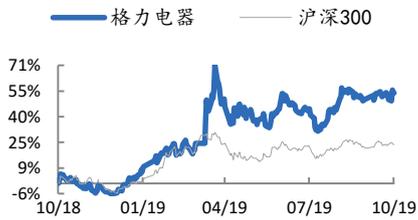


投资评级：增持(首次覆盖)

 当前价格(元): 63.78
合理价格区间(元): 67.34~77.70

证券分析师
罗文琪

 资格编号: S0120518060002
电话: 021-68761616-6312
邮箱: luowq@tebon.com.cn

联系人
市场表现


	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	2.4	5.8	6.6
相对涨幅 (%)	0.5	3.5	5.2

资料来源: 德邦证券研究所

相关研究

空调龙头壁垒高，财务稳健业绩强

格力电器(000651)

投资要点:

- 格力，让世界爱上中国造：**格力电器成立于1991年，公司自1995年起连续24年位居中国空调行业第一，根据产业在线，2018年格力市场份额达37.2%，稳居行业第一。2018年，公司营业收入达到2000亿元，归母净利润达262亿元，近十年收入和归母净利润的复合增速达17%和30%，2018年毛利率和净利率分别为30.2%和13.3%，ROE达33.4%，高于同行。
- 空调销量仍有空间，行业格局稳健：**根据我们的模型，目前更新需求占比约35%，地产拉动的需求占比55%，现有家庭的新增需求占比10%；随着城镇化率见顶，新增住宅面积的下降，空调需求结构将发生变化，更新需求将替代地产拉动需求成为主导因素，空调销量的增速波动程度将不断下降，确定性增强。我们预测在饱和状态下的销量为1.06亿台，但在地产销售或消费政策等刺激因素下或存在短期脉冲，2018年空调内销量为9281万台，预计仍有至少12%的增长空间。目前行业。空调行业内销CR3达到69%，格力、美的和海尔市场份额分别为37%、22%和10%，空调行业已连续十年维持双寡头格局，行业有序竞争。
- 格力核心竞争力强：(1)渠道控制力强：**区域销售公司制度通过统一批发，统一渠道，统一管理，通过年终分红形式进行利益绑定，解决了经销商互相竞争的问题，稳定了价格体系，保证了各级经销商的盈利，保证了渠道体系的稳定；淡季返利制度下，格力解决了产销不平衡的问题，既保证了产品品质又保证了产品供应充足；**(2)产品力强，产业链完整：**公司注重研发，核心专利数量达5.6万个，遥遥领先于同行；产业链完整，核心零部件压缩机和电机的产能分别达5000万台和8000万台，配套高率；**(3)品牌力强，具备行业定价权：**根据中怡康，格力终端价格从2009年的3200元提升至2018年的4500元，零售量份额从2009年的23%提升至33%，零售价均、提价幅度以及市场份额的提升均高于同行，均价与份额的双重提升体现了格力对消费者有较强的品牌溢价力；**(4)财务稳健：**格力资产负债结构优异，现金类资产在总资产中占比高达51%，有息负债在负债中占比仅10%，其他流动负债（主要是销售返利）占比高达34%，2018年末，其他流动负债中的销售返利余额达到619亿元，利润蓄水池深厚。
- 盈利预测与投资建议：**首次覆盖，给予“增持”评级。考虑到行业处于景气度低谷，预计伴随着零售端见底回升，公司出货将逐步回暖，我们预计公司2019-21年收入分别为2025/2309/2550亿元，归母净利润286/312/343亿元，对应EPS为4.75/5.18/5.70元，当前股价对应19-21年市盈率为13/12/11倍。考虑到混改落地后，治理结构有望改善，分红确定性或将提升，我们认为公司合理估值水平在13-15倍，对应目标价67.34-77.70，给予“增持”评级。

- 风险提示：**渠道库存高于预期，地产销售持续低迷，行业竞争加剧

股票数据

总股本(百万)	6,015.73
流通A股(百万)	6,015.73
52周内股价区间(元)	65.0-35.68
总市值(百万)	353,123.40
总资产(百万)	291,836.47
每股净资产(元)	16.75

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	150020	200024	212520	230897	254958
(+/-) YoY (%)	36.2	33.3	6.2	8.6	10.4
净利润(百万元)	22400	26203	28591	31162	34308
(+/-) YoY (%)	44.9	17.0	9.1	9.0	10.1
全面摊薄EPS	3.72	4.36	4.75	5.18	5.70
毛利率(%)	33.5	30.9	31.8	32.1	32.5
净资产收益率	34.1	28.7	27.6	26.9	26.6

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 格力，让世界爱上中国造	6
1.1 公司概况与业务结构	6
1.2 股权结构：混改即将落地	7
1.3 收入业绩高速增长，财务指标优异	8
2. 空调行业尚有空间，竞争格局稳定	8
2.1 行业属性：空调是规模最大的家电子行业	8
2.2 空间销量空间测算	9
2.2.1 模型搭建与拟合	9
2.2.2 更新需求：更新需求取决于存量，保有率预计有 50%的提升空间	11
2.2.3 新房交易拉动的需求短期脉冲，长期看占比将下降	12
2.2.4 模型拟合与预测：更新需求占比提升，销量波动性减弱	13
2.3 寡头垄断的行业格局	14
3. 确定性强，壁垒深厚	15
3.1 渠道控制力强	15
3.1.1 区域销售公司制度，使得厂与商的利益一致，	15
3.1.2 淡季返利模式，加深对渠道的控制力，产销平衡	15
3.2 产业链完整，重视研发	17
3.2.1 产业链完整，压缩机产能大	17
3.2.2 技术领先，重视研发	19
3.3 品牌力强，格局具备行业定价权	19
3.3.1 终端价格高，提价幅度大	19
3.3.2 市场份额与毛利率双双提升	20
3.4 超级现金牛，财务稳健，分红多	21
3.4.1 钞票印刷机：资本开支少、现金流丰厚	21
3.4.2 销售返利：利润蓄水池	23
3.4.3 ROE 超群、分红高	24
3.5 企业文化、战略与执行	25
4. 投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	28

5. 风险提示 29

图表目录

图 1 营业收入的构成（分产品）	6
图 2 营业收入的构成（分区域）	6
图 3 格力电器产品	6
图 4 格力历年家用空调销量（万台）	6
图 5 股权结构（2019 年 6 月末）	7
图 6 珠海明骏基本情况	7
图 7 收入（百万元）及增速	8
图 8 归母净利润（百万元）及增速	8
图 9 毛利率，净利率	8
图 10 ROE	8
图 11 主要家电品类的市场规模与行业增	9
图 12 家用空调内销量（万台）及增速	9
图 13 家用空调外销量（万台）及增速	9
图 14 空调需求模型	10
图 15 空调实际出货量与模型估算量基本拟合（万台）	11
图 16 需求结构	11
图 17 户均人数呈现下降趋势	12
图 18 空调保有率（台/百户）	12
图 19 商品房住宅销售面积（万平方米）	13
图 20 空调需求结构分析：更新需求占比逐步提高	13
图 21 内销市场格局（2018 年内销）	14
图 22 内销格局稳定	14
图 23 出口市场格局	14
图 24 格力外销份额提升	14
图 25 格力销售模式	15
图 26 空调零售端各月份销量	16
图 27 空调各月的出货量	16
图 28 冰箱零售量	16
图 29 洗衣机零售量	16
图 30 上下半年出货量占比（2016-2018 年平均）	17
图 31 主要品牌上下半年出货量（万台，2016-2018 年平均）	17

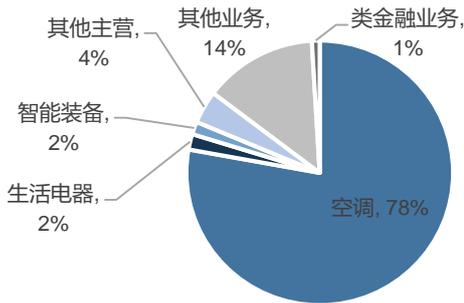
图 32 负债结构：格力的其他流动负债占比高（2018 年）	17
图 33 营业成本中超过 85%是原材料	18
图 34 原材料成本构成	18
图 35 产业链完整	18
图 36 空调压缩机格局（2009 年）	18
图 37 空调压缩机格局（2018 年）	18
图 38 格力空调技术发展历程	19
图 39 格力专利数量（个）	19
图 40 2018 年专利数量，格力远超同行	19
图 41 格力终端价格高，提价幅度	20
图 42 市场份额与终端价格的梯队关系	20
图 43 格力电器历年毛利率	21
图 44 资本支出在经营活动现金流入中的占比较低	21
图 45 自由现金流 13 年后迅速提升	21
图 46 资产结构：现金类资产不断增厚	22
图 47 负债与所有者权益结构：所有者权益不断增厚	22
图 48 递延所得税资产（百万元）	23
图 49 其他流动负债（百万元）	23
图 50 销售费用支付的现金/销售费用	23
图 51 分红（百万元）	24
图 52 格力内销量与住宅销售有一定相关性	26
图 53 格力市场份额季节性较明显	26
图 54 2015-2019 年，估值中枢 10 倍，在 8-12 倍波动	28
图 55 格力内销量累计同比与估值基本呈一致趋势	28
表 1 空调需求量测算和拟合	10
表 2 饱和状态下空调存量超过 10 亿台	12
表 3 主要空调厂商的的毛利率与市场份额（出厂口径）	20
表 4 格力 ROE 位于行业前列	24
表 5 空调收入预测	27
表 6 营业收入预测	27
表 7 敏感性分析：地产对空调零售量影响	29

1. 格力，让世界爱上中国造

1.1 公司概况与业务结构

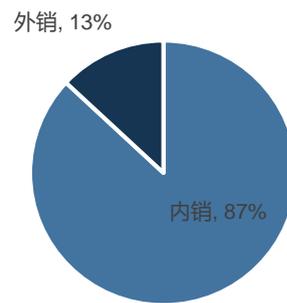
珠海格力电器股份有限公司成立于1991年，1996年11月在深交所挂牌上市。公司成立初期，主要依靠组装生产家用空调，现已发展成为覆盖空调、生活电器、高端装备、通信设备四大业务布局、旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三个品牌的科技型全球工业集团。公司现有9万多名员工，其中有1.4万名研发人员和3万多名技术工人，在国内外建有14个生产基地，分别坐落于珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、洛阳、南京、成都以及巴西、巴基斯坦，覆盖从上游生产到下游回收全产业链。

图1 营业收入的构成(分产品)



资料来源：德邦证券研究所

图2 营业收入的构成(分区域)



资料来源：德邦证券研究所

图3 格力电器产品

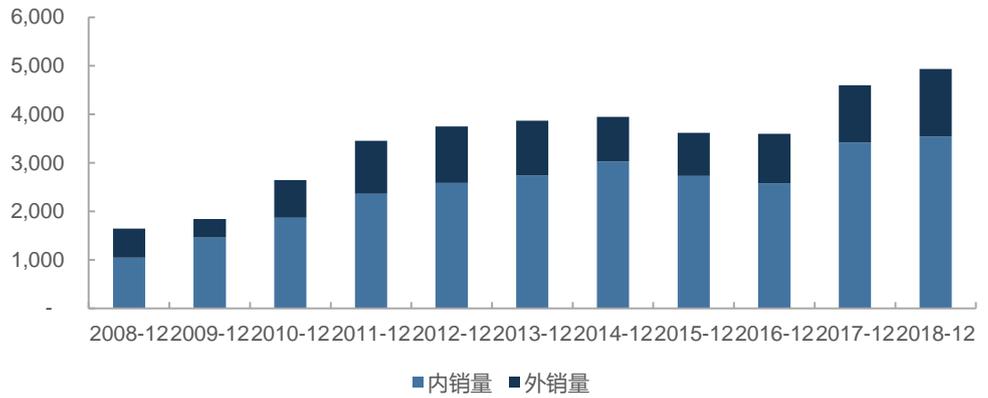
 家用空调 挂式空调 柜式空调 特种空调	 中央空调 商用中央空调 家庭中央空调	 空气能热水器 家用热水器 商用热水器	 生活电器 净水机 电暖器 空气净化器 加湿器 干衣机 电饭煲 干衣除湿机 压力锅 电水壶 电磁炉 电风扇 厨房三件套 智能垃圾桶 吸尘器	 洗衣机	 晶弘冰箱 家用冰箱 冰柜 酒柜	 物联手机 格力手机一代 格力手机二代 格力色界手机	 工业制品
--	--	--	---	---	--	--	--

资料来源：公司官网，德邦证券研究所

家用空调年产能超过5000万台套，商用空调年产能550万台套。格力形成了20个大类、400个系列、12700多个品种规格，其中商用空调有10大系列、1000多个品种。“格力”自主品牌空调远销全球160多个国家和地区。格力家用空调产销量自1995年起连续22年位居中国空调行业第一，自2005年起连续12年领跑全球，自主品牌销售约占海外销售总量的30%。据日经社统计发布，2018年，格力家用空调全球市场占有率达20.6%。

2012年以后，在空调行业需求量增速放缓以及格力市场份额稳定的背景下，格力空调年销量逐步企稳，2012年至2018年，内外销合计从3755万台提升至4936万台，6年增幅31%，年化增长率为5.5%。

图4 格力历年家用空调销量(万台)



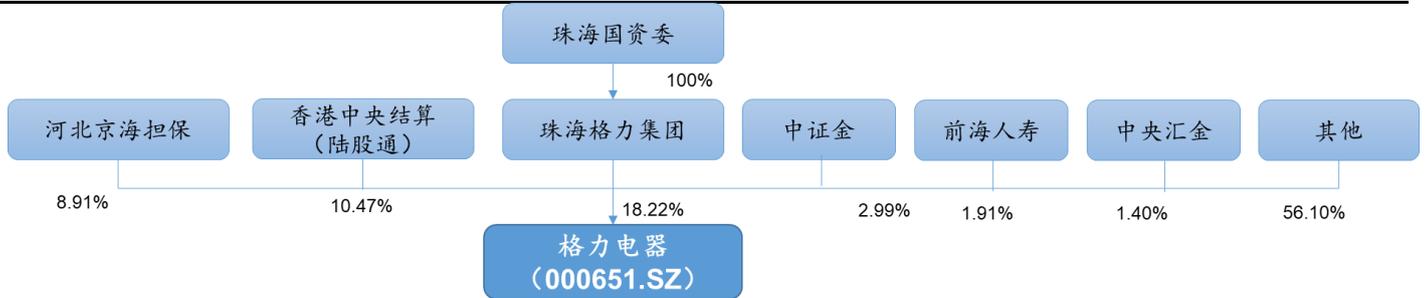
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

1.2 股权结构：混改即将落地

截止 2019 年 6 月末，格力电器的第一大股东是珠海格力集团（持股 18.22%），珠海国资委是格力电器的实际控制人。

2019 年 8 月 13 日，格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的格力电器的 15% 的股权，并进行公开征集。2019 年 9 月 2 日，格力集团函告，共有两家意向受让方向格力集团提交了受让申请，分别为：珠海明骏投资合伙企业（有限合伙），以及格物厚德股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）与 GENESIS FINANCIAL INVESTMENT COMPANY LIMITED 组成的联合体。2019 年 10 月 29 日，2019 年 10 月 29 日，评审委员会确定珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）为最终受让方。预计在混改落地后，股权受让方或将改善公司治理结构，推动公司进入新的发展阶段。

图 5 股权结构（2019 年 6 月末）



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 6 珠海明骏基本情况

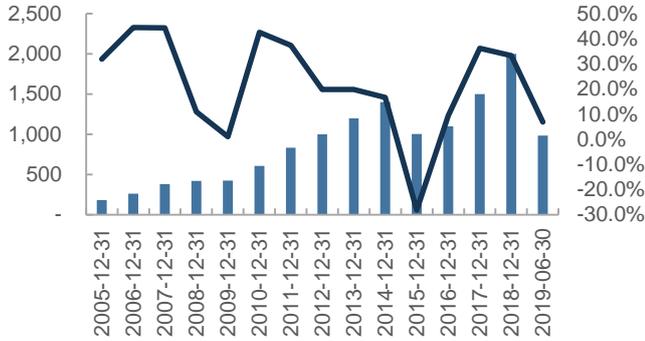
名称：	珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）
商事主体类型：	有限合伙企业
统一社会信用代码：	91440400MA4WJBCR4W
成立日期：	2017年5月11日
住所：	珠海市横琴新区宝华路6号105室-30162（集中办公区）
执行事务合伙人：	珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙）（委派代表：马翠芳）
基金管理人：	珠海高瓴股权投资管理有限公司
基金备案编号：	SGY704
经营范围：	协议记载的经营范围:股权投资。（依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

1.3 收入业绩高速增长，财务指标优异

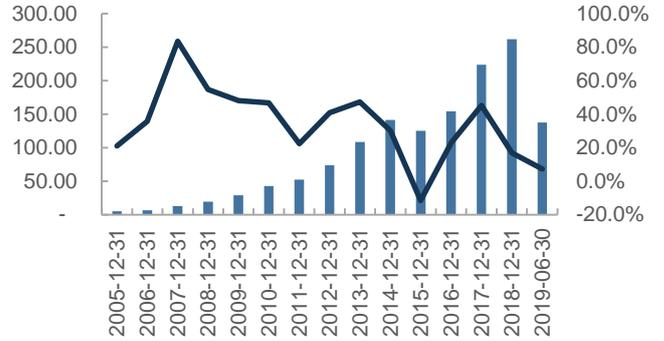
2018年，公司营业总收入2000.24亿元，归母净利润262.03亿元，自1996年上市以来，格力收入复合增速20.8%，归母净利润复合增速25.6%。2019上半年，受到地产周期影响，终端需求下滑，公司销售增速有所放缓，实现营业总收入983.41亿元，较上年同期增长6.89%，净利润137.50亿元，较上年同期增长7.37%。

图7 收入（百万元）及增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

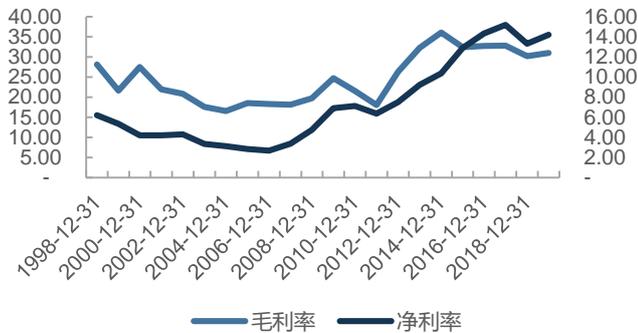
图8 归母净利润（百万元）及增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

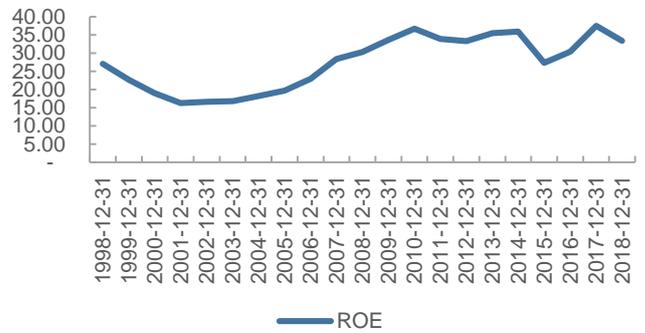
2018年，公司毛利率和净利率分别为30.2%和13.3%，自2006年行业格局逐步企稳以来，公司毛利率和净利率实现大度提升，毛利率从2006年的18.3%提升至2018年的30.2%，净利率从2006年的2.7%提升至2018年的13.3%，年均提升幅度达0.99pct和0.41pct。2018年公司ROE为33.4%，2010年以来较为平稳。

图9 毛利率，净利率



资料来源：wind，德邦证券研究所

图10 ROE



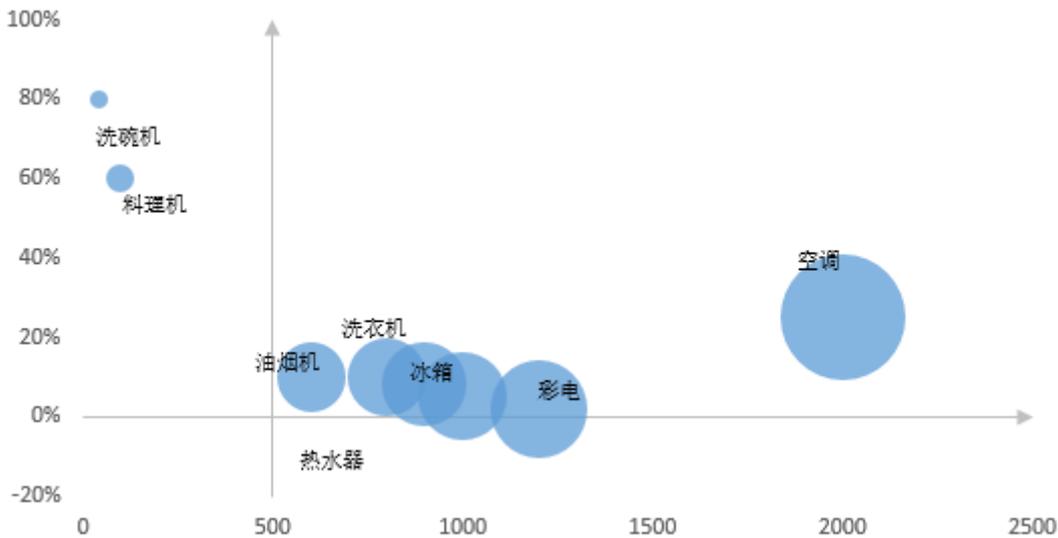
资料来源：wind，德邦证券研究所

2. 空调行业尚有空间，竞争格局稳定

2.1 行业属性：空调是规模最大的家电子行业

空调子行业是家电中市场空间最大的品类。受益于“一户多台”的属性，空调比冰箱、洗衣机以及油烟机、燃气灶等“一户一台”的家电品类都有更高的销量天花板，且空调单价高，比小家电在收入与毛利额上更具备规模优势，给予研发与营销等费用投放更多空间。同时，空调普及程度仍远不到饱和，目前城镇保有率为130台/百户，参考日本的保有率250台/百户，空调渗透率仅仅略微超过50%，仍有较大的渗透率提升空间。近五年，空调销量复合增速达9.2%，远高于冰箱(-4.3%)和洗衣机(+4.9%)。

图 11 主要家电品类的市场规模与行业增

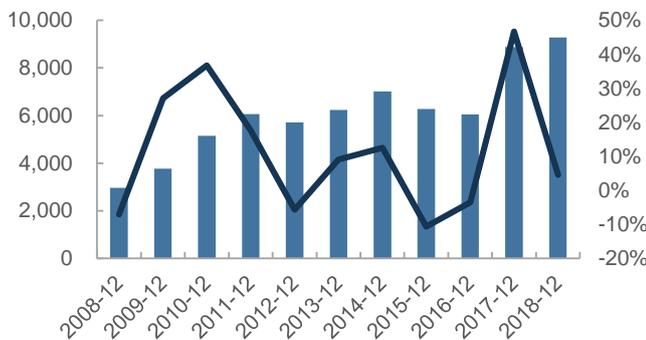


资料来源：德邦证券研究所测算

在过去几年随着渗透率的提升，空调内销量大幅增涨，2008年至2018年，空调内销量从2965万台增长至9281万台，年复合增速为12.1%；空调销量受到地产需求的带动，增速呈现较大幅度的波动，2018年受到地产竣工放缓的影响，空调内销量9281万台，同比增长4.6%。

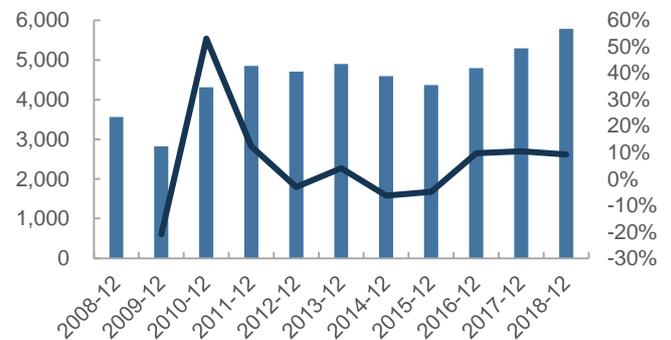
外销量从3564万台增长至5788万台，年复合增速5.0%，增速波动较小，2018年外销量5788万台，同比增长9.3%。

图 12 家用空调内销量 (万台) 及增速



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 13 家用空调外销量 (万台) 及增速



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

2.2 空间销量空间测算

2.2.1 模型搭建与拟合

在我们的需求测算模型中，年实际需求量由三种需求构成：购房引致的空调购买需求、更新需求、以及现有家庭的新增需求。

假设 Y 是年销量，X1 是现有家庭的新增需求，X2 是更新需求带来的销量，R 是扰动项，主要是新房销售拉动或政策补贴刺激带来的销量，使得空调销量存在短期的脉冲，且加速了保有率的提升。

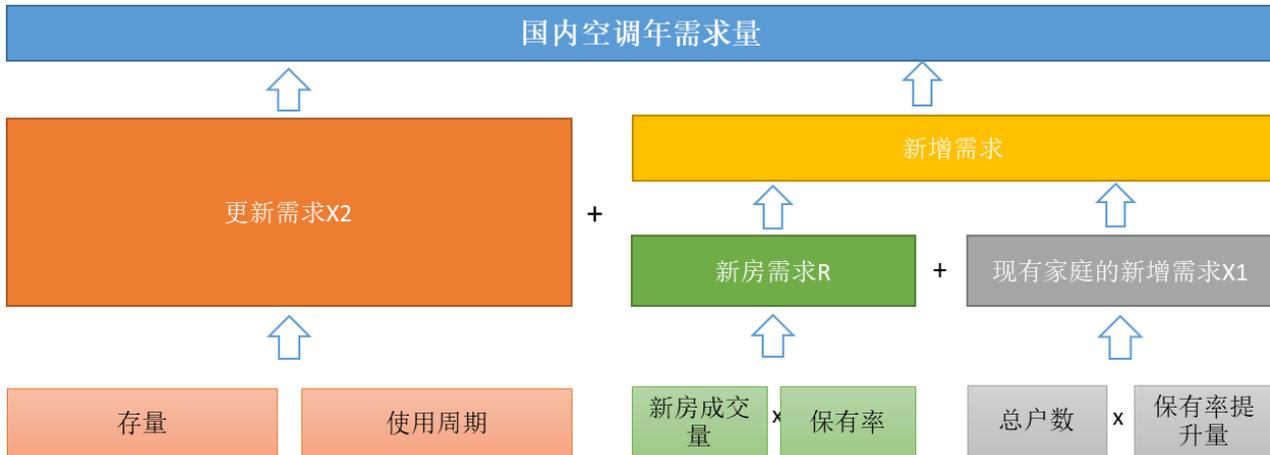
$$\text{总销量 } Y = X1 + X2 + R$$

X1 现有家庭的新增需求=城镇户数*城镇保有率增加额+农村户数*农村保有量增加额

X2 更新需求=10年前存量/更新周期，空调存量=城市总户数*城市保有率+农村总户数*农村保有率

R 购房需求=住宅销售面积/100*保有率

图 14 空调需求模型



资料来源：德邦证券研究所

模型假设：

- 1) 使用周期为 10 年
- 2) 保有率提升：每年每户平均保有量提升为 2.85 台/百户，根据城镇 2010 年至 2018 年保有率从 112 台/百户到 132 台/百户，即相当于平均每年每户提升 2.85 台/百户
- 3) 地产销售领先于空调出货 8 个月到 1 年

