

投资评级:增持(维持)

# 家电研究周报 (W47)

## 冰洗销售平稳, 空调价格激战

### 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 《销售数据平淡, 超额回报收敛:家电研究周报 (W46)》 2019-11-25
- 2 《竣工持续回暖, 板块显著回调:家电研究周报 (W45)》 2019-11-18
- 3 《估值切换或已基本完成:家电研究周报 (W44)》 2019-11-13

### 投资要点:

- **年末机构考核+兑现收益, 11月家电先扬后抑跑赢大盘 0.2个百分点。**11月家电先扬后抑, 板块下跌 1.3%, 跑赢大盘 0.2个点, 其在第一周一度跑赢 5.6个点, 而接下来三周因空调价格竞争+年末机构考核, 当月超额回报明显收窄。19Q4至今家电板块+3.5%位列第三(落后于建材和电子)并跑赢 4.2个点, 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(医药、家电、农业、银行)表现突出; (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, 我们认为家电股的估值切换或已过半, 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)配合竣工数据回暖能够助推板块进一步上行, 而反之亦然(空调价格战有愈演愈烈迹象, 或冲击价格体系及渠道稳定): (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, 而过去 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。考虑性价比和催化剂, 推荐美的集团(终端动销稳定, 10 月安装卡双位数增长), 格力电器(股改基本落地, 分红率提升预期), 华帝股份(PE/G 回升至 0.9, 竣工回暖带来基本面和估值修复)。
- **基本面: 10月竣工数据持续好转, 空调内销微幅增长, 大厨电零售量基本持平。****地产数据:** 10月竣工同比+19%, 较上月提升 14pct, 连续三月为正并创年内新高, 预计竣工将迎来趋势性修复。**产品销量:** (1) **空调:** 10月空调内销同比+1%, 该数据建立在全年最低基数之上, 由此可见终端需求平淡+渠道库存较高; 10月全渠道零售量/额同比+4%/-5%, 终端销售以价换量; 全行业渠道库存约 3800 万套, 格力渠道库存 4-5 个月水平。(2) **大厨电:** 10月油烟机全渠道零售量同比-0.1%, 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。**产品价格:** 19 年上半年空调行业均价同比下降 1%, 三季度起行业加大促销和补贴力度, 10 月线下均价同比-7%, 格力/美的/海尔均价同比-6%/-9%/-14%; 冰洗零售均价稳定上浮, 下半年主流品牌价格同比<5%, 相较 19H1 的 8%左右边际递减; 10 月油烟机线下均价同比-4%, 跌幅较 19Q3 收窄, 其中老板/方太/美的/华帝线下均价同比分别为+3%/-5%/+4%/-2%。
- **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 (11.29)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000651	格力电器	3,471.68	57.71	4.36	4.76	5.18	13.24	12.12	11.14	买入
002035	华帝股份	98.70	11.31	0.78	0.90	0.97	14.50	12.57	11.66	买入
000333	美的集团	3,782.76	54.30	2.91	3.45	3.72	18.66	15.74	14.60	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 内容目录

1、 投资逻辑：估值切换或已过半 .....	4
2、 基本面：低基数助空调出货，终端价格竞争加剧 .....	5
2.1 10月出货：空调内销低速增长 .....	5
2.2 10月零售：空调厨电以价换量 .....	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 2：10 月家用空调月度内销量（万台） .....	5
图 3：10 月家用空调月度出口量（万台） .....	5
图 4：10 月冰箱月度内销量（万台） .....	5
图 5：10 月冰箱月度出口量（万台） .....	5
图 6：10 月洗衣机月度内销量（万台） .....	6
图 7：10 月洗衣机月度出口量（万台） .....	6
图 8：10 月空调行业零售量推总同比 .....	6
图 9：10 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 12：10 月油烟机行业零售量推总同比 .....	7
图 13：10 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 16：10 月冰箱行业零售量推总同比 .....	8
图 17：10 月冰箱品牌线下均价同比 .....	8
图 18：10 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 30：10 月竣工同比年内新高 .....	11

图 31: 10 月交房面积同比转正.....	11
图 32: 主要品种相对 PE $\approx$ 历史均值+1 标准差.....	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: 主动公募家电电子行业配置比例.....	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: 家电子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 42: 格力电器陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 43: 美的集团陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 44: 海尔智家陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 45: 老板电器陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 46: 华帝股份陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 47: 九阳股份陆股通周度持股数变化 (万股).....	19
图 48: 苏泊尔陆股通周度持股数变化 (万股).....	20
图 49: 飞科电器陆股通周度持股数变化 (万股).....	20
图 50: 莱克电气陆股通周度持股数变化 (万股).....	20
图 51: 三花智控陆股通周度持股数变化 (万股).....	20
图 52: 家电板块年初至今涨跌幅.....	21
图 53: 上周家电行业涨跌幅.....	21
图 54: 申万一级行业涨跌幅.....	21
图 55: 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：估值切换或已过半

- 年末机构考核+兑现收益，11月家电先扬后抑跑赢大盘 0.2 个百分点。**11月家电先扬后抑，板块下跌 1.3%，跑赢大盘 0.2 个点，其在第一周一度跑赢 5.6 个点，而接下来三周因空调价格竞争+年末机构考核，当月超额回报明显收窄。19Q4 至今家电板块+3.5%位列第三（落后于建材和电子）并跑赢 4.2 个点，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（医药、家电、农业、银行）表现突出；（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，我们认为家电股的估值切换或已过半，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）配合竣工数据回暖能够助推板块进一步上行，而反之亦然（空调价格战有愈演愈烈迹象，或冲击价格体系及渠道稳定）：（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，而过去 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。考虑性价比和催化剂，推荐美的集团（终端动销稳定，10 月安装卡双位数增长），格力电器（股改基本落地，分红率提升预期）、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：10 月竣工数据持续好转，空调内销微幅增长，大厨电零售量基本持平。**地产数据：10 月竣工同比+19%，较上月提升 14pct，连续三月为正并创年内新高，预计竣工将迎来趋势性修复。产品销量：（1）空调：10 月空调内销同比+1%，该数据建立在全年最低基数之上，由此可见终端需求平淡+渠道库存较高；10 月全渠道零售量/额同比+4%/-5%，终端销售以价换量；全行业渠道库存约 3800 万套，格力渠道库存 4-5 个月水平。（2）大厨电：10 月油烟机全渠道零售量同比-0.1%，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。产品价格：19 年上半年空调行业均价同比下降 1%，三季度起行业加大促销和补贴力度，10 月线下均价同比-7%，格力/美的/海尔均价同比-6%/-9%/-14%；冰洗零售均价稳定上浮，下半年主流品牌价格同比<5%，相较 19H1 的 8%左右边际递减；10 月油烟机线下均价同比-4%，跌幅较 19Q3 收窄，其中老板/方太/美的/华帝线下均价同比分别为+3%/-5%/+4%/-2%。

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	0.2	

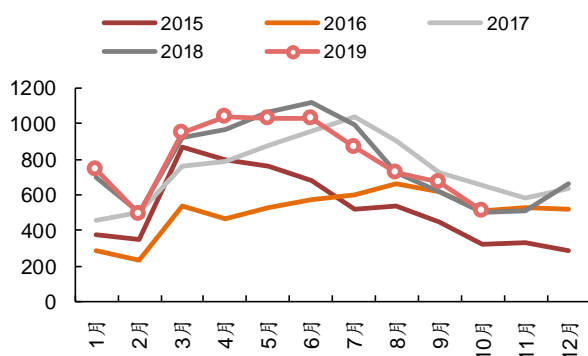
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2、基本面：低基数助空调出货，终端价格竞争加剧

