

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：韩雪

0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

## 上有大空间 下有高壁垒

### ——格力电器深度报告

#### 投资要点：

- **空间有多大？** 2011年格力电器国内的市场份额已经高达39%，但是在销量和盈利能力上仍有较大增长空间。1) 国内空调市场和海外市场仍有较大的增长空间，即整个市场规模在扩大。实现稳定水平后，我国空调每年的更新需求约为9700万台。在此之前，更新需求和新增需求叠加，有些年份将接近1亿台/年。2) 格力的市场份额不断提升，公司未来销量仍有较大的增长空间，并且随着公司议价能力的增强，公司盈利能力也将不断提升。
- **壁垒是否稳固？** 引入综合竞争力分析模型，分析认为格力的综合竞争力系统构筑了非常稳固的壁垒。格力具有以专业化精品发展战略为导向，技术研发、采购、生产、产品、品牌和渠道各环节相互促进的综合竞争力系统。竞争对手或许能模仿其中一两个环节，但是由于很多环节是经过长期积累才能形成，所以模仿整个系统几乎是不可能的。
- 格力电器的难以被模仿的综合竞争力使公司议价能力不断增强、市场份额的不断提升，是未来公司销量和盈利能力提升的可靠保证。
- **盈利预测与投资建议。** 格力的综合竞争力系统构筑了非常稳固的壁垒。格力电器的难以被模仿的综合竞争力使公司议价能力不断增强、市场份额的不断提升，是未来公司销量和盈利能力提升的可靠保证。预计公司未来三年EPS分别为2.32、2.80及3.28元，对应目前股价PE分别为10、8.3及7倍，公司未来三年净利润的年复合增速在20%以上可期，公司业绩的增长对股价形成良好地支撑，给予“增持”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	83,517	100,189	117,652	135,673
增长率(%)	37%	20%	17%	15%
净利润（百万元）	5237	6970	8431	9874
增长率(%)	22%	33%	21%	17%
摊薄每股收益（元）	1.86	2.32	2.80	3.28
ROE(%)	28.5%	25.5%	24.7%	23.4%

## 目 录

一、 上有大空间 .....	5
1、 国内市场增长空间大 .....	5
2、 海外新兴市场增长空间大 .....	8
3、 公司市场份额提升 .....	8
4、 盈利能力有提升空间 .....	10
二、 下筑高壁垒 .....	11
1、 公司综合竞争力分析模型 .....	11
2、 公司的战略定位：专业+精品 .....	13
3、 各环节围绕战略定位形成整体 .....	13
三、 稳固壁垒在财务上的体现 .....	16
1、 高预收账款、应付账款和应付票据 .....	16
2、 高溢价带来高毛利 .....	18
3、 高 ROE .....	18
四、 风险因素 .....	19
五、 盈利预测和投资建议 .....	21
1、 绝对价值评估：32.51-32.87 元 .....	21
2、 相对价值评估 .....	22

## 图表目录

图表 1、我国城镇和农村空调保有量（台/百户）	5
图表 2、我国各省空调保有量（台/百户）	6
图表 3、我国空调新增需求预测	6
图表 4、空调内销量 2001-2011，及预计更新时间	7
图表 5、2011 年各地区出口占比	8
图表 6、公司 2010 年度产品主要销售分布区域	8
图表 7、我国家用空调行业经历了四个发展阶段	9
图表 8、2010 冷冻年度国内家用空调市场销量定位图	9
图表 9、空调零售市场份额变化	9
图表 10、2003-2011 年格力市场份额情况	9
图表 11、空调行业形成双寡头格局	10
图表 12、各品牌空调产品均价（元）	11
图表 13、各空调品牌 3500 元以上产品的销量占比（2012 年 3 月）	11
图表 14、企业综合竞争力分析模型	12
图表 15、公司取得的技术突破	14
图表 16、格力标准与国家标准比较举例	15
图表 17、各品牌空调产品均价（元）	15
图表 18、格力高价位产品占比	15
图表 19、格力销售渠道	16
图表 20、格力电器的综合竞争力分析	16
图表 21、预收账款/收入	17
图表 22、应付账款和应付票据/成本	17
图表 23、预收账款、应付票据和应付账款（百万）	17
图表 24、各价格段空调的毛利率	18
图表 25、ROE（%）	18
图表 26、净利率（%）	18
图表 27、总资产周转率（%）	19
图表 28、资产负债率（%）	19
图表 29、格力电器对上下游占款能力强	19
图表 30、空调产品成本结构	20
图表 31、DDM 估值	21
图表 32、FCFF 估值	22
图表 32、可比公司估值比较	22
图表 33、格力电器历史动态市盈率	23

**报告特点:**

本报告主要从两方面分析格力电器：首先分析格力电器在超过 40%的国内市场份额后，未来发展空间如何；然后分析了格力电器构建了怎样的壁垒来实现市场份额的不断提升和议价能力的增强，以及壁垒是否稳固。

**■ 观点聚焦:**

提出研究企业竞争壁垒的企业综合竞争力分析模型。认为能够构筑稳固竞争壁垒的企业竞争力是一个系统工程，包括品牌、技术、产品和渠道等多个关键因素的相互协同和配合，形成以战略定位为指导的整体系统。

这与以往独立的分析企业某一个核心竞争力的思路不同，模型将外部竞争环境与公司的内部运营结合分析，并将其作为一个环环相扣的整体。

格力电器具有以专业化精品发展战略为导向，技术研发、采购、生产、产品、品牌和渠道各环节相互促进的综合竞争力系统。这一系统构筑了非常稳固的壁垒。竞争对手或许能模仿其中一两个环节，但是由于很多环节是经过长期积累才能形成，所以模仿整个系统几乎是不可能的。

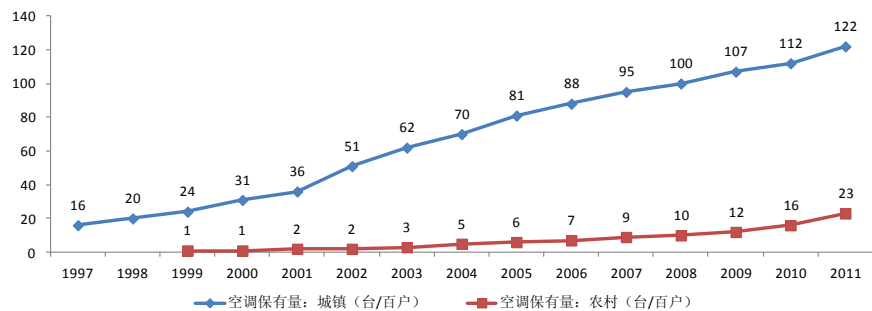
## 一、上有大空间

2011 年格力电器国内的市场份额已经高达 39%，但是在销量和盈利能力上仍有较大增长空间。一方面国内空调市场和海外市场仍有较大的增长空间，即整个市场规模在扩大；另一方面格力的市场份额不断提升，公司未来销量仍有较大的增长空间，并且随着公司议价能力的增强，公司盈利能力也将不断提升。

### 1、国内市场增长空间大

国内空调市场总量：按照我国有 4 亿户家庭计算，空调保有量进入稳定阶段后，国内市场总保有量为 8 亿台。目前我国市场总保有量约为 4.8 亿台，还有 3.2 亿台的市场增长空间，即国内空调市场保有规模还可扩大接近一倍。

图表 1、我国城镇和农村空调保有量（台/百户）



资料来源：WIND、国海证券研究所

#### 1.1、国内空调新增需求测算

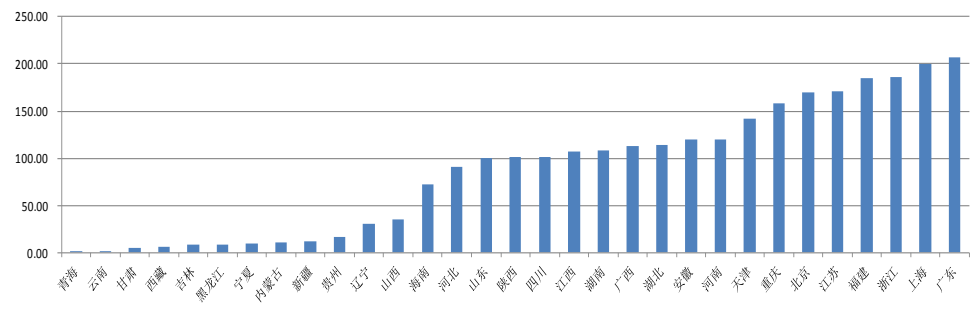
##### (1) 新增需求之城镇市场：3340 万台/年

2011 年我国城镇保有量 122 台/百户，而日本 1999 年进入稳定阶段后每百户有 206 台。我们认为我国城镇保有量提升到 200 台/百户是合理的，原因如下：

目前高纬度地区、中西部及三四线城市保有量很低，随着收入提高、极端气候的增加以及消费习惯的改变，这些地区的保有量将提升；

发达地区由于城市热岛效应的加剧，空调保有量将进一步提升。

图表 2、我国各省空调保有量（台/百户）



资料来源：WIND、国海证券研究所

我国目前的空调保有量相当于日本 80 年代中期的水平。日本进入稳定阶段是 1999 年，用了 15 年的时间。保守估计，假设我国城镇保有量用 20 年的时间达到 206 台/百户，测算我国城镇市场每年的新增需求达到 3340 万台（参见图表 3）。

### （2）新增需求之农村市场：455 万台/年

目前农村及三四线城市的空调保有量较低，有较大增长空间，农村市场空调需求有望逐步释放的原因是：

按照农村居民的购买习惯，购买空调排在彩电、冰箱、洗衣机之后，这也体现在空调的城乡保有量差距最大。随着其他三件大家电普及率提升，农村居民购买空调的意愿渐显；

第一轮家电刺激政策远未释放农村市场的空调需求，但是对其消费习惯的改变有积极影响；

外来务工人员薪资提高，购买力增强，并且将带动农村消费习惯向城市靠拢。

随着农村人均收入水平的不断提高，加上节能补贴新政的实施以及农村基础设施的完善，农村新增需求的增长潜力有望逐步启动。保守假设 20 年后农村保有量达到 80 台/百户，测算我国农村市场每年的新增需求达到 455 万台（参见图表 3）。

图表 3、我国空调新增需求预测

	2011	2031E	新增市场空间	未来每年新增需求
城镇新增需求	人口 6.9 亿，假设每户有 3 人，约有 2.3 亿户 每户保有量：122 台/百户	假设人口年增速 3.5%，每户有 3 人，约有 4.6 亿户 每户保有量：206 台/百户	6.67 亿台	约 3340 万台
农村新增需求	人口 6.5 亿，假设每户有 4 人，约有 1.64 亿户 每户保有量：23 台/百户	假设人口年增速 -0.1%，每户有 4 人，约有 1.61 亿户 每户保有量：80 台/百户	0.91 亿台	约 455 万台

资料来源：国海证券研究所

注：随着城镇化水平提高，农村人口减少。

我国城镇市场和农村市场每年的新增需求可达  $3340+455=3800$  万台。这是保守估计得出的数据，如果达到稳定水平的时间少于 20 年，那么每年的新增需求高于 3800 万台。

### 1.2、国内空调更新需求测算：2500-4000 万台/年

空调在城镇第一次普及集中在 2001-2004 年间，考虑空调的使用年限(8-10 年)，目前正逐渐进入空调的更新换代期。预计 2012-2020 年的更新需求对应 2003-2011 年的内销量，约为 2000-6000 万台。

图表 4、空调内销量 2001-2011，及预计更新时间

	空调销量（万台）	预计更新时间
2002-12	605	2010-2012
2003-12	2085	2011-2013
2004-12	2834	2012-2014
2005-12	2634	2013-2015
2006-12	2647	2014-2016
2007-12	3193	2015-2017
2008-12	2965	
2009-12	3767	
2010-12	5157	
2011-12	6035	

资料来源：产业在线，国海证券研究所

注：受统计数据所限，2002 年内销数据为 7-12 月累计数。

按保守预测，当 2031 年我国空调市场达到稳定水平，城镇保有量达到 206 台/百户，农村达到 80 台/百户，那么国内市场总保有量可接近 9.7 亿台。即实现稳定水平后，我国空调每年的更新需求约为 9700 万台。在此之前，更新需求和新增需求叠加，有些年份将接近 1 亿台/年。

### 1.3、国内商用空调市场测算：2000 万台/年

广义上商用空调包含中央空调和工商业制冷设备两大类。

**中央空调：**随着城市化进程加快、国家刺激消费政策不断推出，商务场所、娱乐场所及基础设施建设不断增多，未来中央空调行业尚有很大的发展空间。根据中国制冷空调工业协会预测，未来国内中央空调市场仍将以年均 20% 的速度增长。此外，户式中央空调的推出满足了高密度住宅和别墅住房的需要，由于该产品将家用房间空调器与中央空调的优点结合起来，面临较大发展机遇。中国家电协会预计，未来几年内国内户式中央空调市场将呈现几何级数的增长势头，年均市场容量约 100 亿元左右。

**工商业制冷设备：**随着《物流业调整和振兴规划》及《农产品冷链物流发展规划》等政策的相继出台，产业在线预计未来十年冷链物流市场将以 15.6% 的复合增长率进行增长，必将带动相应的冷冻冷藏设备市场的快速发展。

预计商用空调每年增长将在 15% 以上，每年贡献销量超过 2000 万台。

## 2、海外新兴市场增长空间大

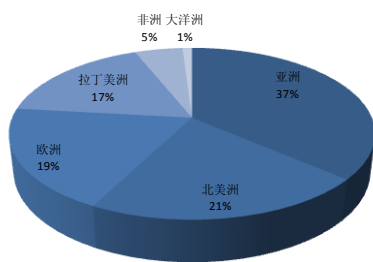
目前我国空调行业的总产量占全球总量的 80%以上。从出口地区看，目前亚洲、北美洲和欧洲的出口比重比较大。新兴市场如中东、拉美、非洲、东南亚等地区保有量仍然较低，而这些地区人口密度大且多处于低纬度，所以增长空间巨大。

海外市场在扩大，我国空调出口比重也有上升的趋势：

一方面中国空调制造商与国际制造商产品技术和质量差距的不断缩小，尤其是收窄了商用空调产品等高端产品的技术差距，有利于中国空调制造商进一步扩大出口市场份额以及促进出口产品的结构升级；

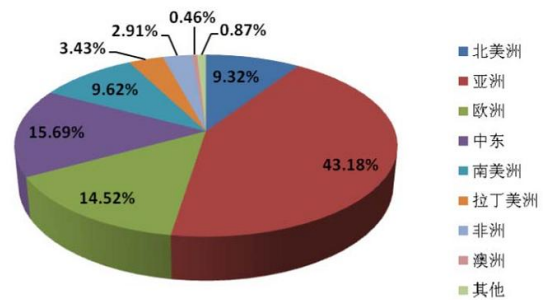
另一方面，我国空调企业利用劳动力成本低廉和规模化生产的优势，向国际市场提供具有较高性价比的空调产品。更重要的是，部分企业正在通过技术研发和创新、品牌塑造、经营管理水平提升、渠道建设和维护等，竞争力不断增强。

图表 5、2011 年各地区出口占比



资料来源：产业在线、国海证券研究所

图表 6、公司 2010 年度产品主要销售分布区域



资料来源：产业在线、国海证券研究所

## 3、公司市场份额提升

### 3.1 国内品牌集中度提高

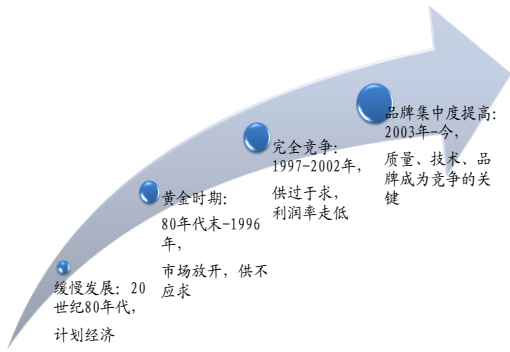
在空调行业整体竞争加剧的市场环境中，以格力、美的、海尔组成的第一阵营的国内市场份额不断扩大，中小品牌的市场份额大幅度萎缩。

三大品牌的总出货量自 2001 年度以来一直未曾出现过下降，增长幅度远超同期行业增长水平，即使在 2009 年全行业出货量大幅下滑的背景下，三大品牌的总出货量仍保持了 7% 的增长。在 2006 年度，第一阵营的国内市场份额首次超过 50% 后，市场占有率持续提高，到 2010 冷冻年度，三大品牌市场占有率合计达 71.13%，中国空调产业的寡头竞争格局已经非常稳固，尤其是前两大品牌的集中度提高幅度远超三大品牌集中度的提高幅度，内销市场已呈现出双寡头竞争格局。



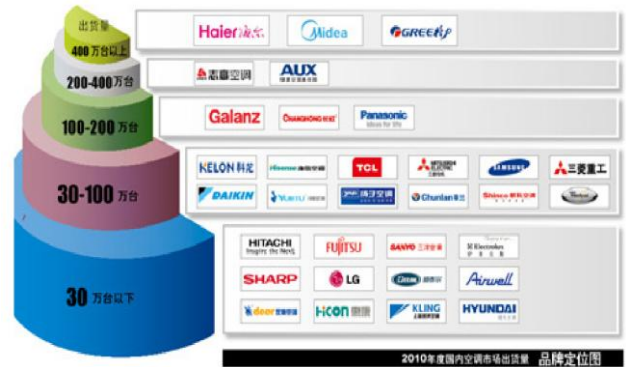
节能新政也将加速业绩分化，龙头企业的市场份额将提升。补贴新政由粗放式向精细式转变，产品竞争力强的龙头企业将受益。龙头企业一方面受益于产品结构升级及政策补助带来的盈利改善，另一方面也将受益于因政策补助择优化导致的三四线品牌竞争力下滑带来的市场集中度提升。未来市场份额将进一步向具备技术、品牌、渠道及规模优势的龙头企业集中。

图表 7、我国家用空调行业经历了四个发展阶段



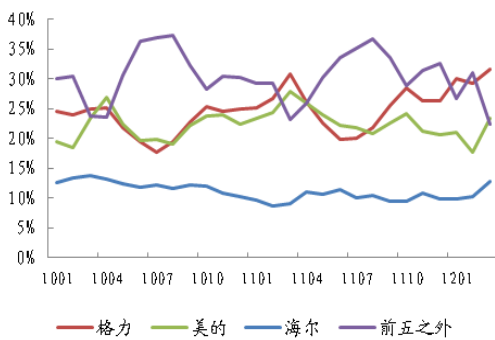
资料来源：国海证券研究所

图表 8、2010 冷冻年度国内家用空调市场销量定位图



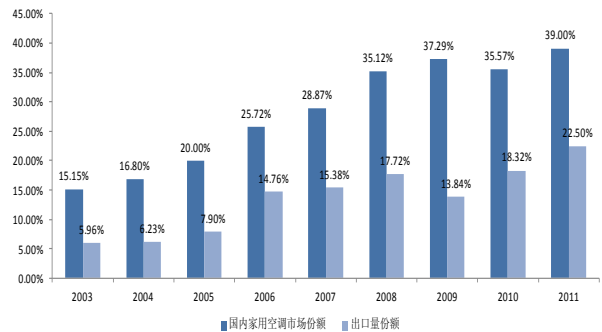
资料来源：艾肯家电网，国海证券研究所

图表 9、空调零售市场份额变化



资料来源：Wind 资讯，公司公告，国海证券研究所

图表 10、2003-2011 年格力市场份额情况



资料来源：艾肯家电网，国海证券研究所

### 3.2 外资品牌在我国份额下降

从内外资品牌的比较看，国内一线品牌市场占有率稳固并逐步扩张，外资品牌市场份额却从 2000 冷冻年度的 20% 下降到 2010 冷冻年度的 7.04%。外资品牌市场份额逐渐下降的原因是：一方面，近些年国内空调企业，尤其是三大内资空调企业在技术和产品质量方面的差距与外资品牌逐年缩小甚至超越；另一方面，国产品牌通过庞大的推广投入和激进的价格策略，迅速扩大了在变频和定速高效产品领域内的市场份额，挤压了外资品牌的规模再扩大的空间。

### 3.3 格力的市场份额仍有较大提升空间

(1) 非强势地区市场份额有提升空间。格力空调在影响强势地区如安徽、河南、湖南等地市场占有率超过 60%，部分影响弱势地区的市场份额较低，有较大提升空间。

(2) 格力的优质产品更容易获得更新需求的青睐。更新需求的消费者对空调产品了解充分，更注重产品的品质和使用体验。格力产品的良好口碑和品质能够赢得更多更新需求消费者的信任。

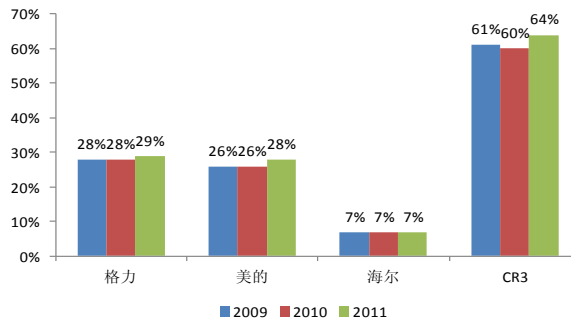
(3) 公司加大对商用空调研发的投入，随着公司逐步攻克并掌握商用空调的相关核心技术，凭借公司自身在技术、质量、营销以及售后服务等方面的优势，公司将在商用空调领域占有更多的市场份额。

## 4、盈利能力有提升空间

### 4.1 行业竞争格局比较稳定

空调行业双寡头格局比较稳定，竞争格局优于冰箱、洗衣机等白电。2011 年中期以来，美的进行了全面的战略转型，由此前的扩张型战略（通过性价比占领市场）转向“提均价保盈利”战略，行业竞争进一步有所改善。

图表 11、空调行业形成双寡头格局



资料来源：产业在线，国海证券研究所

### 4.2 产品议价能力强

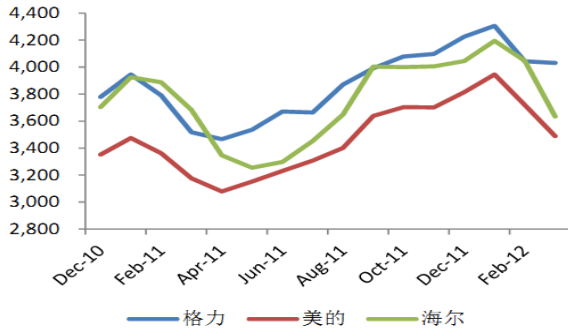
格力作为强势的行业龙头，历来不打价格战，而以产品、服务取胜，其产品均价高于国内空调品牌。

格力的中高价位产品销售量占比最高，达到 66%，高于松下等国际品牌。消费者在购买高价位产品时更关注品牌和产品品质，公司在“精品战略”指导下，对产品质量要求非常严格，这体现出格力与竞争对手较量的是品牌、产品和服务，而不是通过压低价格。

未来公司将有望通过推出更多高品质和技术领先的新产品，享受创新和品牌的合

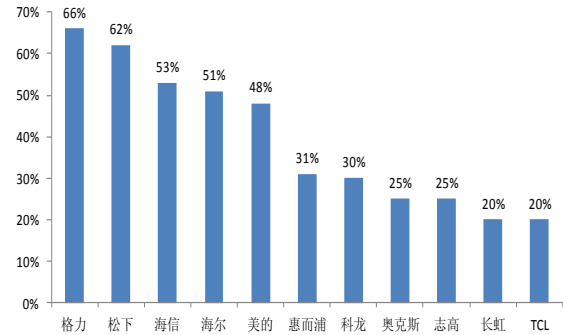
理溢价。

图表 12、各品牌空调产品均价（元）



资料来源：中怡康，国海证券研究所

图表 13、各空调品牌 3500 元以上产品的销量占比（2012 年 3 月）



资料来源：中怡康，国海证券研究所

## 二、下筑高壁垒

格力仅靠空调一个产品就实现在过去 18 年收入增长了 128 倍，年复合增长 31%，净利润增长了 108 倍，年复合增长 30%。格力如何实现超越行业波动的稳定增长，成就当前稳固的龙头地位？公司内在的综合竞争力是决定性因素。

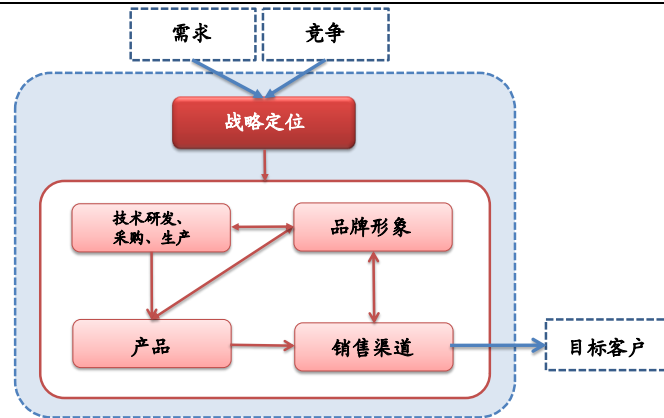
### 1、公司综合竞争力分析模型

能够构筑稳固竞争壁垒的企业竞争力是一个系统工程，包括品牌、技术、产品和渠道等多个关键因素的相互协同和配合，形成以战略定位为指导的整体系统。

在此提出研究企业竞争壁垒的**企业综合竞争力分析模型**。与以往独立的分析企业核心竞争力的思路不同，模型将外部竞争环境与公司的内部运营结合分析，并将其作为一个环环相扣的整体。

以下是对企业综合竞争力分析模型的详细阐述：

图表 14、企业综合竞争力分析模型



资料来源：国海证券研究所

### 1、首先分析是否有清晰的战略定位(strategic positioning)

确定战略定位的目的是：指导企业形成一套独具的运营活动，从而实现企业目标。

清晰的战略定位是企业一系列经营活动的指路针。只有企业的战略确定一条差异化的道路时，才能胜出竞争对手，这种差异化可以是进行不同于竞争对手的运营活动，也可以是以不同方式进行和竞争对手相似的运营活动。

企业战略定位的确定要遵循行业的需求特点和竞争环境，即战略定位是以需求和竞争为导向。

#### 为什么要确定清晰地定位？

定位的目的与结果，是实现在某个领域的主导权，从而实现品牌成为顾客心智的首选。建立了定位而在某领域成为首选的公司，由于集中了某种顾客，往往比那些虽然身处多领域却不能成为首选的供应商生意要大得多。而且，那些想为所有客户提供所有服务的企业，要冒内部管理无效率的风险，因为其员工由于没有明确框架指导，很可能出现日常运营决策混乱。

#### 为什么要差异化定位,而不能复制龙头企业的定位？

居于龙头地位的企业在满足一部分消费者的某些需求上已经形成了很丰富的经验，也建立了牢固的品牌形象。而且消费行业的品牌认知度，不仅仅与产品的品质有关，其在形成过程中甚至有某种历史性的或者偶然性的因素促成的，比如茅台，这些几乎都是不可重现的口碑。因此一些消费品，一旦确立了类似“行业代名词”性质的品牌认知度后，在行业内的地位将越来越不可撼动。

但是如果分析竞争对手未能满足的市场需求，成为这部分需求的首选品牌，从而实现在某个领域的领导权。这样的定位是强势定位，品牌是强势品牌。企业不仅可凭借规模化降低原材料采购与设备维护成本，而且在原材料涨价时，也能通过新品上市提价转移部分成本，从而拥有稳定的盈利能力。

### 2、分析是否建立相配套的经营活

企业的各项经营活动都要指向一个统一的目标——企业战略定位，同时，各项经营活动之间也要实现良好协同，形成整体。

以战略定位为指导形成整体系统的优势在于：首先，企业每一项活动都指向明确的同一方向，发挥应有作用；其次，每一项活动通过定位联结并相互协同，发挥超出其本身作用；最终企业所有活动形成高效率的系统，整体上创造出最大价值。

单项活动或者资源都无法脱离企业系统而独立创造效益，所以对久经市场考验的企业，试图找出单项活动的核心竞争力或某一种关键资源来解释它们的成功都是片面的。

## 2、公司的战略定位：专业+精品

格力成立于 1989 年，在上世纪 80 年代到 90 年代初，春兰空调是中国空调行业的第一品牌。但是从 1995 年春兰开始多元化扩张，进入与空调甚至家用电器无关的多个新领域，导致对空调的投入迅速收缩。同时，春兰加入到市场价格战中，取消了原有对经销商的返利。经销商利益受损后转投竞争对手，春兰的空调渠道严重受损。在当时的行业龙头春兰战略不清、空调业务收缩时，格力确定了**以产品为本的专业化发展战略**。一方面，集中资金资源将空调产品做到最专业，另一方面，着眼消费者需求，打造精品产品。1996 年，格力超过春兰，成为我国空调行业的第一。

在后来发展历程中，公司始终坚持**专业化精品发展战略**，专注于空调器的生产和经营。

## 3、各环节围绕战略定位形成整体

### 3.1 技术研发

空调产品的核心是技术，“**以产品为本**”决定了格力重视技术研发，掌握空调的核心技术，实现主动创新。在战略定位指导下，公司在空调技术的基础研究和技术创新方面起步较早、投入较大，空调产品的研发水平处于行业领先水平。建起了三大技术研究院和全国制冷业唯一的国家节能环保制冷设备工程技术研究中心，拥有包括焓差实验室、热平衡实验室、噪声实验室、高低温实验室、长期运行实验室等在内的 300 多个实验室，同时培养了 5000 多名技术研发人员。空调产品的研发水平处于行业领先水平。

**“专业化精品”也要求公司在技术研发深度上不断探索、创新**。公司已取得 7 项国际领先技术，如 1 赫兹低频技术、高效直流变频离心机组、超低温多联中央空调、新型超高效定速压缩机等，填补了行业空白；并有多项技术达到“国际先进”水平，如高性能半封闭双螺杆制冷压缩机、模块化双机并联磁悬浮直流变频离心式水冷冷水机组、热回收数码多联空调机组等。标志格力电器在家用空调、中央空调核心科技的研发上，已经站在国际空调行业发展的前沿，成为行业的领导者。

掌握空调核心技术是未来市场竞争、进军全球制冷工业巨头的关键。格力的技术优势是其在专业化空调制造道路上发展的关键推动力。

图表 15、公司取得的技术突破

2005年8月	离心式冷水机组，打破了美国技术垄断
2005年11月	世界第一台超低温数码多联机组，实现冬季超低温制热
2009年4月	自主研发直流变频技术，开启变频空调时代
2009年10月	世界第一台新型离心式冷水机组面世，节能30%以上
2010年4月	新一代变频引擎面世
2010年5月	“新型超高效定频压缩机”问鼎同业“节能王”

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.2 上游采购

公司实施精品战略，推行零缺陷工程，公司建立了业内独一无二的零部件“筛选分厂”，对质量的控制已经严格到零部件进入第一道工序之前就要百分百检测，合格之后才能上生产线。

同时公司注重在产业链上游的技术积累，形成很强产业配套能力。以“高科技、高性能、高品质、高性价比”为原则，公司将高端、核心的、影响关键质量的、能显著降低成本的关键零部件由公司自己研制和生产。公司具备年产压缩机 1,500 万台、电机 4,200 万台以及模具设计和制造等核心配套部件的生产能力，在成本控制、资源整合和供货及时性方面具备较强的协同优势。

### 3.3 生产

截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有珠海、重庆、合肥、巴西、越南五大空调生产基地，年设计产能达到 3,300 万台（套），成为全球空调生产规模最大的企业。公司具备完整的空调生产产业链。

适度超前的产能布局一方面为公司在近年来激烈的市场竞争中迅速抢占市场、提高市场占有率奠定了坚实的基础；另一方面，规模化竞争优势带来上游供应链资源的优化，原材料供应商与公司之间建立了长期、稳定的供需通道，既保证了原材料供应的可控性和准确性，也保证了原材料配件供应、运输的及时性，使公司成本得到有效控制。在原材料持续上涨、竞争加剧的市场环境中，规模优势成功抗衡了单品利润的下降，使公司近三年净利润保持了年均 50% 左右的增长速度。

格力对品质的追求还体现在对每一个细节近乎苛刻的高要求。格力拥有热平衡、噪声、可靠性、电磁兼容（EMC）、全天候环境模拟等 300 多个专业实验室，空调出厂前都要经过严格的测试试验才能出厂。格力的产品内控标准基本上超过国家标准要求，甚至部分要求已超过国际标准要求。

图表 16、格力标准与国家标准比较举例

	国家标准	格力标准
低温制热标准	-7℃	-15℃
风机电容运行标准	600小时	2000小时

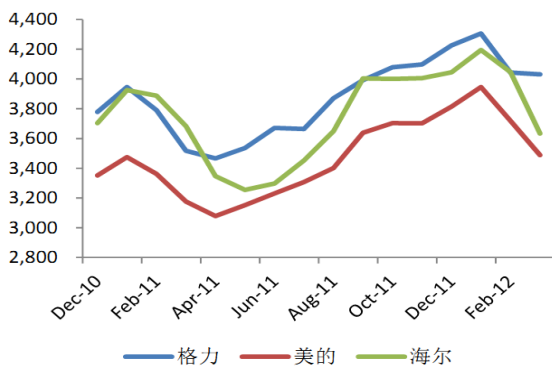
资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.4 产品和品牌

公司在技术研发、采购、生产和质量管控方面紧密围绕专业化精品战略，生产出高品质的产品。消费者的产品使用体验和“好空调，格力造”的营销口号相互印证。再加上口碑相传，格力在消费者心中确立了一个空调专家的形象，“专业”、“好品质”、“创新”的品牌形象深入人心，成为消费者心智的首选空调品牌。

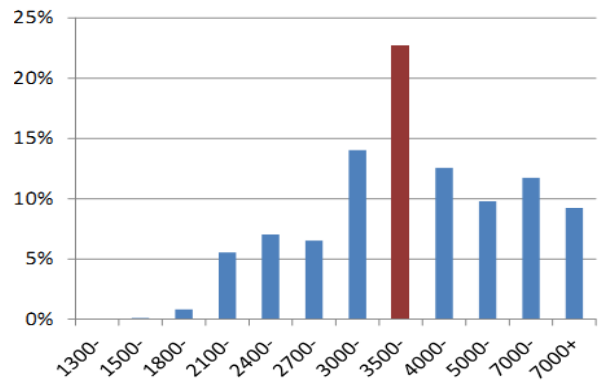
购买高价位产品的消费者更关注产品品质和品牌影响力，格力空调的均价较高以及高价位产品的占比较高体现了消费者对格力产品和品牌的认可。

图表 17、各品牌空调产品均价（元）



资料来源：中怡康，国海证券研究所

图表 18、格力高价位产品占比



资料来源：中怡康，国海证券研究所

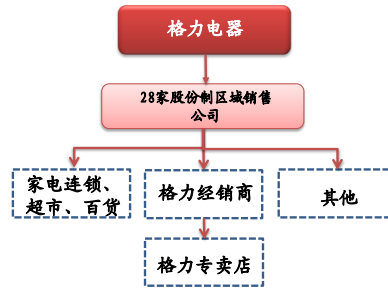
### 3.5 销售渠道

公司经过多年的市场积累，创建了独特的格力营销模式——区域销售公司营销模式。

区域销售公司作为格力电器国内各区域的唯一销售公司，由当地主要经销商以股份制形式组建，统一管理、维护、发展本区域的销售网络和服务网络。每年公司以授权形式允许其使用“格力”商号及“格力”徽标。

该模式通过区域隔离和区域控价的做法，有效解决了空调产品价格混乱以及异地窜货等困扰业内几乎所有厂家的难题，不仅保证了格力空调在市场中取得大品牌、高品质产品应有的合理价格，而且给商家带来了较为丰厚的回报，保证了渠道的稳定性。

图表 19、格力销售渠道

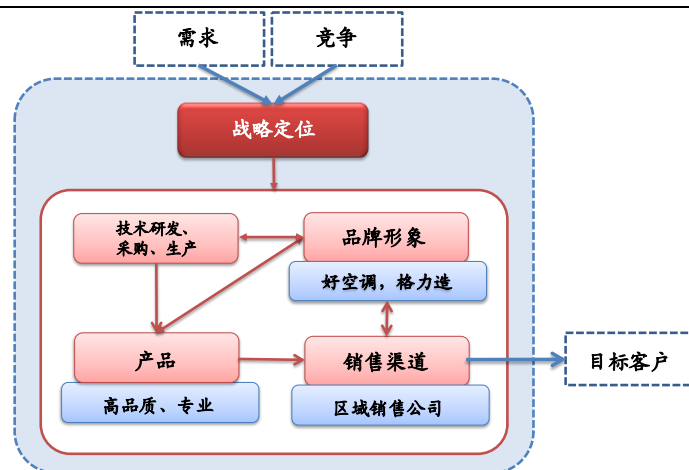


注：格力专卖店在内销渠道中占比达 60%。

资料来源：公司公告，国海证券金融研究所

这一销售模式的成功是以格力的品牌影响力和产品品质为基础的，经销商销量大、回报高，促进了渠道稳定，反过来又有利于格力产品价格统一，维护了品牌形象，实现应有的溢价。

图表 20、格力电器的综合竞争力分析



资料来源：国海证券研究所

通过上述分析，认为格力电器具有以专业化精品发展战略为导向，技术研发、采购、生产、产品、品牌和渠道各环节相互促进的综合竞争力系统。这一系统构筑了非常稳固的壁垒。竞争对手或许能模仿其中一两个环节，但是由于很多环节是经过长期积累才能形成，所以模仿整个系统几乎是不可能的。

### 三、稳固壁垒在财务上的体现

#### 1、高预收账款、应付账款和应付票据

在空调行业十多年的经营运作中，格力电器以格力空调的品牌、美誉和市场竞争力的基础，逐步形成对上下游相当强的谈判能力。

(1) 格力电器对下游渠道的谈判能力:



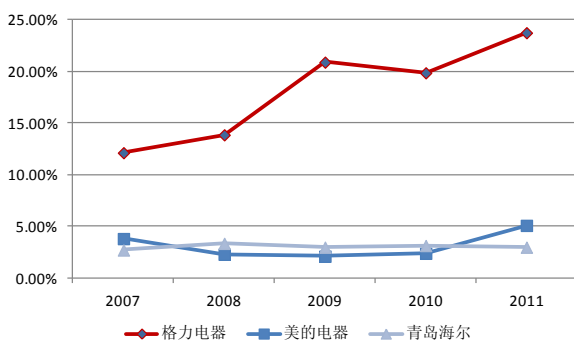
格力电器国内销售一直采用预收账款方式，销售公司以银行承兑汇票预付货款，使格力电器账面始终保持较为稳定比例的预收账款。通常预收账款不构成公司的实际债务，为公司提供了流动资金支持。

(2) 格力电器对上游供应商的谈判能力:

格力电器目前有约 2000 家原材料供应商，主要采用赊购的采购方式，货款支付时采用银行承兑汇票或现金支付方式。由于原材料供应市场的完全竞争，加之格力电器合理价格、规模采购、持续采购、良好付款信誉，使得公司在货款支付条件和支付期限上优于行业内其他公司。应付账款和应付票据均为无息债务，该等债务余额虽然较大，但一定程度上减少了公司对其他付息债务的需求，降低了公司的财务成本。

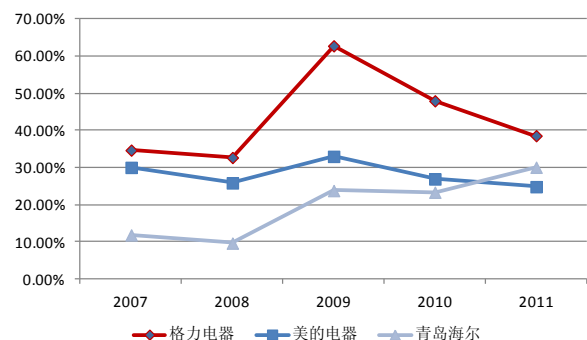
公司对上下游的占款能力在同类企业中是相当强的，通过预收账款和赊购原材料，公司的经营杠杆非常高，并且负债主要是无息负债。格力的预收账款、应付账款和应付票据总额逐年上升，预收账款占收入比重稳步上升，应付/成本也处于较高水平，反映出格力对上下游具有较强的占款能力和谈判能力。

图表 21、预收账款/收入



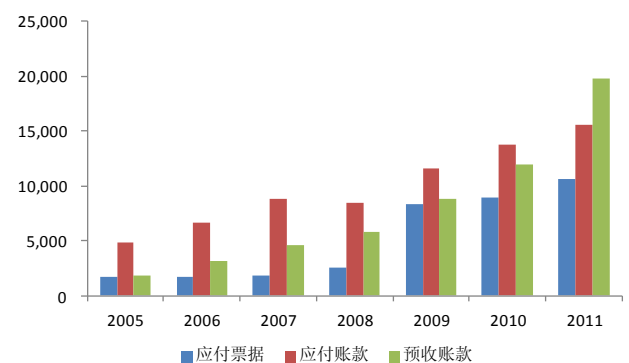
资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 22、应付账款和应付票据/成本



资料来源: WIND、国海证券研究所

图表 23、预收账款、应付票据和应付账款 (百万)

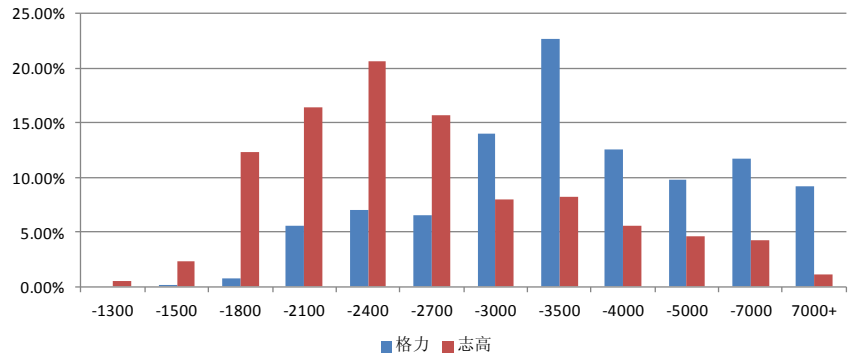


资料来源: WIND、国海证券金融研究所

## 2、高溢价带来高毛利

格力低价位空调的毛利率相对较低，主要是因为高产品品质要求决定了单位产品成本较高，低价位产品让利于消费者，毛利率相对较低。而中高价位的产品毛利率相对较高，表明消费者对格力的产品品质非常认可，愿意付出较高溢价。

图表 24、各价格段空调的毛利率



资料来源：WIND、国海证券金融研究所

## 3、高 ROE

格力电器的 ROE 自 2008 年以来一直维持在 30% 以上，在行业内是非常高的。高 ROE 原因是净利率较高、高杠杆。

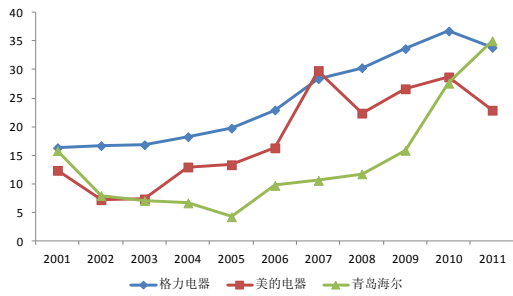
净利率：公司的净利率在同行业中较高，2010 年公司净利润率达到 7.1%，2011 年净利率略降至 6.4%，但仍处在相对较高的水平。

高杠杆：2011 年末公司的资产负债率高达 78%，形成原因是公司对上下游的占款，通过预收账款和赊购原材料所形成的预收账款、应付账款和应付票据等无息负债。从负债结构看，应付票据、应付账款和预收账款占到总负债的 70% 以上，且多年来相对稳定。其中：预收账款占总负债的比重近年来平均保持在 20% 以上，应付票据和应付账款合计占总负债的比重在 50% 左右。格力的预收账款、应付账款和应付票据总额逐年上升，并且预收账款占收入比重稳步上升，反映出格力在行业中具有很强的实力和良好地信誉。

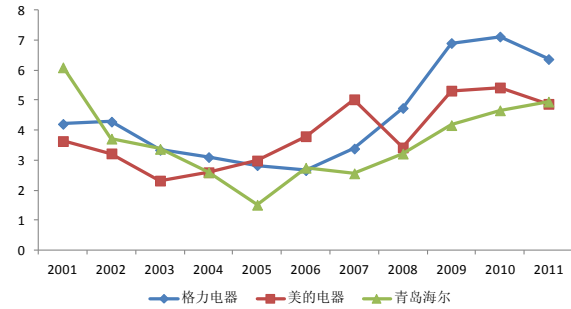
资产周转率：公司资产周转率低于美的和海尔，主要原因是公司对上下游的占款反映在资产项上，如现金和原材料等较高导致总资产规模较大。虽然公司的总资产周转率低于美的和海尔，但是高于行业平均水平，且 2009 年以来有所提升，2011 年总资产周转次数为 1.1 次。

图表 25、ROE (%)

图表 26、净利率 (%)

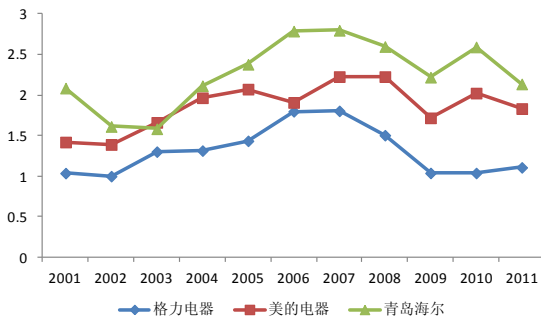


资料来源： WIND、国海证券研究所



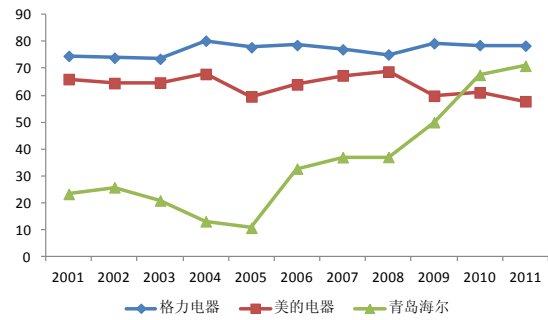
资料来源： WIND、国海证券研究所

图表 27、总资产周转率 (%)



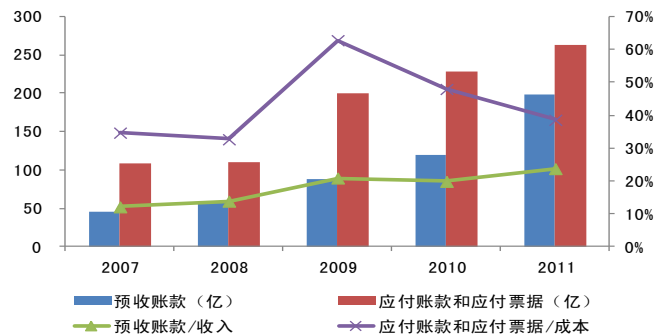
资料来源： WIND、国海证券研究所

图表 28、资产负债率 (%)



资料来源： WIND、国海证券研究所

图表 29、格力电器对上下游占款能力强



资料来源： WIND、国海证券金融研究所

## 四、风险因素

### 1、原材料价格波动风险

铜、钢、铝、塑料等原材料在空调总成本中接近 70%。如果原材料价格大幅上涨，公司成本面临较大压力。但是空调行业双寡头格局相对比较稳定，格力作为空调行业的龙头，具有较强的成本转嫁能力。虽然成本转嫁有一定时滞，但考虑到格力的消费者更看重品质而非低价，格力的溢价能力相对更强，成本转嫁时滞

相对较短。

主要原材料铜、铝以及冷扎价格自去年底以来进入下降通道，塑料虽然同比有所上涨，但占比并不大。

图表 30、空调产品成本结构

空调成本结构	
铜	20%
钢	30%
铝	6%
塑料	10%
其他成本	25%
人工成本	5%
制造费用	4%

资料来源：国海证券金融研究所

## 2、 房地产调控

房地产调控在一定程度上会影响新房住户的购买量，但是考虑到以下因素，房地产调控的冲击不会太大。一方面，调控政策对房地产投资性需求的影响最大，但是刚性的自住需求仍然存在，一般来说，自住需求对空调销售的影响大于投资性需求；另一方面，保障房建设的大规模竣工将形成一定的弥补。

## 3、 管理层更换

公司重要管理人员接近退休年龄，市场可能对管理层更换有所担忧。公司良好地治理结构和董事会选举结果都表明公司将坚持现有战略。

一方面，公司股东大会否决格力集团提名的董事候选人周少强先生，表明公司治理结构已经走在国内企业的前列；另一方面，总工程师黄辉成为新任董事会成员则彰显公司对于产品力提升的持续追求。

## 五、盈利预测和投资建议

### 1、绝对价值评估：32.51-32.87 元

图表 31、DDM 估值

DDM估值模型							
测算年度	2012	人民币百万元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		19%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	12%	50%				
永续阶段		5%	70%				
无风险收益率	3.5%	1年期定存税收收益					
风险溢价	8.0%	风险溢价率一般在7-10%之间					
β系数	1.20	根据历史数据计算得到					
风险折现率	13.10%						
<b>第一阶段</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>				
净利润	6969.64	8431.15	9873.87				
股息	1300.13	1572.77	1841.90				
折现值	1300.13	1390.60	1439.93				
小计	4130.66						
<b>第二阶段</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
净利润	11058.73	12385.78	13872.07	15536.72	17401.13	19489.26	21827.98
股息	5529.37	6192.89	6936.04	7768.36	8700.56	9744.63	10913.99
折现值	3821.97	3784.80	3747.99	3711.54	3675.44	3639.69	3604.29
小计	25985.72						
<b>永续阶段</b>	<b>2022</b>	<b>2023...</b>					
净利润	22919.38						
股息	16043.56						
折现值	4684.62	57834.87					
小计	62519.49						
总价值	92635.87	备注					
发行在外股份数	2817.89	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值					
每股价值(元)	32.87	发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股					

资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 32、FCFF 估值

FCFF估值模型					
测算年度	2012				
<b>Assum</b>					
贝塔β	1.20	股权资本成本Ke	17.8%	适用税率	16.0%
无风险利率	4%	债务成本Kd	5.9%		
市场预期收益率	10.00%	债务比率D/(D+E)	7%	WACC值	17.0%
<b>第一阶段</b>					
	2012E	2013E	2014E		
EBIT	7088.18	8938.02	10665.24	SubTotal PV 24272.64	
息税后利润NOPLAT	5954.44	7508.41	8959.37		
折旧与摊销	933.13	858.04	779.23		
营业现金毛流量	6887.57	8366.45	9738.61		
追加营运资本	-4918.91	12.09	51.93		
资本支出	750.91	625.82	573.24		
减值准备	-20.59	-20.59	-20.59		
FCF	11034.98	7707.94	9092.84		
APV	11034.98	6590.38	6647.28		
<b>第二阶段</b>					
期初FCF	9092.84	中期年限	7	SubTotal PV 39002.99	
FCF增长率	10.00%	实际增长率	-5.95%		
<b>永续阶段</b>					
期初FCF	17719.37			SubTotal PV 34511.75	
FCF增长率	2%	实际增长率	-12.79%		
Total PV	97787.38	备注			
发行在外股份数	3007.89	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	32.51	发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股			

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 2、相对价值评估

格力的综合竞争力系统构筑了非常稳固的壁垒。格力电器的难以被模仿的综合竞争力使公司议价能力不断增强、市场份额的不断提升, 是未来公司销量和盈利能力提升的可靠保证。国内市场份额提升的同时, 公司有望在出口市场和中央空调市场拓展更广阔的发展空间。

预计公司未来三年 EPS 分别为 2.32、2.80 及 3.28 元, 对应目前股价 PE 分别为 10、8.3 及 7 倍。对照国外空调公司的估值, 大金空调 (6367.JP) 的业务与公司的可比性较高, 大金的 2013、2014 年预测市盈率为 18.9、13.5, 未来三年净利润年复合增速为 41%。格力未来三年净利润复合增速为 21%, 给予公司 2013 年略高于日立和三菱电机的 11-12 倍估值是合理的。

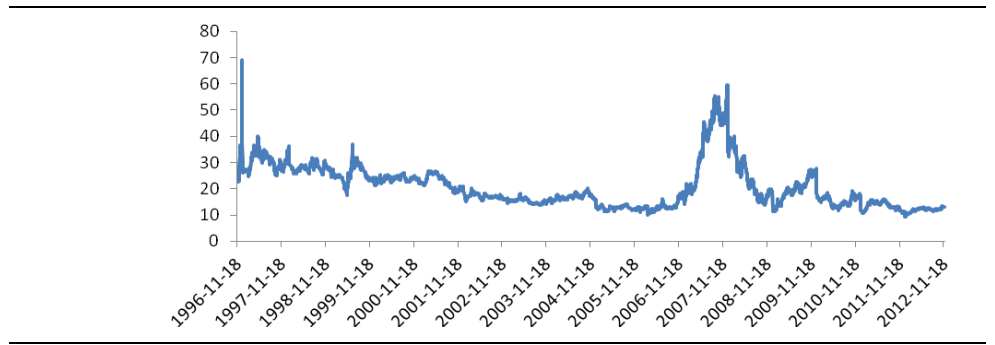
公司未来三年净利润的年复合增速在 20%以上可期, 公司业绩的增长对股价形成良好地支撑, 给予“增持”评级。

图表 33、可比公司估值比较

证券代码	公司	单位	市值	2011		EPS				PE			净利润 CAGR
				收入	毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E	2012	2013	2014	
6367.JP	大金	USD, 百万	9,251	13,577	30.5%	0.80	1.79	1.58	2.33	15.9	18.9	13.5	41.2%
6501.JP	日立	USD, 百万	27,184	109,005	25.2%	0.62	0.97	0.53	0.65	6.9	10.9	8.8	1.8%
6503.JP	三菱电机	USD, 百万	17,292	42,654	28.1%	0.68	0.66	0.63	0.75	14.0	12.9	10.8	1.8%
000527.SZ	美的电器	RMB, 百万	31,068	93,108	18.8%	1.11	1.16	1.29	1.50	7.9	7.1	6.1	10.6%
600690.SH	青岛海尔	RMB, 百万	29,912	73,662	23.6%	1.00	1.22	1.41	1.58	9.2	7.9	7.1	16.5%
000651.SZ	格力电器	RMB, 百万	69,963	83,517	18.1%	1.86	2.34	2.84	3.32	9.9	8.2	6.9	21.3%

资料来源: 公司数据、Bloomberg、国海证券研究所

图表 34、格力电器历史动态市盈率



资料来源：WIND、国海证券金融研究所

## 财务预测

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	28%	26%	25%	23%	EPS	1.86	2.32	2.80	3.28
毛利率	18.4%	24.9%	25.2%	25.5%	BVPS	6.25	8.79	11.04	13.67
期间费率	13.0%	17.5%	17.3%	17.4%	<b>估值</b>				
销售净利率	6.3%	7.0%	7.2%	7.3%	P/E	12.52	10.04	8.30	7.09
<b>成长能力</b>					P/B	3.72	2.64	2.11	1.70
收入增长率	37%	20%	17%	15%	P/S	0.78	0.70	0.59	0.52
利润增长率	22%	33%	21%	17%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
总资产周转率	0.98	1.03	1.10	1.13	营业收入	83517	100189	117652	135673
应收账款周转率	2.35	2.80	2.91	3.17	营业成本	68132	75199	87986	101037
存货周转率	3.89	4.63	5.31	5.72	营业税金及附加	498	597	701	809
<b>偿债能力</b>					销售费用	8050	13164	15223	17691
资产负债率	78%	72%	68%	65%	管理费用	2783	4140	4803	5471
流动比	1.12	1.21	1.31	1.40	财务费用	(453)	(400)	(400)	(400)
速动比	0.85	0.96	1.07	1.17	其他费用/( -收入)	54	54	54	54
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	4542	7542	9392	11119
现金及现金等价物	16041	26591	32468	42065	营业外净收支	1786	850	760	770
应收款项	35526	35756	40376	42844	利润总额	6329	8392	10152	11889
存货净额	17503	16357	16709	17793	所得税费用	1031	1342	1624	1902
其他流动资产	2685	2918	2600	2860	净利润	5297	7050	8528	9988
流动资产合计	71756	81605	92137	105545	少数股东损益	60	80	97	114
固定资产	7709	6958	6332	5759	归属于母公司净利润	5237	6970	8431	9874
在建工程	2172	2192	2162	2142	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
无形资产及其他	1622	1622	1460	1298	经营活动现金流	3356	5240	1914	2389
长期股权投资	17	3276	3276	3276	净利润	5297	7050	8528	9988
资产总计	85212	97589	107303	119956	少数股东权益	60	80	97	114
短期借款	2739	2739	2739	2739	折旧摊销	614	933	858	779
应付款项	26280	27160	29350	32309	公允价值变动	(58)	(58)	(58)	(58)
预收帐款	19753	22323	22991	24654	营运资金变动	(2558)	(2766)	(7512)	(8434)
其他流动负债	15421	15421	15421	15421	投资活动现金流	(2767)	(5036)	1444	1329
流动负债合计	64193	67643	70500	75123	资本支出	(2181)	751	626	573
长期借款及应付债券	2582	2582	2582	2582	长期投资	5	(3259)	0	0
其他长期负债	59	59	59	59	其他	56	0	0	0
长期负债合计	2641	2641	2641	2641	筹资活动现金流	9961	1877	(1672)	(1958)
负债合计	66834	70285	73142	77764	债务融资	1567	0	0	0
股本	2818	3008	3008	3008	权益融资	0	3259	0	0
股东权益	18377	27304	34161	42191	其它	9371	0	0	0
负债和股东权益总计	85212	97589	107303	119956	现金净增加额	10550	2081	1687	1761



## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn