

## 格力电器 ( 000651 ): 具备王者风范的行业龙头

中航证券金融研究所

成燕

证券执业证书号: S0640512110004

电话: 0755-83689717

邮箱: chengyan308@163.com

行业分类: 家用电器

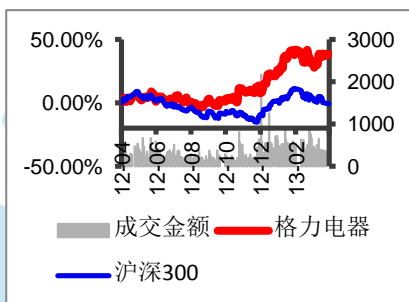
2013年4月9日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	
当前股价 (13.04.09)	28.79

### 基础数据

上证指数	2225.77
总股本 (亿)	30.08
流通 A 股 (亿)	29.65
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	870.78
每股净资产 (元)	8.21
ROE (2012)	21.59%
资产负债率	76.45%
动态市盈率	16.4
市净率	3.22

### 近一年行业指数与上证综指走势对比



### 投资要点:

**中央空调: 未来新的增长点。**格力中央空调业务发力较晚, 在 2006 年自主研发离心机等中央空调核心技术后实现了迅速增长。目前国内中央空调行业规模约为 400 亿元, 近几年复合增长率 19% 左右。公司上半年增长 20% 以上。实际上前几年格力中央空调增长远超行业, 份额迅速提升。格力中央空调的发展目标是 40%-50% 的占有率, 届时收入将达到 200 亿元以上。但是从现有市场占有率数据来看, 格力市占率相对处于低位, 尚有较大提升空间。

**国内行业集中度仍有提升空间, 行业龙头受益。**相比厨电行业集中度的情况, 中国空调市场集中度不低。但是日韩等国家相比, 国内市场品牌集中度仍有约 20% 的提升空间。近几年家电下乡政策催生了一批质量不过关的小家电企业, 现今政策结束, 白电行业走向更为理性的正常轨道, 优胜劣汰是必然趋势。凭借大品牌高质量的大企业优势, 淘汰不合格企业的同时促使外资品牌退出, 作为空调行业龙头企业, 格力将成为最大受益者。

**无与伦比的格力模式。**公司领导人一直注重渠道变革。自公司成立以来先后建立健全了“现款后货”、“淡季贴息返利”、“年终返利”以及“股份制区域营销”等营销模式。为了应对大卖场“店大欺客”、摆脱对其的过度依赖, 格力革命性的开创了自建渠道, 取得了巨大的成功并被家电企业争相效仿。格力的渠道模式不仅是其做大做强的制胜法宝, 更是为中国的白电行业进入良性发展轨道做出了完美的表率。

**地产调控对公司影响有限, 市场潜力依旧。**房地产负面政策可能使得房地产成交量下降幅度约 15%, 这对空调内销量的负面影响在 10% 以内, 年度平滑后在 5% 以内, 内销量很有可能保持正增长。目前我国逐渐进入空调更新换代期, 这给空调行业带来新机会。农村市场空调保有量仍处于较低水平, 随着生活水平提高, 也将带来较大的增长空间。数据显示, 目前我国空调保有量约为 4.8 亿台。我们预计国内市场仍有 3.2 亿台的缺口。

**估值与建议。**预计公司未来三年 EPS 分别为 2.15、2.68 及 3.20 元, 对应 PE 分别为 12.79、10.27 及 8.6 倍, 我们预计公司未来三年净利润保持 20% 的年复合增长率, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格异常波动

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

## 目录

一、公司概况	4
1.1 简述公司发展史	4
1.2 公司股权结构比较完善	4
二、行业空间篇	5
2.1 农村市场	6
2.2 城镇市场	7
2.3 中央空调市场	9
2.4 国际市场：出口有望持续增长	11
三、竞争模型分析	12
3.1 现有行业内竞争者	13
3.2 原材料供应商	15
3.3 购买者	15
3.4 潜在的新增空调制造商	17
3.5 来自替代品的威胁	17
四、公司竞争力分析	18
4.1 产品技术两手抓——格力：掌握核心科技	18
4.2 品牌：响彻全球的美誉度	19
4.3 渠道——无与伦比的“格力模式”	20
4.4 产业链完善，自给能力强	22
五、财务分析	23
六、盈利预测	25

AVIC

**图表目录**

图表 1: 公司发展历程 .....	4
图表 2: 股权结构 .....	5
图表 3: 空调每百户保有量城镇农村对比 .....	6
图表 4: 洗衣机每百户保有量城镇农村对比 .....	6
图表 5: 彩电每百户保有量城镇农村对比 .....	6
图表 6: 冰箱每百户保有量城镇农村对比 .....	6
图表 7: 七省农村城镇空调每百户保有量对比 .....	7
图表 8: 与日本相比, 中国空调每百户保有量较低 .....	8
图表 9: 我国各省空调保有量 .....	8
图表 10: 预计更新时间 .....	9
图表 11: 近 5 年中央空调市占率排名情况 .....	10
图表 12: 中央空调市占率排名情况 .....	11
图表 13: 2000 年-2009 年结婚人数统计 .....	12
图表 14: 中国历年城镇化率变化情况 .....	12
图表 15: 竞争模型 .....	13
图表 16: 截止 2013 年 3 月国内空调各品牌占有率饼图 .....	13
图表 19: 格力的毛利率变化情况 .....	16
图表 20: 格力核心科技 (部分) .....	19
图表 21: 格力渠道模式 .....	21
图表 22: 各种销售渠道占比 .....	22
图表 23: 盈利能力相对稳定 .....	23
图表 24: 格力近五年营业收入变化 (单位: 百万) .....	23
图表 25: 空调主流品牌 EPS-期末股本摊薄 .....	23
图表 26: 空调主流品牌净利率对比 .....	23
图表 27: 空调主流品牌应收账款周转天数比较 .....	24
图表 28: 空调主流品牌存货周转天数比较 .....	24
图表 29: 近年格力 ROE 变化趋势 .....	24

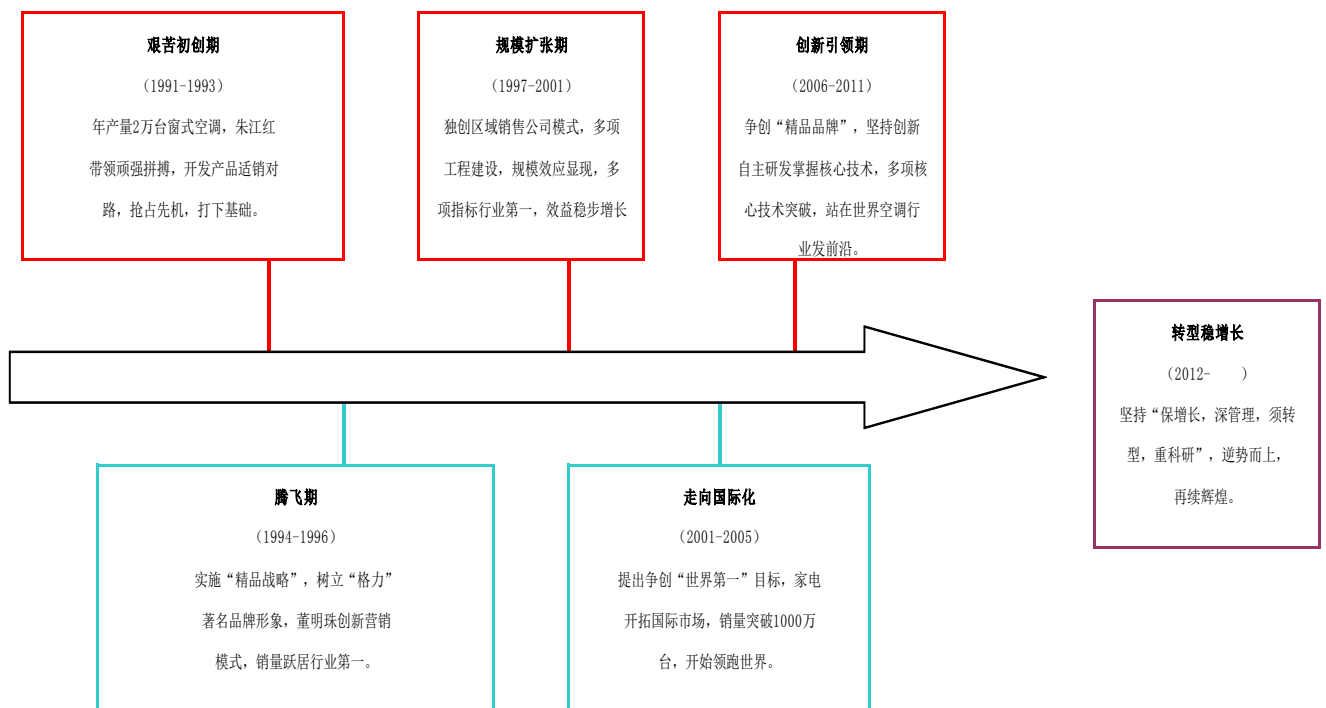
## 一、公司概况

### 1.1 简述公司发展史

格力电器成立于 1991 年，公司是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的国有控股专业化空调企业，预计 2012 年实现营业总收入 1000.84 亿元，同比增长 19.84%；净利润 73.78 亿元，同比增长 40.88%；纳税超过 74 亿元，连续 12 年上榜美国《财富》杂志“中国上市公司 100 强”。