### 2.1 10月出货：空调内销低速增长

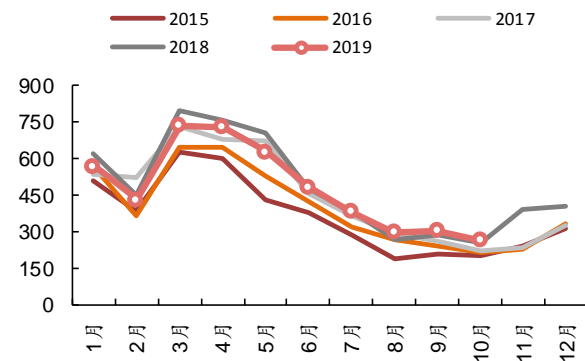
- 10月空调：低基数促内销持续正增长，外销持续正增长。**2019年10月家用空调总出货772万台(yoy+3.1%)，累计同比-2%；其中内销507万台(yoy+1.4%)，累计同比-1%；出口265万台(yoy+6.4%)，累计同比-3%。9-10月内销持续正增长，低基数效应占据主导(11-12月基数仍然较低)；出口端销量持续稳健，因中美贸易摩擦影响相对减弱。上市公司方面，10月格力、美的、海尔、奥克斯内销同比-7%、+17%、+19%、+3%，出口同比-17%、+20%、+18%、+5%。
- 10月冰箱&洗衣机：冰箱内销同比转正，洗衣机出口增速亮眼。**10月冰箱出货量642万台，同比+4%，其中内销369万台(yoy+4%)，出口273万台(yoy+5%)，由于双十一备货冰箱内销同比转正，在低基数下出口增速提升。10月洗衣机出货601万台(yoy+1%)，其中内销421万台(yoy-3%)，出口180万台(yoy+12%)。洗衣机10月内销略显疲软，与双11流量截取互相关联，而相反外销表现较为出色。

图2：10月家用空调月度内销量(万台)



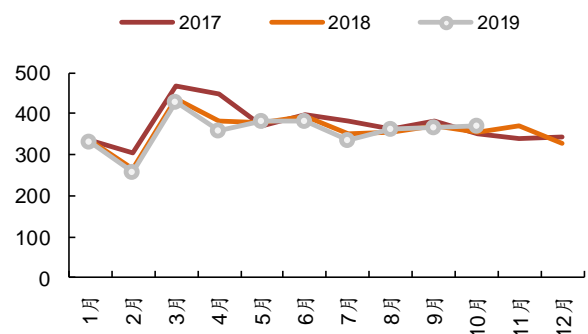
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图3：10月家用空调月度出口量(万台)



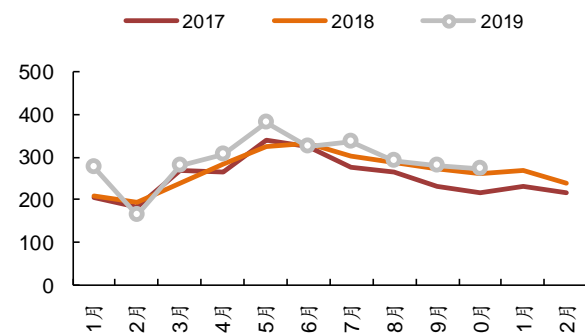
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图4：10月冰箱月度内销量(万台)



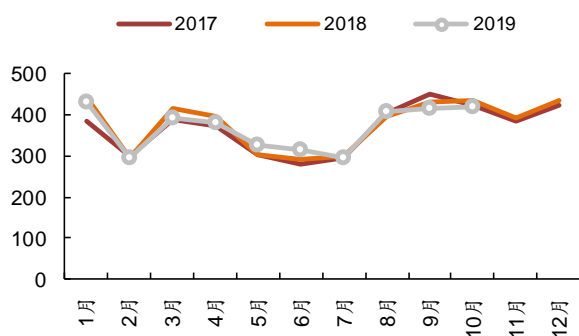
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图5：10月冰箱月度出口量(万台)



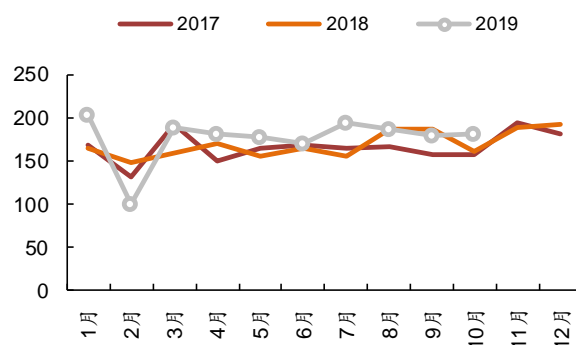
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图6：10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7：10月洗衣机月度出口量（万台）

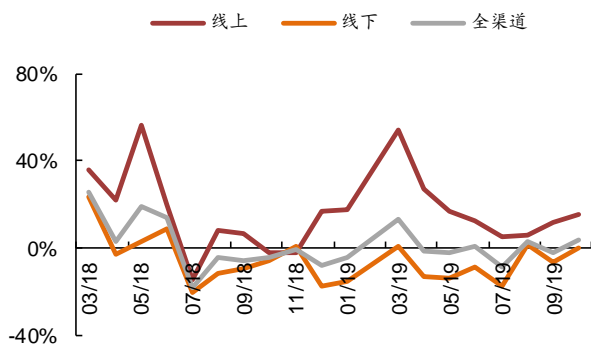


数据来源：产业在线，财通证券研究所

## 2.2 10月零售：空调厨电以价换量

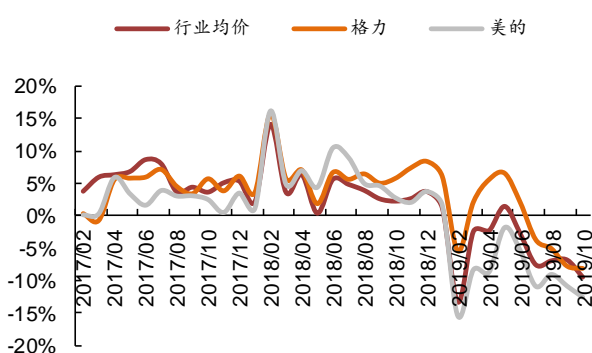
- 10月空调零售：销量增速略有回升，价格同比仍然承压。**奥维云网推总数据显示，10月空调全渠道零售量同比+4%，其中线下零售量178万套，同比-0.2%，零售额74.8亿元，同比-7%，线上零售量71.8万台，同比+15%，零售额20.4亿元，同比+0.4%；价格上看，虽然行业及品牌均价较9月小幅上扬，但同比负增长并未收窄；分地区看，市场增长主要集中在中南、华东等省份，其中江苏、山东、河南、安徽等零售量同比保持双位数增长。

