

## 估值切换或已基本完成

## 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

- 《三季报或边际走弱,大厨电已摆脱底部:家电研究周报(W41)》 2019-10-22
- 《家电股迈入四季度舒适区:家电研究周报(W39)》 2019-10-03
- 《8月空调内销+地产竣工同比转正:家电研究周报(W38)》 2019-09-25

## 投资要点:

- **多因素推动家电领涨四季度,后续上行空间或将收窄。**我们屡次强调四季度是家电股投资的舒适区,即便如此10月-11月第一周家电领涨市场已超出预估,期间家电+12.2%,跑赢Wind全A指数9.6个百分点,新宝、华帝、海尔、老板的涨幅超过20%。凌厉表现的背后包含几个原因:(1)MSCI提升A股纳入系数+人民币升值,外资涌入相对海外折价的家电龙头;(2)国内宏观环境偏滞胀,通胀或低估值品种(家电、农业、医药、银行)表现突出,相反上游周期行业集体熄火;(3)家电龙头三季报体现较强韧性,估值切换顺理成章。未来判断上,我们倾向于认为家电股的估值切换已基本完成,接下来三个月进入业绩真空期,积极的终端动销(量价均需关注)能够助推板块进一步上行,而反之亦然:(1)过去14年中有5年家电当年四季度+次年前两个月的累计超额回报大于10个百分点,过去5年中仅有2017年达到该成就;(2)核心标的/大盘PE已回升至历史均值+1标准差以上。个股考虑性价比和催化剂,推荐美的集团(终端动销稳定,三季度安装卡双位数增长),格力电器(股改阶段性落地+分红率修复预期),华帝股份(近期PE/G回升至0.9,竣工回暖带来基本面和估值修复)。
- **基本面:9月空调内销转正,大厨电零售摆脱底部,19Q3终端价格进一步承压。销量端:(1)空调:9月空调出货同比+8%为年内新高,预计19Q4内销大个位数增长(低基数效应),出口面临高基数压力,10月空调行业排产较去年实绩+15%,其中内销同比+10%;9月全渠道零售量同比-2%,终端景气环比下滑;整体看行业处于去库存周期,产业在线口径渠道库存约4000万套,根据调研渠道库存压力缓解,格力多省销售公司库存/全年任务去化至20%-25%,但高于健康水位(15%-20%)。(2)大厨电:9月油烟机全渠道零售同比-6%,自今年5月起该数据呈现正负交替,已经摆脱2018年出现的连续双位数下滑,与之对应2018年也是交房面积的底部区间,19H2交房同比开始逐月回暖。价格端:19年上半年空调行业均价同比下降1%,19Q3加大促销+线下均价同比下浮7%,9月格力均价下探8%+零售量占比回升17pcts;冰洗零售均价稳定,19Q3主流品牌价格同比≤5%,相较19H1的8%左右边际递减;19Q3油烟机线下均价同比-6%,跌幅较19H1扩大,老板方太降价趋势跟随但幅度小于行业。地产方面:9月商品房竣工面积同比转正,交房确定性改善值得期待。**
- **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 (11.11)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000651	格力电器	3,679.82	61.17	4.36	4.76	5.18	14.03	12.85	11.81	买入
002035	华帝股份	103.41	11.85	0.78	0.90	0.97	15.19	13.17	12.22	买入
000333	美的集团	3,969.05	57.20	2.91	3.45	3.72	19.66	16.58	15.38	买入

数据来源:Wind, 财通证券研究所

## 内容目录

1、投资逻辑：估值切换或已基本完成.....	4
2、基本面：低基数助空调出货，终端价格竞争激烈.....	5
2.1 9月出货：空调销量同比+8%.....	5
2.2 9月零售：需求低迷，价格下探.....	6
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：销售持续走强，竣工同比转正.....	10
3、估值水平：时间换空间.....	12
4、资金面：三季度公募基金减配家电.....	16
4.1 基金持仓分析：19Q3 家电配置比例下降.....	16
4.2 上周陆股通持仓变化.....	17
5、上周行业回顾.....	20
5.1 行情回顾.....	20
5.2 上周重要公告.....	22
6、风险提示.....	22

## 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 2：9 月家用空调月度内销量（万台）.....	5
图 3：9 月家用空调月度出口量（万台）.....	5
图 4：9 月冰箱月度内销量（万台）.....	5
图 5：9 月冰箱月度出口量（万台）.....	5
图 6：9 月洗衣机月度内销量（万台）.....	6
图 7：9 月洗衣机月度出口量（万台）.....	6
图 8：9 月空调行业零售量推总同比.....	6
图 9：9 月空调品牌线下均价同比.....	6
图 10：线下空调零售量占比.....	7
图 11：线上空调零售量占比.....	7
图 12：9 月油烟机行业零售量推总同比.....	7
图 13：9 月油烟机品牌线下均价同比.....	7
图 14：线下油烟机零售量占比.....	8
图 15：线上油烟机零售量占比.....	8
图 16：9 月冰箱行业零售量推总同比.....	8
图 17：9 月冰箱品牌线下均价同比.....	8
图 18：9 月洗衣机行业零售量推总同比.....	8
图 19：9 月洗衣机品牌线下均价同比.....	8
图 20：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）.....	9
图 21：长江有色市场平均铜价（元/吨）.....	9
图 22：长江有色市场平均铝价（元/吨）.....	9
图 23：塑料（ABS）价格（元/吨）.....	9
图 24：空调零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 25：冰箱零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 26：洗衣机零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 27：油烟机零售均价和原料成本同比变化.....	10
图 28：全国商品房销售面积累计增速.....	11
图 29：各级城市单月销售面积增速（房管局）.....	11
图 30：19 年下半年竣工回暖可期.....	11
图 31：9 月交房面积同比转正.....	11
图 32：主要品种相对 PE 回落至均值+1 标准差以下.....	12
图 33：PB-ROE 视角：等待 PB 回落+验证 ROE 回升持续性.....	12
图 34：上证 50/全部 A 股 PE 中位数.....	14
图 35：深证 100/全部 A 股 PE 中位数.....	14
图 36：消费相对其他行业的业绩优势面临收窄可能.....	14

图 37: 2005 年至今各行业绝对收益排名	15
图 38: 主动公募家电配置比例	16
图 39: 主动公募家电超配比例	16
图 40: 主动公募家电行业配置比例	16
图 41: 主动公募家电细分行业超配比例	16
图 42: 19Q3 主动公募各行业超配比例	17
图 43: 19Q3 主动公募各行业增配比例	17
图 44: 家电行业超配比例历史百分位	17
图 45: 各行业超配比例历史百分位	17
图 46: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 47: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 48: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 49: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 50: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 51: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股)	19
图 52: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 53: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 54: 莱克电气陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 55: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股)	20
图 56: 家电板块年初至今涨跌幅	21
图 57: 上周家电行业涨跌幅	21
图 58: 申万一级行业涨跌幅	21
图 59: 家电板块 PE(TTM)	21
表 1: 重点公司 2019 年估值水平	13
表 2: 上周陆股通持仓情况变化	18
表 3: 上周个股涨幅前五位	21
表 4: 上周个股跌幅前五位	21
表 5: 上周重点公司公告	22