格力空调，是中国空调业唯一的“世界名牌”产品，业务遍及全球 100 多个国家和地区。家用空调年产能超过 6000 万台(套)，商用空调年产能 550 万台(套)；2005 年至今，格力空调产销量连续 8 年领跑全球，用户超过 2 亿。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所整理

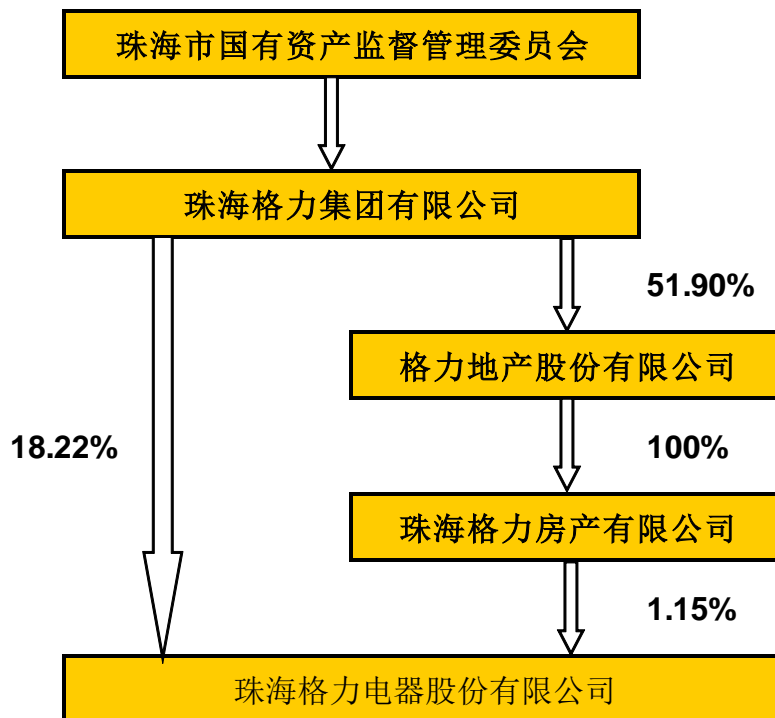
### 1.2 公司股权结构比较完善

格力电器目前股本约 30.08 亿股，其中珠海格力集团有限公司为公司控股股东，直接或间接通过珠海格力房产有限公司共持有格力电器 18.22% 股权。目前董事长为董明珠女士，实际控制人为珠海国有资产管

理委员会。第二大股东为河北京海担保投资有限公司，持股比例 9.38%，主要由公司核心经销商合资成立，作为 略投资者引入。截至 2013 年 3 月，前十大股东中其余 7 家全部为国内外机构投资者，其中 MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC 和 YALE UNIVERSITY 分别为第三、第四大股东，持股比例分别为 1.66% 和 1.54%。

图表 2：股权结构

公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所整理

二、行业空间篇

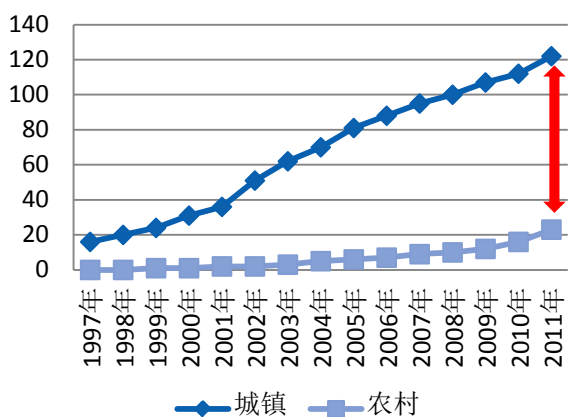
数据显示，2011 年格力电器在国内的市场份额接近 40%，2012 年公司发布的业绩快报显示，格力 2012 年的营业收入突破 1000 亿大关，成为首家千亿专业化家电企业，成绩可喜有目共睹。行业空间几何？格力超预期大王的美誉能否持续？我们认为，答案是毋庸置疑的。先分析如下：



## 2.1 农村市场

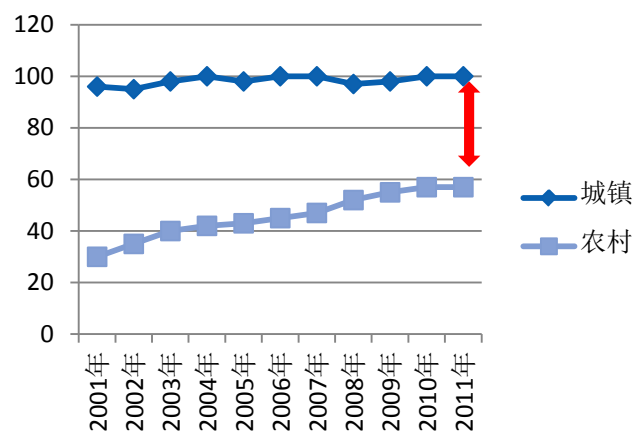
传统四大件指的是彩电、冰箱、洗衣机和空调，相比其他三件，空调农村每百户保有量最低。统计局数据显示，2009年我国城市家庭每百户冰箱、洗衣机、空调拥有量分别为95.35台、96.0台、106.84台，而农村家庭每百户拥有量仅分别为37.11台、53.14台、12.23台。从量上看，我国城市家庭家电拥有量几近饱和，可提升空间不大，主要需求来自于消费升级带来的更新换代需求以及城市化进程带来的新增消费需求。而农村家庭家电每百户拥有量仍有巨大的可提升空间，特别是空调保有量与其他三大件相比尚有差距很大，未来其潜在消费能力的逐步释放将成为支撑国内空调销量增长的原动力之一。

图表 3：空调每百户保有量城镇农村对比



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

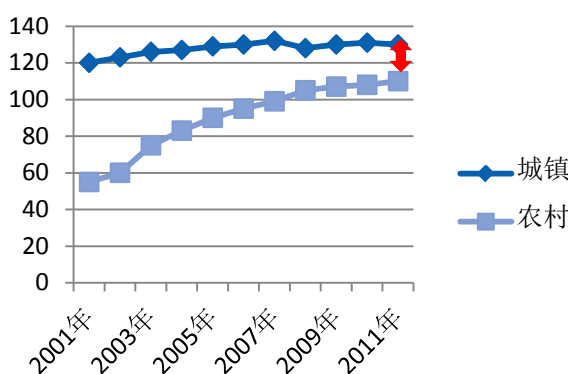
图表 4：洗衣机每百户保有量城镇农村对比



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

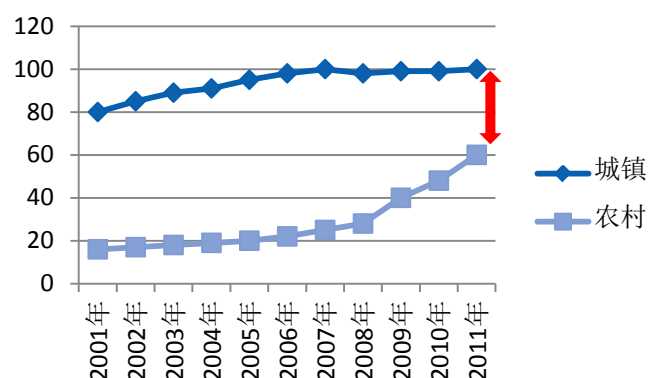
我们从时间纵向分析看，2006-2009 四年间农村居民的家庭人均纯收入相当于 1994-1997 年间城镇居民的人均可支配收入，但这两个时期城乡居民对空调的拥有量有很大差距。以 2009 年为例，农村居民的人均可支配收入相当于 1997 年的城镇居民的人均可支配收入，1997 年城镇居民每百户空调拥有量为 16 台，但是农村居民 2009 年的每百户空调拥有量只有 12 台，不到城镇居民 1997 年拥有量的八成。