图8：10月空调行业零售量推总同比



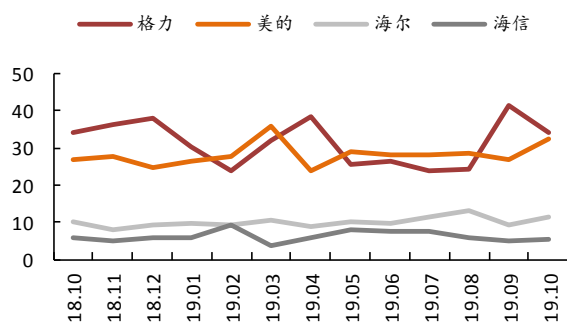
数据来源：奥维云网，财通证券研究所

图9：10月空调品牌线下均价同比



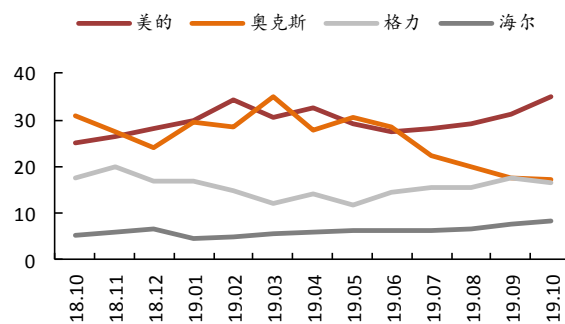
数据来源：中怡康，财通证券研究所

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

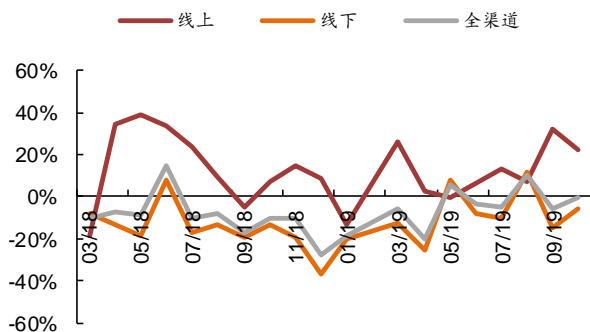
图11：线上空调零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

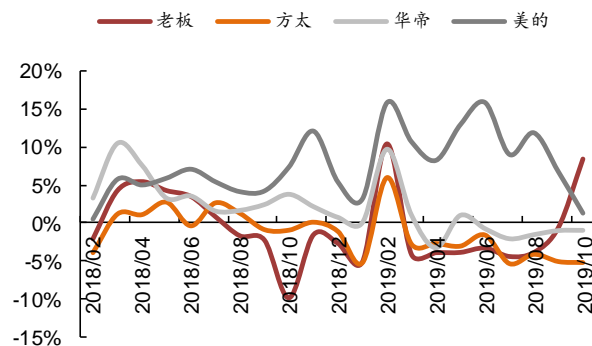
- 10月厨电零售：十一促销以价换量。**奥维云网推总数据显示，10月油烟机全渠道零售量/额同比-0.1%/-12%，其中线下油烟机零售额26.1亿元，同比-16%，零售量194万台，同比-5%，十一促销拉力有限，线下市场持续下滑。10月油烟机线上市场零售额7.6亿，同比+9%，零售量59.4万台，同比+23%，平台下沉+新零售战略带动线上市场较大幅度增长。从产品结构上看，近吸依然表现强势，在低端市场持续抢占份额。从地域上看，西南华东地区占比稳健，持续动销能力较强。

图12：10月油烟机行业零售量推总同比



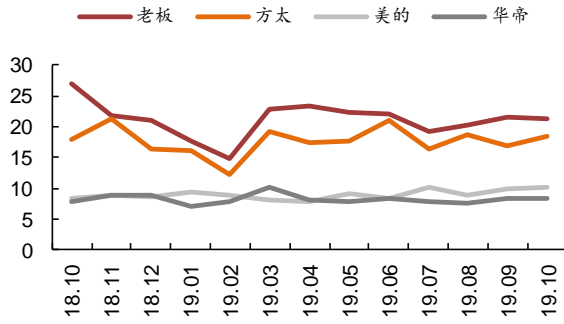
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图13：10月油烟机品牌线下均价同比



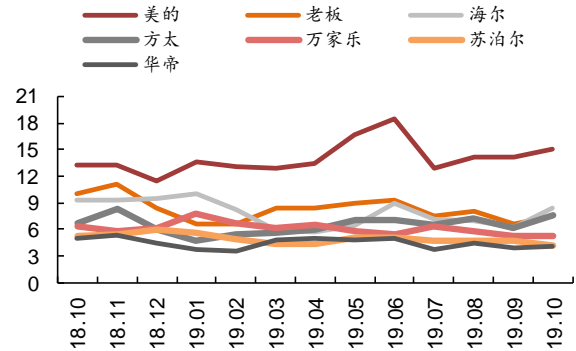
数据来源：中怡康，财通证券研究所

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

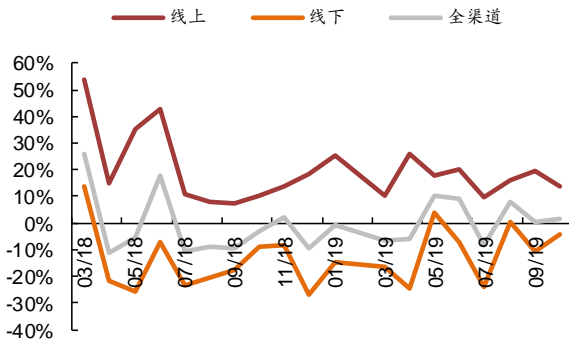
图15：线上油烟机零售量占比



数据来源：奥维云网，财通证券研究所

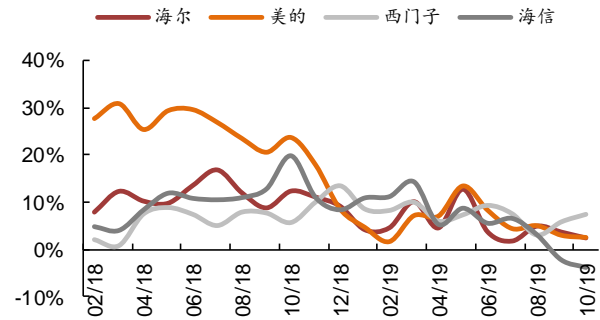
■ 10月冰箱 & 洗衣机：十一黄金周促销节点表现不佳，市场延续低迷。10月冰箱全渠道零售量 yoy+2%，零售额 yoy-1%，延续9月低迷态势。类似地，10月洗衣机全渠道零售量 yoy-1%，零售额 yoy-1%。10月黄金周促销节点拉力不足，导致10月市场延续9月低迷状态。

图16：10月冰箱行业零售量推总同比



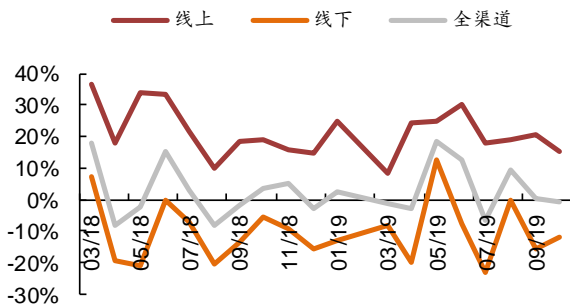
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图17：10月冰箱品牌线下均价同比



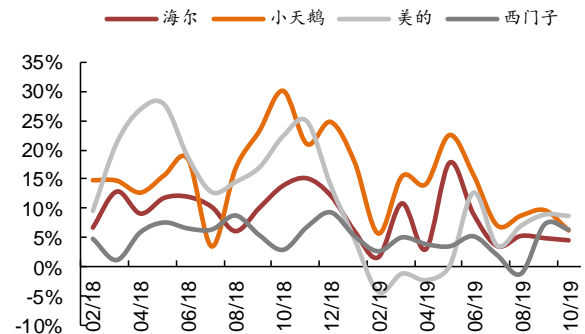
数据来源：中怡康，财通证券研究所

图18：10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



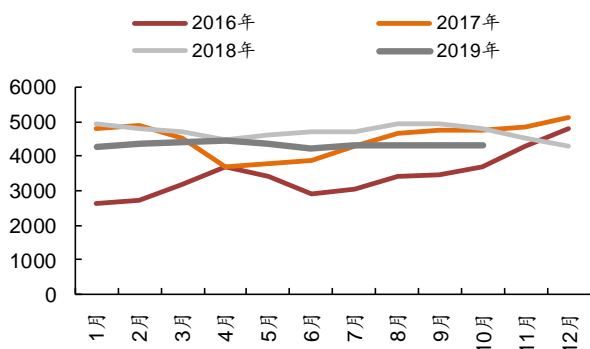
数据来源：中怡康，财通证券研究所



### 2.3 原材料价格：冰洗显著受益均价-成本剪刀差

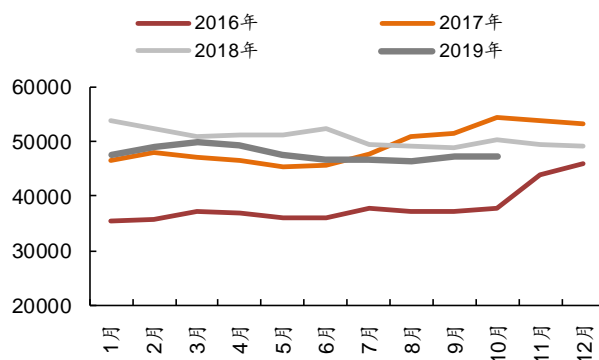
- 整体来看，家电主要原材料价格在 17 年底和 18 年初达到阶段性顶峰，并在 18 年大部分时间高位盘整，较为明显的回落出现在 18 年下半年。19 年家电成本端迎来红利，19Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-10%、-7%、-4%、-19%；19Q2 的同比变化分别为-6%、-7%、-3%、-20%；19Q3 的同比变化分别为-11%、-5%、-2%、-21%。

图20：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



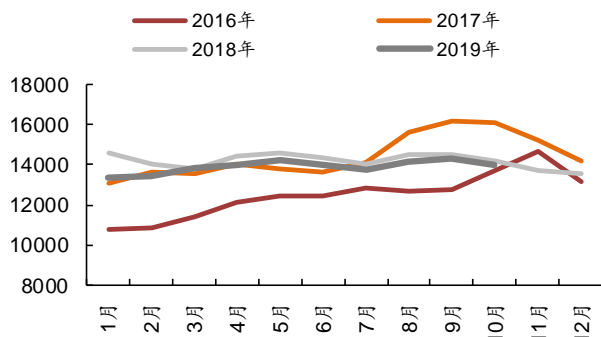
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：长江有色市场平均铜价（元/吨）



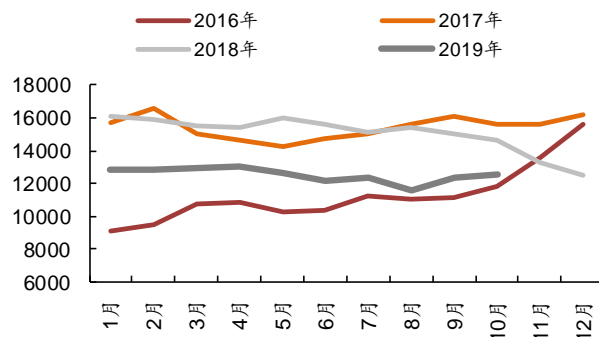
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

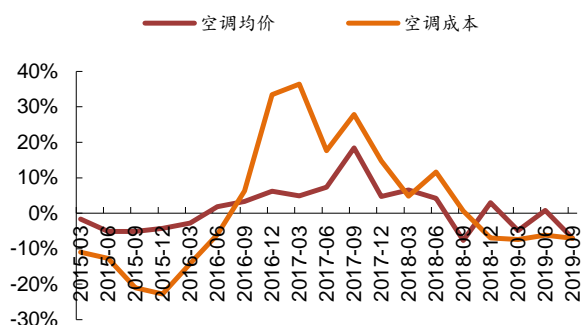
图23：塑料（ABS）价格（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

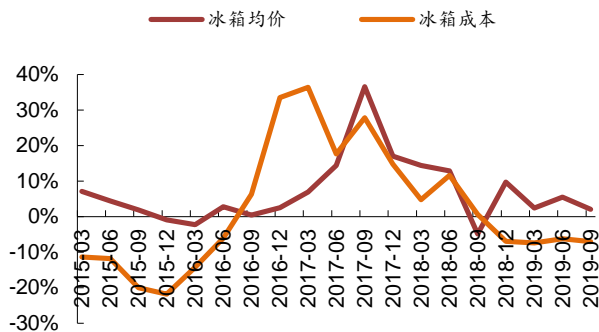
- **利润率角度**，家电行业的均价-成本剪刀差在 2015 年最为显著，2017 年则见证了最为严峻的成本上涨，2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长，其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利，空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长，油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。

