

家电行业：2015 年年度策略报告

2014 年 12 月 15 日

履霜坚冰至 突围智能化

⑤ 格力率先掀起行业“价格战”，超出市场普遍预期

2014 年 9 月，格力突然宣布将在行业内掀起一轮价格战，超出市场的普遍预期。此前在国内的家电子行业中，空调的发展前景最被看好，原因有三：一是国内的空调保有量尚有较大发展空间，普及性需求潜力还很大；二是行业格局竞争较好，双寡头垄断的格局形成了较好的利润护城河，格力与美的两家已经主导了行业的发展主导权；三是上游原材料的价格长期在低位徘徊，成本端压力下滑非常明显，行业的主要上市公司利润率处于近年来的高点。

⑤ 行业转入中低速稳定发展期，智能化升级成未来最大亮点

从基本面看，格力掀起的“价格战”预示着行业出现了一些新的变化，主要表现在主要产品销量放缓，库存压力隐现，行业内部竞争更趋激烈。我们判断行业已经转入中低速的稳定发展期，未来智能化升级将是行业发展的新趋势和新动能。家电智能化主要应从单品升级及系统平台整合两个层面认识，家电制造企业已经纷纷布局智能化时代，我们更加看重从智能化的中游企业中寻找投资机会。

⑤ “低估值+高业绩”突显行业配置价值，优选具有智能化概念的龙头公司

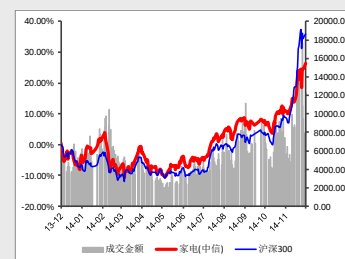
2014 年，家电板块先抑后扬，白电蓝筹公司在年尾展开了一轮爆发性行情。在中国逐步融入全球资本市场的背景下，家电行业“低估值+高业绩”的特性凸显了行业的配置价值，结合智能化升级的概念和趋势，我们重点推荐 TCL 集团、格力电器、美的集团和老板电器四家公司。

⑤ 风险提示

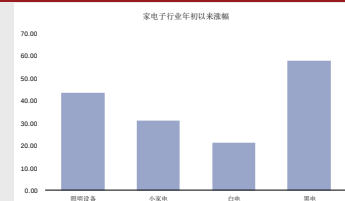
- 1、终端零售市场需求大幅下挫；
- 2、上游铜铝、钢材、塑料等原材料价格上涨；
- 3、格力掀起的“价格战”持续影响发酵，行业格局恶化；
- 4、房地产市场投资和销售继续下滑；
- 5、宏观经济大幅放缓。

行业：家电
评级：看好

市场表现 截至 2014.12.15



子板块市场表现 年初-12.15



分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010-58566805

邮箱：hezhongying@hrsec.com.cn

联系人：袁明

电话：010-58568297

邮箱：yuanming@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、格力突然发起价格战，预示着行业基本面发生微妙的变化.....	4
1、引子：格力突然宣布发动价格战，超出市场的普遍预期.....	4
2、渠道库存压力加重，终端出货出现放缓信号.....	6
(1) 行业主要产品销量低速增长，龙头公司营业收入同比放缓.....	6
(2) 冰洗空三大产品去库存压力加大，空调库存增速最高.....	7
(3) 美的强势回归，与格力的差距在收窄.....	9
二、行业进入中低速稳定发展期，智能化升级是未来最大亮点.....	9
1.普及性的销量驱动时代结束，2015 年将维持弱势增长态势.....	9
2.行业转型升级势在必行，智能化成为新的突破口.....	10
3.企业的智能化战略布局.....	12
3.家电智能化产业链投资分析.....	14
三、蓝筹估值有望继续提升，精选优质标的布局智能化浪潮.....	15
1、2014 年家电行业大幅跑输大盘，年底蓝筹股集中爆发.....	15
2、展望 2015 年，资本全球配置下的蓝筹家电股价值显现.....	17
(1) TCL 集团——全产业链优势毕现.....	19
(2) 格力电器——继续保持空调行业领导者地位.....	19
(3) 美的集团——整体上市厚积薄发.....	20
(4) 老板电器——厨电行业稳定发展的最大受益者.....	20
四、风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 2012 年城镇居民每百户大家电保有量 (台)	5
图表 2: 2012 年农村居民每百户大家电保有量 (台)	5
图表 3: 格力与美的在空调领域的双寡头垄断地位稳固	5
图表 4: 铜、铝价格长期徘徊在低位	6
图表 5: 国内主要空调厂商近年毛利润处于高位 (%)	6
图表 6: 空调销量增速逐年走低	7
图表 7: 冰箱销量增速逐年走低	7
图表 8: 洗衣机销量微弱增长	7
图表 9: 行业龙头公司销售收入增速放缓	7
图表 10: 空调库存压力加大	8
图表 11: 冰箱库存受生产规划影响控制较好	8
图表 12: 洗衣机库存压力急剧增大	8
图表 13: 行业上市公司库存增速加快	8
图表 14: 美的强势回归后空调市场份额与格力拉近	9
图表 15: 城乡居民可支配收入增速放缓	10
图表 16: 社会消费品零售增速放缓	10
图表 17: 未来家电智能化的核心是满足消费者的体验	11
图表 18: 中国网民数量不断增长是家电智能化的前提	12
图表 19: 未来家电智能化的图景	13
图表 20: 家电智能化的产业链和主要投资标的	14
图表 21: 2014 年年初至 12 月 15 日收盘各行业市场表现	15
图表 22: 家电电子板块 2014 年二级市场涨幅表现	16
图表 23: 家电主要上市公司业绩及市场表现	16
图表 24: 家电行业的估值在 A 股全行业排名倒数	17
图表 25: 2013 年国内白电龙头 ROE 高于海外企业 (%)	18
图表 26: 2013 年国内白电龙头净利率高于海外企业 (%)	18
图表 27: 国内白电龙头估值低于海外企业	18
图表 28: 重点推荐标的公司	19

