

## 新起点 新视野 新变化

■ **智能家居渐热，开启新蓝海：**2014年为智能家居元年，随着苹果、google、BAT等加速布局，行业迎来快速发展；而国内家电巨头也并未落后，从海尔布局来看，目前家电企业更注重搭建平台与产业孵化而非单品创新。我们预计，随着标准、平台的兼容与统一，跨界融合的加速进行，智能家居市场发展将加速，家电企业也有望实现由传统制造商向服务型供应商的转变。从投资角度看，建议关注**青岛海尔、美的集团、TCL集团、四川长虹、和晶科技、和而泰、英唐智控**等。

■ **海外并购兴起，家电企业将加速走出去：**2014年受海外经济不佳的影响，国际家电行业迎来新一轮洗牌，参考70年代日本家电企业的海外扩张路径、新兴市场较低的家电保有量情况，以及我国家电企业走出去的较强意愿，我们认为家电企业走出去正当时；而借鉴惠而浦的成长路径，并购成长也是成就世界家电龙头的必然之路。我们预计，在新一轮国际家电并购中，中国企业或将有参与的可能，**建议关注青岛海尔、美的集团**等；另外也建议关注被并购的企业如**惠而浦（原合肥三洋）、苏泊尔**等。

■ **2014年家电需求增长乏力，2015年或有小幅反弹：**1) 受政策退出、年初房地产销售负增长的影响，2014年家电行业整体增长乏力，但表现各有所分化。2) 展望2015年，随着限购限贷政策退出的托底效果显现、以及降息降准的货币政策驱动，房地产市场有望企稳甚至回暖，2015年家电销量或有小幅反弹，**我们预计2015年，空、冰、洗、彩的销量增速将分别达到5%、3%、4%和8%。**

■ **原油大幅下跌，整机厂商有望再获成本优势：**1) 从产业链角度，家电整机企业具有较强议价能力，回顾历史上原材料价格下降的周期中，家电整机企业毛利率提升明显，受益最为显著。2) 今年四季度以来，原油价格跌幅明显，塑料件采购价有望下调，家电制造成本有望降低，由于存在滞后效应，预计效果将在2015年完整体现，**将整体利好白电企业**，从业绩弹性看，**美菱电器、海信科龙**受益最为明显。

■ **投资策略及推荐标的：**1) 回顾2014年，大白电表现不佳，从11月底以来，大票受市场风格影响，估值有一定修复。2) 展望2015年，估值修复行情将延续，我们维持板块**买入-A**投资评级。2) 个股方面，推荐**美的集团、小天鹅A、青岛海尔、格力电器、老板电器、美菱电器**等，同时也建议关注积极转型的股票。

■ **风险提示：**增速放缓风险；国际局势不稳定风险。

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	-18.28	-28.82	-27.61
绝对收益	4.82	12.25	22.75

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

### 相关报告

关注油价下跌背景下家电行业的投资机会	2014-12-30
家电：沪港通来临建议配置家电蓝筹	2014-11-17
浅析“激光电视”	2014-09-15

<b>1.智能家居渐热海外并购兴起</b> .....	<b>3</b>
1.1 新起点：智能家居渐热启动新蓝海 .....	3
1.1.1 智能家居的含义和市场规模 .....	3
1.1.2 各方巨头加紧布局蓝海家电巨头也并未缺席 .....	4
1.1.3 智能家居未来的发展趋势探讨 .....	6
1.1.4 小结 .....	8
1.2 新视野：海外并购兴起家电企业或加速“走出去” .....	10
1.2.1 宏观背景：GDP 增速下滑背景下海外并购、资本输出为参考出路 .....	10
1.2.2 行业层面：开拓新市场是为必要 .....	11
1.2.3 家电走出去恰逢较好时机 .....	12
1.2.4 国际对标：海外并购成就国际家电龙头 .....	13
1.2.5 国内巨头已开启海外之路 .....	15
1.2.6 青岛海尔、美的集团最有可能走出去 .....	16
1.3 新变化：接力工业自动化，工业 4.0 提升整体效率 .....	16
1.3.1 现阶段，工业自动化仍在继续 .....	16
1.3.2 工业 4.0 接力，将提高家电行业的整体效率 .....	17
<b>2.展望 2015 年：需求或有所反弹原材料走低提升毛利率</b> .....	<b>18</b>
2.1 需求端：2014 年整体增长乏力 2015 年或有小幅反弹 .....	18
2.1.1 需求端：2014 年行业整体增长乏力 .....	18
2.1.2 需求预判：2015 年需求或有所小幅反弹 .....	20
2.2 成本端：原油大幅下跌整机厂商有望再获成本优势 .....	20
2.2.1 历史上：原材料价格下跌周期中，整机制造企业毛利率呈上市趋势 .....	20
2.2.2 钢、铜、铝、塑料件为白电的主要原材料 .....	21
2.2.3 2014 年原材料价格普降 .....	21
2.2.4 原材料价格普降，节约成本有望增利 .....	22
2.2.5 明年白电企业盈利能力有望提升 .....	23
<b>3. 投资策略及推荐标的</b> .....	<b>23</b>
3.1 回顾 2014 年：大白马表现不佳 .....	23
3.2 投资 2015：低估值修复行情将延续 .....	24
3.3 推荐标的 .....	24
<b>4.风险提示：增速放缓风险；国际局势不稳定风险。</b> .....	<b>25</b>
表 1：2014 年智能家居大事记（部分） .....	4
表 2：海尔发布智能家电产品 .....	5
表 3：海尔赛富智慧家庭创业基金投资规划 .....	6
表 4：智能家居常用的通信技术 .....	6
表 5：智能家居产业链相关标的 .....	9
表 6：日本家电企业在美国市场的进入方式 .....	12
表 7：2014 年几大家电收购情况 .....	13
表 8：80 年以后惠而浦的并购之路 .....	13
表 9：惠而浦在各地区的品牌布局 .....	14
表 10：海尔的资产整合历史（部分） .....	15
表 11：美的的并购历史（部分） .....	16
表 12：仅考虑原材料价格下跌的影响，2014 年各公司业绩增速 .....	23

## 1. 智能家居渐热 海外并购兴起

从长期的角度来看,一些大变革在家电行业内逐渐发生或者即将要发生,比如智能家居、比如海外并购、比如工业 4.0,我们希望通过这些大的变化及趋势中去探讨投资逻辑并梳理相关的标的。

### 1.1 新起点: 智能家居渐热 启动新蓝海

2014 年被称为智能家居的元年,这不无道理,2014 年 1 月份 Google 以 32 亿美金收购 Nest、以及在 CES 展上智能家居的大放异彩,引起了业界对智能家居的关注与热议,而从行业自身发展的情况来看,2014 年以来,智能家居行业也的确迎来了一些令人瞩目的发展与变化。

#### 1.1.1 智能家居的含义和市场规模

**智能家居**是指是以住宅为平台,将家居生活有关的设施进行集成,构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统,提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性,并实现环保节能的居住环境。

从智能家居的定义中,我们可以看出**智能家居是一个跨界的事物**,在它的实现过程中,要综合利用在其实现过程中涉及了综合布线技术、通信技术、安全防范技术、自动控制等诸多技术,需要通信、电子、软件、家电、安防、家具等多个行业的跨界深度融合,它的实现需要一定的环境基础。

图 1: 智能家居全景图



数据来源: PCHOME 安信证券研究中心

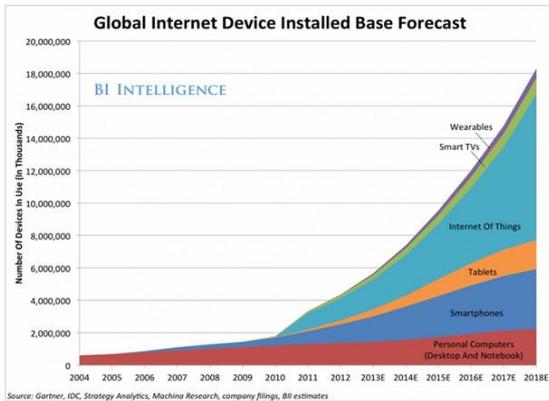
从规模看,智能家居市场规模巨大、为下一片蓝海,智能家居的市场主要由两部分构成,一是**智能家居单品市场**,即智能硬件;二是**智能家居衍生的服务市场**,而这两部分市场规模都不容小觑。

**智能硬件市场方面:**根据 BI Intelligence 在 2013 的预测,截止 2013 年底全球将有 19 亿个数量的物联网设备,而到 2018 年将增长到 90 亿个。根据 Markets and Markets,物联网硬件的市场价值在 2011 年达 440 亿美元,预计到 2017 年将增长至 2900 亿美元。

**智能家居服务市场方面:**这一市场规模更可观、想象空间更广阔,包括云服务、根据硬件数据而衍生的增值服务等等,未来基于智能硬件、智能家居平台可做的事情非常多,如果说智能硬件是水面之上的冰山一角,而智能家居服务市场则是冰山在水面之下的庞

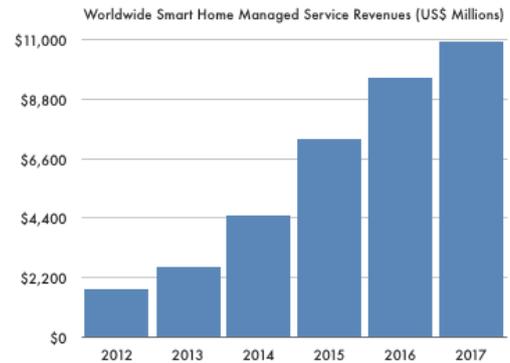
然大物，市场空间十分广阔。

图 2：硬件市场到 2017 年将达 2900 亿美元



数据来源：IDC 安信证券研究中心

图 3：服务市场到 2017 年将达 109 亿美元



数据来源：NextMarket Insights 安信证券研究中心

总体来说，智能家居的市场规模将在 3000 亿美元以上，市场空间十分之大，而市场参与者也充分意识到了这一巨大的蓝海市场，均在加紧布局。

### 1.1.2 各方巨头加紧布局蓝海 家电巨头也并未缺席

从 2014 年起，各方巨头们加大了对智能家居的布局。我们以 BAT 为例，百度是智能家居布局最早的企业，它以“小度三件套”为核心——小度 WiFi、小度路由和小度 TV，抢占客厅娱乐和流量入口；此外百度在 2014 年正式开放了创新智能硬件合作计划——Baidu Inside。而阿里主推阿里云服务和 alink 物联网平台，为硬件开发者提供云计算、支付、电商等整套解决方案。腾讯布局“QQ 物联”和“微信智能硬件平台”，提供云服务并联合芯片、传感器等厂商提供产业链支持。

根据自身的优势、自身的发展战略，巨头们的布局各有不同侧重，相信随着参与者的积极布局，未来将共同推动智能家居市场做大。

表 1：2014 年智能家居大事记（部分）

对象	事件
国际互联网巨头	苹果发布 homekit 平台 三星收购 Smart Things 谷歌收购 Nest/Dropcam
家电巨头	海尔：构建 U+ 智能家居平台等； 美的：发布智慧家庭战略 TCL：建立子公司，单独运营智能家庭项目
BAT	阿里：主推云服务和 Alink 物联网平台。 百度：以“小度三件套”抢夺客厅流量入口、并搭建 baiduinside 智能硬件平台。 腾讯：推出 QQ 物联、“微信智能硬件平台”。
其他	海康威视推家庭微视频平台

数据来源：安信证券研究中心整理

而在此轮布局中，家电厂商如海尔、美的、TCL、长虹等也并未缺席，我们以海尔为例，作为最早涉足智能家居的家电企业，海尔的布局最早也最为完整，其布局主要有以下四部分组成：

- **第一，全面发布智能家电产品：**今年以来海尔密集发布了一系列智能家居单品，包括厨卫电器、冰箱、空调、洗衣机、电视机以及空净类产品。未来，智慧家庭北京

创新中心还将继续研发更多的智能家居和智能家电产品。

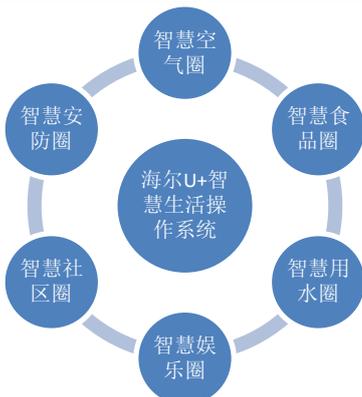
表 2: 海尔发布智能家电产品

范围	智能家电产品
智慧食品圈	博观智慧窗冰箱、卡萨帝博芬双温区酒柜、深腔净吸油烟机、智能烤箱、消毒柜、洗碗机。
智慧空气圈	海尔空气盒子、空气魔方、天樽等系列智能空调、智能空气净化器、除湿器、加湿器
智慧用水圈	海尔水盒子、智能物联净水器、智饮机、软水机、热水器、卡萨帝云裳洗衣机
智慧娱乐圈	海尔阿里云电视、钢琴一体机、智能手机
智慧安防圈	“智慧眼”家庭安防监控解决方案、智慧楼宇对讲系统

数据来源：公司调研安信证券研究中心

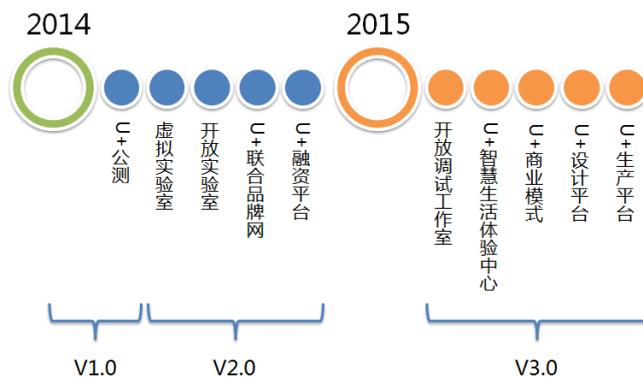
- **第二，构建 U+ 平台：**早在 2007 年，海尔就开始推出 U+ 智慧生活平台。涵盖了智慧空气圈、智慧食品圈、智慧用水圈、智慧娱乐圈、智慧社区圈、智慧安防圈六大生态圈，将为用户提供中空气、水、食物、娱乐及护理等生活元素的一站式智慧生活解决方案。U+ 平台被定义为一个互联平台、智慧生活云平台、生活大数据平台。

图 4: 海尔 U+ 智慧生活操作系统



数据来源：公司公告安信证券研究中心

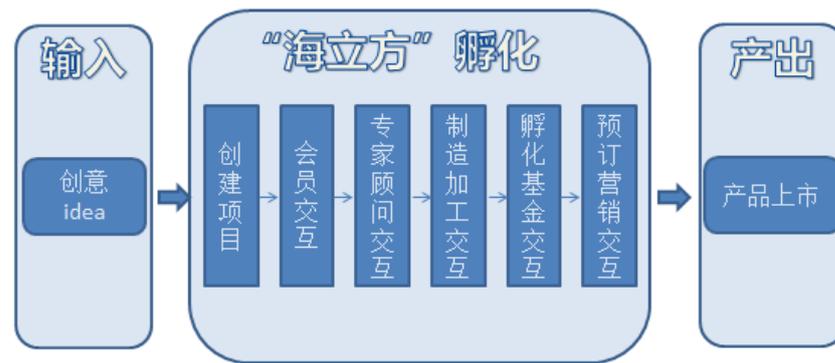
图 5: U+ 智慧生活平台开放 Roadmap



数据来源：公司调研安信证券研究中心

- **第三，搭建孵化平台“海立方”：**海尔搭建一个智能家居的孵化平台——“海立方”，在这个平台上，无论是普通消费者、创新者还是资源供应商都可以充分发挥能量，海尔则会提供 50-100 亿的基金参与项目孵化，提供包括产品设计指导、项目资金筹集、产品生产制造、产品市场销售等一系列服务，将“创意”转化成“生意”。在“海立方”上，不仅有海尔自己的创新产品，更多的是汇集大众智慧的第三方创意产品。

图 6：“海立方”创新产品孵化流程



数据来源：“海立方”官网安信证券研究中心

- **第四，建立海尔智慧家庭产业基金：**2014年9月，青岛海尔、海尔赛富、海尔创投分别以现金出资的形式合伙设立青岛海尔赛富智慧家庭产业创业投资基金，基金规模为3.2亿元，已明确将“U+”平台及其生态圈作为重点投向。智慧家庭产业基金的建立，实际上是通过资本层面的运作，引入更大的外部力量，进一步促进产业和资本的融合，一方面有利于构建一个更为包罗万象、有粘性的“U+”平台；另一方面，海尔也将获得更多来自于基金项目的投资收益，更好的分享智能家居行业盛宴。

表 3：海尔赛富智慧家庭创业基金投资规划

项目阶段	单项目投资额	投资项目数
早期	1~12M RMB	10~20 个
成长期	12~20M RMB	接近 10 个
扩张期 (含 Pre-IPO)	30~60M RMB	若干

数据来源：公司调研安信证券研究中心

从海尔的布局中，可以看出海尔的布局更加偏向于智能家居平台和孵化平台的搭建，我们认为这是更深层次、更为前瞻性的布局，随着海尔“软”“硬”实力的分别加强、“软”与“硬”的有机结合，未来海尔将能实现从家电厂商向平台型公司华丽转身。

### 1.1.3 智能家居未来的发展趋势探讨

虽然智能家居市场空间大、发展前景广阔，但是目前制约行业发展的的问题也多，而我们认为随着参与者的积极推动，外围环境的逐渐成熟，未来这些制约都将逐渐被打破，行业将迎来更快速的发展。

#### ➤ 趋势一：标准和平台的兼容与统一

- (1) **标准方面：**目前智能家居呈现多样性和个性化的特征，技术路线和标准众多，没有统一通行技术标准体系。我们以通信方式为例，智能家居中使用的通信方式有近 20 种，不同的通信方式各有利弊，而一种智能终端产品一般会接有 1~3 种通信模块，这样就造成大量智能终端设备之间无法互联互通。

表 4：智能家居常用的通信技术

连接方式	通信技术协议
有线方式	RS485 总线、IEEE802.3 以太网、EIB/KNX 总线、LonWorks 现场总线、X-10 电力载波协议、PLC-BUS 电力载波协议、CresNet 总线、AXLink 总线

无线方式	RF 射频技术、蓝牙协议、Wifi 协议、Zigbee 协议、Z-Wave 协议、EnOcean 协议
------	---

数据来源：安信证券研究中心整理

(2) **平台方面**：在平台为王的时代，各大巨头在智能家居领域的布局均以搭建平台为核心，比如三星领先一步推出了 Smart Home 智能家居平台，苹果也紧随其后也推出了智能家居平台 Home Kit 系统，LG 则推出了智能家居系统 Home Chat。整体来看，平台之间呈现出百花齐放的格局，而不同的平台之间也存在着兼容、不统一的问题，这从某种程度上降低了用户体验效果。

图 7：百花齐放的智能家居系统平台



数据来源：安信证券研究中心整理

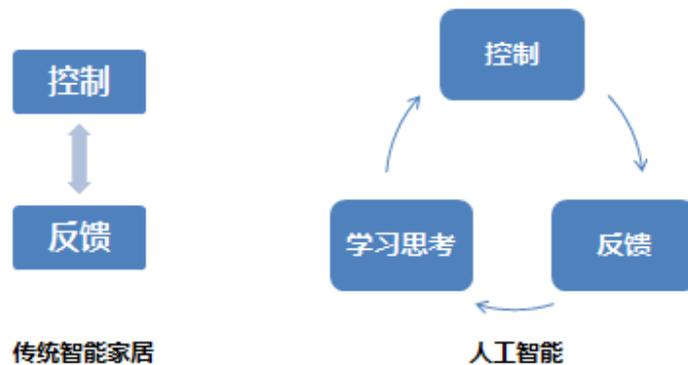
我们认为，从长期看，未来的智能家居技术协议标准、通信方式、操作系统等实现统一和融合将是众望所归，从智能家电产品的角度而言，随着不同品牌的存量、增量智能家电终端实现无障碍的互联互通，将有机会复制智能手机发展的道路，迎来快速普及。

➤ **趋势二：人工智能**

纵观现在的智能家居、智能家电市场，目前智能产品更多的是实现远程控制功能，通常只有两个环节“控制-反馈”，控制即是调节工作状态、设定开关等等，反馈即是将获得的数据反馈给控制者，我们认为控制是智能家居最基本的功能而非全部。

真正的智能家居不仅具有连接控制功能，还应有收集信息和分析数据的功能，更应当有认知学习的功能，也就是说主人无须设定每个智能家居产品的工作状态，而应当是智能家居系统可以根据主人的生活习惯、现有的环境状态，自动调节智能终端，使其达到最合理的使用状态，也就是通过“控制-反馈-学习思考-控制”的闭环，使得智能家居让生活变得更加的简单、高效和舒适，这才是真正意义上的智能家居。

图 8：人工智能的学习思考功能



数据来源：安信证券研究中心整理

➤ **趋势三：传统制造商向服务供应商的转型**

我们从家电企业的角度看，随着智能家居的兴起、随着高附加值的智能家电产品逐步替代传统家电，带动了行业的消费升级。

而从更深层次角度来看，随着家电企业布局智能家居平台、搭建智能家居生态圈，家电企业也将实现由传统制造商向服务供应商的转型，实现由提供单个的家电产品向提供整套智慧家庭解决方案的转型，在获得“硬”的收入之余，来自“软”的收入也将为公司的业绩提供弹性，且带来估值水平的提升。

➤ **趋势四：跨产业融合**

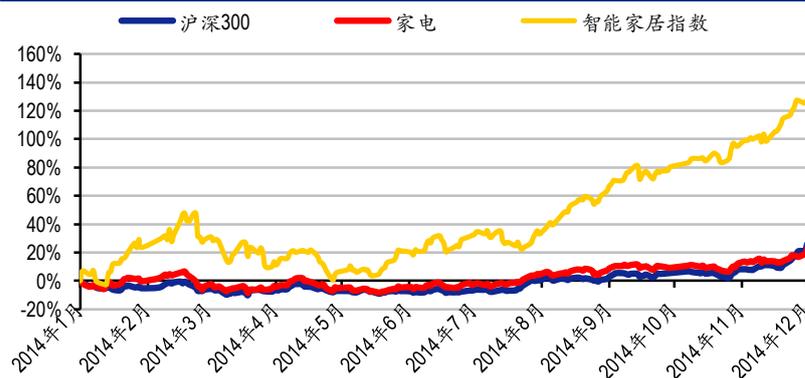
智能家居是跨界事物，它的实现需要各行业的深度跨界融合，如果我们回顾过去一年行业里发生的变化，则会发现跨界的融合正在加速进行。而最新的一起则是美的与小米的合作，美的集团向小米科技定增 12.66 亿元，且双方达成战略合作协议，明确提出未来就智能家居产业链全面协同发展；美的与小米会共同研发家电智能模块芯片及制定智能家电标准协议，根据用户的使用习惯数据，不断优化家电的产品体验等。

而我们认为这种跨行业的融合在未来还会加速进行，从而实现智能家居从“分”到“合”的过程，通过这种跨界的融合，行业之间的障碍被打破，标准、平台的统一、兼容也将加速进行，从而智能家居市场迎来快速的发展。

1.1.4 小结

智能家居在 2014 年已经引起了资本市场的关注和投资的热情，我们从二级市场的表现来看，截止到 2014 年 12 月 5 日，沪深 300 指数累计上涨 34.6%，而中信家电板块指数累计上涨 24.5%，智能家居板指数累计上涨 125.3%，跑赢家电板块、也跑赢大盘，足以体现资本市场的热度。

图 9：智能家居指数涨跌幅（2014 年以来）



数据来源：Wind 安信证券研究中心

而我们认为，随着智能家居产品链各方的积极布局、跨行业融合的加速，相关并购、投资机会也将不断涌现，资本市场对整个智能家居产业链的关注度也将进一步加强，从而迎来新一轮的投资机会。

图 10：智能家居产业链



数据来源：安信证券研究中心整理

表 5：智能家居产业链相关标的

产业链	角色	标的公司
上游	芯片厂商	东软载波
	传感器制造商	汉威电子
	控制器制造商	拓邦股份、英唐智控、和晶科技、和尔泰
中游	智能家电制造商	海信电器、四川长虹、TCL 集团、深康佳 A、美菱电器、小天鹅 A
	路由器厂商	星网锐捷
	安防厂商	海康威视、大华股份
	系统集成商	安居宝、科大讯飞、达实智能
	智能家居平台	美的集团、青岛海尔等
	智能建筑厂商	达实智能
	下游产业	服务商
内容商		乐视网、百事通

数据来源：Wind 安信证券研究中心

从投资的角度看，我们建议遵循两条逻辑来进行投资：

(1) 上游如微处理器、传感器、控制器等零部件商，将率先从行业爆发中受益，如拓邦股份、英唐智控、和晶科技以及和尔泰等。

(2) 积极布局的厂商会更全面的分享行业盛宴：如全面布局智能家居的**青岛海尔**；而美的集团通过与小米的强强联手，未来美的家居领域的发展也十分值得期待。

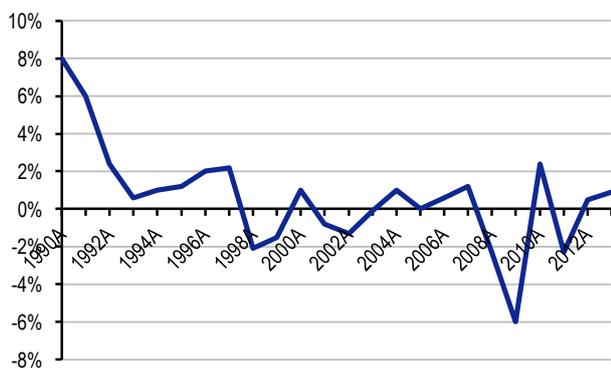
## 1.2 新视野：海外并购兴起 家电企业或加速“走出去”

回顾 2014 年的国际家电格局，海外同业并购不断。从理论角度看，一个企业并购的主要动因有：1) 迅速打入一个新品、或新领域、或新市场；2) 获取研发能力、生产能力或特殊资源；3) 获得收益；4) 规模化，成本领先；5) 学习效应。而我们认为海外家电企业现有的同业并购的最大动因是为了获得新市场的同时，扩大自身的规模。而国内的家企业为获取新兴市场份额、世界领先厂商的研发能力等，也将有推动海外并购的需求。

### 1.2.1 宏观背景:GDP 增速下滑背景下 海外并购、资本输出为参考出路

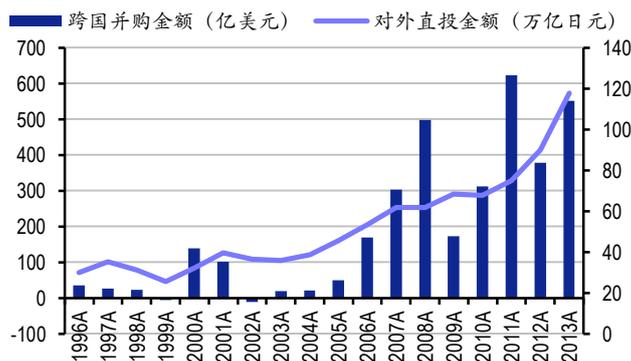
从宏观的层面，当一国 GDP 增速放缓之时，企业和国家为了保障增速，会主动选择海外并购和资本输出的方式来缓解增速的放缓。如果我们对标国际的情况来看，日本最具有代表性，上世纪 90 年代以后，日本的 GDP 增速快速下滑，随后经历了 20 年的衰退期。而为了改变这种现状，自 00 年代起，日本加速了资本的输出与海外并购，成就了另外一个“影子帝国”。

图 11：日本 GDP 增速——90 年代起增速快速下降



数据来源：日本内阁府安信证券研究中心

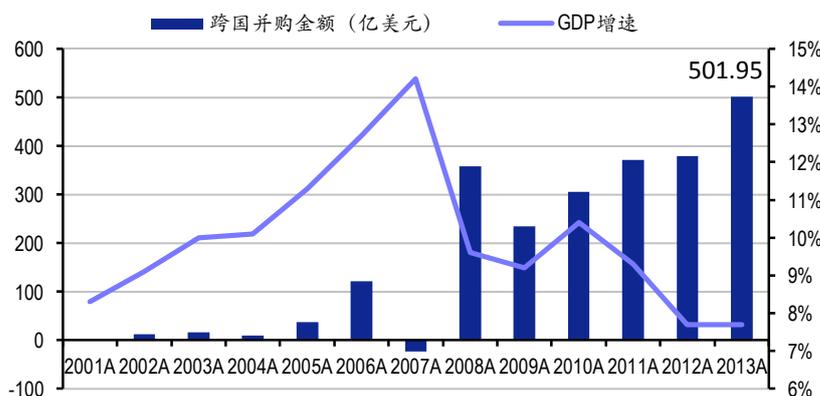
图 12：00 年代后，日本加快了对外投资和资本输出



数据来源：日本央行联合国贸易和发展会议安信证券研究中心

从我国的情况来看，从 2008 年起，我国 GDP 增速已下滑至 10% 以下的台阶，而在这一背景下，2009 年起中国也加速了海外资本输出、海外并购的道路，2013 年，中国的海外并购金额已达到了 501.95 亿美元，达到了历史的高位。

图 13：我国从 08 年起 GDP 增速下台阶，09 年起海外并购加快



数据来源：联合国贸易和发展会议国家统计局安信证券研究中心

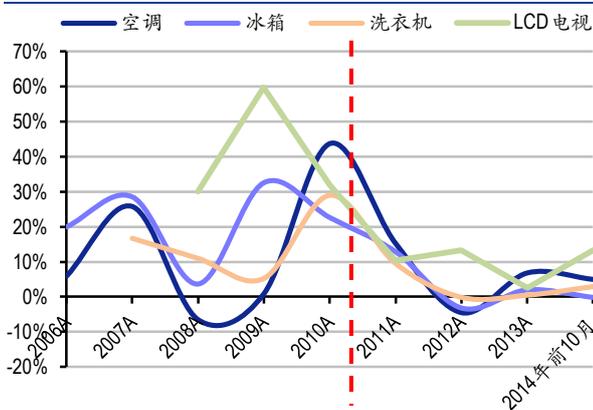
我们认为在国家海外并购加速的大背景下，家电作为中国制造业中具有较高国际竞争力的子行业，也将会加速了海外扩张的道路。

### 1.2.2 行业层面：开拓新市场是为必要

从我国家电行业自身发展的角度来说，国内的家电行业已走过了快速发展的时期，目前已进入了成熟期，开拓新市场显得十分必要。

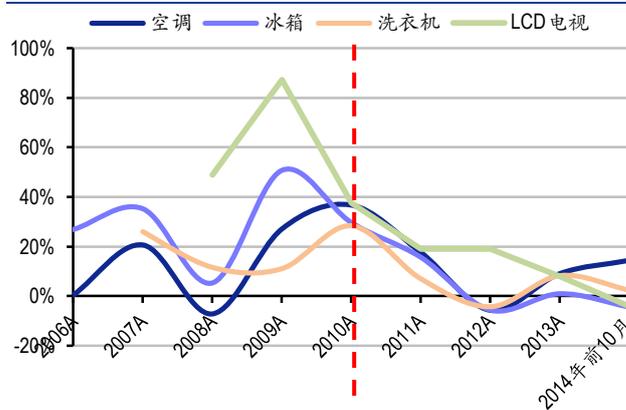
- 首先，从行业增速角度看，短期内增速放缓、需要开拓新市场：从彩、空、洗、冰四大类家电的销量增速来看，由于受到了补贴政策以及补贴政策退出的影响，从2010年起，家电行业的销量增速从下滑至20%以下，短期内调甚至整到个位数台阶。主要是由于我国农村市场的家电需求还未被完全激发，因为家电有具有耐用消费品的属性，与居民收入水平息息相关，而我国农村家庭的收入水平仍然较低，市场爆发仍需时间；因此在这一时点上，开拓新的市场显得十分重要。

图 14：四大类家电总销量增速



数据来源：产业在线安信证券研究中心

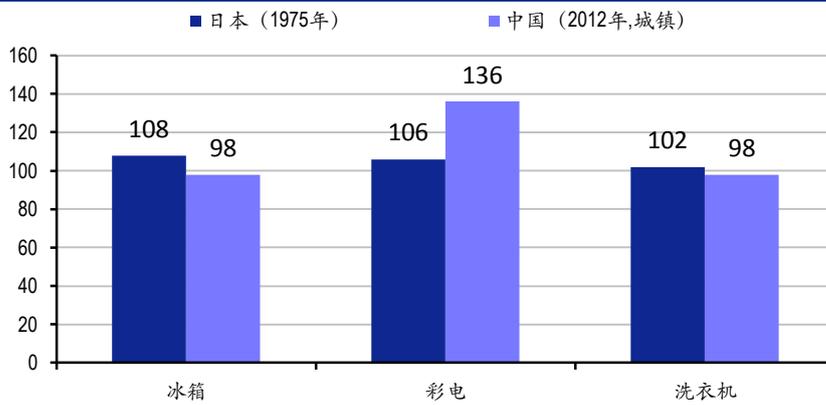
图 15：四大类家电内销量增速——有放缓趋势



数据来源：产业在线安信证券研究中心

- 其次，参考日本的情况，内销市场家电保有量达到较高水平时，便会催生开拓新市场的需求：日本家电行业的发展之路对于我国家电行业而言，更具有参考价值，如果从家电保有量的口径来看，日本在上世纪 70 年代的保有量就已达到了较高水平，1975 年，日本冰箱、彩电、洗衣机的百户拥有量就已高 108 台、106 台、102 台，基本与我国当下的城镇家电的保有量水平相当。

图 16：日本、中国大家电保有量对比 (台/百户)



数据来源：国家统计局安信证券研究中心

大多数日本家电企业在 1970 年前后，就已开启了海外扩张的道路，特别是加大了对美国市场的开拓力度。从开拓方式来看，除了三洋外，所有日本企业都没有放弃以自主品牌的方式开拓市场，他们大多数先以 OEM 的方式开拓市场，但随后也加大自主品牌的推进力度，通过这样一种国际化的战略，成就了“松下”、“索尼”、“夏普”等世界级消费电子巨头。

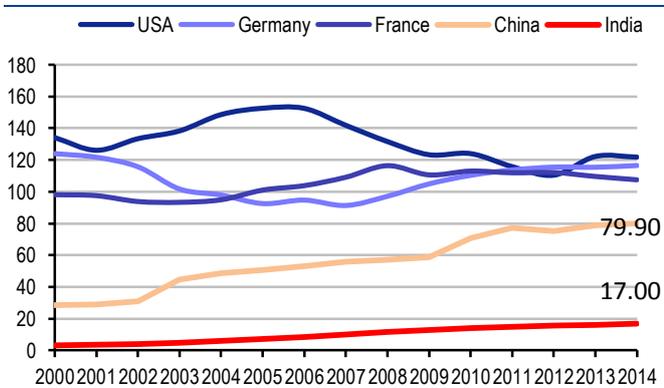
**表 6: 日本家电企业在美国市场的进入方式**

公司名称	生产设厂年份	进入方式
松下	1965 年	OEM+自主品牌
索尼	1972 年	自主品牌
三洋	1975 年	OEM
三菱	1977 年	自主品牌
东芝	1978 年	OEM+自主品牌
夏普	1979 年	OEM+自主品牌
日立	1979 年	先OEM, 后自主品牌

数据来源：安信证券研究中心整理

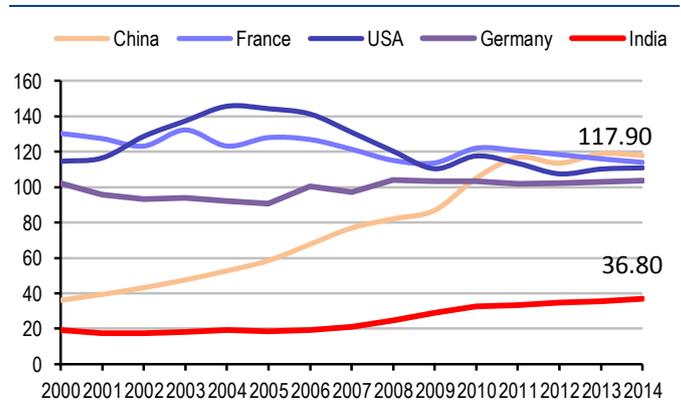
- 再次，新兴市场是下一个蓝海 提前布局是为必要：我们将发达国家、中国、新兴国家的家电保有量进行一个横向对比，以印度代表新兴国家，则发现印度的冰箱、洗衣机保有量远低于发达国家，也远低于中国，对比其他的家电品类也有类似的情况，由此判断以印度为代表的新兴市场是下一个蓝海。分析原因，我们认为这主要是由家电耐用消费品的属性所决定。但随着新兴国家居民收入的快速提高，其对耐用消费品的需求也将逐步被释放，因此提前布局十分必要。

**图 17: 各国冰箱保有量对比**



数据来源：Euromonitor 安信证券研究中心

**图 18: 各国洗衣机保有量对比**



数据来源：Euromonitor 安信证券研究中心

### 1.2.3 家电走出去恰逢较好时机

回顾 2014 年，由于海外经济不佳，导致新一轮海外家电企业洗牌与整合，而此轮被并购标的中不乏品牌积淀深厚的区域性龙头。而在此轮的竞购中，也不乏中国家电企业的身影，虽然截至目前并未有所收获，但从长期来看，国内家电企业必然不会缺席。

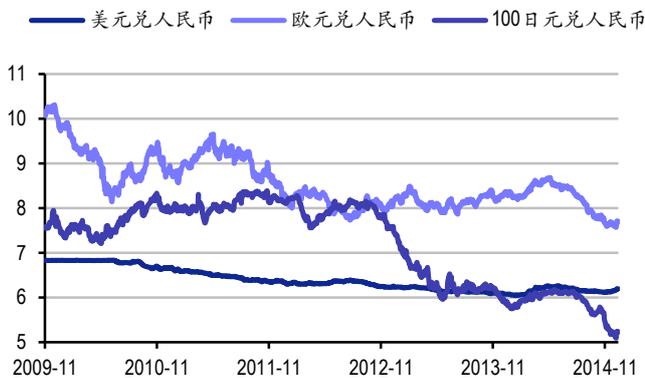
一方面，我国家电企业手资金十分充沛，以三大白电为例，在手资金均超过了 100 亿元以上的水平；另一方面，随着我国实力的增强将在汇率上直接体现，即人民币的汇率相较于美元、欧元、日元等主流货币也从呈现出长期走强的趋势，人民币的购买力也将提高。综合来看，我国家电企业具有走出去的实力，我们相信在未来的国际并购中，国内家电企业必将有所斩获。

表 7: 2014 年几大家电收购情况

日期	标的	收购方	价格
2014 年 7 月	意黛喜 66.8% 股权	惠而浦	7.58 亿欧元
2014 年 9 月	GE 的家电业务	伊莱克斯	33 亿美元
2014 年 9 月	西门子家电业务 (即博西家电 50% 股权)	博世	30 亿欧元

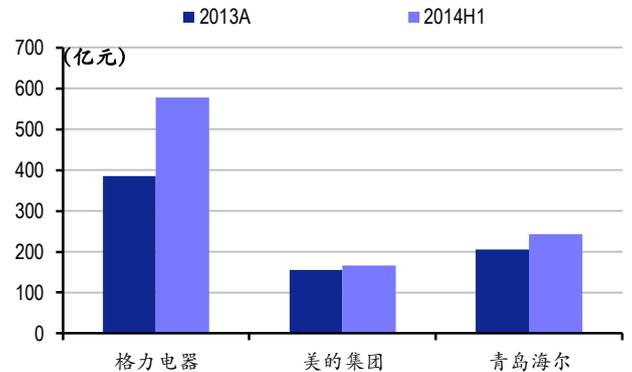
数据来源: 安信证券研究中心整理

图 19: 汇率走势 (对主流货币)



数据来源: 中国人民银行安信证券研究中心

图 20: 三大白电公司的货币资金



数据来源: Wind 安信证券研究中心

#### 1.2.4 国际对标: 海外并购成就国际家电龙头

而我们从更为微观角度来看, 在国际家电龙头的发展道路上, 也不可避免的涉及到了多次的并购, 换一种说法, 海外并购成就了国际家电龙头。

我们以惠而浦为例来进行说明, 惠而浦成立于 1911 年, 是全球最大的白电制造企业, 而从惠而浦的发展道路上不乏国内外的并购、合资建厂的事例。特别是从 1980 年以来, 惠而浦加速了海外并购的步伐, 在北美、印度、西欧、中欧、东欧、亚洲等都有布局。

表 8: 80 年以后惠而浦的并购之路

年代	合资或并购明细	布局国别
80 年代	1986 年, 收购霍巴特的“厨房帮手”(KitchenAid)分公司。	北美
	1987 年, 成立了 TVS 惠而浦有限责任公司制造小型洗衣机。	印度
	1988 年, 和 Vitro SA 合资成立了 Vitromatic S.A. de C.V.	墨西哥
	1989 年, 与飞利浦公司合资成立惠而浦洲公司。	西欧
	1989 年, 收购 Roper 品牌。	北美
90 年代	1991 年, 收购了飞利浦大型家电业务。	西欧
	建立合资公司。	阿根廷
	成立子公司。	斯洛伐克
	成立子公司。	匈牙利
	在中国和印度地区获得了五个合资企业的控股权。	亚洲
00 年代	2002 年, 收购 Vitromatic S.A. de C.V. 剩余股权。	墨西哥
	2002 年, 收购 Polar SA。	波兰
	2002 年, 收购 PT 水仙。	中国
	2005 年, 收购 Maytag (美国老牌家电品牌)。	北美
	2007 年, 收购 Vestel Beyaz Esya Sanayi ve Ticaret AS。	土耳其
10 年代	2007 年, 收购艾丽卡。	意大利
	2013 年, 收购合肥三洋 51% 的股权。	中国
	2014 年, 收购意黛喜 66.8% 的股权。	欧洲

数据来源: Bloomberg 安信证券研究中心整理

通过多次并购，惠而浦收获了十多个家电品牌，大大增强了其实力，例如，在2005年惠而浦收购了美国老牌家电 Maytag，其影响力、特别是在北美地区的影响力大大得以增强。而根据不同品牌的定位、在各地区的接受程度，惠而浦在不同的地区重点投放不同的品牌，形成有的放矢的多品牌策略，整体来看形成的以 Whirlpool、Maytag、KitchenAid 三大品牌为主、其他 10 个家电品牌为辅助的品牌战略。

表 9：惠而浦在各地区的品牌布局

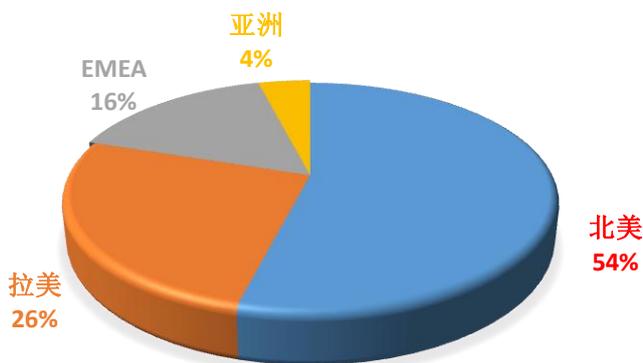
	北美	EMEA	拉美	亚洲
Whirlpool				
Maytag				
KitchenAid				
Jenn-Air				
Amana				
Gladiator				
Bauknecht				
Ignis				
Laden				
polar				
privileg				
Brastemp				
Consul				

数据来源：惠而浦官网安信证券研究中心

而这样一种多品牌战略的运行效果也十分良好。首先，从收入结构来看，在北美本土以外其他海外地区的收入也十分可观，在惠而浦的整体收入中的占比达到了近一半的水平；其次，惠而浦在各个地区也形成了较强的影响力，例如在印度、法国、德国等地的市占率排名分别第 4、第 1 和第 2 位。

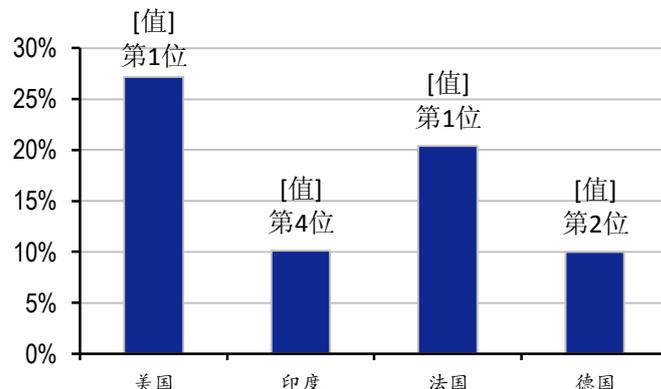
惠而浦的海外拓张的道路并未停止，特别值得注意的是，惠而浦从去年起收购了合肥三洋、意黛喜，其实力进一步增强，未来来自于亚洲、EMEA 地区的收入及占比也将进一步提高，而在中国、意大利及西欧国家的市占率和行业地位也将进一步得以加强。

图 21：各区域对公司总收入的贡献（2013 年）



数据来源：2013 Annual Report of Whirlpool 安信证券研究中心

图 22：惠而浦在各地区的市占率及排名（大家电）



数据来源：Euromonitor 安信证券研究中心整理

综合惠而浦的成长路径可以看出，海外并购与外延式扩张成就了惠而浦的世界家电龙头的地位，中国家电企业若要实现从国内家电巨头向国际家电巨头的转变，也不可避免的要走上海外并购的道路。

### 1.2.5 国内巨头已开启海外之路

以上是从客观的角度来判断，海外并购、走出去的“天时”与“地利”都已具备；而更重要的一点是，我国家电企业自身也具有走出去的意愿，回顾国内家电龙头的历史，则会发现，国内龙头特别是海尔、美的的海外扩张之路已经开启。

- 青岛海尔：**海尔在资产整合与并购方面堪称国内企业的翘楚。在90年代，海尔经历了几十次的并购，多侧重于国内资源的整合；而00年代，海尔的并购与投资则主要侧重于海外市场；2010年以后，海尔又开始了新一轮的资产调整，重点是剥离盈利性较差、非核心的资产，主要是一些零部件业务，如出售商丘电机等。而目前，KKR也已完成对公司的入股，这将有利于公司形成更为国际化的发展战略，且为公司带来丰富的项目资源，未来的海外并购与扩张十分值得期待。

表 10：海尔的资产整合历史（部分）

时间	事件概况	备注
90年代	兼并青岛空调器厂	国内并购与投资
	兼并青岛冰柜厂	
	兼并武汉希岛	
	1995年，收购红星电器。	
	1995年12月，海尔收购武汉冷柜厂60%的股权。	
	1997年3月，出资60%与爱德集团合资，组建顺德海尔电器。	
	1997年4月，控股80%青岛第三制药厂。	
	1997年8月，兼并莱阳电器。	
	1997年9月，控股60%杭州海尔，合作开发大屏幕数字电视。	
	1997年底，兼并黄山电子，控股59%贵阳风华冰箱厂。	
1999年，海尔在美国南卡州设厂。	海外并购与投资	
2001年，海尔在巴基斯坦建立全球第二个海外工业园，在孟加拉的工厂举行开工仪式。		
2001年6月19日，海尔收购迈尼盖蒂冰箱工厂。		
2002年，海尔集团与日本三洋电机株式会社宣布合资成立“三洋海尔株式会社”。		
2008年，收购Fisher&Paykel Appliances 20%的股权。	剥离非核心资产	
2010年，收购合肥空调器有限公司20%股权。		
2013年，出售海达盛80%股权。		
2014年，出售海尔特种电器78%的股权。		
2014年，出售章丘电机70%的股权。		

数据来源：Wind 安信证券研究中心整理

- 美的集团：**美的集团十分善于利用外部的资源成就自身，在其发展道路上，也经历了多次的并购，特别是从00年以后更是加大了并购的力度，在2000~2010年期间，美的的并购主要针对国内，例如：为了弥补美的的品牌在洗衣机领域的弱势，2008年，美的收购小天鹅24.01%的股权，目前小天鹅已成为其洗衣机事业部，与公司达到了高度协同。通过多次的国内并购，美的的国内白电龙头地位得以巩固，目前“空冰洗”的市占率均为行业第二。

而从2010年以后，美的也开始了海外扩张的道路，在2010年和2011年期间，通过海外并购，进军了埃及和拉美市场。而12年以后，美的集团开始了“产品力提高”、“效率提升”两大战略调整，更侧重于内部，而今年以来，战略调整取得了非常良

好的效果，未来美的将有更多的精力放在另一大战略——“国际化”上，且美的采用的是职业经理人制度，与国际最为接轨，这也在国际并购和海外拓张中发挥积极作用。

**表 11: 美的的并购历史 (部分)**

时间	事件概述	备注
00 年~05 年	2002 年, 收购威创科技 70% 股权。	
	2004 年, 收购威灵电机 75% 的股权。	
	2005 年, 收购佛山美的的家用电器 85% 的股权。	
05~09 年	2006 年, 收购荣事达 24.5% 的股权。	多品牌策略
	2006 年, 收购中国雪柜 95% 的股权。	
	2007 年, 收购广州华菱空调、合肥华菱股份 100% 的股权。	
	2008 年, 收购小天鹅 24.01% 的股权。	
	2008 年收购合肥荣事达 25% 的股权。	
10 年以后	2008 年收购中国雪柜实业 100% 的股权。	海外扩张
	2010 年, 收购 Miraco 公司 32.5% 股份, 进军埃及市场。	
	2011 年, 收购开利拉美空调业务公司 51% 的股权。	
	2014 年, 收购苏州银行股权。	
	2014 年, 收购小天鹅股权。	
	2014 年, 收购顺德农商行 3.07% 的股权。	

数据来源: 安信证券研究中心

### 1.2.6 青岛海尔、美的集团最有可能走出去

我们认为在这一轮国际并购中，中国的企业会将有所作为，综合并购整合的经验、自身的行业地位和实力以及走出去的意愿，我们认为青岛海尔、美的集团最有可能成功走出去、开拓海外市场。

而从另外一个角度看，那些被海外企业收购的企业也不容忽视，比如被惠而浦收购的合肥三洋、比如被 SEB 收购的苏泊尔，这些被收购的企业有望利用海外母公司优势资源做大做强，与海外母公司达到协同、共同成长。

## 1.3 新变化：接力工业自动化，工业 4.0 提升整体效率

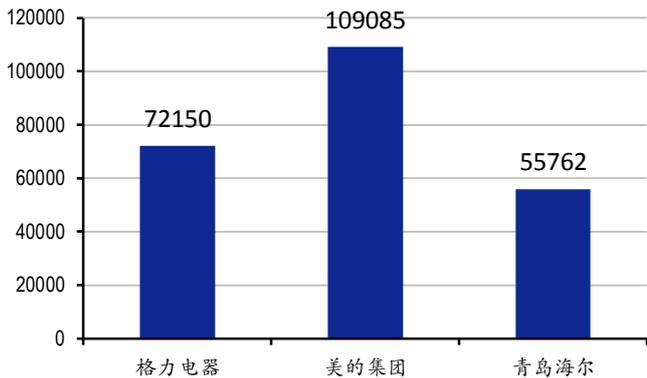
由德国政府提出的工业 4.0 战略引起了各国的重视，工业 4.0 概念即智能工厂，被认为是第四次工业革命，这种革命性的生产方式必将融入到各个行业的生产过程中，在新一轮的生产革命中，也将迎来新一轮的优胜劣汰，因此也引起了各行业的重视。

### 1.3.1 现阶段，工业自动化仍在继续

从我国家电企业的角度来看，当下家电企业更多的是推进工业自动化，仍处于机器对人工的替代过程中，以是应对人工成本的上升。

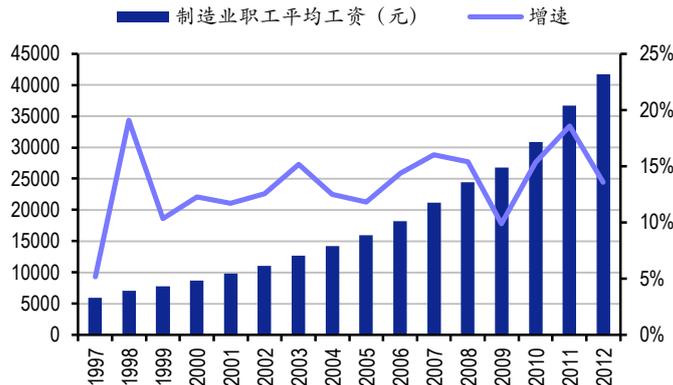
家电制过程中需使用大量人工，以格力、美的、海尔三大白电公司为例，其员工都超过 5 万人，虽然人工成本在家电制造成本占比不及纺织服装等行业，但单位人工成本的逐年上升，仍给企业的制造成本带来一定压力。

图 23: 三大白电公司的员工数 (2013 年底)



数据来源: 各公司 2013 年年报安信证券研究中心

图 24: 人工成本呈逐年上升趋势



数据来源: 国家统计局安信证券研究中心

为了应对人工成本上升, 家电企业一方面通过优化工艺、精简员工, 另一方面通过引进机械手、机器人等自动化设备, 加强机器对人工的替代, 在降低人工成本之余, 提高产品质量的稳定性和可靠性。通过机器对人工的替代, 对冲单位人工成本的上升的风险。

图 25: 家电制造中机器人的使用 (以美的为例)



数据来源: 安信证券研究中心整理

图 26: 家电制造中机器手的使用 (以美的为例)

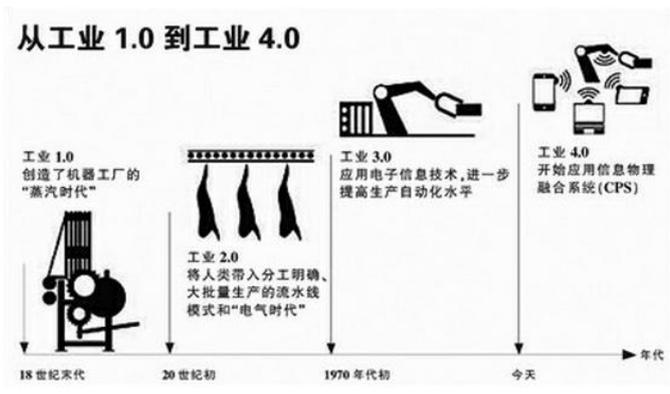


数据来源: 安信证券研究中心整理

### 1.3.2 工业 4.0 接力, 将提高家电行业的整体效率

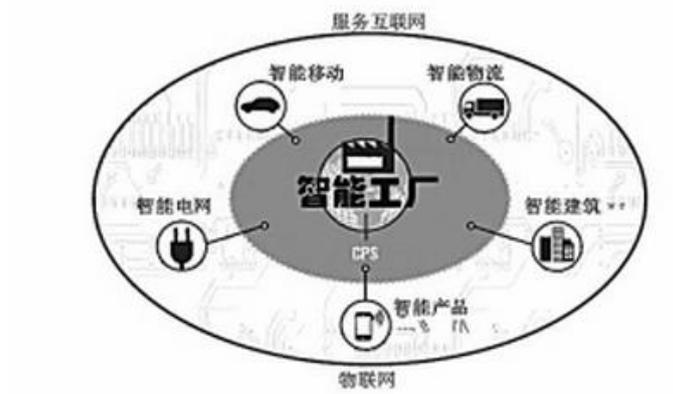
从更长期来看, 中国家电制造业作为世界制造业的一部分, 必将融入工业 4.0 开启的第四次工业革命浪潮中, 采用智能生产技术和智能生产模式, 通过把产品、机器、资源、人有机联系在一起, 推动各环节数据共享, 实现产品全生命周期和全制造流程的数字化。

图 27: 从工业 1.0 到工业 4.0



数据来源: 安信证券研究中心整理

图 28: 工业 4.0 时代下的智能工厂



数据来源: 安信证券研究中心整理

而我们认为，工业 4.0、智能生产将主要给家电企业带来两方面的影响：

(1) **效率的提升**：1) 资源使用效率的提升，即用**定量的资源实现最高的产量和用最少的资源实现特定的产量**，这里的资源包括人力、生产材料、设备等等全方位的资源；2) 营运资金使用效率的提升，例如缩短备货周期等等，从而提高企业整体的营运能力。

(2) **提高产品附加值**：在 3.0 时代，家电采用的是标准化的、规模化的生产，而在 4.0 时代，通过在设计、配置、排序、规划、制造和运行等各个阶段中纳入个性化的、用户特定的标准，并能够合并最后的修改。而通过为用户提供个性化的产品、满足用户个性化的需求，家电产品的附加值以及家电企业的整体获利能力或将加强。

## 2. 展望 2015 年：需求或有所反弹原材料走低提升毛利率

以上是从更长期的角度来探讨家电行业发展趋势，而本章我们探讨 2015 年家电行业基本面的一些变化。

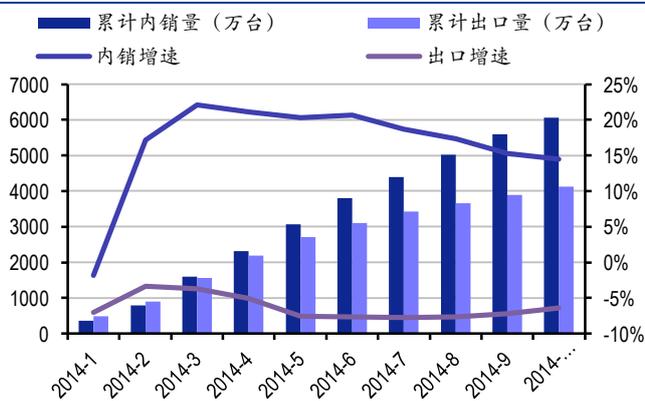
### 2.1 需求端：2014 年整体增长乏力 2015 年或有小幅反弹

#### 2.1.1 需求端：2014 年行业整体增长乏力

我们回顾家电行业整体的增长情况，受政策退出、前期商品房成交低迷的影响，家电行业整体增长较为乏力，但不同的品类的市场表现又有所分化，具体如下：

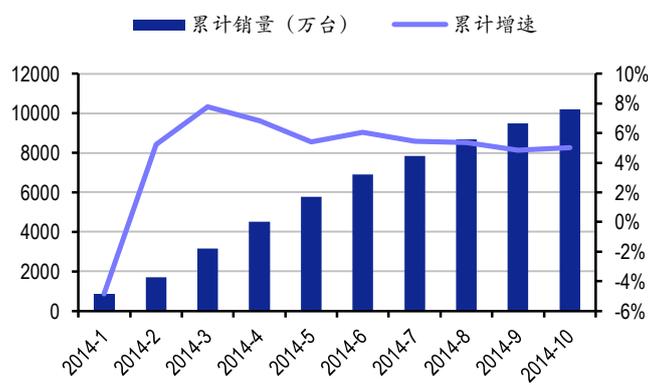
(1) **空调整体实现小幅增长，内销增速较快、外销下滑明显**：根据产业在线的数据，2014 年 1~10 月，空调内销量增长了 14.5%，出口下滑了 6.4%；综合来看，2014 年 1~10 月合计销售了 10186 万台，同比增长 5.0%，我们认为内销的快速增长体现了家用空调的普及需求仍存，以及行业良好成长性。

图 29：2014 年 1~10 月，空调内销及出口情况



数据来源：产业在线安信证券研究中心

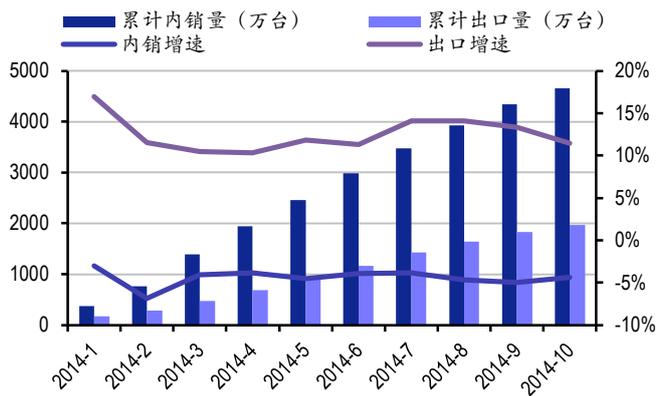
图 30：2014 年 1~10 月，空调整体销量情况



数据来源：产业在线安信证券研究中心

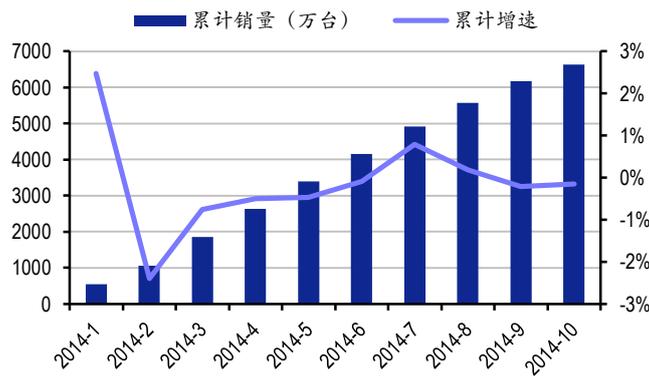
(2) **冰箱整体微幅下降，内销增速下滑较快，出口增长迅速**：根据产业在线的数据，2014 年 1~10 月，冰箱内销量下滑了 4.4%，出口增长 11.4%；综合来看，2014 年 1~10 月合计销售了 6625 万台，同比下滑了 0.2%。

图 31: 2014 年 1~10 月, 冰箱内销及出口情况



数据来源: 产业在线安信证券研究中心

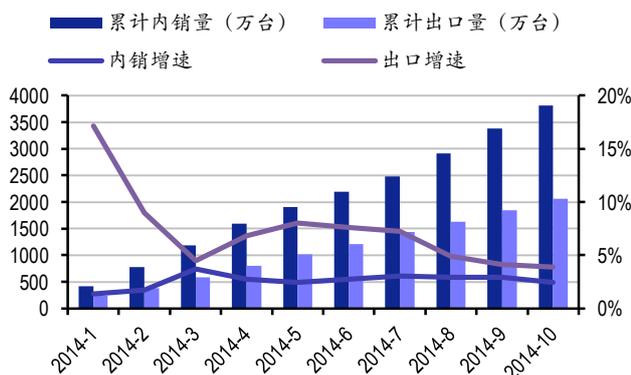
图 32: 2014 年 1~10 月, 冰箱整体销量情况



数据来源: 产业在线安信证券研究中心

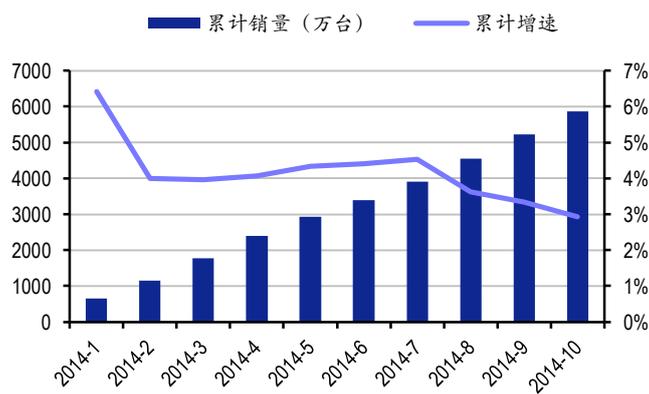
(3) 洗衣机内外销均实现小幅增长: 根据产业在线的数据, 2014 年 1~10 月, 洗衣机内销量增长了 2.4%, 出口增长 3.9%; 综合来看, 2014 年 1~10 月合计销售了 5873 万台, 同比增长了 2.93%。

图 33: 2014 年 1~10 月, 洗衣机内销及出口情况



数据来源: 产业在线安信证券研究中心

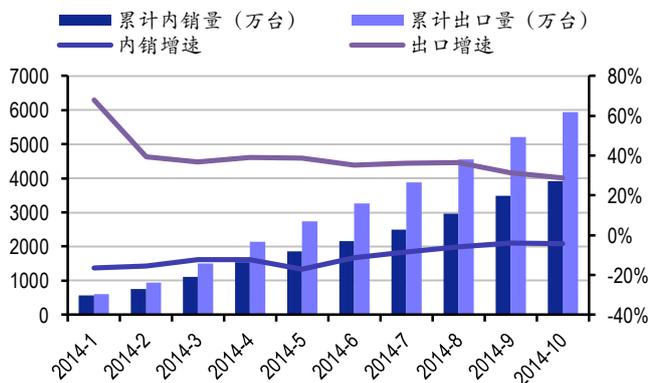
图 34: 2014 年 1~10 月, 洗衣机整体销量情况



数据来源: 产业在线安信证券研究中心

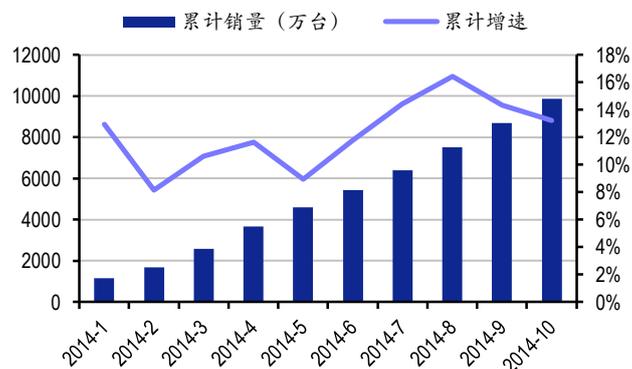
(4) LCD 电视增速较快, 主要系出口快速增长所致: 根据产业在线的数据, 2014 年 1~10 月, LCD 电视内销量下滑了 4.2%, 出口增长 28.7%; 综合来看, 2014 年 1~10 月合计销售了 9865 万台, 同比增长了 13.2%。而外销大幅增长与世界杯事件不无关系。

图 35: 2014 年 1~10 月, LCD 电视内销及出口情况



数据来源: 产业在线安信证券研究中心

图 36: 2014 年 1~10 月, LCD 电视整体销量情况



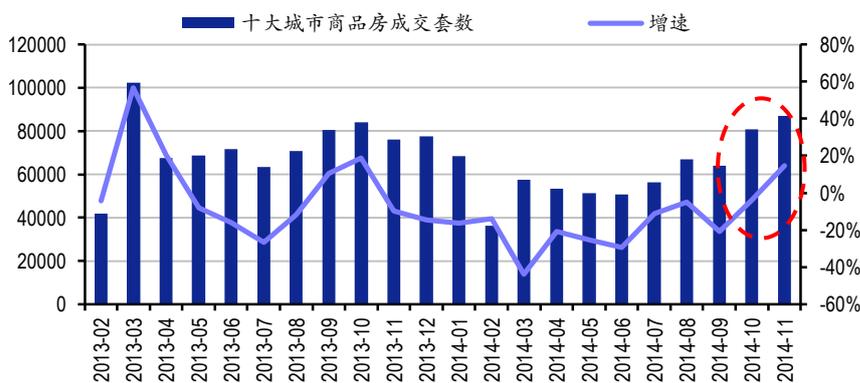
数据来源: 产业在线安信证券研究中心

### 2.1.2 需求预判：2015 年需求或有所小幅反弹

而 2014 年起，地产相关的政策发生了变化，前期多个地区的限购、限贷政策有所放松，对房市起到了很好的托底作用；而更为重要的是货币政策趋于宽松，以 2014 年 11 月 21 日起，央行下调了一年期基准利率开始，新一轮降息周期开始，2014 年 11 月，十大城市商品房成交量实现了 12 个月以来的首次正增长。

我们认为，后续的一系列降息、降准等货币宽松政策将对商品房销售产生积极影响，房地产市场有望企稳甚至回暖。而家电的销售与房地产销售之间的滞后期为 2、3 季度，因此我们判断在明年，家电的销售将有较为小幅的反弹。我们预计 2015 年，空、冰、洗、彩的销量增速将分别达到 5%、3%、4%和 8%。

图 37：十大城市商品房销量及增速



数据来源：国家统计局安信证券研究中心

## 2.2 成本端：原油大幅下跌 整机厂商有望再获成本优势

### 2.2.1 历史上：原材料价格下跌周期中，整机制造企业毛利率呈上升趋势

围绕这在珠三角、长三角、青岛及合肥等家电产品制造基地，周边存在着大量的零部件制造企业，而家电零部件除个别存在较高的技术门槛或专利门槛外，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，家电整机企业则具有较强的议价能力。

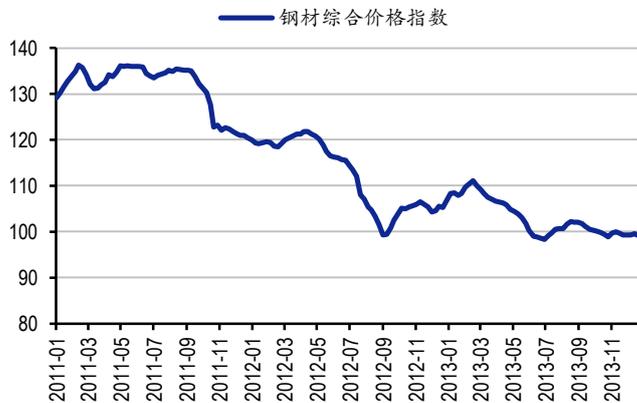
因此，在原材料价格下行的周期中，家电整机企业充分受益；而家电整机行业格局较为稳定、且受消费升级的积极影响，因此即便在成本下行周期中，整体单价也呈现出稳定甚至上升趋势。综合来看，在原材料价格下降的周期中，家电企业毛利率呈现上升趋势。

图 38：2012~2013 年，铜、铝价格呈下滑趋势



数据来源：LME 安信证券研究中心

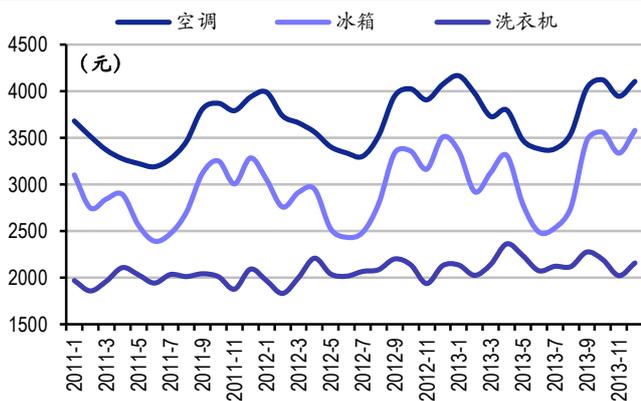
图 39：2012~2013 年，钢价呈下滑趋势



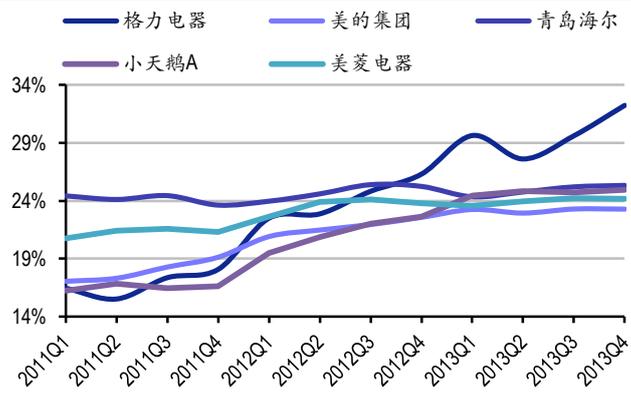
数据来源：中钢协安信证券研究中心

图 40：2012~2013 年，白电产品均价稳中有升

图 41：2012~2013 年，白电整机企业毛利率逐年提高



数据来源：中怡康安信证券研究中心

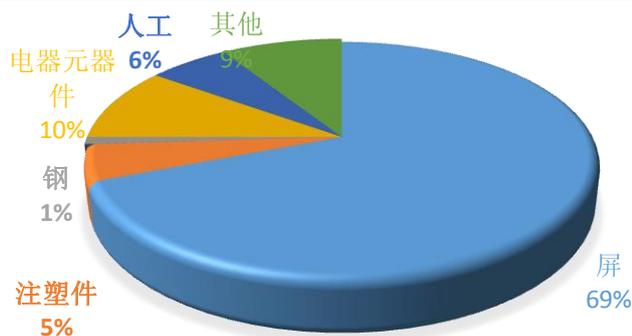


数据来源：Wind 安信证券研究中心

### 2.2.2 钢、铜、铝、塑料件为白电的主要原材料

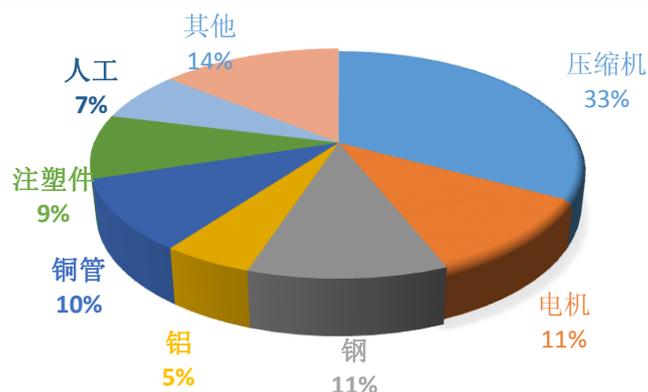
在家电生产中，原材料为最主要的成本构成，在家电整体营业成本中占比高达 85~90%。而不同的家电品类，其原材料也有所差别，但总体来说，白电产品的主要通用原材料是钢、铜、铝和塑料件等；而黑电的成本结构与白电差别较大，其成本的最主要构成为屏幕和电子元器件，另外也使用一部分注塑件，但钢、铜、铝的使用较少。

图 42：液晶电视的营业成本构成



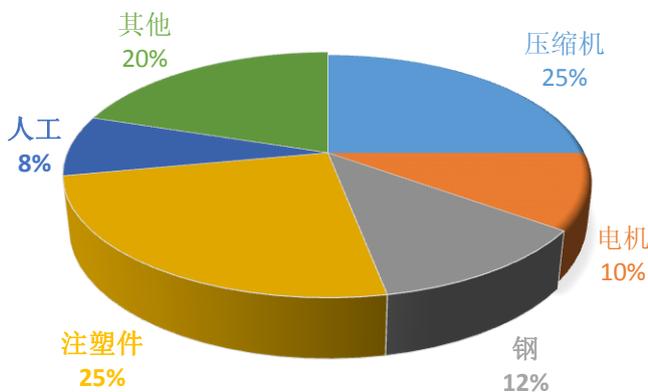
数据来源：安信证券研究中心整理

图 43：空调的营业成本构成



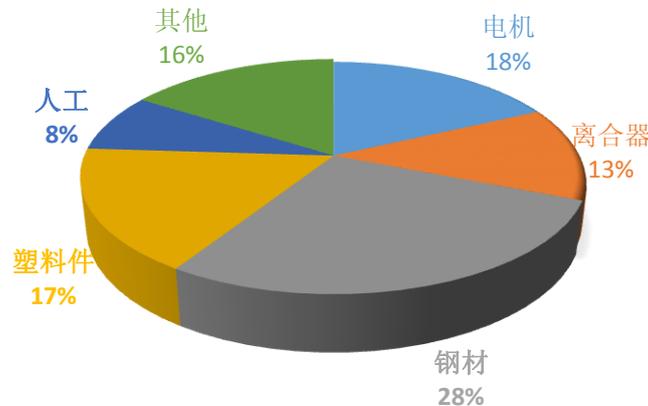
数据来源：安信证券研究中心整理

图 44：冰箱的营业成本构成



数据来源：安信证券研究中心整理

图 45：洗衣机的营业成本构成



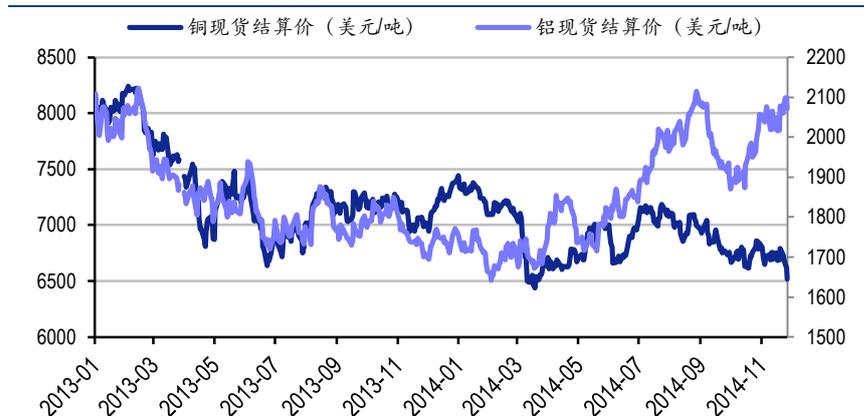
数据来源：安信证券研究中心

### 2.2.3 2014 年原材料价格普降

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 1.3%，LME 铜现货结算价下降 6.0%，钢综指数下滑 10.5%。家电生产中

用到的塑料件品类较多，如 PP、ABS、GPS 以及其他注塑件等，而这些塑料件的原材料均是原油，而从 2014 年全年的数据来看，原油价格整体的下降幅度为 2.7%。

**图 46: 铜、铝的价格走势**



数据来源：LME 安信证券研究中心

**图 47: 钢材价格指数**



数据来源：中钢协安信证券研究中心

**图 48: 原油价格走势**

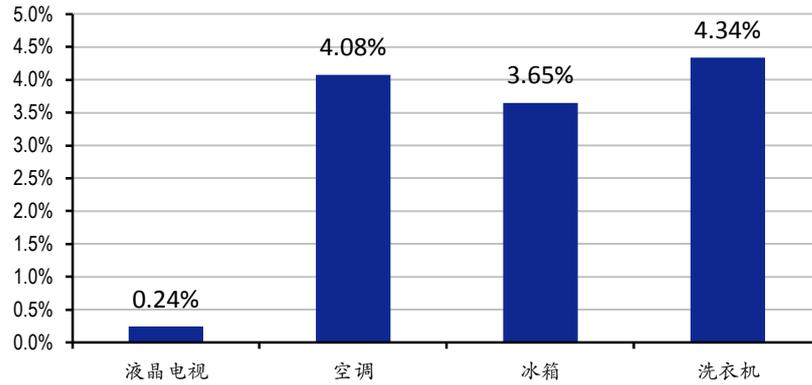


数据来源：WTI 安信证券研究中心

### 2.2.4 原材料价格普降，节约成本有望增利

若我们做一个简单的测算，假设 2013、2014 年大家电的成本结构完全相同；假设塑料件的价格与原油价格的走势、同比下降的幅度完全相同；假设除了钢、铜、铝、塑料件之外的其他原材料价格均保持不变；假设当期的原材料价格能在当期的成本中完全体现；假设产品的均价均不发生变化。在这样一种综合假设下，我们发现空、冰、洗的生产成本有很明显的下降趋势。

图 49: 各大家电的成本节约幅度



数据来源: 安信证券研究中心测算

我们再从单个企业的层面进行测算, 在以上假设的基础上, 我们再假设各公司的三项费用率水平完全不变; 假设各公司的销量收入与去年维持不变, 在这样一种测算下, 可以发现各企业的业绩都有大幅的提升。

表 12: 仅考虑原材料价格下跌的影响, 2014 年各公司业绩增速

	2013 年净利率水平	原材料下降后毛利率上涨百分点	净利润增幅
格力电器	9.2%	2.8%	30.0%
美的集团	6.9%	2.2%	31.6%
青岛海尔	6.4%	1.9%	29.1%
美菱电器	2.6%	2.8%	107.6%
小天鹅 A	5.4%	3.3%	59.9%

数据来源: 安信证券研究中心测算

而根据最新原油走势, 美国 WTI 原油价格已跌破 60 美元/桶, 由于美国页岩油技术的成熟、以及 OPEC 国家宣布的不减产政策, 未来一年内原油价格会因供给端上升而整体保持低位。

从今年整体原油的价格走势来看, 正在开始进入下降周期的是从四季度初开始, 因此全年原油价格下降的幅度并不太大; 而考虑到实际情况中, 原材料价格的下跌反映到家电制造成本中有一定的时滞效应, 我们此轮油价下降的效果要等到 2015 年才能完整体现。而我们预计其他大宗商品如钢、铜、铝明年仍将仍然保持较低的水平。由此我们判断, 2015 年白电整机制造企业的生产成本将有明显下跌, 毛利率及净利率水平将有所上升。

### 2.2.5 明年白电企业盈利能力有望提升

我们判断在成本下降的背景下, 2015 年家电企业特别是白电制造企业的毛利率将得以提升, 从而提高其盈利能力。

从企业层面看, 认为白电企业青岛海尔、格力电器、美的集团、美菱电器、小天鹅、合肥三洋、海信科龙等均能从中受益。而考虑到业绩弹性的问题, 受益最多的将为美菱电器、海信科龙, 其次为小天鹅 A、合肥三洋, 最后为青岛海尔、美的集团和格力电器。

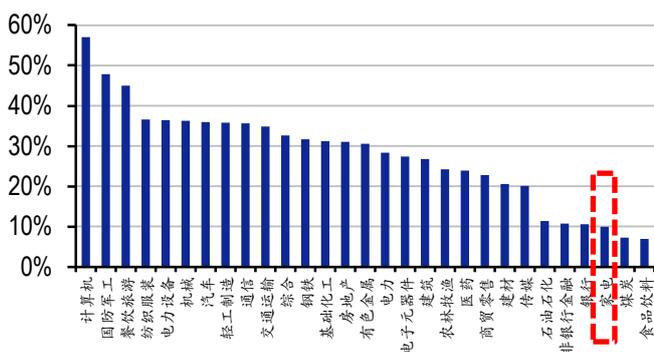
## 3. 投资策略及推荐标的

### 3.1 回顾 2014 年: 大白马表现不佳

回顾 2014 年的市场行情, 以 11 月份为节点, 市场的整体风格发生了较为明显的变化。

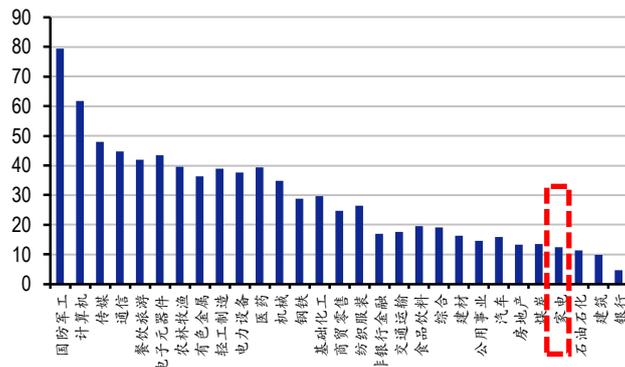
截止到 10 月底,中信家电板块上涨 9.9%,而同期上证指数上涨 14%,家电板块跑输大盘,涨幅位列所有板块倒数第三位。而从估值角度看,2014 年 10 月底,家电板块整体市盈率水平为 12.4 倍,处于较低水平,仅高于银行、建筑和石油石化板块。我们认为家电板块表现不佳的原因是因为由整体市场风格所致,市场偏好成长股,而家电板块整体偏蓝筹的属性未被青睐,虽然整体的业绩实现可观增长,但受到估值水平下跌的侵蚀,整体市场表现不佳。

图 50: 至 10 月底,各板块涨跌幅——中信家电涨幅位列倒数第三



数据来源: Wind 安信证券研究中心

图 51: 2014 年 10 月底,各板块市盈率水平——中信家电位列倒数第四



数据来源: Wind 安信证券研究中心

而自 2014 年 11 月份以来,特别是 11 月下旬以来,市场风格有所改变,板块的估值水平有较为明显的提升,目前的估值水平为 14.2 倍,我们认为,估值有所修复的主要原因为: 1) 地产政策放松,带来的估值修复; 2) 沪港通开放的背景下,海外资金对大市值公司的投资偏好; 3) 降息背景下,家电公司高股息率价值凸显; 4) 智能家居概念提升板块估值。

### 3.2 投资 2015: 低估值修复行情将延续

而展望 2015 年,我们认为家电板块估值修复的行情仍将持续:

- 家电板块估值较低、盈利性好、安全边际高的属性未变。
- 随着沪港通的进一步开放,家电板块估值修复仍将持续: 相较于国际家电板块,A 股家电板块明显被低估,且受 QFII 青睐,随着沪港通的开放,未来估值尤其是龙头的估值将进一步向国际靠拢。
- 压制估值的因素将得以消除: 随着降息、降准等一系列货币政策的推出,来自地产的、对估值的压制因素也将消除。
- 智能家居的兴起,也有望提升板块估值。

因此,综合来看,我们看好家电板块,2015 年维持买入-A 的投资评级。

### 3.3 推荐标的

- 推荐美的集团: 1) “国际化”一直是公司的三大发展战略之一,且公司已经历充分的国内资源的整合,进军国际市场的意愿也十分明显,而公司采用的是管理人制度,与国际接轨,这将成为其还外并购的一大优势。2) 小米的入股将为公司引入互联网思维,包括智能家居的发展战略的确定,并和小米在资源上形成互补。3) 小米的网络营销能力堪称国内翘楚,这将帮助公司电商平台的搭建和运作。4) 以原油为代表的原材料价格下降,公司作为白电龙头将中受益。

- **推荐小天鹅 A:** 公司为美的集团的控股子公司，为集团的洗衣机事业部，已与集团达到了高度的协同，其投资逻辑与美的集团相同。
- **推荐青岛海尔:** 1) 公司并购经验丰富，且“Haier”品牌在国外已有一定影响力；而 KKR 的入股，将为公司带来广泛的海外资源，将加速公司的海外扩张。2) 公司是家电企业中智能家居布局最早的企业，且布局完整，包括全系列的智能家电产品、U+ 平台、智慧家居产业基金等等，公司未来在智能家居领域的发展值得期待，且有望重构商业模式。3) 日日顺的强大物流能力将进一步帮助公司实现线上渠道的快速发展、实现 O2O。4) 以原油为代表的原材料价格下降，公司作为白电龙头将中受益。
- **推荐老板电器:** 1) 公司已开始线下渠道的变革，随着线下经销商的进一步开拓，公司对三线城市的覆盖率进一步提高，未来将三线城市厨电产品的普及中受益。2) 厨电行业是家电板块中成长性最好的板块，且行业集中度低，目前处于份额向龙头及领先企业聚拢的阶段，公司将在这一趋势中持续受益。
- **推荐格力电器:** 1) 以原油为代表的原材料价格下降，公司作为白电龙头将中受益。2) 空调行业为白电中成长性最好的板块，行业远未饱和，成长性无须担忧。3) 公司估值低、分红率高、盈利性强的属性将在沪港通的进一步开放后，获得国外投资者的青睐。4) 公司控股股东为格力集团，未来珠海市国企改革将为公司发展添加动力。
- **推荐美菱电器:** 1) 冰箱为家电产品中使用塑料件最多的品类，公司的净利率水平较低、弹性大，随着明年原油降价影响的释放，公司的业绩改善或最为明显，值得期待。2) 公司控股母公司为四川长虹，未来四川省国企改革值得期待。
- **关注积极转型的股票:** 如 TCL 集团、四川长虹、浙江美大、顺威股份、和晶科技、哈尔斯等。

#### 4. 风险提示： 增速放缓风险；国际局势不稳定风险。

## ■ 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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

