电比例平均高于 Q3 的幅度分别为 0.38pct / 0.42pct / 0.41pct / 0.77pct，概率分别为 75% / 58% / 64% / 82%。

分子行业来看：公募对白电、厨电、小家电行业的配置比例分别达到 4.7% / 0.1% / 0.3%（QoQ -0.6pct / -0.1pct / -0.1pct），白电、厨电与小家电配置比例环比均略有下滑。

个股方面，公募基金重仓持股市值占个股流通市值比例环比 2019Q2 看：

- (1) 白电：美的集团、格力电器、海尔智家分别-0.6pct / 0.0pct / +0.1pct，二线龙头海信电器有所回升+0.7pct；
- (2) 厨电：浙江美大得到增持+0.5pct，老板电器、华帝股份则受到减持，所占比例分别下降 1.1pct / 4.7pct；
- (3) 小家电：按摩椅公司荣泰健康获得 0.2pct 的小幅增持，奥佳华则继续二季度势头减持明显，所占比例变动达 -7.7pct，九阳股份、新宝股份分别下滑 0.9pct / 0.4pct，苏泊尔则略获增持 0.3pct；
- (4) 照明&零部件：欧普照明略有减持 0.5pct，阳光照明获增持 0.2pct。

### ● 北上资金持仓数据分析：家电龙头仍受青睐

北上资金超配食品饮料、家电、医药、餐饮旅游、建材行业较多，超配比例分别达到 13.4% / 8.0% / 3.0% / 1.5% / 1.3%（QoQ -1.6pct / -0.2pct / +0.2pct / -0.2pct / +0.2pct）。从家电板块的个股来看，截止至 2019Q3 持股占总股本比例 TOP5 的分别为美的集团、海尔智家、格力电器、老板电器、三花智控的 14.8% / 12.0% / 11.9% / 11.4% / 9.4%。

三季度北上资金在家电龙头白马股中整体有所增持，截止至 2019Q3 持有市值占流通市值的比例：

- (1) 白电：持有美的集团、格力电器、海尔智家的占比分别 15.1% / 12.0% / 12.5%（QoQ +0.8pct / +1.4pct / +1.8pct）；
- (2) 厨电：持有老板电器、华帝股份、浙江美大的占比分别 11.6% / 0.7% / 5.4%（QoQ +2.5pct / -0.2pct / +3.4pct）；
- (3) 小家电：持有苏泊尔、飞科电器、九阳股份、新宝股份的占比分别 7.2% / 0.6% / 2.5% / 0.9%（QoQ +0.2pct / -0.5pct / +0.1pct / +0.1pct）；
- (4) 照明&零部件：持有三花智控、欧普照明的占比达到 10.7% / 2.1%（QoQ +1.2pct / -12.8pct）。

### ● 投资建议

我们认为竣工表现的逐渐趋稳强化了当下基本面的改善预期，而家电龙头在弱需求背景下收入业绩仍然持续稳健增长，因此建议关注本轮景气度回升以及 Q4 估值切换的机会，继续关注长期竞争力显著的白马龙头：格力电器、美的集团、海尔智家。同时建议关注基本面触底有望回升的厨电龙头：老板电器、华帝股份。

### ● 风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

### 相关研究：

家用电器行业:基于估值切换与竣工带动需求反弹，关注白电、厨电龙头	2019-10-27
家用电器行业:住宅竣工同比年内首次回正，关注厨电龙头配置价值	2019-10-20
家用电器行业:复盘厨电黄金十年，展望成长新驱动	2019-10-19

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 0755-82771936 szhuangtao@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
美的集团	000333.SZ	人民币	53.59	2019/8/31	买入	64.79	3.41	3.75	15.70	14.29	11.69	9.74	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	56.90	2019/8/31	买入	61.22	4.71	5.27	12.08	10.79	6.54	5.44	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.69	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.57	11.43	8.31	6.23	17.06	15.80
老板电器	002508.SZ	人民币	28.91	2019/10/29	买入	34.56	1.69	1.92	17.14	15.03	14.55	12.19	20.93	19.26
华帝股份	002035.SZ	人民币	10.17	2019/8/29	增持	12.28	0.89	1.02	11.37	9.99	7.85	6.30	23.19	20.87