图表 5：彩电每百户保有量城镇农村对比



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

图表 6：冰箱每百户保有量城镇农村对比



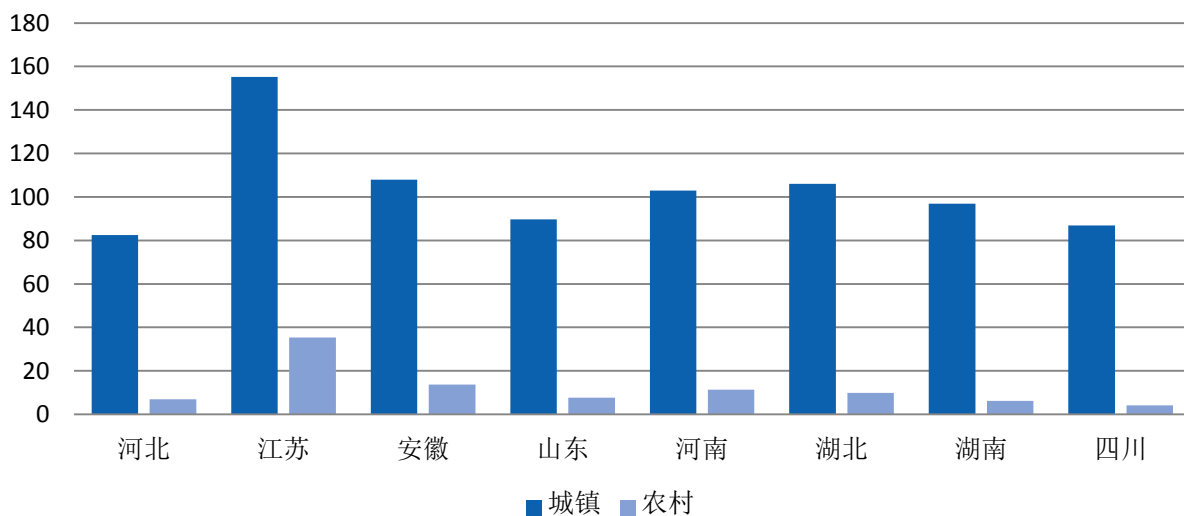
资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

自 1998 年实施首次农村电网改造以来，目前国内东部及中部地区农村电网完善度已经较高，电压稳

定度及可靠性已经基本满足了空调的工作需求。考虑到 2009 年农村电网的改造发展程度相比 1997 年城镇电网发展程度，农村空调市场仍存可观空间。

河南、四川、安徽、河北、江苏、湖北、湖南 7 大省农村人口占全国农村人口近半，每百户城镇与农村居民空调保有量差均在 75 台/百户以上。另外广东省城镇与农村居民空调保有量差高达 160 台/百户，农村人口占全国比重约为 4.83%，此类省份也是农村空调增长的重要推动力量。

**图表 7：七省农村城镇空调每百户保有量对比**



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所绘制

按 2 亿户农村居民测算，根据历史数据推算，农村空调保有量每上升一个百分点可带动约 200 万台空调内销需求。20 世纪初，城镇家庭空调保有量加速上升，每年保有量提升 10 个百分点以上，我们认为一旦农村家庭空调需求爆发时点到来将极大程度的拉动空调内销。

## 2.2 城镇市场

目前我国刚刚完成了城镇的空调普及，保有量与发达国家相比还处于较低水平。日本 1989 年空调保有量 113.1 台/百户，估计与我国 09 年底城镇水平相当。2011 年我国城镇保有量 122 台/百户，不到日本同期保有量的一半（日本同期约为 240 台），考虑到不同时期中日两国城镇化发展阶段的不同，城镇化程度也不一样，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 1989-1994 年的 5 年中，内销量复合增长约 6.9%，随天气和房地产等因素在波动中存向上趋势；我国此前 5 年的内销复合增长约 10%。考虑到农村市场的启动，我们判断，未来 5 年我国空调内销量复合增长在 10%左右。日本于 1999 年进入城镇化稳定期，空调保有量为 206 台，其从 80 年代中期到 99 年城镇化之发展水平历时约为 15 年。根据





目前我国逐渐进入空调更新换代期，这给空调行业带来新机会。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 2002-2011 年的内销量，约为 2000-6000 万台。

**图表 10：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	2014-2017
2007.12	3193	2015-2017
2008.12	2965	2016-2018
2009.12	3767	2017-2019
2010.12	5157	2018-2020
2011.12	6035	2019-2021

资料来源：家电业协会，中航证券金融研究所预测

## 2.3 中央空调市场

公司未来增长动力另一来源来自于商用中央空调业务。中央空调是狭义上商用空调，又称集中式空调，以集中或半集中形式对建筑物中空气进行净化、冷却、加湿等处理、输送和分配的空调系统。中央空调可进一步细分为户用中央空调和工商用中央空调。中国商用中央空调市场主要有美系的约克、开利、特灵、麦克维尔等，和日系的大金、东芝、日立、三菱重工等。美系企业在大型公共设施中央空调上具有优势，日系企业在商务楼中央空调上具有优势。同大金、开利这样的国际制冷巨头相比，格力的规模还仅是他们的一半。2009 年，日本大金空调销售收入 840 亿元，美国联合技术公司旗下的开利空调销售收入为 770 亿元。从市场空间看，只要未来格力能够成功地在商用空调和工业制冷领域发展，那么保持业绩持续稳定的增长是具有战略空间的。

格力中央空调业务发力较晚，其原因在与格力坚持技术自主研发，在 06 年自主研发离心机等中央空调核心技术后实现了迅速增长，目前的迅速增长显示其中央空调技术逐步受到认可。2009 年中央空调收入约 40 亿元。内销约占 70%，以户式中央空调为主，出口以招标大中型机组为主，收入增长迅速，粗略测算 2006-2009 年中央空调复合增速约 64%。

在对中央空调企业的调查中，2011 年中央空调市场相较于 2010 年仍然保持了持续上升的势头，值得关注的是，国产品牌表现尤为突出，格力、美的等本土品牌正迅速崛起，增幅超过外资品牌，同比增长幅度均超过了 20%，“国进外退”的趋势持续放大。与家用空调相比，中央空调技术含量高，系统结构复杂，

定制化程度高，利润率较高。中央空调的毛利率曾达到 40%以上，目前也维持在 30%以上，高出家用空调 10 个百分点以上，金额多在百万甚至上亿元。过去三年，中央空调增速迅速提高，2011 年实现营业收入达到 575 亿元，同比增长接近 30%。产品技术逐步受到认可。

公司作为家用空调龙头，品牌、技术与品质都是行业佼佼者。格力自 1996 年开始进行中央空调的研发工作，依靠自主创新先后在变频一拖多、超低、离心式水冷机组等领域打破日本及美国企业的技术垄断，目前已经形成了 10 大系列 1000 多个品种规格的中央空调产品群。公司商用中央空调领域已经具备竞争力。商用和工业用中央空调市场规模不亚于家用空调市场，且增长前景好于后者，同时，公司商用中央空调业务的净利润率是家用空调的一倍，完全可以带动公司未来业绩的持续稳定增长。我们预计中央空调将成为格力的一个快速增长点。目前国内中央空调行业规模约 400 亿元，近几年复合增长率 18.8%。公司近年来商用空调业务以每年约 40%的速度增长，市场份额逐年上升，从 2009 年的 7%上升至 2012 年的 14%，位列第三。可以预见，未来商用空调市场将重演我国家用空调 90 年代的发展历程，市场集中度逐步提高，我们认为未来格力凭借其技术实力在商用空调的市场份额有望在三年内提升至 15%左右。

格力发展商用中央空调业务的信心来自于技术的积累。格力自 1996 年开始进入商用中央空调领域，长期以来核心的商用中央空调压缩机受制于人，缺乏核心竞争力。商用中央空调压缩机有适用于大功率商用中央空调的离心机和适用小功率商用中央空调的螺杆机。格力 2004 年开始研制离心压缩机，2005 年生产出第一台离心压缩机，2009 年离心压缩机技术达到国际领先。同样，公司的螺杆式压缩机也已经达到国际领先的水平。

2010 年上半年，格力的商用中央空调销售回款额同比增长 65%，其中多联机和单元式空调仍然是主要销售机型，螺杆机、离心机较去年同期也有较大幅度的增长，尤其是螺杆机出货增长迅速

图表 11：近 5 年中央空调市占率排名情况

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
1	大金	大金	大金	大金	大金
2	约克	约克	美的	美的	美的
3	美的	美的	约克	格力	格力
4	开利	开利	格力	约克	约克
5	麦克维尔	格力	开利	开利	开利
6	格力	麦克维尔	特灵	海信日立	特灵
7	特灵	海尔	麦克维尔	麦克维尔	海信日立
8	海尔	特灵	海信日立	特灵	麦克维尔

资料来源：家电行业协会，中航证券金融研究所整理

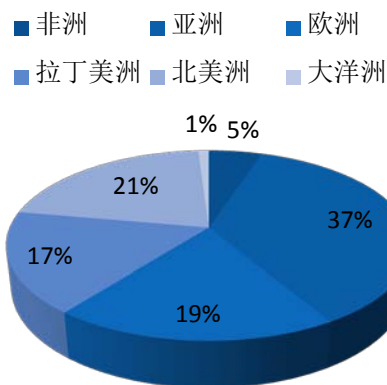
## 2.4 国际市场：出口有望持续增长

我国空调制造占全球 90%以上，是当之无愧的全球空调工厂。格力、美的实际上也是世界上生产规模最大的两家空调企业，以“格力”“美的”为核心的双寡头垄断已经形成，从这个方面来说，未来全球的产能转移，相当大的程度将由这两家公司来主导。