## 1、投资逻辑：估值切换或已基本完成

- 多因素推动家电领涨四季度，后续上行空间或将收窄。**我们屡次强调四季度是家电股投资的舒适区，即便如此 10 月-11 月第一周家电领涨市场已超出预估，期间家电+12.2%，跑赢 Wind 全 A 指数 9.6 个百分点，新宝、华帝、海尔、老板的涨幅超过 20%。凌厉表现的背后包含几个原因：(1) MSCI 提升 A 股纳入系数+人民币升值，外资涌入相对海外折价的家电龙头；(2) 国内宏观环境偏滞胀，通胀或低估值品种（家电、农业、医药、银行）表现突出，相反上游周期行业集体熄火；(3) 家电龙头三季报体现较强韧性，估值切换顺理成章。未来判断上，我们倾向于认为家电股的估值切换已基本完成，接下来三个月进入业绩真空期，积极的终端动销（量价均需关注）能够助推板块进一步上行，而反之亦然：(1) 过去 14 年中有 5 年家电当年四季度+次年前两个月的累计超额回报大于 10 个百分点，过去 5 年中仅有 2017 年达到该成就；(2) 核心标的/大盘 PE 已回升至历史均值+1 标准差以上。个股考虑性价比和催化剂，推荐美的集团（终端动销稳定，三季度安装卡双位数增长），格力电器（股改阶段性落地+分红率修复预期），华帝股份（PE/G 落至 0.7 充分反映悲观预期，竣工回暖带来基本面和估值修复）。
- 基本面：9 月空调内销转正，大厨电零售摆脱底部，19Q3 终端价格进一步承压。**销量端：(1) 空调：9 月空调出货同比+8%为年内新高，预计 19Q4 内销大个位数增长（低基数效应），出口面临高基数压力，10 月空调行业排产较去年实绩+15%，其中内销同比+10%；9 月全渠道零售量同比-2%，终端景气环比下滑；整体看行业处于去库存周期，产业在线口径渠道库存约 4000 万套，根据调研渠道库存压力缓解，格力多省销售公司库存/全年任务去化至 20%-25%，但高于健康水位（15%-20%）。(2) 大厨电：9 月油烟机全渠道零售同比-6%，自今年 5 月起该数据呈现正负交替，已经摆脱 2018 年出现的连续双位数下滑，与之对应 2018 年也是交房面积的底部区间，19H2 交房同比开始逐月回暖。价格端：19 年上半年空调行业均价同比下降 1%，19Q3 加大促销+线下均价同比下浮 7%，9 月格力均价下探 8%+零售量占比回升 17pcts；冰洗零售均价稳定，19Q3 主流品牌价格同比≤5%，相较 19H1 的 8%左右边际递减；19Q3 油烟机线下均价同比-6%，跌幅较 19H1 扩大，老板方太降价趋势跟随但幅度小于行业。地产方面：9 月商品房竣工面积同比转正，交房确定性改善值得期待。

**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	-1.0	-0.5	4.0	5.2	

数据来源：Wind，财通证券研究所

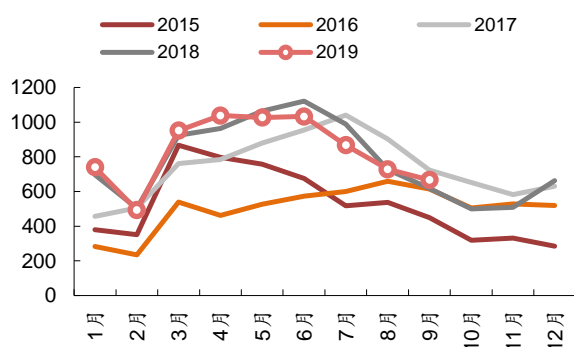
## 2、基本面：低基数助空调出货，终端价格竞争激烈

### 2.1 9月出货：空调销量同比+8%

■ **9月空调：低基数促内销同比转正，北美需求带动外销回升。**2019年9月家用空调总出货971万台(yoy+8%)，累计同比-2%；其中内销667万台(yoy+8%)，累计同比-1%；出口304万台(yoy+8%)，累计同比-2%。8-9月内销增长由负转正，低基数效应占据主导(预计10-11月基数仍然较低)，此外终端零售同比相较去年同期略有好转；出口方面，北美市场提前启动带动增速上扬。上市公司方面，9月格力、美的、海尔、奥克斯内销同比-9%、+52%、+49%、+45%，出口同比-3%、+13%、+0%、+4%。9月终端价格竞争激烈，美的进攻性较强，新冷年开盘后格力积极应对(零售市占率大幅回升)。

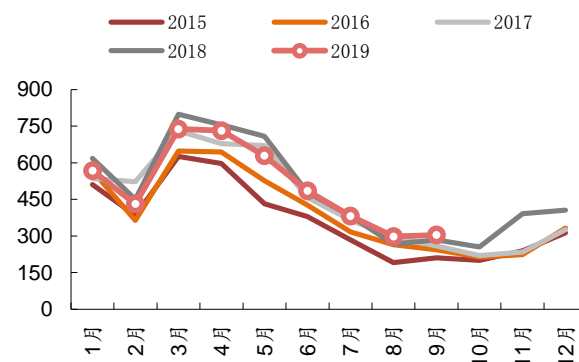
■ **9月冰箱&洗衣机：818促销削弱9月内需，高基数致出口增速回落。**9月冰箱出货量643万台，同比+0%，其中内销365万台(yoy-1%)，出口278万台(yoy+1%)，818大促削弱9月内需，出口受美国拖累增幅收窄，18Q4外销高基数可能制约出口表现。9月洗衣机出货596万台(yoy-4%)，其中内销417万台(yoy-4%)，出口179万台(yoy-4%)增速回落，洗衣机旺季启动后第一个月内销略显疲软，这与双11流量截取互相关联。

图2：9月家用空调月度内销量(万台)



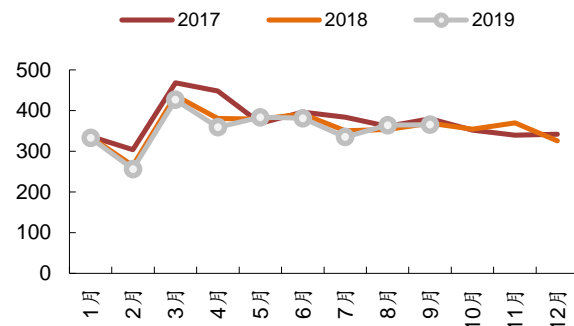
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图3：9月家用空调月度出口量(万台)



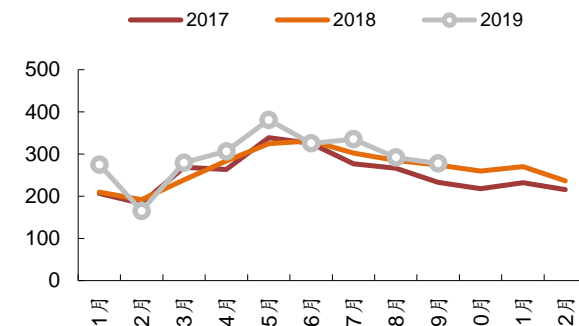
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：9月冰箱月度内销量(万台)



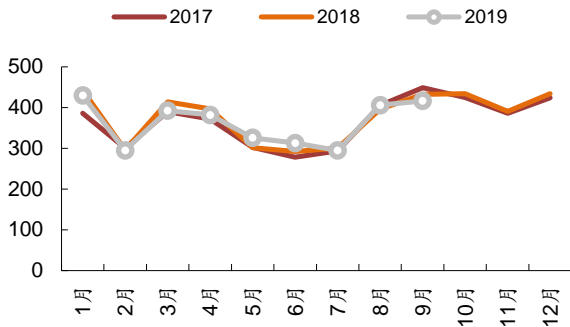
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图5：9月冰箱月度出口量(万台)



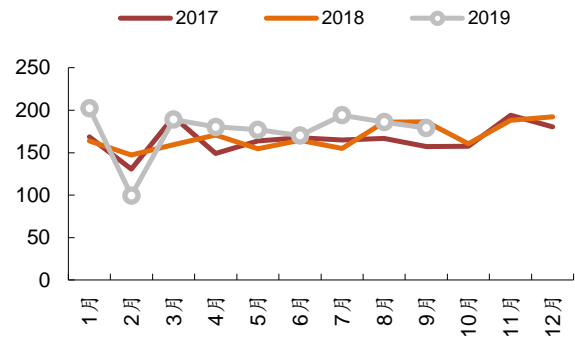
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：9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7：9月洗衣机月度出口量（万台）