图24：空调零售均价和原料成本同比变化



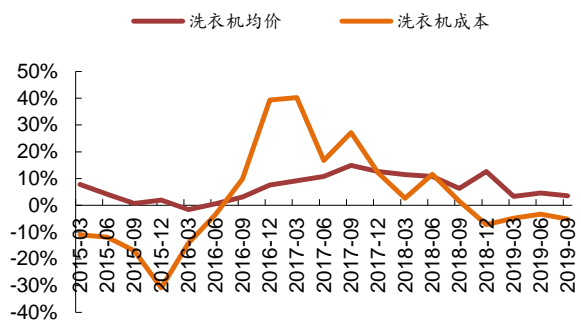
数据来源：Wind，财通证券研究所

图25：冰箱零售均价和原料成本同比变化



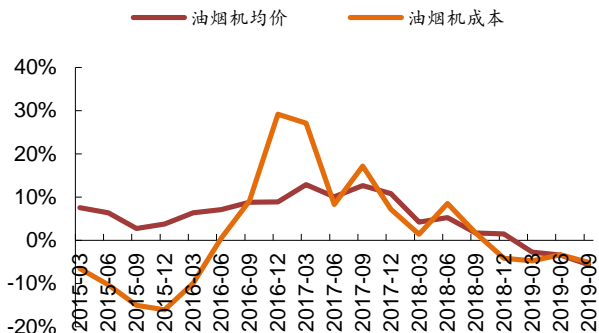
数据来源：Wind，财通证券研究所

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

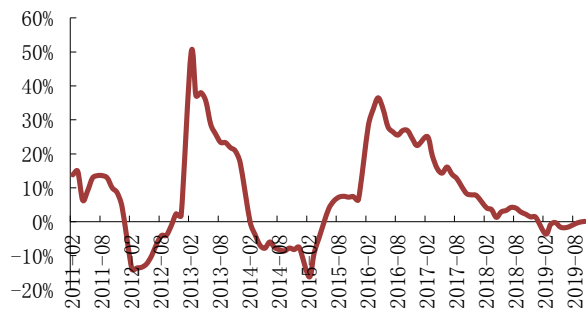


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.4 地产周期：销售持续走强，竣工同比转正

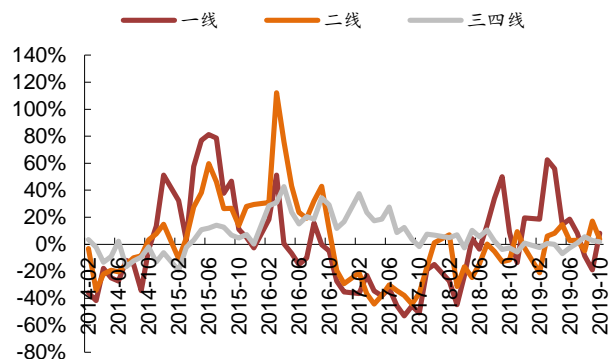
- 统计局 1-10 月地产销售:低基数+因城施策+房企加大推盘,销售继续走强,预计全年销量同比+0.5%。1-10 月商品房销售面积累计同比+0.1%,较 1-9 月+0.2 个百分点,10 月单月销售面积同比+1.9%,较 9 月增速-1.0 个百分点,1-10 月销售金额同比+7.3%,较 1-9 月+0.2pct。销售数据走强主要源于:(1)低基数效应将持续至 11 月份;(2)融资趋紧促使企业加大推盘及促销;(3)“因城施策”下西部销量持续好于全国。综合考虑低基数、城市独立周期、房企加大推盘,预计 2019 年全年销售面积同比+0.5%。

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

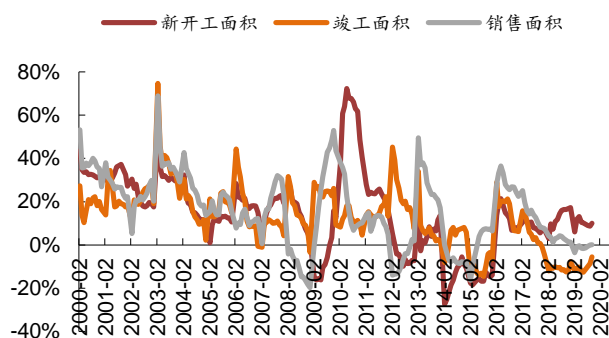
图 29：各级城市单月销售面积增速（房管局）



数据来源：Wind，财通证券研究所

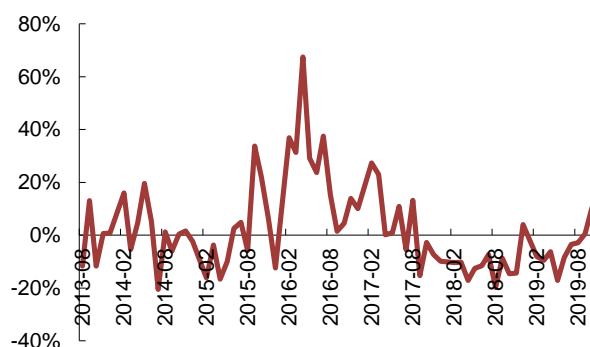
- **10月商品房竣工同比年内新高。**1-10月累计竣工同比-5.5%，较上月-8.6%收窄3.0pct，连续第5个月收窄。10月单月竣工同比+19.2%，较上月提升14.4个百分点，竣工同比连续三月同比为正并创年内新高，预计竣工将迎来趋势性修复，2019-20年竣工同比-2%/+3%。考虑到统计局竣工数据质量不高，行业真实竣工数据可能更好，主流房企的竣工交付都将确定性大幅增长。
- **2014年后新开工-竣工时滞延长至3年左右。**历史数据显示2014年前新开工同比领先于竣工同比约2~2.5年，14年以后领先时滞延长至3年左右，其原因主要有两点：（1）去杠杆+紧信用造成资金压力，房企“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 30：10月竣工同比年内新高



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 31：10月交房面积同比转正

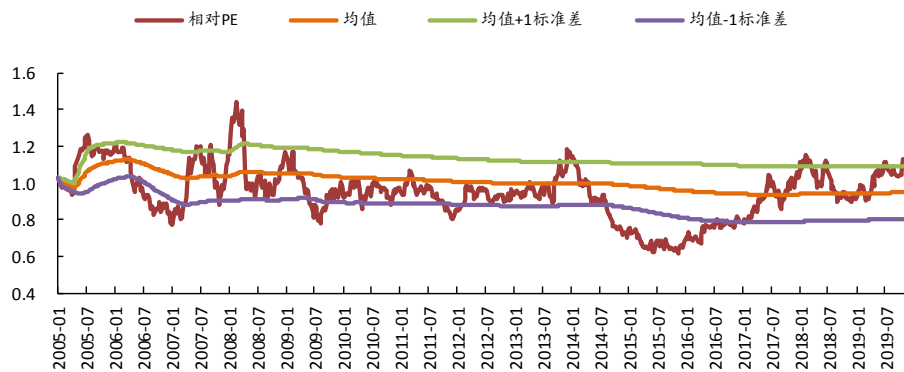


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3、估值水平：时间换空间

- **核心家电相对 A 股 PE $\approx$ 历史均值+1 标准差。**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 1.08，落至历史均值+1 倍标准差 (1.09) 以下，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)。

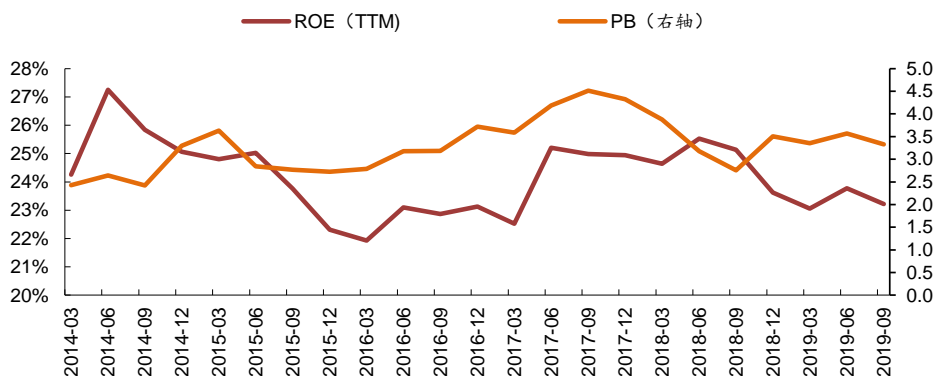
图 32：主要品种相对 PE $\approx$ 历史均值+1 标准差



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：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，美的、海尔介于 0.6 和 1.0 之间，相对偏低，格力升至 1.43；小家电龙头享受稳定溢价；厨电板块略有分化，老板电器 2.05，华帝股份和浙江美大估值则较其略低，PE/G 分别为 0.85 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	8.91	12.76	1.43
	美的集团	17.48	15.93	0.91
	海尔智家	18.98	11.96	0.63
	海信家电	16.36	8.83	0.54
	长虹美菱	112.12	63.33	0.56
	三花智控	8.81	30.82	3.50
厨电	老板电器	8.86	18.21	2.05
	华帝股份	15.50	13.13	0.85
	浙江美大	23.61	19.54	0.83
	万和电气	17.71	11.89	0.67
小家电	苏泊尔	15.68	32.50	2.07
	九阳股份	10.50	21.59	2.06
	新宝股份	31.86	19.14	0.60
	莱克电气	17.10	18.25	1.07
	飞科电器	-7.72	20.95	na
黑电	TCL 集团	9.67	14.61	1.51
	海信电器	-17.85	38.81	na
	创维数字	74.50	18.51	0.25
	兆驰股份	50.79	17.42	0.34

