

沪港通来临 建议配置家电蓝筹

■前言：2014年11月10日，香港交易所发出公告，香港证监会与中国证监会共同宣布批准沪港通于2014年11月17日启动。我们认为沪港通开放后，将促进境外投资者对家电蓝筹和整个家电板块的配置，也有望迎来家电蓝筹和整体家电板块估值的修复。

■中国家电行业长短期成长逻辑均在：短期来看，前期限购、限贷的放松对房地产市场形成有效的托底作用，托底作用已在十月份开始显现，我们判断限购、限贷放松对地产的积极效果还将持续一段时间，住宅成交的明显回升将是大概率事件，家电的短期消费需求将有所反弹。长期来看，1) 目前我国的城镇化水平较低，城镇化将是推动家电行业发展的长期逻辑；2) 土地流转的加速，将促进农户增收，农村的家电需求有望被激发。

■国内外市场家电股的比较：1) 从估值角度看，国内家电股存在明显的低估，沪港通开放后，国际投资者将不可避免的将国内外家电股进行估值对比，国内家电股吸引力将骤显；2) 从股息率角度看，国内家电股的股息率高于其他市场，2013年A股家电公司的股息率为2.59%，而同期香港、美国、欧洲、日本市场家电股的股息率分别为2.2%、0.94%、2.47%、1.18%，对稳健投资者而言，将极具吸引力。

■海外投资者进入A股市场 蓝筹家电股将为配置重点：1) 香港股市的投资者结构与A股有极大不同，总体来说，香港股市是机构投资者、海外投资者为主导的市场，可以QFII来大致代表沪港通后进入A股的新投资人；2) QFII在选股上，重视企业的现金流、盈利能力、股息率、安全边际等，从QFII现有的资产配置上来看，除了银行股外，家电是第二大重配的板块；3) 由于我国的资本账户并未完全开放，海外投资者存在对A股的低配，我们预计随着沪港通的开放，海外投资者会加大对A股的配置，家电股将是其配置重点。

■投资建议及结论：1) 看好低估值、高分红的家电龙头股，我们首推沪港通标的青岛海尔，也看好格力电器、美的集团；2) A股家电板块的估值将迎来估值修复，与国际上其他市场的家电板块相比，目前家电A股存在整体低估的现象，随着沪港通的开放，未来有望回归到国际均值。

■风险提示：宏观经济下行将降低A股的整体吸引力。

投资评级 领先大市-A
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益		-2.15	-2.09	14.48
绝对收益		3.35	8.40	26.48

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

相关报告

浅析“激光电视”	2014-09-15
安信家电周报：智能建筑展在沪召开 智能家居或迎百家争鸣时代	2014-09-09
安信家电周报：首款“国产芯”量产 黑电企业话语权或加强	2014-08-25

前言.....	3
1. 中国家电行业长短期成长逻辑均在.....	3
1.1 短期内房产交易回暖 将促进家电的新增消费.....	3
1.2 城镇化将成为家电行业发展的长期动力.....	3
1.3 土地流转将使农民增收 促进农民对家电的需求.....	4
2. 国内外市场家电股的比较.....	5
2.1 国内家电股估值低于国外家电股.....	5
2.2 国内家电股股息率高于国外家电股.....	7
3. 海外投资者进入 A 股市场 蓝筹家电股将为配置重点.....	8
3.1 机构及海外投资者是港股的投资主体.....	8
3.2 QFII 青睐低估值蓝筹股.....	8
3.3 沪港通后 海外投资者将加大对家电蓝筹股的配置.....	9
4. 投资建议及结论.....	9
4.1 看好低估值、高分红的家电龙头股.....	9
4.2 家电板块有望迎来整体估值修复.....	10
5. 风险提示:.....	11
表 1: 2013 年底以来与土改相关的政策文件.....	5
表 2: 国内外家电股票估值水平比较.....	6
表 3: 国内外家电股票股息率水平比较.....	7
表 4: QFII 及机构各行业配置比例 (按市值, 2014Q3).....	8