一、格力突然发起价格战，预示着行业基本面发生微妙的变化

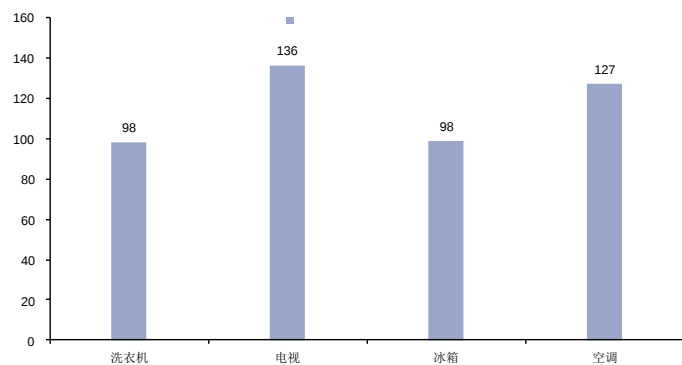
1、引子：格力突然宣布发动价格战，超出市场的普遍预期

2014 年 9 月，格力山东分公司在当地一家报纸刊登了一则“写给所有家电同行”的敬告，称：“格力电器 20 年首次将发动价格战，斥资百亿回馈全国消费者。国庆期间优惠力度空前。如因此触及到您的利益，我们深表歉意。”随后行业主要厂商，包括美的、奥克斯、志高、格兰仕、海尔等空调企业集体发声，声明将加大让利幅度，至此，沉寂多年的空调价格战拉开帷幕。

格力突然宣布发动价格战，出乎市场的普遍预期。在国内的白电子行业中，空调的发展前景最被看好，原因有三点：一是国内的空调保有量偏低，“一户多机”的特点决定城市家庭还有较大的发展空间，同时农村保有量过低，普及性需求潜力较之冰洗彩电还很大；二是行业格局竞争较好，双寡头垄断的格局形成了较好的利润护城河，格力与美的两家已经主导了行业的发展主导权；三是上游原材料的价格长期在低位徘徊，成本端压力下滑非常明显，行业的主要上市公司利润率处于近年的高点。

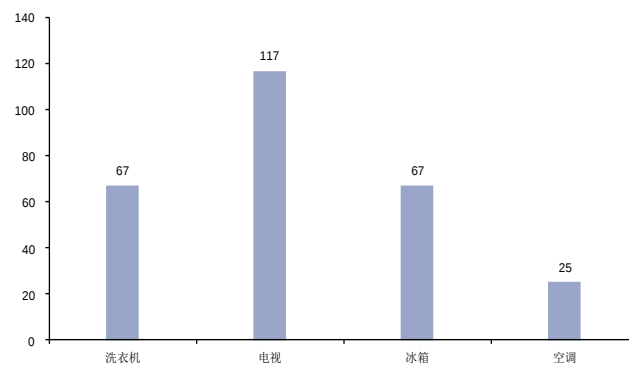
国家统计局数据显示，2012 年城镇居民家庭每百户拥有空调机 127 台，略低于电视机，但高于洗衣机及冰箱的保有量，但考虑到空调自身具有的“一户多机”和中国城镇家庭平均居住面积较大的特点，城镇居民家庭的空调保有量还有很大的提升空间。而农村居民每百户拥有空调机 25 台，远远低于彩电、冰箱及洗衣机的保有量，即使考虑到农村居民的使用习惯，这样的数据也依然处于偏低的水平，农村市场是空调产品未来最大的发展潜力所在。

图表 1: 2012 年城镇居民每百户大家电保有量 (台)



数据来源: 国家统计局、华融证券市场研究部

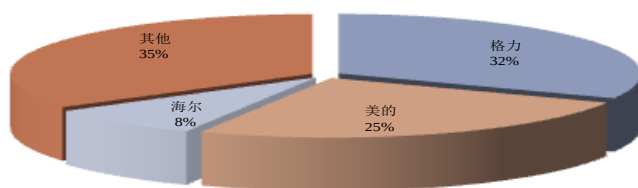
图表 2: 2012 年农村居民每百户大家电保有量 (台)



数据来源: 国家统计局、华融证券市场研究部

产业在线的数据显示, 截止 9 月底, 2014 年格力和美的空调出货量合计 5406 万台, 销量占全行业的 57%; 海尔出货量为 800 万台, 销量占全行业的 8%, 其他公司合计出货量 155574 万台, 销量占全行业的 35%。不难看出, 格力及美的的两家的销量占比已经接近 60%, 而空调行业自身具有极强的规模效应, 双寡头垄断的局面短期内不会被打破。

图表 3: 格力与美的在空调领域的双寡头垄断地位稳固

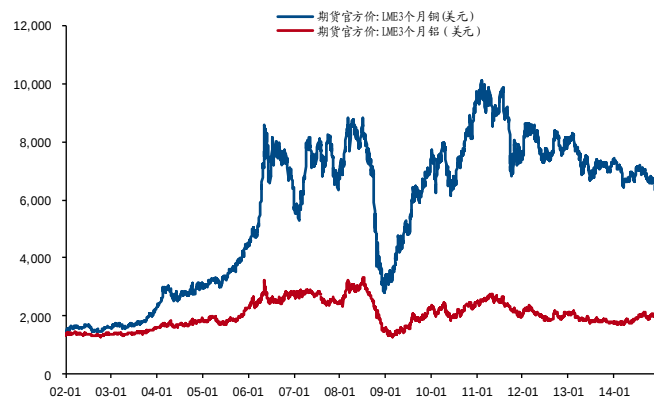


数据来源: 产业在线, 华融证券市场研究部整理

2008 年金融危机以来, 由于全球主要经济体持续的经济衰退和中国经济转型带来的终端需求不足, 国际大宗原材料铜铝等始终保持在低位震荡徘徊, 我们认为目前各国竞相发起的货币宽松政策无助于从根本上摆脱全球经济下行的压力, 反而可能形成流动性陷阱, 短期内铜铝等大宗商品价格不具备大幅反弹的条件, 这对空调生产的成本端构成利好, 同时行业龙头企业在终端的定价能力较强, 近年来行业主要公司的空调产品利润率持续处于高位, 2013 年, 格

力、海尔的空调毛利率分别达到了 32.24 和 28.48%。

图表 4：铜、铝价格长期徘徊在低位



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部

图表 5：国内主要空调厂商近年毛利润处于高位(%)



数据来源: 公司公告、华融证券市场研究部

2、渠道库存压力加重，终端出货出现放缓信号

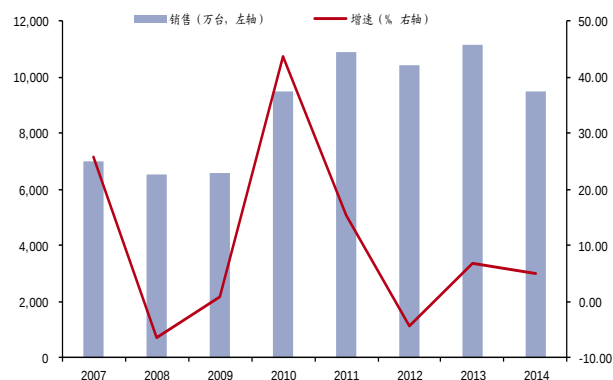
春江水暖鸭先知，作为空调行业的龙头企业和领导者，格力对于行业中正在发生的变化感知最为深切，作出价格战的决策也并非心血来潮，对于格力的这个决策，我们认为更应该从白电行业基本面正在发生的变化入手。

进入 2014 年，中国白电行业出现了一些新的变化，主要是主要产品销量放缓，库存压力隐现，行业内部竞争更趋激烈，这一切预示着 2015 年家电市场将面临更加严峻的形势。

(1) 行业主要产品销量低速增长，龙头公司营业收入同比放缓

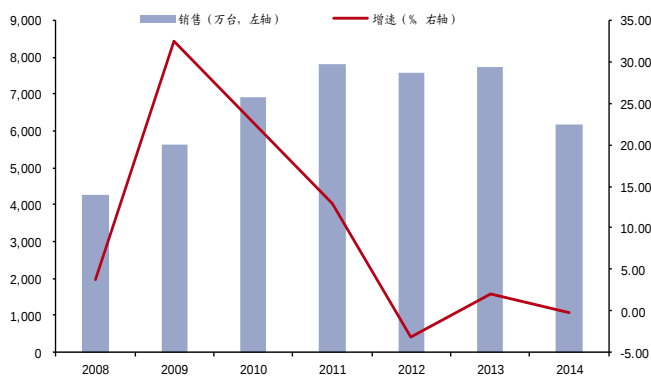
从冰洗空三大品种的销量来看，处于持续的走低状态。2014 年 1-9 月份，空调累计销量 9496.77 万台，同比增长 4.86%；冰箱累计销量 6170.71 万台，同比下滑 0.22%；洗衣机累计销量 4157.96 万台，同比增长 1.66%。冰洗空三大品类中，增速最高的空调也仅仅是个位数的增长，冰箱和洗衣机基本与往年持平。

图表 6: 空调销量增速逐年走低



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

图表 7: 冰箱销量增速逐年走低



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

主要上市公司的销售数据也大致与行业销量走低的判断互相佐证。2014 年 1-9 月, 格力总营业收入增长 12.69%, 海尔总营业收入增长 5.75%, 美的集团营业收入增长最高, 达到 16.68%, 也仅与往年大致持平。

图表 8: 洗衣机销量微弱增长



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

图表 9: 行业龙头公司销售收入增速放缓

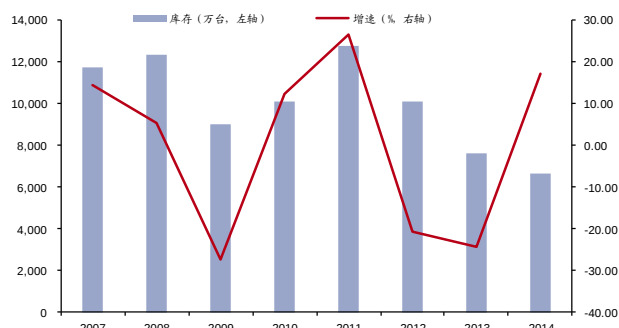


数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

(2) 冰洗空三大产品去库存压力加大, 空调库存增速最高

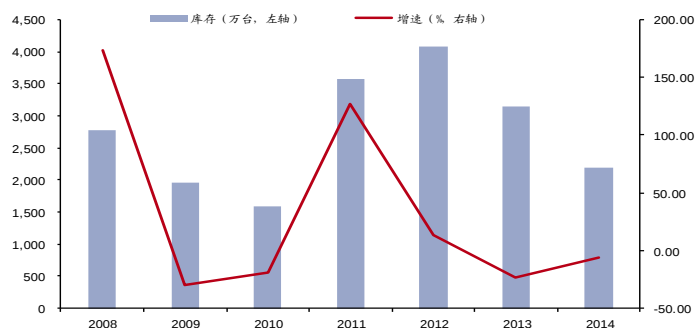
从行业库存数据来看, 白电行业的库存压力逐步加大。2014 年 1-9 月, 空调行业库存增至 6611.52 万台, 同比增长 17.29%; 冰箱因销量持续走低, 厂家安排生产计划时较为谨慎, 行业库存指标控制较好, 冰箱库存目前全行业达到 2194.31, 同比下滑 5.84%; 洗衣机行业库存达到 3501.20 万台, 同比增长 17.73%, 去库存任重道远。

图表 10: 空调库存压力加大



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

图表 11: 冰箱库存受生产规划影响控制较好



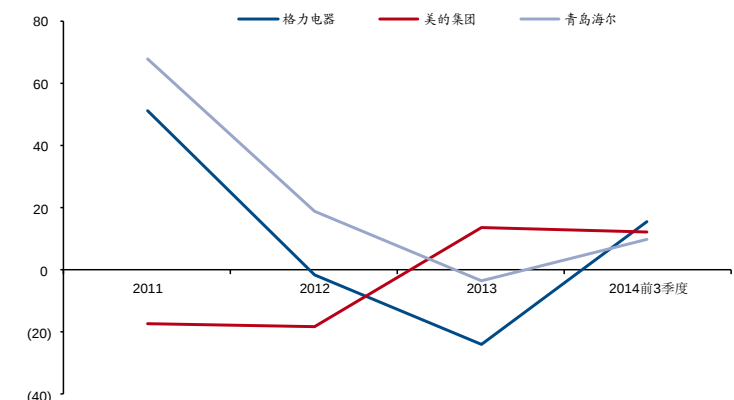
数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

图表 12: 洗衣机库存压力急剧增大



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部

图表 13: 行业上市公司库存增速加快



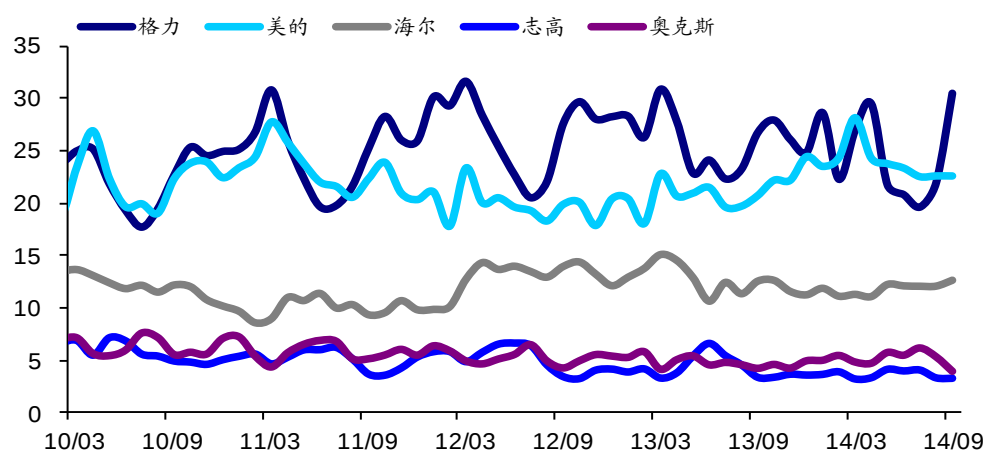
数据来源: wind 资讯、华融证券市场研究部

从主要上市公司数据看, 截止 2014 年 9 月底, 格力、美的及海尔的 3 季度库存均有不同程度的上升, 其中格力上升 15.36%, 美的上升 12.40%, 海尔上升 9.65%。对比前述行业库存数据, 不难发现, 格力由于专一生产空调, 其库存情况与行业库存数据大致吻合, 处于三年来较高的库存水平; 海尔由于冰箱业务占比最高, 库存压力相较最小; 美的产品介于格力与海尔之间, 其库存水平也大致处于中间水平。产业在线提供的数据为行业库存, 不包含厂商已经压货进入销售渠道但未销售出去的渠道库存, 考虑到白电龙头企业较强的压货能力, 我们认为, 实际的库存数据可能比产业在线提供的数据更加悲观。

（3）美的强势回归，与格力的差距在收窄

美的经资产重组集团整体上市后强势回归，战略布局日益清晰，产品力得到明显提升，营销能力再次扩张，尤其是空调业务增速较快，中怡康零售数据显示，2014 年上半年美的的空调零售市场份额一度接近格力。在双寡头垄断的市场格局下，美的的强势蚕食对于格力而言是个非常大的隐患，格力迫切需要重新抢回市场份额。

图表 14：美的强势回归后空调市场份额与格力拉近



数据来源：中怡康、华融证券市场研究部整理

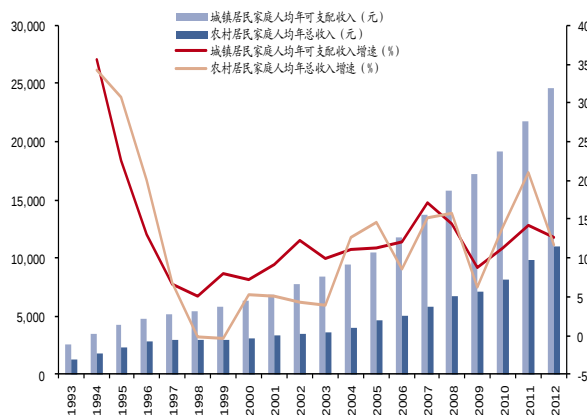
二、行业进入中低速稳定发展期，智能化升级是未来最大亮点

1. 普及性的销量驱动时代结束，2015 年将维持弱势增长态势

从行业基本面来看，我们认为家电行业过去几十年依靠普及性的销量驱动的时代已经结束。家电作为一种耐用消费品，最终决定其销售上限的因素在于两个核心因素：一是居民家庭的保有量，二是居民消费能力的提升。前已述及，除空调品种外，中国城乡家庭家庭的大家电保有量已经处于一个比较高的水平。从居民家庭的消费能力提升因素来看，目前中国社会因其固有的城乡二元结构，造成城镇市场与农村市场的消费水平、消费渠道和消费偏好存在较大差异。2012 年，城镇居民家庭人均可支配收入 24565 元，农村居民家庭人均总收入仅为 10991 元，虽然近年来农村家庭收入增速略高于城镇居民家庭收入，但也不能掩盖二者绝对额相差巨大的事实，无论城镇还是农村家庭的收入增速近年来已经放缓。我们判断在中国经济进入新的转型期新常态后，随着经济总量的增速走低，居民收入增速也会进入稳定期。社会总消费水平的增速也将回

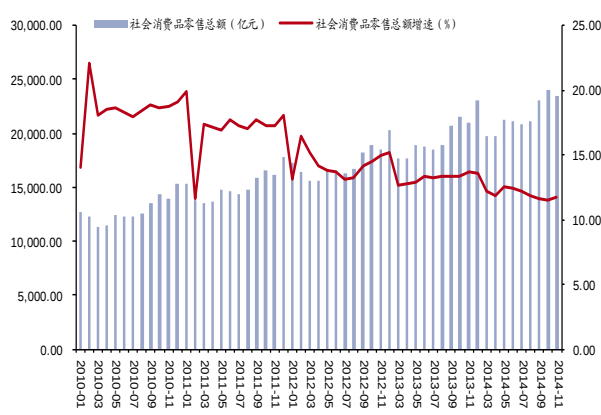
落，我们宏观组认为，2014-2016 这三年的社会总消费额平均增速为 12%，较前几年处于缓慢的下降区间。

图表 15：城乡居民可支配收入增速放缓



数据来源：国家统计局、华融证券市场研究部

图表 16：社会消费品零售增速放缓



数据来源：国家统计局、华融证券市场研究部

从政策面来看，由于前几年国家先后推出了家电下乡、以旧换新和节能补贴等政策，客观上虽然有效提升了当期销量，一定程度上对冲了经济下行的压力，但是也在很大程度上透支了市场的消费潜能。2014 年是家电行业的政策真空年，终端市场的萎靡与前期的过度刺激不无关系。考虑到当前行业正处于产业升级的关键时刻，我们认为政府不大可能继续推出各类刺激政策，市场将更多依赖其内生力量回归均衡和完成产业升级。

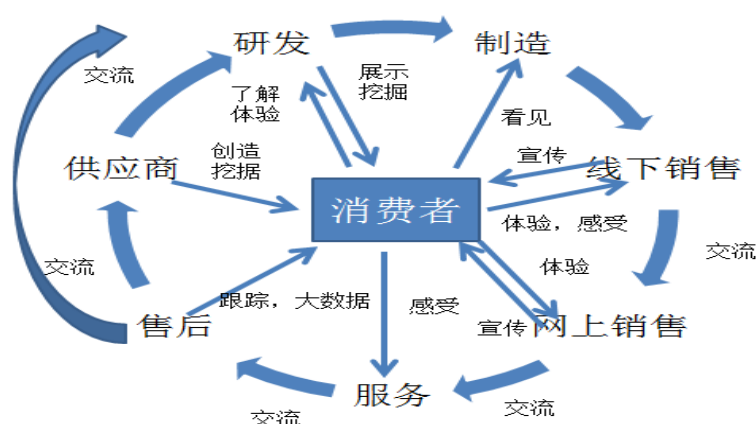
展望 2015 年，我们对于白电行业销量增速保持谨慎乐观态度。我们预计，受居民保有量较高、房地产销售下行影响，全行业将恢复到一个正常的整体 5% 左右的销量增速水平，分品类来看，冰洗产品增速可能在 3% 左右，空调可能在 7% 左右，大致上维持 2014 年的弱势增长态势。

2. 行业转型升级势在必行，智能化成为新的突破口

在传统的普及性的销量驱动时代结束后，行业的转型之路迫在眉睫。从这几年行业发展的变化来看，未来家电产品的竞争将由价格转向用户价值的创造，消费者不再只选择价格低的基础功能产品，将会从设计、产品创意、参数特性以及功能表现等方面改变消费偏好，家电企业必须投更多的研发精力和市场调研，切实摸清消费者在新时代的需求，设计出更加人性化和智能化的产品，让消费者可以依据自己的生活需要调节和控制产品。家电企业需要持续地和消费者进行有效交互，整合工业设计、生产制造、销售渠道物流配送乃至售后服务

的全产业链资源，以提升消费者的拥护体验。从终端消费者来看，由于移动互联网的快速发展，消费者可以在家电实体店使用智能手机查看每一类产品的价格和性能参数，产品价格的透明度大大提高，传统的产品推销、把消费者视为被动引导对象的做法已经过时。同时，消费者通过使用移动支付工具，不受区域限制地完成交易，大大提升了交易的便捷性和客户体验。如何在移动互联的趋势下，充分提高家电品牌对消费者的粘性，这对于全行业来说都是一个重大的课题。

图表 17：未来家电智能化的核心是满足消费者的体验



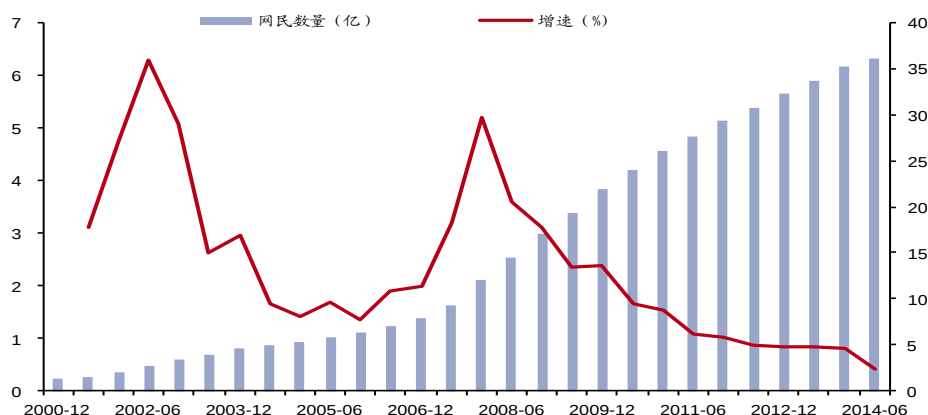
数据来源：华融证券市场研究部

我们认为，家电行业未来的最大发展亮点在于智能化。所谓智能化，就是将微处理器、传感器、网络通信融合到家电设备后的新一代家电产品，具有自动感知外部和自身服务状态的能力，能够自动控制及接受住宅用户在住宅内或远程的控制指令，同时智能家电也作为智能家居的组成部分，与住宅内其他的家居设施组成物联网系统。

家电智能化概念的提出主要基于三点：一是未来的消费者群体出现了新的特征，二是国内的互联网产业高速发展带动传统产业智能化升级具备了客观条件，三是家电企业具有强烈推进智能化的意愿。从消费者来看，传统上家电的消费升级更多是从节能及单一功能拓展的方面来定义，比如变频空调取代定速空调，波轮洗衣机取代滚筒洗衣机，三开门、四开门冰箱取代传统的单开门冰箱，但智能化更多是从产品与消费者的交互角度而言，即智能化意味着家电产品的性能智能化与家电企业的互联网思维同步更新，未来 5-10 年中国的消费者更年轻更富裕，消费方式趋向网络化和知识化，追求个性化、多元化和品牌化。家电企业必须以全新的思维跟上时代的脉络。从互联网产业发展看，根据

中国互联网信息中心发布的报告,截至 2014 年 6 月,我国网民规模持续增长,已达到 6.32 亿,未来仍将快速增长。互联网应用日益普及特别是智能手机使用成为主流,为普通民众接触熟悉和操控智能电器打下使用习惯基础。对于家电厂商而言,智能家居的市场广阔,可以成为未来竞争的蓝海领域。据奥维咨询的预计到 2020 年,智能空调、智能冰箱、智能洗衣机、智能电视的渗透率将分别达到 55%、38%、45%、93%,按目前大家电的出货量粗略估算,分别对应 5500 万台、2660 万台、2250 万台、9330 万台,同时智能化可以有效改变消费者偏好,加速传统家电产品升级速度。

图表 18: 中国网民数量不断增长是家电智能化的前提



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

3.企业的智能化战略布局

从国内家电行业的发展现状来看,黑电与白电的智能化发展程度不一。电视机逐渐向与电脑、手机并列的家庭最大屏过渡,即其更加强调入口价值,引入更多互联网基因和内容,目前,互联网电视已经成为一个非常成熟的产品,各家电视机企业的都在追求极致的客户体验。

- **TCL 集团:** 以用户为中心,打破原有的商业体系,按照互联网思维进行经营观念重构、业务重构和组织重构,推进“智能+互联网”战略转型,建立“产品+服务”商业模式。立足于前期的黑白家电系列产品,丰富内容和服务,布局金融、教育、娱乐等平台。
- **海信电器:** 智能化转型战略主要是三大系统平台的建设,一是自主操作系统(Hi-OS)与 ANDROID 操作系统深度开发能力,二是海信智能“云”服务平台(Hi-Cloud),三是智能互联(Hi-Connect),并且着力建设将黑

白家电一体化的智能家居整体设计。

- 四川长虹：基于家庭环境下以人为中心的“互联、互通、互控”理念，实现经营内容“终端产品+经营数据”的转型，以及商业模式“终端实体+应用内容+大数据增值”的梯队式发展。

电视产业的智能化可以借鉴电脑和手机的发展路径，而白电产业由于技术升级较慢，相对功能属性更强，目前尚缺乏清晰可见的发展路径。各家企业的定义和方向也略有差别。

- 青岛海尔：智能家居战略和网络化战略，主要凭借核心技术创新动力和生态平台的“U-home”，下游借助日日顺营销物流平台，向社会开放，尤其是与阿里合作，打造专业家电“产品营销、物流配送、售后服务”三位一体的第三方平台。
- 美的集团：基于多品种家电产品的协同优势，打造开放多元的智慧家居生活平台，打破原先的“集团-事业部”二级架构，建立起“以用户需求为导向”的互联网灵活创新体系；实现从经营产品向“经营产品+服务”商业模式的变革，围绕产品的规模化用户，进行产品服务的智能推送；通过依托“美的电商平台”建立智慧社区；与小米建立战略合作关系，全力拓展智能家居产业链及移动电商业务。