海外市场看，格力从 2010 年开始加大海外销售力度，同时构建巴西、越南等海外生产基地。格力全球化战略下，全球网络体系正在构建，目前已开 1000 多家海外专店，海外渠道仍在建设和扩张中。从我国空调出口地区分布来看，欧美稳定，中东、拉美、非洲、东南亚等新兴市场增长亮眼。未来新兴市场将成为我国空调出口的最主要的增长点。近年来全球气候变暖趋势持续，极端恶劣天气此起彼伏，印度、印尼、巴西、巴基斯坦、孟加拉、俄罗斯等新兴市场人口众多，而空调产品处在导入期，增长空间巨大。2007 年至 2009 年中国空调出货量已占全球出货量的 70%以上。2009 年中国国内空调销量占全球的 40%，出口销量占全球的 31%。

未来中国空调出货量全球占比还将缓慢提升，一方面，中国空调市场未来长期增长速度将略高于全球，另一方面，大金等日本企业加大在中国的 OEM 订单，更多的将中国视为生产基地。

**图表 12：中央空调市占率排名情况**



资料来源：家电行业协会，中航证券金融研究所整理

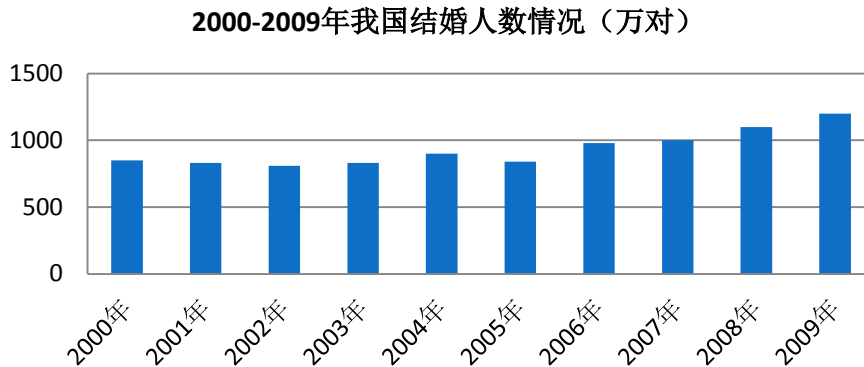
超预期机会来自：房地产成交放量、农村市场启动、城镇中低收入群体需求爆发、城镇化加速与结婚潮等。

短期超预期机会来自：极端天气频繁、房地产成交量好、政策推动等。

空调是家庭必需品之一，结婚成家多数都有空调的需求。“十二五”时期我国处于婚龄期人口上升阶段，平均每年进入婚龄期的人口近 2500 万人，比“十一五”时期高出 420 万人，每年将组成上千万新婚

家庭，空调需求也相应提升。

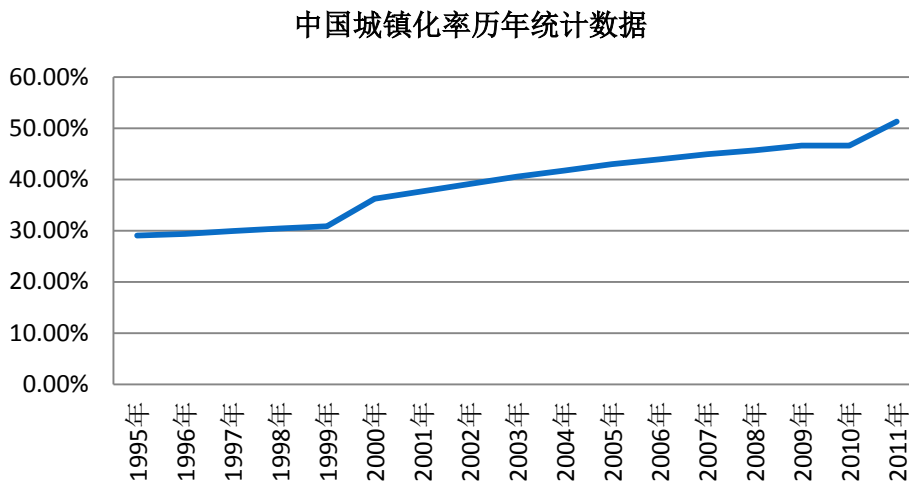
图表 13：2000 年-2009 年结婚人数统计



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

我们认为，空调的增长动力来源于城镇化的推进带来的城镇人口的上升以及消费升级促进下的产品升级。同时，空调的使用期为 8—10 年，这样一来空调市场每年都有一批产品需要更新换代。同时，随着城镇化率的提高，空调市场总量将逐步增加，市场容量将得到进一步提升。

图表 14：中国历年城镇化率变化情况

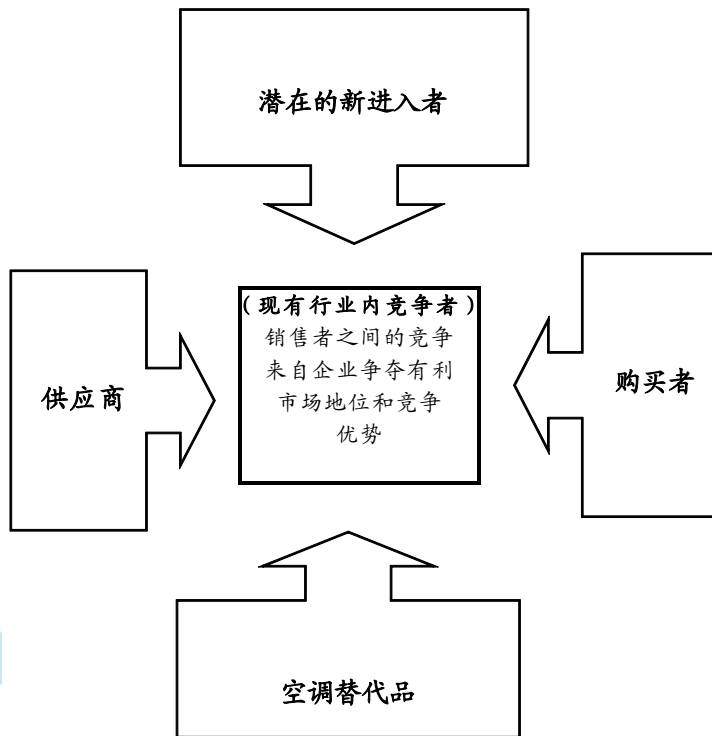


资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所整理

### 三、竞争模型分析

空调行业竞争要素大概归结为以下五类：现有行业内竞争者、原材料供应商、购买者、潜在的新增空调制造商以及空调替代品。

图表 15：竞争模型

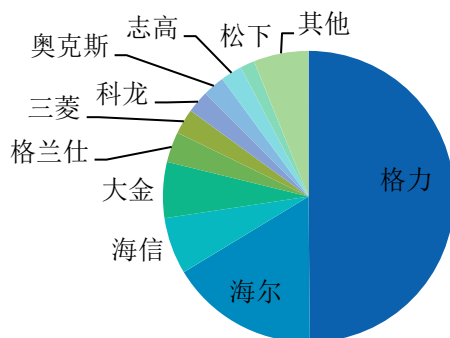


资料来源：中航证券金融研究所绘制

### 3.1 现有行业内竞争者

报告前篇已经提及中国的空调市场，暂时形成了格力、美的的双寡头垄断局面，且这种局面短期内不会被打破。厂商之间的竞争是五种力量中最大的。从图中可以直观的了解了解到空调行业内的份额大多都为国内企业所占有。在国内所有的品牌中，格力和美的为两大寡头，占据了国内空调逾 60% 的份额。格力，美的之间的竞争已经进入白热化阶段，因为两者之间的价格差异和性能差异都不大，当客户转换品牌的成本较低时，竞争会加剧。

图表 16：截止 2013 年 3 月国内空调各品牌占有率饼图



资料来源：ZDC，中航证券金融研究所整理



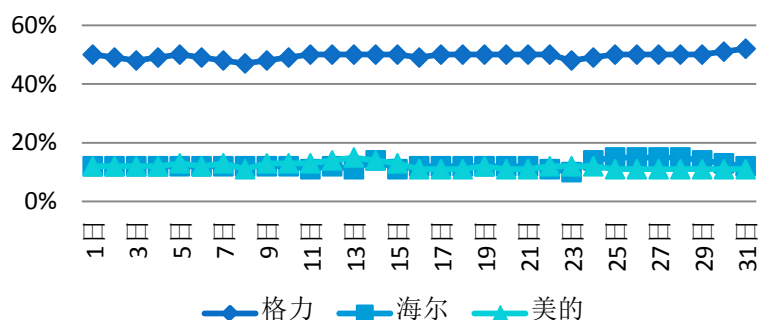
近年来国内空调市场竞争从低层次的价格竞争逐渐转变为满足不同需求的差异化竞争。美的层专门针对厨房、电信机房，大客厅推出过各种专业的定制型空调，而志高还曾推出过茶叶空调、花木空调以及全球制冷量最大的壁挂式空调等等产品。海尔、格力等企业还推出过各种特殊领域需要的特种空调。2010年12月初，美的率先推出全球首台太阳能空调。此后，格力也宣布实现了太阳能空调向美国市场的出口。而海尔在力推物联网空调后，又推出了除甲醛空调。奥克斯则推出了专注于改善空调冬季制热效果的“热霸空调”。志高则通过与国际铜业协会的合作，推出了“全球首台铜抑菌家用空调”。近两年时间，空调企业从变频空调、广告、降价、等方面大做文章，总体看来，空调行业还没有走出无规则的竞争态势。

根据产业在线数据，2010年内销市场，按照销售量数据，格力、美的市占率合计63%。其中格力国内市占率高达36%，占据空调行业绝对第一位置。内销市场，按照销售额数据，格力、美的市占率合计可能达到70%。格力在国内空调市场占有优势，美的在空调出口市场更具优势。两个公司的市场占有率呈现明显的季节性特征，上半年是出口旺季，美的出货量略高；下半年空调销售淡季，格力出货量更高。总而言之，空调行业内竞争是很激烈的，而格力的主要竞争对手之一就是美的。

2010年，格力空调收入551亿元，不仅是国内第一，也是全球最大的空调制造商。公司公布的业绩快报显示，2012年格力的营业收入达到1000亿元，是全国首个营业收入达到1000亿元的专业家电企业。中国标准化研究院顾客满意度测评中心和清华大学中国企业研究中心联合发布《2012年中国顾客满意度手册》，“格力”品牌以83.8分的最高分蝉联空调品牌顾客满意度第一品牌。《2012年中国顾客满意度手册》还显示，格力在“品牌形象”、“满足需求程度”、“产品可靠性”、“性价比”、“服务质量”等五项硬指标的评价均为“五星级”，受到顾客的最高评价。

处于空调第二梯队的海尔、志高以及科龙销量占比都在8%以下，三家合计出货规模不足格力或美的一家规模。在城镇市场，外资品牌的销量占有率也在被持续挤压。从主流品牌每日所获的关注比例走势来看，以2013年1月份为例，格力持续保持强势姿态，且波动幅度较小，多围绕50%分水岭的上下方震荡。相比之下，海尔和美的由于关注份额仍较为接近。

**图表 17：2013年1月份主流空调品牌关注度走势**

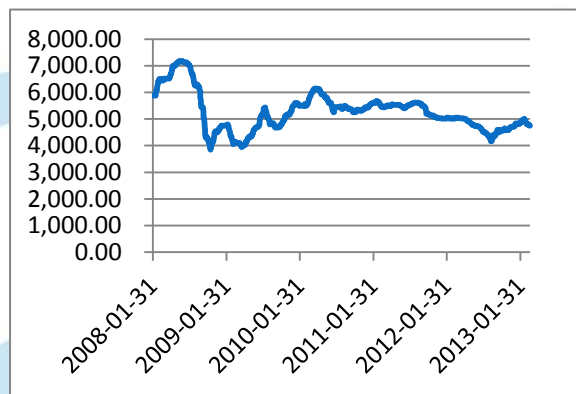


资料来源：ZDC，中航证券金融研究所整理

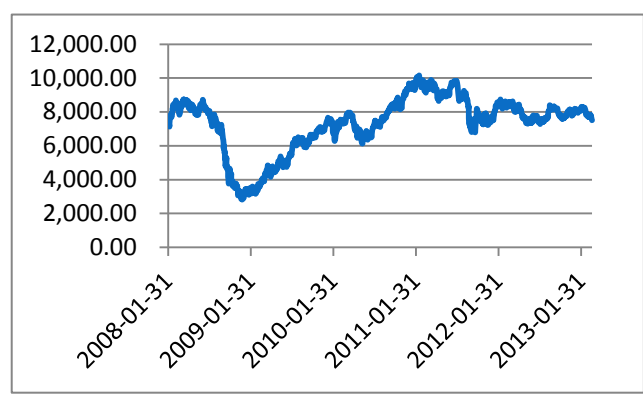
### 3.2 原材料供应商

供应商是一种弱势竞争力量还是一种强势竞争力量取决于其所在行业的市场条件和所提供产品的重要性。空调制造企业上游行业状况主要是，第一，控制器、压缩机，其毛利率约为 25%；供应者集中度方面，控制器比较集中，主要为日、韩供应商；压缩机的控制已打破，格力、美的自建压缩机；第二，资源供应状况：主要是钢铁、铜等基础原材料，价格大幅波动是供应商对于空调制造企业来说的一大威胁之一，但是此种供应品具有可替代性，例如铝代替铜，将降低生产成本并减少对稀缺资源铜的依赖性。根据空调行业的三大巨头格力、美的和海尔来看，其核心技术都掌握在各自手中，不会受到供应商的牵制，并且因为其为大生产企业，供应商对他们来说暂不构成威胁。

图表 18：钢（左图）及铜（右图）的价格走势



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

对比其他空调制造商的毛利率情况，格力的毛利率处于业内较高水平，也印证了格力的技术、规模优势能够为公司赢得更高的产品议价能力。格力的历史毛利率与原材料价格关联情况也印证了我们的观点，相比于原材料价格的波动，格力由于其行业龙头地位，毛利率水平较为稳定，在原材料价格高企的时期，毛利率并没有大幅下降，相反在原材料价格下跌时期，格力有所获益，体现为毛利率的上升。

### 3.3 购买者

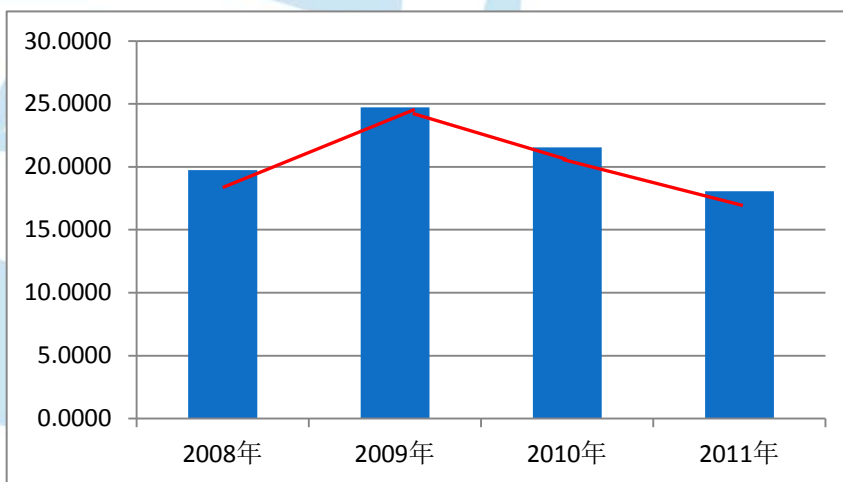
空调行业的购买者主要分为两种：大型零售终端（类似国美、苏宁）和消费者。实力强大的购买者能够通过强制降价、要求提高产品质量或者提供更多服务等获取更多的价值。诸如国美、苏宁等大型零售终端议价能力较强，但随着以格力为代表的生产商自建渠道，零售终端的议价能力下降。消费者方面，格力、美的、海尔在同一类型的产品上价格上存在差异，并且性价比有所不同。因为网络的方便性，消费者能较

全面的掌握厂商产品的价格、性能等，这样就会对各厂家的产品进行对比，进而处于较高的地位。因此，从价格上来说，消费者的议价能力较强，这样会导致行业内的厂家竞争激烈。厂家必须能不断提供超越对手的产品，并降低成本以获得利润，由此可能会演变为恶性价战等。调查显示，随着生活水平的提高，空调消费者在诸多客户体验的要素中按先后顺序依次选择产品质量、品牌、价格、售后服务以及客户满意度。对于国内空调行业来说，格力是毋庸置疑的佼佼者，其产品质量和服务更是经得起推敲。售后服务方面，格力电器股份有限公司共有三千多家格力空调专业售后服务网点遍布全国各地，并且在全国各省会城市、直辖市均设有“格力电器售后服务管理中心”，各售后服务管理中心由珠海格力电器股份有限公司人员专职负责售后服务管理，并设有零配件中转库及专业制冷技术工程师多名。珠海格力电器股份有限公司对2005年元月1日以后销售有家用空调实行整机6年包修。包括：压缩机、各类风扇电机、主控板、接收头、温控部件及遥控器等家用空调所有零部件。即除因人为损坏和不可抗拒的自然灾害外均格力电器公司指派专业人员实行全免费维修。包修期内不定期开展免费上门保养活动。

空调双寡头竞争格局，龙头企业成本转嫁能力强。在空调内销市场，2012年，格力占据45%以上的市场份额，美的20%左右，两者合计份额近70%，在这种双寡头竞争格局下，行业龙头具有较强的议价能力和成本转嫁能力。空调产品90%的生产成本为原材料（钢材占比约为25%，铜20%左右，铝材4%左右）。我们认为公司作为行业龙头，具有较强的成本转嫁能力，并且格力的技术、规模优势使得公司议价能力强、成本转嫁能力明显优于同行。

由于良好的口碑，品牌号召力强，格力具有很强的定价能力，品牌的强势带来的提价能力将使公司的利润增速将明显提升。

**图表 17：格力的毛利率变化情况**



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

### 3.4 潜在的新增空调制造商

一个新进入者会产生出新的能力和获取市场份额的欲望，同时也会对价格、成本和竞争所需要投资的力度形成压力。空调行业技术日趋成熟同质化，相较于高科技产业，空调制造业进入壁垒不高，但是要想短时间就通过一批生产线制造出一个与格力匹配或对格力造成竞争威胁的空调制造企业恐怕是天方夜谭，理由如下：

首先，新增进入者无法在短期内形成如格力相匹敌的规模优势。格力无论是产业链还是生产线长度都足够使之以较低的单位生产成本进行量化生产，这种大量生产就会产生规模经济，因为它们可以将固定成本分摊到更多的单位产品中去，使用更有效的技术或者向其供应商提出更优惠的条件，而这些优势对于一个新进入企业来说是巨大的门槛。其次，格力在沉淀了如此之久之，深得消费者信赖，买方愿意争相购买格力的产品，对于空调这种家庭耐用品，买方更愿意相信大企业。需求方的规模效益使得客户不愿意从新进入者那里购买产品，并且可能迫使新进入者要吸引大量客户就不得不大大降低自己产品的价格，从而提高进入难度；第三，不可忽视与规模无关的既有优势，比如格力的成本或技术优势、原材料供应的最佳渠道、对多数有利地理位置的优先使用权以及长期积累的经验等，而这些优势都是潜在竞争对手所难以获得的。

近两年因为国家的政策支持等因素，家电行业得到了长足的发展。前景良好势必会吸引额外的进入者。但是由于国内现有的局面为两大空调企业已经具有了规模优势，且拥有大量的核心的技术和专业的技能，并且，进入空调行业的壁垒很高，需要大量的资金和较高的科技能力。由此可以看出若有新的企业想要进入现有的空调市场其面临的竞争压力很大。综合分析，空调行业中的潜在进入者对于美的与格力来说，还构不成威胁，或者说威胁很小。

家电下乡政策期间催生了一批竞争力不强的公司，而政策的结束使得家电企业的竞争回归到理性的状态，强者收购兼并质量产量不合格的小企业可以预见，产品质量、售后服务比拼或成为家电行业竞争之趋势，而格力经过了 1991 年到如今的沉淀，产品、技术和口碑在国内已经形成强大的护城河，潜在的新增空调制造商对其影响甚微。

### 3.5 来自替代品的威胁

随着温室效应的加剧，并且冬季愈加寒冷，空调成了寻常百姓家的必需品。并且目前还未产生能代替空调，提供相同或更优性能，并且价位更低的产品。主要替代产品是行业内的产品的更新换代，主要为太



太阳能空调。地热空调系统。燃气中央空调等，但目前不是主流因此，在对于空调行业来讲，目前来自替代品的竞争压力不大，可以忽略。

## 四、公司竞争力分析

格力突出的竞争优势主要来源于产品、品牌和渠道。这样的优势并非完全不能复制，但格力的产品技术积累（空调技术、质量和产业链延伸）和先发优势（对经销商资源和市场的抢占）使其强势地位难以撼动。

### 4.1 产品技术两手抓——格力：掌握核心科技

公司是我国空调行业技术研发能力最强的企业之一，秉承“自主创新，变中国制造为中国创造的理念”，研发投入业内领先。公司拥有中国制冷行业唯一的国家工程技术研究中心，设有制冷技术研究院、机电技术研究院、家电技术研究院 3 大研究院及近 20 个研究所，建成了环境模拟、热平衡、噪声、可靠性等 300 多个专业实验室，其中有 171 个实验室相继通过了 6 种国家或国际组织认可。格力在业内拥有专利技术最多，已拥有国内外专利近 3500 多项，包括发明专利 350 多项，相继攻克热回收数码多联、超低温数码多联、离心式冷水机等缠绕空调业多年的技术难题，其中超低温数码多联机组、高效离心式冷水机组、G10 低频转矩控制技术、超高效定速压缩机等多项核心技术被国家权威部门鉴定为“国际领先”水平。格力强大的技术研发优势为企业发展提供了有力的支撑：开发消费升级下满足需求的新产品，打造质量过硬的空调精品，以技术优势拉动毛利率，保持良好的盈利能力。格力在全球拥有珠海、重庆、合肥、巴西、巴基斯坦、越南 6 大生产基地。持续高研发投入，拥有技术专利近 2000 项，设立筛选分厂并实行严格质量控制。格力的专业空调制造商定位已深入人心。目前提出的 12 年保修服务已经超过了空调的使用寿命，显示公司对产品质量的信心。售后服务依托于广泛的销售网点，体系健全。

我们认为过硬的产品质量和坚持技术创新的道路是格力空调制胜的关键，“格力——掌握核心科技”的口号家喻户晓，深入人心。在我国几大空调制造商中，格力是唯一一家走专业化道路的企业，格力对产品质量的执着追求堪称精益求精的，高质量高标准体现在每一个零部件的采购以及质量控制的方方面面，如一直坚持采用进口的优质铜管作为空调管路；为换热器配备专门的氮检漏设备；成立专门的筛选工厂，1000 多人专门对所有零配件进行筛选和检测，从而用过硬的产品品质赢得消费者的信赖，建立良好的品牌形象。

其次，产品线全更是为格力的发展大道添砖添瓦。空调产品包括家用空调、商用空调在内的 20 大类、



400 个系列、7000 多个品种规格。高低档分层次的产品结构可以满足不同层次的消费需求。从过去的家电下乡招投标结果来看，格力是历次中标型号最多的品牌之一。

图表 18：格力核心科技（部分）

由珠海格力电器股份有限公司完成的“地（水）源热泵机组研究开发”项目，日前在珠海通过了技术鉴定。



由格力电器和东南大学共同研发的“冷暖辐射生活热水多功能一体地暖户式中央空调”被专家组一致鉴定为“国际领先水平”。



2010 年，格力“热回收直流变频模块化多联机组”获 2010 年度国家火炬计划项目，“直流变频多联热水机组”获批 2010 年度国家重点新产品计划项目。



2008 年，格力自制的螺杆式制冷压缩机研发成功。该压缩机经过大量的检测、实机验证，具有高可靠性、高效率、低噪音、低损耗等技术优点，并于 2010 年 5 月被广东省科技厅鉴定为达到国际先进水平，为格力的民族自主创新之路又添上了浓墨重彩的一笔。



## 4.2 品牌：响彻全球的美誉度

格力电器旗下的“格力”品牌空调，是中国空调业唯一的“世界名牌”产品，业务遍及全球 90 多个国家和地区。1995 年至今，格力空调连续 14 年产销量、市场占有率位居中国空调行业第一；2005 年至今，家用空调产销量连续 4 年位居世界第一；2008 年，格力全球用户超过 8800 万。格力品牌作为国内空

调第一品牌，享有非常高的知名度。家电产品较为同质化，各家电品牌在知名度上也差别不大，而差异在于品牌联想度和美誉度。消费者的这种对于品牌联想度和品牌美誉度的认知差异就会直接影响到消费者的购买决策。品牌联想是消费者提到某一品牌时大脑中会浮现出来的所有与这一品牌有关的信息。格力坚持产本为本的专业化道路聚焦企业资源于空调业务，做大做强渠道改革，保障经销商利益包括产品品类、品牌差异、价格层面、消费者利益等。格力长期以来的专业化定位为其在消费者心中赢得了空调专家的地位，在消费者心中格力就代表着空调，“好空调，格力造”的产品形象已经深入人心。格力在空调产品较强的品牌联想度和品牌美誉度是格力在同质化的家电行业获得消费者认可的关键。2010年，公司启用成龙作为公司形象代表。一方面强化格力在国内的知名度，另一方面借以拓展在全球范围的品牌知名度。格力“专业做空调，所以做好”的品牌形象早已深入人心。得益于长期坚持的技术研发，严格的产品品质把控，一直站在技术领先的最前端，产品质量稳定，产品线丰富完善，经过十几年的口碑相传，拥有很高的品牌美誉度。

品牌溢价体现了格力品牌的美誉度。国内市场上美的、格力占据两大寡头，格力在产品价格上高出美的10%-12%，产品定位更高，品牌溢价更强。在“2010年中华电子企业品牌价值排行榜”的评定中，格力品牌价值达到243亿元。在“2010年福布斯品牌价值排行榜”中格力品牌以41亿美元名列第二十六位。

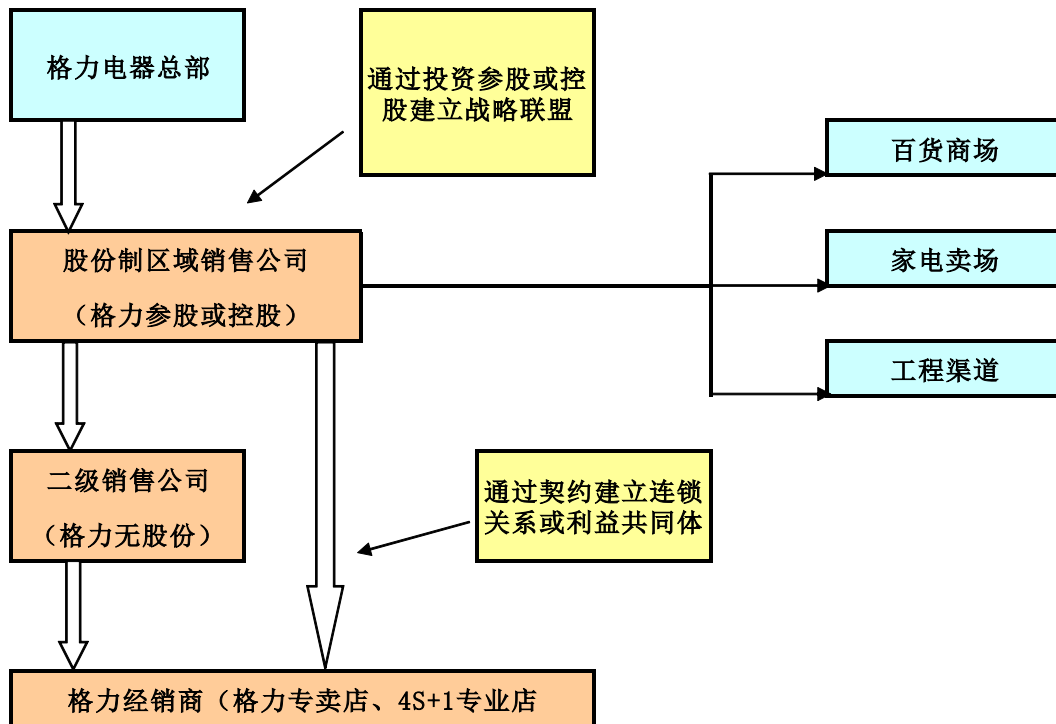
### 4.3 渠道——无与伦比的“格力模式”

公司领导人一直注重渠道变革。自公司成立以来先后建立健全了“现款后货”、“淡季贴息返利”、“年终返利”以及“股份制区域营销”等营销模式。为了应对大卖场“店大欺客”、摆脱对其的过度依赖，格力革命性的开创了自建渠道，取得了巨大的成功并被家电企业争相迅速效仿。格力的渠道模式不仅是其做大做强的制胜法宝，更是为中国的白电行业进入良性发展轨道做出了完美的表率。

1997年格力独创“区域性销售公司模式”，由几家大经销商合资成立股份制的区域销售公司，这种利益共同体有效地遏止了经销商窜货及经销商恶性价格竞争损害公司品牌形象的情况，为公司赢得我国空调市场头把交椅立下汗马功劳。“格力模式”除了能降低企业对大卖场的依赖度，还有很多优势。其表现在两个大的方面：其一，股份制区域经销，产权清晰。格力在全国拥有的28家省级经销商，其中公司直接控股子公司4家销售公司。同时由部分销售公司控股的北京海担保投资公司持有格力近10%股权。格力并不直接输出资本，转而输出产品和管理，集结社会资源，以整合规模不一的经销商队伍，规范终端市场；其二，对经销商强大的把控能力格力实现了与渠道的共赢、共生，共同发展，同时也实现了对渠道很强的把控。通过对渠道的强大把控力，格力对经销商执行先付款后提货，预收账款占其当期收入20%；同时对上游供

应商延期支付形成大量应付款，应付账款和应付票据占当期成本 50%左右，最大限度的利用无息负债，提高现金流效率。凭借经销商预付货款制度，公司现金流非常良好，手持现金很高，在保证经营稳健性的同时带来很高的财务杠杆，大幅提高资产收益率。大量现金目前通过财务公司产生利息收益。

图表 219：格力渠道模式



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所整理

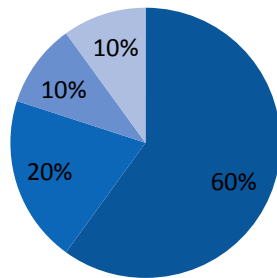
在自建渠道方面，格力也远远领先于同行。公司在业内创造出“格力专卖店”这一独特的渠道模式，通过多年经营，逐渐形成了以城市为中心、以地县为基础、以乡镇为依托的三级营销网络，目前公司在全国有 3 万多个销售网点，专卖店近 1 万家，遍布全国乡镇。三四级渠道下沉在同行中尤为出色。我们认为格力一直坚持的自有渠道建设已成为领跑农村市场的强大保障。并且在三、四级市场，格力近 20 年来建立起来的分销网络优势是其他竞争对手难以一蹴而就赶超的。格力凭借渠道优势在农村市场占据 40% 以上的份额。从家电下乡信息系统显示的数据来看，格力 2009 年家电下乡空调销量占比为 44%，09 年 8、9 月销售额占比更是高达 49%，占据了半壁江山，远高于其他竞争对手。

格力目前国内市场空调销售以自有渠道为主，专卖店销售占比超过 60%，通过其他传统渠道销售占比 20% 以上，通过国美、苏宁销售仅占 10% 左右，同时格力自有渠道销售收入上升也较快，以 2010 年为例，格力于苏宁、国美销售收入与 09 年相比分别增长 29.5%、19.3%，而格力自有渠道在 2009 年到 2010 年间

收入增加了 42.3%。

**图表 20：各种销售渠道占比**

■ 专卖店渠道 ■ 传统渠道 ■ 国美、苏宁 ■ 其他



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所整理

#### 4.4 产业链完善，自给能力强

格力向上游关键零部件的延伸带来了盈利能力的提升，目前关键零部件如压缩机、电机等自给率均在 50%左右，还有进一步提升的空间。

**压缩机：**凌达压缩机已经实现了变频与定频压缩机的弹性生产，总产能 900 万台，配套比重不到 50%。未来凌达还将进一步扩产。另外，格力与大金合资压缩机工厂首期 150 万台压缩机产能投产，主要供给大金，部分供给格力用于高端机型。压缩机自供能够降低成本 10 元左右，整机成本下降 0.5 个百分点左右。

**电机：**凯邦电机有 2000 多万台的配套产能，包括支流变频电机。一台空调至少要配套 3 个及以上的电机，自给率在 40%左右。

**电容：**格力新元做的比较好，已经掌握大空调压缩机启动电容技术。

**漆包线：**格力电工成长很快，自给率较高并供给日立等。

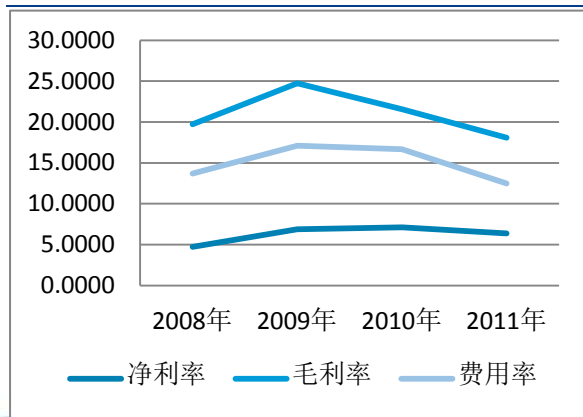
**模具及其他：**格力下属工厂涉及模具、两器、管路等各个上游工序，内部化程度较高。同时，格力与大金的合作渐入佳境，或有延伸合作领域的可能性（大金主营家用/商用空调与制冷化工）。



## 五、财务分析

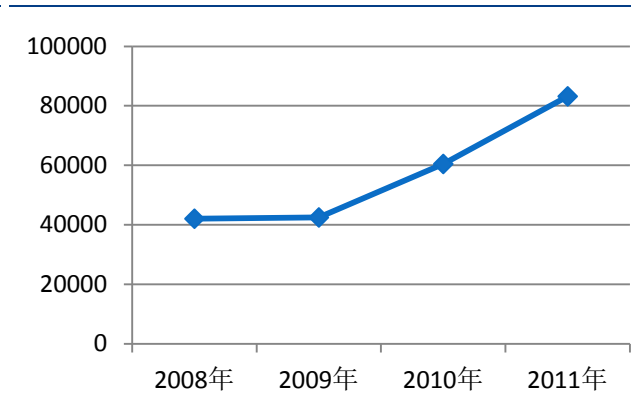
格力盈利能力相对稳定。图中可以看出，由于受到政府补贴政策及竞争环境的影响，格力盈利水平在过去三年起伏不定的趋势，但营业收入稳步增长。

图表 21：盈利能力相对稳定



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

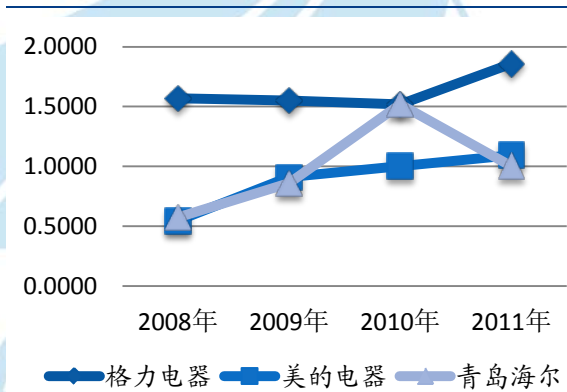
图表 22：格力近五年营业收入变化（单位：百万）



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

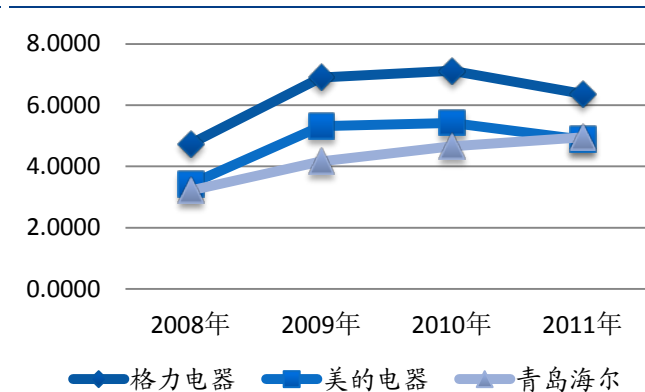
在上市的家电企业中，格力的营业收入连超预期，是业内的“超预期王”，盈利能力可见一斑。

图表 23：空调主流品牌 EPS-期末股本摊薄



资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

图表 24：空调主流品牌净利率对比

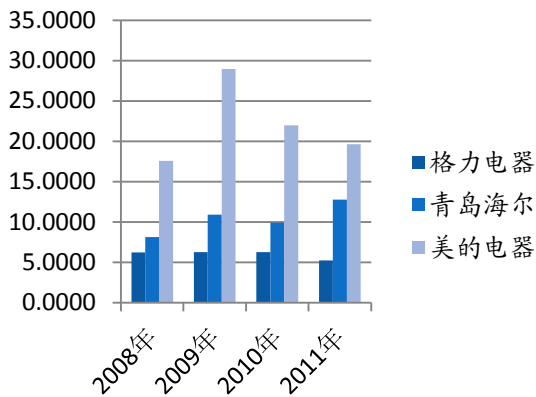


资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

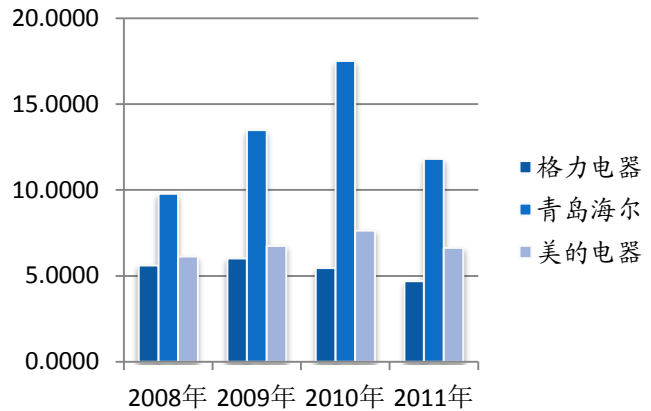
格力在产业链中处于强势地位，使得格力能够实现上下游占款，即拖延上游企业应付账款，而同时坚持对下游先打款后付货。这实现了企业低财务成本，高财务杠杆的经营模式。这实现了企业低财务成本，高财务杠杆的经营模式。

格力应收装款回款速度明显优于海尔和美的，同时，存货周转率也明显比其他空调主流品牌要快。



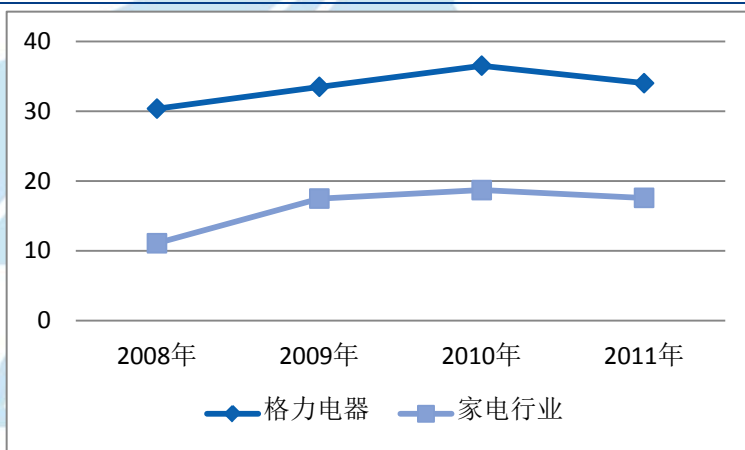
**图表 25：空调主流品牌应收账款周转天数比较**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

**图表 26：空调主流品牌存货周转天数比较**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

格力电器具有很高的经营杠杆，而 70%以上的负债来自于上下游占款，包括应付账款、应付票据、预收账款。格力的现金情况非常好，2011 年资产的 60%由现金、存款及容易变现的应收票据组成。同时，格力的财务成本微乎其微，甚至经常能获得净利息收入。

**图表 27：近年格力 ROE 变化趋势**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所整理

公司净资产收益率近五年均保持在 30%以上，大幅高于行业平均水平，盈利能力强劲。

## 六、盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	42457.77	60431.63	83155.47	100030.00	118000.00	140500.00
增长率(%)	1.01%	42.33%	37.60%	20.29%	17.96%	19.07%
归属母公司股东净利润	2913.45	4275.72	5236.94	6466.56	8053.62	9622.11
增长率(%)	48.15%	46.76%	22.48%	23.48%	24.54%	19.48%
每股收益(EPS)	0.969	1.422	1.741	2.150	2.678	3.199
销售毛利率	24.73%	21.55%	18.07%	22.99%	22.65%	21.67%
销售净利率	6.90%	7.12%	6.37%	6.46%	6.83%	6.85%
市盈率(P/E)	28.39	19.35	15.79	12.79	10.27	8.60
市净率(P/B)	8.30	6.22	4.70	3.44	2.57	1.98
报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	42457.77	60431.63	83155.47	100030.00	118000.00	140500.00
减: 营业成本	31955.98	47409.19	68132.12	77032.00	91268.00	110048.00
营业税金及附加	403.37	538.82	497.91	579.00	704.00	809.00
营业费用	5797.86	8410.14	8050.41	11114.00	12579.00	13890.00
管理费用	1566.60	1978.05	2783.27	3830.00	4410.00	4880.00
财务费用	-97.02	-308.97	-452.71	-132.72	-435.85	-447.12
<b>营业利润</b>	2974.53	2746.82	4542.36	7607.72	9474.85	11320.12
<b>利润总额</b>	3380.28	5056.32	6328.56	7607.72	9474.85	11320.12
减: 所得税	448.61	753.12	1031.22	1141.16	1421.23	1698.02
<b>净利润</b>	2931.66	4303.21	5297.34	6466.56	8053.62	9622.11
减: 少数股东损益	18.21	27.48	60.40	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	2913.45	4275.72	5236.94	6466.56	8053.62	9622.11
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	22251.05	15173.21	17862.95	35397.51	50343.31	39066.42
应收和预付款项	13397.62	26127.00	37841.98	39699.00	44837.00	47456.00
存货	5823.64	11559.17	17503.11	16098.00	20508.00	51551.00
<b>资产总计</b>	49749.17	63902.27	85101.26	101881.54	125169.13	146372.12
<b>负债合计</b>	39096.49	49890.56	66724.11	77037.83	92271.79	103852.68
<b>归属母公司股东权益</b>	9969.90	13302.55	17606.87	24073.43	32127.05	41749.15
<b>股东权益合计</b>	10652.69	14011.71	18377.15	24843.71	32897.34	42519.44
<b>负债和股东权益合计</b>	49749.17	63902.27	85101.26	101881.54	125169.13	146372.12
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	9352.57	640.48	3197.85	3896.13	4129.94	5134.01
投资性现金净流量	-3092.96	-1887.06	-2767.27	-1367.07	-1980.08	-2209.13
筹资性现金净流量	-80.61	-1415.20	-794.60	-2361.57	-815.85	-857.12

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

成燕，SAC执业证书号：S0640512110004，湖北工业大学管理系毕业，2010年11月加入中航证券金融研究所，从事家电及家用轻工行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。