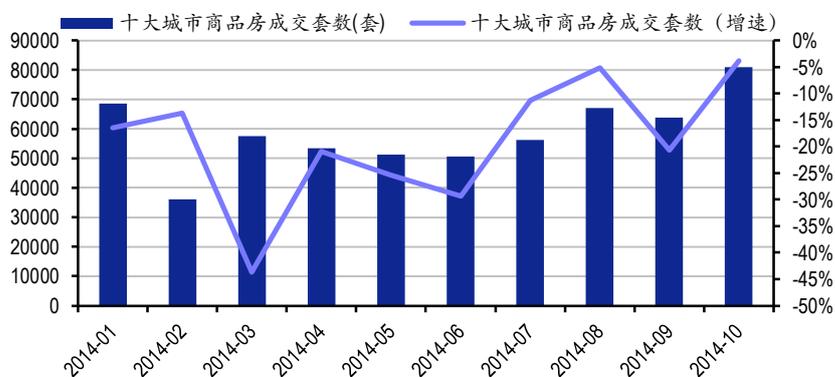
前言：2014年11月10日，香港交易所发出公告，香港证监会与中国证监会共同宣布已批准沪港通于2014年11月17日启动。我们认为沪港通开放后，将促进境外投资者对家电蓝筹和整个家电板块的配置，也有望迎来家电蓝筹和整体家电板块估值的修复。详细的投资逻辑我们将在行文中逐一展开。

1. 中国家电行业长短期成长逻辑均在

1.1 短期内房产交易回暖 将促进家电的新增消费

从房地产市场来看，前期限购、限贷的放松将对房地产市场形成有效的托底作用，托底作用已在十月份开始显现，从十大城市商品房成交套数口径来看，2014年10月，商品房成交套数达80872套，创年度新高，降幅收窄至3.87%，我们判断限购、限贷放松对地产的积极效果还将持续一段时间，住宅成交的明显回升将是大概率事件。

图 1：十大城市商品房成交套数及增速



数据来源：Wind 安信证券研究中心

从家电消费的角度而言，家电销售与房地产销售具有较强相关性，滞后期一般为2、3个季度，因此我们判断住宅成交套数的回升将会促进一部分家电的新增消费，短期内的家电消费将有一次较大反弹。

1.2 城镇化将成为家电行业发展的长期动力

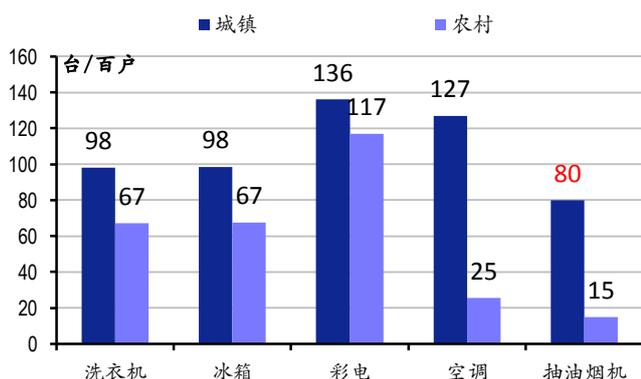
由于收入水平的差距和消费习惯的差异，农村家庭和城镇家庭对家电的消费差别较大，农村家庭各大家电的保有量水平远低于城镇家庭。

我国的城镇化率水平较低。截止到2013年，常住人口城镇化率为53.73%、户籍人口城镇化率为36%；而从国外的情况来看，发达国家城镇化率近80%、而与我国发展程度相近的国家的城镇化率也达到了60%，可见我国的城镇化仍处于较低的水平。

政策将推动城镇化率的提高。出于民生的考虑，国家层面也发布了关于推动城镇化的政策，比较有代表性是《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，根据规划的要求，2020年我国常住人口城镇化率达到60%，户籍人口城镇化率达到45%。