图表 19：未来家电智能化的图景



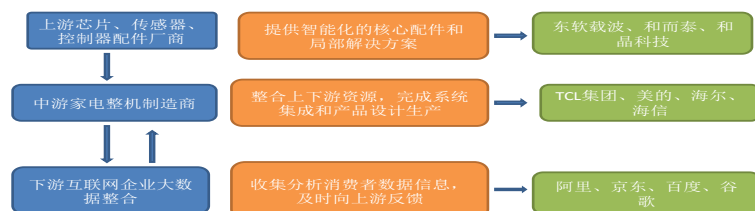
数据来源：华融证券市场研究部整理

3. 家电智能化产业链投资分析

我们认为，家电智能化的发展应集中在两个层次上认识，第一个层面是单品的智能化，主要是将单一产品的开发设计和人机互动做到极致，实现单品系统的智能联网和远程控制。在这个层面上，智能化并非一定是多品类的企业集团才能推行，格力这样的专一产品巨头也完全可以践行智能化的理念；第二个层次是智能家居的概念，即多品类产品最终会走向集中控制，形成完整、统一的生态运行系统，这个层次需要强大的系统平台和稳定高效的硬件供应作为根本的保障。

家电智能化投资机会主要是围绕产业链的形成而出现。在目前的产业链中，主要从上中下游进行寻找：一是上游的芯片、传感器、控制系统和集成系统的厂商如东软载波、和而泰、和晶科技等，二是中游美的、海尔等传统家电制造企业，三是谷歌、百度、京东角色定位在后端大数据分析、云服务和营造生态圈的供给者。

图表 20：家电智能化的产业链和主要投资标的



数据来源：华融证券市场研究部整理

整体上看，我们认为未来家电行业的突围方向应该是智能化，但智能化并非漫无目的的扩展，重点应该是家电产品借助智能化对传统产品进行升级，因此，我们将其重点投资标的放在中游家电制造企业中寻找。同时，从上下游关系来看，家电产品目前仍然处于单品升级的层次，市场上出现的智能化产品多数还缺乏明晰的诉求点和让人耳目一新的亮点，家电制造企业对于智能化的追求更多是寻求未来发展，我们判断随着智能化的推进，原来的家电制造企业的成长逻辑会随着智能化的提升而改变，即更加追求高毛利、

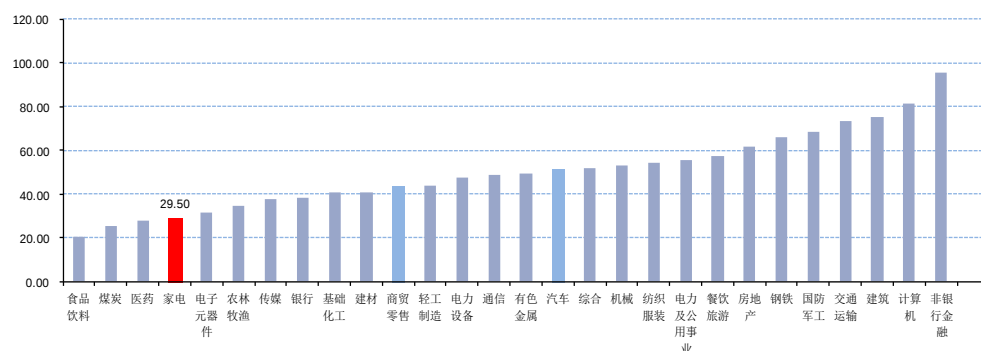
高技术、高附加值，进而提升估值空间。

三、蓝筹估值有望继续提升，精选优质标的布局智能化浪潮

1、2014 年家电行业大幅跑输大盘，年底蓝筹股集中爆发

2014 年，A 股市场整体表现先抑后扬，前 10 个月大盘指数波澜不惊，最后两个月发力上攻，形成一轮波澜壮阔的爆发性行情。由于市场风格的原因，以及地产景气的下行，家电板块表现不佳。而 11 月央行宣布降息以后，A 股蓝筹取得超额收益，家电板块的表现略得以改观。截止 2014 年 12 月 15 日，在中信 29 个一级行业指数中，家电行业全年涨幅为 29.50%，位列涨幅排行第 26 位，仅领先于食品饮料、煤炭和医药行业，与其他行业形成较大差距。

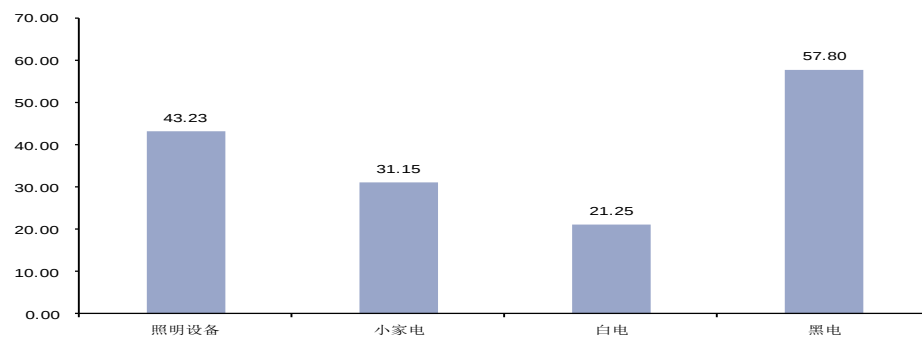
图表 21：2014 年年初至 12 月 15 日收盘各行业市场表现



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理。

在细分板块中，黑电和小家电从年初至今的涨幅居前，黑电全年涨幅 57.80%，小家电全年涨幅 31.15%，业绩依然最为稳定的白电行业全年涨幅只有 21.25%。

图表 22: 家电电子板块 2014 年二级市场涨幅表现



数据来源: wind 资讯、华融证券市场研究部整理

从行业主要上市公司盈利情况来看,白电巨头盈利情况依然最佳,格力前三季度净利润增速达 29.67%;海尔依旧在冰洗空领域保持优势,也取得了 21.83%的利润增速。而美的完成资产重组、集团上市后发力显著,取得了 49.21%的利润增速。黑电企业整体表现较差,TCL 一枝独秀,受华星光电的利润释放影响,前三季度实现净利润增长 75.44%。小家电方面盈利情况最好的依旧是老板电器,净利润增长达 47.27%。从业绩增速与股价表现来看,白电企业大致股价表现正常,黑电企业与小家电企业的股价与业绩相关度较低。

图表 23: 家电主要上市公司业绩及市场表现 (截止 2014 年 12 月 15 日)