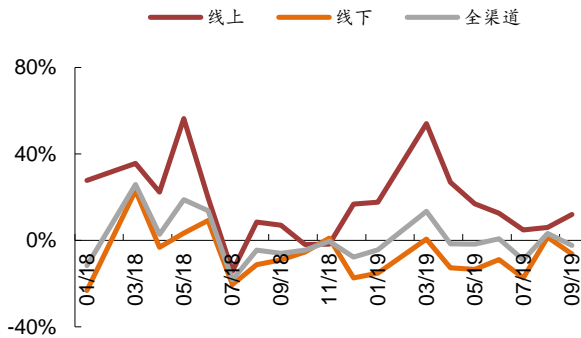


数据来源：产业在线，财通证券研究所

## 2.2 9月零售：需求低迷，价格下探

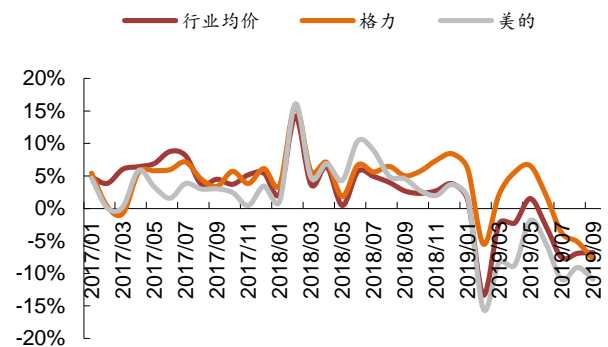
- 9月空调零售：销量增速低迷，价格竞争扩大，格力加大促销抢占份额。**奥维云网推总数据显示，9月空调线下零售量181万套，同比-6%，零售额72亿元，同比-11%；空调电商零售量62万台，同比+12%，零售额18亿元，同比+4%。9月介于8月大促和十一国庆，叠加“金九银十”地产销售平淡，空调销售较为低迷，价格竞争愈加激烈，行业线下均价同比-7%，格力/美的线下均价同比分别-8%/-11%，其中格力在新冷年开盘后加大促销力度，其9月线下零售量占比大幅提升至41%。分地区看，市场增长主要集中在中南、华东等省份，其中广东、湖南、安徽、江苏等零售量同比保持双位数增长。

图8：9月空调行业零售量推总同比



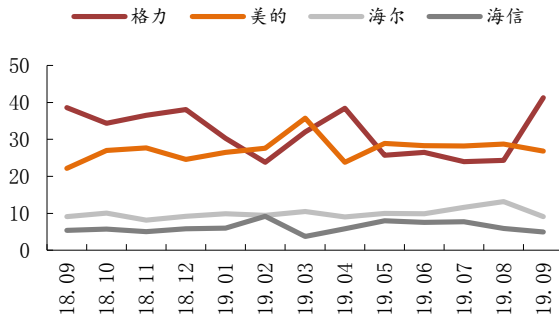
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图9：9月空调品牌线下均价同比



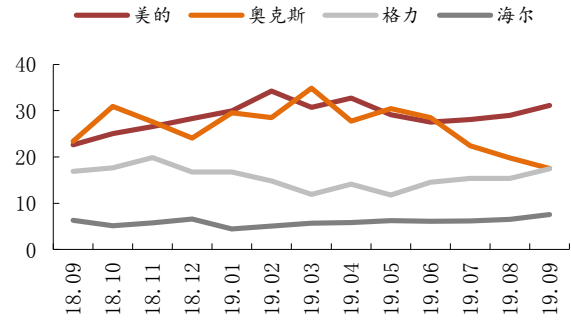
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图10：线下空调零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

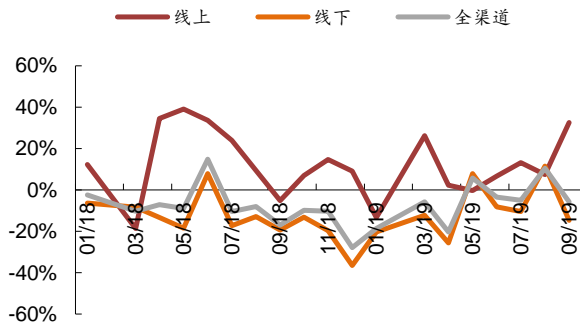
图11：线上空调零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

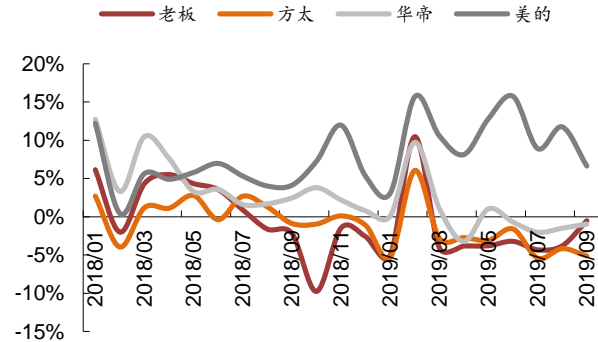
- 9月厨电零售：线上表现突出，整体依然低迷。**奥维云网推总数据显示，9月线下油烟机零售额22亿元，同比-18%，零售量148万台，同比-15%，受8月促销和10月国庆夹逼影响，线下市场幅度下滑较大。9月油烟机线上市场零售额7亿，同比+24%，零售量54万台，同比+33%，平台下沉+华帝新零售战略带动线上市场较大幅度增长。从产品结构上看，近吸依然表现强势，在低端市场持续抢占份额。从地域上看，西南华东地区占比稳健，持续动销能力较强。

图12：9月油烟机行业零售量推总同比



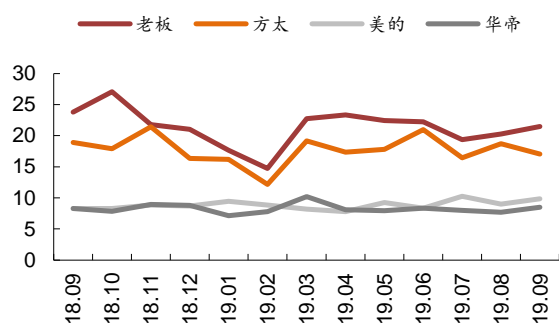
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图13：9月油烟机品牌线下均价同比



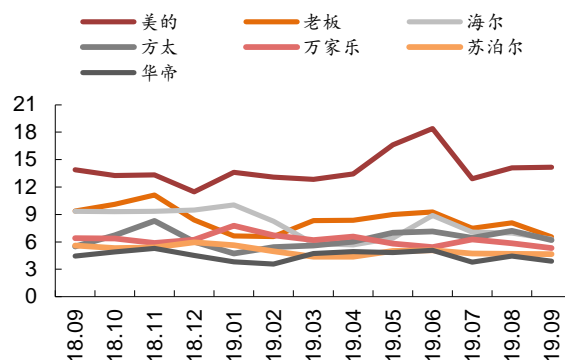
数据来源：中怡康，财通证券研究所

图14：线下油烟机零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

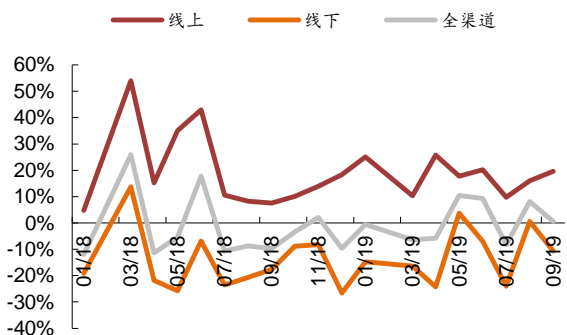
图15：线上油烟机零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

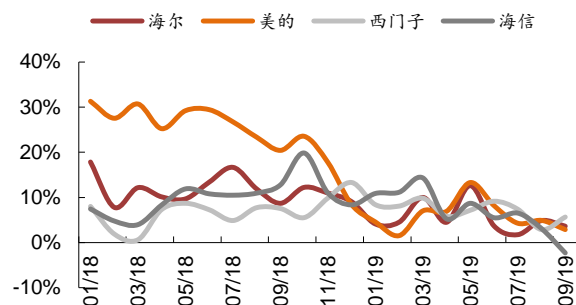
■ 9月冰箱 & 洗衣机：销量增长回落，线上价格下滑。9月冰箱全渠道零售量 yoy+1%，零售额 yoy-5%，相较8月增速有所回落。类似地，9月洗衣机全渠道零售量 yoy+0%，零售额 yoy-4%。8月线下促销大幅透支市场需求，9月市场迅速回到低迷状态，线上均价同比明显下降凸显市场艰难。