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 图表索引

图 1: 公募基金重仓家电行业总市值及环比增速 (亿元, %)	4
图 2: 公募基金重仓行业配置比例 (%)	4
图 3: 公募基金重仓行业超配比例 (%)	4
图 4: 公募基金重仓配置家电行业比例 (%)	5
图 5: 近年 Q3 公募重仓配置家电比例 (%)	5
图 6: Q3 公募基金配置家电比例相比当年其他季度 (%)	5
图 7: 公募基金重仓配置家电行业比例 (%)	6
图 8: 公募基金重仓家电行业个股市值变动占其流通市值的比例 (%)	6
图 9: 北上资金配置行业比例 (%)	8
图 10: 北上资金超配行业比例 (%)	8
图 11: 北上资金持有家电个股市值占其总市值 (%)	9
图 12: 北上资金持有家电个股市值占其流通市值 (%)	9
图 13: 北上资金持股占流通股比例提升 TOP5 (%)	9
图 14: 北上资金持股占流通股比例下降 TOP5 (%)	9
表 1: 重仓家电个股公募基金数量 (家)	7
表 2: 重仓家电个股公募基金平均持仓规模 (百万元)	7

## 公募基金重仓数据分析：配置家电板块比例略有下降

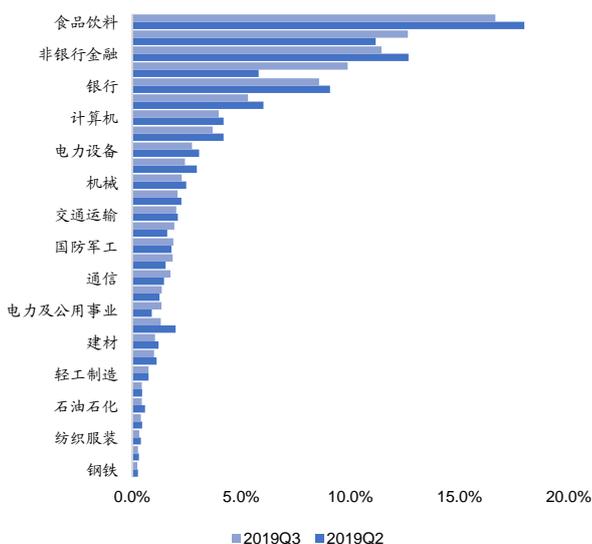
截止至最近一个交易日，公募基金2019年三季报已经披露完毕。Wind数据显示，公募基金重仓股配置向家电龙头集中度略有下调，持有家电板块市值达601亿元，环比小幅下降4%。分行业看，以中信指数成分作为行业划分标准，截止至2019年9月30日公募基金重仓持股占比提升最快的行业分别为电子元器件、医药、电力及公共事业，分别达到9.9% / 12.6% / 1.3%（QoQ +4.1pct / +1.5pct / +0.4pct），其中电子元器件及医药行业均为超配状态，超配比例分别达到5.6% / 6.5%（QoQ +4.1pct / +1.5pct）。家电行业超配比例达3.2%（QoQ -0.7pct），公募重仓2019Q3配置家电比例达5.3%（YoY +0.3pct），仍处于近年来同期的历史高位。

图1：公募基金重仓家电行业总市值及环比增速（亿元，%）



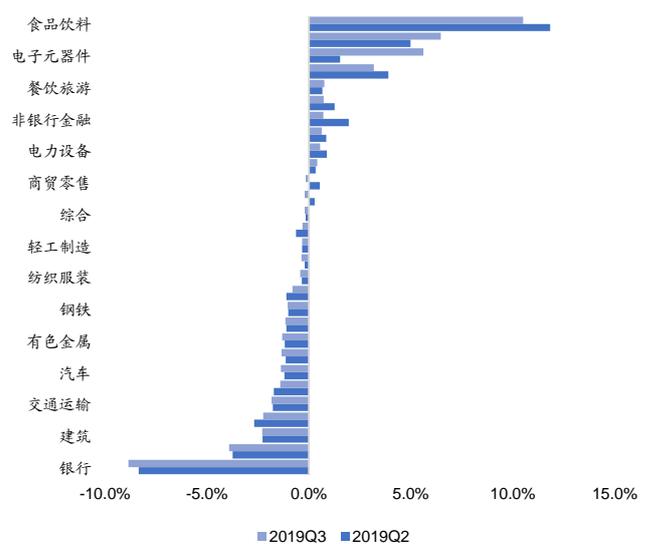
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公募基金重仓行业配置比例（%）



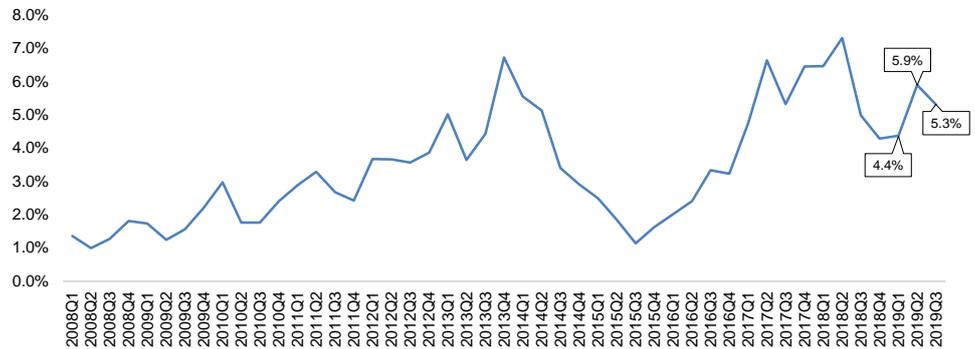
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公募基金重仓行业超配比例（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公募基金重仓配置家电行业比例（%）

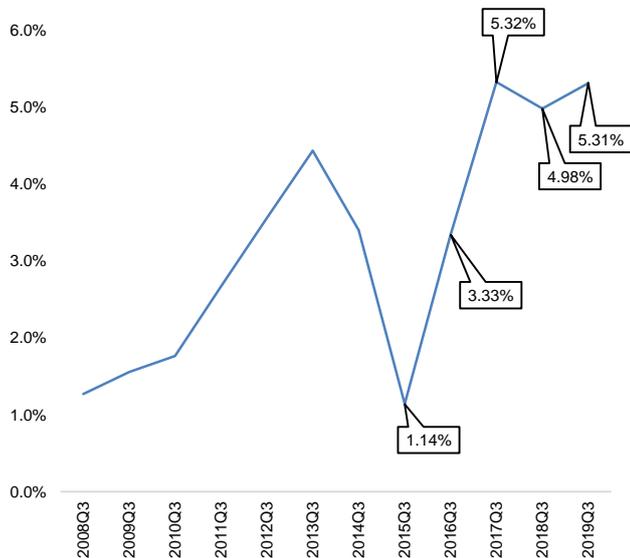


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从历史的表现来看通常三季度公募对家电的配置会因家电行业自身需求以及资产配置偏好的季节性因素处于相对低位。2008年至2019年以来：

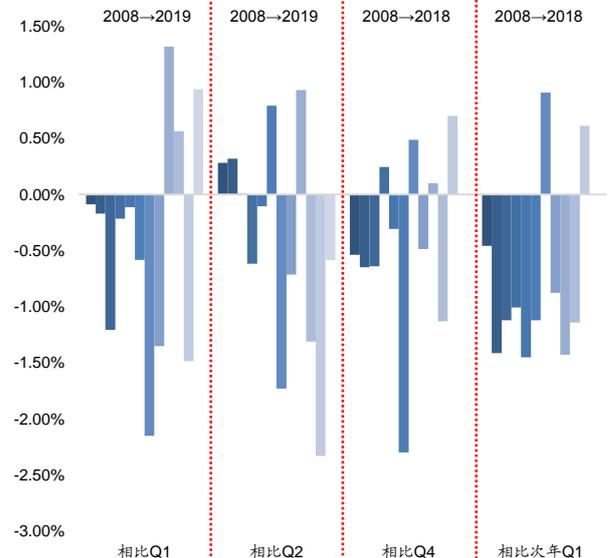
- (1) 2019Q3配置家电比例相比于往年同期位列第二，仅略低于2017Q3；
- (2) 2008-2019年以来同年Q1 / 同年Q2 / 同年Q4 / 次年Q1公募基金配置家电比例平均高于Q3的幅度分别为0.38pct / 0.42pct / 0.41pct / 0.77pct，概率分别为75% / 58% / 64% / 82%。

图5：近年Q3公募重仓配置家电比例（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

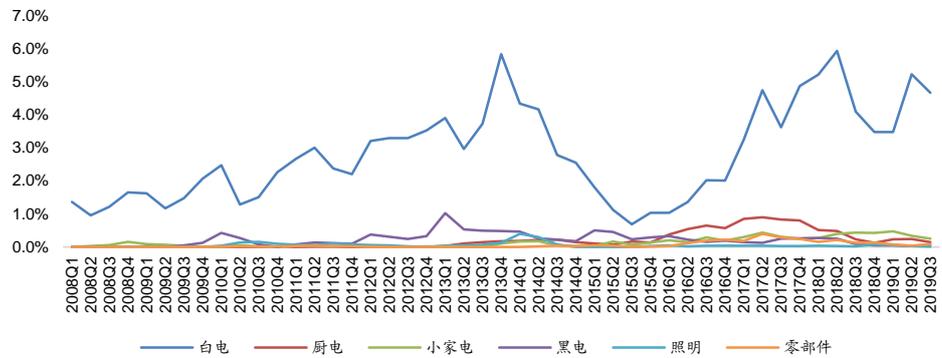
图6：Q3公募基金配置家电比例相比其他季度（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分子行业来看，公募对白电、厨电、小家电行业的配置比例分别达到4.7% / 0.1% / 0.3%（QoQ -0.6pct / -0.1pct / -0.1pct），家电行业三季度整体需求偏弱或影响公募基金投资策略，白电、厨电与小家电行业配置比例环比均略有下滑。

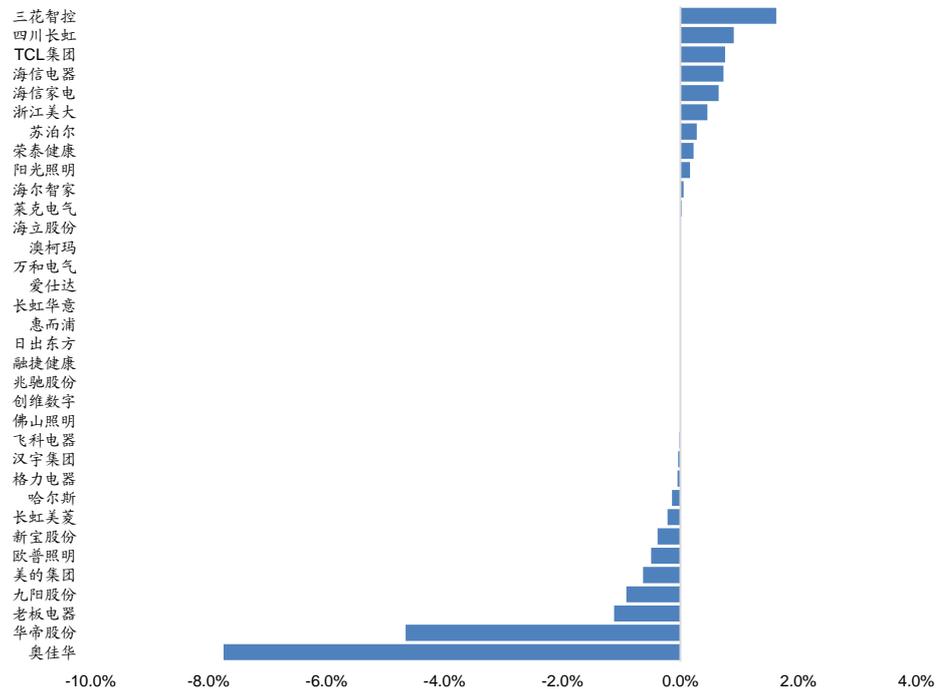
图7：公募基金重仓配置家电子行业比例（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

个股方面，从公募基金重仓持股市值占上市公司流通市值比例相对2019Q2末来看：

图8：公募基金重仓家电行业个股市值变动占其流通市值的比例（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(1) 白电：三大龙头中美的集团、格力电器较为平淡，海尔智家略有上升，变动分别为-0.6pct / 0.0pct / +0.1pct，二线龙头海信电器有所回升，所占比例变动为+0.7pct；

- (2) 厨电：浙江美大得到增持，所占比例提升0.5pct，老板电器、华帝股份则受到减持，所占比例分别下降1.1pct / 4.7pct；
- (3) 小家电：按摩椅公司荣泰健康获得0.2pct的小幅增持，奥佳华则继续第二季度的势头减持明显，所占比例变动达-7.7pct，九阳股份、新宝股份分别下滑0.9pct / 0.4pct，苏泊尔则略获增持0.3pct；
- (4) 照明：欧普照明略有减持0.5pct，阳光照明获增持0.2pct。

表 1: 重仓家电个股公募基金数量 (家)

	美的集团	格力电器	海尔智家	老板电器	华帝股份	浙江美大	苏泊尔	九阳股份	新宝股份	欧普照明
2016Q2	138	128	13	66	33	0	8	7	6	0
2016Q3	156	217	20	77	44	3	21	10	6	0
2016Q4	204	217	7	54	33	4	12	4	7	0
2017Q1	253	438	59	78	71	13	14	32	15	1
2017Q2	342	592	74	61	73	5	19	25	13	4
2017Q3	299	422	63	48	86	8	14	7	6	6
2017Q4	423	551	103	54	91	12	14	2	5	11
2018Q1	403	480	78	15	51	16	18	4	7	10
2018Q2	509	668	163	15	59	26	39	5	4	20
2018Q3	326	505	85	11	28	12	40	10	3	9
2018Q4	279	420	55	17	24	2	39	19	15	9
2019Q1	310	454	60	69	50	12	36	14	17	16
2019Q2	535	693	117	37	37	17	32	5	14	8
2019Q3	482	709	89	34	26	16	21	3	10	7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从持股基金的角度看，环比2019Q2末：

- (1) 白电：持有白电龙头的公募基金数量整体下滑65家至1280家，美的集团、格力电器、海尔智家分别达到482家 / 709家 / 89家 (QoQ -53家 / +16家 / -28家) 集中度变化则在个股之间有所分化；
- (2) 厨电：持有厨电龙头老板电器、华帝股份的公募基金数量达到34家 / 26家 / 16家 (QoQ -3家 / -11家 / -1家)，龙头集中度有所下滑；
- (3) 小家电&照明：持有小家电的公募基金数量均有所下降，集中度方面苏泊尔、欧普照明、九阳股份、新宝股份均有所下降。

表 2: 重仓家电个股公募基金平均持仓规模 (百万元)

	美的集团	格力电器	海尔智家	老板电器	华帝股份	浙江美大	苏泊尔	九阳股份	新宝股份	欧普照明
2016Q2	33.8	36.3	25.1	37.2	37.7		34.0	5.6	6.8	
2016Q3	44.6	36.6	12.6	39.4	39.9	2.5	49.6	43.0	13.0	
2016Q4	37.3	33.2	13.6	35.0	65.9	3.5	57.4	65.1	20.3	
2017Q1	38.7	33.3	25.8	36.2	51.0	17.3	30.5	6.6	22.7	38.9

2017Q2	45.1	37.3	41.3	53.1	59.1	29.8	35.4	8.5	31.7	5.3
2017Q3	49.9	37.9	29.5	53.9	56.2	26.8	39.6	14.8	35.9	19.7
2017Q4	49.6	37.0	38.0	42.0	54.3	31.3	41.5	9.7	32.3	23.5
2018Q1	52.9	43.1	54.2	12.6	77.9	30.0	21.8	2.3	29.8	29.9
2018Q2	44.3	33.3	39.3	11.1	62.1	16.5	30.5	0.7	44.8	13.6
2018Q3	38.6	32.3	49.2	17.7	54.4	18.1	48.2	12.3	31.1	11.7
2018Q4	40.0	30.6	47.4	10.7	32.4	1.8	43.9	6.1	13.0	41.9
2019Q1	44.5	37.8	53.1	17.6	21.4	3.6	67.4	12.8	28.3	39.1
2019Q2	44.1	39.6	36.6	29.3	38.3	3.4	65.6	29.8	36.3	33.2
2019Q3	43.7	40.1	43.2	22.8	30.3	4.7	100.3	1.2	52.0	17.0

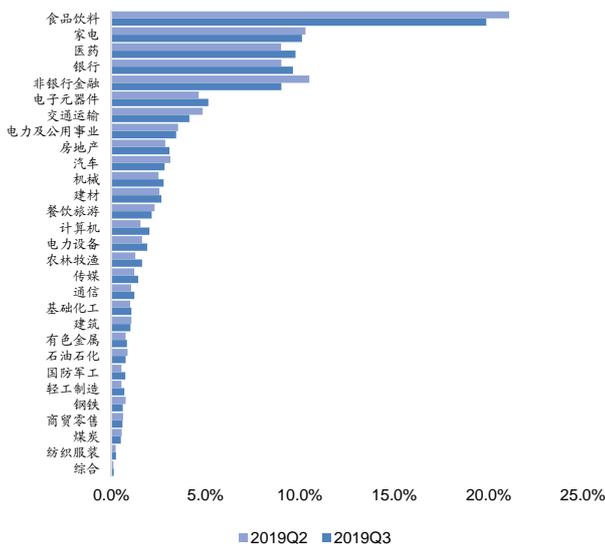
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 北上资金持仓数据分析: 家电龙头仍受青睐

截止至2019年9月30日, 北上资金持有A股的市值总额达到11603亿元, 环比上升1197.7亿元, 其中持有家电行业市值总额略有上升达1173亿元(QoQ +102.6亿元)。

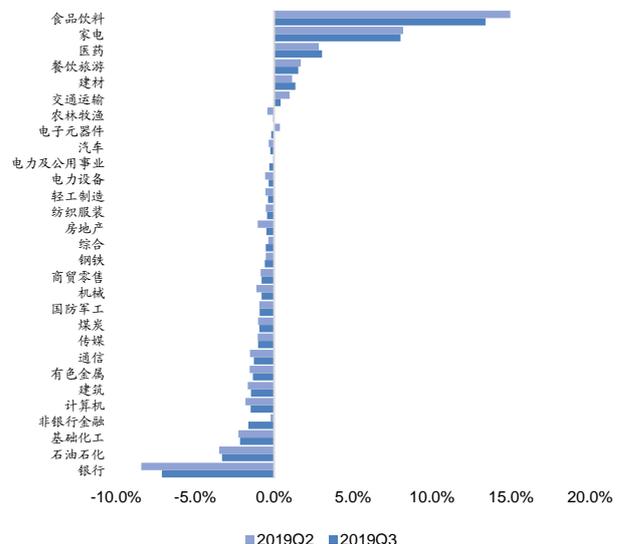
从北上资金对行业配置比例的角度来看, 目前资金仍青睐于家电行业。超配食品饮料、家电、医药、餐饮旅游、建材行业的比例靠前, 分别达到13.4% / 8.0% / 3.0% / 1.5% / 1.3% (QoQ -1.6pct / -0.2pct / +0.2pct / -0.2pct / +0.2pct)。

图 9: 北上资金配置行业比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 北上资金超配行业比例 (%)

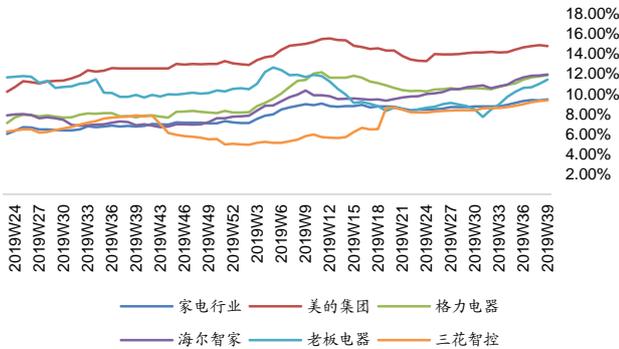


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股的角度看, 除小天鹅A因美的集团对其的吸收合并而退市外, 细分行业的白马龙头仍是北上资金最具持仓意愿个股。整体看, 北上资金持有家电股市值占家电股总市值的比例达到9.5%, 其中比例TOP5分别为美的集团、海尔智家、格力电器、

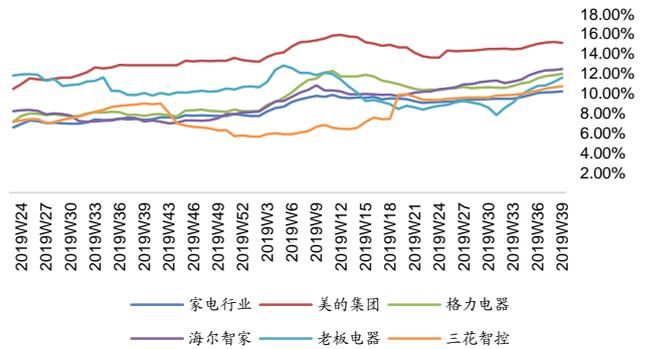
老板电器、三花智控的14.8% / 12.0% / 11.9% / 11.4% / 9.4%。

图11: 北上资金持有家电个股市值占其总市值 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 北上资金持有家电个股市值占其流通市值 (%)

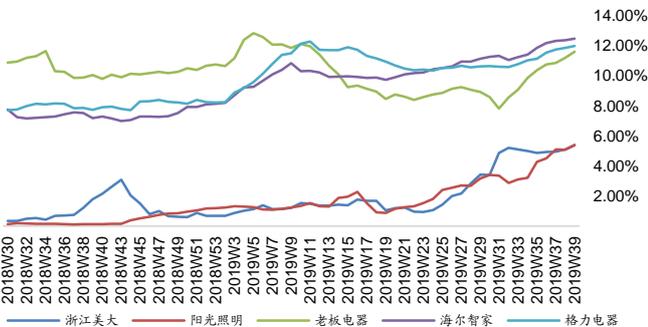


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

但整个三季度北上资金在家电龙头白马股中整体有所增持:

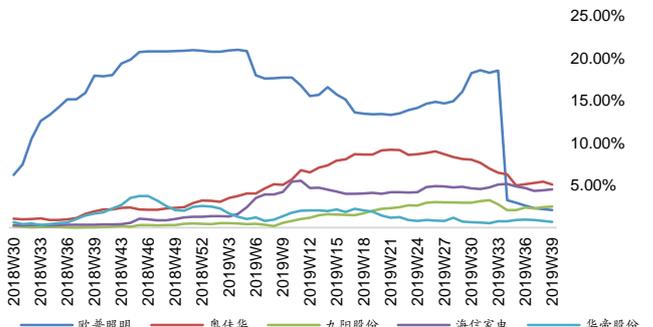
- (1) 白电: 北上资金持有美的集团、格力电器、海尔智家市值占其流通市值的比例分别达到15.1% / 12.0% / 12.5% (QoQ +0.8pct / +1.4pct / +1.8pct) ;
- (2) 厨电: 持有老板电器、华帝股份、浙江美大市值占其流通市值的比例分别达到11.6% / 0.7% / 5.4% (QoQ +2.5pct / -0.2pct / +3.4pct) ;
- (3) 小家电: 持有苏泊尔、飞科电器、九阳股份、新宝股份市值占其流通市值的比例分别达到7.2% / 0.6% / 2.5% / 0.9% (QoQ +0.1pct / +0.1pct / -0.5pct / +0.1pct) ;
- (4) 照明&零部件: 持有三花智控、欧普照明市值占其流通市值的比例分别达到10.7% / 2.1% (QoQ +1.2pct / -12.8pct) ,其中欧普照明比例大幅下滑受流通市值激增影响。

图13: 北上资金持股占流通股比例提升TOP5 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 北上资金持股占流通股比例下降TOP5 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 投资建议

我们认为竣工表现的逐渐趋稳强化了当下基本面的改善预期，而家电龙头在弱需求背景下收入业绩仍然持续稳健增长，因此建议关注本轮景气度回升以及Q4估值切换的机会，继续关注长期竞争力显著的**白马龙头：格力电器、美的集团、海尔智家**。同时建议关注基本面触底有望回升的**厨电龙头：老板电器、华帝股份**。

## 风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。