

## 关注油价下跌背景下家电行业的投资机会

■**事件**：2014年以来，钢、铜、铝、原油价格普降，特别是2014年四季度初以来，原油价格大幅下跌。在此背景下，我们重新梳理家电企业的投资逻辑，认为白电整机企业将集体有受益，建议积极配置

■**大宗原材料为主要制造成本，石油相关占比约一至两成**。在家电的制造业中，会大量的使用原材料，白电产品的主要通用原材料是钢、铜、铝和塑料件等，在整个营业成本中占比约为85~90%，其中与石油相关的注塑件及原材料成本占比约一至两成。

■**白电整机企业处于产业链主导地位 最有望受益原材料成本下降**：从产业链地位来看，上游零部件行业整体竞争充分，整机制造厂商具有较强的话语权，因此，在原材料价格下行的周期中，家电整机企业充分受益。而家电整机行业格局较为稳定、且受消费升级的积极影响，整体单价也呈现出稳定甚至上升趋势。从历史上看，2012年到2013年，原材料价格下行周期中，白电终端价并未变化，白电整机企业毛利率集体走高。

■**2014年原材料价格下降明显 原油价格进入下行周期**：今年以来，原材料价格呈现出了整体下滑的趋势，从全年的价格走势来看，LME铝现货结算价同比上涨1.2%，LME铜现货结算价下降6.3%，钢综指数下滑10.6%。从今年3季度末、四季度初开始，原油价格大幅下跌，跌幅已到40%，当前价格已跌破60美元/桶。我们认为由于供给过剩的原因，2015年石油价格下降或者保持低位为大概率事件。

■**整机企业将集体收益 美菱受益幅度最为明显**：假设2015年上半年钢、铜、铝的价格与2014年下半年相同，而原油价格分别为2014年下半年的均价、80、70以及60美元/桶，其他条件均不发生变化，则发现2015年上半年白电整机企业业绩均有明显修复，但修复程度各有不同，美菱电器修复最为明显。

■**投资建议**：我们认为，在以原油为代表的原材料下行周期中，白电整机制造企业将能从中整体受益。而个股方面，考虑到各个企业业绩弹性大小、收入结构有所不同，业绩改善的幅度依次是**美菱电器、奥马电器、海信科龙、小天鹅、惠而浦、青岛海尔、格力电器、春兰股份、美的集团**等，建议积极配置。

■**风险提示**：需求下滑导致价格战风险；原油价格反弹风险。

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	-16.18	-26.90	-24.73
绝对收益	6.84	14.27	25.28

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

### 相关报告

家电：沪港通来临 建议配置	2014-11-17
家电蓝筹	
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

1.原材料价格下降周期中 白电整机企业集体受益 .....	3
1.1 白电产品以钢、铜、铝、塑料为主要原材料，受益较为明显 .....	3
1.2 白电整机企业处于较强势地位 最能从原材料下降中受益.....	3
2.原油价格进入下行周期 白电整机企业将受益 .....	4
2.12014 年原材料价格下降明显 原油价格进入下行周期 .....	4
2.2 整机企业将集体收益 美菱受益幅度最为明显.....	5
3.投资建议.....	7
4.风险提示 .....	8
表 1：关键假设 .....	6
表 2：三大白电的成本节约率 .....	6
表 3：2015 年上半年各企业业绩增速.....	7
表 4：重点关注公司估值表.....	8

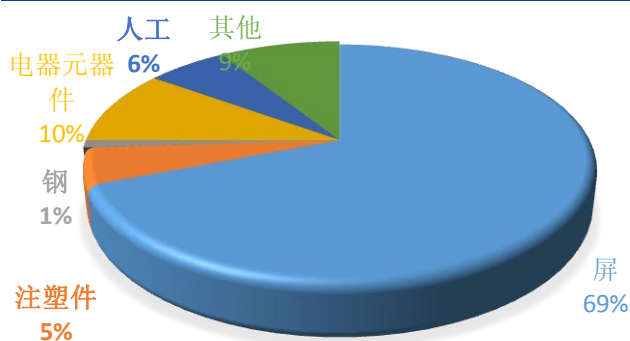
## 1.原材料价格下降周期中 白电整机企业集体受益

在家电的制造业中，会大量的使用原材料，原材料在整个营业成本中占比约为 85~90%，因此原材料成本的变化对于家电整机厂商的毛利率的变动影响颇大。

### 1.1 白电产品以钢、铜、铝、塑料为主要原材料，受益较为明显

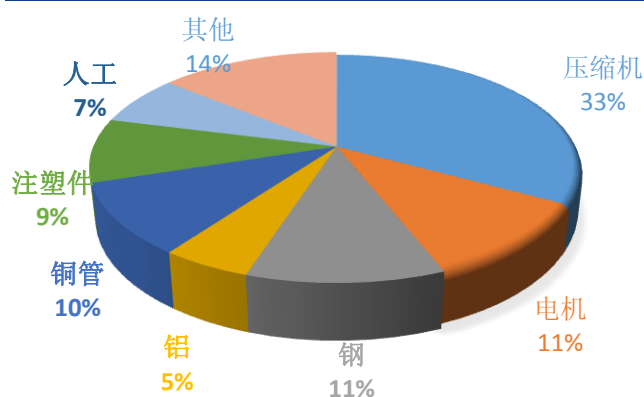
不同家电产品的成本构成差异较大，但整体而言，白电产品的主要通用原材料是钢、铜、铝和塑料件等；而黑电的成本结构与白电差别较大，其成本的最主要构成为屏和电子元器件，另外也使用一部分注塑件，但钢、铜、铝的使用较少。

图 1：液晶电视的营业成本构成



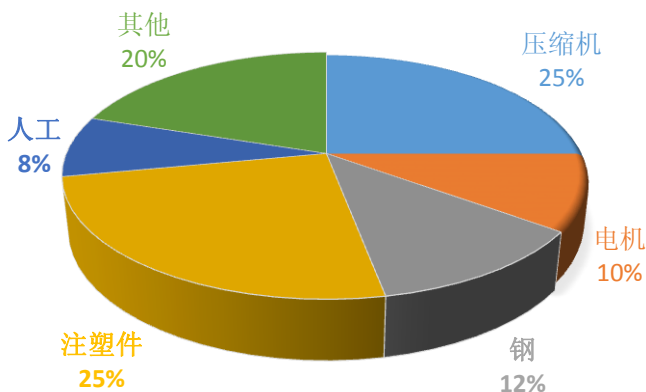
数据来源：安信证券研究中心整理

图 2：空调的营业成本构成



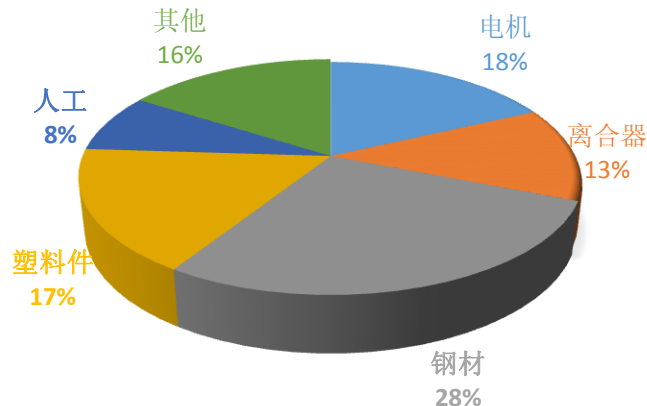
数据来源：安信证券研究中心整理

图 3：冰箱的营业成本构成



数据来源：安信证券研究中心整理

图 4：洗衣机的营业成本构成



数据来源：安信证券研究中心整理

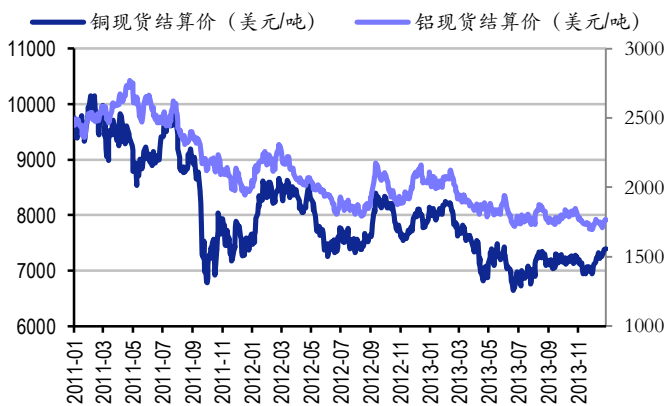
### 1.2 白电整机企业处于较强势地位 最能从原材料下降中受益

在珠三角、长三角、青岛及合肥等家电产品制造基地的周边，存在着大量的零部件制造企业，除极个别类型零部件存在较高技术门槛或专利门槛外，零部件行业整体竞争十分充分，因此零部件厂商很难把握定价权，相反，家电整机企业在产业链上具有较强的议价能力。

因此，在原材料价格下行的周期中，家电整机企业充分受益；而家电整机行业格局较为稳定、且受消费升级的积极影响，即便在成本下行周期中，整体单价也呈现出稳定甚至上升趋势。

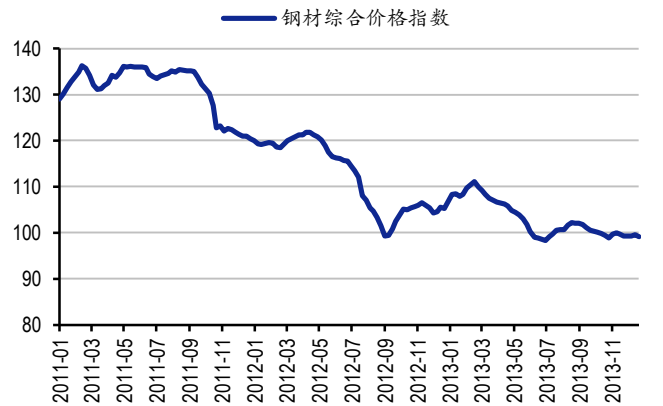
以史为鉴，我们回顾 2012~2013 年的情况，在 2012~2013 年期间，以钢、铜、铝为代表的大宗商品的价格出现明显的下降；而在原材料降价的背景下，白电产品的终端价却稳中有升，因此在这一背景下，白电整机企业的毛利率都呈现出十分明显的上升趋势。

图 5：2012~2013 年，铜、铝价格呈下滑趋势



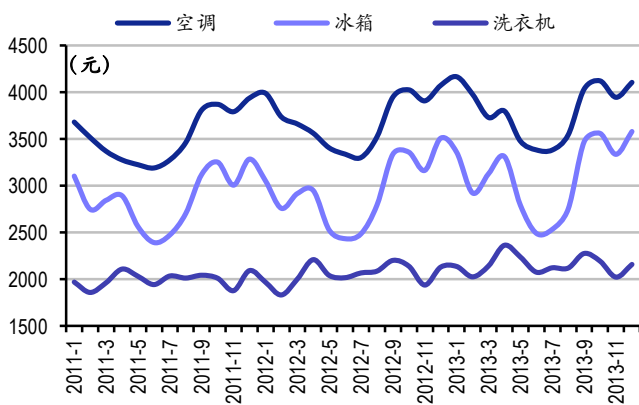
数据来源：LME 安信证券研究中心

图 6：2012~2013 年，钢价呈下滑趋势



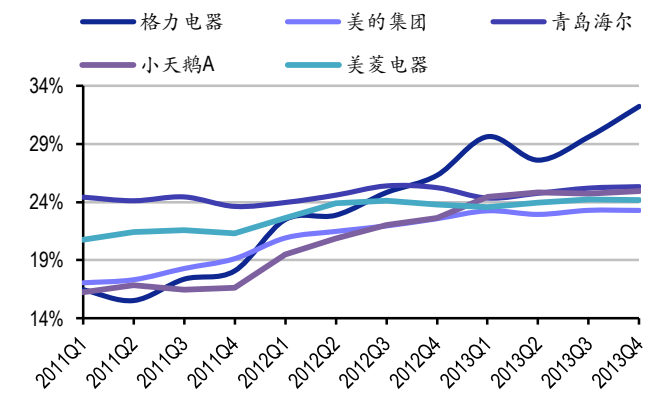
数据来源：中钢协 安信证券研究中心

图 7：2012~2013 年，白电产品均价稳中有升



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

图 8：2012~2013 年，白电整机企业毛利率走高



数据来源：Wind 安信证券研究中心

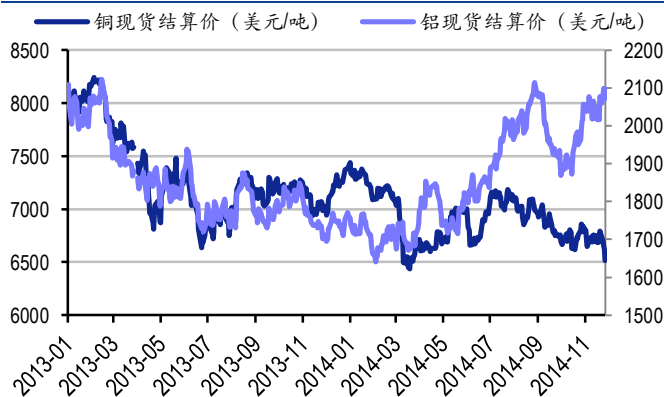
## 2. 原油价格进入下行周期 白电整机企业将受益

### 2.1 2014 年原材料价格下降明显 原油价格进入下行周期

今年以来，原材料价格呈现出了整体下滑的趋势，从全年的价格走势来看，LME 铝现货结算价同比上涨 1.2%，LME 铜现货结算价下降 6.3%，钢综指数下滑 10.6%。

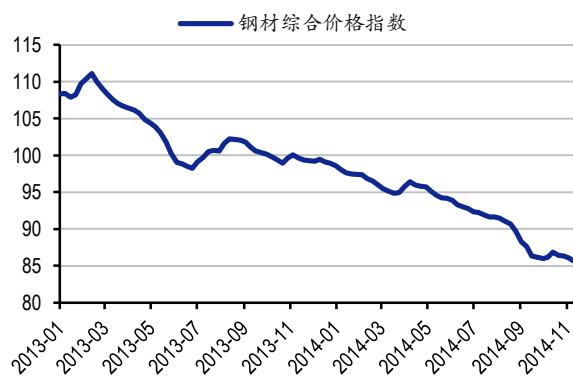
从 2014 年全年的数据来看，原油价格整体的下降幅度为 3.2%，家电生产中用到的塑料件品类较多，如 PP、ABS、GPPS 以及其他注塑件等，而这些塑料件的原材料是原油，其价格与原油价格相关性很强，从 2014 年的对比来看，中国塑料价格指数与 WTI 原油期货结算价的相关系数高达 0.87，因此可以用原油价格的走势预判后续塑料件的价格走势。

图 9：铜、铝的价格走势



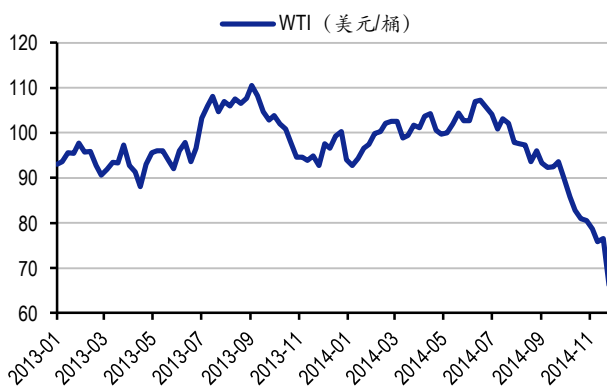
数据来源：LME 安信证券研究中心

图 10：钢材价格指数



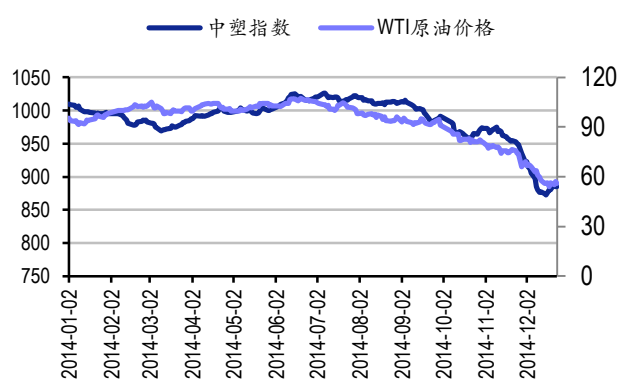
数据来源：中钢协 安信证券研究中心

图 11：原油价格走势



数据来源：WTI 安信证券研究中心

图 12：中塑指数与油价走势对比——相关系数 0.87



数据来源：中塑资讯 NYMEX 安信证券研究中心

从今年四季度初开始，原油价格大幅下跌，当前价格已跌破 60 美元/桶，跌幅已达 40%。我们认为 2015 年石油价格下降或者保持低位为大概率事件，主要是基于对现有原油供需格局的判断：一方面，美国页岩油开采技术成熟且开采成本大幅下降，因此产量大幅上升；另一方面，OPEC 国家宣布不减产政策，且其对油价的控制能力已在减弱，石油供给端寡头垄断的格局逐渐被打破。而在需求层面，全球经济增速放缓，对石油的需求下降。因此，从 2014 年下半年以来，石油供过于求的局面已逐渐清晰。

因此，我们判断未来原油价格将保持在 80 美元/桶以下的台阶，甚至有可能到 70、60 美元/桶的水平，这将大大降低塑料件的采购成本；与此同时，我们判断，大宗商品如钢、铜、铝等由于供需格局的问题，总体将保持地位的水平。

## 2.2 整机企业将集体收益 美菱受益幅度最为明显

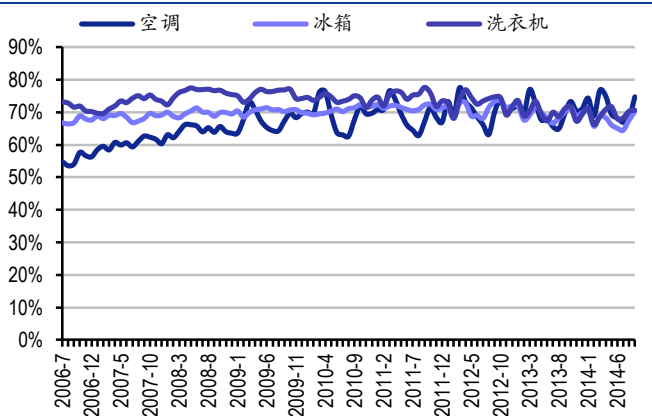
行业竞争格局决定公司的毛利率水平，我们认为大宗原材料的成本下降传导至整机厂商毛利率提升的逻辑前提主要有两条：1) 化工中间体对于成本传导比例，这主要由化工中间体产品（例：PP、ABS 等行业的竞争格局决定）；2) 白电细分品类的竞争格局，竞争性越弱的行业越容易将成本降幅传导至自身毛利率改善上。

我们认为，作为耐用消费品，低价并非家电行业的主要竞争力，品牌力、产品力、渠道力更为核心。而随着上一轮产能周期的扩张与行业整合，我们可以看到近几年白电行业的集中度不断提升，三大白电 CR5 均保持在 60% 以上，垄断竞争的格局之下，原材料价

格的下降更易变为留存收益，这从 2011-2013 年原材料价格下行周期中也能得到体现。

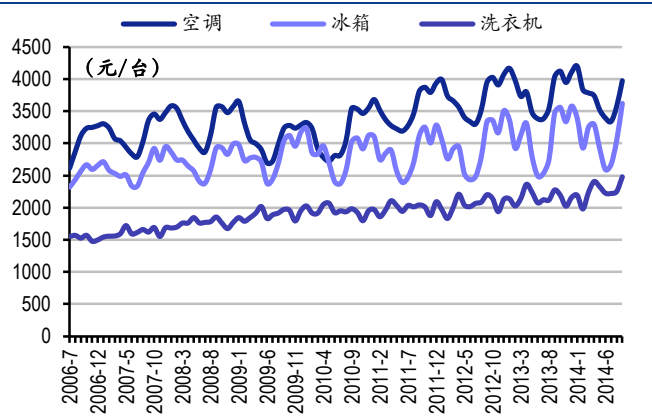
因此我们判断，2015 年整机企业的制造成本将有所下降，但也很难影响整机企业降低终端售价；相反，随着行业的消费升级，终端均价上升趋势明显。因此在成本下降、而终端价保持不变甚至稳中有升的双向作用下，家电企业的毛利率会有大幅提升。

图 13：白电的品牌集中度 (CR5) ——行业格局稳定



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

图 14：白电的均价走势



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

考虑到库存周期与产业链价格传导时滞，大宗商品价格反应到家电整机制造需要一段时间，因此我们判断油价下跌对制造成本的影响会在 2015 年有更为完整的体现。

在此，我们做几个简单测算，测算原材料价格变化、特别是原油价格变化对白电制造成本、白电整机企业利润的影响及幅度。

假设 2015 年上半年钢、铜、铝的价格与 2014 年下半年相同，而原油价格分别为 2014 年下半年的均价、80、70 以及 60 美元/桶。

表 1：关键假设

	测算一	测算二	测算三	测算四
原油 (美元/桶)	89	80	70	60
钢材综合价格指数	88	88	88	88
LME 铜现货结算价 (美元/吨)	6822	6822	6822	6822
LME 铝现货结算价 (美元/吨)	1983	1983	1983	1983

数据来源：安信证券研究中心测算

此外，我们假设大宗商品的价格变化能 100% 反应到白电整机制造中，且三大白电的成本结构并不发生变化，则发现在这四种测算下，三大白电的成本发生了不同程度降低，整理来说，冰、洗成本减少幅度更大。

表 2：三大白电的成本节约率

	测算一	测算二	测算三	测算四
空调	3.04%	3.84%	4.73%	5.63%
冰箱	5.20%	7.43%	9.91%	12.39%
洗衣机	5.34%	6.86%	8.54%	10.23%

数据来源：安信证券研究中心假设

此外我们还做出其他一系假设，假设在其他条件不发生变化的情况下，仅测算原材料价

格的变化对业绩的影响，假设如下：

**假设一：**2015 年上半年、2014 年上半年各公司的产品结构、成本结构完全相同。

**假设二：**塑料件的价格变动幅度与原油价格变动幅度一致。

**假设三：**仅仅钢、铜、铝、原油价格变动，其他原材料、折旧、人工均不发生变动。

**假设四：**产品均价不发生变动。

**假设五：**期间费用也不发生变动。

**假设六：**2014 年上半年收入与 2015 年上半年完全相同。

**假设七：**2015 年企业所得税率与 2013 年相同；而个别企业由于亏损抵税的等原因税率低于 15%，我们一律上调至 15%（考虑到盈利上升阶段，亏损抵扣作用有限）。

**表 3：2015 年上半年各企业业绩增速**

公司	2014 H1 净利率	所得税率	测算一			测算二			测算三			测算四		
			毛利率上涨百分点	净利率提高百分点	业绩同比增速	毛利率上涨百分点	净利率提高百分点	业绩增速	毛利率上涨百分点	净利率提高百分点	业绩增速	毛利率上涨百分点	净利率提高百分点	业绩增速
格力电器	10.0%	15.2%	2.03%	1.7%	17.3%	2.57%	2.2%	21.8%	3.16%	2.7%	26.9%	3.76%	3.2%	32.0%
美的集团	9.3%	17.1%	1.78%	1.5%	15.8%	2.30%	1.9%	20.4%	2.88%	2.4%	25.6%	3.46%	2.9%	30.7%
青岛海尔	7.0%	17.3%	2.12%	1.8%	25.0%	2.87%	2.4%	33.8%	3.70%	3.1%	43.6%	4.53%	3.7%	53.4%
美菱电器	2.5%	15.0%	3.25%	2.8%	108.8%	4.50%	4.1%	160.0%	5.89%	5.0%	197.3%	7.28%	6.2%	243.8%
小天鹅 A	7.0%	15.0%	3.92%	3.3%	47.3%	5.04%	4.3%	60.8%	6.28%	5.3%	75.8%	7.52%	6.4%	90.7%
奥马电器	4.7%	15.0%	3.94%	3.4%	71.3%	5.64%	4.8%	102.0%	7.52%	6.4%	136.0%	9.40%	8.0%	170.0%
海信科龙	4.2%	15.0%	2.66%	2.3%	54.5%	3.64%	3.1%	74.6%	4.73%	4.0%	96.9%	5.82%	4.9%	119.2%
惠而浦	7.6%	15.0%	3.38%	2.9%	37.7%	4.44%	3.8%	49.5%	5.62%	4.8%	62.7%	6.80%	5.8%	75.9%
春兰股份	8.6%	34.1%	2.12%	1.4%	16.3%	2.68%	1.8%	20.6%	3.30%	2.2%	25.4%	3.92%	2.6%	30.1%

数据来源：安信证券研究中心测算

测算结果如表 3 所示，从分析的结果我们可以看出，白电企业将能从原材料价格趋势中集体收益，而考虑到业绩弹性、收入结构，受益从大到小，顺序依次是**美菱电器、奥马电器、海信科龙、小天鹅、惠而浦、青岛海尔、格力电器、春兰股份、美的集团**等。

### 3. 投资建议

我们认为，在以原油为代表的原材料下行周期中，白电整机制造企业将能从中整体受益，再次梳理逻辑：1) 家电整机企业在产业链中处于较为强势的地位，因此大宗商品及原材料价格的下降，能在家电整机制造中较为充分的体现。2) 家电行业格局稳定、且行业消费升级趋势确定，因此即便制造成本有所下行，均价也很难大幅下降。因此，在综合作用下，白电整机企业将整体收益。

而个股方面，考虑到各个企业业绩弹性大小、收入结构有所不同，业绩改善的幅度依次是**美菱电器、奥马电器、海信科龙、小天鹅、惠而浦、青岛海尔、格力电器、春兰股份、美的集团**等，建议积极配置。

表 4: 重点关注公司估值表

代码	名称	股价 (14/12/29)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					13A	14E	15E	13A	14E	15E
<b>白色家电</b>										
000651	格力电器	35.99	3,008	1,083	3.61	4.66	5.60	9.97	7.72	6.43
000333	美的集团	27.64	4,216	1,165	4.33	2.54	3.05	6.38	10.90	9.06
600690	青岛海尔	18.33	3,046	558	1.53	1.70	1.96	11.96	10.78	9.35
000418	小天鹅 A	13.04	632	82	0.65	0.99	1.19	20.06	13.13	10.91
002668	奥马电器	20.15	165	33	1.18	1.38	1.68	17.08	14.61	12.03
000921	海信科龙	8.53	1,358	116	0.92	0.96	1.15	9.27	8.86	7.42
600983	惠而浦	12.36	766	95	0.68	0.54	0.82	18.18	22.94	15.11
000521	美的电器	6.50	764	50	0.36	0.42	0.52	18.11	15.32	12.62
<b>小家电</b>										
002508	老板电器	32.07	320	103	1.51	1.72	2.30	21.24	18.62	13.97
002032	苏泊尔	17.46	634	111	0.93	1.09	1.31	18.83	15.98	13.31
002242	九阳股份	11.10	768	85	0.62	0.67	0.75	17.90	16.52	14.76
002035	华帝股份	11.97	359	43	0.77	0.86	1.10	15.55	13.99	10.83
002543	万和电气	11.05	440	49	0.62	0.67	0.81	17.84	16.54	13.67
603366	日出东方	15.59	400	62	0.77	0.85	0.98	20.25	18.41	15.97
002614	蒙发利	13.88	360	50	0.44	0.46	0.64	31.91	29.92	21.69
300247	桑乐金	8.47	259	22	0.13	0.08	0.11	65.15	109.29	79.91
002677	浙江美大	24.93	200	50	0.54	0.70	0.88	46.17	35.36	28.17
002615	哈尔斯	26.09	91	24	0.64	0.86	1.12	40.77	30.50	23.33
002616	长青集团	25.87	149	39	0.27	0.47	0.77	96.10	55.07	33.52
002403	爱仕达	11.93	240	29	0.18	0.29	0.36	66.28	40.90	33.30
<b>视听器材</b>										
600060	海信电器	11.45	1,308	150	1.21	1.09	1.22	9.45	10.50	9.35
600839	四川长虹	4.70	4,616	217	0.11	0.01	0.09	42.34	470.00	52.22
000100	TCL 集团	3.84	9,452	363	0.25	0.32	0.36	15.46	12.17	10.68
000016	深康佳 A	5.96	1,204	72	0.04	0.06	0.15	158.93	94.45	39.21
002429	兆驰股份	7.99	1,602	128	0.60	0.46	0.58	13.32	17.28	13.82
000810	创维数字	15.98	499	80	0.03			556.79		
<b>零部件</b>										
000404	华意压缩	7.90	560	44	0.30	0.34	0.44	26.47	23.21	17.95
002050	三花股份	13.57	773	105	0.54	0.63	0.77	25.13	21.54	17.54
002670	华声股份	14.02	200	28	0.45	0.56	0.65	30.94	25.07	21.64
300217	东方电热	9.85	395	39	0.46	0.36	0.51	21.47	27.43	19.14
300342	天银机电	17.85	200	36	1.01	0.47	0.64	17.67	37.98	27.82
002519	银河电子	18.97	277	53	0.53	0.75	0.95	35.79	25.37	19.94
300279	和晶科技	21.25	133	28	0.15	0.32	0.47	141.67	67.29	45.53
300403	德尔汉字	49.24	134	66	1.19	1.07	1.30	41.54	46.04	37.94

数据来源: Wind 安信证券研究中心

#### 4. 风险提示

- (1) 需求下滑背景下, 存在一定的价格战风险。
- (2) 原油价格反弹风险。



## ■ 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