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 0.40 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 0.66、0.78、0.90，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



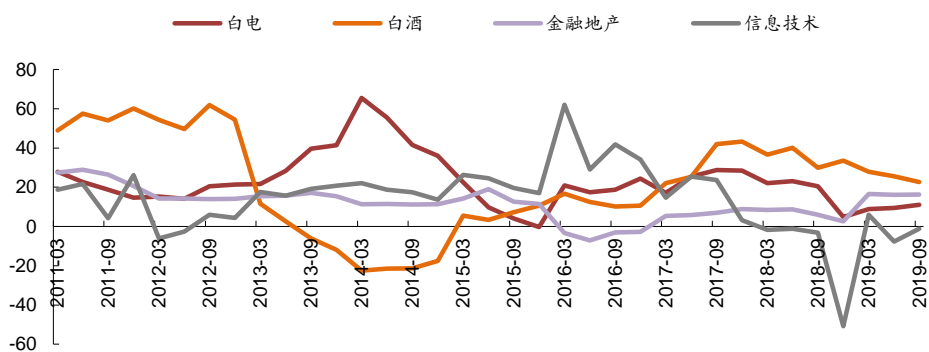
数据来源：Wind，财通证券研究所

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	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	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

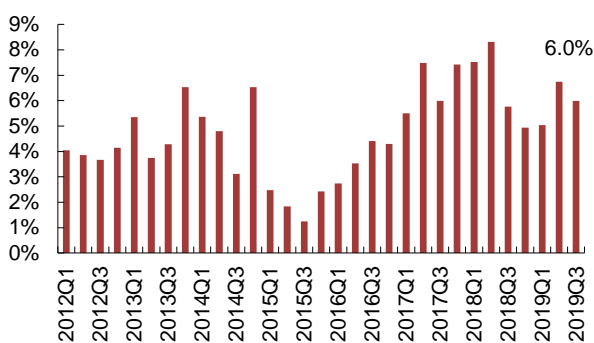
数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 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

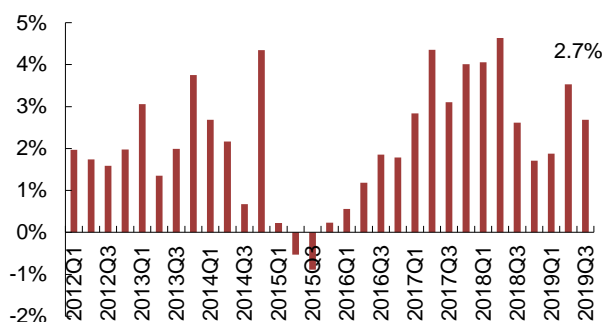
■ **19Q3 主动公募大幅加配家电股，白电小家电受青睐。**整体来看，19Q3 主动公募基金适当减配家电了，其配置比例为 6.0%，环比下降 0.7 个百分点，19Q3 家电的超配比例 2.7%，环比下降 0.8 个百分点。细分行业看，19Q3 公募几乎减持所有家电细分行业，其中白电仓位环比-0.5 个百分点，大厨电和小家电仓位环比下降 0.1 个百分点，照明设备、黑电仓位基本持平。从百分位分析（2012 年-至今），小家电、白电、大厨电、照明设备、黑电超配比例的历史百分位分别为 90%、74%、52%、48%、10%，也就是说基金对小家电板块的超配水平高过 2012 年至今 90% 时段，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



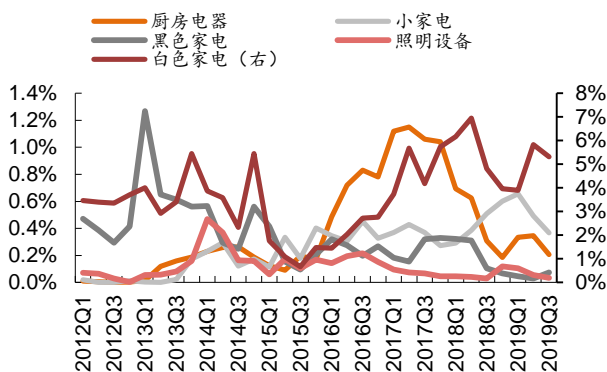
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 39：主动公募家电超配比例



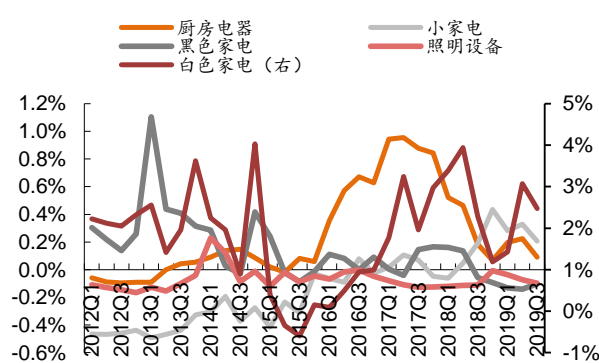
数据来源：Wind，财通证券研究所

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



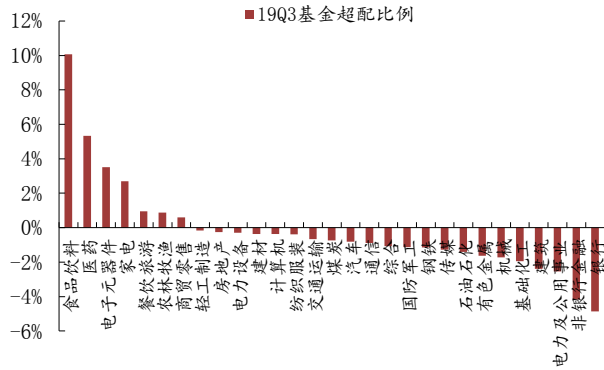
数据来源：Wind，财通证券研究所

■ **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



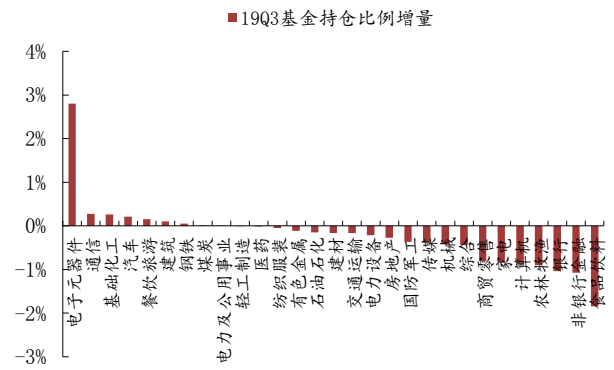
工的超配比例位于 2012-至今的 13%、3%、3%、3%分位，处在较低水平。

图 42：19Q3 主动公募各行业超配比例



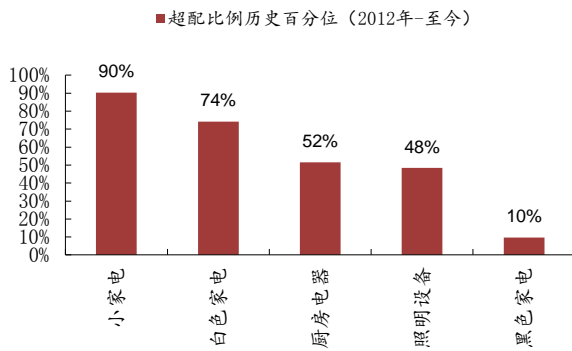
数据来源：财通证券研究所

图 43：19Q3 主动公募各行业增配比例



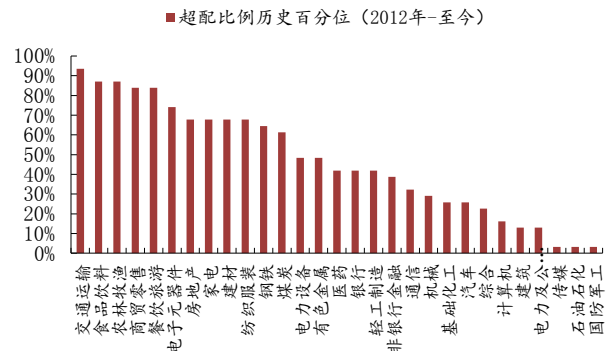
数据来源：财通证券研究所

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

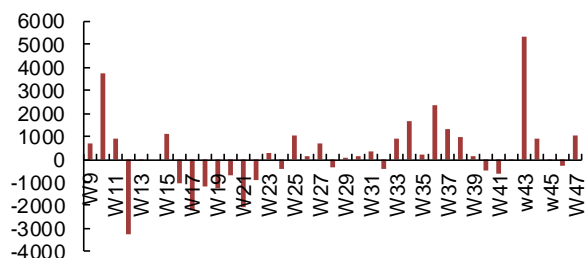
■ 上周陆股通家电股持仓变化：从持股数量的绝对变化上看，上周外资增持最多的三个标的为美的集团（+561.96 万股）、海尔智家（+472.66 万股）、海信电器（+177.89 万股），减持最多的三只股票为三花智控（-666.41 万股）、TCL 集团（-665.67 万股）、奋达股份（-477.37 万股）。从流通股占比变化的角度，上周陆股通增持前三位为荣泰健康（+0.34pcts）、奥佳华（+0.18pcts）、老板电器（+0.14pcts），减持前三位是九阳股份（-0.46pcts）、三花智控（-0.24pcts）、奋达股份（-0.23pcts）。

**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	9583.04	2.05	0.71
老板电器	482.60	12.57	0.51
奋达科技	556.61	0.48	0.27
格力电器	1011.75	13.03	0.17
海尔智家	700.21	14.57	0.11
荣泰健康	5.15	3.49	0.1
华帝股份	73.40	3.08	0.09
苏泊尔	48.98	5.7	0.06
海信电器	79.17	3.09	0.06
创维数字	54.56	0.27	0.06
兆驰股份	149.58	0.56	0.03
欧普照明	25.18	1.94	0.03
美的集团	91.50	16.27	0.01
三花智控	14.30	10.01	0
飞科电器	0.26	0.46	0
银河电子	0.00	0.07	0
奥马电器	0.00	0	0
四川九洲	0.00	0	0
顺钠股份	0.00	0	0
同洲电子	0.00	0	0
秀强股份	0.00	0	0
融捷健康	0.00	0	0
*ST 德奥	0.00	0	0
盾安环境	0.00	0	0
康盛股份	0.00	0.07	0
四川长虹	0.00	0.04	0
日出东方	0.00	0	0
惠而浦	0.00	0	0
莱克电气	-2.83	0.64	-0.01
深康佳 A	-167.08	1.11	-0.1
海信家电	-146.42	4.19	-0.17
九阳股份	-167.30	3.87	-0.22
奥佳华	-145.03	2.01	-0.25

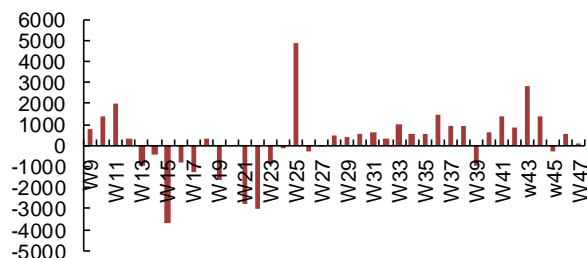
数据来源：Wind，财通证券研究所

图46: 格力电器陆股通周度持股数变化(万股)



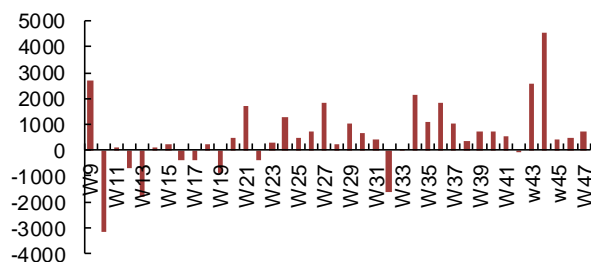
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47: 美的集团陆股通周度持股数变化(万股)



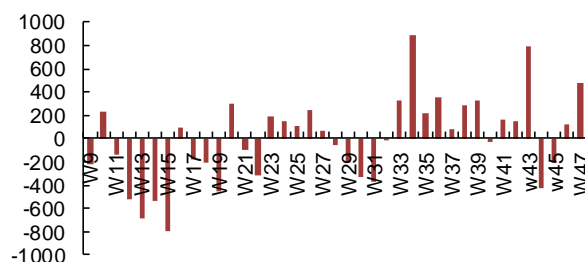
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48: 海尔智家陆股通周度持股数变化(万股)



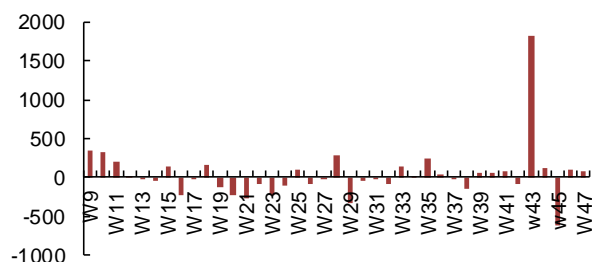
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图49: 老板电器陆股通周度持股数变化(万股)



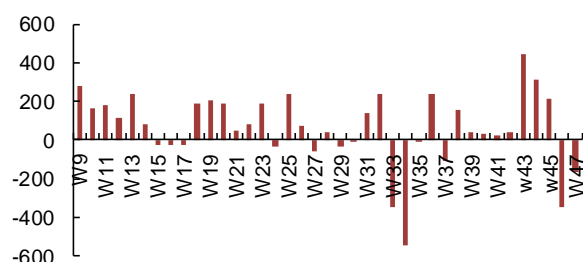
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图50: 华帝股份陆股通周度持股数变化(万股)



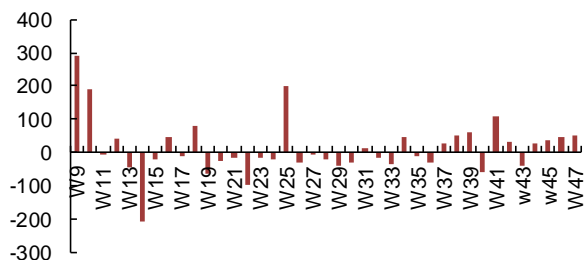
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图51: 九阳股份陆股通周度持股数变化(万股)



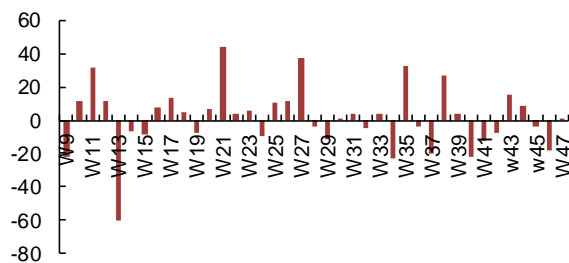
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图52：苏泊尔陆股通周度持股数变化（万股）