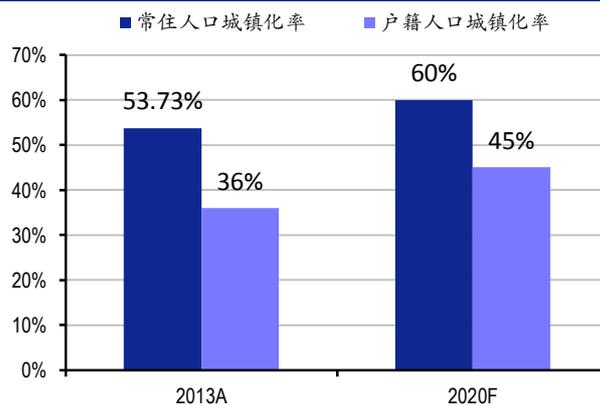
而根据国家城镇化的发展规划，也提出了三个一亿人的规划，即1) 促进约1亿农业转移人口落户城镇；2) 改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村；3) 引导约1亿人在中西部就近城镇化。我们认为，随着农村人口、农村家庭转变为城镇人口、城镇家庭，伴随着居住环境及消费习惯的转变，对家电的消费也将释放。

图 2：农村、城镇家庭大家电保有量对比（2012 年）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 3：未来城镇化率将持续提高

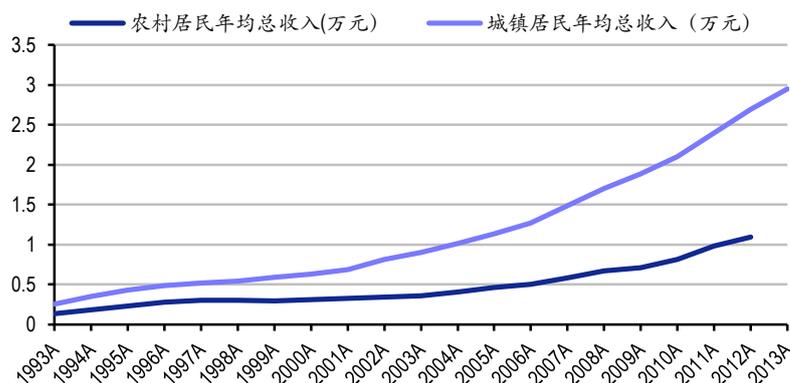


数据来源：中国政府网《国家新型城镇化规划》安信证券研究中心

1.3 土地流转将使农民增收 促进农民对家电的需求

如前所述，农村家庭保有量低于农村家庭，我们认为其根本原因在于农民收入水平及消费能力较低。2012 年农村家庭居民年均总收入为 1.1 万元，而同期城镇家庭居民年均总收入是 2.7 万元，差距较大，我们判断如果农民收入提高，其对家电的消费也将被激发。

图 4：农村居民收入与城镇居民收入差距较大



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

土地流转加速将促进农民收入增加，从而农民对家电需求也增加。土地流转包括土地承包经营权、宅基地使用权、乡镇建设用地使用权三类用益物权的流转。其中，前两项均涉及农户，若土地承包经营权和宅基地使用权的流转能有畅通的机制，农民可以自主的、以合理的价格将两大权益转让给其他农户或经济组织，有效的促进农民增收。

- **中央政府加大了土改的推进力度：**新一届政府极为重视农民的民生、农业自动化问题，加大了在土地流转让上的推进力度，特别是今年以来，在多次重要会议上将“促进农村现代化”列为工作重点，也多次发布与之相关的重要文件；此外，还努力从其他方面扫清土改的障碍，如 2014 年 7 月 30 日发布《国务院关于进一步推进户籍制度改革的意见》，旨在户籍政策上扫清障碍。我们判断在未来，土地流转仍将为新政府积极推动的重点工作之一。

表 1: 2013 年底以来与土改相关的政策文件

时间	与土改相关的政策和文件
2013 年底	十八届三中全会将“土改”作为重点工作领域之一。
2014 年 1 月	发布《关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见》。
2014 年 3 月	发布《国务院办公厅关于落实中共中央国务院关于全面深化改革加快推进农业现代化若干意见有关政策措施分工的通知》。
2014 年 7 月	《国务院关于进一步推进户籍制度改革的意见》。
2014 年 8 月	发布《关于进一步加快宅基地和集体建设用地使用权确权登记发证工作的通知》。

数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

- **地方政府也在积极尝试土地流转的模式：**从地方政府层面来看，重庆、嘉兴、广东、南海、昆山、成都等地陆续都展开了各式各样的土改模式，为土地流转的顺利进行提供了经验和思路。
- **第三方在土地流转方式上也踊跃创新：**土改涉及了多方的利益，除了农户、村集体/政府、经营企业等直接参与主体外，也为第三方提供了新的业务机会，如电子商务平台、信托平台、产权交易平台、专业农地管理机构等，他们也看到了土地流转的巨大市场，也在土地流转中积极参与，提供了许多创新思路。例如，阿里聚划算平台推出“聚土地”，尝试将土地流转与电子商务结合起来，为土地的流转提供新型交易平台。