图16：9月冰箱行业零售量推总同比



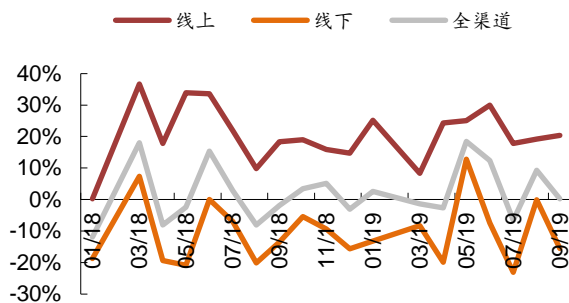
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图17：9月冰箱品牌线下均价同比



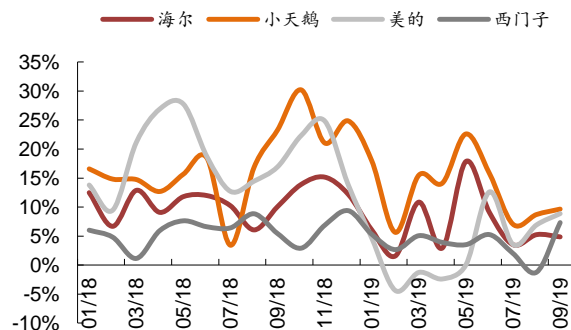
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图18：9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19：9月洗衣机品牌线下均价同比



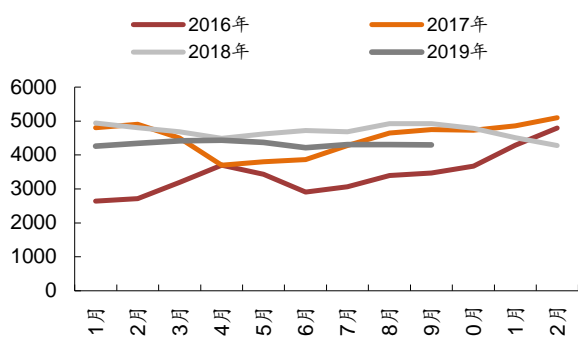
数据来源：产业在线，财通证券研究所



### 2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差

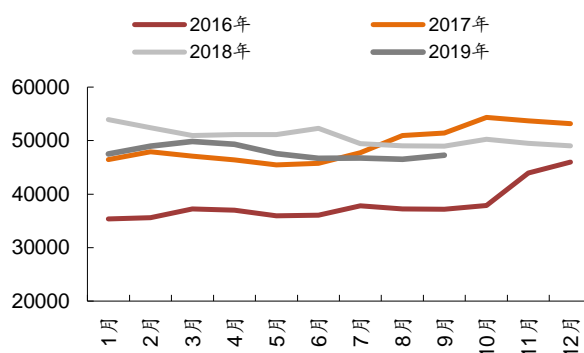
- 整体来看，家电主要原材料价格在 17 年底和 18 年初达到阶段性顶峰，并在 18 年大部分时间高位盘整，较为明显的回落出现在 18 年下半年。19 年家电成本端迎来红利，19Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-10%、-7%、-4%、-19%；19Q2 的同比变化分别为-6%、-7%、-3%、-20%；19Q3 的同比变化分别为-11%、-5%、-2%、-21%。

图20：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



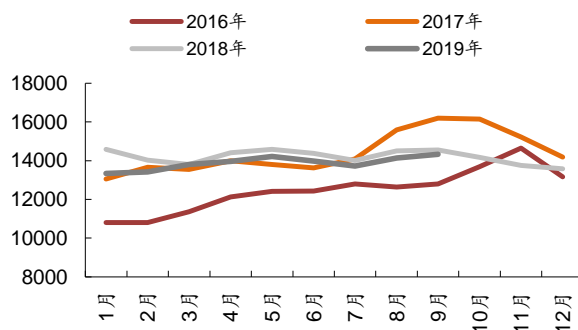
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：长江有色市场平均铜价（元/吨）



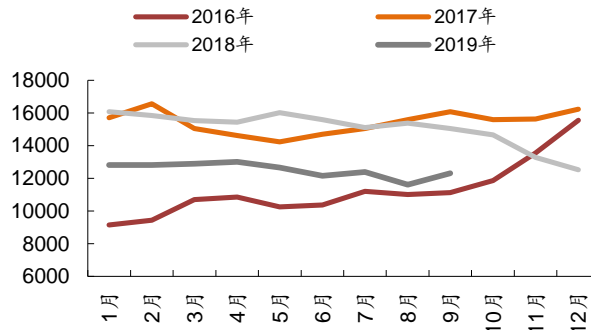
数据来源：Wind，财通证券研究所

图22：长江有色市场平均铝价（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

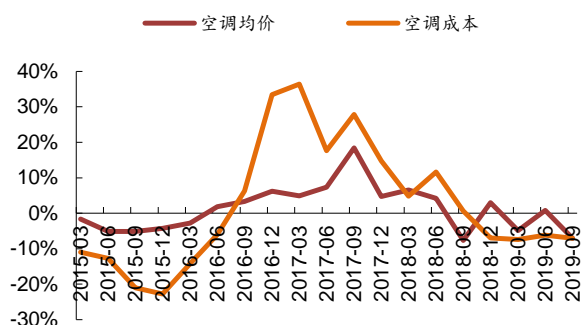
图23：塑料（ABS）价格（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

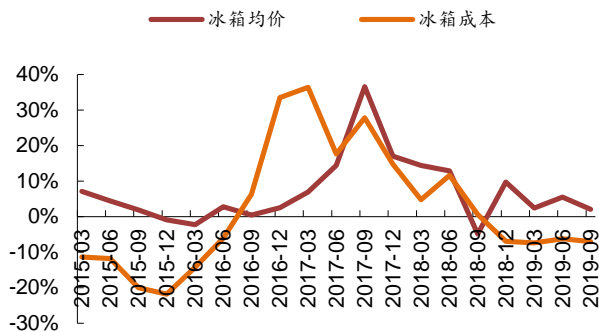
- **利润率角度**，家电行业的均价-成本剪刀差在 2015 年最为显著，2017 年则见证了最为严峻的成本上涨，2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长，其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利，空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长，油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。

图24：空调零售均价和原料成本同比变化



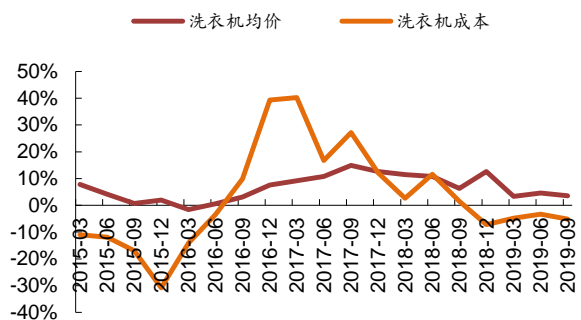
数据来源：Wind，财通证券研究所

图25：冰箱零售均价和原料成本同比变化



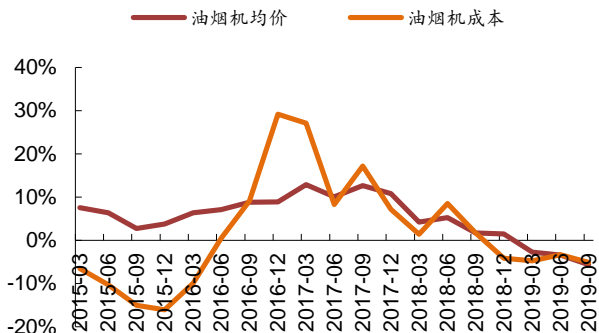
数据来源：Wind，财通证券研究所

图26：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27：油烟机零售均价和原料成本同比变化

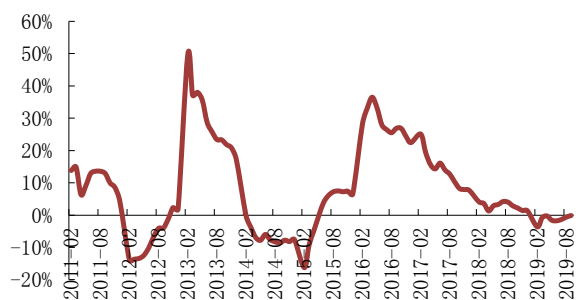


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.4 地产周期：销售持续走强，竣工同比转正

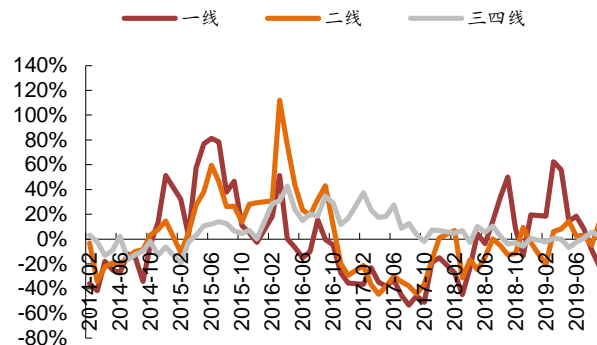
- 统计局 1-9 月地产销售：低基数+因城施策+房企加大推盘，销售继续走强，预计全年销量同比+0.5%。1-9 月商品房销售面积累计同比-0.1%，较 1-8 月+0.5 个百分点，9 月单月销售面积同比+2.9%，较 8 月增速-1.7 个百分点，1-9 月销售金额同比+7.1%，较 1-8 月+0.4pct。销售数据走强主要源于：(1) 低基数效应将持续至 2020 年上半年；(2) 融资趋紧促使企业加大推盘及促销；(3) “因城施策”下西部销量持续好于全国。综合考虑低基数、城市独立周期、房企加大推盘，预计 2019 年全年销售面积同比+0.5%。

图 28：全国商品房销售面积累计增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

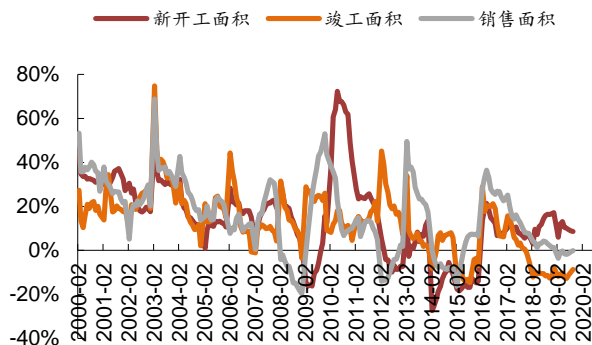
图 29：各级城市单月销售面积增速（房管局）



数据来源：Wind，财通证券研究所

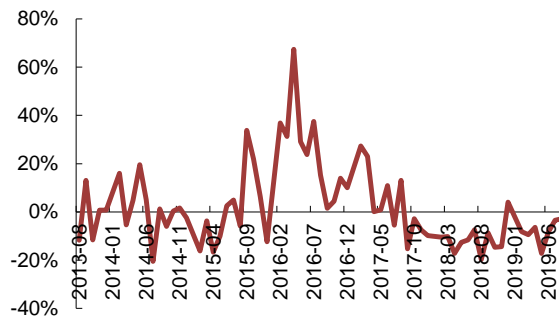
- **9 月商品房竣工同比转正，19H2 竣工确定性回暖值得期待。**1-9 月商品房竣工同比-8.6%，较 1-8 月收窄 1.4 个百分点，连续 4 个月收窄；9 月单月竣工同比+4.8%，较 8 月提升 2.0pct，考虑到统计局竣工数据质量不高，行业真实竣工数据可能更好，主流房企的竣工交付都将确定性大幅增长。
- **2014 年后新开工-竣工时滞延长至 3 年左右。**历史数据显示 2014 年前新开工同比领先于竣工同比约 2~2.5 年，14 年以后领先时滞延长至 3 年左右，其原因主要有两点：（1）去杠杆+紧信用造成资金压力，房企“抢开工”快速获取预售证和销售回款，同时放缓后续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。

图 30：19 年下半年竣工回暖可期



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 31：9 月交房面积同比转正

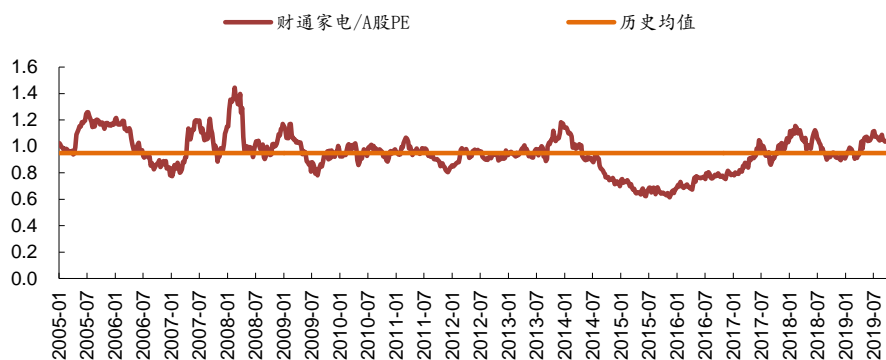


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3、估值水平：时间换空间

- **相对 A股 PE 重回至均值+1 标准差以上。**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 1.13，落至历史均值+1 倍标准差 (1.09) 以上，近 2 年的阶段高点出现在 18 年 2 月 (1.16，未触及均值+2 倍标准差 1.23)。

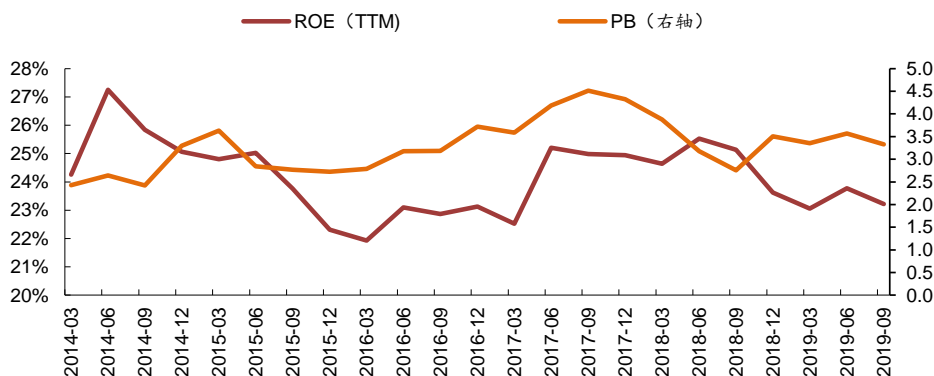
图 32：主要品种相对 PE 回落至均值+1 标准差以下



数据来源：Wind，财通证券研究所

- **PB-ROE 视角：ROE (TTM) 仍在筑底，PB 回落至历史均值。**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 年三季报 ROE (TTM) 为 23.8%，环比中报下降 0.6 个百分点，通过拆分可得权益乘数环比下降，而净利率环比上升，周转率基本持平，仍需等待 ROE 持续改善的信号。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 年三季报 17 只家电股的整体 PB 为 3.3，回归 2014 年至今均值，理想状态下我们需要等待 PB 适度回撤+ROE 持续改善来捕捉较为优质的投资机遇。

图 33：PB-ROE 视角：等待 PB 回落+验证 ROE 回升持续性



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

- 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，美的、海尔介于 1.0 和 1.2 之间，格力升至 1.4；小家电龙头享受稳定溢价；厨电板块略有分化，老板电器 2.2，华帝股份和浙江美大估值偏低，PE/G 分别为 0.74 和 0.83。

**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	8.75	14.07	1.61
	美的集团	17.42	17.50	1.00
	海尔智家	19.39	13.01	0.67
	海信家电	16.36	9.93	0.61
	长虹美菱	112.12	65.86	0.59
	三花智控	9.18	29.53	3.22
厨电	老板电器	8.89	19.39	2.18
	华帝股份	15.33	14.10	0.92
	浙江美大	23.61	21.18	0.90
	万和电气	17.71	12.47	0.70
小家电	苏泊尔	15.86	36.10	2.28
	九阳股份	10.50	23.47	2.24
	新宝股份	31.86	20.01	0.63
	莱克电气	17.41	19.73	1.13
	飞科电器	-7.72	20.93	n.a.
黑电	TCL 集团	9.66	13.70	1.42
	海信电器	-7.86	38.53	n.a.
	创维数字	74.50	19.81	0.27
	兆驰股份	48.17	18.08	0.38

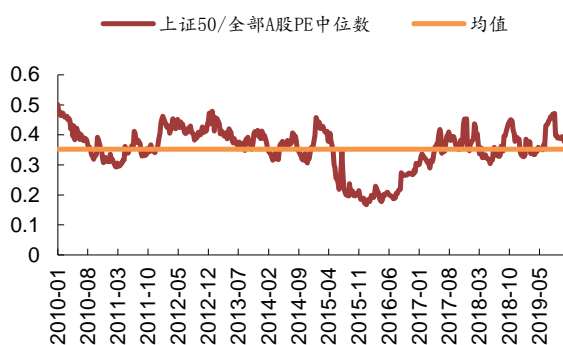
数据来源：Wind，财通证券研究所；注：2019 年业绩增速为 Wind 一致预期

- 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、0.43、0.50，当前水位 0.39 相对合理；深证 100/全部 A 股的均值、均值+1 标准差、均值+2 标准差则为 0.65、0.76、0.87，当前水位 1.0。

(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如何发展。从 19 年三季报看，消费相对金融和科技的业绩优势已经不像以往几年那般显著。

图 34：上证 50/全部 A 股 PE 中位数



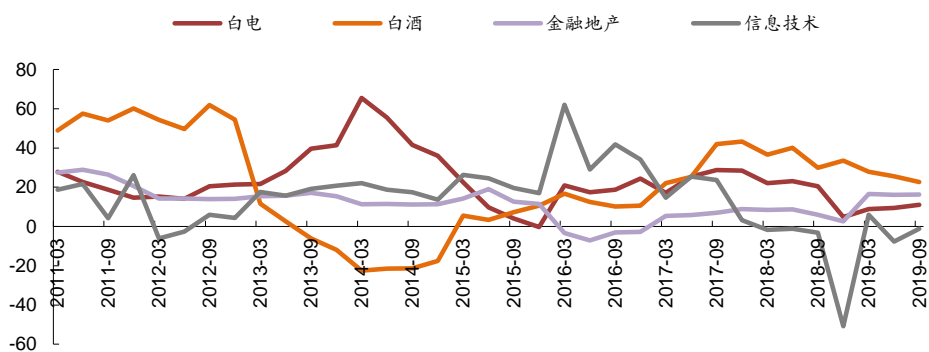
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 35：深证 100/全部 A 股 PE 中位数



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 36：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 37：2005 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	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	计算机
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	非银金融
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	医药生物
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	国防军工
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	银行
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	通信
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	综合
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	机械设备
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	交通运输
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	房地产
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	轻工制造
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	传媒
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	有色金属
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	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	采掘
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	纺织服装
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

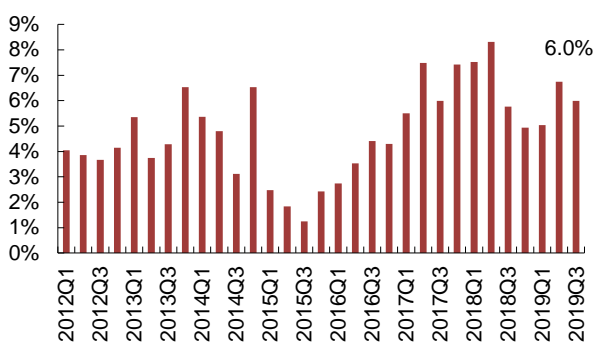
数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 4、资金面：三季度公募基金减配家电

##### 4.1 基金持仓分析：19Q3 家电配置比例下降

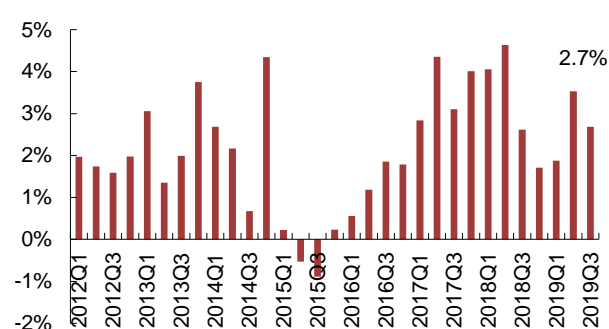
■ **19Q3 主动公募大幅加配家电股，白电小家电受青睐。**整体来看，19Q3 主动公募基金适当减配家电了，其配置比例为 6.0%，环比下降 0.7 个百分点，19Q3 家电的超配比例 2.7%，环比下降 0.8 个百分点。细分行业看，19Q3 公募几乎减持所有家电细分行业，其中白电仓位环比-0.5 个百分点，大厨电和小家电仓位环比下降 0.1 个百分点，照明设备、黑电仓位基本持平。从百分位分析（2012 年-至今），小家电、白电、大厨电、照明设备、黑电超配比例的历史百分位分别为 90%、74%、52%、48%、10%，也就是说基金对小家电板块的超配水平高过 2012 年至今 90% 时段，而其对黑电的配置几乎落在历史底部。

图 38：主动公募家电配置比例



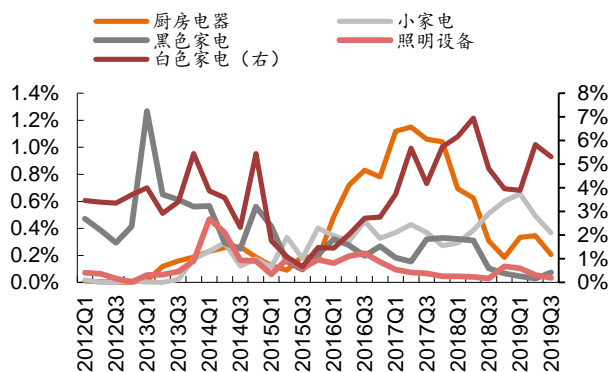
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 39：主动公募家电超配比例



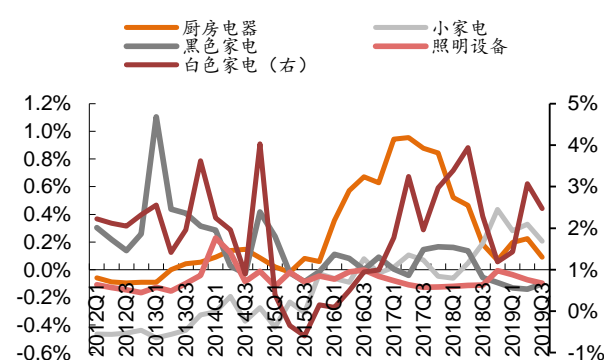
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 40：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 41：主动公募家电细分行业超配比例



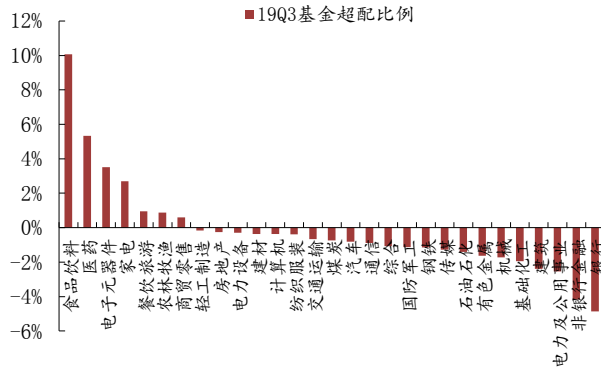
数据来源：Wind，财通证券研究所

■ **行业比较角度，19Q3 公募增配电子、通信、化工，减配银行、非银、食品饮料。**超配比例排序，19Q3 主动公募青睐食品饮料、医药、电子，超配比例分别为 10.1%、5.3%、3.5%。增配比例排序，三季度公募基金加仓最多的行业是电子、通信、化工，环比增配比例为 2.8、0.3、0.3 个百分点。从历史百分位分析，交运、食品饮料、农林牧渔的超配水平处在历史高位，分别位于 2012-至今的 94%、87%、94%、87% 分位，而传媒、石油石化、军



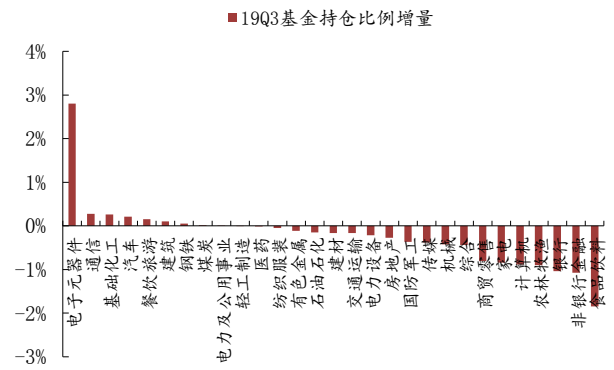
工的超配比例位于 2012-至今的 13%、3%、3%、3%分位，处在较低水平。

图 42：19Q3 主动公募各行业超配比例



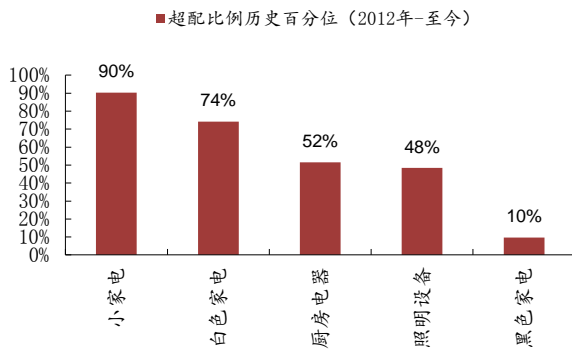
数据来源：财通证券研究所

图 43：19Q3 主动公募各行业增配比例



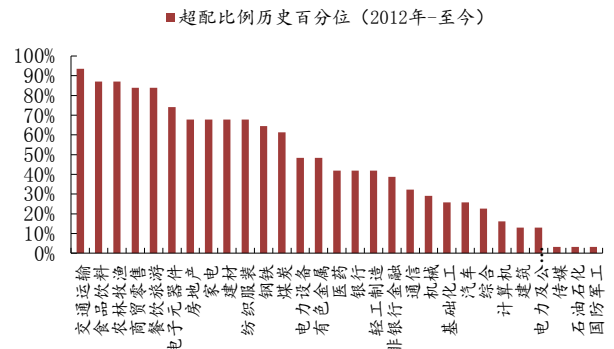
数据来源：财通证券研究所

图 44：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 45：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

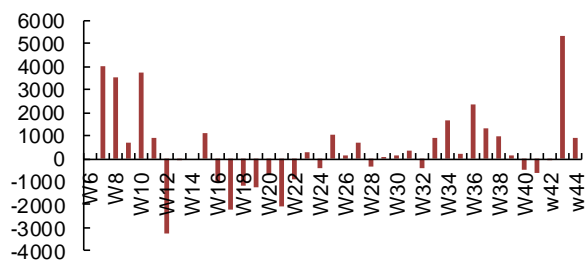
■ 上周陆股通家电股持仓变化：从持股数量的绝对变化上看，上周外资增持最多的三个标的为海尔智家 (+4536.94 万股)、美的集团 (+1399.72 万股)、三花智控 (+151.46 万股)，减持最多的三只股票为 TCL 集团 (-2824.74 万股)、老板电器 (-452.51 万股)、海信家电 (-274.49 万股)。从流通股占比变化的角度，上周陆股通增持前三位为海尔智家 (+0.74pcts)、海信电器 (+0.57pcts)、三花智控 (+0.42pcts)，减持前三位是老板电器 (-0.47pcts)、海信家电 (-0.30pcts)、TCL 集团 (-0.21pcts)。

**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）
海尔智家	4536.94	14.17	0.74
海信电器	747.36	2.37	0.57
三花智控	1221.31	10.08	0.44
九阳股份	316.92	4.18	0.42
奥佳华	133.08	2.23	0.23
美的集团	1399.72	16.19	0.19
格力电器	904.77	12.93	0.15
华帝股份	116.90	3.28	0.14
苏泊尔	26.82	5.50	0.03
兆驰股份	152.05	0.61	0.03
飞科电器	9.01	0.51	0.02
奋达科技	21.03	0.16	0.01
深康佳 A	14.17	1.29	0.01
四川长虹	0.00	0.04	0.00
日出东方	0.00	0.00	0.00
惠而浦	-0.25	0.00	0.00
银河电子	0.00	0.07	0.00
奥马电器	-0.01	0.00	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
莱克电气	-12.91	0.80	-0.03
欧普照明	-18.94	2.01	-0.03
荣泰健康	-2.90	2.18	-0.05
创维数字	-131.52	0.18	-0.12
TCL 集团	-2824.74	1.15	-0.21
海信家电	-274.49	4.42	-0.30
老板电器	-452.51	12.43	-0.47

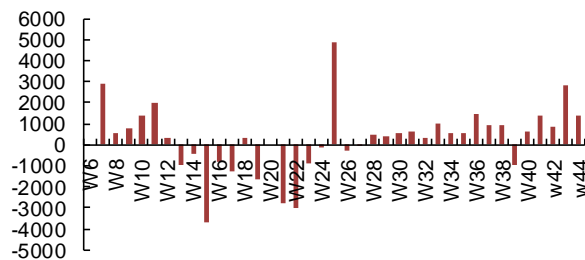
数据来源：Wind，财通证券研究所

图46: 格力电器陆股通周度持股数变化(万股)



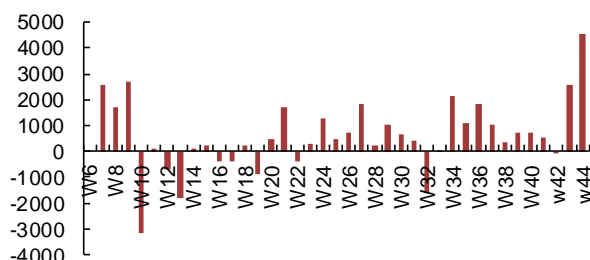
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47: 美的集团陆股通周度持股数变化(万股)



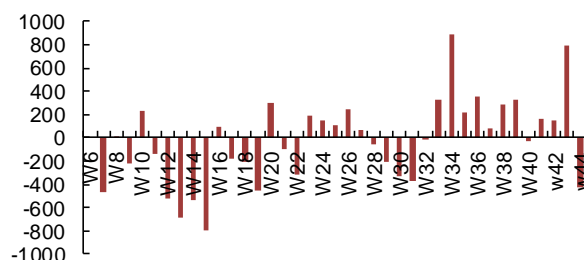
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48: 海尔智家陆股通周度持股数变化(万股)



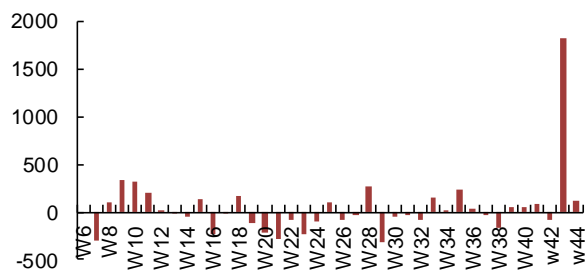
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图49: 老板电器陆股通周度持股数变化(万股)



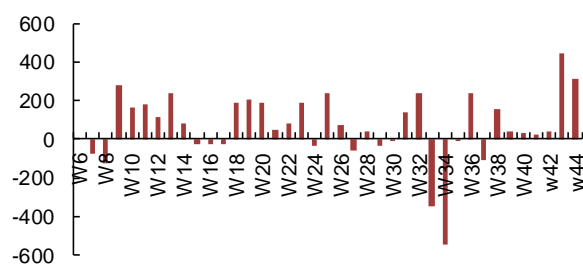
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图50: 华帝股份陆股通周度持股数变化(万股)



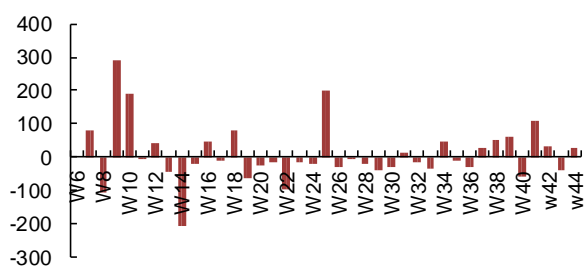
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图51: 九阳股份陆股通周度持股数变化(万股)



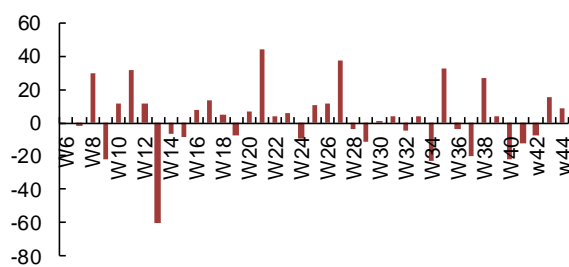
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图52：苏泊尔陆股通周度持股数变化（万股）



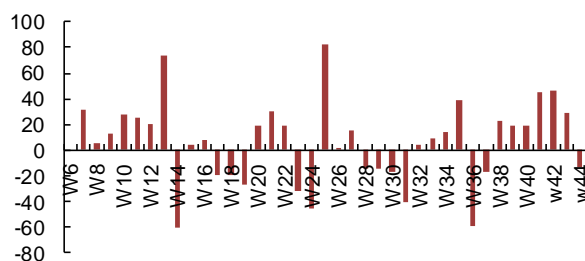
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53：飞科电器陆股通周度持股数变化（万股）



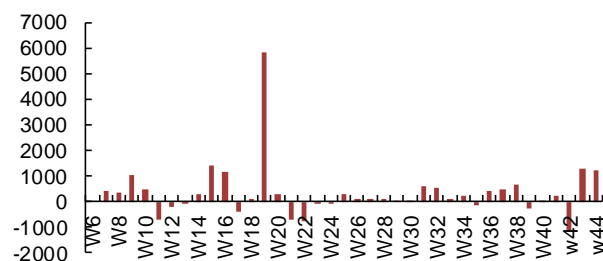
数据来源：Wind，财通证券研究所

图54：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55：三花智控陆股通周度持股数变化（万股）



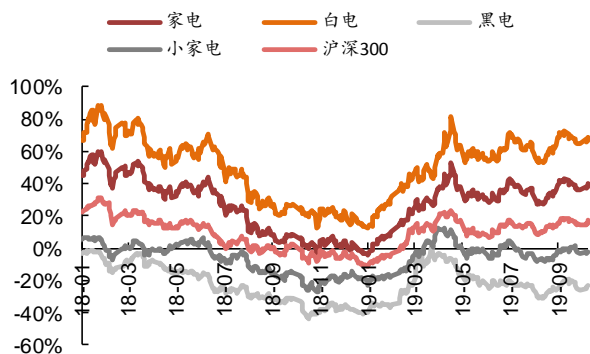
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5、上周行业回顾

### 5.1 行情回顾

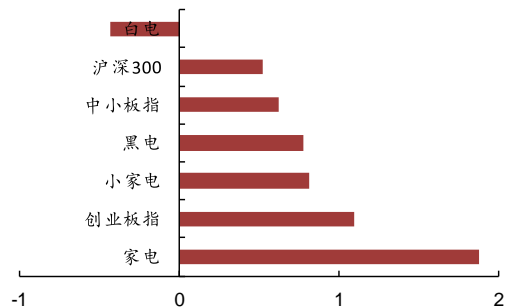
- 上周板块表现：**上周家电行业+1.88%，位列 28 个申万一级行业第 9 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨跌幅分别+0.43%、+0.62%、+1.10%。细分板块来看，上周白色家电-0.43%，黑色家电-0.78%，小家电 1.82%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：闽灿坤 B(+9.38%)、东贝 B 股(+8.09%)、创维数字 (+7.95%)、奋达科技 (+7.78%)、九阳股份 (+7.20%)。

图56: 家电板块年初至今涨跌幅



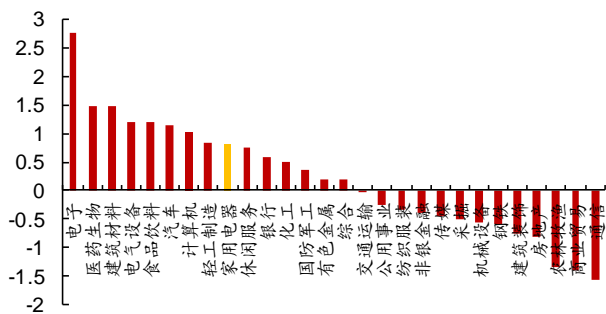
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图57: 上周家电行业涨跌幅



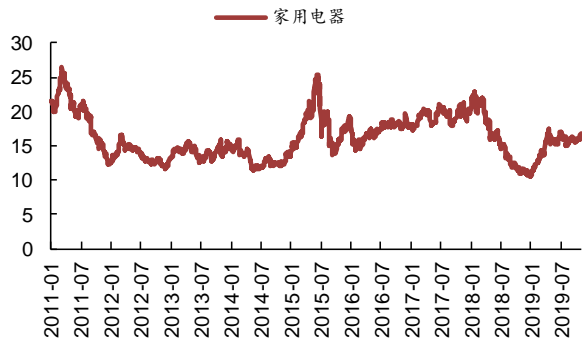
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图58: 申万一级行业涨跌幅



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图59: 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 (%)
200512.SZ	闽灿坤 B	9.38
900956.SH	东贝 B 股	8.09
000810.SZ	创维数字	7.95
002681.SZ	奋达科技	7.78
002242.SZ	九阳股份	7.20

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 (%)
300342.SZ	天银机电	-6.44
002705.SZ	新宝股份	-7.49
600870.SH	厦华电子	-8.88
002668.SZ	奥马电器	-10.67

603996.SH

中新科技

-12.19

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
海尔智家	《海尔智家股份有限公司可转债转股结果暨股份变动公告》	转股情况: 截至 2019 年 10 月 31 日, 累计有 967,000 元海尔转债转换成公司股票, 因转股形成的股份数量累计为 66,199 股, 占 10 月可转债转股前公司已发行股份总额的 0.001%。未转股可转债情况: 截至 2019 年 10 月 31 日, 尚未转股的海尔转债金额为人民币 3,006,523,000 元, 占海尔转债发行总量的比例为 99.968%。
三花智控	《浙江三花智能控制股份有限公司关于 2018 年限制性股票激励计划第一个解除限售期解除限售股份上市流通的提示性公告》	浙江三花智能控制股份有限公司于 2019 年 10 月 24 日召开第六届董事会第五次临时会议, 审议通过了《关于 2018 年限制性股票激励计划第一个解除限售期解除限售条件成就的议案》, 董事会认为关于《浙江三花智能控制股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划(草案)》第一个解除限售期解除限售条件已满足, 董事会将根据 2018 年第一次临时股东大会对董事会的相关授权, 办理符合解除限售条件的限制性股票解除限售事宜
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 11 月 5 日, TCL 集团股份有限公司回购 566 万股, 成交金额 1,961.24 万元, 成交均价 3.47 元/股。自首次实施回购至 2019 年 11 月 5 日, 公司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 513,438,222 股, 占公司总股本的 3.80%, 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 3.40 元/股, 成交总金额为 174,757.01 万元。
海信家电	《海信家电集团股份有限公司关于签署《金融服务协议》的关联交易公告》	海信家电集团股份有限公司于 2019 年 11 月 5 日与海信集团财务有限公司签署了《金融服务协议》, 在该协议下就本公司拟于 2020 年度内在海信财务公司办理的一系列金融服务进行了约定: 协议有效期内, 本公司将接受海信财务公司在其业务范围内提供的一系列金融服务, 包括但不限于存款服务、贷款服务、开具电子银行承兑汇票服务、票据贴现服务及监管部门批准海信财务公司可从事的其他业务
海信电器	《青岛海信电器股份有限公司董事会决议公告》	青岛海信电器股份有限公司第八届董事会第十六次会议于 2019 年 11 月 5 日召开, 本次会议以通讯方式通知和召开, 会议的召集人和主持人为公司董事长。会议应出席的董事八人, 实际出席会议的董事八人。本次会议的召开符合有关法律、行政法规、部门规章、规范性文件和公司章程的相关规定, 审议及批准了《本公司与海信家电 2020 年度日常关联交易议案》。青岛海信电器股份有限公司(及其控股子公司)与海信家电集团股份有限公司(及其控股子公司)预计 2020 年度拟开展的日常关联交易金额不超过 3.22 亿元, 并拟签署《业务合作框架协议》。

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。