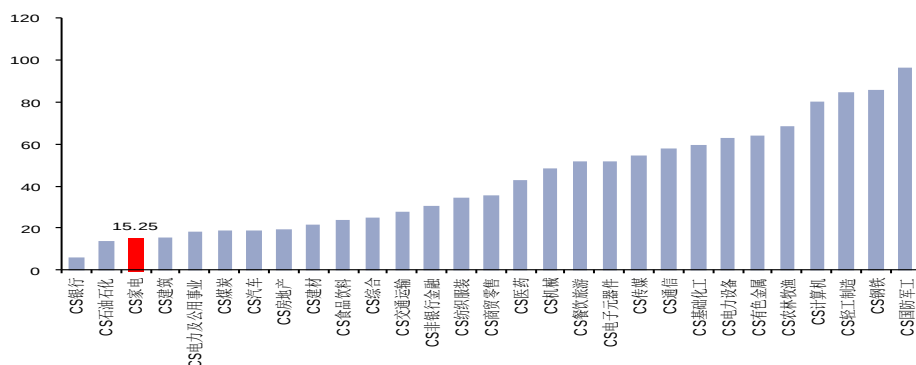
公司代码	公司简称	2014 年前 3 季度利润增速	全年涨幅	当前股价
000651.SZ	格力电器	29.67	18.22	36.96
000333.SZ	美的集团	122.82	36.69	24.70
600690.SH	青岛海尔	21.83	0.11	18.84
000921.SZ	海信科龙	-38.36	-21.96	9.02
000418.SZ	小天鹅 A	58.80	42.17	14.24
600983.SH	合肥三洋	-6.01	-13.77	12.76
000521.SZ	美菱电器	16.62	30.18	6.23
000100.SZ	TCL 集团	75.44	68.60	3.83
600060.SH	海信电器	-18.43	10.49	12.17
600839.SH	四川长虹	-201.28	75.14	5.31
002429.SZ	兆驰股份	12.84	-5.49	8.45
002508.SZ	老板电器	47.24	13.89	35.01
002032.SZ	苏泊尔	17.48	23.75	17.30
002035.SZ	华帝股份	32.06	41.72	14.23

数据来源: wind 资讯、华融证券市场研究部

2、展望 2015 年，资本全球配置下的蓝筹家电股价值显现

目前，家电行业已经处于历史最低估值水平。我们以 2014 年 12 月 15 日收盘价格提取中信一级行业 PE（TTM）值。整体看，家电行业 PE 为 15X，在 29 个一级行业中排名倒数第 3 位。在大消费类板块中，估值水平最低，全行业对比仅略高于银行及石油石化行业，我们认为，这主要是由于家电行业的市值主要由几大巨头构成，目前格力、美的的市值已经超过 1000 亿，海尔也达到了 560 亿，由于 A 股普遍具有“炒小不炒大”的投资风格，大市值公司股价的抬升普遍受到限制，这在很大程度上与家电行业的基本面相背离，也影响了家电行业整体的市场表现。

图表 24：家电行业的估值在 A 股全行业排名倒数

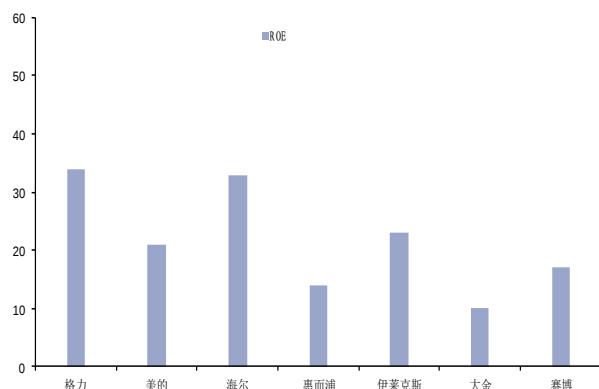


数据来源：wind 资讯、华融证券市场研究部整理

展望 2015 年，我们认为 A 股的整体投资主线是传统行业的价值再发现与新兴行业的探索。在传统行业的价值再发现方面，白电蓝筹堪称价值典范，盈利增长具有高度确定性，同时将分享沪港通背景下 A 股逐步融入全球资本市场所带来的估值提升，可谓“业绩+估值”双轮驱动。调控放松有利于地产景气预期的企稳复苏，也利好厨电龙头在岁末年初的估值切换。在智能化升级的大背景下，家电行业有望开启一轮发展的新周期。

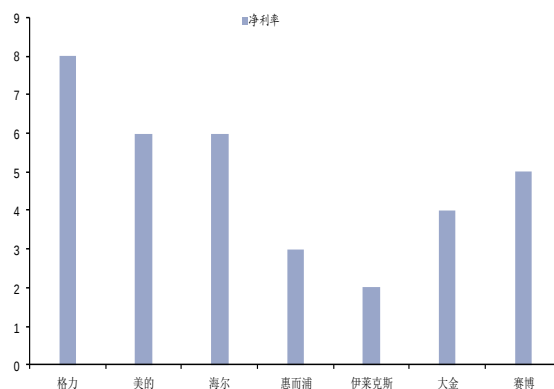
随着中国资本市场对外开放力度的加大，需要认真考虑国际资本市场的信息和主流投资逻辑，寻找行业在全球市场中估值的位置，进而确认价值洼地和寻找适合的标的。从全球家电龙头对比来看，中国的龙头企业在盈利能力上更强，而估值则更低，由此形成一个典型的价值洼地。

图表 25: 2013 年国内白电龙头 ROE 高于海外企业 (%)



数据来源: bloomberg、华融证券市场研究部

图表 26: 2013 年国内白电龙头净利率高于海外企业 (%)



数据来源: bloomberg、华融证券市场研究部

图表 27: 国内白电龙头估值低于海外企业

公司	货币 单位	市值 (百万美 元)	价格(元)	EPS (元)				PE			
			2014/11/15	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
A 股											
美的集团	CNY	15234.55	22.15	1.26	1.73	2.49	2.95	17.60	12.79	8.90	7.51
格力电器	CNY	14196.52	28.93	2.45	3.61	4.56	5.28	11.79	8.00	6.34	5.48
青岛海尔	CNY	8759.34	17.72	1.08	1.38	1.67	1.99	16.41	12.84	10.61	8.90
H 股											
海尔电器	HKD	6820.41	19.70	0.71	0.82	0.98	1.10	27.75	24.02	20.10	17.91
日本											
大金工业	JPY	17666.66	7121.00	294.05	337.59	253.54	294.05		21.09	28.09	24.22
东芝	JPY	17974.39	498.50	40.70	44.62	32.02	40.70	12.25	11.17	15.57	12.25
美国											
通用电气	USD	265716.40	26.46	1.55	1.64	1.80	1.93	17.07	16.13	14.70	13.74
联合技术	USD	97957.69	107.45	5.42	6.16	6.92	7.67	19.82	17.44	15.53	14.00
惠而浦	USD	13492.71	173.27	7.36	9.97	12.13	13.94	23.54	17.38	14.28	12.43
欧洲											
赛博	EUR	4012.86	63.77	4.11	4.30	4.85	5.44	15.52	14.83	13.15	11.72
德龙	EUR	2989.03	15.94	0.79	0.81	0.95	1.10	20.18	19.68	16.78	14.45
伊莱克斯	SEK	8934.41	213.10	11.78	10.41	14.64	16.95	18.09	20.47	14.56	12.57