我们认为，在多方的合力下，明后两年土地流转的进程将加速，这将有利于缩短城乡收入的差距，伴随着农民收入和消费能力的提高，农民对家电的需求也将释放。而从另一方面来说，土地流转将农户与土地解绑，农民可以自由的选择其他经营或就业活动，这也将加速城镇化的进程。

2. 国内外市场家电股的比较

因沪港通而进入 A 股的投资者，不可避免的会将同类型的股票在 A 股和国际股市上进行对比，我们首先有必要将国内家电股和国际家电股进行一个横向的对比，分析其是否具有投资价值。我们认为，无论是估值还是从股息率的角度，A 股家电股、尤其是蓝筹家电股都需具备十分明显的投资价值。

2.1 国内家电股估值低于国外家电股

首先，从估值的角度来看，我们将 A 股家电公司与香港市场、美国、欧洲、日本股市上的家电公司进行横向对比，2014 年，A 股家电公司的平均市盈率、市净率分别为 10.14 和 2.30 倍，而同期港股家电公司为 13.77 和 3.08 倍，美股家电公司为 16.62 和 2.75 倍，欧洲市场家电公司为 18.39 和 2.84 倍，日本市场家电公司为 22.32 和 1.96 倍，可见 A 股家电公司存在被低估的现象。

表 2: 国内外家电股估值对比——国内家电股被低估

区域	证券简称	货币	市值 (亿)	EPS		P/E		P/B	
				2013A	2014E	2013A	2014E	2013A	2014E
香港	海尔电器	HKD	545.00	0.80	0.91	21.91	17.66	5.85	4.07
	创维数码	HKD	117.16	0.55	0.48	9.49	8.55	1.47	1.10
	TCL 多媒体	HKD	38.27	-0.04	0.22	/	13.17	1.10	0.82
	TCL 通讯	HKD	96.71	0.28	0.92	28.80	8.65	3.16	2.49
	志高控股	HKD	15.27	0.02	/	6.03	/	0.41	/
	海信科龙	HKD	131.78	0.92	0.89	9.96	6.28	4.51	1.87
香港平均						19.04	13.77	4.56	3.08
美国	Whirlpool	USD	136.91	10.42	11.63	13.39	15.11	2.45	2.22
	Unifed Technology	USD	994.44	6.35	6.87	18.33	15.88	3.27	2.84
	A.O.Smith	USD	47.82	1.84	2.40	27.90	22.25	3.87	3.42
	Ingersoll-Rand plc	USD	168.60	2.11	3.23	20.34	19.69	2.46	2.79
	Helen of Troy Ltd	USD	18.19	3.64	3.53	10.24	18.14	1.28	/
	Cree, Inc	USD	38.96	0.75	1.64	84.16	19.90	2.72	1.31
美国平均						20.13	16.62	3.08	2.75
欧洲	Electrolux	SEK	645.01	2.35	10.57	71.87	19.73	3.38	4.16
	De'Longhi	EUR	22.60	0.78	0.83	15.22	18.22	2.66	3.09
	SEB	EUR	32.73	4.13	3.78	15.91	17.24	2.37	2.07
	Rational	EUR	28.01	8.55	9.27	28.20	26.57	10.20	9.11
	OSRAM	EUR	32.73	0.26	2.62	133.81	11.95	1.70	1.41
	Philips	EUR	215.39	1.28	1.25	20.82	18.07	2.17	1.90
欧洲平均						38.72	18.39	2.95	2.84
日本	Toshiba	JP	21179.53	18.27	25.57	24.27	19.54	1.93	1.75
	Daikin Industries	JP	21066.10	149.73	295.10	24.64	24.35	1.73	2.99
	Panasonic	JP	34784.30	-326.28	51.64	/	27.46	1.20	2.26
	Sony	JP	26948.69	42.80	-88.10	38.36	/	0.76	1.12
	Hitachi	JP	42051.13	37.28	51.33	14.57	16.95	1.26	1.73
	Mitsubishi Electric	JP	30844.55	32.38	68.70	23.38	20.91	1.25	2.08
	Noritz	JP	1015.95	133.58	121.54	16.85	16.46	1.01	0.88
	Rinnai	JP	4589.83	394.86	413.27	17.15	21.27	1.93	2.29
	Zojirushi Corp	JP	533.61	23.72	52.60	16.10	13.97	0.54	/
	Sharp	JP	4916.51	-489.83	6.15	/	46.98	2.54	2.07
日本平均						23.65	22.32	1.35	1.96
A 股	格力电器	CNY	867.17	3.61	4.66	9.05	6.42	2.84	1.97
	美的集团	CNY	914.83	1.73	2.46	11.55	8.81	2.57	2.17
	青岛海尔	CNY	516.00	1.53	1.70	12.75	9.93	3.67	2.44
	美菱电器	CNY	41.99	0.36	0.44	10.20	13.42	0.88	1.29
	海信科龙	CNY	103.99	0.92	0.97	9.96	8.99	4.51	3.04
	小天鹅 A	CNY	71.96	0.65	0.98	11.37	13.07	1.20	1.73
	合肥三洋	CNY	103.47	0.68	0.71	22.10	19.04	4.16	2.86
	华意压缩	CNY	37.89	0.30	0.34	20.50	19.91	1.79	1.82
	苏泊尔	CNY	106.30	0.93	1.10	17.74	14.96	3.15	2.75
	九阳股份	CNY	84.47	0.62	0.69	17.24	15.43	2.76	2.60
	华帝股份	CNY	47.76	0.64	0.87	20.09	14.82	3.11	2.88
	老板电器	CNY	113.28	1.21	1.68	28.33	20.37	4.30	4.32
	日出东方	CNY	71.48	0.77	0.87	22.53	19.94	1.97	1.86
	中国平均						12.81	10.14	2.97

数据来源: Bloomberg 安信证券研究中心

2.2 国内家电股股息率高于国外家电股

其次，我们将国内外家电股的股息率进行对比，2013 年国内家电股股息率为 2.59%，而同期香港、美国、欧洲、日本市场家电股股息率分别为 2.20%、0.94%、2.47%和 1.18%，对比 2014、2015 和 2016 年也有类似特点，国内家电公司能为投资者提供更为稳定的收益。

表 3：国内外家电股票股息率水平比较——国内高于国外

区域	证券简称	货币	Dividend Yield (%)			
			2013A	2014E	2015E	2016E
香港	海尔电器	HKD	0.46	0.62	0.79	0.84
	创维数码	HKD	3.45	3.73	4.76	5.07
	TCL 多媒体	HKD	8.05	2.39	3.23	3.12
	TCL 通讯	HKD	1.26	3.89	4.85	5.45
	志高控股	HKD	0.00	N/A	N/A	N/A
	海信科龙	HKD	0.00	0.44	0.58	0.71
香港平均			2.20	2.21	2.84	3.04
美国	Whirlpool	USD	1.52	1.61	1.81	1.71
	Unifit Technology	USD	1.93	2.20	2.36	2.57
	A.O.Smith	USD	0.85	1.12	1.20	1.34
	Ingersoll-Rand plc	USD	1.36	1.59	1.86	2.15
	Helen of Troy Ltd	USD	0.00	N/A	N/A	N/A
	Cree, Inc	USD	0.00	0.00	0.00	0.00
美国平均			0.94	1.30	1.44	1.56
欧洲	Electrolux	SEK	3.86	3.10	3.23	3.38
	De'Longhi	EUR	3.37	2.65	3.08	3.42
	SEB	EUR	2.12	2.13	2.37	2.59
	Rational	EUR	2.49	2.90	3.04	3.34
	OSRAM	EUR	0.00	2.04	2.13	3.03
	Philips	EUR	3.00	3.63	3.82	4.08
欧洲平均			2.47	2.74	2.94	3.31
日本	Toshiba	JP	1.69	1.61	1.72	1.94
	Daikin Industries	JP	0.98	0.68	1.02	1.11
	Panasonic	JP	0.00	0.73	1.11	1.31
	Sony	JP	1.52	1.06	0.44	0.88
	Hitachi	JP	1.84	1.21	1.37	1.54
	Mitsubishi Electric	JP	1.45	0.97	1.37	1.47
	Noritz	JP	1.33	1.65	1.65	1.68
	Rinnai	JP	0.89	0.74	0.85	0.90
	Zojirushi Corp	JP	2.09	1.27	1.41	1.69
	Sharp	JP	0.00	0.00	0.00	0.00
日本平均			1.18	0.99	1.09	1.25
A 股	格力电器	CNY	5.11	6.36	7.51	8.63
	美的集团	CNY	3.60	5.12	6.20	7.74
	青岛海尔	CNY	2.66	3.02	3.41	3.68
	美菱电器	CNY	1.04	1.48	1.83	2.17
	小天鹅 A	CNY	2.49	3.40	4.23	5.05
	合肥三洋	CNY	0.62	0.81	1.12	1.55
	苏泊尔	CNY	2.24	2.97	3.52	N/A
	九阳股份	CNY	4.68	5.99	6.74	N/A
	华帝股份	CNY	1.55	2.02	2.40	N/A
	老板电器	CNY	1.46	1.74	2.32	2.82
日出东方	CNY	3.05	N/A	N/A	N/A	
A 股平均			2.59	3.29	3.93	4.52