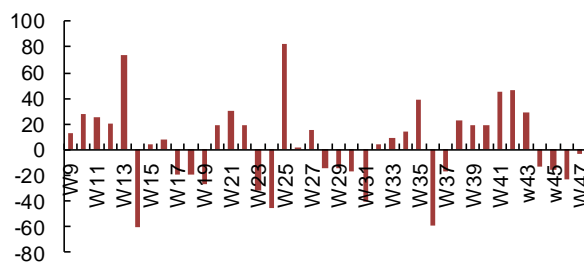
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53：飞科电器陆股通周度持股数变化（万股）



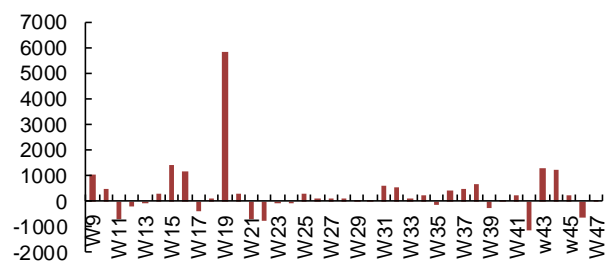
数据来源：Wind，财通证券研究所

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）



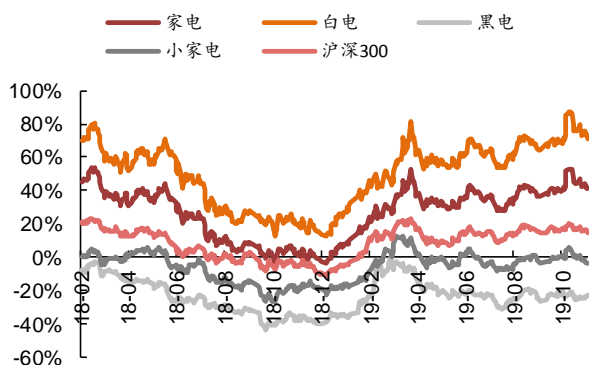
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5、上周行业回顾

### 5.1 行情回顾

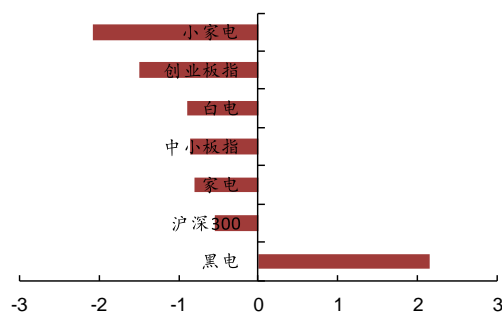
- **上周板块表现：**上周家电行业-0.81%，位列 28 个申万一级行业第 21 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨跌幅分别-0.55%、-0.86%、-1.50%。细分板块来看，上周白色家电-0.89%，黑色家电-0.81%，小家电-2.09%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：TCL 集团（+10.34%）、厦华电子（+6.69%）、依米康（+5.64%）、顺威股份（+5.04%）、四川长虹（+4.28%）。

图56：家电板块年初至今涨跌幅



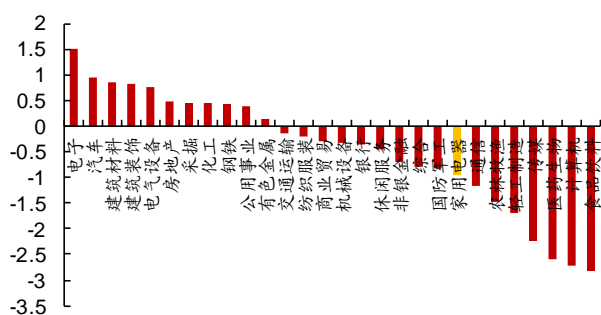
数据来源：Wind，财通证券研究所

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 (%)
000100.SZ	TCL 集团	10.34
600870.SH	厦华电子	6.69
300249.SZ	依米康	5.64
002676.SZ	顺威股份	5.04
600839.SH	四川长虹	4.28

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 (%)
900956.SH	东贝 B 股	-5.62
002848.SZ	高斯贝尔	-6.63
002011.SZ	盾安环境	-6.90
300217.SZ	东方电热	-7.14
002418.SZ	康盛股份	-18.36

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	《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 27 日, TCL 集团股份有限公司回购 526 万股, 成交金额 1,963.28 万元, 成交均价 3.73 元/股, 自首次实施回购至 2019 年 11 月 27 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 554,983,922 股, 占公司总股本的 4.10%, 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 3.41 元/股, 成交总金额 189,419.89 万元。
海尔智家	《海尔智家股份有限公司关于“海尔转债”全额赎回及摘牌公告》	海尔智家股份有限公司的股票在最近连续三十个交易日中有十五个交易日(自 2019 年 11 月 1 日至 2019 年 11 月 21 日)的收盘价格不低于“海尔转债(110049)”当期转股价格(14.20 元/股)的 120%, 根据《青岛海尔股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书》的约定, 已触发可转换公司债券的赎回条款。2019 年 11 月 21 日, 公司第十届董事会第五次会议审议通过了《海尔智家股份有限公司关于提前赎回“海尔转债”的议案》, 决定行使“海尔转债”的提前赎回权, 对赎回登记日登记在册的“海尔转债”全部赎回。
九阳股份	《九阳股份有限公司关于调增 2019 年度日常关联交易预计的公告》	九阳股份有限公司于 2019 年 3 月 28 日召开的第四届董事会第十七次会议以及 2019 年 4 月 22 日召开的 2018 年年度股东大会审议通过了《关于 2019 年度日常关联交易预计的议案》, 对公司 2019 年度预计发生的日常关联交易进行了预计, 根据公司经营发展的需要, 现拟调增控股子公司尚科宁家(中国)科技有限公司与关联方 SharkNinja (Hong Kong) Company Limited 日常关联交易预计。本次拟调增日常关联交易预计额度 3,500 万元, 调增后的 2019 年度日常关联交易预计总金额为 54,500 万元。
深康佳 A	《康佳集团股份有限公司为境外全资子公司提供内保外贷的公告》	青为满足康佳集团股份有限公司(以下简称“本公司”)境外全资子公司香港康佳有限公司的业务发展需要, 本公司与宁波银行股份有限公司深圳分行(以下简称“宁波银行深圳分行”)签署了《开立保函协议》, 拟通过内保外贷的方式为香港康公司向华侨银行香港分行申请的融资性贷款提供担保, 担保金额为 1,345 万美元, 保函有效期至 2020 年 12 月 5 日止。
苏泊尔	《浙江苏泊尔股份有限公司关于首次回购股份的公告》	浙江苏泊尔股份有限公司第六届董事会第十四次会议及 2019 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》。基于对公司未来发展的信心, 同时为有效维护广大股东利益, 增强投资者信心, 综合考虑公司的财务状况, 公司拟使用自有资金回购公司股份, 用于注销减少注册资本及实施股权激励。公司将采用集中竞价交易的方式从二级市场回购公司股份, 本次回购股份的最高价不超过 75.48 元/股(经 2019 年半年度权益分派后现调整至 75.22 元/股), 回购股份数量不低于 4,105,600 股(含)且不超过 8,211,199 股(含)。具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。

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。