数据来源: bloomberg、华融证券市场研究部

具体到行业投资标的的选择上，我们认为，行业未来的成长性主要体现在智能化升级的过程中，而这个过程要多久主要取决于中国经济的互联网化、消费者的认知与接受程度、电子领域技术进步等外部因素，短期内难以在公司业绩上体现。我们更加看重公司本身的质地，兼顾智能化的前景与概念。基于此，我们推荐 TCL 集团、格力、美的、老板电器四家公司。

图表 28：重点推荐标的的公司

公司代码	公司简称	当前股价	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	
000100.SZ	TCL 集团	3.92	0.33	0.38	0.43	10.9	9.5	8.4	推荐
000651.SZ	格力电器	37.58	4.61	5.40	6.12	6.2	5.3	4.7	推荐
000333.SZ	美的集团	28.33	2.54	3.07	3.63	10.2	8.4	7.2	推荐
002508.SZ	老板电器	33.10	1.74	2.34	3.06	15.4	11.5	8.8	推荐

数据来源：wind、华融证券市场研究部

(1) TCL 集团——全产业链优势毕现

公司未来发展方向是国内唯一垂直整合液晶平板、电视、手机、白色家电上下游产业的全球性电子消费巨头，我们长线看好 TCL，主要投资逻辑：1) 面板产业属于国家层面重点支持的战略性新兴产业，华星光电面板产业目前进入收获期，14 年上半年华星光电的净利润实现 9 亿，占公司并表净利润的 50%，由于供给偏紧张，公司面板供应持续紧张，产品售价一路上扬。根据测算，2014 年、2015 年和 2016 年仍是面板供需紧张的年度，2017 年需求面积成长与产能面积成长方能基本平衡。未来两年内面板行业的景气度还可以保持在较高的水平。正基于此，公司的 T2 和 T3 面板项目也正式开工，由于面板行业属于国家重点支持的基础性战略产业，看好华星光电未来在全球范围内与韩资和台资企业角逐；2) 公司电视机和手机未来更可能定位于公司面板采购的最大最稳定需求方，因此出货量和市场渗透率提升非常重要，13 年公司电视机全球市占率达到 6.5%，居国内黑电企业首位，14 年二季度公司手机全球市占率 7%。总体判断，公司电视机和手机业务在出货量方面进入平稳发展期，电视业务的毛利率未来可能更加收窄，但手机业务的毛利率随着智能机占比的提升有望升高，手机业务贡献的净利润 14 年上半年已经超过电视业务。3) 公司家电业务（特制白电）由于基数低的原因，借助于公司遍布全球的销售网络和研发实力，有望继续保持超出行业平均增速的发展，但由于体量较小，短期内无法贡献太多利润。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.33 元、0.38 元及 0.43 元，对应当前股价的 PE 分别为 10.9X、9.5X 及 8.4X，给予“推荐”评级。

(2) 格力电器——继续保持空调行业领导者地位

公司是全球最大的家用空调生产厂商，国内空调行业的龙头和主导者，具有行业最强的竞争优势和定价能力，主要投资逻辑：1) 空调是白电领域潜力相对最大的品种，而公司专注空调业务（收入占比 90%）以上，格力在终端消费市场相对其他品牌享有较高的品牌溢价，单品的毛利率和净利率水平都是行业最高；2) 公司日前掀起价格战的序幕，其目的在于利用自身的市场领导地位清理渠道库存和老款产品，同时进一步抢夺市场份额，避免市占率被美的进一步蚕食，其市占率有望进一步提升；3) 中央空调业务在国内处于快速发展期，而公司目前在国内中央空调的市占率已经位居第一，该业务预计每年增速在 30% 左右，为公司提供持续盈利改善的弹药；4) 公司一贯践行“技术+营销”的战略，高度重视技术积累，拥有国内空调行业最多的专利申请量，在空调智能化方面不断尝试，在智能化的单品升级方面走在行业前列。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 4.61 元、5.40 元及 6.12 元，对应当前股价的 PE 分别为 6.2X、5.3X 及 4.7X，给予“推荐”评级。

（3）美的集团——整体上市厚积薄发

美的集团经过短暂的战略调整期后，迅速重新走上快速发展的轨道，主要投资逻辑：1) 公司集团整体上市后，成为一家综合性家电集团，品类丰富，业务协同性增强，建立起渠道、技术、市场的共享机制；2) 公司经过资产重组，重新确立了经营领导层的发展权限，并给予管理层较大的股权比例，理顺了职业经理人与股东方面的利益机制，为未来发展打下了坚实的根基；3) 公司在战略调整期，重新明确了产品力和品牌力共同提升的理念，改变了以往偏重于营销方面的市场印象，其产品在市场的竞争力进一步增强；4) 公司大手笔与小米结成战略合作关系，并通过定向增发 5500 万股股权和让出一个董事席位的方式引进小米，未来公司在智能家居产业链和移动电商领域无疑更增胜算，我们看好公司提出的 M-SMART 战略的实现。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 2.54 元、3.07 元及 3.63 元，对应当前股价的 PE 分别为 10.2X、8.4X 及 7.2X，给予“推荐”评级。

（4）老板电器——厨电行业稳定发展的最大受益者

老板电器是国内厨电行业的领导者，近年来业绩增速非常稳定，主要投资逻辑：1) 厨电产品的居民保有量较白电产品有较大提升空间，产品保有量未来可以向冰洗产品看齐；2) 公司渠道建设领先行业，电商渠道、加盟专卖店、KA 和精装修构成多层次全覆盖的渠道格局，其中专卖店计划到 2016 年开刀 3000 家；3) 公司多品牌战略成功运作，其中“老板”主打高端市场，“名气”主要面向中端消费群体，从而增大客户群体覆盖面；4) 公司管理层稳定，经

营业绩出色，公司发展目标是年增长 30%，其中主要依靠销量驱动，产品均价大约年提升 10%左右，公司的股权激励计划（草案）已经取得证监会备案无异议函，未来管理层做大公司规模，进一步提升业绩仍然有较大的动力。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.74 元、2.34 元及 3.06 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.4X、11.5X 及 8.8X，给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、终端零售市场需求大幅下挫；
- 2、上游铜铝、钢材、塑料等原材料价格上涨；
- 3、格力掀起的“价格战”持续影响发酵，恶化行业格局；
- 4、房地产市场投资和销售继续下滑；
- 5、宏观经济大幅放缓。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

贺众营，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn