

家电及相关

2016年策略：黑电白电双轮驱动

观点聚焦

投资建议

2016年家电板块投资主线：1) 客厅经济大趋势下投资一线智能电视平台。2) 2016年家电需求弱复苏，深港通、无风险收益率下降等市场因素导致家电龙头配置重要性提升。3) 自下而上有特色的企业。

理由

2016年一线智能电视平台商业化元年：1) 2012年以来家电行业集体寻求的智能化和互联网化转型，真正能产生商业模式转变的是智能电视为核心的客厅经济，市场规模大，确定性高。2) 2016年智能电视家庭渗透率将超过20%，促使传统电视广告向智能电视广告分流。当前传统的电视广告规模每年1,400亿元。此外，视频收费、在线游戏、在线教育、在线购物未来前景广阔。3) 预计2016年，海信、创维、TCL一线智能电视平台分成收益分别都能达到~2亿元的规模。

需求弱复苏与深港通预期下，龙头有提估值预期：1) 2015年家电需求低于预期，板块估值已经充分体现，风险不大。2016年家电需求弱复苏，整体零售规模预计增长4%，基本面存在边际改善空间。2) 家电龙头估值低、分红率高、业绩稳健。2016年无风险收益率下行以及开通深港通预期，国内外资金对家电龙头的配置都有提升的空间。

特色企业：1) 净水器龙头浩泽净水。RO反渗透净水器市场处于高速成长期，浩泽作为商业龙头切入家用市场。竞争优势在于更好的服务，互联网化的销售渠道。2) 隐形的黑科技企业地尔汉字。公司技术竞争力强，产品储备丰富，拥有独一无二的医疗器械类型的水疗马桶；为方太颠覆性的水槽洗碗机提供核心配件；机器人业务掌握伺服电机、控制系统核心技术；有计划切入新能源汽车配件领域。

盈利预测与估值

1) 客厅经济推荐海信电器(600060.SH)、创维数码(0751.HK)、TCL多媒体(1070.HK)。2) 需求弱复苏和开通深港通预期下的机会，推荐标的美的集团(000333.SZ)、格力电器(000651.SZ)、老板电器(002508.SZ)、苏泊尔(002032.SZ)。3) 个股机会，推荐浩泽净水(2014.HK)、地尔汉字(300403.SZ)。

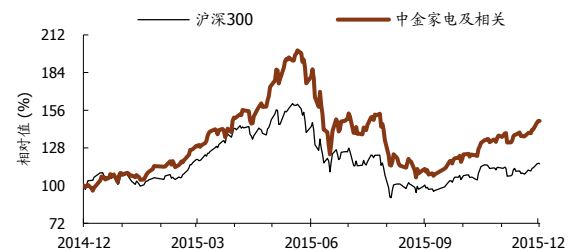
风险

市场需求波动风险。

股票名称	评级	目标 P/E (x)	
		价格	2015E 2016E
美的集团-A	确信买入	41.20	10.9 9.5
格力电器-A	推荐	28.60	10.0 9.3
海信电器-A	推荐	26.77	19.2 16.9
老板电器-A	推荐	55.00	26.2 19.7
苏泊尔-A	推荐	34.50	21.0 17.4
地尔汉字-A	推荐	80.27	51.5 41.6
华帝股份-A	中性	15.50	26.8 22.8
九阳股份-A	中性	18.60	28.3 24.4
TCL集团-A	中性	4.65	19.4 16.3
四川长虹-A	中性	5.52	N.M. N.M.
惠而浦-A	中性	15.00	29.6 23.7
创维数码-H	确信买入	8.70	4.7A 7.7
TCL多媒体-H	推荐	6.58	N.M. 19.5
浩泽净水-H	推荐	2.87	26.5 21.5

中金一级行业

可选消费



相关研究报告

- 客厅经济是下一个互联网的重量级市场 (2015.12.16)
- 乐视高溢价入股 TCL 多媒体，客厅经济板块再受关注 (2015.12.13)
- 受益房地产正面预期，家电龙头估值修复 (2015.12.03)
- 双十一，家电传统龙头与互联网品牌共同绽放 (2015.11.12)
- 能效领跑者制度实施，小幅低于预期 (2015.11.04)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

何伟

分析师

wei3.he@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935



目录

2016 年智能电视平台商业化元年，关注龙头价值	4
2016 年中国家庭智能电视渗透率将超过 20%，行业启动在即	4
智能电视在客厅经济产业链中具备入口价值	6
在线视频是智能电视的主要应用	7
广告将是主要的收入来源	9
彩电市场需求平稳	10
彩电龙头与互联网企业激烈交锋	11
龙头受益 2016 年家电需求弱复苏与深港通预期	12
家电市场处于成熟期	12
2016 年家电需求有望弱复苏	13
空调渠道去库存，反转预期在 3Q2016	15
厨卫电器行业处于整合期	15
深港通预期+无风险收益率下降，低估值蓝筹需求将上升	17
推荐标的	18
净水器市场处于爆发期	48

图表

图表 1: 中国网络视频、手机视频、智能电视用户覆盖规模 (亿人)	4
图表 2: 中国市场创维、TCL 智能电视出货量渗透率	5
图表 3: 中国家庭智能电视渗透率估计	5
图表 4: 智能电视激活用户行为分析	5
图表 5: 各国消费者考虑是否要退订有线电视	5
图表 6: 客厅经济产业链结构	6
图表 7: 电视上经常从事的活动	7
图表 8: 2015 年商业网络视频行业主要品牌渗透率	7
图表 9: 使用电视收看在线视频时，电视终端使用率	8
图表 10: 中国广播电视广告收入 (亿元)	9
图表 11: 中国在线视频行业广告市场规模 (亿元)	9
图表 12: 用户对视频网站广告的态度	9
图表 13: 中国视频网民付费用户比例	10
图表 14: 愿意付费看网络视频的愿意	10
图表 15: 中国彩电出货量及出货量 YoY 监测数据 (万台/%)	10
图表 16: 彩电内销出货量市场份额	11
图表 17: 彩电内销零售额市场份额	11
图表 18: 彩电三龙头内销出货量增长快于行业	11
图表 19: 中国家电市场进入成熟期 (亿元)	12
图表 20: 家电产品需求天花板测算	13
图表 21: 商品房销售面积: 住宅同比增长	13
图表 22: 中国 25 大城市二手房成交面积同比增长	13
图表 23: 新房相关需求量占比估计	14
图表 24: 主要家电产品出货与零售监测预测	14
图表 25: 中国空调出货量及出货量 YoY 监测数据 (万台/%)	15
图表 26: 中国市场油烟机内销出货量及线下零售量监测数据 (万台/YoY)	16



图表 27: 油烟机中国市场线下零售额品牌格局	16
图表 28: 燃气灶中国市场线下零售额品牌格局	16
图表 29: 中国存款利率和贷款利率	17
图表 30: 余额宝 7 日年化收益率	17
图表 31: 各板块年初至今涨幅以及 P/E TTM 估值 (2015/12/23)	18
图表 32: 公司分业务经营数据	21
图表 33: 海信智能电视平台潜在收益估计	21
图表 34: 创维智能电视平台潜在收益估计	24
图表 35: 公司分业务分地区经营数据 (港币百万元)	24
图表 36: 关键指标预测	25
图表 37: TCL 智能电视平台潜在收益估计	28
图表 38: 公司分业务分地区经营数据 (港币百万元)	29
图表 39: 公司分行业、分产品、分地区经营数据 (人民币百万元)	32
图表 40: 中怡康监测美的品牌各类产品零售额占比	32
图表 41: 公司分行业、分产品、分地区经营数据 (人民币百万元)	35
图表 42: 空调内销出货量分品牌占比	35
图表 43: 中国市场空调零售额分品牌占比	35
图表 44: 公司分行业、分产品、分地区经营数据 (人民币百万元)	38
图表 45: 2011~2019 中国小家电市场零售额 (亿元)	38
图表 46: 公司分业务分地区经营数据 (人民币百万元)	41
图表 47: 公司季度收入增长率趋势	42
图表 48: 2014 年老板销售渠道结构	42
图表 49: 中怡康监测老板品牌燃气灶、油烟机、消毒柜零售额月度增长率趋势	42
图表 50: 老板油烟机出货量占比	42
图表 51: 主要厨卫品牌收入对比 (百万元人民币)	42
图表 52: 公司主要产品销量、收入、毛利率预测	45
图表 53: 公司家用电器排水泵产品占客户采购比例情况	45
图表 54: 2014~2020 年家用净水设备市场需求额预测 (人民币亿元)	48
图表 55: 收入拆分 (百万人民币)	48
图表 56: 公司期末累计终端数量	49
图表 57: 滤芯更换服务收入占比	49
图表 58: 可比公司估值表	50



2016年智能电视平台商业化元年，关注龙头价值

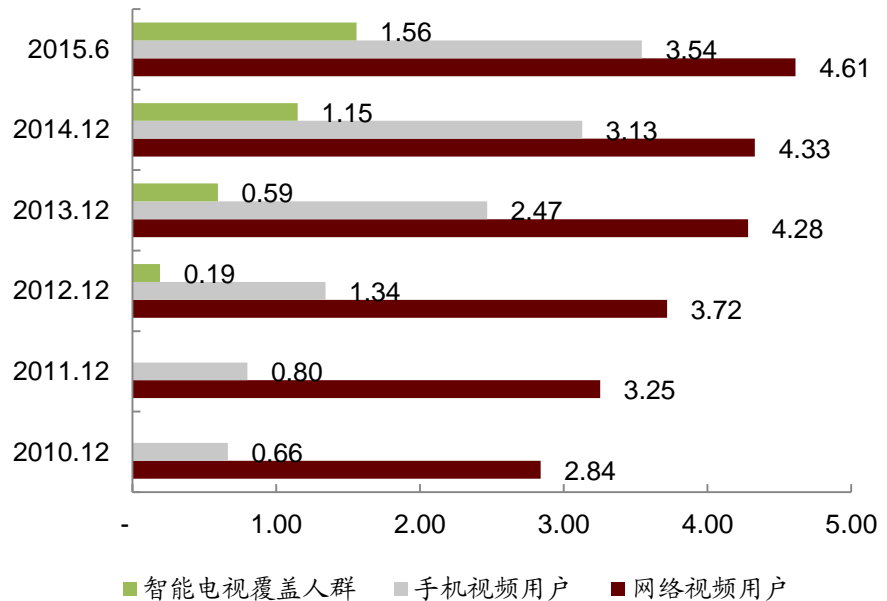
智能电视平台进入商业化，是家电行业盈利模式真正的改变。是过去三年智能化和互联网化在家电行业的影响的最佳结果。

推荐彩电第一梯队的龙头：海信电器（600060.SH）、创维数码（0751.HK）、TCL多媒体（1070.HK），唯有上述公司智能电视用户数量足够多，能够率先商业化。预计2016年智能电视平台分别可以获得~2亿元的分成收入。TCL集团（000100.SZ）作为TCL多媒体的母公司，主业受面板行业不景气影响大。此外，第二梯队的标的有深康佳A（000016.SZ）、四川长虹（600839.SH）；即将由代工企业转型为品牌企业的兆驰股份（002429.SZ）；新进入的互联网企业乐视网（300104.SZ）。

2016年中国家庭智能电视渗透率将超过20%，行业启动在即

1) 智能电视2012年推出市场，目前已经成为电视普遍配置。预计2015年智能电视出货量占比65%，在城市市场已经普及。由于中国4.3亿户家庭中宽带用户2.0亿户的限制，未来三年出货量占比不会大幅提升。虽然智能电视用户覆盖规模还明显小于网络视频和手机视频，但未来覆盖的人群规模将超过网络视频和手机视频。智能电视能够让老年人也方便地观看在线视频。

图表1：中国网络视频、手机视频、智能电视用户覆盖规模（亿人）

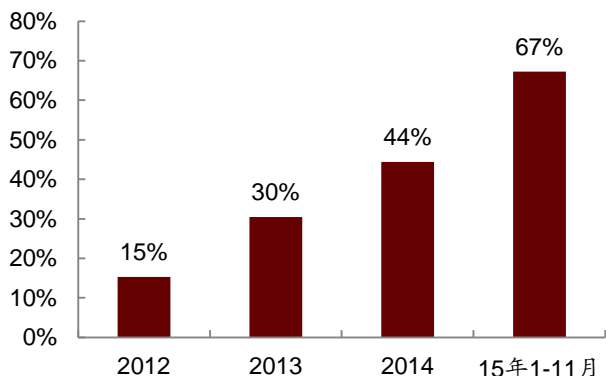


资料来源：中国互联网网络发展状况调查统计，中金公司研究部
注：智能电视覆盖人群为中金公司估计



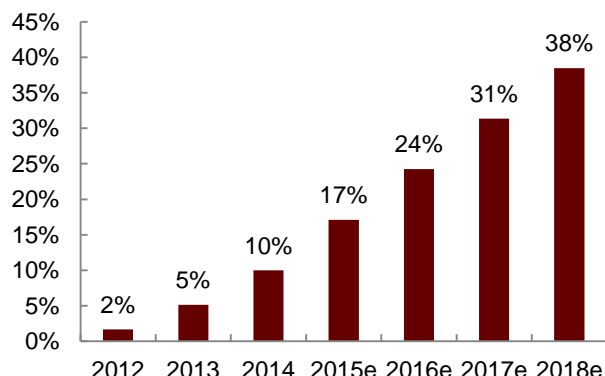
2) 预计2015年末, 智能电视家庭渗透率将达到17%。考虑到OTT机顶盒的补充作用, 预计30%的家庭, 即60%的城市家庭将使用智能电视或者OTT机顶盒。

图表2: 中国市场创维、TCL智能电视出货量渗透率



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表3: 中国家庭智能电视渗透率估计



资料来源: 中金公司研究部

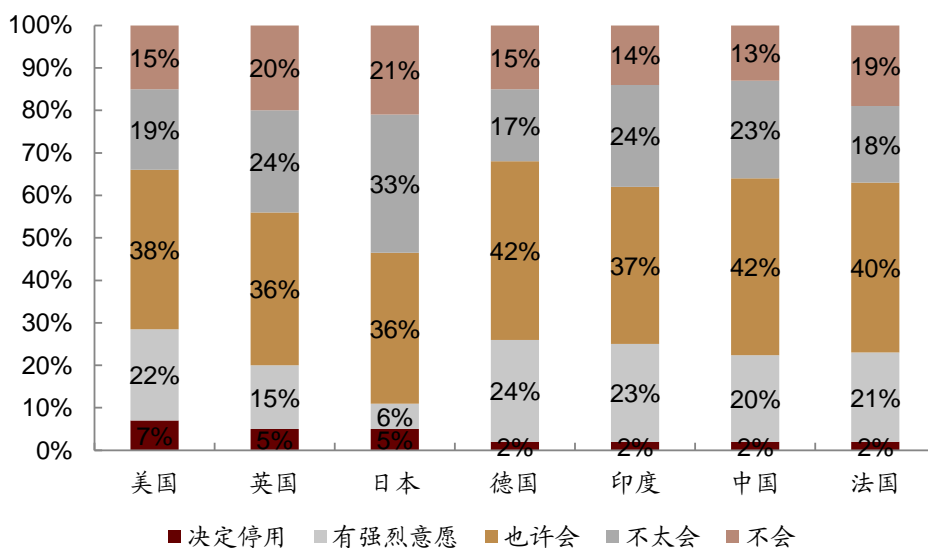
3) 智能电视用户一旦激活, 视频观看习惯将发生不可逆转的改变, 即观看电视时大部分时间将用于在线视频。Rovi公司2015年8月的调研表明: 中国有20%的家庭用户有强烈意愿退订有线电视。

图表4: 智能电视激活用户行为分析

截止日期	激活用户万台	日活用户万台	日活用户 单日使用时长	日活用户 单日视频点播时长	日活用户 单日视频点播次数	日活用户 日均开机
海信海视云 2015年6月1日	1,067	403		160分钟		
创维酷开 2015年10月	907	388		165分钟		2.6次
TCL 2015年10月	1,059	397	4.4小时		15次	
LeTV 2015年10月	400					
小米 2015年6月1日	电视+盒子 677	NA				
小米盒子			3.3小时			
小米电视			5.2小时			

资料来源: 中金公司研究部

图表5: 各国消费者考虑是否要退订有线电视



资料来源: Rovi Corp., 中金公司研究部



智能电视在客厅经济产业链中具备入口价值

基于当前产业链结构以及监管要求（广电 181 号文），掌握智能电视可以分享客厅经济的收益，但不需要承担内容投入的资金和风险。智能电视平台可分享视频内容收益的 15%，游戏内容收益的 20~30%。

图表 6：客厅经济产业链结构

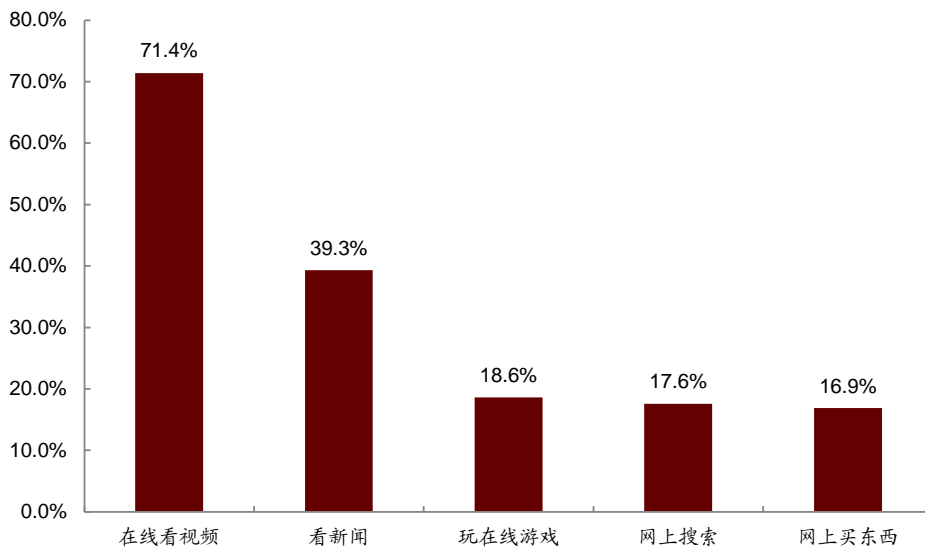


资料来源：中金公司研究部



在线视频是智能电视的主要应用

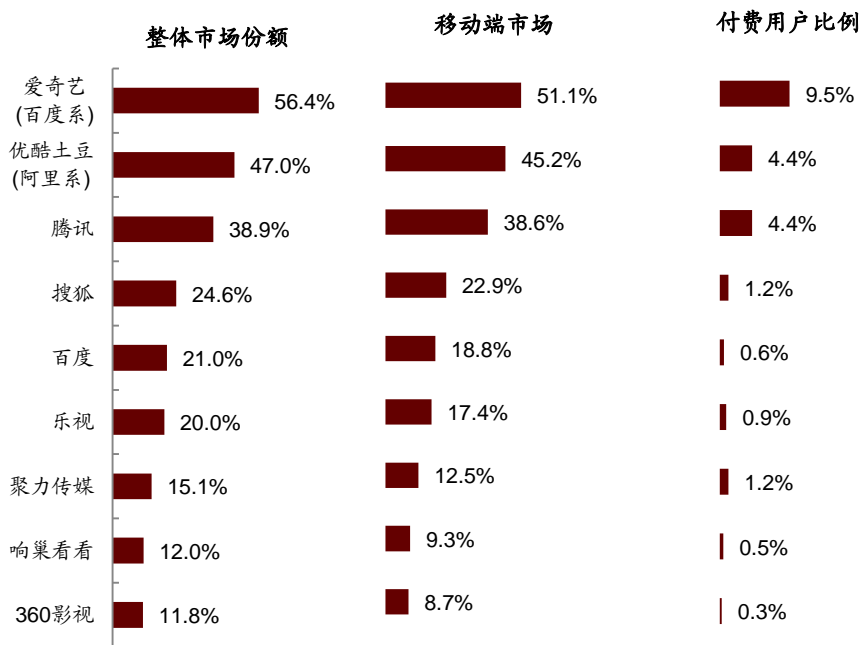
图表 7：电视上经常从事的活动



资料来源：CNNIC 网络视频用户调研 2015.10，中国网络视听协会，中金公司研究部

目前在线视频第一集团军被 BAT 控股，包括百度控股爱奇艺、阿里控股优酷土豆（2015 年 11 月签订合并协议）、腾讯控股腾讯视频。

图表 8：2015 年商业网络视频行业主要品牌渗透率

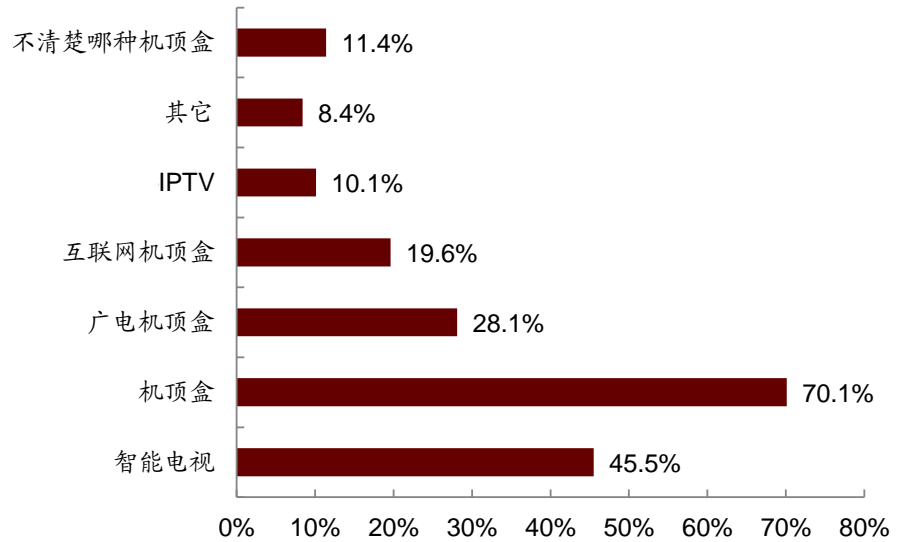


资料来源：CNNIC 网络视频用户调研 2015.10，中国网络视听协会，中金公司研究部



在使用电视收看网络视频的用户中，45.5%的用户是通过智能电视收看，70.1%的用户通过网络机顶盒收看，其中广电机顶盒的使用率为 28.1%，互联网机顶盒的使用率略低，为 19.6%，IPTV 的使用率为 10.1%。

图表 9：使用电视收看在线视频时，电视终端使用率



资料来源：CNNIC 网络视频用户调研 2015.10，中国网络视听协会，中金公司研究部

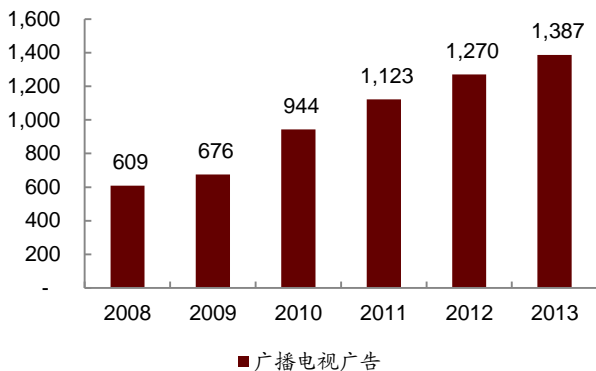


广告将是主要的收入来源

智能电视的广告将主要来自于广播电视广告分流：1) 2013 年中国广播电视广告收入 1,387 亿元，2014 年在线视频广告收入 245 亿元（主要来自 PC、手机、PAD）。2) 随着家庭智能电视渗透率提升，家庭用户收看电视的习惯发生改变，更倾向于在线点播，导致智能电视投放广告价值提升。

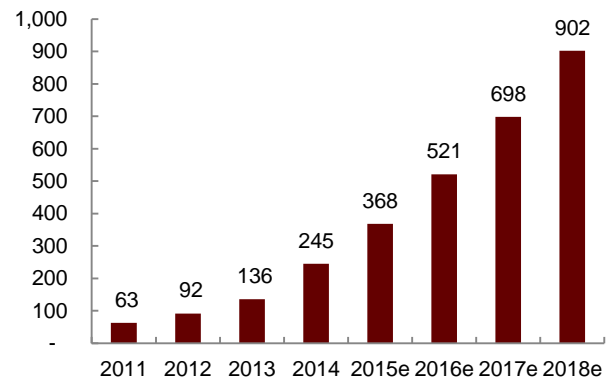
广告是视频网站的主要收入来源，占视频网站整体收入的 70%。目前整个在线视频行业还处于亏损阶段，需要开辟智能电视广告作为新的收入来源。

图表 10：中国广播电视广告收入（亿元）



资料来源：中国广播电影电视发展报告、中金公司研究部

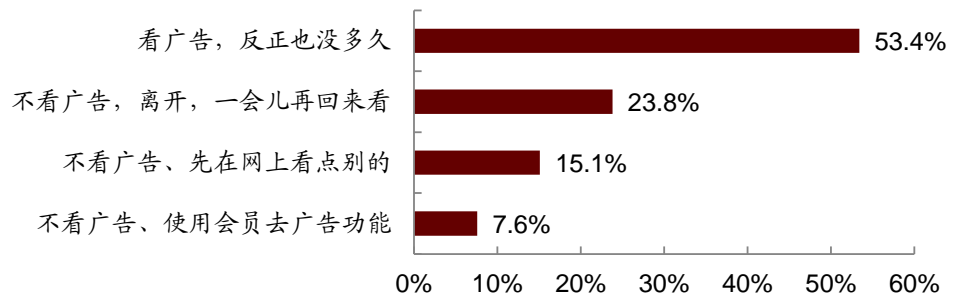
图表 11：中国在线视频行业广告市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞、中金公司研究部

CNNIC 相关研究显示，在线视频广告时长最好控制在 60 秒以内，最长不能超过 90 秒。53.4% 的人能接受较短时间的广告，7.6% 的人会“使用会员去广告功能”，这部分人会转化成视频网站的付费用户。

图表 12：用户对视频网站广告的态度



资料来源：CNNIC 网络视频用户调研 2015.10，中国网络视听协会，中金公司研究部

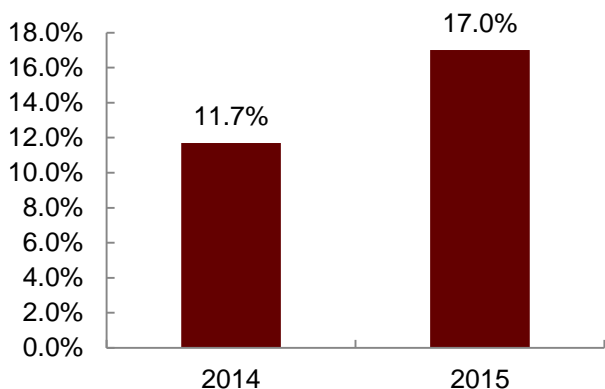
在线视频用户付费的习惯大幅提升

2015 年在线视频用户的付费比例有明显提升：1) 行业打击盗版，改善了商业环境。2) 移动支付的渗透改善了支付环境。

至 2015 年 10 月，17% 的在线视频用户有过付费经历，同比提升 5.3ppt。爱奇艺付费用户已经达到 1000 万。

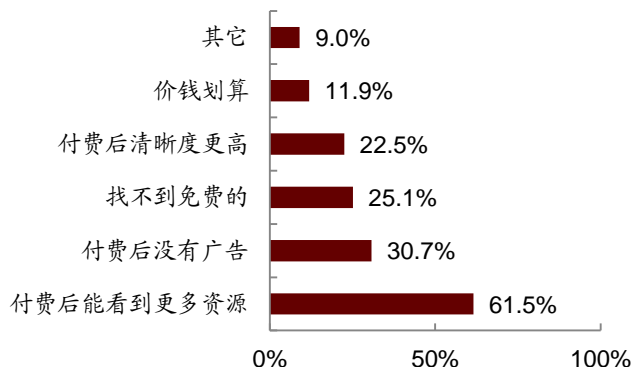


图表 13: 中国视频网民付费用户比例



资料来源: CNNIC 网络视频用户调研 2015.10, 中国网络视听协会, 中金公司研究部

图表 14: 愿意付费看网络视频的愿意

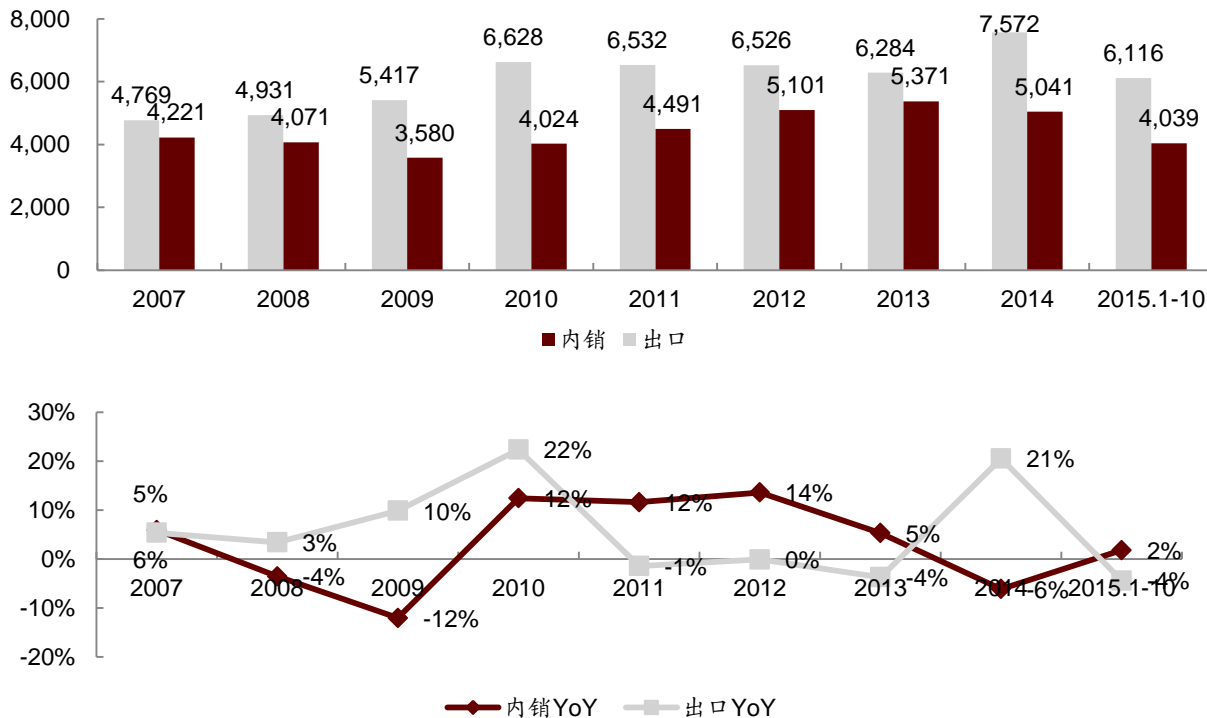


资料来源: CNNIC 网络视频用户调研 2015.10, 中国网络视听协会, 中金公司研究部

彩电市场需求平稳

- 1) 中国彩电市场已经成熟。中国家庭数量 4.3 亿户，彩电保有量 5.3 亿台，10 年更新周期，年销量维持在~5,000 万台水平。
- 2) 彩电更新周期有望缩短，但目前还未到来。液晶电视在 2009 年开始普及，其生命周期将缩短至 8 年。
- 3) 随着日本品牌全球衰退，中国彩电出口存在机会，但意义不大。彩电出口毛利率低，相关上市公司出口业务处于盈亏平衡点附近，销量增长也不能带来智能电视用户增长。

图表 15: 中国彩电出货量及出货量 YoY 监测数据 (万台/%)



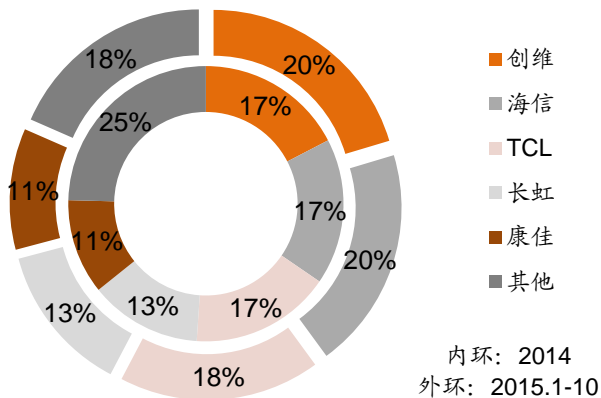
资料来源: 产业在线, 中金公司研究部



彩电龙头与互联网企业激烈交锋

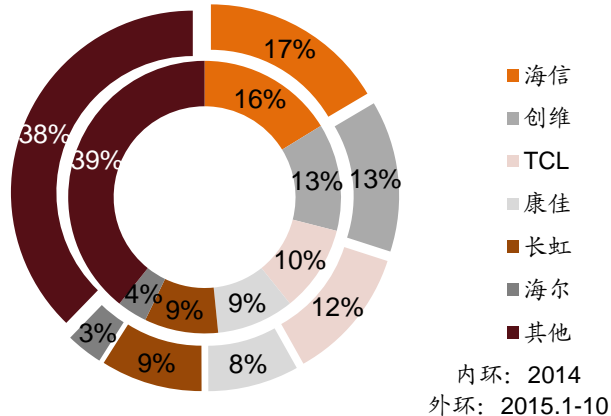
1) 彩电市场已经从过去的五大龙头逐渐演变为海信、创维、TCL 三大龙头，康佳和长虹退居二线。

图表 16: 彩电内销出货量市场份额



资料来源：产业在线，中金公司研究部
注：中怡康监测以线下连锁渠道为主，2014 年彩电零售量监测量占行业 37%。

图表 17: 彩电内销零售额市场份额

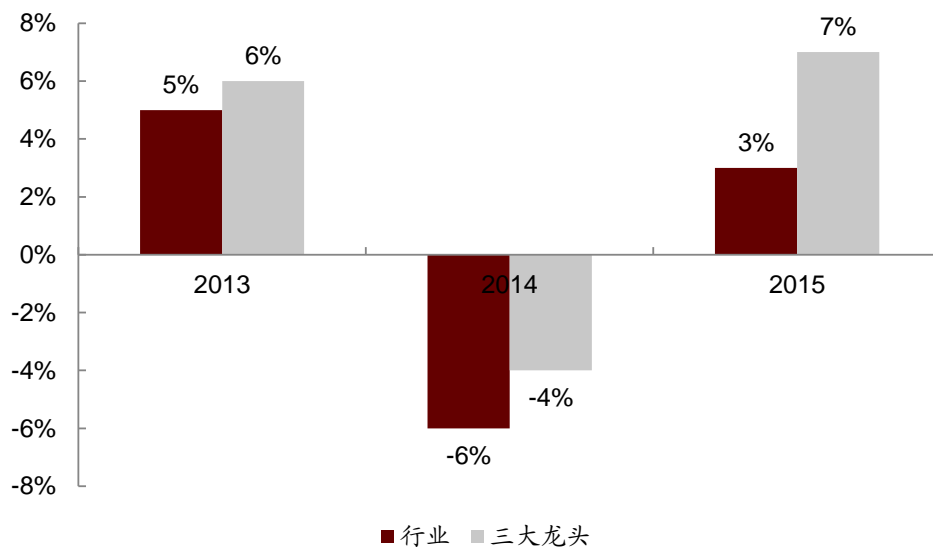


资料来源：中怡康，中金公司研究部

2) 由于智能电视在客厅经济中的重要地位，导致 2012 年开始，互联网企业大量进入智能电视市场。目前主流的互联网品牌包括乐视、小米、PPTV、微鲸等。

3) 从竞争格局看，虽然乐视、小米快速崛起，但更多的是从二三线品牌中抢夺市场份额，一线的海信、创维、TCL 市场份额没有受到影响，三大品牌的出货量增长快于行业。

图表 18: 彩电三龙头内销出货量增长快于行业



资料来源：产业在线，中金公司研究部



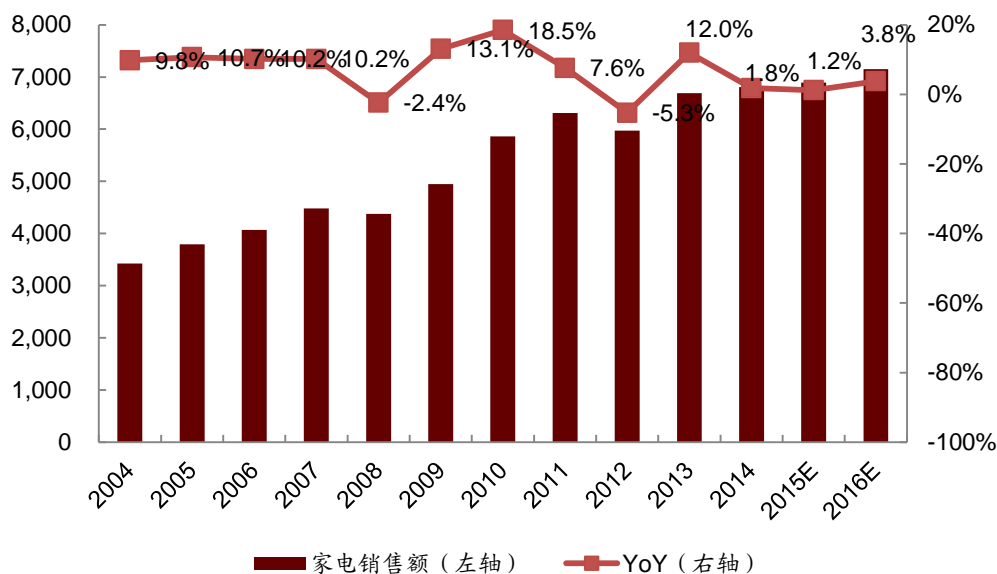
龙头受益 2016 年家电需求弱复苏与深港通预期

2015 年家电龙头表现不佳，主要是受到家电需求低于预期影响导致，特别是空调行业去库存影响大。

家电市场处于成熟期

2004~2013 年家电行业市场规模增长一倍，CAGR 达到 7.7%。2014 年，家电市场进入成熟期，主要家电品类的家庭保有量都达到或接近成熟水平。

图表 19：中国家电市场进入成熟期（亿元）



资料来源：AVC，中金公司研究部
注：2015、2016 年为中金公司预测数

测算表明：1) 冰箱内销已经饱和，洗衣机接近饱和。2) 空调进入成长期后期。3) 厨卫电器还处于成长期。4) 彩电目前处于成熟期，但如果智能电视导致彩电从耐用消费品向消费电子属性转换，未来还有很大成长空间。但消费属性的转换还存在不确定性。5) 油烟机在城市已经普及，但农村住房使用油烟机的条件还未普及。未来城镇化提升能够带来产品的普及。6) 小家电品类多，不同品类的生命周期不同。



图表 20：家电产品需求天花板测算

	冰箱	洗衣机	空调	彩电	油烟机
天花板（万台）	6,000	5,500	10,000	10,000	4,400
2014 出货量（万台）	5,335	3,762	7,013	5,041	2,170
空间	0%	40%	40%	100%	100%
重要假设 1：保有率（台/百户）					
城市	100	100	180	180	燃气普及率 90%
农村	90	80	50	130	无
重要假设 2：换新速度（年）					
城市	8	8	10	8	10
农村	12	12	12	12	无
重要假设 3：非家庭需求占比					
	7%	0%	30%	5%	0%

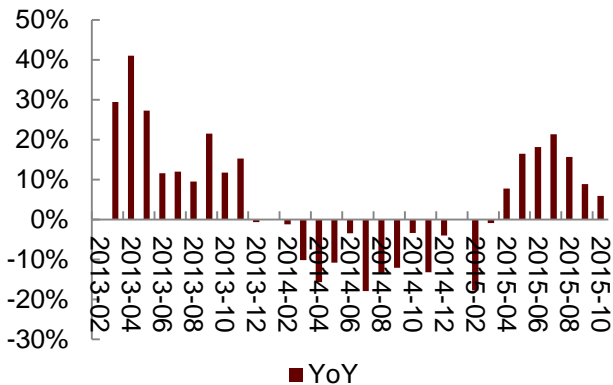
资料来源：中金公司研究部

2016 年家电需求有望弱复苏

2015 年中国家电市场需求低于预期。预计 2016 年家电需求会出现弱复苏：1) 2015 年房地产销售回暖，对 2016 年家电需求有正面影响。2) 2015 年空调去库存力度大，2016 年 3Q 开始会完成去库存。3) 电商占比的提升降低了家电产品零售价格，有利于刺激消费。4) 更新需求占比的持续提升。

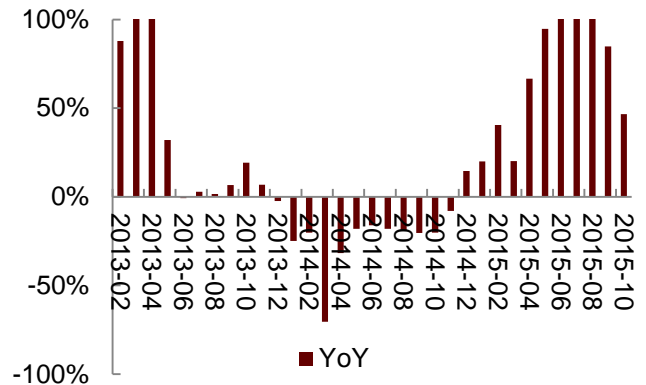
2016 年房地产对需求有正面影响：家电整体需求 1/3 受到房屋装修相关需求影响。2015 年当前受到 2014 年房地产销售不佳的影响，2016 年将受到房地产销售复苏的影响。

图表 21：商品房销售面积：住宅同比增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

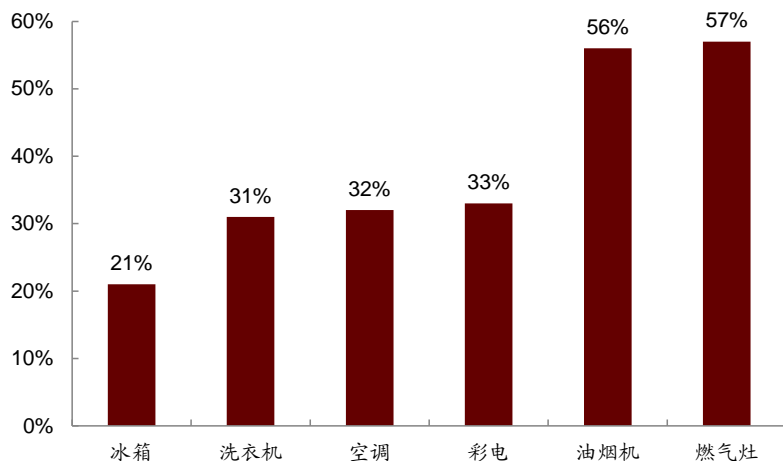
图表 22：中国 25 大城市二手房成交面积同比增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部



图表 23：新房相关需求量占比估计



资料来源：中金公司研究部

预计 2016 年家电主要产品出货以及需求都有小幅改善。

图表 24：主要家电产品出货与零售监测预测

		数据源	2012	2013	2014	2015e	2016e
空调	内销出货量 (万台)	产业在线	5,731	6,235	7,013	6,375	6,277
	YoY		-5%	9%	12%	-12%	注1 -2%
	零售额YoY	中怡康	-16%	18%	-2%	-9%	-5%
	零售均价YoY		5%	3%	-1%	-5%	-3%
中央空调	销售额 (亿元)		533	593	665	608	632
	销售额YoY		4%	11%	12%	-9%	4%
冰箱	内销出货量 (万台)	产业在线	5,600	5,577	5,335	4,937	4,838
	YoY		-5%	0%	-4%	-7%	-2%
	零售额YoY	中怡康	-13%	15%	-4%	-2%	0%
	零售均价YoY		2%	6%	4%	3%	3%
洗衣机	内销出货量 (万台)	产业在线	3,481	3,769	3,762	3,885	4,002
	YoY		-4%	8%	0%	3%	3%
	零售额YoY	中怡康	-11%	10%	-1%	2%	3%
	零售均价YoY		3%	5%	4%	4%	3%
LCD	内销出货量 (万台)	产业在线	4,697	5,145	4,991	5,098	5,353
	YoY		18%	8%	-3%	2%	5%
	零售额YoY	中怡康	-17%	12%	-14%	-10%	-7%
	零售均价YoY		-9%	-1%	-5%	1%	-3%
油烟机	内销出货量 (万台)	统计局	1,396	1,823	2,170	2,138	2,245
	YoY		14%	31%	19%	-1%	5%
	零售额YoY	中怡康	-1%	19%	5%	2%	5%
	零售均价YoY		5%	10%	10%	4%	2%

资料来源：产业在线、中怡康、中金公司研究部

注 1：2015 年空调内销出货量增长率在产业在线数据上向下调整 4ppt，主要原因是 1H2015 产业在线内销出货量增长率数据出现明显偏差。

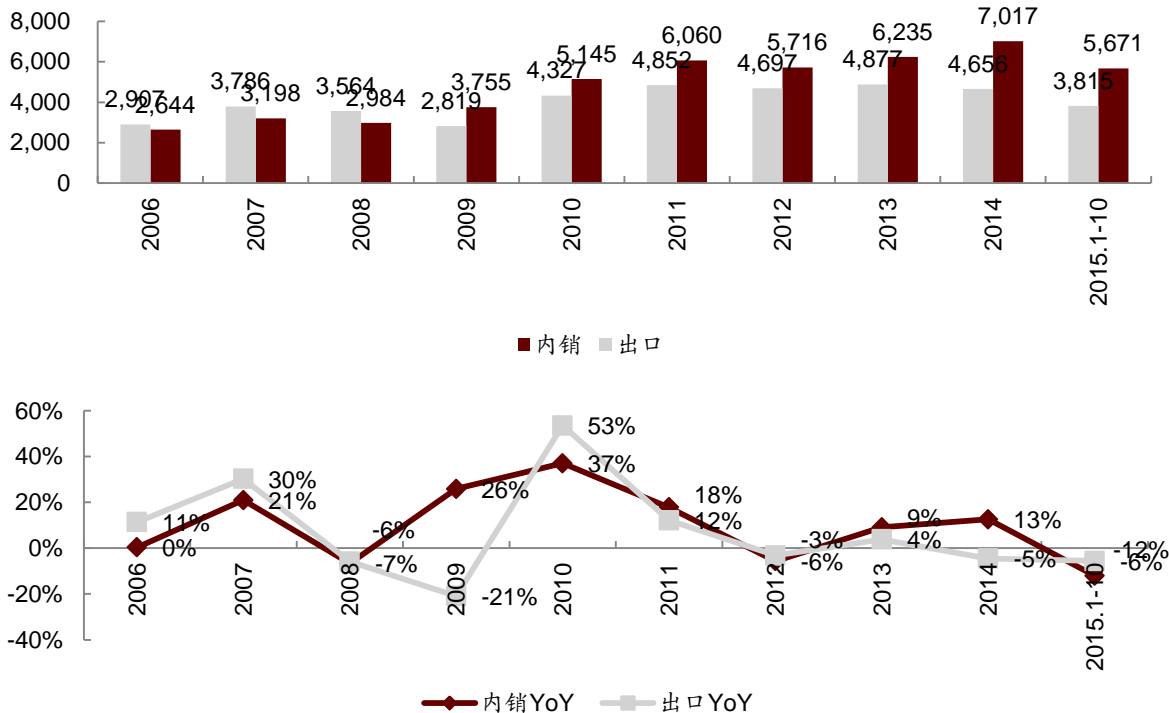
注 2：中怡康零售监测以城市线下零售店为主。2014 年中怡康监测数据占冰箱内销的 21%、空调内销的 19%、洗衣机内销的 30%、液晶电视内销的 37%、油烟机内销的 12%。由于电商的影响，和市场整体零售数据会产生差异，特别是 LCD 电视受到电商影响更大。



空调渠道去库存，反转预期在3Q2016

2015年空调行业股价已经充分反应渠道去库存预期，因此风险并不大：1)1Q2015开始，空调行业渠道去库存。过高渠道库存是在3Q2013~4Q2014期间累积起来的。2)去渠道库存主要是格力和美的，通过终端零售市场的市场份额提升和出货量下降完成。激烈的市场竞争导致二三线品牌市场份额下降。

图表 25：中国空调出货量及出货量YoY 监测数据（万台/%）



资料来源：产业在线，中金公司研究部

注：2015年1-10月空调内销出货量增长率在产业在线数据上向下调整4ppt，主要原因是1H2015产业在线内销出货量增长率数据出现明显偏差。

厨卫电器行业处于整合期

2015年，油烟机为代表的厨卫电器增长速度放缓。2012~2014年厨卫电器处于高增长阶段。预计2016年厨卫电器增长会改善，主要受益房地产的影响。

1) 油烟机、燃气灶还处于成长期。城市市场虽然已经普及，但农村市场受到住房条件限制无法使用。2) 市场处于整合期，市场龙头如老板电器2014年油烟机出货量仅占行业7%，其它龙头方太、美的、华帝规模接近。3) 在大城市终端零售市场已经形成老板和方太双龙头格局，未来全国市场也将形成类似的市场。

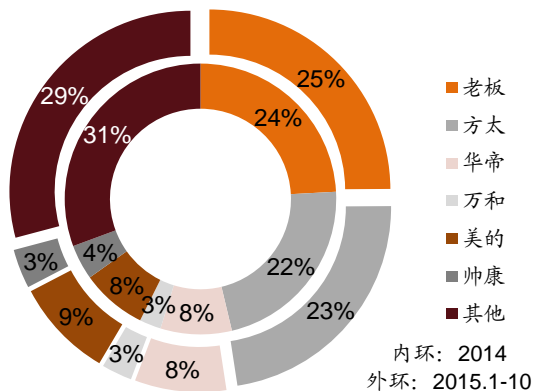


图表 26：中国市场油烟机内销出货量及线下零售量监测数据（万台/YoY）

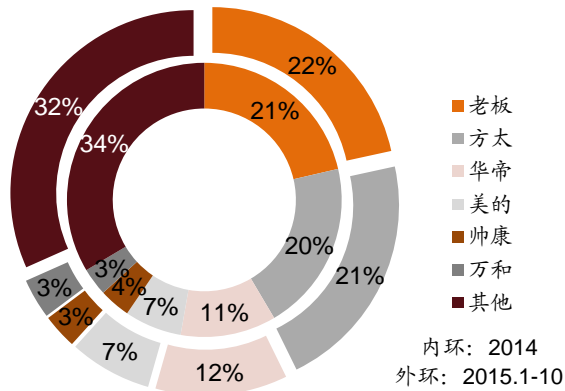


资料来源：统计局，中金公司研究部
注：中怡康零售监测以城市线下零售店为主，2014年油烟机抽样占内销量的12%。

图表 27：油烟机中国市场线下零售额品牌格局



图表 28：燃气灶中国市场线下零售额品牌格局



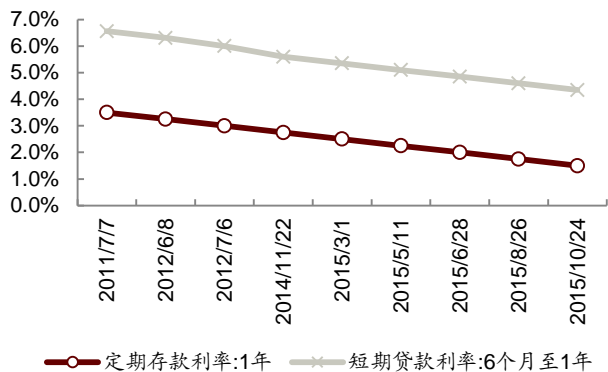
资料来源：中怡康，中金公司研究部
注：中怡康零售监测以城市线下零售店为主，2014年油烟机抽样占内销量的12%。



深港通预期+无风险收益率下降，低估值蓝筹需求将上升

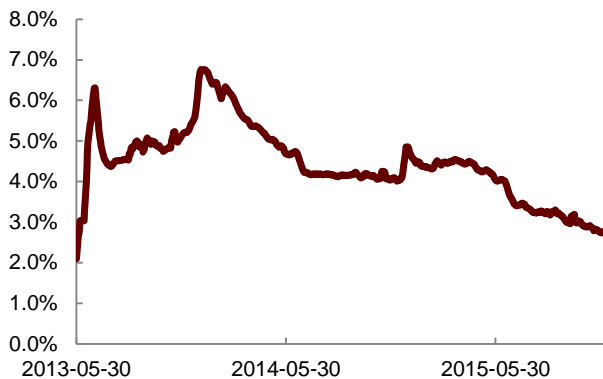
无风险收益率在下降，国内资金配置高股息率需求上升：1) 2015 年，央行多次降准降息，一年存款基准利率已经下调至 1.5%，相比今年年初的 2.75%共下降 1.25%。2) 2015 年 10 月，余额宝 7 日年化收益跌破 3%。3) 家电龙头格力电器、美的集团 2015 年预期分红收益率 5%以上，属于高股息率资产。

图表 29：中国存款利率和贷款利率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 30：余额宝 7 日年化收益率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

深港通预期，海外资金配置低估值蓝筹需求上升：1) A 股和 H 股估值体系存在明显偏差。从 H 股角度看，A 股大盘蓝筹股存在明显估值折价，其中折价最明显的是格力电器和美的集团。2) 此外，虽然 A 股 2015 年未能加入 MSCI 新兴市场指数，但随着人民币进入 SDR (2015 年 12 月 1 日，IMF 宣布人民币 2016 年 10 月 1 日加入 SDR。)，未来 A 股纳入 MSCI 还是很有希望纳入 SDR。这将带来更多的海外资金配置 A 股大盘蓝筹。



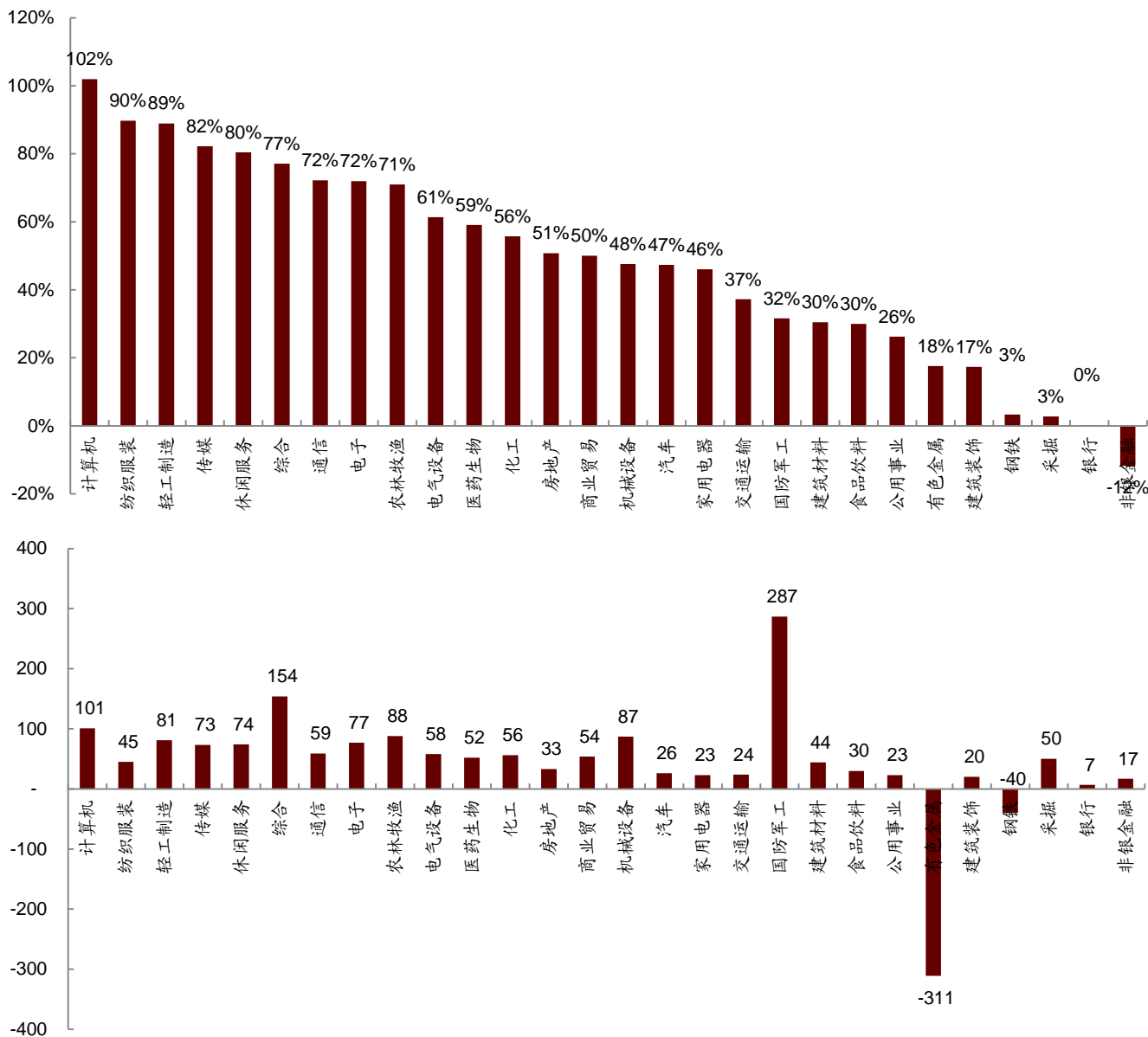
推荐标的

2016年家电板块上涨具有市场面支持和基本面改善基础。

市场面：1) 家电板块年初至今，板块上涨46%，排在各板板块偏后位置。P/E TTM 估值23x，估值合理。2) 深港通以及无风险收益率下降对低估值标的配置需求上升。

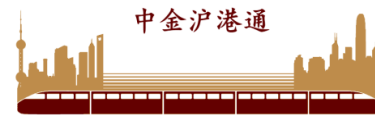
基本面：1) 彩电企业向客厅经济转型效果开始体现。2) 市场需求弱复苏。

图表 31：各板块年初至今涨幅以及 P/E TTM 估值 (2015/12/23)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部





海信电器

智能电视龙头，受益客厅经济

公司近况

公司作为智能电视龙头，将受益于 2016 年智能电视平台商业化起步。

评论

2016 年将是智能电视平台商业化元年：1) 2016 年，海信、创维、TCL 三大智能电视平台累计激活用户数量进入商业化规模 (>1,000 万)，将带动智能电视平台商业化。2) 2016 年智能电视家庭渗透率将超过 20%，促使传统电视广告向智能电视广告分流。当前传统的电视广告规模每年 1,400 亿元。3) 视频收费、在线游戏、在线教育、在线购物未来前景广阔，但目前还处于培育期。4) 基于当前产业链结构，掌握智能电视可以分享客厅经济的收益，但不需要承担内容投入的资金和风险。

海信将受益智能电视平台：1) 海信电器当前智能电视激活用户 1,200 万，日活跃用户 500 万。海信每年可新增 600 万智能电视用户，行业领先。2) 2015 年海视云（海信智能电视平台）各种商业模式试点，例如接受蒙牛、加多宝的 1,000 万元广告投放；引入腾讯运营智能电视游戏；建设智能电视购物平台聚享购：销售韩国免税商品。3) 未来三年，我们最看重智能电视平台带来的广告收益。预计 2016 年海信智能电视平台的收益将在 2 亿元以上，这部分收益边际成本为 0。海信将销售开机广告以及分享视频网站的贴片广告 15% 收益。

公司文化推崇稳健，智能电视龙头地位稳固：1) 海信电器是海信集团控股公司，国有企业，企业文化特点是稳健。2) 中国市场海信电视销量稳步提升，盈利能力维持稳定。2012 年以来，数据上没有受到互联网企业的冲击。2) 海信品牌具有溢价权，是国内品牌中零售均价最高的。公司当前主推曲面电视、ULED 技术，具有一定的差异化。

估值建议

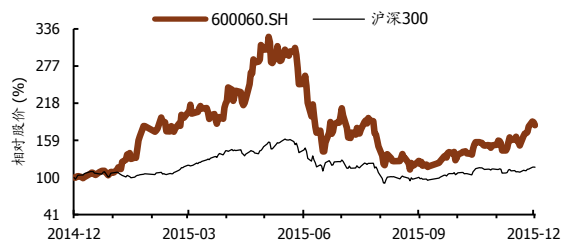
维持盈利预测，2015/16/17 年 EPS 1.08、1.23、1.50 元，分别同比+1%、+13%、+22%。维持“推荐”评级，目标价 26.77 元，对应 12x 2015e P/E+180 亿元（30x 2017e 平台利润）智能电视平台价值。

风险

市场竞争风险；公司转型风险。

维持推荐

股票代码	600060.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 20.81
目标价	人民币 26.77
52 周最高价/最低价	人民币 37.00~11.20
总市值(亿)	人民币 272
30 日日均成交额(百万)	人民币 596.59
发行股数(百万)	1,308
其中：自由流通股(%)	49
30 日日均成交量(百万股)	32.14
主营业务	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	28,480	29,007	30,548	32,779
增速	12.8%	1.9%	5.3%	7.3%
归属母公司净利润	1,583	1,400	1,419	1,608
增速	-1.3%	-11.6%	1.4%	13.3%
每股净利润	1.21	1.07	1.08	1.23
每股净资产	7.56	8.27	9.03	9.93
每股股利	0.37	0.33	0.33	0.38
每股经营现金流	1.00	0.73	1.28	1.01
市盈率	17.2	19.4	19.2	16.9
市净率	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.8	14.7	14.5	12.2
股息收益率	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%
平均总资产收益率	8.3%	6.9%	6.6%	6.9%
平均净资产收益率	17.0%	13.5%	12.5%	13.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	28,480	29,007	30,548	32,779	营业收入	12.8%	1.9%	5.3%	7.3%
营业成本	23,376	24,124	25,500	27,390	营业利润	-1.4%	-20.5%	4.6%	15.4%
营业税金及附加	101	104	122	131	EBITDA	-3.3%	-12.6%	-4.0%	15.8%
营业费用	2,501	2,549	2,627	2,786	净利润	-1.3%	-11.6%	1.4%	13.3%
管理费用	773	819	825	852	盈利能力				
财务费用	-56	-43	-47	-47	毛利率	17.9%	16.8%	16.5%	16.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	6.3%	4.9%	4.9%	5.2%
营业利润	1,785	1,419	1,484	1,712	EBITDA 利润率	6.7%	5.8%	5.3%	5.7%
营业外收支	167	285	289	289	净利润率	5.6%	4.8%	4.6%	4.9%
利润总额	1,952	1,704	1,773	2,002	偿债能力				
所得税	247	216	276	312	流动比率	1.81	1.91	1.99	2.05
少数股东损益	40	43	28	32	速动比率	1.49	1.55	1.62	1.69
归属母公司净利润	1,583	1,400	1,419	1,608	现金比率	0.30	0.31	0.41	0.45
EBITDA	1,917	1,676	1,609	1,863	资产负债率	48.8%	46.3%	46.3%	44.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,906	2,981	4,258	4,840	回报率分析				
应收账款及票据	11,390	11,162	11,972	12,827	总资产收益率	8.3%	6.9%	6.6%	6.9%
预付款项	47	35	40	46	净资产收益率	17.0%	13.5%	12.5%	13.0%
存货	3,077	3,465	3,834	3,891	每股指标				
其他流动资产	0	477	477	477	每股净利润 (元)	1.21	1.07	1.08	1.23
流动资产合计	17,420	18,120	20,580	22,081	每股净资产 (元)	7.56	8.27	9.03	9.93
固定资产及在建工程	1,518	1,511	1,689	1,842	每股股利 (元)	0.36	0.33	0.33	0.38
无形资产及其他长期资产	269	292	281	270	每股经营现金流 (元)	1.00	0.73	1.28	1.01
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	19,867	20,704	22,600	24,243	市盈率	17.2	19.4	19.2	16.9
短期借款	0	0	0	0	市净率	2.8	2.5	2.3	2.1
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.8	14.7	14.5	12.2
其他流动负债	9,633	9,473	10,347	10,785	股息收益率	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%
流动负债合计	9,633	9,473	10,347	10,785					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	65	106	106	106					
负债合计	9,698	9,579	10,453	10,890					
股东权益合计	9,888	10,820	11,815	12,988					
少数股东权益	281	304	333	365					
负债及股东权益合计	19,867	20,704	22,600	24,243					
现金流量表									
净利润	1,623	1,443	1,448	1,640					
折旧和摊销	162	206	233	258					
营运资本变动	-1,028	-344	-396	-484					
其他	-82	-47	-96	-96					
经营活动现金流	1,315	955	1,670	1,321					
投资活动现金流入	1,546	539	385	50					
投资活动现金流出	1,074	934	-400	-400					
投资活动现金流	473	-394	-15	-350					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-430	-487	-379	-388					
汇率变动对现金的影响	-4	2	0	0					
现金净增加额	1,353	75	1,277	583					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

海信电器是国有控股企业，大股东海信集团。公司是中国彩电龙头，主要产品包括彩电和机顶盒。海信科龙 (000921.SZ) 是公司的兄弟公司。公司对彩电市场把握能力强，往往能主抓彩电消费升级趋势，在中国市场逐渐取得领先的地位。但随着互联网企业进入彩电市场，行业正在被颠覆。



图表 32：公司分业务经营数据

(人民币百万元)	2015H1	2014H2	2014H1	2013H2	2013H1	2014A	2013A
营业收入							
电视机	12,905	14,323	12,040	13,516	12,382	26,364	25,898
其他	150		229	207	364		571
毛利率							
电视机	16.2%	18.6%	17.3%	19.4%	18.7%	18.0%	19.1%
其他	7.2%		13.2%	-10.4%	17.7%		7.5%
营业收入 YoY							
电视机	7.2%	6.0%	-2.8%	1.8%	37.0%	1.8%	16.1%
其他	-34.7%		-37.1%	-64.2%	11.0%		-36.9%
营业收入							
国内	8,906	10,711	8,754	10,700	9,971	19,464	20,672
国外	4,149	3,766	3,516	3,023	2,775	7,281	5,798
毛利率							
国内			23.0%	23.6%	23.0%		23.3%
国外			2.7%	2.6%	2.9%		2.8%
营业收入 YoY							
国内	1.7%	0.1%	-12.2%	-1.8%	42.8%	-5.8%	15.6%
国外	18.0%	24.6%	26.7%	2.4%	16.4%	25.6%	8.7%

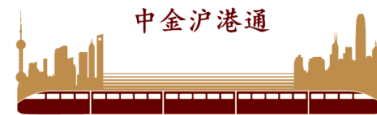
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33：海信智能电视平台潜在收益估计

	2014	2015E	2016E	2017E
期末累积激活用户 (万)	800	1,380	2,040	2,830
期末日均活跃用户 (万)	296	557	886	1,131
日活跃用户_年度平均(万)	182	427	722	1,009
开机广告				
活跃用户日均开机次数		2.0	2.0	2.0
年CPM量 (万个)		311	527	736
开机广告CPM (元)		30	72	100
潜在收入 (万元)		9,340	37,922	73,621
视频广告				
活跃用户日均视频 (小时)		3.0	3.5	3.5
广告频率 (次/小时)		1	1.5	1.5
CPM量 (万个)		467	1,383	1,933
视频广告CPM (元)		100	100	140
潜在收入 (万元)		46,702	138,257	270,555
分成收入 (万元)		7,005	20,739	40,583
潜在收入合计(万元)		16,346	58,661	114,204
广告位出售率		40%	60%	80%
广告销售折扣		40%	40%	20%
估计收入(万元)		3,923	21,118	73,090

资料来源：中金公司研究部





创维数码

运营能力最强的智能电视龙头

公司近况

公司作为智能电视三大龙头之一，将受益于2016年智能电视平台商业化起步。

评论

2016年将是智能电视平台商业化元年。公司未来利润增长的主要动力将来自智能电视平台：1) 公司已经意识到智能电视平台未来的潜在价值，但仍持谨慎态度。预计FY2015/16平台可获得收益5,000万港元，最终结果有望超过该目标。公司如果将机顶盒和智能电视协同运营，会产生更好的效果。2) 智能电视家庭渗透率未来将超过20%，促使传统电视广告向智能电视广告分流。当前传统电视广告规模为每年1,400亿元。3) 创维、海信、TCL三大智能电视平台累计激活用户数量进入商业化规模(>1,000万)，有望带动智能电视平台商业化。4) 2015年11月，智能电视累计激活用户达到1015万(不包括OTT机顶盒用户)，日活跃用户达到436万。此外OTT机顶盒同BAT全面合作，是市场主流品牌之一，也能带来可运营的用户。

经营稳健，彩电市场份额提升：1) 公司经营稳健，产品销售结构改善，并采用灵活的双品牌战略(创维+酷开)，市场份额稳步提升。2) 10月~11月公司内销出货均价下降，但预计不会影响盈利能力。均价的下降主要是电商出货占比提升以及面板价格快速下降所致。

公司当前估值为三大彩电龙头中最低，传统硬件业务盈利稳定，值得买入。此外，子公司创维数字000810.SZ(机顶盒业务)市值超过母公司。

估值建议

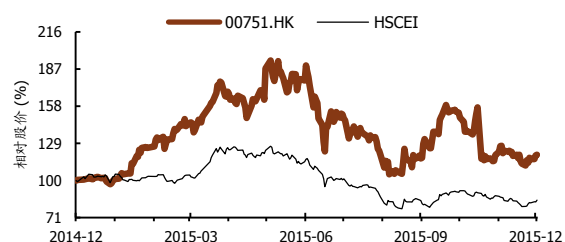
维持FY15/16和FY16/17EPS预测0.65港元和0.77港元。维持“确信买入”评级，目标价8.7港元，对应10倍2015年市盈率+60亿元智能电视平台估值。

风险

转型风险。

维持确信买入

股票代码	00751.HK
评级	确信买入
最新收盘价	港币 5.01
目标价	港币 8.70
52周最高价/最低价	港币 8.26~4.00
总市值(亿)	港币 146
30日日均成交额(百万)	港币 64.36
发行股数(百万)	2,917
其中：自由流通股(%)	61
30日日均成交量(百万股)	12.92
主营行业	家电及相关



(港币 百万)	2013A	2014A	2015A	2016E
营业收入	37,824	39,480	40,135	41,252
增速	34.4%	4.4%	1.7%	2.8%
归属母公司净利润	1,501	1,254	3,128	1,900
增速	19.9%	-16.5%	149.4%	-39.3%
每股净利润	0.51	0.43	1.07	0.65
每股净资产	3.51	3.89	5.21	5.35
每股股利	0.16	0.19	0.19	0.20
每股经营现金流	-0.18	1.55	1.30	0.52
市盈率	9.7	11.6	4.7	7.7
市净率	1.4	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.8	7.9	5.0	5.3
股息收益率	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%
平均总资产收益率	5.9%	4.1%	9.6%	5.7%
平均净资产收益率	15.9%	11.6%	23.6%	12.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2013A	2014A	2015A	2016E	
利润表									
营业收入	37,824	39,480	40,135	41,252	营业收入	34.4%	4.4%	1.7%	2.8%
营业成本	-30,418	-31,851	-32,112	-33,025	营业利润率	17.5%	-9.6%	38.7%	-0.3%
营业费用	-4,554	-4,925	-4,835	-5,033	EBITDA	19.2%	-3.9%	34.1%	2.9%
管理费用	-1,388	-1,646	-1,736	-1,776	净利润	19.9%	-16.5%	149.4%	-39.3%
其他	0	-149	25	0	盈利能力				
营业利润	2,059	1,862	2,582	2,575	毛利率	19.6%	19.3%	20.0%	19.9%
财务费用	-133	-163	-161	-94	营业利润率	5.4%	4.7%	6.4%	6.2%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	6.2%	5.7%	7.6%	7.6%
利润总额	1,926	1,700	4,176	2,481	净利润率	4.0%	3.2%	7.8%	4.6%
所得税	-332	-267	-826	-447	偿债能力				
少数股东损益	93	179	222	135	流动比率	1.39	1.34	1.56	1.56
归属母公司净利润	1,501	1,254	3,128	1,900	速动比率	1.07	1.09	1.24	1.22
EBITDA	2,361	2,269	3,042	3,129	现金比率	0.13	0.16	0.21	0.13
扣非后净利润	1,501	1,254	1,766	1,900	资产负债率	64.8%	64.7%	54.4%	53.5%
资产负债表					净债务资本比率	34.2%	23.6%	净现金	3.3%
货币资金	2,301	3,023	3,317	2,073	回报率分析				
应收账款及票据	16,036	16,107	14,649	15,187	总资产收益率	5.9%	4.1%	9.6%	5.7%
存货	5,648	4,844	5,172	5,418	净资产收益率	15.9%	11.6%	23.6%	12.3%
其他流动资产	648	2,206	1,923	1,947	每股指标				
流动资产合计	24,633	26,180	25,061	24,625	每股净利润 (港元)	0.51	0.43	1.07	0.65
固定资产及在建工程	3,068	4,436	5,223	5,701	每股净资产 (港元)	3.51	3.89	5.21	5.35
无形资产及其他长期资产	1,362	1,528	3,038	3,006	每股股利 (港元)	0.16	0.19	0.19	0.20
非流动资产合计	4,430	5,964	8,261	8,707	每股经营现金流 (港元)	-0.18	1.55	1.30	0.52
资产合计	29,063	32,144	33,322	33,332	估值分析				
短期借款	5,581	5,156	1,274	1,274	市盈率	9.7	11.6	4.7	7.7
应付账款	7,387	8,899	8,931	8,680	市净率	1.4	1.3	1.0	0.9
其他流动负债	4,710	5,446	5,864	5,836	EV/EBITDA	7.8	7.9	5.0	5.3
流动负债合计	17,678	19,501	16,069	15,790	股息收益率	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%
长期借款	225	547	1,312	1,312					
非流动负债合计	1,149	1,295	2,050	2,050					
负债合计	18,827	20,796	18,119	17,840					
股本	280	283	285	285					
未分配利润	9,689	10,539	13,454	13,708					
股东权益合计	10,236	11,348	15,203	15,592					
负债及股东权益合计	29,063	32,144	33,322	33,432					
现金流量表									
税前利润	1,501	1,254	3,128	1,900					
折旧和摊销	302	407	460	554					
营运资本变动	-2,603	2,548	1,528	-1,085					
其他	276	298	-1,317	135					
经营活动现金流	-524	4,507	3,799	1,503					
资本开支	-1,111	-1,939	-1,161	-1,000					
其他	498	-1,585	1,502	0					
投资活动现金流	-613	-3,524	341	-1,000					
股权融资	13	0	2	0					
银行借款	1,512	170	-3,112	0					
其他	-284	-460	-725	-1,647					
筹资活动现金流	1,241	-290	-3,835	-1,647					
汇率变动对现金的影响	33	29	-6	0					
现金净增加额	137	722	299	-1,144					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

创维数码是彩电龙头之一，生产和销售彩电、机顶盒及少量的冰箱、洗衣机。公司是民营企业，职业经理人制度已经完善。公司对彩电市场把握能力强，往往能主抓彩电消费升级趋势，在中国市场逐渐取得领先的优势。但随着互联网企业进入彩电市场，行业正在被颠覆。



图表 34：创维智能电视平台潜在收益估计

	FY14/15	FY15/16E	FY16/17E	FY17/18E
期末累积激活用户 (万)	700	1,184	1,777	2,488
期末日均活跃用户 (万)	320	586	822	1,048
日活跃用户_年度平均(万)	220	453	704	935
开机广告				
活跃用户日均开机次数		2	2	2
年CPM量 (万个)		331	514	683
开机广告CPM (元)		30	72	100
潜在收入 (万元)		9,922	36,998	68,263
视频广告				
活跃用户日均视频 (小时)		3.0	3.5	3.5
广告频率 (次/小时)		1	1.5	1.5
CPM量 (万个)		496	1,349	1,792
视频广告CPM (元)		100	100	140
潜在收入 (万元)		49,610	134,889	250,866
分成收入 (万元)		7,441	20,233	37,630
潜在收入合计(万元)		17,363	57,232	105,893
折扣		60%	60%	60%
估计收入(万元)		10,418	34,339	63,536

资料来源：中金公司研究部

图表 35：公司分业务分地区经营数据 (港币百万元)

	FY13/14A	FY14/15A	1HFY13/14A	2HFY13/14A	1HFY14/15A	2HFY14/15A	1HFY15/16A
收入	39,480	40,135	20,022	19,458	18,478	21,657	19,549
电视产品 (国内市场)	26,870	25,324	13,835	13,035	11,740	13,584	11,241
电视产品 (海外市场)	3,240	5,762	1,778	1,462	2,040	3,722	3,089
数字机顶盒	4,162	4,378	2,162	2,000	2,270	2,108	2,189
液晶模组	2,043	1,650	1,109	934	804	846	352
白家电	2,532	2,358	1,122	1,410	1,323	1,035	1,134
其他 (其他电子产品、物业租赁)	2,651	2,595	955	1,696	1,129	1,466	1,544
物业租赁	122	275	46	76	133	142	
同比	4%	2%	22%	-9%	-8%	11%	6%
电视产品 (国内市场)	-2%	-6%	12%	-14%	-15%	4%	-4%
电视产品 (海外市场)	4%	78%	51%	-24%	15%	155%	51%
数字机顶盒	7%	5%	18%	5%	5%	5%	-4%
液晶模组	37%	-19%	77%	8%	-28%	-9%	-56%
白家电	50%	-7%					
其他 (其他电子产品、物业租赁)	81%	-2%	61%	-11%	18%	-14%	37%
物业租赁	47%	125%	12%	81%	189%	87%	
毛利率	19.3%	20.0%	19.1%	19.5%	19.5%	20.4%	20.6%
电视产品 (国内市场)	20.1%	22.0%	19.6%	20.6%	20.8%	23.0%	23.5%
电视产品 (海外市场)	7.2%	13.5%	7.1%	7.3%	9.2%	15.9%	8.9%
数字机顶盒	23.6%	20.0%	25.6%	21.5%	22.3%	17.5%	20.7%
液晶模组	13.9%	9.4%	12.3%	15.8%	11.8%	7.1%	7.6%
白家电	21.9%	20.3%	25.9%	18.7%	19.9%	20.8%	24.7%
其他 (其他电子产品、物业租赁)	6.2%	6.4%	1.5%	9.3%	9.4%	3.2%	
营业利润率	5.3%	5.2%	6%	5%	7%	6%	7%
电视产品 (国内市场)	4.3%	4.6%	6%	3%	7%	7%	8%
电视产品 (海外市场)	-0.4%	-0.2%	-2%	2%	2%	2%	3%
数字机顶盒	10.3%	9.8%	12%	8%	12%	10%	10%
液晶模组	11.6%	14.3%	9%	15%	11%	7%	12%
白家电	8.8%	9.5%		9%	2%	5%	5%
其他 (其他电子产品、物业租赁)	-1.4%	-1.4%	-3%	0%	-2%	-5%	-2%
物业租赁	69.7%	30.9%	52%	80%	62%	56%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 36：关键指标预测

(港币百万元)	FY13/14A	FY14/15A	FY15/16E	FY16/17E
总收入	39,480	40,135	41,252	45,786
营业收入	39,480	40,135	41,252	45,786
其他业务收入(金融类)	-	-	-	-
毛利率	19.3%	20.0%	19.9%	20.3%
——内销毛利率	20.1%	22.0%	22.0%	22.0%
——出口毛利率	7.2%	13.5%	13.5%	13.5%
营业利润	1,862	2,582	2,575	2,976
营业利润率	4.7%	6.4%	6.2%	6.5%
净利润(含少数股东损益)	1,433	3,350	2,035	2,352
归母净利润	1,254	3,128	1,900	2,196
EPS	0.43	1.07	0.65	0.75
净利润率	3.2%	7.8%	4.9%	5.1%
销售费用率	12.5%	12.0%	12.2%	12.2%
管理费用率	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
销售费用YoY	8.1%	-1.8%	4.1%	11.0%
管理费用YoY	18.6%	5.5%	2.3%	11.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



TCL 多媒体

乐视高溢价入股，智能电视平台价值凸显

公司近况

公司作为智能电视三大龙头之一，将受益于2016年智能电视平台商业化起步。

评论

2016年将是智能电视平台商业化元年：1) 2016年，海信、创维、TCL三大智能电视平台累计活跃用户数量进入商业化规模(>1,000万)，将带动智能电视平台商业化。2) 2016年智能电视家庭渗透率将超过20%，促使传统电视广告向智能电视广告分流。当前传统的电视广告规模每年1,400亿元。3) 视频收费、在线游戏、在线教育、在线购物未来前景广阔，但目前还处于培育期。4) 基于当前产业链结构，掌握智能电视可以分享客厅经济的收益，但不需要承担内容投入的资金和风险。

智能电视龙头：1) 虽然公司硬件盈利能力偏弱，但18%的彩电销量市场份额让公司稳坐智能电视平台龙头的位置。2) 智能电视用户规模增长稳健。截止至2015年11月，智能电视累积激活用户1144万，日活跃用户458万，游戏应用用户392万。3) 2015年全年内容收入目标5000万人民币，其中80%将来自于视频广告。公司从2015年下半年开始大力推广智能电视平台的商业化，1Q-3Q15实现1100万人民币收入规模。2015年全年预计将实现~4500万元收入。

对乐视高溢价增发：1) 公司对乐视增发34,885万股，价格6.5港元/股，按前日收盘价溢价31%，按前20日平均成交价格溢价54%；总金额22.675亿港元；增发后乐视占20%股份，并获得2名董事席位。2) TCL的海量智能电视用户配合乐视优秀的运营能力，更容易挖掘智能电视用户价值。3) 改善公司现金流。

估值建议

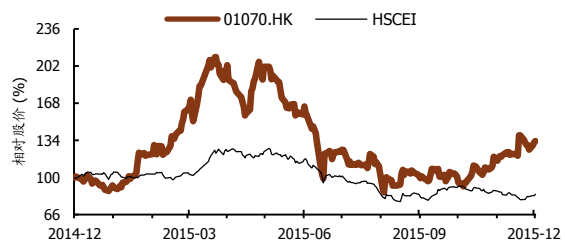
维持公司盈利预测，2015/16年净利润-2.58、3.38亿港元。对应摊薄前EPS -0.19、0.24港币，对应增发摊薄后EPS -0.15、0.19港币。维持“推荐”评级。目标价6.58港币，对应市值114亿港元，对应增发后净资产+智能电视平台估值50亿港元。

风险

转型风险。

维持推荐

股票代码	01070.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 4.76
目标价	港币 6.58
52周最高价/最低价	港币 8.88~2.93
总市值(亿)	港币 66
30日日均成交额(百万)	港币 17.18
发行股数(百万)	1,386
其中：自由流通股(%)	34
30日日均成交量(百万股)	3.80
主营行业	家电及相关



(港币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	39,495	33,526	34,603	38,563
增速	-0.5%	-15.1%	3.2%	11.4%
归属母公司净利润	-48	234	-258	338
增速	-105.3%	N.M.	-210.1%	N.M.
每股净利润	-0.03	0.17	-0.19	0.24
每股净资产	3.23	3.32	3.09	3.34
每股股利	0.28	0.05	0.00	0.07
每股经营现金流	0.82	-0.53	0.95	-0.93
市盈率	N.M.	28.1	N.M.	19.5
市净率	1.5	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.1	7.1	45.9	8.9
股息收益率	5.9%	1.1%	0.0%	1.5%
平均总资产收益率	-0.2%	1.1%	-1.1%	1.4%
平均净资产收益率	-1.0%	5.2%	-5.8%	7.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	39,495	33,526	34,603	38,563	营业收入	-0.5%	-15.1%	3.2%	11.4%
营业成本	-34,081	-28,023	-29,201	-32,254	营业利润	-80.4%	146.5%	-119.6%	N.M.
营业费用	-4,539	-4,107	-4,152	-4,628	EBITDA	-64.6%	62.6%	-86.4%	568.2%
管理费用	-1,061	-974	-1,211	-1,003	净利润	-105.3%	N.M.	-210.1%	N.M.
其他	-28	-60	-10	-10	盈利能力				
营业利润	252	621	-121	567	毛利率	13.7%	16.4%	15.6%	16.4%
财务费用	-186	-196	-191	-170	营业利润率	0.6%	1.9%	-0.4%	1.5%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	1.4%	2.7%	0.4%	2.1%
利润总额	33	393	-312	397	净利润率	-0.1%	0.7%	-0.7%	0.9%
所得税	-156	-147	62	-60	偿债能力				
少数股东损益	14	12	8	0	流动比率	1.15	1.14	1.09	1.11
归属母公司净利润	-48	234	-258	338	速动比率	0.85	0.88	0.80	0.84
EBITDA	563	915	124	829	现金比率	0.18	0.21	0.21	0.14
扣非后净利润	-119	234	-258	338	资产负债率	79.8%	78.6%	82.9%	80.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	13.7%
货币资金	3,048	3,379	4,227	2,544	回报率分析				
应收账款及票据	10,898	10,466	11,369	12,571	总资产收益率	-0.2%	1.1%	-1.1%	1.4%
存货	4,972	4,055	5,662	4,899	净资产收益率	-1.0%	5.2%	-5.8%	7.6%
其他流动资产	7	220	230	247	每股指标				
流动资产合计	18,925	18,120	21,489	20,261	每股净利润 (港元)	-0.03	0.17	-0.19	0.24
固定资产及在建工程	2,408	2,356	2,521	2,669	每股净资产 (港元)	3.23	3.32	3.09	3.34
无形资产及其他长期资产	822	1,006	996	986	每股股利 (港元)	0.28	0.05	0.00	0.07
非流动资产合计	3,230	3,362	3,516	3,655	每股经营现金流 (港元)	0.82	-0.53	0.95	-0.93
资产合计	22,156	21,482	25,006	23,916	估值分析				
短期借款	870	2,251	2,251	2,251	市盈率	N.M.	28.1	N.M.	19.5
应付账款	10,581	8,464	12,178	10,183	市净率	1.5	1.4	1.5	1.4
其他流动负债	5,060	5,201	5,332	5,899	EV/EBITDA	10.1	7.1	45.9	8.9
流动负债合计	16,511	15,916	19,760	18,333	股息收益率	5.9%	1.1%	0.0%	1.5%
长期借款	1,132	925	925	925					
非流动负债合计	1,163	960	960	960					
负债合计	17,673	16,876	20,720	19,293					
股本	1,334	1,334	1,334	1,334					
未分配利润	3,025	3,136	2,807	3,145					
股东权益合计	4,482	4,606	4,286	4,624					
负债及股东权益合计	22,156	21,482	25,006	23,916					
现金流量表									
税前利润	33	393	-312	397					
折旧和摊销	311	294	246	262					
营运资本变动	1,007	-1,112	1,323	-1,882					
其他	-216	-315	62	-60					
经营活动现金流	1,135	-740	1,319	-1,283					
资本开支	-578	-319	-400	-400					
其他	381	-214	0	0					
投资活动现金流	-197	-533	-400	-400					
股权融资	25	-20	0	0					
银行借款	-534	1,611	0	0					
其他	-891	21	-70	0					
筹资活动现金流	-1,400	1,612	-70	0					
汇率变动对现金的影响	79	-8	0	0					
现金净增加额	-384	332	848	-1,683					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

TCL 多媒体是彩电龙头之一，生产和销售彩电。公司是 TCL 集团子公司，职业经理人制度已经完善。智能电视时代，公司积极向科技娱乐公司转型。未来有望依靠快速成长的智能电视平台，通过广告、各类增值服务分成获得收益。



图表 37: TCL 智能电视平台潜在收益估计

	2014	2015E	2016E	2017E
期末累积激活用户 (万)	675	1,000	1,448	2,023
期末日均活跃用户 (万)	256	435	577	793
日活跃用户_年度平均(万)	191	345	506	685
开机广告				
活跃用户日均开机次数		2.0	2.0	2.0
年CPM量 (万个)		252	369	500
开机广告CPM (元)		30	72	100
潜在收入 (万元)		7,566	26,599	50,005
视频广告				
活跃用户日均视频 (小时)		3.0	3.5	3.5
广告频率 (次/小时)		1	1.5	1.5
CPM量 (万个)		378	970	1,313
视频广告CPM (元)		100	100	140
潜在收入 (万元)		37,828	96,974	183,768
分成收入 (万元)		5,674	14,546	27,565
全球播点播				
期末全球播用户数量 (万)		528	975	1,551
全球播用户_年度均值(万)		264	752	1,263
平均点播频率 (次/年)		1	0.8	2
ARUP		6	9.6	24
潜在收入 (万元)		1,583	7,215	30,314
分成收入 (万元)		237	1,082	4,547
潜在收入合计(万元)		13,477	42,227	82,117
广告位出售率		60%	70%	80%
广告销售折扣		60%	60%	60%
估计收入(万元)		5,004	18,363	41,781

资料来源: 中金公司研究部



图表 38：公司分业务分地区经营数据（港币百万元）

	2013A	2014A	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
营业收入	39,495	33,526	18,953	21,417	15,203	18,323	15,397
中国市场	25,666	20,709	12,162	13,504	8,587	12,123	9,734
海外市场	11,884	12,126	5,546	6,338	6,004	6,123	5,594
视听产品	2,257		1,864	393	-	-	-
其他	1,945	691	369	1,575	613	78	69
收入 YoY	0%	-15%	16%	-8%	-20%	-14%	
中国市场	11%	-19%	41%	-7%	-29%	-10%	13%
海外市场	0%	2%	-4%	3%	8%	-3%	-7%
视听产品	-37%		22%	-79%	-100%	-100%	
其他	90%	-64%	-14%	112%	66%	-95%	-89%
毛利	5,670	5,503	3,046	2,595	2,382	3,121	2,503
中国市场	4,368	4,225	2,361	2,007	1,747	2,478	2,065
海外市场	1,013	1,285	442	571	645	640	435
视听产品	256		239	17	-	-	-
其他	33	-7	4	0	-10	3	3
内容							
毛利率	14%	16%	16%	12%	16%	17%	16%
中国市场	17%	20%	19%	15%	20%	20%	21%
海外市场	9%	11%	8%	9%	11%	10%	8%
视听产品	11%		13%	4%			
其他	2%	-1%	1%	0%	-2%	4%	4%
内容							
营业利润	252	621	385	-356	216	327	266
中国市场	61	582	439	-378	198	384	497
海外市场	-97	-11	-113	16	41	-52	-195
视听产品	92		75	17	-	-	-
其他	-27	-28	-16	-11	-24	-5	-36
调整	315	79					
营业利润率	1%	2%	13%	-14%	9%	10%	11%
中国市场	0%	3%	19%		11%	15%	24%
海外市场	-1%	0%		3%	6%		
视听产品	-1%		31%	99%			
其他	-1%	-4%					

资料来源：公司公告，中金公司研究部



美的集团

积极变革的白电龙头

公司近况

公司规模优势继续扩大，转型继续推进。空调行业进入去库存周期会对公司造成压力，但其他业务均增长稳健。

评论

蓝筹估值在提升：1) 无风险收益率下降导致的资产配置荒以及保险资金举牌万科等因素导致美的的估值提升。公司估值低、分红率高、在手现金和票据规模大，将受到保险资金的关注。但公司大股东持股比例高，不会成为被举牌对象。2) 深港通预计2016年上半年推出，A股和H股之间存在的明显估值差也会导致美的的估值提升。

空调行业已经在底部：1) 4Q2015去库存压力依然类似于3Q，10-11月行业内销出货量下降28%（产业在线）。预计要经历2016年夏季之后行业渠道库存恢复正常。2) 美的3Q2015开始空调去库存，4Q2015会继续保持大力度去库存。3) 人民币贬值对出口的有利影响正在逐渐体现。4) 政府将房地产去库存作为重要工作，有利于未来空调需求。

美的在不断改善，公司依然具有成长性：1) 2015年美的实现电商最后一公里配送能力，并在广东试点中心仓模式，2016年将推广到5个区域，之后将全国推行。这将提升渠道效率。2) 厨卫电器收入快速增长，洗衣机和冰箱收入稳步增长，小家电收入同行业保持同步增长。3) 工业机器人和服务机器人战略布局完成。

估值建议

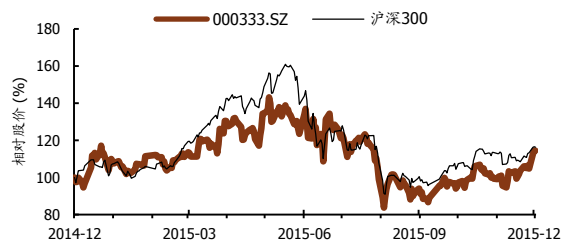
维持盈利预测，2015/2016年EPS为2.98/3.43元，分别同比增长21%/+15%。维持“确信买入”评级，目标价41.20元，对应12x 2016e P/E。

风险

市场需求波动风险。

维持确信买入

股票代码	000333.SZ
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 32.45
目标价	人民币 41.20
52周最高价/最低价	人民币 41.49~23.33
总市值(亿)	人民币 1,384
30日日均成交额(百万)	人民币 787.58
发行股数(百万)	4,266
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	26.70
主营业务	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	120,975	141,668	140,679	151,505
增速	17.9%	17.1%	-0.7%	7.7%
归属母公司净利润	7,300	10,502	12,729	14,640
增速	37.6%	43.9%	21.2%	15.0%
每股净利润	1.71	2.46	2.98	3.43
每股净资产	7.70	9.25	11.52	13.65
每股股利	0.79	0.99	1.30	1.50
每股经营现金流	2.36	5.81	3.13	3.24
市盈率	19.0	13.2	10.9	9.5
市净率	4.2	3.5	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.1	9.3	8.3	6.5
股息收益率	2.4%	3.0%	4.0%	4.6%
平均总资产收益率	7.9%	9.7%	10.5%	11.3%
平均净资产收益率	24.3%	29.0%	28.7%	27.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	120,975	141,668	140,679	151,505	营业收入	17.9%	17.1%	-0.7%	7.7%
营业成本	92,818	105,670	104,139	111,209	营业利润	33.1%	44.3%	15.2%	20.2%
营业税金及附加	610	810	703	758	EBITDA	16.8%	46.0%	3.6%	22.3%
营业费用	12,432	14,734	14,420	15,150	净利润	37.6%	43.9%	21.2%	15.0%
管理费用	6,733	7,498	7,737	7,575	盈利能力				
财务费用	564	251	45	-106	毛利率	23.3%	25.4%	26.0%	26.6%
其他	1,629	1,095	2,031	1,698	营业利润率	7.7%	9.5%	11.0%	12.3%
营业利润	9,324	13,451	15,490	18,625	EBITDA 利润率	8.9%	11.1%	11.5%	13.1%
营业外收支	688	540	1,119	486	净利润率	6.0%	7.4%	9.0%	9.7%
利润总额	10,012	13,991	16,609	19,111	偿债能力				
所得税	1,714	2,344	2,741	3,153	流动比率	1.15	1.18	1.47	1.58
少数股东损益	998	1,144	1,139	1,318	速动比率	0.88	0.98	1.21	1.34
归属母公司净利润	7,300	10,502	12,729	14,640	现金比率	0.27	0.08	0.16	0.25
EBITDA	10,739	15,676	16,244	19,871	资产负债率	59.7%	62.0%	53.5%	51.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	0.1%	净现金	净现金
货币资金	15,574	6,203	10,347	17,279	回报率分析				
应收账款及票据	23,130	27,686	28,912	29,793	总资产收益率	7.9%	9.7%	10.5%	11.3%
预付款项	2,432	1,414	2,162	2,237	净资产收益率	24.3%	29.0%	28.7%	27.3%
存货	15,198	15,020	16,439	17,194	每股指标				
其他流动资产	8,993	36,103	35,566	43,340	每股净利润 (元)	1.71	2.46	2.98	3.43
流动资产合计	65,327	86,427	93,426	109,843	每股净资产 (元)	7.70	9.25	11.52	13.65
固定资产及在建工程	20,185	20,184	19,899	19,455	每股股利 (元)	0.79	0.99	1.30	1.50
无形资产及其他长期资产	6,905	7,122	6,950	6,787	每股经营现金流 (元)	2.36	5.81	3.13	3.24
非流动资产合计	29,052	30,085	28,085	27,774	估值分析				
资产合计	96,946	120,292	121,511	137,617	市盈率	19.0	13.2	10.9	9.5
短期借款	8,883	6,071	0	0	市净率	4.2	3.5	2.8	2.4
应付账款及票据	27,437	36,326	34,375	35,672	EV/EBITDA	13.1	9.3	8.3	6.5
其他流动负债	20,327	30,746	29,368	33,710	股息收益率	2.4%	3.0%	4.0%	4.6%
流动负债合计	56,647	73,143	63,743	69,382					
应付长期债券	153	153	0	0					
非流动负债合计	1,218	1,418	1,235	1,292					
负债合计	57,865	74,561	64,979	70,674					
股东权益合计	32,847	39,470	49,132	58,225					
少数股东权益	6,233	6,261	7,400	8,718					
负债及股东权益合计	96,946	120,292	121,511	137,617					
现金流量表									
净利润	8,297	11,646	13,869	15,958					
折旧和摊销	2,400	2,493	2,957	3,107					
营运资本变动	8,046	12,339	-5,748	-3,839					
其他	-990	-582	45	-106					
经营活动现金流	10,054	24,789	13,353	13,812					
投资活动现金流入	1,683	2,619	3,243	1,004					
投资活动现金流出	2,150	31,481	-2,500	-2,500					
投资活动现金流	-467	-28,862	743	-1,496					
股权融资	0	0	1,148	0					
银行借款	31,640	37,289	-612	0					
其他	0	0	-4	57					
筹资活动现金流	-5,364	-7,410	-9,952	-5,384					
汇率变动对现金的影响	-4	-8	0	0					
现金净增加额	4,220	-11,492	4,144	6,932					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

美的集团是全球家电龙头之一，拥有完整的空调、冰箱、洗衣机产业链以及小家电产品群。公司是民营企业，2013 年集团整体上市后，创始人何享健退居幕后。目前公司治理结构清晰，激励到位，管理层持股多。公司已经从过去的“规模导向”向“利润导向”转型。公司具备反应速度快、执行能力强的特点。

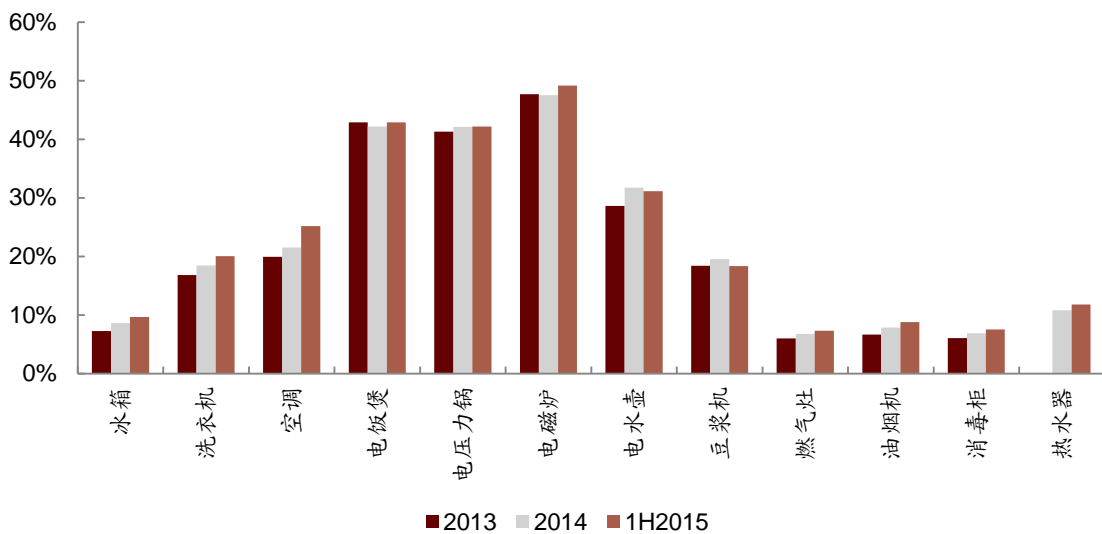


图表 39：公司分行业、分产品、分地区经营数据（人民币百万元）

	2015H1	2014H2	2014H1	2013H2	2013H1	2014	2013
营业收入							
空调及零部件	42,817	31,012	41,693	26,917	35,261	72,705	62,178
冰箱及零部件	6,028	4,715	5,009	4,000	4,131	9,724	8,131
洗衣机及零部件	5,655	5,376	4,598	4,346	3,708	9,974	8,053
小家电	19,328	14,917	17,792	12,758	15,086	32,710	27,844
电机	3,794	1,835	2,149	2,231	2,200	3,984	4,431
物流	2,064	1,019	947	760	999	1,966	1,759
毛利率							
空调及零部件	30.2%	27.1%	26.8%	25.0%	24.1%	27.0%	24.5%
冰箱及零部件	25.3%	21.1%	26.9%	19.7%	18.4%	24.1%	19.1%
洗衣机及零部件	28.7%	27.8%	29.4%	26.3%	27.0%	28.5%	26.6%
小家电	25.8%	22.9%	26.3%	22.4%	25.7%	24.7%	24.2%
电机	13.5%	17.9%	14.8%	18.2%	13.8%	16.2%	16.0%
物流	7.2%	16.0%	9.0%	14.6%	9.3%	12.7%	11.6%
营业收入 YoY							
空调及零部件	3%	15%	18%			17%	21%
冰箱及零部件	20%	18%	21%			20%	37%
洗衣机及零部件	23%	24%	24%			24%	30%
小家电	9%	17%	18%			17%	8%
电机	-8%	-124%	7%			-10%	-9%
物流	31%	73%	3%			12%	-5%
营业收入							
国内	49,410	36,382	44,895	31,415	35,899	81,277	67,314
海外	27,295	22,492	27,293	19,595	25,488	49,785	45,083
毛利率							
国内	31.9%	27.7%	28.0%	27.1%	27.2%	27.9%	27.1%
海外	21.1%	21.0%	23.4%	17.9%	18.8%	22.3%	18.4%
营业收入 YoY							
国内	10%	16%	25%			21%	23%
海外	0%	15%	7%			10%	5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 40：中怡康监测美的品牌各类产品零售额占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部

注：中怡康零售监测以城市线下零售店为主，2014年中怡康监测的空调、冰箱、洗衣机、彩电、油烟机零售量分别占行业19%、21%、30%、37%、12%。由于电商影响的扩大，线下监测数据会有明显偏差。



格力电器

寒冬过后依然是龙头

公司近况

公司作为空调龙头受到空调去库存周期的影响。

评论

再看格力估值提升：1) 无风险收益率下降导致的资产配置荒以及保险资金举牌万科等因素导致格力的估值提升。公司大股东仅持股 18.22%，估值低、分红率高、在手现金和票据规模大，有成为保险资金举牌的潜质。2) 深港通预计 2016 年上半年推出，A 股和 H 股之间存在的明显估值差也会导致格力估值提升。

回顾一年前我们也提出过格力估值提升的判断，理由也是类似的，但未能实现：1) 2015 年上半年牛市期间格力估值达到过 13x P/E TTM。但在牛市，这种无风险收益率下降带来的估值提升无法吸引市场关注。2) 牛市之后的股灾导致深港通推迟。3) 凉夏、空调行业去库存等负面因素导致格力基本面低于预期。

行业已经在底部：1) 预计 3Q2016 去库存周期结束，2013 年 8 月-2014 年 12 月是一轮为期 1.5 年的补库存周期，2015 年 1 月-2016 年 7 月是一轮为期 1.5 年的去库存周期。2) 4Q2015 去库存压力依然类似于 3Q，10-11 月内销出货量下降 28%（产业在线）。3) 人民币贬值对出口的有利影响正在逐渐体现。4) 政府将房地产去库存作为重要工作，有利于未来空调需求。

格力在不断改善：1) 中央空调竞争力继续大幅提升，市场份额提升。公司成为万达商业（3699.HK）、红星美凯龙（1528.HK）基石投资者，既在有效利用庞大的闲置资金，也在通过股权拓展中央空调客户。暖通空调统计，1H15 中央空调市场占有率提升至 18.1%，继续保持第一。2) 电商布局明显改善，公司双十一同阿里紧密合作，双十二同京东紧密合作。3) 强调工业机器人是未来发展战略，弱化进入手机业务的计划（目前未正式销售手机）。4) 终端通过促销方式提升市场份额，根据中怡康监测，2015 年 1-10 月空调行业零售量同比-5.66%，在其他所有被监测品牌零售量均下滑的背景下，格力 1-10 月零售量同比+5.65%。

估值建议

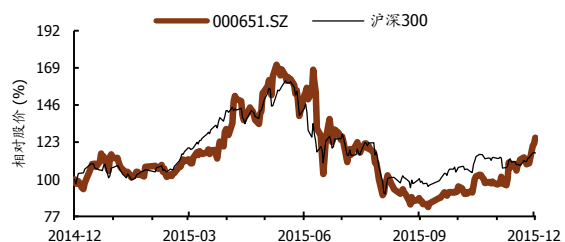
维持盈利预测，预计 2015/16 年 EPS 2.38/2.58 元，分别同比 +1%/+8%。维持“推荐”评级，目标价 28.60 元，对应 12x 2015e P/E。

风险

市场需求波动风险。

维持推荐

股票代码	000651.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 23.93
目标价	人民币 28.60
52 周最高价/最低价	人民币 33.05~15.72
总市值(亿)	人民币 1,440
30 日均成交额(百万)	人民币 2,623.26
发行股数(百万)	6,016
其中：自由流通股(%)	74
30 日均成交量(百万股)	124.51
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	118,628	137,750	112,885	119,665
增速	19.4%	16.1%	-18.1%	6.0%
归属母公司净利润	10,871	14,155	14,336	15,503
增速	47.3%	30.2%	1.3%	8.1%
每股净利润	1.81	2.35	2.38	2.58
每股净资产	5.75	7.34	8.20	9.58
每股股利	0.75	1.50	1.20	1.30
每股经营现金流	2.16	3.15	3.73	2.82
市盈率	13.2	10.2	10.0	9.3
市净率	4.2	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	10.9	6.4	5.7	4.6
股息收益率	3.1%	6.3%	5.0%	5.4%
平均总资产收益率	9.0%	9.8%	9.2%	9.6%
平均净资产收益率	35.5%	36.0%	30.7%	29.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	118,628	137,750	112,885	119,665	营业收入	19.4%	16.1%	-18.1%	6.0%
营业成本	80,386	88,022	76,422	84,187	营业利润	52.8%	31.2%	2.4%	8.1%
营业税金及附加	956	1,362	790	838	EBITDA	35.3%	49.5%	-8.6%	10.4%
营业费用	22,509	28,890	18,062	15,556	净利润	47.3%	30.2%	1.3%	8.1%
管理费用	5,090	4,818	4,515	4,626	盈利能力				
财务费用	-137	-942	-429	-543	毛利率	32.2%	36.1%	32.3%	29.6%
其他	2,631	888	2,984	2,839	营业利润率	10.3%	11.7%	14.6%	14.9%
营业利润	12,263	16,089	16,481	17,814	EBITDA 利润率	8.7%	11.1%	12.4%	12.9%
营业外收支	3,752	2,261	4,234	4,364	净利润率	9.2%	10.3%	12.7%	13.0%
利润总额	12,892	16,752	16,984	18,367	偿债能力				
所得税	1,956	2,499	2,548	2,755	流动比率	1.08	1.11	1.24	1.29
少数股东损益	65	98	100	109	速动比率	0.94	1.03	1.11	1.18
归属母公司净利润	10,871	14,155	14,336	15,503	现金比率	0.40	0.50	0.66	0.71
EBITDA	10,262	15,343	14,023	15,488	资产负债率	73.5%	71.1%	67.3%	64.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	38,542	54,546	67,075	75,419	回报率分析				
应收账款及票据	49,222	54,765	43,603	47,167	总资产收益率	9.0%	9.8%	9.2%	9.6%
预付款项	1,499	1,591	1,541	1,596	净资产收益率	35.5%	36.0%	30.7%	29.0%
存货	13,123	8,599	12,648	11,976	每股指标				
其他流动资产	1,347	643	394	462	每股净利润 (元)	1.81	2.35	2.38	2.58
流动资产合计	103,733	120,143	125,260	136,620	每股净资产 (元)	5.75	7.34	8.20	9.58
固定资产及在建工程	15,902	16,201	16,863	17,426	每股股利 (元)	0.75	1.50	1.20	1.30
无形资产及其他长期资产	6,978	8,943	5,888	5,766	每股经营现金流 (元)	2.16	3.15	3.73	2.82
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	133,702	156,231	154,073	167,255	市盈率	13.2	10.2	10.0	9.3
短期借款	3,317	3,579	0	0	市净率	4.2	3.3	2.9	2.5
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.9	6.4	5.7	4.6
其他流动负债	93,174	104,810	101,039	105,769	股息收益率	3.1%	6.3%	5.0%	5.4%
流动负债合计	96,491	108,389	101,039	105,769					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	1,415	2,454	2,377	2,406					
负债合计	98,235	111,099	103,665	108,453					
股东权益合计	34,583	44,153	49,329	57,614					
少数股东权益	884	979	1,079	1,188					
负债及股东权益合计	133,702	156,231	154,073	167,255					
现金流量表									
净利润	10,936	14,253	14,437	15,612					
折旧和摊销	1,195	1,331	955	1,055					
营运资本变动	984	4,514	12,466	6,629					
其他	622	283	-1,229	-543					
经营活动现金流	12,970	18,939	22,438	16,978					
投资活动现金流入	5,023	5,231	3,084	-486					
投资活动现金流出	-2,477	-1,876	1,448	-1,500					
投资活动现金流	-2,186	-2,862	4,539	-1,986					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	56	246	-214	29					
筹资活动现金流	-2,424	-1,864	-14,448	-6,647					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	7,889	14,247	12,529	8,345					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

格力电器是国有企业控股公司，大股东格力集团。2005 年公司进行过一次管理层股权激励。公司是全球最大的空调企业，主要产品包括家用空调、中央空调、小家电等。公司拥有规模优势、产业链一体化优势、中国市场的品牌优势。对制冷的专注，对研发的注重、对产品品质的追求和对渠道的严格控制是其鲜明的风格。

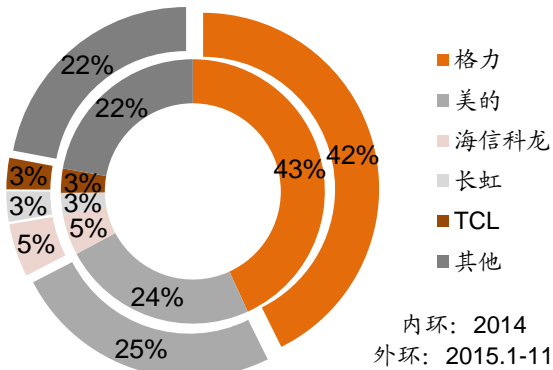


图表 41：公司分行业、分产品、分地区经营数据（人民币百万元）

(人民币百万元)	1H15	2H14	1H14	2H13	1H13	2014A	2013A
营业收入							
空调	41,989	67,999	50,720	58,666	46,822	118,719	105,488
小家电	788	770	1,016	902	716	1,786	1,618
配件	1,482	1,711	529	484	463	2,240	947
毛利率							
空调	31.3%	42.9%	35.6%	38.5%	29.5%	39.8%	34.5%
小家电	28.1%	20.0%	25.9%	23.7%	15.0%	23.3%	19.9%
配件	12.2%	15.6%	14.2%	11.1%	12.0%	15.2%	11.5%
营业收入 YoY							
空调	-17%	16%	8%	27%	9%	13%	19%
小家电	-22%	-15%	42%	35%	-9%	10%	11%
配件	180%	254%	14%	1%	7%	137%	4%
营业收入							
国内	35,648	65,414	43,521	54,447	37,604	108,935	92,052
国外	23,443	5,066	8,745	5,604	10,397	13,810	16,001
毛利率							
国内	34.2%	43.1%	39.3%	41.0%	33.5%	41.6%	37.9%
国外	15.5%	28.0%	14.9%	9.6%	13.5%	19.7%	12.1%
营业收入 YoY							
国内	-18%	20%	16%	34%	8%	18%	22%
国外	-2%	-10%	-16%	-14%	12%	-14%	1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

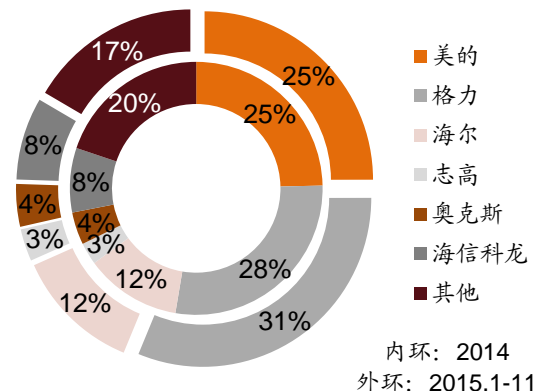
图表 42：空调内销出货量分品牌占比



资料来源：产业在线，中金公司研究部

中怡康零售监测以城市线下零售店为主，抽样占主要品牌销量的10%~30%。

图表 43：中国市场空调零售额分品牌占比



资料来源：中怡康，中金公司研究部



苏泊尔

受益于行业需求景气的小家电龙头

公司近况

大股东溢价收购第二大股东 7.9% 股份。

评论

小家电和炊具市场增长稳健：1) 小家电和炊具市场将是消费中值得关注的市场，预计未来会保持~8%的增长趋势，主要受益于三四线以及农村需求的兴起，类似于2009年大家电农村需求兴起。此外，产品单价低的特点在经济增长速度下降的背景下受益口红效应。2) 苏泊尔品牌的炊具和小家电产品定位中端，在一二线城市占比高，在三四线和农村市场占比低，正在快速提升市场份额。3) 小家电市场中电商销售占比达到20%，对线下渠道分流明显（导致中怡康监测小家电零售不断下滑）。苏泊尔内销中电商占比20%以上。4) 公司小家电品类逐渐拓展，目前已经进入客厅小家电市场。公司将以5000万向苏泊尔集团购买“苏泊尔”及“SUPOR”注册商标涉及家居电器、地板护理、衣物护理及个人护理等产品，因此未来很可能进入个人护理小家电领域。

大股东支持力度强：1) 第一大股东 SEB 以 29 元/股的价格受让第二大股东苏泊尔集团 7.9% 的股份。交易结束后，SEB 将持有 81% 的股份，苏泊尔集团股份不足 1%。2) 苏泊尔是 SEB 全球业务中成长性最好的资产，一方面来自于中国区业务成长性强（2014 年中国区收入占全球收入的 21%），另一方面是中国地区的生产效率高。3) SEB 每年向苏泊尔转移订单规模稳步增长，2014 年订单规模达到 26.85 亿元。SEB 当年非亚太地区的收入规模达 31 亿欧元。预计非亚太地区的产品 1/3 在中国生产。

公司风格稳健，管理团队兼具本土化和国际化特点。公司将受益于未来三年小家电和炊具市场的稳健增长。公司当前是 A 股估值最低的、主业是小家电和炊具的企业，分红率维持在~40% 的较高水平。

估值建议

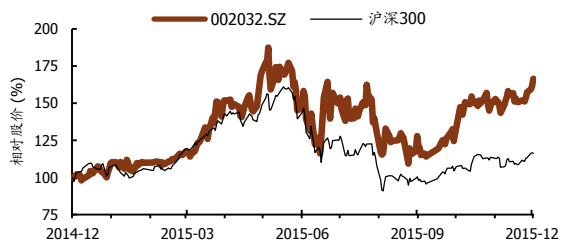
维持盈利预测，预计 2015/16/17 年 EPS 1.36/1.64/1.96 元，分别同比+25%/21%/20%。维持“推荐”评级，目标价 34.50 元，对应 25x 2015e/21x 2016e P/E。

风险

市场需求波动风险。

维持推荐

股票代码	002032.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 28.64
目标价	人民币 34.50
52 周最高价/最低价	人民币 32.50~16.72
总市值(亿)	人民币 181
30 日日均成交额(百万)	人民币 54.20
发行股数(百万)	633
其中：自由流通股(%)	17
30 日日均成交量(百万股)	2.02
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	8,383	9,535	11,089	12,827
增速	21.7%	13.7%	16.3%	15.7%
归属母公司净利润	589	690	862	1,040
增速	25.4%	17.2%	25.0%	20.5%
每股净利润	0.93	1.09	1.36	1.64
每股净资产	5.24	5.99	6.92	7.95
每股股利	0.37	0.43	0.61	0.74
每股经营现金流	0.93	1.32	0.93	1.35
市盈率	30.8	26.3	21.0	17.4
市净率	5.5	4.8	4.1	3.6
EV/EBITDA	20.6	18.8	13.6	11.1
股息收益率	1.3%	1.5%	2.1%	2.6%
平均总资产收益率	11.0%	11.2%	12.1%	12.7%
平均净资产收益率	18.5%	19.4%	21.1%	22.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	8,383	9,535	11,089	12,827	营业收入	21.7%	13.7%	16.3%	15.7%
营业成本	5,991	6,767	7,946	9,181	营业利润	31.9%	19.4%	28.5%	22.0%
营业税金及附加	53	56	78	90	EBITDA	25.6%	14.9%	30.9%	21.1%
营业费用	1,262	1,481	1,552	1,757	净利润	25.4%	17.2%	25.0%	20.5%
管理费用	281	325	344	398	盈利能力				
财务费用	-12	-19	-5	-5	毛利率	28.5%	29.0%	28.3%	28.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	9.0%	9.5%	10.5%	11.1%
营业利润	758	905	1,164	1,420	EBITDA 利润率	9.9%	10.0%	11.3%	11.8%
营业外收支	-1	33	20	20	净利润率	7.0%	7.2%	7.8%	8.1%
利润总额	749	908	1,164	1,420	偿债能力				
所得税	108	143	198	256	流动比率	2.23	2.26	2.43	2.47
少数股东损益	52	75	103	125	速动比率	1.56	1.58	1.74	1.78
归属母公司净利润	589	690	862	1,040	现金比率	0.71	0.27	0.67	0.69
EBITDA	831	955	1,250	1,514	资产负债率	34.9%	35.5%	34.6%	34.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,405	621	1,733	2,086	回报率分析				
应收账款及票据	1,450	1,541	1,946	2,167	总资产收益率	11.0%	11.2%	12.1%	12.7%
预付款项	194	171	223	263	净资产收益率	18.5%	19.4%	21.1%	22.1%
存货	1,325	1,568	1,794	2,098	每股指标				
其他流动资产	61	1,362	613	888	每股净利润 (元)	0.93	1.09	1.36	1.64
流动资产合计	4,435	5,264	6,308	7,501	每股净资产 (元)	5.24	5.99	6.92	7.95
固定资产及在建工程	956	981	1,031	1,073	每股股利 (元)	0.37	0.43	0.61	0.74
无形资产及其他长期资产	231	226	214	204	每股经营现金流 (元)	0.93	1.32	0.93	1.35
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	5,737	6,634	7,602	8,826	市盈率	30.8	26.3	21.0	17.4
短期借款	0	0	0	0	市净率	5.5	4.8	4.1	3.6
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	20.6	18.8	13.6	11.1
其他流动负债	1,989	2,333	2,601	3,036	股息收益率	1.3%	1.5%	2.1%	2.6%
流动负债合计	1,989	2,333	2,601	3,036					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	15	21	28	40					
负债合计	2,005	2,355	2,629	3,076					
股东权益合计	3,319	3,788	4,378	5,031					
少数股东权益	414	491	594	719					
负债及股东权益合计	5,737	6,634	7,602	8,826					
现金流量表									
净利润	641	765	966	1,164					
折旧和摊销	65	55	225	119					
营运资本变动	233	265	-608	-412					
其他	-114	-26	-25	-25					
经营活动现金流	588	833	588	853					
投资活动现金流入	849	1,395	914	0					
投资活动现金流出	1,165	1,965	-180	-180					
投资活动现金流	-315	-570	784	-130					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	8	12					
筹资活动现金流	-210	-235	-260	-370					
汇率变动对现金的影响	-13	-2	0	0					
现金净增加额	50	27	1,112	353					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

苏泊尔生产和销售厨房炊具和厨卫小家电产品，是中国最大的炊具企业和小家电龙头之一。2008 年苏泊尔将控股权转让给全球小家电龙头 SEB，苏泊尔成为 SEB 在中国区的运营中心和全球的生产基地。

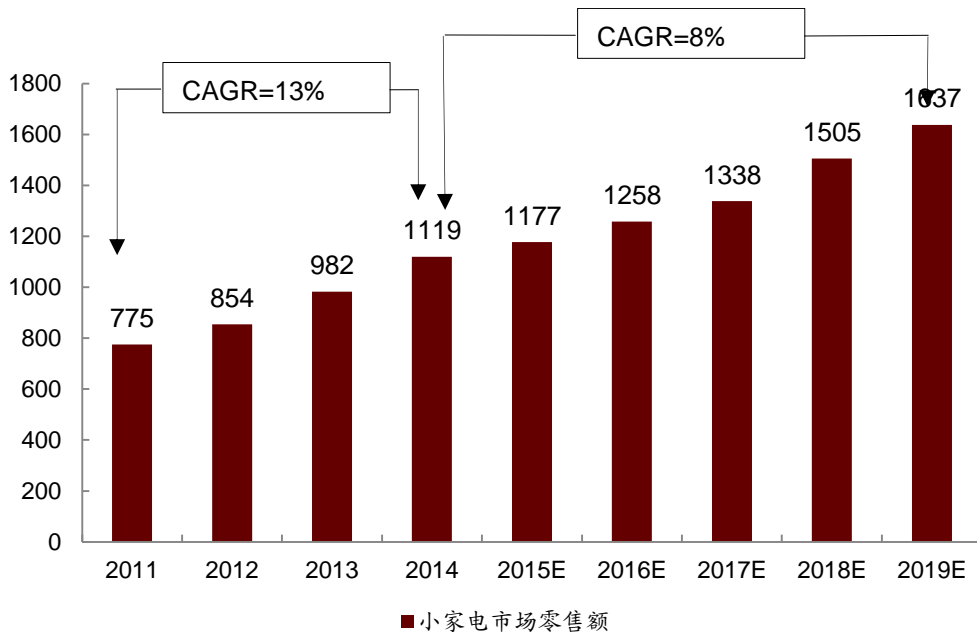


图表 44：公司分行业、分产品、分地区经营数据（人民币百万元）

(人民币百万元)	1H2015	2H2014	1H2014	2H2013	1H2013	2014A	2013A
营业收入							
电器产品	3,103	2,797	2,686	2,413	2,269	5,482	4,682
炊具产品	2,238	2,002	1,883	1,746	1,802	3,885	3,548
橡塑产品	14	12	13	10	16	26	26
毛利率							
电器产品	27.2%	26.8%	27.6%	27.4%	25.7%	27.2%	26.6%
炊具产品	31.6%	32.2%	33.4%	32.8%	32.4%	32.8%	32.6%
橡塑产品	14.9%	18.4%	18.7%	22.6%	15.8%	18.6%	18.5%
增长率							
电器产品	16%	16%	18%	24%	23%	17%	24%
炊具产品	19%	15%	5%	13%	24%	10%	18%
橡塑产品	4%	24%	-16%	-48%	15%	0%	-22%
营业收入							
国内	3,670	3,032	3,180	2,625	2,636	6,213	5,261
国外	1,684	1,779	1,402	1,545	1,450	3,181	2,995
毛利率							
国内	34.2%	34.6%	35.1%	34.7%	32.9%	34.9%	33.8%
国外	17.9%	19.5%	18.2%	21.0%	20.8%	18.9%	20.9%
增长率							
国内	15%	16%	21%	19%	13%	18%	16%
国外	20%	15%	-3%	20%	48%	6%	32%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：2011~2019 中国小家电市场零售额（亿元）



资料来源：罗兰贝格，中金公司研究部



老板电器

厨卫龙头将继续整合市场

公司近况

公司是厨卫电器龙头，未来基于电商业务快速发展以及渠道下沉，市场份额有望继续提升。

评论

公司是高质量的成长股，换年估值可期：1) 12月末至年报公布前是公司换年估值切换的时间窗口。2) 公司业绩保持快速增长，2009年以来公司业绩保持~40%的增长速度，展望未来三年(2016~2018)，可以预期公司利润保持~30%的高增长。3) 预计2015年行业出货量持平，2016年受2015年房地产销售改善的影响，预计出货量增长5%。公司面临的市场压力会减小。

未来依然有足够的市场空间：1) 油烟机市场10~15年长周期，市场规模可以翻倍。当前年出货量2,200万台/年，未来可超过4,000万台/年。2) 预计2015年公司油烟机出货量占比9%，销售额占比18%。在成熟的电器市场，市场龙头销售额占比将超过30%。3) 产品线延伸：油烟机、燃气灶为必需品，可选品包括消毒柜、嵌入式烤箱、嵌入式蒸汽炉、嵌入式微波炉、洗碗机、净水器(预计2016年春节后进入该市场)。未来较为看好嵌入式烤箱、嵌入式蒸汽炉在高端家庭的渗透，目前公司上述产品和油烟机的销售配套率分别是2%、2%。最看好洗碗机、净水器未来的市场潜力，目前还处于培育期。

2016年毛利率提升，广告投入效率提升：1) 2016年毛利率有望小幅提升。高毛利的电商占比将继续提升，钢材价格维持在低位。毛利率提升速度放缓，在经济不景气的情况下，新产品的提价空间将受到限制。2) 作为高端品牌，公司广告和宣传费占收入比重一直很高(2013年7%；2014年8.7%)，其中央视的广告预算最高。随着在线视频以及智能电视等对传统直播电视的冲击，公司将调整广告投放，加大对新媒体的投放力度，提高广告投放效率。

估值建议

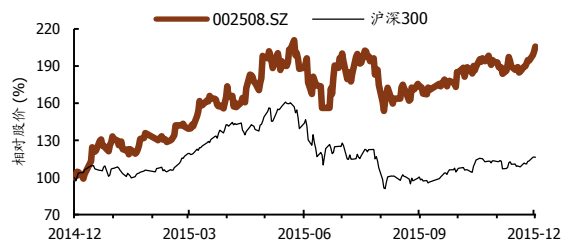
维持盈利预测，2015/16年EPS 1.66/2.21元，分别同比增长40%/33%。维持“推荐”评级，目标价55元，对应25x 2016e P/E。

风险

市场需求波动。

维持推荐

股票代码	002508.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 43.49
目标价	人民币 55.00
52周最高价/最低价	人民币 45.16~20.52
总市值(亿)	人民币 211
30日日均成交额(百万)	人民币 139.39
发行股数(百万)	486
其中：自由流通股(%)	44
30日日均成交量(百万股)	3.43
主营业务	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,654	3,589	4,473	5,478
增速	35.2%	35.2%	24.6%	22.5%
归属母公司净利润	386	574	807	1,075
增速	43.9%	49.0%	40.4%	33.2%
每股净利润	0.79	1.18	1.66	2.21
每股净资产	4.19	5.11	6.56	8.12
每股股利	0.26	0.33	0.66	0.87
每股经营现金流	0.66	1.36	1.18	1.98
市盈率	54.8	36.8	26.2	19.7
市净率	10.4	8.5	6.6	5.4
EV/EBITDA	46.2	30.7	21.2	15.2
股息收益率	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%
平均总资产收益率	15.0%	17.9%	20.0%	21.8%
平均净资产收益率	20.5%	25.4%	28.4%	30.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,654	3,589	4,473	5,478	营业收入	35.2%	35.2%	24.6%	22.5%
营业成本	1,209	1,560	1,831	2,235	营业利润	48.0%	46.4%	42.7%	34.0%
营业税金及附加	28	39	45	55	EBITDA	47.6%	48.0%	42.6%	36.0%
营业费用	798	1,115	1,395	1,610	净利润	43.9%	49.0%	40.4%	33.2%
管理费用	210	268	322	383	盈利能力				
财务费用	-36	-43	-41	-41	毛利率	54.4%	56.5%	59.1%	59.2%
其他	0	0	0	0	营业利润率	16.6%	17.9%	20.5%	22.5%
营业利润	440	644	918	1,230	EBITDA 利润率	16.2%	17.7%	20.3%	22.5%
营业外收支	4	21	20	20	净利润率	14.5%	16.0%	18.0%	19.6%
利润总额	444	664	939	1,250	偿债能力				
所得税	66	96	141	188	流动比率	3.08	2.64	2.95	2.99
少数股东损益	-8	-7	-9	-12	速动比率	2.49	2.15	2.42	2.45
归属母公司净利润	386	574	807	1,075	现金比率	1.68	1.42	1.56	1.60
EBITDA	430	636	907	1,234	资产负债率	27.2%	31.6%	28.1%	27.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,280	1,607	1,926	2,410	回报率分析				
应收账款及票据	596	798	1,019	1,232	总资产收益率	15.0%	17.9%	20.0%	21.8%
预付款项	14	39	29	39	净资产收益率	20.5%	25.4%	28.4%	30.1%
存货	449	554	655	808	每股指标				
其他流动资产	2	1	1	1	每股净利润 (元)	0.79	1.18	1.66	2.21
流动资产合计	2,340	2,998	3,630	4,490	每股净资产 (元)	4.19	5.11	6.56	8.12
固定资产及在建工程	364	515	690	850	每股股利 (元)	0.26	0.33	0.66	0.87
无形资产及其他长期资产	96	107	102	98	每股经营现金流 (元)	0.66	1.36	1.18	1.98
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	2,803	3,626	4,421	5,438	市盈率	54.8	36.8	26.2	19.7
短期借款	0	0	0	0	市净率	10.4	8.5	6.6	5.4
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	46.2	30.7	21.2	15.2
其他流动负债	761	1,135	1,231	1,504	股息收益率	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%
流动负债合计	761	1,135	1,231	1,504					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	10	10	10					
负债合计	761	1,144	1,241	1,513					
股东权益合计	2,036	2,482	3,190	3,946					
少数股东权益	6	-1	-10	-21					
负债及股东权益合计	2,803	3,626	4,421	5,438					
现金流量表									
净利润	378	568	798	1,063					
折旧和摊销	34	35	35	44					
营运资本变动	37	154	-218	-108					
其他	0	-1	-41	-41					
经营活动现金流	323	659	576	963					
投资活动现金流入	31	0	0	0					
投资活动现金流出	119	207	-200	-200					
投资活动现金流	-87	-206	-200	-200					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-77	-128	-58	-279					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	158	324	318	485					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

老板电器是优秀的民营企业，厨卫电器市场龙头，主要产品包括油烟机、燃气灶、消毒柜，市场集中于中国地区。公司产品定位高端，具有很强的品牌影响力，在高端市场老板同方太形成双寡头垄断格局。公司发展受益于市场消费升级和线上销售趋势。



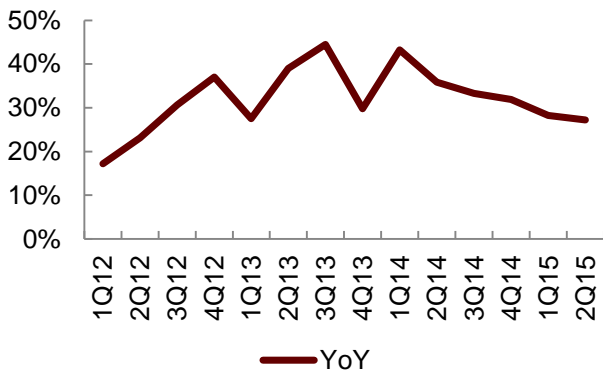
图表 46：公司分业务分地区经营数据（人民币百万元）

	2015H1	2014H2	2014H1	2013H2	2013H1	2014	2013
营业收入							
油烟机	1,159	1,156	932	869	654	2,087	1,523
燃气灶	605	560	462	424	332	1,022	756
消毒柜	149	160	117	120	92	277	212
其他家电	108	78	70	62	59	148	121
营业收入 YoY							
油烟机	24%	33%	42%	40%	39%	37%	40%
燃气灶	31%	32%	39%	34%	37%	35%	36%
消毒柜	28%	34%	27%	16%	27%	31%	20%
其他家电	54%	25%	18%	7%	2%	22%	5%
毛利率							
油烟机	60.5%	59.4%	56.8%	55.9%	55.4%	58%	56%
燃气灶	57.8%	58.7%	58.4%	58.8%	55.6%	59%	57%
消毒柜	49.5%	45.7%	48.0%	45.6%	44.9%	47%	45%
其他家电	28.7%	41.4%	33.6%	32.3%	33.8%	38%	33%
营业收入							
境内	2,018	1,949	1,578	1,470	1,136	3,528	2,607
华东地区	1,204	1,153	923	841	653	2,076	1,494
华北地区	221	243	198	190	157	441	347
华南地区	134	125	91	97	55	216	152
华中地区	131	127	78	84	66	205	149
东北地区	128	110	100	102	67	209	168
西南地区	109	110	95	81	74	205	155
西北地区	92	82	93	77	64	175	141
境外	3	4	3	4	1	7	5
营业收入 YoY							
境内	28%	33%	39%	34%	35%	35%	35%
华东地区	30%	37%	41%	45%	37%	39%	41%
华北地区	12%	28%	26%	30%	27%	27%	29%
东北地区	47%	29%	65%	31%	37%	42%	33%
西南地区	67%	52%	19%	11%	40%	37%	22%
西北地区	29%	8%	50%	30%	19%	24%	25%
华南地区	14%	35%	28%	10%	37%	32%	21%
华中地区	0%	7%	45%	18%	42%	24%	28%
境外	37%	13%	79%	1978%	-16%	31%	181%
毛利率							
境内	57.2%	57.5%	55.7%	55.0%	53.5%	56.7%	54.4%
华东地区	58.8%	60.5%	58.4%	57.7%	55.7%	59.6%	56.8%
华北地区	60.5%	60.3%	58.9%	58.7%	57.9%	59.7%	58.3%
东北地区	51.9%	49.8%	48.3%	49.5%	48.4%	49.2%	49.1%
西南地区	52.1%	47.9%	50.1%	46.3%	44.7%	48.7%	45.6%
西北地区	53.1%	50.5%	48.7%	48.6%	47.2%	49.7%	48.1%
华南地区	53.0%	49.7%	48.3%	47.7%	48.8%	49.1%	48.2%
华中地区	53.9%	52.7%	48.5%	49.2%	46.0%	50.5%	47.8%
境外	8.1%	18.9%	13.7%	19.3%	12.8%	17.0%	17.6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

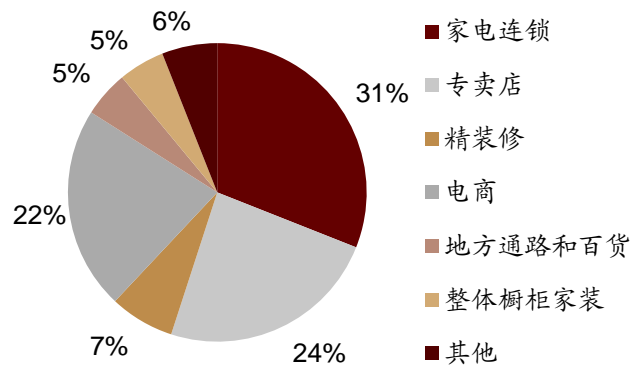


图表 47：公司季度收入增长率趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

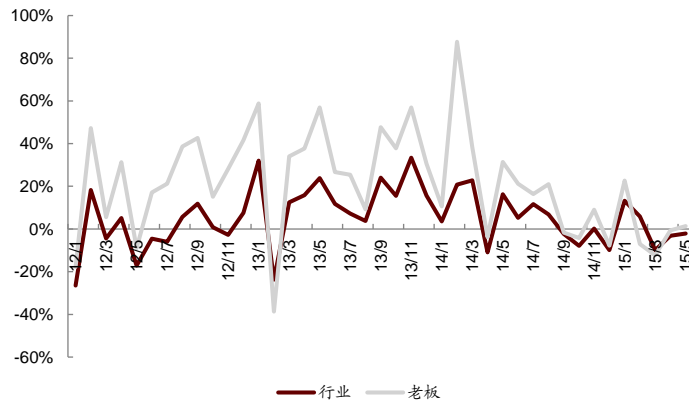
图表 48：2014 年老板销售渠道结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

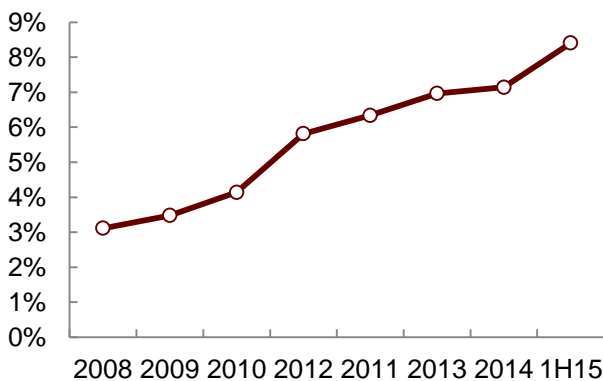
中怡康终端零售监测以大城市实体店为主要样本，国美和苏宁占比大。2014 年中怡康监测的厨卫电器销量占老板电器当年出货量的 28%（2013 年占 34%），这一比例在逐年下降。目前老板电器销售增长最快的渠道来自电商，其次是专卖店体系。

图表 49：中怡康监测老板品牌燃气灶、油烟机、消毒柜零售额月度增长率趋势



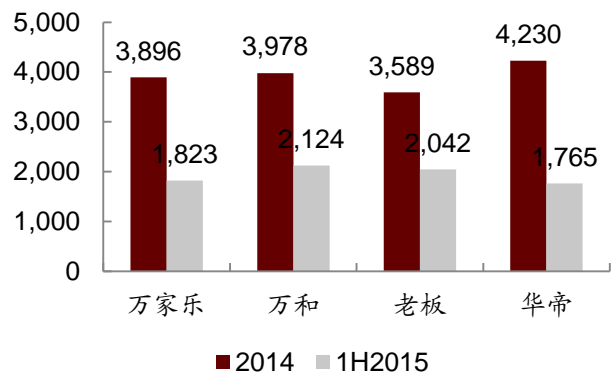
资料来源：中怡康，中金公司研究部

图表 50：老板油烟机出货量占比



资料来源：中金公司研究部

图表 51：主要厨卫品牌收入对比（百万元人民币）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



地尔汉宇

强悍的科技创新企业

公司近况

公司是一家强悍的科技创新企业：1) 传统业务上，公司的洗涤泵和排水泵具有技术优势，对手无招架之力。2) 创新业务上，公司发明具有治疗功能的水疗马桶，前景广阔。除此之外，公司在机器人领域掌握伺服电机、运动控制系统核心配件设计和制造能力，行业领先。同时有计划切入新能源汽车配件领域。

评论

家电排水泵竞争力强：1) 公司具有排水泵技术优势，产品成本更低、性能更好。2) 2014年公司全球洗衣机排水泵占比25%，市场第一。惠而浦、伊莱克斯、三星、海尔等龙头都是公司客户。未来市场占有率会继续提升。3) 洗涤泵也具有成本更低、性能更好的优势。随着客户测试通过，将快速放量。公司开发的洗碗机底部总成能够简化洗碗机生产工序，降低运输成本，也会受到客户青睐。4) 全球洗衣机排水泵市场容量估计为25亿元。洗涤泵市场规模13亿元，底部总成市场规模72亿元。

黑科技发明，水疗马桶前景广阔：1) 水疗马桶是智能座便器与肠道水疗仪的结合，是公司专利产品，属于医疗器械，并具有美国FDA认证。水疗马桶目前可以解决患者便秘痛苦，预防直肠癌，下一代水疗马桶还将具备治疗痔疮的理疗功能。2) 水疗马桶定价高，宣传推广难度高，因此初期销量小。但由于功能独特，我们预计前景广阔。未来也有预期进入日本市场。预计2018年销量将达到4万台，为公司贡献净利润1亿元。

掌握机器人核心技术：1) 公司掌握伺服电机、运动控制系统核心配件设计和制造能力（还未攻克减速器），行业领先。目前中国机器人行业核心配件主要向日本企业购买。2) 公司目前具体的机器人产品是四轴工业机器人，还将持续研制SCARA机器人、六轴机器人等新型工业机器人产品。

估值建议

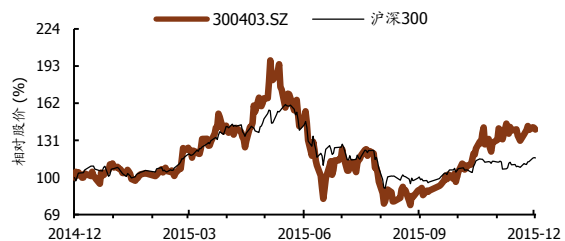
预计2015/16/17年EPS为1.15/1.43/1.88元，分别同比增长18%/24%/31%。维持“推荐”评级，目标价80.27元，对应56x 2016e P/E，107亿市值。

风险

新业务拓展风险；整体市场估值波动风险。

首次覆盖推荐

股票代码	300403.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 59.50
目标价	人民币 80.27
52周最高价/最低价	人民币 91.18~30.68
总市值(亿)	人民币 80
30日日均成交额(百万)	人民币 156.55
发行股数(百万)	134
其中：自由流通股(%)	51
30日日均成交量(百万股)	2.64
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	595	649	681	844
增速	21.1%	9.0%	4.9%	23.9%
归属母公司净利润	119	131	155	192
增速	28.7%	10.7%	17.9%	24.0%
每股净利润	0.88	0.98	1.15	1.43
每股净资产	3.29	8.52	9.18	10.04
每股股利	0.22	0.50	0.57	0.73
每股经营现金流	0.81	0.68	1.20	1.09
市盈率	67.3	60.8	51.5	41.6
市净率	18.1	7.0	6.5	5.9
EV/EBITDA	43.9	44.4	40.5	30.7
股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%
平均总资产收益率	24.3%	14.7%	12.0%	13.7%
平均净资产收益率	30.0%	16.6%	13.0%	14.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率			
	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力			
营业收入	595	649	681	844	营业收入	21.1%	9.0%	4.9%
营业成本	376	418	425	513	营业利润	29.3%	11.3%	20.4%
营业税金及附加	6	6	7	8	EBITDA	67.3%	-8.9%	9.9%
营业费用	31	31	37	43	净利润	28.7%	10.7%	17.9%
管理费用	39	45	54	63	盈利能力			
财务费用	5	-4	-23	-23	毛利率	36.8%	35.7%	37.5%
其他	0	0	2	0	营业利润率	23.0%	23.5%	27.0%
营业利润	137	153	184	239	EBITDA 利润率	30.3%	25.3%	26.5%
营业外收支	1	0	0	0	净利润率	19.9%	20.2%	22.7%
利润总额	138	153	184	239	偿债能力			
所得税	20	22	31	43	流动比率	3.37	11.56	10.18
少数股东损益	0	0	-2	4	速动比率	2.56	10.42	9.25
归属母公司净利润	119	131	155	192	现金比率	0.70	8.32	7.19
EBITDA	180	164	180	239	资产负债率	19.5%	7.9%	8.0%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金
货币资金	64	686	662	650	回报率分析			
应收账款及票据	152	153	165	208	总资产收益率	24.3%	14.7%	12.0%
预付款项	20	13	17	21	净资产收益率	30.0%	16.6%	13.0%
存货	75	94	86	107	每股指标			
其他流动资产	0	7	7	7	每股净利润 (元)	0.88	0.98	1.15
流动资产合计	312	953	937	994	每股净资产 (元)	3.29	8.52	9.18
固定资产及在建工程	158	202	327	413	每股股利 (元)	0.30	0.50	0.57
无形资产及其他长期资产	77	84	71	68	每股经营现金流 (元)	0.81	0.68	1.20
非流动资产合计	236	286	399	480	估值分析			
资产合计	548	1,240	1,336	1,474	市盈率	67.3	60.8	51.5
短期借款	0	0	0	0	市净率	18.1	7.0	6.5
应付账款及票据	91	73	88	105	EV/EBITDA	43.9	44.4	40.5
其他流动负债	2	9	4	7	股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%
流动负债合计	93	82	92	112				
应付长期债券	0	0	0	0				
非流动负债合计	14	15	15	15				
负债合计	107	98	107	127				
股东权益合计	441	1,142	1,230	1,346				
少数股东权益	0	0	-2	2				
负债及股东权益合计	548	1,240	1,336	1,474				
现金流量表								
净利润	119	131	153	196				
折旧和摊销	0	0	0	0				
营运资本变动	-2	-38	12	-50				
其他	0	0	-23	-23				
经营活动现金流	109	92	161	146				
投资活动现金流入	0	1	2	0				
投资活动现金流出	111	51	-143	-105				
投资活动现金流	-111	-50	-141	-105				
股权融资	0	0	0	0				
银行借款	0	15	0	0				
其他	0	0	0	0				
筹资活动现金流	-26	578	-44	-53				
汇率变动对现金的影响	0	2	0	1				
现金净增加额	0	0	0	0				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

公司是全球洗衣机排水泵龙头。公司是一家小而强的科技创新企业，竞争力强，在铝代铜技术上具备核心竞争力。此外公司业务布局有层次，已经战略性进入健康医疗（水疗马桶）以及装备制造（工业机器）业务。



图表 52：公司主要产品销量、收入、毛利率预测

		2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计	销售额 (万元)	42,305	49,166	59,530	64,914	68,070	84,362	106,856
	YoY	19%	16%	21%	9%	5%	24%	27%
	成本 (万元)	27,925	31,954	37,606	41,771	42,539	51,302	60,771
	毛利率	34.0%	35.0%	36.8%	35.7%	37.5%	39.2%	43.1%
通用排水泵	销售额 (万元)	27,871	29,658	34,413	32,551	29,377	30,846	32,388
	YoY	-3%	6%	16%	-5%	-10%	5%	5%
	成本 (万元)	19,729	20,894	23,231	22,186	19,976	20,975	22,024
	毛利率	29.2%	29.6%	32.5%	31.8%	32.0%	32.0%	32.0%
	销售数量 (万)	1,273	1,404	1,681	1,619	1,538	1,614	1,695
	YoY	-7%	10%	20%	-4%	-5%	5%	5%
专用排水泵	销售额 (万元)	9,452	14,495	16,601	15,679	17,576	20,212	23,244
	YoY	126%	53%	15%	-6%	12%	15%	15%
	毛利率	43.0%	43.6%	43.5%	42.3%	42.0%	42.0%	42.0%
	销售数量 (万)	303	453	530	514	607	698	802
	YoY	136%	50%	17%	-3%	18%	15%	15%
	平均单价 (元/个)	31.2	32.0	31.3	30.5	29.0	29.0	29.0
冷凝泵	销售额 (万元)	1,961	2,275	3,023	3,434	3,915	4,502	5,177
	YoY	40.0%	16.0%	32.9%	13.6%	14.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	37.6%	40.1%	43.9%	40.8%	41.0%	41.0%	41.0%
	销售数量 (万)	91	118	158	184	221	254	292
	YoY	53%	29%	34%	17%	20%	15%	15%
	平均单价 (元/个)	21.5	19.3	19.2	18.7	17.7	17.7	17.7
洗涤泵	销售额 (万元)			1,483	7,828	8,220	11,508	16,111
	YoY				428%	5%	40%	40%
	毛利率			35.0%	34.4%	37.0%	40.0%	40.0%
	销售数量 (万)			24	135	141	198	277
	YoY				463%	5%	40%	40%
	平均单价 (元/个)			62	58	58	58	58
底部总成	销售额 (万元)						1,312	3,936
	成本 (万元)						787	2,362
	毛利率						40.0%	40.0%
	销售数量 (万)						4	12
	YoY							200%
	平均单价 (元/个)						328	328
机器人	销售额 (万元)					2,500	6,000	12,000
	毛利率					35%	40%	40%
	销售数量 (万)					0.05	0.10	0.20
	YoY						100%	100%
	平均单价 (元/个)					50,000	60,000	60,000
	水疗马桶	销售额 (万元)					3,500	7,000
毛利率						60%	60%	60%
销售数量 (万)		0.12	0.12	0.20	0.30	0.50	1.00	2.00
YoY							100%	100%
平均单价 (元/个)						7,000	7,000	7,000
其他		销售额 (万元)	3,021	2,738	4,010	5,423	2,982	2,982
	YoY	147%	-9%	46%	35%	-45%	0%	0%
	毛利率	47.5%	44.6%	41.8%	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 53：公司家用电器排水泵产品占客户采购比例情况

客户	2014年	2013年	2012年
三星	75%	70%	70%
海尔	50%	50%	48%
美的	48%	48%	52%
惠而浦	48%	46%	38%
伊莱克斯	10%	10%	10%
VESTEL	45%	45%	45%
卡迪	50%	43%	52%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部



浩泽净水

向家用市场延伸的商业净水龙头

公司近况

公司大股东持续增持。

评论

中国净水市场处于爆发期：1) 中怡康统计 2014 年中国净水市场零售额 160 亿元，同比增长 69%。预计未来 6 年会保持 40% 以上的增长。2) 反渗透净水器是安全饮水的方向。3) 新品牌大量进入，市场集中度难以提升。

2015 年是公司全面拓展家庭市场的起始年：1) 公司是商业市场龙头，但在家庭市场的主流渠道还没有影响力。公司按照自身特点，跃过家庭市场主流渠道，直接通过商业场所的产品扩大影响，通过智能水产品（智能水杯、智能水探头）教育和吸引消费者。2015 年以来，家庭市场净水器新增用户增长接近 100%。2) 根据市场特点，公司已经针对家庭市场推出买断性产品，并会不断丰富型号。买断性产品迅速增长也会改善现金流。

公司是商用净水龙头，目前影响力正在向家用市场延伸。公司专注于反渗透净水器的生产，在废水率方面优于其他竞争对手。但由于特殊的租赁模式，发展初期现金流会比较紧张，同时渠道分销和制造能力暂时落后于家电企业。

公司今年发行了可转债：1) 规模 4.65 亿港元，年息 5%，期限 5 年，转换价格 2.25 元港币，投资者 China Innovative 是是中植集团下面的投资平台。2) 净水器租赁模式现金流第二年才能全部收回。由于新装机量保持高速增长，老用户续约带来的现金流无法满足。

估值建议

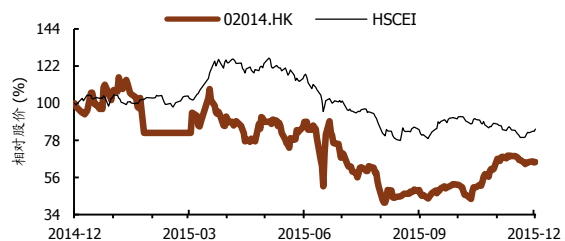
维持盈利预测，公司 2015/16 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.08 元。目标价 2.87 元港币，维持“推荐”评级。

风险

盈利模式风险。

维持推荐

股票代码	02014.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 2.08
目标价	港币 2.87
52 周最高价/最低价	港币 3.97~1.25
总市值(亿)	港币 36
30 日日均成交额(百万)	港币 7.84
发行股数(百万)	1,735
其中：自由流通股(%)	49
30 日日均成交量(百万股)	3.71
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	402	512	758	1,003
增速	38.6%	27.4%	48.1%	32.2%
归属母公司净利润	153	124	112	140
增速	50.0%	-19.0%	-9.3%	24.6%
每股净利润	0.09	0.07	0.06	0.08
每股净资产	0.19	1.09	1.16	1.24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.18	0.22	0.20	0.25
市盈率	18.4	23.3	26.5	21.5
市净率	8.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.3	9.6	8.5	6.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	14.1%	6.6%	4.2%	4.4%
平均净资产收益率	59.4%	11.1%	5.8%	6.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E					
利润表					成长能力									
营业收入	402	512	758	1,003	营业收入	38.6%	27.4%	48.1%	32.2%					
营业成本	-130	-177	-287	-422	营业利润	50.4%	-11.9%	-15.1%	28.5%					
营业费用	-57	-93	-202	-272	EBITDA	62.8%	5.9%	21.3%	36.3%					
管理费用	-45	-99	-136	-136	净利润	50.0%	-19.0%	-9.3%	24.6%					
其他	-7	-14	0	0	盈利能力									
营业利润	185	163	138	178	毛利率	67.7%	65.4%	62.1%	58.0%					
财务费用	-2	-1	8	4	营业利润率	46.0%	31.8%	18.3%	17.7%					
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	63.2%	52.5%	43.1%	44.4%					
利润总额	184	161	146	182	净利润率	38.1%	24.2%	14.8%	14.0%					
所得税	-31	-37	-34	-42	偿债能力									
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	0.37	1.46	0.80	0.55					
归属母公司净利润	153	124	112	140	速动比率	0.33	1.30	0.72	0.42					
EBITDA	254	269	326	445	现金比率	0.16	0.54	0.22	0.05					
扣非后净利润	153	118	112	140	资产负债率	74.5%	22.6%	32.1%	38.1%					
资产负债表					净债务资本比率	17.7%	净现金	净现金	净现金					
货币资金	154	294	209	65	回报率分析									
应收账款及票据	100	100	139	142	总资产收益率	14.1%	6.6%	4.2%	4.4%					
存货	37	90	70	165	净资产收益率	59.4%	11.1%	5.8%	6.7%					
其他流动资产	67	317	333	350	每股指标									
流动资产合计	358	801	751	721	每股净利润 (元)	0.09	0.07	0.06	0.08					
固定资产及在建工程	817	1,415	1,980	2,528	每股净资产 (元)	0.19	1.09	1.16	1.24					
无形资产及其他长期资产	134	234	229	223	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	951	1,649	2,209	2,751	每股经营现金流 (元)	0.18	0.22	0.20	0.25					
资产合计	1,310	2,450	2,960	3,472	估值分析									
短期借款	213	0	0	0	市盈率	18.4	23.3	26.5	21.5					
应付账款	58	129	190	278	市净率	8.4	1.5	1.5	1.4					
其他流动负债	699	419	754	1,039	EV/EBITDA	11.3	9.6	8.5	6.6					
流动负债合计	970	548	944	1,317	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
长期借款	0	0	0	0										
非流动负债合计	7	6	6	6										
负债合计	976	554	950	1,323										
股本	0	14	14	14										
未分配利润	334	1,882	1,994	2,135										
股东权益合计	334	1,896	2,008	2,149										
负债及股东权益合计	1,310	2,450	2,959	3,472										
现金流量表														
税前利润	153	124	112	140										
折旧和摊销	69	106	188	267										
营运资本变动	70	93	43	26										
其他	14	61	0	0										
经营活动现金流	306	384	344	434										
资本开支	-447	-769	-747	-809										
其他	-67	-302	318	232										
投资活动现金流	-514	-1,071	-429	-577										
股权融资	0	989	0	0										
银行借款	197	-215	0	0										
其他	-4	59	0	0										
筹资活动现金流	193	833	0	0										
汇率变动对现金的影响	0	-6	0	0										
现金净增加额	-15	139	-85	-144										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

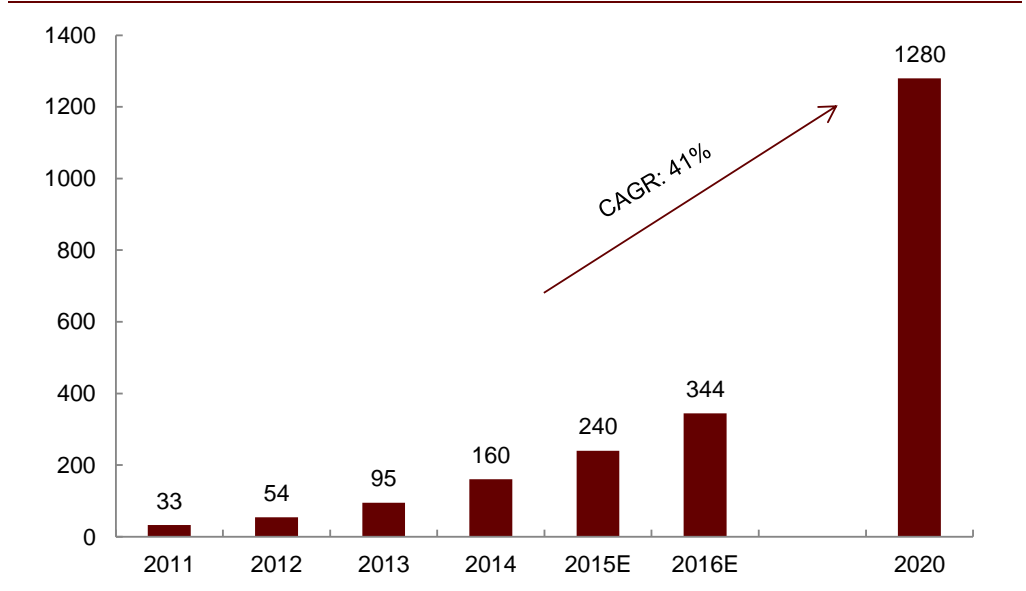
浩泽净水是领先的商业净水服务供货商，采用租赁模式提供净水服务（同传统的设备出售的销售模式不同）。公司在产品智能化，出水率方面有竞争优势，服务续约率高（>97%）。公司总部位于上海浦东，旗下以终端净水、空气净化为核心业务。



净水器市场处于爆发期

中怡康统计 2014 年中国净水市场零售额 160 亿元，同比增长 69%。预计未来 6 年会保持 40% 以上的增长，现阶段市场净水器品类众多（反渗透、超滤净水器、软化类），以反渗透式净水器最为安全，是未来发展的方向。

图表 54：2014~2020 年家用净水设备市场需求额预测（人民币亿元）



资料来源：中怡康，中金公司研究部

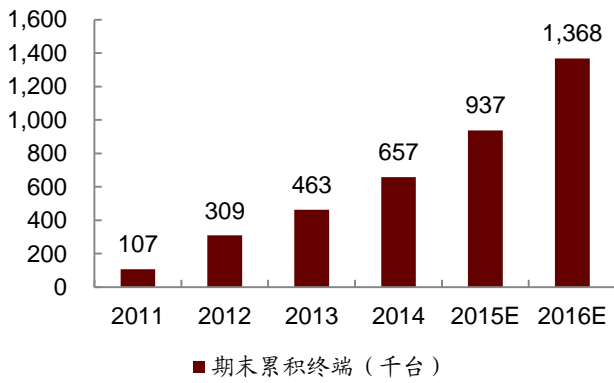
图表 55：收入拆分（百万人民币）

人民币 百万元	2011A	2012A	2013 A	2014A	2015E	2016E
收入	102	291	402	512	758	1,003
净水业务	57	198	314	411	655	899
空气净化业务	45	93	88	100	103	103
收入 YoY		185%	38%	27%	48%	32%
净水业务 YoY		247%	59%	31%	59%	37%
空气净化业务 YoY		106%	-5%	14%	3%	0%
成本	44	103	130	177	287	422
净水业务	10	39	67	107	207	342
空气净化业务	34	64	63	70	80	80
毛利率	57.0%	64.4%	67.7%	65.4%	62.1%	58.0%
净水业务	82.5%	80.3%	78.7%	74.1%	68.3%	62.0%
空气净化业务	24.7%	30.5%	28.9%	29.9%	23.0%	23.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

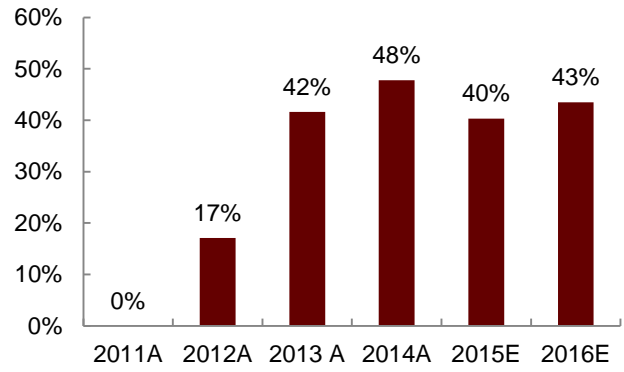


图表 56：公司期末累计终端数量



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 57：滤芯更换服务收入占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 58：可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润 (百万本地货币)						EPS (元 本地货币)			P/E				
			本地货币	百万美元	2014A	YoY	2015E	YoY	2016E	YoY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
家电																		
A股	白电	000651.CH	格力电器	23.93	22,228	14,115	30%	14,336	2%	15,503	8%	2.35	2.38	2.58	10.2	10.0	9.3	
		000333.CH	美的集团	32.45	21,373	10,502	44%	12,729	21%	14,640	15%	2.46	2.98	3.43	13.2	10.9	9.5	
		600983.CH	惠而浦 (中国)	14.86	1,759	294	-19%	385	31%	480	25%	0.38	0.50	0.63	38.8	29.6	23.7	
	黑电	000100.CH	TCL集团	4.50	8,494	3,183	51%	2,843	-11%	3,379	19%	0.26	0.23	0.28	17.3	19.4	16.3	
		600839.CH	四川长虹	6.13	4,369	59	-89%	-527	N.A	-59	N.A	0.01	-0.11	-0.01	480.8	N.M.	N.M.	
		600060.CH	海信电器	20.81	4,204	1,400	-12%	1,419	1%	1,608	13%	1.07	1.08	1.23	19.4	19.2	16.9	
	小家电	002242.CH	九阳股份	22.68	2,689	528	12%	616	17%	715	16%	0.69	0.80	0.93	33.0	28.3	24.4	
		002032.CH	苏泊尔	28.64	2,799	690	17%	862	25%	1,040	21%	1.09	1.36	1.64	26.3	21.0	17.4	
		002035.CH	华帝股份	17.72	982	281	26%	237	-16%	279	18%	0.78	0.66	0.78	22.6	26.8	22.8	
	其他	002508.CH	老板电器	43.49	3,264	574	49%	807	40%	1,075	33%	1.18	1.66	2.21	36.8	26.2	19.7	
		300403.SZ	德尔汉宇	59.50	1,231	131	11%	155	18%	192	24%	0.98	1.15	1.43	60.8	51.5	41.6	
		000418.CH	小天鹅A	23.51	2,296	626	-10%	921	47%	1,124	22%	0.99	1.46	1.78	23.8	16.1	13.2	
		000521.CH	美菱电器	7.41	874	328	11%	316	-4%	361	14%	0.43	0.41	0.47	17.3	17.9	15.7	
		000921.CH	海信科龙	9.95	2,094	886	32%	420	-53%	543	29%	0.65	0.31	0.40	15.3	32.3	25.0	
		000016.CH	深康佳	7.28	2,707													
		600261.SH	阳光照明	8.13	1,823	339	18%	391	15%	503	29%	0.23	0.27	0.35	34.8	30.2	23.5	
	A股平均																	
	H股	白电	1169.HK	海尔电器	15.74	5,672	2,447	20%	2,680	10%	2,982	11%	0.88	0.96	1.07	13.8	16.4	14.7
			0751.HK	创维数码	5.01	1,885	1,254	-16%	1,766	41%	1,900	8%	0.43	0.61	0.65	11.7	4.7	7.7
黑电		1070.HK	TCL多媒体	4.76	851	234	N.A	-259	N.A	372	N.A	0.17	N.M	0.27	28.1	N.M.	17.7	
		2014.HK	浩泽通讯	2.08	466	124	-19%	112	-9%	140	25%	0.07	0.06	0.08	29.1	26.5	21.5	
		2618.HK	TCL通讯	5.82	949	1,059	-3%	1,104	4%	1,112	1%	0.84	0.00	0.88	6.9		6.6	
0449.HK		志高控股	0.12	129														
0921.HK		海信科龙	3.55	624	948	41%	420	-56%	543	29%	0.70	0.31	0.40	3.9	11.5	8.9		
H股平均																		
美国		WHR US	Whirlpool	147.82	11,559	877	35%	943	8%	1,119	19%	11.21	12.06	14.31	13.2	12.3	10.3	
		UTX US	United Technology	95.91	85,043	6,220	0%	5,549	-11%	5,408	-3%	7.01	6.26	6.10	13.7	15.3	15.7	
	AOS US	A.O.Smith	76.71	6,752	218	5%	278	28%	312	12%	2.48	3.16	3.54	30.9	24.3	21.6		
	IR US	Ingersoll-Rand plc	54.83	14,313	883	-5%	973	10%	1,067	10%	3.38	3.73	4.09	16.2	14.7	13.4		
	HELE US	Helen of Troy Ltd	98.67	2,773	115	-13%	153	33%	134	-12%	4.08	5.45	4.77	24.2	18.1	20.7		
	CREE US	Cree, Inc	27.83	2,868	202	-416%	89	-56%	99	11%	1.96	0.86	0.96	14.2	32.3	29.0		
	平均																	
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	202.30	7,406	3,128	40%	2,693	-14%	4,153	54%	10.12	8.72	13.44	20.0	23.2	15.0		
	DLG.IM	De'Longhi	26.24	4,279	123	-3%	145	18%	162	12%	0.82	0.97	1.08	31.8	27.1	24.3		
	SK.FP	SEB	92.92	5,085	191	12%	212	11%	251	18%	3.81	4.23	5.00	24.4	22.0	18.6		
	RAA.GY	Rational	404.50	5,016	108	-2%	126	17%	138	9%	9.48	11.07	12.10	42.7	36.5	33.4		
	OSR.GR	OSRAM	39.52	4,513	273	64%	374	37%	241	-35%	2.61	3.57	2.30	15.1	11.1	17.2		
	PHIA.NA	Philips	23.68	24,044	1,013	144%	1,210	19%	1,456	20%	1.09	1.30	1.56	21.8	18.2	15.1		
	平均																	
日本	6502.JP	Toshiba	224	7,834	-16,878	-55%	-165,580	881%	101,706	-161%	-4	-39	24	-56.1	-5.7	9.3		
	6367.JP	Daikin Industries	8,617	20,891	116,712	-2%	134,110	15%	149,095	11%	398	458	509	21.6	18.8	16.9		
	6752.JP	Panasonic	1,207	24,480	189,817	6%	193,625	2%	235,807	22%	77	79	96	15.6	15.3	12.6		
	6758.JP	Sony	2,913	30,414	-141,359	12%	186,607	-232%	249,208	34%	-112	148	197	-26.0	19.7	14.8		
	6501.JP	Hitachi	690	27,590	270,899	25%	321,279	19%	356,532	11%	56	66	74	12.3	10.4	9.4		
	6503.JP	Mitsubishi Electric	1,253	22,253	204,865	-13%	222,213	8%	231,670	4%	95	103	108	13.1	12.1	11.6		
	5943.JP	Noritz	1,820	765	4,273	23%	-2,004	-147%	4,954	-347%	84	-39	98	21.6	-46.1	18.7		
	5947.JP	Rinnai	10,700	4,621	20,426	-1%	23,665	16%	25,555	8%	391	453	489	27.4	23.6	21.9		
	7965.JP	Zojirushi Corp	1,780	1,069	6,533	74%	7,600	16%	8,650	14%	90	105	119	19.8	17.0	14.9		
	6753.JP	Sharp	117	1,646	-30,629	-86%	-77,272	152%	-7,058	-91%	-18	-45	-4	-6.5	-2.6	-28.2		
平均																		
韩国	066570.KS	LG Electronics	52,400	7,306	831,853	108%	440,510	-47%	694,940	58%	5,083	2,692	4,247	10.3	19.5	12.3		
	005930.KS	Samsung Electronics	1,295,000	162,515	21,634,193	-6%	21,067,413	-3%	21,254,955	1%	146,872	143,025	144,298	8.8	9.1	9.0		
	014470.KS	LiHOM	4,355	134														
	021240.KS	Coway	89,600	5,887	272,267	9%	322,232	18%	352,872	10%	3,530	4,178	4,575	25.4	21.4	19.6		
平均																		
其他	FPH.NZ	Fisher & Paykel	8.48	3,240	111	-2%	141	27%	172	22%	0.20	0.25	0.31	43.2	34.0	27.8		
	CIC.PM	Conception Industrial	42	298	666	4%	704	6%	839	19%	1.96	2.07	2.47	21.2	20.0	16.8		
	ARCLK.TI	Arcelec	15	3,484	641	4%	800	25%	823	3%	0.95	1.18	1.22	15.9	12.7	12.4		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