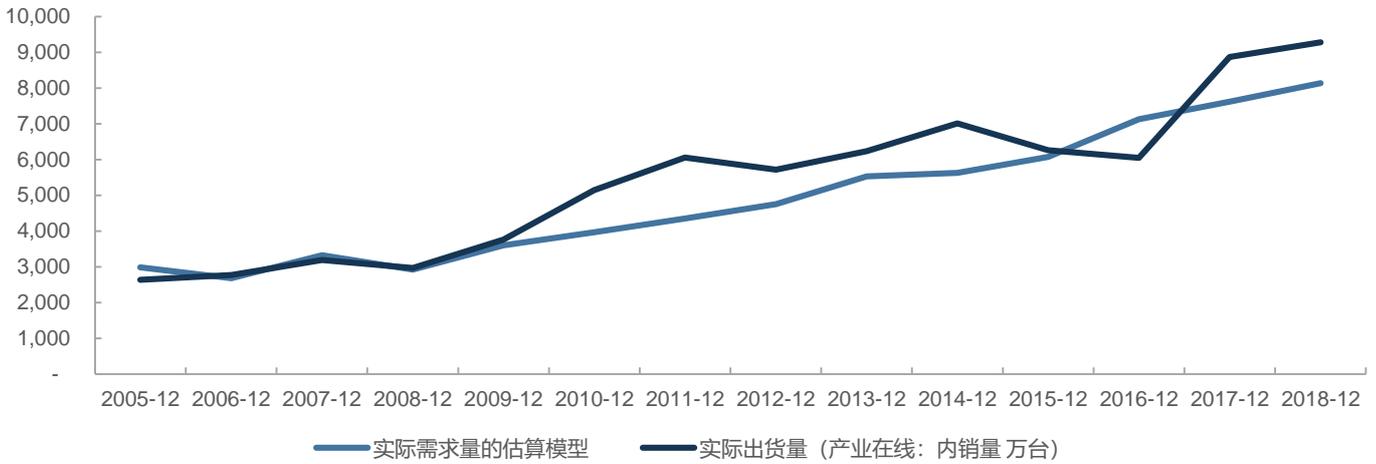
表 1 空调需求量测算和拟合

	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12
1) 更新需求测算：					
城市保有量 (万台)	28,331	31,228	34,784	37,601	38,490
农村保有量 (万台)	5,597	6,277	7,628	7,788	8,055
总存量 (万台)	33,928	37,505	42,412	45,388	46,544
更新需求测算 (万台)	1,832	2,073	2,370	2,581	2,885
2) 购房引致需求					
住宅销售套数合计 (万套)	1,010	1,058	1,282	1,350	1,400
一手房占比	83%	82%	81%	80%	79%
新房+二手房	1,217.39	1,290.11	1,583.03	1,687.50	1,772.15
全部成交套数	1,217.39	1,290.11	1,583.03	1,688	1,772
预计地产相关销售数量	3,043	3,225	3,958	4,219	4,430
3) 添置需求 (保有率提升)					
城镇平均保有率 (台/百户)	107.40	114.60	123.70	129.89	132.48
城镇平均保有率提升 (台/百户)	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85
添置需求测算	752	776	801	825	828

实际需求量的估算模型	5,627	6,075	7,128	7,624	8,143
实际出货量 (万台)	7,016.50	6,268.70	6,048.60	8,875.40	9,281.00

资料来源：产业在线，wind，德邦证券研究所测算

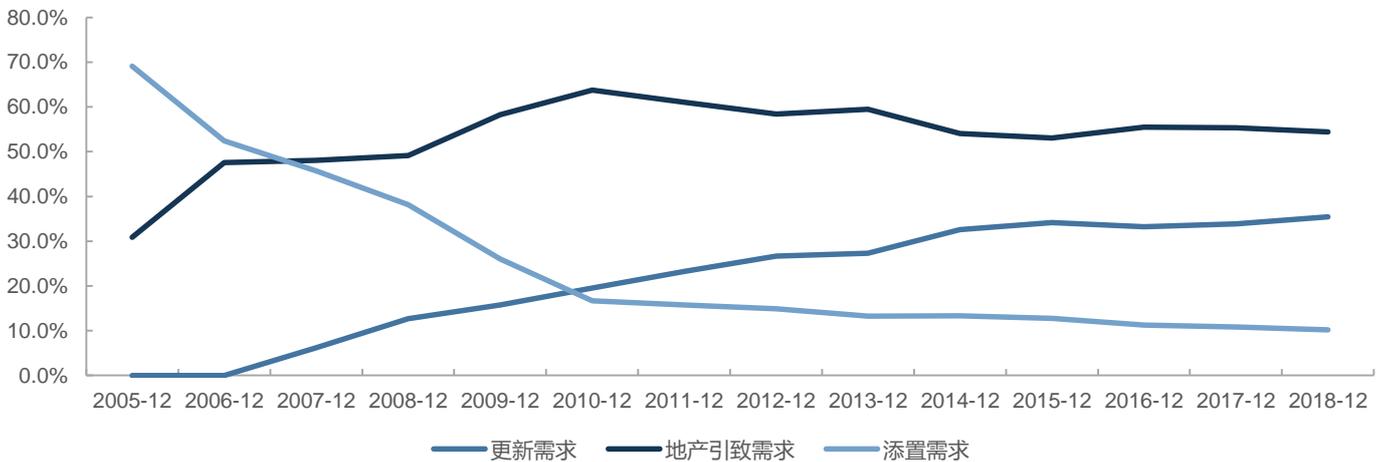
图 15 空调实际出货量与模型估算量基本拟合 (万台)



资料来源：德邦证券研究所测算

根据我们的测算，2017 年的 8875 万台的内销量中，约有 40%是购房带动的需求，25%是更新需求，25%是保有率提升，10%的渠道库存。而未来，地产引致需求与添置需求占比逐步下滑，而更新需求逐步增加。销量结构从以地产驱动为主，切换至以更新需求驱动，需求结构将逐步切换，空调销量与地产的相关度将会降低，年销量波动性也将趋弱，需求更加稳定。

图 16 需求结构



资料来源：德邦证券研究所测算

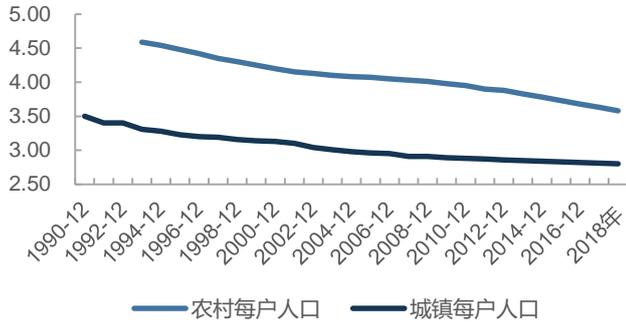
2.2.2 更新需求：更新需求取决于存量，保有率预计有 50%的提升空间

更新需求受到家庭户数、保有率以及更新周期的影响。更新需求=存量/更新周期=户数 x 保有率/更新周期。

过去 20 年空调的保有率快速提升，1998 年至 2018 年，城镇空调保有率从 14 台/百户提升至 130 台/百户。目前城镇的空调保有率仅有 130 台/百户，农村仅有 50 台/百户，参照日本 250 台/百户计算，空调的渗透率仍有 55%的提升空间。

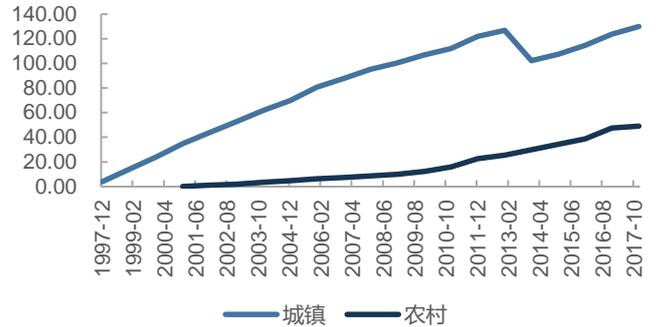
同时，户均人数降低，1998年至2018年，城镇每户人口从3.2到2.8人/户，农村每户人口从4.3到3.6人/户，预计在生育率降低以及单身人口提升的趋势下，每户人口数量将持续下降趋势，家庭户数呈提升趋势。

图 17 户均人数呈现下降趋势



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 18 空调保有率 (台/百户)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

根据我们的测算，目前全国空调存量约为 4.65 亿台。假设在饱和状态下，城市化率达到 75%，城市家庭为 2.6 人/户（目前是 2.8），农村家庭 3.5 人/户（目前 3.6），城镇和农村保有率分别达到 250 和 100 台/百户，**空调存量将从目前的 4.6 亿台提升至 10.1 亿台，将带来巨大的更新需求。**假设更新周期为 10 年，在饱和状态下，更新需求达到 1.06 亿台。

表 2 饱和状态下空调存量超过 10 亿台

	2018 年	饱和状态
人口 (万人)	139,008	140,000
城镇化率	58.5%	70%
城镇人口 (万人)	81,320	98,000
城镇每户人数 (人/户)	2.8	2.6
城镇户数 (万户)	29,043	37,692
城镇每户保有率 (台/百户)	132	250
城镇空调存量 (万台)	38,477	94,231
农村人口 (万人)	57,688	42,000
农村每户人口 (人/户)	3.6	3.5
农村户数 (万户)	16,114	12,000
农村每户保有率 (台/百户)	50	100
农村空调存量 (万台)	8,058	12,000
总存量 (万台)	46,535	106,231
更新需求 (万台)		10,623

资料来源: 德邦证券研究所测算

2.2.3 新房交易拉动的需求短期脉冲，长期看占比将下降

家电作为购房后购置的必需品，需求受到住房交易的影响，过去的高速增长也与地产销售高速增长分不开。根据发达国家的经验，城市化进程在 60% 之后放缓，而在 70% 左右达到饱和状态。目前我国城镇化率为 58.5%，预计接下来将进入城市化进程放缓阶段。

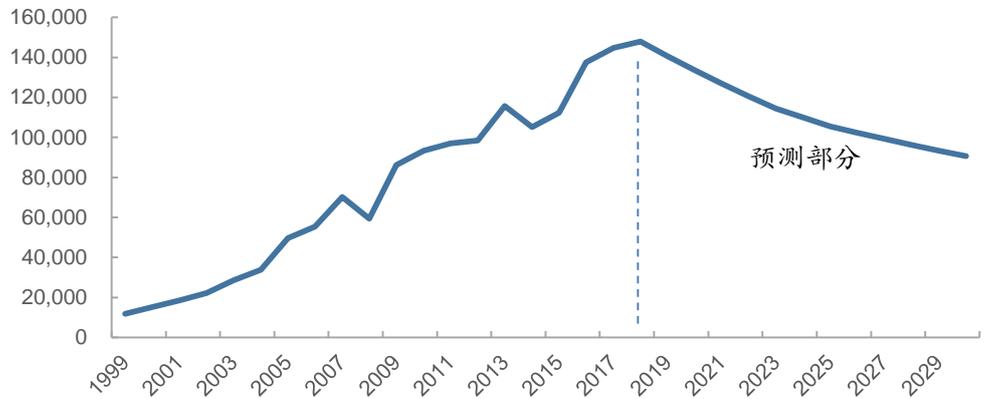
根据国家统计局，2016 年全国人均住宅建筑面积 40.8 平方米，其中城乡人均住宅建筑面积 36.6、45.8 平方米。如果直接以国家统计局公布的城镇人均住宅建筑面积乘以城镇常住人口，将得出 2016 年中国城镇住宅建筑面积高达 297 亿平。2017 至 2018 年

竣工面积累计约 14 亿平方米，因此估算到 2018 年，城镇住宅建筑面积约为 311 亿平方米。

其中，根据我们的测算，商品住宅面积约为 105 亿平方米-120 亿平方米，在住宅建筑中占比 35%-40%左右，其余为公房、自建房等。1) 若通过竣工面积测算，1999 年至 2018 年住宅竣工面积累计值 105 亿平方米，但竣工面积存在一定的误差，相对低估；2) 若根据销售面积测算，由于期房占比 80%，销售到竣工时间周期约为 2 年，因此将 1999 年-2016 年销售面积值相加得出，到 2018 年，商品房住宅面积约为 120 亿平方米，在城镇住宅建筑面积中占比约为 40%。

从供需平衡角度判断住宅面积的总量，城镇住宅建筑面积将需达到 384 亿平方米。根据城镇人均居住面积 36.6 平米测算，在 75%的城镇率下，城镇住宅建筑面积将需达到 384 亿平方米 (14 亿人*75%城镇化率*36.6 平米/人)。若不考虑公房与自建房的拆迁更换，商品房新增面积仍有 73 亿平方米的空间，若未来几年依然保持 2018 年 14.8 亿平方米的销售面积，则 5 年左右即达到供需平衡状态。长期来看，商品房的年销售面积将逐步放缓，对空调需求的贡献将呈下降趋势。

图 19 商品房住宅销售面积 (万平方米)



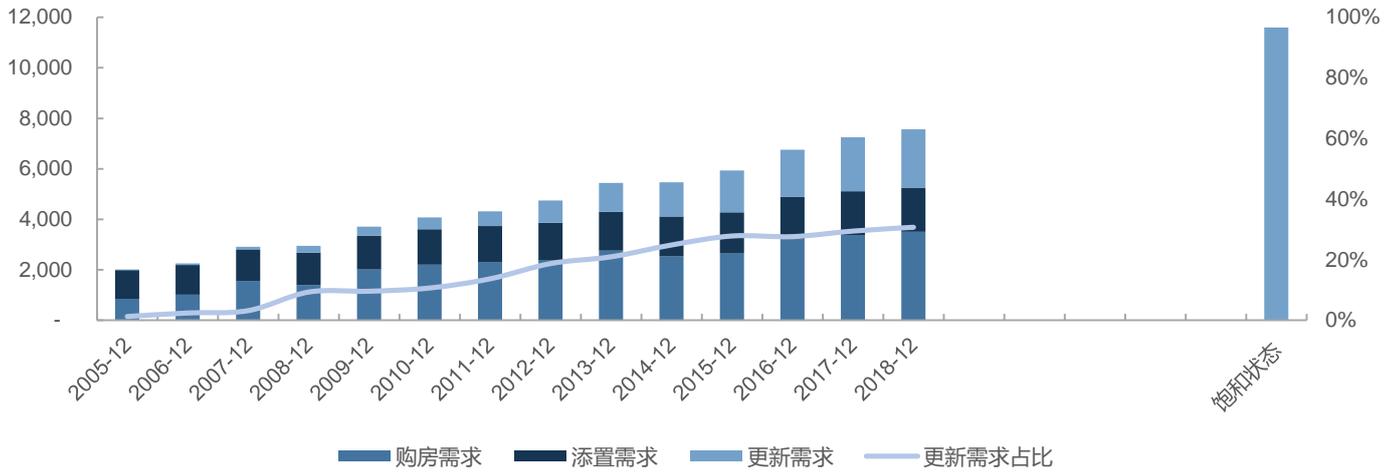
资料来源：德邦证券研究所测算

2.2.4 模型拟合与预测：更新需求占比提升，销量波动性减弱

根据我们的模型，空调需求结构将发生变化，更新需求将替代地产拉动需求成为主导因素。目前更新需求占比约 35%，地产拉动的的需求占比 55%，现有家庭的新增需求占比 10%；而随着新增住宅面积的下降，保有率贴近饱和，在平衡状态下销量将完全由更新需求拉动。由于地产拉动的的需求贡献下降，空调销量的增速波动程度将不断下降，确定性增强。

在平衡状态下，空调需求由更新需求主导，我们预测空调存量将达到 10.6 亿台，年更新需求在 1.06 亿台左右。2018 年，空调内销量为 9281 万台，距离平衡状态下的销量有约 12%的提升空间。但在地产销售或消费政策等刺激因素的带动下，空调销量或将存在短期脉冲。

图 20 空调需求结构分析：更新需求占比逐步提高

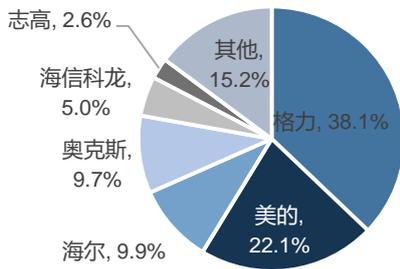


资料来源：德邦证券研究所测算

2.3 寡头垄断的行业格局

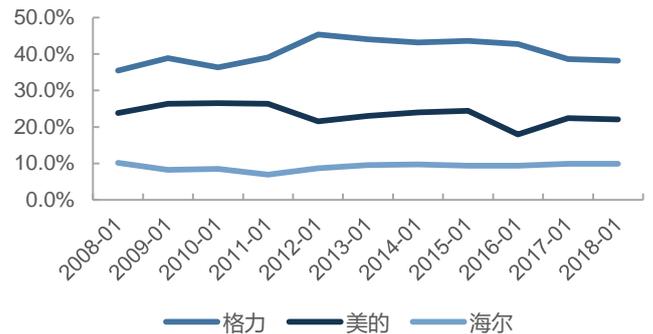
空调行业呈现寡头垄断的格局，内销CR3达到69.1%，CR5为84.4%，其中格力、美的和海尔市场份额分别为37.2%、21.6%和10.3%。空调行业已连续十年维持稳定的行业格局，格力稳居行业第一。

图 21 内销市场格局 (2018 年内销)



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

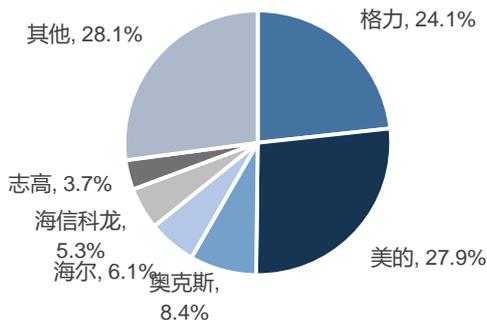
图 22 内销格局稳定



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

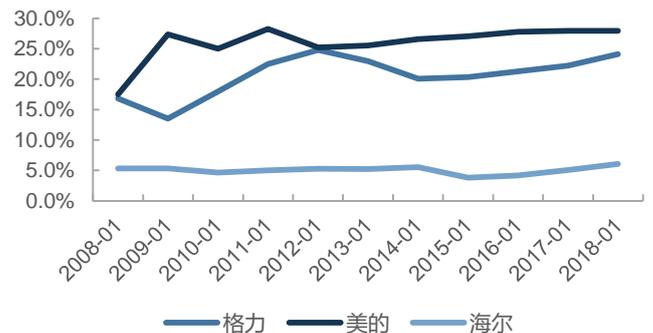
外销市场格局较内销分散，2018年CR3为58.6%，CR5为72.1%，格力在外销中份额位于第二位，为24.2%，美的为28.1%，差距正逐步缩小。

图 23 出口市场格局



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 24 格力外销份额提升



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

3. 确定性强，壁垒深厚

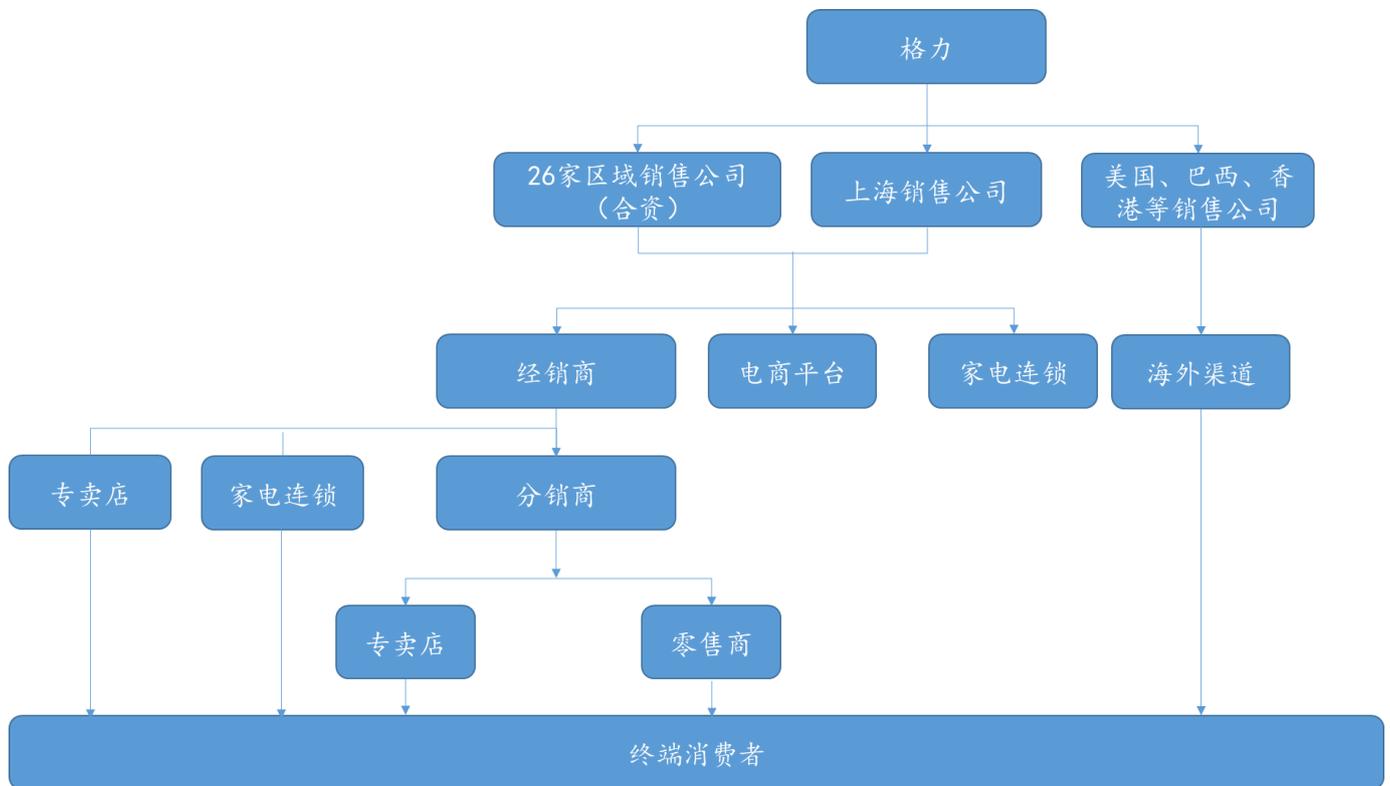
3.1 渠道控制力强

3.1.1 区域销售公司制度，使得厂与商的利益一致，

1997年，格力独创了区域性销售公司的销售模式，此后在此模式的基础上不断完善改进，在2014年和2016年分别重启与国美和苏宁的合作，进入KA渠道，同时布局电商渠道。目前，格力电器形成27家区域销售公司、近40000家专卖店、涵盖专卖店、家电连锁及电商的覆盖全国的销售网络体系。

区域销售公司制度绑定厂商与经销商利益，稳定渠道体系与价格体系。在1997年以前，“大户制”是格力的销售模式，各省由几个大经销商作为一级经销商向二、三级经销商销售，但由于1996年经历了凉夏，导致空调滞销，“大户”为尽快回款，以低于厂商规定的批发价、甚至低于进货价出售，但由于销量足够大，厂商给予返利能否覆盖这部分差价，大户不至于亏损。然而，规模较小的经销商，受不住低价的冲击导致亏损，低价货物更是窜到其他区域，导致经销网络受到冲击、价格混乱。于是董明珠提议建立区域销售公司，格力与同省的几个经销商集资成立合资公司，做到统一批发，统一价格，统一渠道，统一管理，统一服务，通过年终分红形式进行利益绑定，解决了经销商互相竞争的问题，稳定了价格体系，保证了各级经销商的盈利，保证了渠道体系的稳定。为进一步加深经销商与厂商的利益绑定，2007年由区域销售公司组成的“河北京海担保投资有限公司”受让9.65%的格力电器的股份，构建了厂商和渠道的产权关系。

图 25 格力销售模式



资料来源：德邦证券研究所

3.1.2 淡季返利模式，加深对渠道的控制力，产销平衡

空调的销量具有明显的季节性。零售端看，4-8月是全年销售高峰，9月到次年3月是淡季。

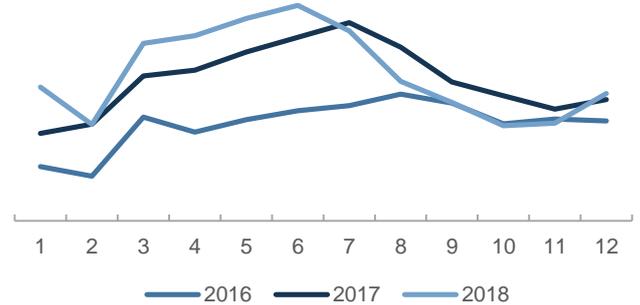
1995年，为解决淡季生产的资金问题，同时缓解了旺季供货压力，抢先占领市场，格力首创淡季返利。在淡季返利制度下，提货越早、让利越多的政策，按银行利息给淡季打款的经销商返利。同时，由于每年的4-8月是旺季，9月到次年3月是淡季，淡旺季是的提货价差别较大，根据董明珠自传《棋行天下》，3月31日晚到4月1日凌晨，空调出厂价至少有两个百分点的利差。许多厂商想方设法把旺季提到3月，而格力反而把淡季从3月延后到4月。当时经销商经销多个品牌，得知能够获得有两个点的价差，大幅增加了格力的进货量，从而提前占领了渠道。对于经销商来说，淡季进货要解决库存问题，导致资金积压，同时，要是第二年降价，提早进货就会造成亏损，因此淡季出货反映了经销商对品牌销量的信心以及对厂商政策信任。

图 26 空调零售端各月份销量



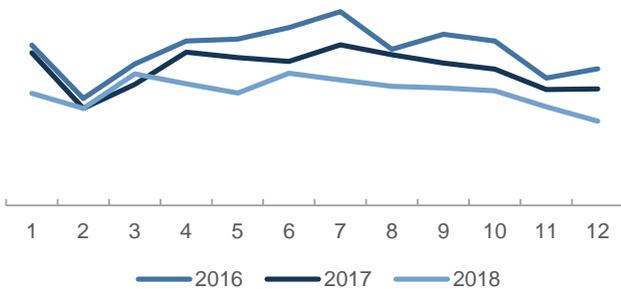
资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 27 空调各月的出货量



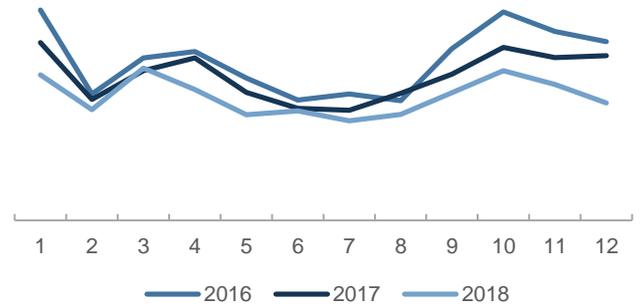
资料来源：产业在线，德邦证券研究所

图 28 冰箱零售量



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 29 洗衣机零售量



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

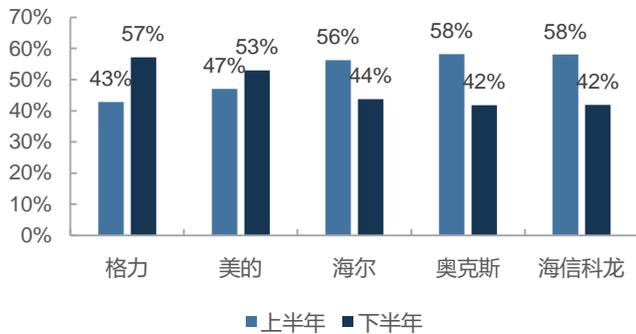
淡季返利制度下，格力解决了产销不平衡的问题，既保证了产品品质又保证了产品供应充足。空调的季节性强，体积大，若提前生产需要生产会导致库存堆积，厂商无法大量囤库存，若是旺季来临前生产，又会导致供应短缺、质量难保证。经销商在平衡销售的季节性上起到了缓冲的作用，格力全年能够以稳定效率生产，保证产品品质的同时保证旺季不缺货，抢先占领市场；经销商的充当格力的“库房”与资金提供方，同时能够获得较低的进货价以及返利补贴，实现双赢。

根据 16-18 年出货量数据测算，从出货角度看，格力和美的在下半年的出货量占比分别为全年的 57% 和 53%，多于上半年，而海尔、奥克斯与海信科龙下半年出货量占比均低于全年一半，分别为 44%、42% 和 42%，均是上半年出货量高于上半年，反映了格力在在淡季出货更多，对渠道控制力更强。

从 1997 年首创“淡季返利”至今超过 20 年，仍未有品牌能够复制格力的成功。这种模式的壁垒，有赖于品牌的稳定行业地位，以及销售政策的稳定性。若品

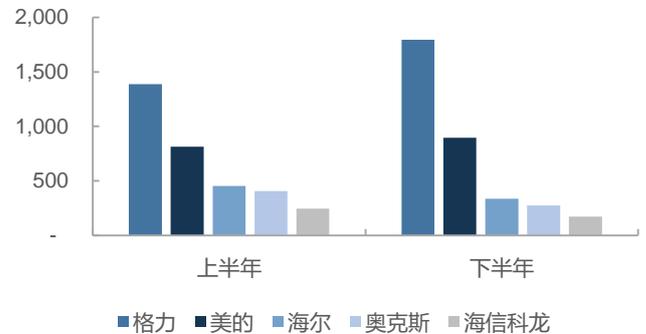
牌销量不好，经销商“囤积”的库存则会有无法变现的风险；销售政策朝令夕改，淡季提货，第二年降价，经销商就会面临亏损；厂商不守信用不兑现返利，经销商的盈利也会无法保证。政策可以模仿，但政策的执行难以模仿，格力通过多年严格按政策执行、获得了经销商的信任，而经销渠道的稳定也保证了格力的销售顺畅，销量不断增长，竞争壁垒不断加深。

图 30 上下半年出货量占比 (2016-2018 年平均)



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

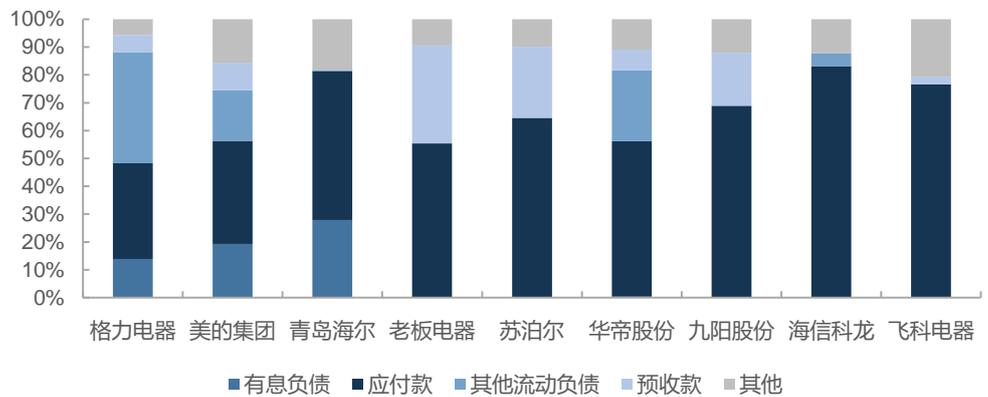
图 31 主要品牌上下半年出货量 (万台, 2016-2018 年平均)



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

通过返利制度，格力解决了淡季资金周转问题，为经营提供稳定的资金来源。在“淡季返利”制度下，同时通过“年终返利”等制度的激励下，提升经销商完成公司指标的积极性。公司在对经销商的计提销售返利时，借方计入“销售费用”，贷方计入“其他流动负债”科目，在兑现返利时进行相反的会计操作。格力的负债结构中，其他流动负债占比高达 40%，而同行其他公司的负债主要由应付款贡献，能够反映格力经销商的深度绑定。通过资金“占用”，公司现金流状况良好，大大降低流动性风险。

图 32 负债结构：格力的其他流动负债占比高 (2018 年)



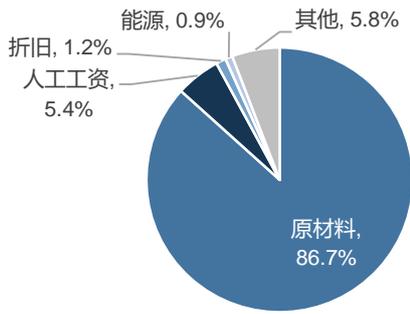
资料来源：wind，德邦证券研究所

3.2 产业链完整，重视研发

3.2.1 产业链完整，压缩机产能大

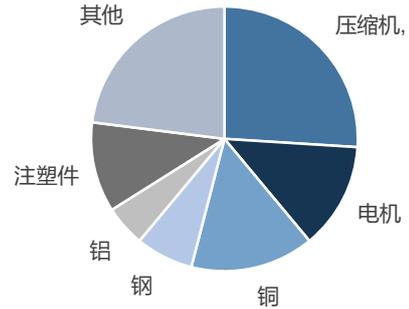
格力在多个基地建有压缩机、电机、电容、漆包线等家电产品上游工厂，并在各基地建有注塑、钣金喷涂、两器管路、控制器等完备的配套车间。压缩机和电器是原材料中占比最高的零部件，在原材料成本中合并占比约 40%，而原材料成本在营业成本中占比 80%。格力通过控股子公司凌达压缩机与凯邦电机拥有自主生产的压缩机与电机，产能分别达到 5000 万台和 8000 万台。

图 33 营业成本中超过 85%是原材料



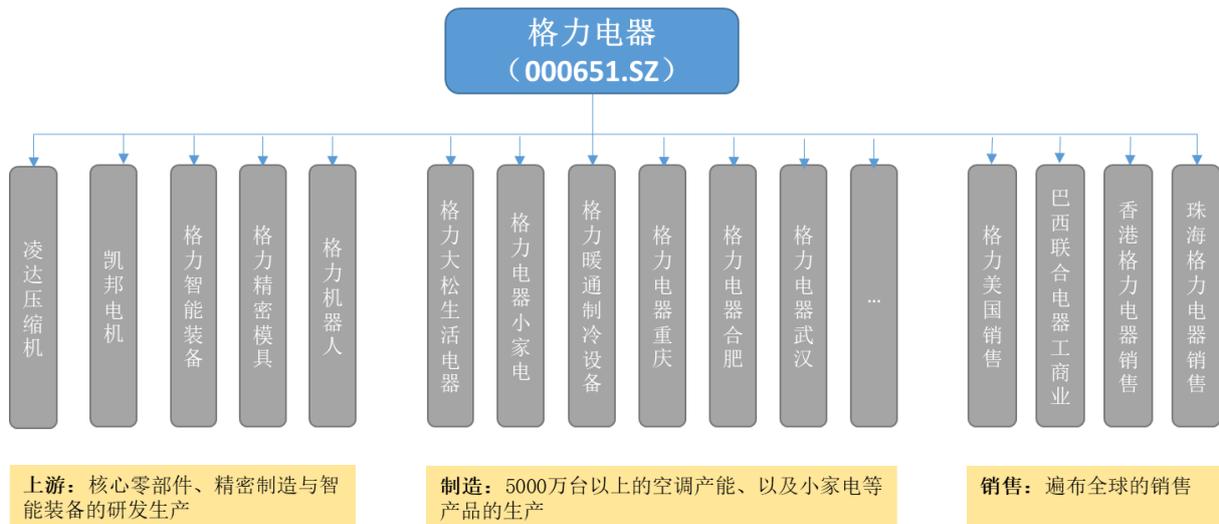
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 34 原材料成本构成



资料来源：德邦证券研究所
其他包括电源线、制冷器、电容器等

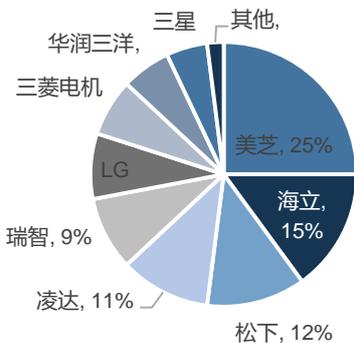
图 35 产业链完整



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

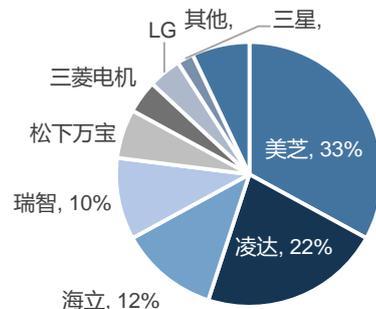
凌达压缩机是格力电器的控股子公司。2009年至2018年，凌达压缩机在国内销量从约1000万台提升至约4000万台，市场份额从11%提升至22%，行业排名从第四提升至第二。同期格力空调销量从约1800万台提升至4900万台，格力的压缩机配套率大大提升，从约40%提升至目前基本达自给自足。

图 36 空调压缩机格局 (2009年)



资料来源：wind，公开资料，德邦证券研究所

图 37 空调压缩机格局 (2018年)



资料来源：wind，公开资料，德邦证券研究所

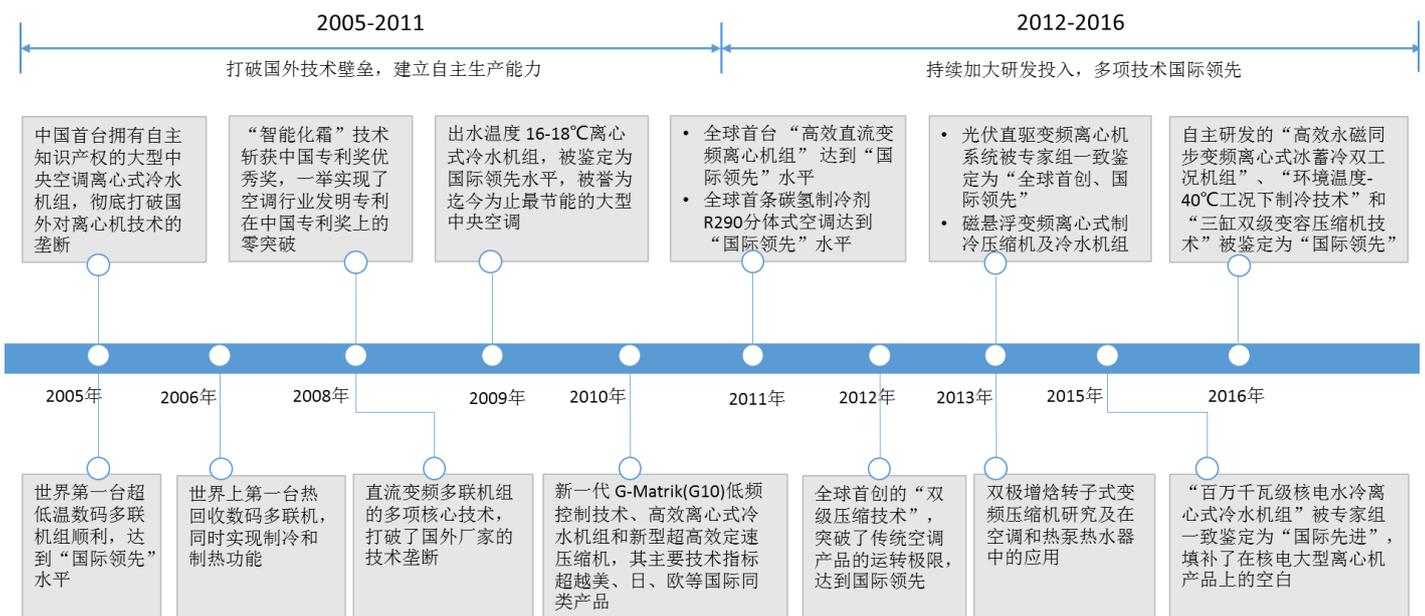
3.2.2 技术领先，重视研发

格力注重内生式的增长，几乎没有外延并购，公司重视技术与研发，屡屡获得专利与奖项。格力拥有专利数量达 5.6 万个，遥遥领先于同行。

公司现有 15 个研究院，96 个研究所、929 个实验室、2 个院士工作站（电机与控制、建筑节能），拥有国家重点实验室、国家工程技术研究中心、国家级工业设计中心、国家认定企业技术中心、机器人工程技术研发中心各 1 个。

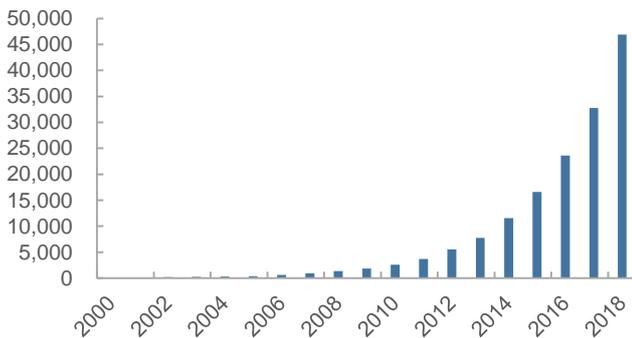
公司提出研发经费“按需投入、不设上限”，仅 2018 年研发投入就达到 72.68 亿元。目前申请国内专利 56028 项，其中发明专利 26635 项，国际专利 1862 项，在 2018 年国家知识产权局排行榜中，格力电器排名全国第六，家电行业第一。现拥有 24 项“国际领先”技术，获得国家科技进步奖 2 项、国家技术发明奖 1 项，中国专利奖金奖 4 项。

图 38 格力空调技术发展历程



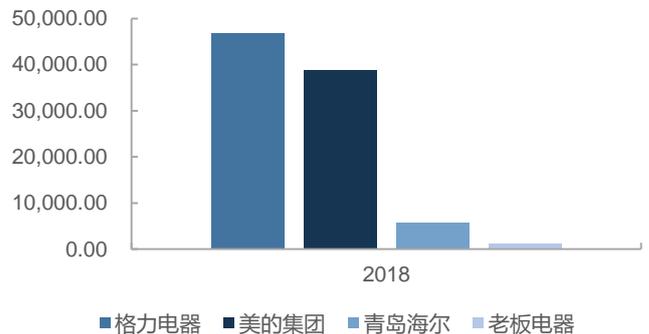
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 39 格力专利数量（个）



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 40 2018 年专利数量，格力远超同行



资料来源：wind，德邦证券研究所

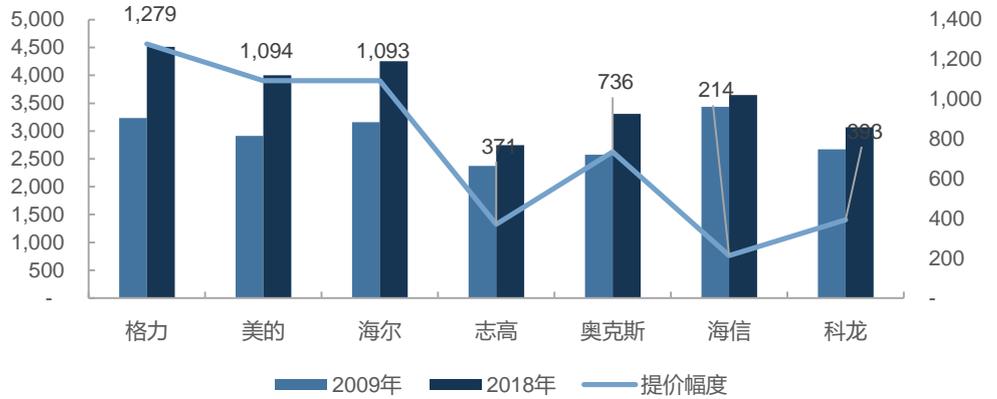
3.3 品牌力强，格局具备行业定价权

3.3.1 终端价格高，提价幅度大

格力终端价格高，从 2009 年至 2018 年零售均价从约 3200 元提升至 4500 元，

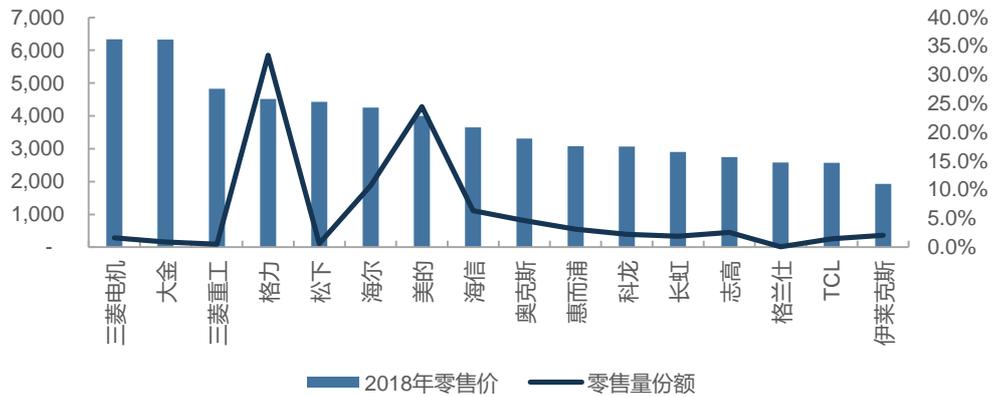
零售价均高于行业内主要品牌，提价幅度达 1300 元，也高于其他品牌；同时，根据中怡康数据，零售量份额在过去几年不断提升，2009 年至 2018 年从 23%提升至 33%，提升幅度较其他品牌明显。均价与份额的双重提升体现了格力强大的品牌力，格力对消费者有较强的品牌溢价力。

图 41 格力终端价格高，提价幅度



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 42 市场份额与终端价格的梯队关系



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

3.3.2 市场份额与毛利率双双提升

毛利率与市场份额呈现较为明显的梯队的关系，市场份额越低的品牌毛利率也越低，格力的空调产品毛利率相较于其他厂商更高，这主要是由于品牌力更强，对下游的议价能力也越强，同时销量越好，在规模效应下单位成本更低，使得毛利率更高。

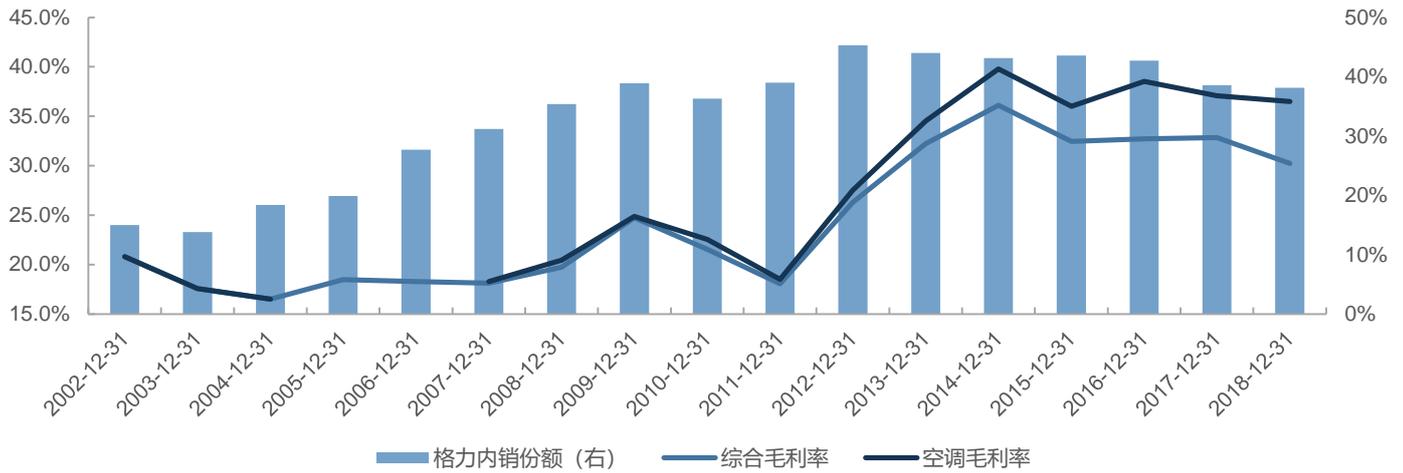
表 3 主要空调厂商的的毛利率与市场份额（出厂口径）

	格力	美的	海尔	奥克斯	海信科龙	TCL	志高
毛利率	39.91%	29.04%	31.79%	30.53%	22.65%	15%	15.2%
市场份额	38.6%	22.4%	9.9%	7.9%	5.4%	4.8%	3.3%

资料来源：公司公告，产业在线，德邦证券研究所

格力的市场份额的不断提升，2002 年至 2008 年，内销量市场份额从 15%提升至 35%，08 年以后逐步企稳，最高在 2012 年达到 45%，2018 年市场份额为 38%。随着行业地位的提升和稳固，格力的规模效应不断增强，品牌力的提升使得定价权加强，空调毛利率从 09 年的 20%提升至 37%。

图 43 格力电器历年毛利率



资料来源：产业在线，公司公告，德邦证券研究所

3.4 超级现金牛，财务稳健，分红多

3.4.1 钞票印刷机：资本开支少、现金流丰厚

由于行业逐渐步入成熟阶段，销量增速放缓，格力市场份额企稳，2012 年至 2018 年格力空调销量的年化增速较为 5.5%，无需大幅进行产能扩张；且格力专注于空调领域，不盲目多元化，对外延并购投资较为谨慎，公司资金开支较少。此期间，公司通过提升均价以及成本降低提获得盈利能力的提升，公司自有现金流也开始大幅增长。

回顾过去，格力每年资本开支都在 50 亿以下，仅在 2011 年和 2018 年有过两次较大的资本支出，11 年主要用于压缩机与空调的产能建设与技术改造，2018 年主要由于以 12 亿元收购晶弘冰箱 100% 的股权。

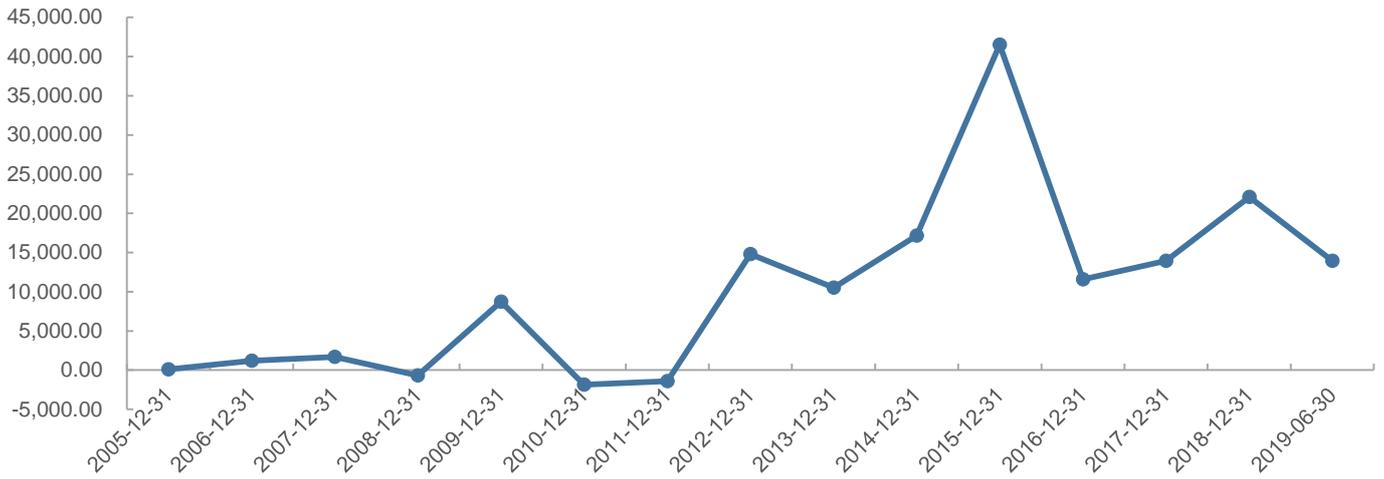
图 44 资本支出在经营活动现金流入中的占比较低



资料来源：德邦证券研究所

注：资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

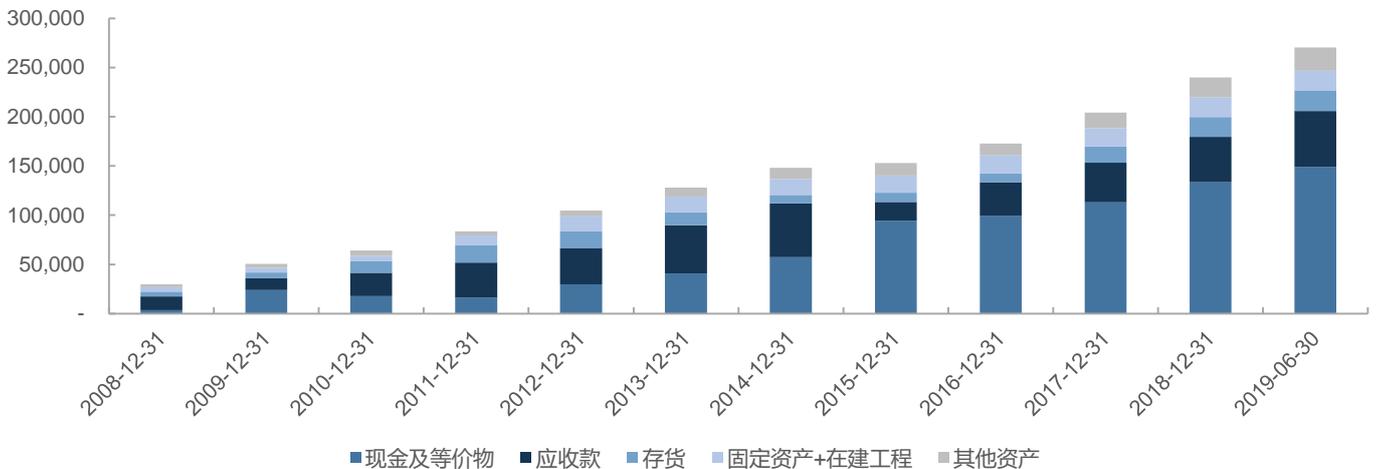
图 45 自由现金流 13 年后迅速提升



资料来源: 德邦证券研究所
企业自由现金流=经营活动净现金流-资本支出

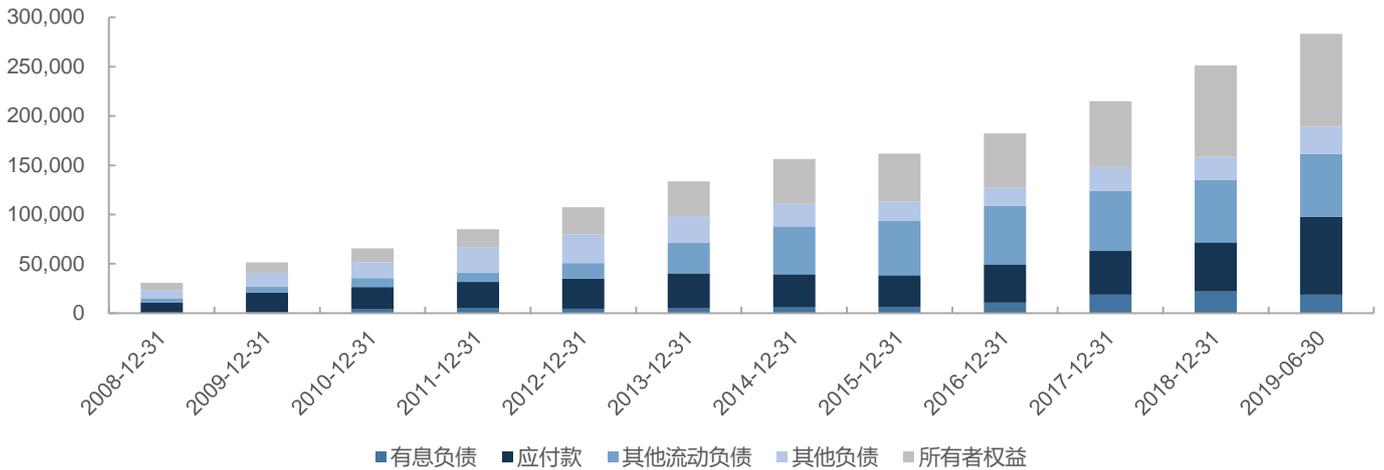
资产负债结构健康，现金充沛。2019年6月末，格力总资产2832亿元，近十年以20%的复合增速增长，其中现金类资产（包括货币资金、理财、交易性金融资产等）达1492亿元，在总资产中占比达51%，近十年的复合增速为39%。依靠现金类资产的不断增厚，使得所有者权益也得到快速增长。总负债为1892亿元，其中有息负债仅186亿元，在总负债中占比仅10%，负债主要由应付账款、应付票据与其他流动负债（主要是销售返利）贡献，负债结构健康，偿本付息压力低。

图 46 资产结构：现金类资产不断增厚



资料来源: 德邦证券研究所
注: 现金及等价物=货币资金+其他流动资产+交易性金融资产+可供出售金融资产
应收款=应收账款+应收票据

图 47 负债与所有者权益结构：所有者权益不断增厚



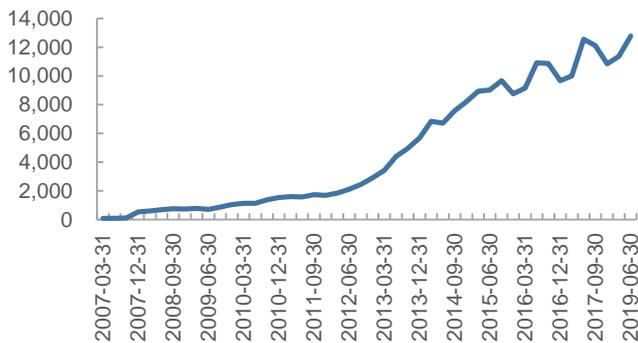
资料来源: 德邦证券研究所
注: 应付款=应付账款+应付票据

3.4.2 销售返利: 利润蓄水池

2011年起, 其他流动负债(主要是销售返利)余额大幅提升, 主要由于公司计提销售返利大幅增加, 同时, 2010年-2018年, 销售费用支付的现金(现金流量表科目)均低于65%, 最低时只占销售费用的13%, 表明公司预提销售返利额度非常大, 这部分返利虽在利润表中计入“销售费用”, 但并没有通过现金流出, 沉淀在公司体内的或需要在未来年度的兑现的返利不断增加, 成为利润的蓄水池。2018年末, 其他流动负债中的销售返利余额达到619亿元, 2015-2018年复合增速4.0%, 持续稳步提升。

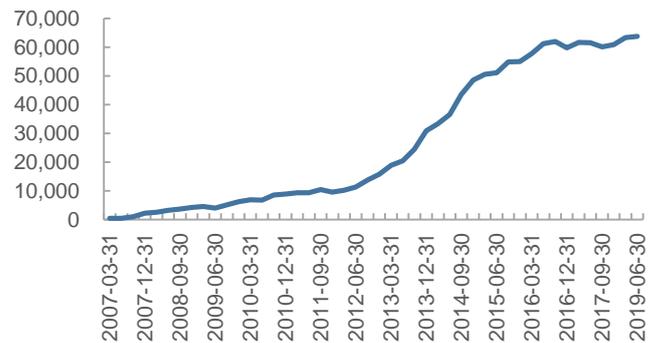
同时, 递延所得税资产余额也大幅提升, 递延所得税资产产生的原因是计提的费用多于税务认定的, 格力的真实的盈利能力或比“净利润”指标更为优秀。

图 48 递延所得税资产 (百万元)



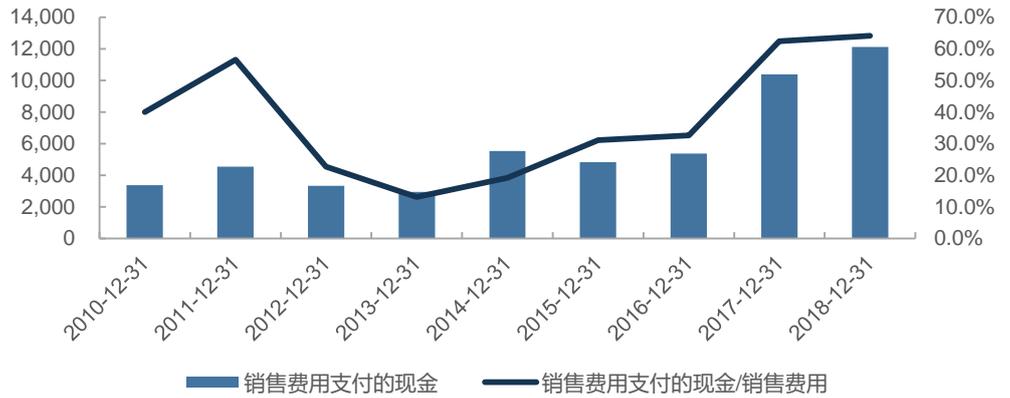
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 49 其他流动负债 (百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 50 销售费用支付的现金/销售费用



资料来源: wind, 德邦证券研究所

3.4.3 ROE 超群、分红高

格力 ROE 高达 33.4%，高于 A 股主要家电企业，主要得益于较高的毛利率与净利率，毛利率为 30.23%，净利率为 13.31%，权益乘数 2.71，总资产周转率 0.86。

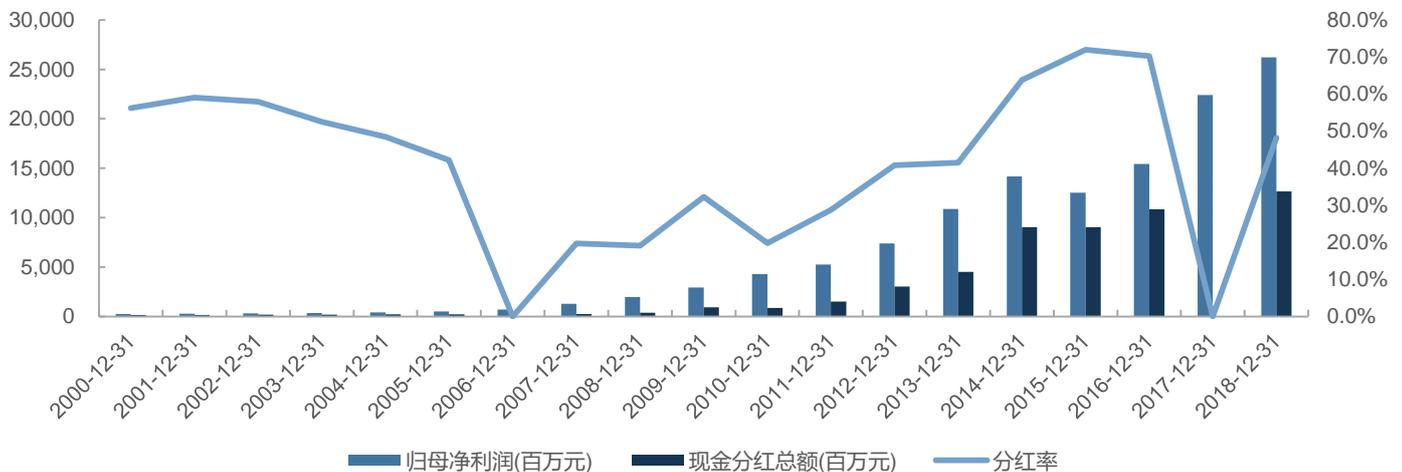
表 4 格力 ROE 位于行业前列

	ROE	毛利率	净利率	权益乘数	总资产周转率
格力电器	33.40	30.23	13.31	2.71	0.86
美的集团	25.80	27.54	8.34	2.85	1.02
青岛海尔	20.78	29.00	5.33	3.02	1.15
老板电器	26.07	53.52	19.98	1.54	0.85
华帝股份	28.34	47.34	11.38	1.98	1.28
苏泊尔	30.07	30.86	9.35	1.80	1.80
九阳股份	20.43	32.13	9.08	1.74	1.36
海信科龙	19.78	19.01	3.95	2.77	1.66

资料来源: wind, 德邦证券研究所

自 1996 年上市以来，公司累计现金分红 544 亿元，平均分红率 38.33%，从 2012 年以来，每年分红率都在 40% 以上（除 2017 年没分红外），在 2015 年高达 72%。公司经营稳健、业绩持续提升、现金流充足，预计未来公司将能够继续赚取稳定现金流，为股东提升丰厚的分红收益。

图 51 分红 (百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

3.5 企业文化、战略与执行

一个产品到消费者需要经过研发、生产、销售、安装等多个环节。空调的技术差异不大，但一个品牌的产品之所以得到消费者的认可、持续去购买它，不仅仅是因为产品技术有差异，同时需要各个环节的推力，包括各级经销商、零售商的宣传推广、安装与售后服务等方面的配合，其中一个环节出现了问题，都会使得消费者对一个品牌失去信任。而这每一个环节的配合和有效执行则需要明确的战略方向以及执行到位。

(1) 坚持“精品战略”。

公司 25 年来坚持实施“精品战略”——打造精品企业、制造精品产品、创立精品品牌，始终坚持走“自主创新”的发展道路。在 90 年代许多家电厂商走多元化道路，当时格力电器董事长朱江洪对格力的经营战略明确为“大哥大论”，空调在中国普及晚，一些厂商等不及，搞东方不亮西方亮，忙于走多元化道路，格力要走专业化道路，做空调市场的大哥大，“掌握市场主动权”、“赶得早，不如赶得巧”。“精品战略”下，格力始终专注空调行业，对核心零部件自主研发，各个环节力求做到最好。

(2) 以客户利益为中心。

经销商和消费者本质上都是公司的客户，只不过利益诉求不同，经销商的诉求是盈利，消费者的诉求是优质的产品和服务，格力始终高度重视经销商和消费者的利益。经销商有利可图，才能保证渠道体系的稳定，使得销售顺畅，董明珠在《棋行天下》中写道，“让经销商有利可图，相信做格力能赚钱，才会去买格力的产品。本着共存共荣，让厂家商家均有利可图。”

重视消费者的利益。“坚持不拿消费者做试验品，产品要经过 80 多小时的运转试验，提高产品的可靠性”、“在技术成熟的领域，各种产品技术差别不大，服务是争取客户最直接，最有内涵，最富有感情的手段，未来市场竞争的焦点不再是市场份额，而是顾客份额。”

(3) 执行力强。

格力的销售政策是行业内纷纷模仿的对象，但却没有被复制和超越，主要是由于执行到位。和经销商的合作基于信任，多年来格力销售政策没有太大变化，稳定的销售政策在经销商队伍中形成了良好的信誉，同时严格按照规章制度执行，形成了稳定且长期的合作关系。

董明珠在《棋行天下》中写道：“占领市场的根本是产品质量的稳定性和规范的服务，不会是单纯的低价位竞争”、“政策不是不能修改，但是有约在前，如果朝令夕改，会影响政策的稳定性”。“和经销商打交道，有四条原则：1) 第一不能建立在私人买卖关系上，对经销商一视同仁，按规章制度来；2) 第二要驾驭市场，给经销商建设性意见，正确思想去推品牌；3) 树立正确的经营思想，好的经销商是认真研究市场，对消费者负责，不是跟厂家讨价还价、对消费者欺骗；4) 不要参进去私利，销售政策才能够得以执行到底。”

4. 投资建议

4.1 盈利预测

假设：

假设 1、行业销量：预计 2019/2020/2021 年行业出货量增速 2%/5%/7%

空调销量增速呈现周期性波动趋势，大致三年一周期，与地产销售面积与有较强相关关系，房地产通过“期房销售—竣工—空调零售需求”的传导路径对空调零售需求产生影响，期房至竣工大约 2 年周期，而竣工到零售需求大致 1 年周期，而厂商通过对零售端的预期以及库存情况调整出货节奏。空调作为大件耐用品，受到住宅销售面积下滑以及在宏观经济增速放缓下，居民消费意愿下滑，18 年三季度以来空调零售量持续负增长，空调内销出货量增速自 2017 年三季度以来增速持续下降，2019 年 1-9 月行业内销量累计同比下降 1.5%，处于景气度低谷水平，随着行业走出周期低谷，预计 2019/2020/2021 年行业出货量增速 0%/5%/10%。

图 52 格力内销量与住宅销售有一定相关性



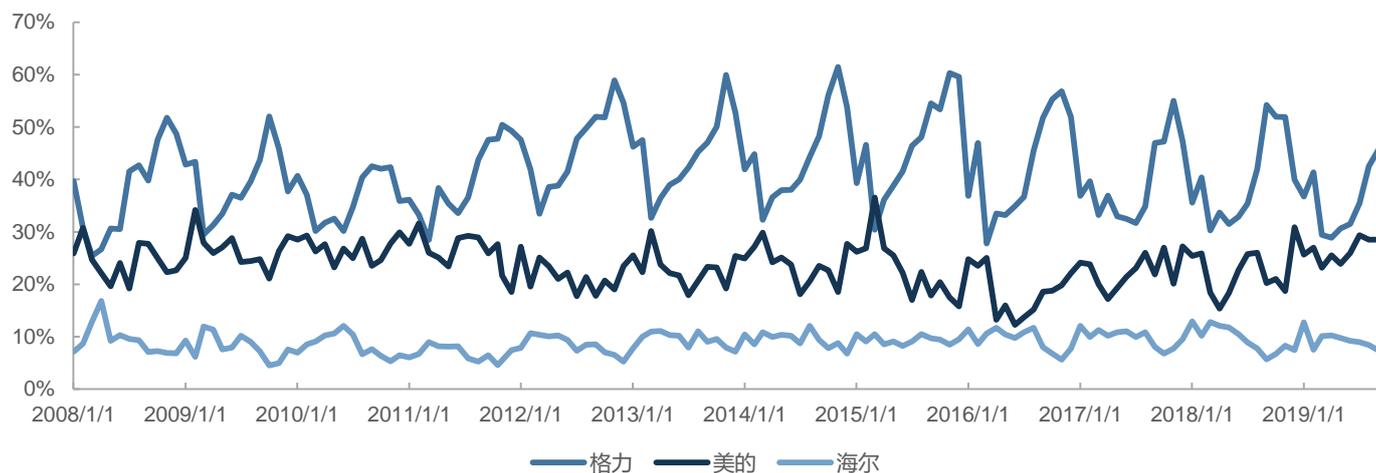
资料来源：wind，德邦证券研究所

假设 2、格力市场份额：预计 2019/2020/2021 市场份额为 36.5%/37.0%/37.0%

2019 年 1-9 月格力内销量累计同比下降 4.8%，1-9 月累计市场份额 34.7%，同比下滑 1.5pct。

格力出货节奏呈现较为明显的季节性因素，但 2018 年下半年，在零售端回落、其他品牌出货放缓背景下，格力按照以往的节奏淡季出货，同时在上半年行业集体降价的情况下，格力零售均价保持稳定，导致渠道库存相对较高。因此今年以来，格力出货节奏较其他厂商放缓，份额回落 1.5pct。长期来看，我们认为公司产品与产品在行业内竞争力不变，短期的出货节奏的变动不影响公司长期竞争力，预计在零售端复苏、库存逐步去化后，公司市场份额将回升至前期水平（2017 年-2018 年的市场份额分别为 38.6%和 38.1%），预计 2019/2020/2021 市场份额为 36.0%、36.5%、37.0%。

图 53 格力市场份额季节性较明显



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

预计 2019/2020/2021 年空调内销收入分别增长 1.0%/9.7%/14.9%，出口收入分别增长 0.1%/12.9%/8.2%，空调收入合计增长 0.9%/10.1%/13.9%。预计在 2019/2020/2021 年格力电器营业收入增速分别为 3.6%/10.8%/13.4%，归母净利润分别增长 4.2%/10.9%/13.1%。

表 5 空调收入预测

单位 百万	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
行业内销量 万台	6,049	8,875	9,281	9,467	9,940	10,636
yoy	-3.5%	46.7%	4.6%	2%	5%	7%
格力份额	42.7%	38.6%	38.1%	36.5%	37.0%	37.0%
格力内销量 万台	2,584	3,423	3,539	3,455	3,678	3,935
yoy	-5.4%	32.5%	7.0%	-2.4%	6.4%	7.0%
单价-内销(元/台)	2,780	3,065	3,770	4,034	4,034	4,155
yoy	7.9%	10.3%	23.0%	7%	0%	3.0%
空调内销收入	71,836	104,916	133,412	139,375	148,349	163,495
yoy	2.1%	46.1%	27.2%	4.5%	6.4%	10.2%
行业出口量 万台	4,793	5,295	5,788	5,788	6,077	6,381
yoy	9.7%	10.5%	9.3%	0%	5%	5%
格力份额	21.3%	22.2%	24.1%	23%	24%	24%
格力出口量 万台	1,020	1,176	1,397	1,331.24	1,458.58	1,531.50
yoy	14.8%	15.3%	18.8%	-4.7%	9.6%	5.0%
单价-出口(元/台)	1,593	1,573	1,594	1,722	1,773	1,827
yoy	6.1%	4.9%	1.4%	8%	3%	3%
空调出口收入	16,250	18,494	22,270	22,919	25,865	27,973
yoy	21.9%	13.8%	20.4%	2.9%	12.9%	8.2%
空调收入合计	88,085	123,410	155,682	162,295	174,214	191,468
yoy	5.2%	40.1%	26.2%	4.2%	7.3%	9.9%

资料来源：德邦证券研究所

表 6 营业收入预测

单位 百万	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
空调	88,085	123,410	155,682	162,295	174,214	191,468
yoy	5.2%	40.1%	26.2%	4.2%	7.3%	9.9%
生活电器	1,718	2,301	3,794	5,312	6,905	8,286

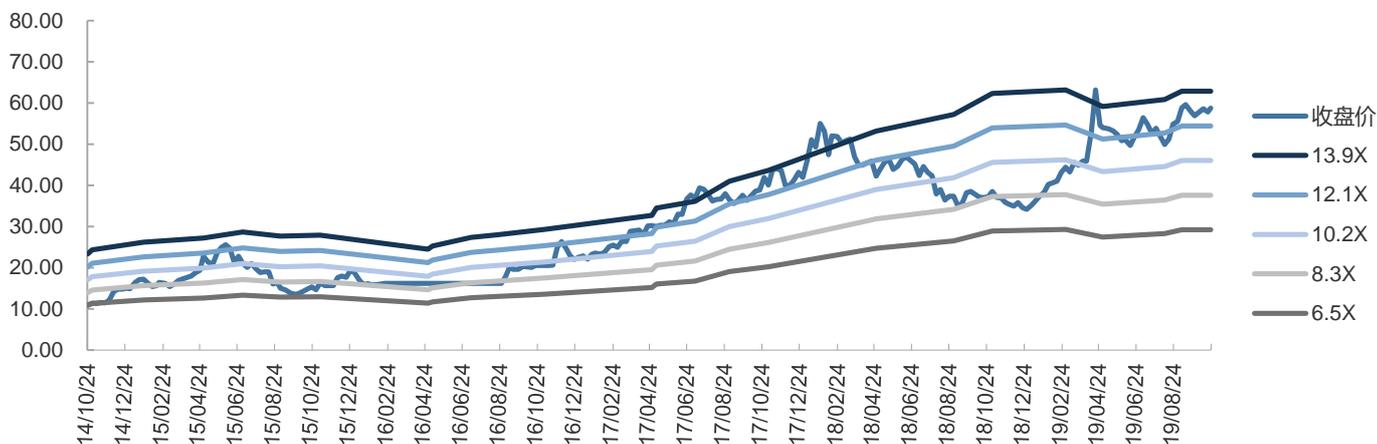
yoy	12.8%	33.9%	64.9%	40%	30%	20%
智能装备		2,126	3,109	3,731	4,477	5,372
yoy			46.2%	20.0%	20%	20%
其他	20,310	22,182	37,439	41,183	45,301	49,831
yoy	32.5%	9.2%	68.8%	10.0%	10.0%	10%
收入合计	110,113	150,020	200,024	212,520	230,897	254,958
yoy		36.2%	33.3%	6.2%	8.6%	10.4%

资料来源：德邦证券研究所

4.2 估值与投资建议

2015年-2019年，格力估值在8-12倍波动，最高到16倍(2018年2月)，最低到6倍(2015年9月)，近五年中枢在10倍左右。

图 54 2015-2019 年，估值中枢 10 倍，在 8-12 倍波动



资料来源：德邦证券研究所

格力估值水平与出货量增趋势较为一致，但今年以来，估值与出货量呈现背离。主要由于在减税降费、混改的预期下，市场预期提升，今年格力估值从最低点 8 倍(2月)提升至目前 13 倍。我们认为在混改逻辑有望提升公司治理结构，管理层激励机制有望完善，有利于公司未来长期发展。给予格力 13-15 倍合理估值。

图 55 格力内销量累计同比与估值基本呈一致趋势



资料来源：德邦证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。考虑到行业处于景气度低谷，预计伴随着零售端见底回升，公司出货将逐步回暖，我们预计公司 2019-21 年收入分别为 2025/2309/2550 亿元，归母净利润 286/312/343 亿元，对应 EPS 为 4.75/5.18/5.70 元，当前股价对应 19-21 年市盈率为 13/12/11 倍。考虑到混改落地后，治理结构有望改善，分红确定性或将提升，我们认为公司合理估值水平在 13-15 倍，对应目标价 67.34-77.70，给予“增持”评级。

5.风险提示

渠道库存高于预期，地产销售持续低迷，行业竞争加剧

敏感性分析：

假设期房到竣工大致两年周期，而竣工到零售端需求大致 1 年，我们通过 2019 年竣工预测 2020 年零售端需求。

根据中怡康数据，2019 年前 10 月线下零售量累计下滑 9.6%，线上零售量累计同比 18.3%，假设线上线下占比 3:7，合计约下滑 1.3%，2018 年竣工面积累计同比 8.1%。

2014 年-2018 年，空调存量从 3.75 亿台增长至 4.65 亿台，复合增速为 6.5%，由于更新需求由存量决定，我们假设更新需求增速为 6%，根据 2020 年零售量需求增速=地产对需求的拉动占比*前一年竣工变动+更新需求占比*更新需求增速，得出以下测算结果，中性分析下，2020 年零售需求增速在 3%左右，由负转正。

表 7 敏感性分析：地产对空调零售量影响

地产需求占比 竣工面积下滑幅度	50.0%	52.0%	54.0%	56.0%	58.0%	60%
-10%	-2.00%	-2.32%	-2.64%	-2.96%	-3.28%	-3.60%
-8%	2.12%	1.98%	1.84%	1.70%	1.56%	1.42%
-6%	2.87%	2.76%	2.65%	2.54%	2.43%	2.32%
-4%	3.83%	3.75%	3.68%	3.61%	3.53%	3.46%
-2%	4.77%	4.73%	4.70%	4.66%	4.63%	4.59%
0%	5.71%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%	5.72%

资料来源：德邦证券研究所测算

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	200024	212520	230897	254958
每股收益	4.36	4.75	5.18	5.70	营业成本	138280	144915	156786	172172
每股净资产	15.18	17.20	19.22	21.43	毛利率%	30.9	31.8	32.1	32.5
每股经营现金流	4.48	5.49	5.85	6.50	营业税金及附加	1742	1851	2011	2220
每股股利	0.00	2.83	3.16	3.49	营业税金率%	0.9	0.9	0.9	0.9
价值评估 (倍)					营业费用	18900	21252	23090	26261
P/E	8.19	13.42	12.31	11.18	营业费用率%	9.4	10.0	10.0	10.3
P/B	2.35	3.71	3.32	2.98	管理费用	4366	4639	5040	5565
P/S	1.92	1.81	1.66	1.50	管理费用率%	2.2	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	3.76	7.69	6.68	5.76	研发费用	6988	6376	6927	7649
股息率%	0.0	4.4	5.0	5.5	研发费用率%	3.5	3.0	3.0	3.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	29748	33489	37044	41092
毛利率	30.9	31.8	32.1	32.5	财务费用	-948	-1058	-1213	-1370
净利润率	13.1	13.5	13.5	13.5	财务费用率%	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
净资产收益率	28.7	27.6	26.9	26.6	资产减值损失	262	1483	1995	2495
资产回报率	10.4	10.8	10.9	11.2	投资收益	107	280	300	350
投资回报率	-1645.2	-2199.2	13829.0	2565.0	营业利润	30997	34043	37113	40867
盈利增长 (%)					营业外收支	277	80	80	80
营业收入增长率	33.3	6.2	8.6	10.4	利润总额	31274	34123	37193	40947
EBIT 增长率	14.3	12.6	10.6	10.9	EBITDA	32858	36472	40352	44637
净利润增长率	17.0	9.1	9.0	10.1	所得税	4894	5340	5821	6408
偿债能力指标					有效所得税率%	15.7	15.7	15.7	15.7
资产负债率%	63.1	60.4	58.7	57.3	少数股东损益	176	192	210	231
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	归属母公司所有者净利润	26203	28591	31162	34308
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.3					
现金比率	0.7	0.8	0.8	0.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	113079	126104	137965	151378
应收帐款周转天数	74.5	74.5	74.5	74.5	应收款项	43611	43393	47145	52058
存货周转天数	48.3	48.3	48.3	48.3	存货	20012	19167	20738	22773
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	其它流动资产	23009	25064	27466	29990
固定资产周转率	11.2	11.7	13.0	14.6	流动资产合计	199711	213728	233314	256199
					长期股权投资	2251	2251	2251	2251
					固定资产	18386	18022	17632	17207
					在建工程	1664	2164	2464	2464
					无形资产	5205	5086	4967	4848
					非流动资产合计	51523	51540	51332	50787
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	251234	265268	284646	306986
净利润	26203	28591	31162	34308	短期借款	22068	23000	24000	25000
少数股东损益	176	192	210	231	应付账款	49823	49330	53371	58608
非现金支出	3372	4466	5303	6040	预收账款	9792	10404	11303	12481
非经营收益	-1599	3	208	183	其它流动负债	76004	76653	77718	79105
营运资金变动	-1211	-207	-1713	-1665	流动负债合计	157686	159386	166392	175194
经营活动现金流	26941	33045	35169	39096	长期借款	0	0	0	0
资产	-3831	-4220	-5020	-5420	其它长期负债	833	833	833	833
投资	-9797	0	0	0	非流动负债合计	833	833	833	833
其他	-8218	280	300	350	负债总计	158519	160220	167226	176027
投资活动现金流	-21846	-3940	-4720	-5070	实收资本	6016	6016	6016	6016
债权募资	3407	932	1000	1000	普通股股东权益	91327	103468	115631	128938
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1388	1580	1790	2020
其他	-893	-17013	-19588	-21613	负债和所有者权益合计	251234	265268	284646	306986
融资活动现金流	2514	-16080	-18588	-20613					
现金净流量	7609	13025	11861	13413					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 01 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。