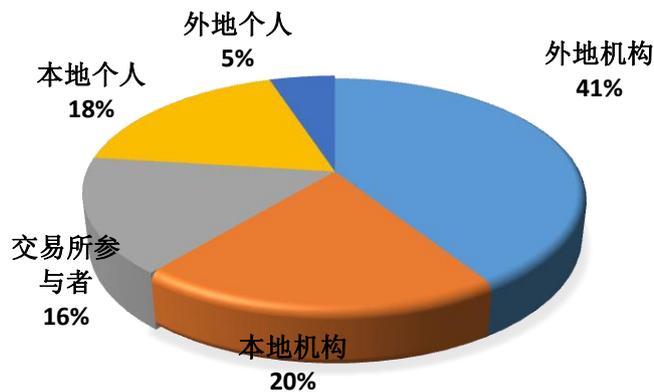
数据来源：Wind Bloomberg 安信证券研究中心

3.海外投资者进入 A 股市场 蓝筹家电股将为配置重点

3.1 机构及海外投资者是港股的投资主体

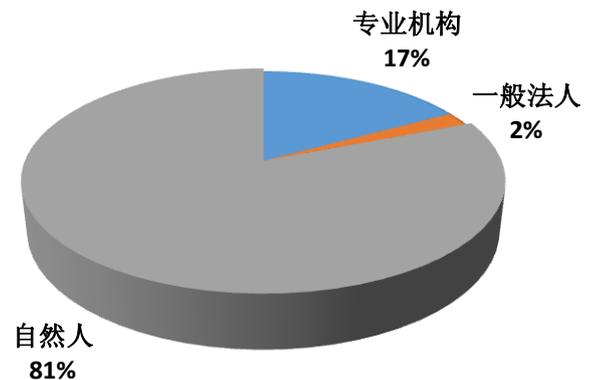
香港股市的投资者结构与 A 股有极大的不同，香港市场的主要投资者为机构，我们以交易额为比较口径，根据港交所官网的统计，2012 年 10 月到 2013 年 9 月期间，机构投资者成交额占比高达 61%；而根据上交所的统计数据，2012 年度，自然人投资者在交易额中的占比高达 81%，而专业机构投资者仅为 17%，A 股市场的主要投资者为个人。

图 5：港交所交易额构成 (2012.10-2013.9)



数据来源：港交所官网 安信证券研究中心

图 6：上交所交易额构成 (2012 年)



数据来源：上交所官网 安信证券研究中心

在港股中，交易额的 61% 是来自于机构，其中外地机构的占比高达 41%，国际机构投资者在港股市场中占据主导地位，那么我们可以 QFII 来大致判断沪港通后 A 股新进入者的投资风格。

3.2 QFII 青睐低估值蓝筹股

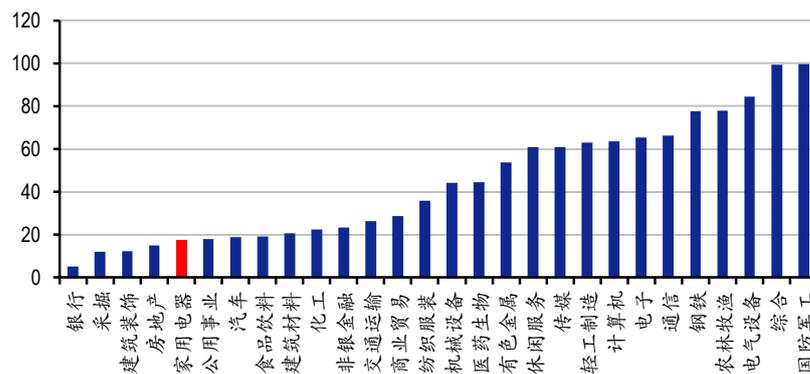
QFII 的投资风格与 A 股投资者投资风格差异较大。A 股投资者喜欢追逐小盘股，喜欢炒作题材，并不十分在意公司基本面。而 QFII 更为重视企业的现金流、盈利能力、股息率、安全边际等，他们的投资风格深受欧美成熟市场的影响，倾向于长期持有股票，更崇尚价值投资。从我们分析对三季度 QFII 行业配置的分析来看，可以发现 QFII 更青睐银行股和消费股，其中家电是其第二大重点配置的板块。而 QFII 的配置基本与估值相吻合，重配的银行、消费股均是 A 股中估值较低的板块，因此我们可以看出，QFII 更青睐低估值蓝筹股。

表 4：QFII、整体机构投资者的行业配置比例 (2014Q3)

行业	QFII 持有比例	机构持有比例	各版块市值占比
银行	45.16%	19.04%	17.30%
家用电器	11.60%	1.38%	1.62%
食品饮料	8.19%	3.23%	3.09%
汽车	6.92%	3.49%	3.85%
建筑材料	5.12%	1.07%	1.37%
交通运输	4.32%	4.54%	3.54%
医药生物	2.34%	5.37%	5.82%
休闲服务	1.87%	0.54%	0.61%
公用事业	1.58%	3.73%	3.89%
建筑装饰	1.47%	2.40%	2.50%
房地产	1.31%	4.18%	3.90%
机械设备	1.24%	3.32%	4.63%

化工	1.19%	6.22%	6.17%
商业贸易	1.09%	1.90%	1.93%
采掘	1.05%	12.75%	7.46%
电子	1.04%	2.27%	3.35%
计算机	0.89%	2.30%	3.56%
非银金融	0.82%	6.46%	6.12%
钢铁	0.74%	1.85%	1.32%
农林牧渔	0.43%	1.33%	1.58%
电气设备	0.42%	2.54%	3.31%
轻工制造	0.30%	0.88%	1.33%
传媒	0.25%	1.72%	2.67%
有色金属	0.22%	2.61%	3.27%
纺织服装	0.22%	0.87%	1.32%
通信	0.21%	1.27%	1.86%
综合	0.01%	0.60%	0.83%
国防军工	0.00%	2.16%	1.79%
合计	100%	100%	100.00%

数据来源: Wind 安信证券研究中心

图 7: 各版块估值对比 (2013 年 PE)


数据来源: Wind 安信证券研究中心

3.3 沪港通后 海外投资者将加大对家电蓝筹股的配置

由于我国的资本市场并未完全开放,目前海外投资者对 A 股存在整体低配现象,2013 年和 2014 年中期,包括 QFII 和 RQFII 的海外投资者持有 A 股流通市值占比约为 2.1%和 2.4%,海外投资者的占比远低于其他市场,我们认为随着“沪港通”的开放,A 股市场进一步对国际投资者放开,出于全球范围内资产配置的需要,国际投资者会加大对 A 股的配置。我们认为海外投资者仍将延续其一贯的投资风格,仍然喜爱现金流、盈利能力、股息率、安全边际高的家电蓝筹股。

4. 投资建议及结论

4.1 看好低估值、高分红的家电龙头股

我们认为,应综合此次沪股通的标的、QFII 的投资风格和偏好,综合选取投资标的。

(1) 看好青岛海尔

沪港通标的为上证 180 指数的成份股、上证 380 指数的成份股以及不在上述指数成份股,而对应到家电股,直接投资标的为海信电器、青岛海尔、四川长虹、合肥三洋、日出东方和海信科龙。而考虑到 QFII 偏好低估值、高分红的蓝筹,我们认为标的中最会被 QFII

青睐的是青岛海尔。

投资逻辑：1) KKR 入股后将帮助公司走出去，目前 KKR 已在经营、战略层面为公司提供支持，并且也逐步在海外渠道方面为海尔提供帮助，预计未来 KKR 还将在全球资源整合方面给海尔提供支持，这也将推动海尔估值与国际龙头接轨；2) 集团资产整合的预期已在逐步兑现，外延式扩张值得期待；3) 公司在智能家居领域布局完整，未来来自软的收入值得期待，为公司的业绩提供了弹性。

投资建议：我们预计公司 2014 年-2016 年收入增速分别为 10.0%、14.0%、13.5%，净利润增速分别为 11.2%、15.3%、15.2%，对应 EPS 为 1.70、1.96、2.26 元；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 22.00 元，对应 2014 年 12.9xPE。

(2) 同时看好美的集团、格力电器

但沪股通并不意味着，海外投资者只能购买沪股通标的，沪股通带来的实际是 QFII 资金规模的变大，投资的偏好和股票配置并不受制约，QFII 灵活的将原来额度与沪港通额度进行调配，例如可以卖出原 QFII 额度内的上证 180、上证 380 标的，腾出的额度再来配其他标的，再用沪港通额度将上证 180、上证 380 标的补上，在这一过程中 QFII 的持股结构并不发生变化。

将标的延展至整个 A 股，我们认为有业绩、低估值、高分红的美的集团、格力电器将受海外投资者的喜爱。

美的集团的投资逻辑：1) 最优的公司治理结构，公司治理采用职业经理人制，目前管理团队的持股比例已超过 10%，股权激励充分，公司高效的管理机制是其长远发展的保障；2) 产品力大幅提升，产品是家电企业的核心竞争力，自 2012 年以来，公司产品力大幅提升，伴随产品力提升，公司份额及利润率提升明显，目前公司产品力还在上行的通道中，未来份额、利润的提升仍值得期待；3) 全球化是公司的三大发展战略之一，我们预计随着公司的海外扩张，估值将进一步与国际接轨。

投资建议：我们预计公司 2014 年-2016 年收入增速分别为 17.0%、16.8%、15.7%，EPS 分别为 2.43、2.97、3.58 元；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 30.00 元，对应 2014 年 12.3xPE。

格力电器的投资逻辑：1) 空调是白电中成长性最好的板块，公司作为空调龙头，地位稳固，公司及行业的成长性无需担忧；2) 是国内家电股中估值最低的股票，与国际龙头相比，股价低估明显，而高分红持续给股东带来稳定的股息收入，符合海外投资者的需求；3) 2 月份公司发布公告，称控股股东格力集团拟引入战略投资者，近期广东省国企改革方案已出炉，我们预期格力集团的国企改革进程或将加速，这将为公司发展带来新动力，并成为股价催化剂。

投资建议：我们预计公司 2014 年-2016 年收入增速分别为 15.6%、14.0%、13.2%，净利润增速分别为 28.9%、20.3%、18.6%，对应 EPS 为 4.66、5.60、6.64 元；维持买入-A 的投资评级，维持 6 个月目标价 42.94 元，对应 2014 年 9.2xPE。

4.2 家电板块有望迎来整体估值修复

从更长期来看，沪股通带来的是 A 股估值体系与国际的接轨，A 股市场将不可避免的融入到国际估值体系中。而从前面的分析，我们也可以看出，相较于国际家电股，A 股家电板块整体估值偏低，随着沪港通的开放，A 股家电板块的估值将迎来修复，未来有望回归到国际均值。

5.风险提示:

宏观经济下行将降低 A 股的整体吸引力: 海外投资者在做全球资产配置时, 各国经济走势是其配置调整的重要依据; 中国宏观经济下行的趋势较为明确, 或将降低 A 股的整体吸引力。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034