

2014年9月26日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

35.00

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2014/9/25)	28.43
深证成份指数(2014/9/25)	8076.51
股价 12 个月高/低	34.29/26.36
总发行股数 (百万)	3007.87
A 股数 (百万)	2986.21
A 市值 (亿元)	855.14
主要股东	珠海格力集团有限公司 (18.22%)
每股净值 (元)	11.90
股价/帐面净值	2.39
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.2 1.4 10

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

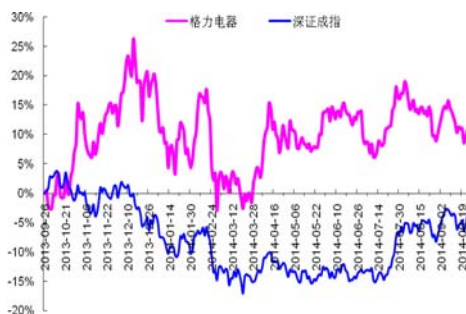
产品组合

空调	97.0%
小家电	1.9%
其他	1.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.1%
一般法人	27.4%

股价相对大盘走势



格力电器(000651.SZ)

Buy 买入

掌握核心竞争力，龙头地位稳定

结论与建议：

未来随着城镇化建设的推进以及农村居民收入的提升、生活条件的改善，国内空调市场仍有较大的增长空间，外销也有较好的发展前景。作为空调行业的龙头，公司具有绝对领先的技术优势和竞争力，且有“管道之王”之称，即便在弱市中，业绩仍能保持稳定的增长。

我们预计公司 2014、2015 年可实现营业收入分别为 1332.47 亿元 (YOY+11%)、1492.38 亿元 (YOY+12%)，净利润为 139.49 亿元 (YOY+28.3%)、172.13 亿元 (YOY+24.3%)，EPS 为 4.64 元、5.72 元，P/E 为 6.1 倍和 5.0 倍，估值显著偏低，给予“买入”投资建议。

■ **空调行业仍有较大的需求增长空间：**我国空调行业经过 2009-2011 年政策推动下的快速增长后，增速下降恢复平稳，但内销和外销市场均有大量潜在需求尚未得到释放，我们认为空调行业未来增长潜力依然可观。内销方面，空调在农村的普及率远不及城镇，未来农村空调需求增长空间巨大，而城镇化建设的推进，也将催生新的需求空间。外销方面，近几年外销占比基本维持在 30%-35%之间，尽管目前需求较为疲软，但我们认为广大发展中国家空调普及率仍较低，具有巨大的潜在需求。展望未来，我们认为，行业增长动力将由城市逐步向农村市场转移，预计 14、15 年空调销量分别增长 6%、8%。

■ **公司技术优势突出，具备较强的市场竞争力：**依靠领先的变频技术和节能技术，2014 年上半年格力家用空调产销量以绝对的优势继续领跑行业，其中内销量超出第二名 400 多万台，中央空调的增量占整个中央空调市场增量的 50%，拉动了中央空调行业的整体增长。新兴的小家电业务则在“不用插电的风扇”、专为中国水质原创设计的净水器等多类产品上取得了革命性的技术突破，实现销售 10.2 亿元 (YOY+41.9%)，毛利率 25.9%，大幅提升 11%，成为新的利润增长点。此外，公司开始进军智慧家居，致力于推动“家庭式能源中心”的智慧家电发展，为空调业务创造新的增长空间。

■ **销售管道不断创新，首提电商战略：**公司在管道建设方面不断创新。首创的“淡季贴息返利”模式、“年终返利”模式，以及“股份制区域性销售公司模式”，都极大地激励了经销商的销售积极性。公司在全球开设专卖店近 10000 家（其中海外格力专卖店 1000 多家），另外还成立了“4S+1”专业店，为消费者提供更专业化的服务。2013 年底公司首次明确提出电商战略，旨在将实体店与互联网连接起来，这将释放更多的发展空间。

■ **成本环比下降，助推毛利率提升：**作为空调生产成本比例最高的原材料，铜价自 2011 年三季度以来已跌近 30%，今年上半年跌幅为 3.7%。其他主要成本构成中，冷轧钢价格上半年跌幅为 5.7%，塑胶价格维持稳定，铝价小幅上涨后又回落，未来上涨可能性不大，压缩机价格也在下降。总体而言，空调行业的生产成本表现出明显的下降趋势，我们预计公司下半年毛利率将继续维持在一个较高的水准，14、15 年毛利率为 36.5%、37%。

■ **盈利预测与投资建议：**2014 年上半年，在国内外需求相对较为疲软的环境下，公司空调销量仍能保持稳定的增速，领先于同业。我们预计公司 2014、2015 年内销增速分别为 16%、18%，外销增速为 -15%、-5%，可实现营业收入分别为 1332.47 亿元 (YOY+11%)、1492.38 亿元 (YOY+12%)，净利润为 139.49 亿元 (YOY+28.3%)、172.13 亿元 (YOY+24.3%)，EPS 为 4.64 元、5.72 元，P/E 为 6.2 倍和 5.0 倍，估值显著偏低，给予“买入”投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5237	7380	10871	13949	17213
同比增减	%	22.48	40.92	47.31	28.32	23.40
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.86	2.47	3.61	4.64	5.72
同比增减	%	22.37	32.80	46.15	28.47	23.40
A 股市盈率 (P/E)	X	15.37	11.57	7.92	6.13	4.97
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50
股息率 (Yield)	%	1.75	3.50	5.25	5.25	5.25

空调行业：需求增长仍有空间，市场格局稳定

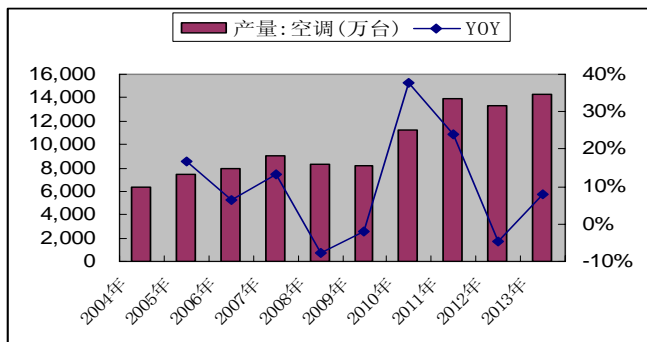
■ 空调产销经过高速增长期，增速恢复平稳

得益于我国经济强劲增长的大环境以及政府“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等多项拉动内需政策的有力支持，我国空调行业经过 2009-2011 年的快速增长后，增速下降恢复平稳。

从 2009 年开始，空调被纳入家电下乡政策补贴范围，各省市可自主选择新增产品进行推广。由于农村的需求量相对较低，选择空调进行家电下乡推广的省市比其他产品明显要少，但还是由此带动了空调行业进入一个快速增长的阶段。09 年到 11 年三年之间，空调销量增长了 70%。随着补贴政策的结束，国内空调销量增速大比例下滑，但由于基数较大，新增需求量还是保持在较高的水准。我们认为，未来随着城镇化建设的推进以及农村居民收入的提升、生活条件的改善，空调的需求增长仍有较大的空间。

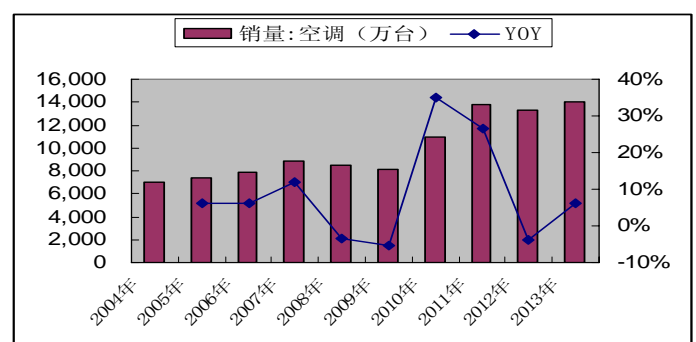
2004-2013 年中国空调产销规模走势如下图所示。

图 1、官方口径的空调产量及增速



资料来源: Wind, 群益证券

图 2、官方口径的空调销量及增速



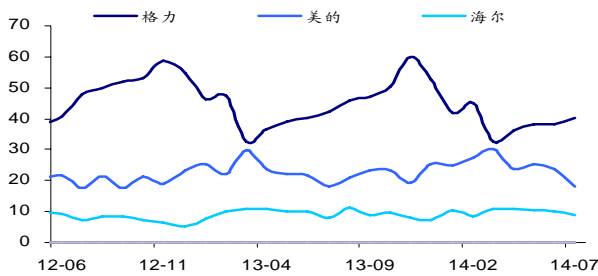
资料来源: Wind, 群益证券

■ 家用空调行业已经过激烈竞争洗牌，形成稳定的行业格局

经过多年竞争后，国内空调行业竞争格局基本稳定，竞争力较强的大企业规模和市场份额不断提升，挤垮了部分竞争力较差的厂商，产能的不断扩大也阻止了新进入者加入竞争。目前市场排名前 3 位的厂商分别是格力、美的和海尔，占据整体市场份额的 7 成左右，其中格力、美的为行业第一梯队，合计市占率近六成左右。

展望未来，我们认为，目前空调行业已经形成较为稳定的市场格局，考虑到空调企业的技术和规模成本特点，新进入者想要打破目前的格局可能性较小，未来行业龙头将持续受益于寡占优势。

图 3、家用空调三大制造商市占率 (%)



资料来源：中怡康，群益证券

■ 需求空间仍广阔，内外销均有较好前景

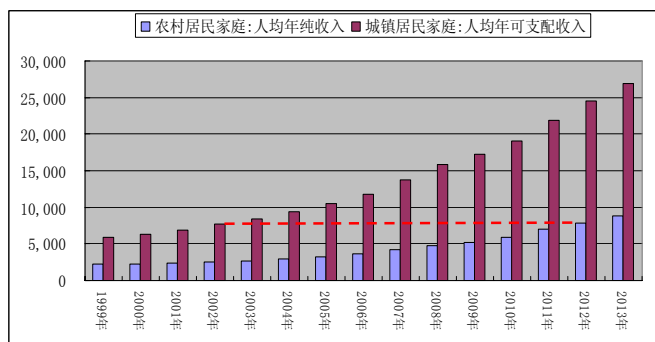
虽然近几年来空调产销量增速明显，但在较高的基数下，每年仍有较大的新增需求。且空调销量增速的放缓具有一定的阶段性特征，从市场发展空间来看，内销和外销市场均有大量潜在需求尚未得到释放，我们认为空调行业未来增长潜力依然可观。

首先，国内空调市场增长潜力巨大，主要表现为：

(一) 农村市场空调普及才刚刚开始

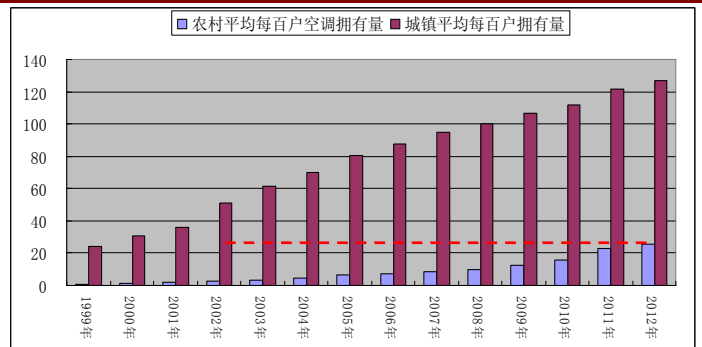
截止 2012 年，农村每百户家庭空调拥有量仅为 25 台，与城镇地区 127 台有近 5 倍的差距。我们认为空调购置需求与居民家庭收入有显著的相关性，随着家庭收入的增加，居民购置或更新空调的欲望会更强烈。由图 4 和图 5 我们可以看出，2012 年农村居民人均年纯收入与 2002 年城镇居民人均年可支配收入相当，但空调保有量仅为一半。在 2002 年到 2012 年之间，城镇居民收入翻了 2.2 倍，相应地，空调保有量也增长了 2.5 倍。我们认为，未来随着农村居民收入水准的逐步提高，空调的需求量也会逐步提升，农村空调市场增长空间巨大。

图 4、城镇居民 vs 农村居民收入水准 (单位：元)



资料来源：国家统计局，群益证券

图 5、城镇和农村家庭空调保有量对比



资料来源：国家统计局，群益证券

(二) 国内城镇化水准仍较低，城市化率逐年提升；近几年实际的城镇化率都高于政府的预期目标，这表明城镇化率的提升态势十足。大量新增城市人口对空调需求量增长也有明显的支撑作用。

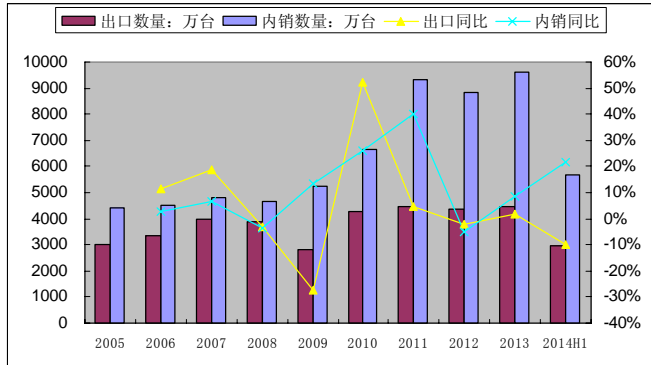
并且，此前累计的高速增长长期购置的空调面临换机需求，即使普及需求的增长不及预期，国内空调行业仍有较为稳定的需求来源。

此外，外销市场同样具备较大的增长空间。

近几年，我国空调外销占总销量的比例基本维持在 30%~35%之间，虽然近来

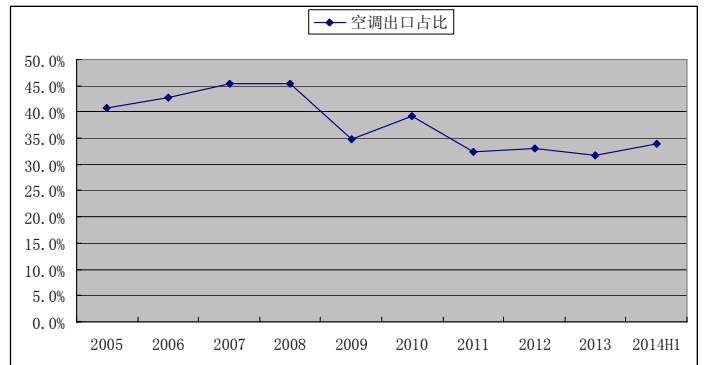
海外市场受政局、经济、汇率等因素影响，目前需求表现较为疲软，但我们认为，与发达国家百户空调 200-300 台的普及率相比，广大发展中国家有巨大的潜在需求，以印度、东盟以及拉美、非洲为代表的新兴市场和广大发展中国家需求仍然较为旺盛，市场空间广阔。

图 6、空调内销及出口增长



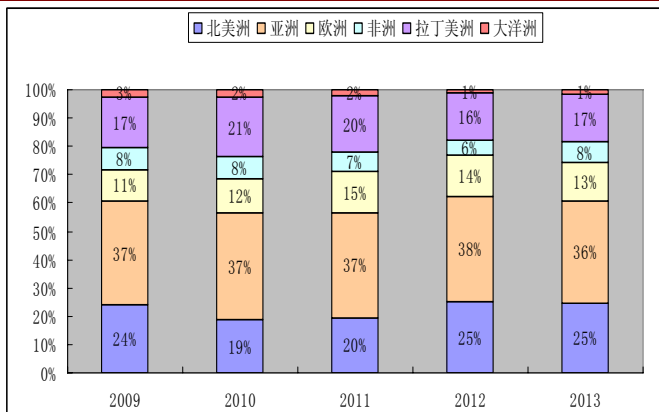
资料来源: Wind, 群益证券

图 7、空调出口占比



资料来源: Wind, 群益证券

图 8、家用空调出口地区比例



资料来源: Wind, 群益证券

■ 凉夏拖累短期增速，长期增长依旧确定

7 月份家用空调总产量 925 万台，同比增长 3.26%，总销量 912 万台，同比增长 1.17%，其中内销 601 万台，同比增长 7.62%，出口 311 万台，同比下滑 9.32%。

1-7 月份，家用空调总产量 7748 万台，同比增长 9.07%，总销量 7805 万台，同比增长 5.17%，其中内销 4402 万台，同比增长 18.66%，出口 3422 万台，同比下滑 7.78%。

7 月份空调整体销量仍处低位，主要原因包括（1）今年夏天国内天气整体偏低，而去年同期高温天气刺激出货大幅提升的背景下，当月增速有所回落是预期之中的事情。（2）受海外天气及能效政策调整等因素影响，出口表现持续低迷。

展望未来，我们认为，行业增长动力将由城市逐步向农村市场转移，目前农村空调保有量提升空间巨大，且下半年节假日促销活动多，预计 14、15 年空调销量分别增长 6%、8%。

公司优势：掌握核心竞争力，拥有行业定价权

公司成立于 1991 年，20 多年来始终坚持专业化经营，在制冷行业不断深化发展，与同行业较为普遍的多元化的经营战略形成鲜明对比。

公司视自主创新为生命，在中国空调业界技术投入费用最高，建有国际一流的实验室 400 多个，科技研发人员 5000 多人，在国内外拥有专利 8000 多项，其中发明专利 2000 多项。目前，公司独立研制开发出包括家用空调、家庭中央空调和商用中央空调在内的 20 大类、400 多个系列、7000 多个品种规格的产品，空调品种规格之多、种类之齐全居全国同行首位，能够充分满足不同消费群体的各种需求。

我们认为，公司长期的专业化经营战略使企业在技术、产品品质、规模成本和管道方面均领先于同业，对空调领域的专注带来专业化的优势。

品牌强势崛起，技术持续创新

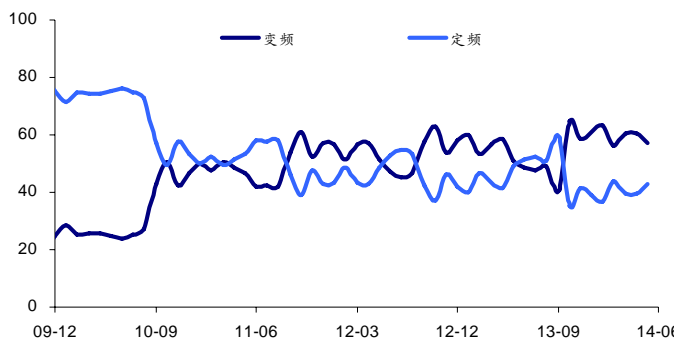
（一）家用空调：掌握核心变频技术

2014 年上半年，格力家用空调产销量继续领跑行业，其中内销以超出第二名 400 多万台（套）的优势继续保持行业第一。1-6 月份，格力家用空调累计内销量为 1434 万台，同比增长 16.4%，占了市场份额的 37.7%，第二名为美的，累计内销量为 986 万台，市占率为 25.9%。

家用空调产销量持续领先，与公司常变常新的技术密切相关。格力变频空调关键技术的研究和应用一直领先行业；2011 年格力变频技术获国家科技进步奖，成为唯一获此殊荣的专业化空调企业。G-Matrik 直流变频技术、直流变频离心机、“智慧化霜”技术等核心技术均达到了国际领先水准。新增的“磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组”更是填补了国内外大冷量磁悬浮压缩机研究与产品的空白，将空调压缩机技术提升到了一个全新的高度。

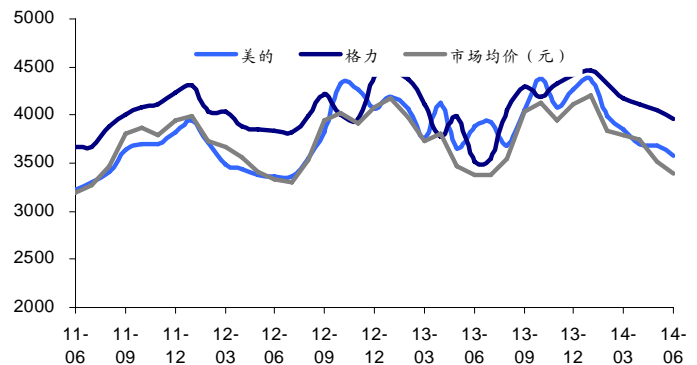
依托领先的技术水准，公司在家用空调领域推出卧室空调、变频空调、节能空调、特种空调等多种类型不同功能的产品，满足消费者不同层次的需求。

图 9、变频空调占比 (%)



资料来源：中怡康，群益证券

图 10、空调市场价格走势(元)



资料来源：中怡康，群益证券

（二）中央空调：技术不断创新，发展势头强劲

2012 年上半年，公司凭借超 14% 的市场占有率首次击败日系品牌大金，成为中央空调市场的龙头老大，打破了外资品牌把控中国大部分中央空调市场的格局，从此一路领跑国内中央空调市场。2013 年格力空调的市占率为 15.7%，2014 年上半年则达到了 16.9%，远远超过了其他家电品牌。据统计资料显示，2014 年上半年，格力中央空调的增量占整个中央空调市场增量的 50%，拉动了中央空调行业的整体增长。

格力在中央空调领域之所以能始终保持强劲的发展势头，与其创新能力密切相关。格力中央空调以核心技术引领中国创造，相继推出永磁同步变频热泵离心机、光伏直驱变频离心机、磁悬浮变频离心机等一批具有领先技术的中央空调产品，截至 2014 年 3 月，共有 6 项技术被鉴定为“国际领先”，5 项技术被鉴定为

“国际先进”。其中，最引人注目的是光伏直驱变频离心机，被专家组一致鉴定为“全球首创、国家空调”，该系统通过太阳光所发直流电直接接入中央空调，驱动机组运行，电能利用率高达 99.04%，实现了中央空调能源自给自足、不用电费，开创了中央空调的**零能耗时代**。

早在 2005 年，格力家用空调就打破空调行业“整机 1 年包修，主要零部件 3 年包修”的国家标准，率先实施“整机 6 年免费包修”，引发了其他空调企业的服务跟进，提升了行业的整体服务标准。近来公司又率先推行，凡从 2014 年 8 月 1 日起购买格力家用中央空调可享受 6 年包修政策，这是迄今为止中央空调行业承诺的最长包修期。“家用中央空调 6 年免费包修”政策，一方面是格力空调产品品质和售后服务超越国家标准的实力体现，有望带动空调行业加速提升产品品质和售后服务，另一方面有望加快家用中央空调的普及速度。

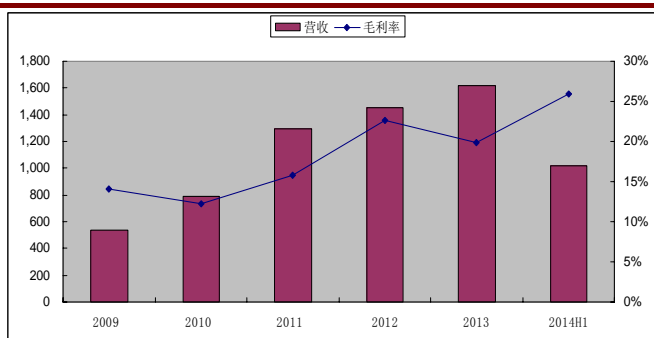
未来空调有两个发展方向，一个是智慧化，二是节能减排。我们认为，格力在这两个方面拥有明显的技术优势和强劲的产品竞争力，在 2014 年下半年及未来，公司都将在中国中央空调市场中保持领先优势。

（三）小家电业务：提供新的利润增量

2014 年上半年，格力新兴的生活电器业务取得不俗的业绩，实现销售 10.2 亿元，同比大幅增长 41.9%，毛利率 25.9%，大幅提升 11%，成为格力业绩的新增长点。小家电业务能实现快速增长，得益于上半年石家庄产能释放后，格力旗下的生活电器品牌“TOSOT”（大松）推出“不用插电的电风扇”、“苹果电饭煲”、专为中国水质原创开发的净水器、TOSOT 玻璃钢管道机以及“零耗材”空气净化器等多款新品，在多个产品品类上取得革命性的技术突破，迎合了市场及消费者的需求。

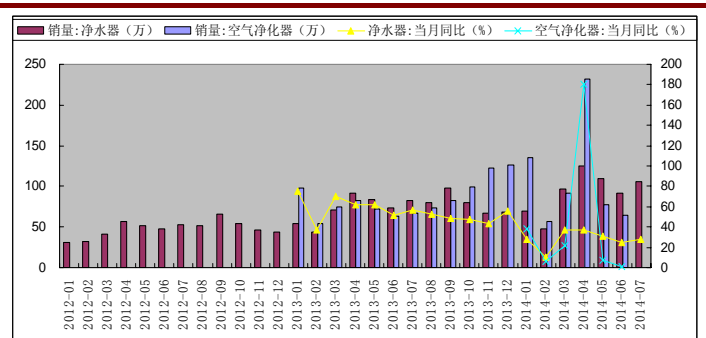
过去几年，公司的小家电业务一直保持着较稳定的增速，毛利率也在不断地提升。我们认为，随着可支配收入增加，人们对生活品质的要求提升，对净水器、空气净化器等小家电的需求会不断增加。当前小家电市场整体相对分散，格力凭借着领先的技术实力，有望占据更大的市场份额，小家电业务将为公司贡献新的利润增量，虽然目前小家电业务仅占了公司总利润的 2% 左右，但我们相信，未来小家电业务会为公司贡献更多的利润。

图 11、格力小家电业务营收及毛利率



资料来源：Wind，群益证券

图 12、小家电市场需求情况



资料来源：Wind，群益证券

（四）着力发展智慧空调

在家电企业不断规划智慧家居蓝图的背景下，公司也开始进军智慧家居。2014 年 3 月份公司成立新能源环境技术研究院，并建立“以能源管理和环境管理为中心的智能家居”研发方向，致力于推动“家庭式能源中心”的智慧家电发展。目前，消费者只需下载 APP，就能在办公室远端遥控家中的格力空调。不久的将来，消费者通过这一智慧平台，还可以轻松掌控厨房的 TOSOT 电饭煲和房间的 TOSOT 空气净化器。

与其他家电相比，格力“家庭式能源中心”的智慧家电发展更多是针对空调智慧的提升，而非家居整体的智慧化。比如通过用电资料分析为用户推送节能方案，以及更高效地运用太阳能。格力虽有涉及小家电、冰箱领域，但空调业务仍是其发展的主线。产品线过于单一有利有弊，但智慧家居战略有助于为空调业务增加新的空间和赢利点。

（五）销售管道优势突出

公司在管道建设方面不断创新。1994 年与 1996 年，格力分别首创“淡季贴息返利”模式与“年终返利”模式，通过对经销商进行激励，平衡季节性生产波动，激励了销售积极性。1997 年，格力独创“股份制区域性销售公司模式”：在每个省份选定几家大的经销商，共同出资参股组成具有“利益共同体”性质的“联合销售公司”，通过联合大经销商共同把握市场，与经销商共同进步，合作共赢。

公司以“厂商共荣”为原则，在全球开设专卖店近 10000 家（其中海外格力专卖店 1000 多家），经销网点超过 20000 家，专业售后服务网点超过 5000 家，专业售后服务人员 30000 多人，旨在为消费者提供更周全的服务。

在 2013 年底，董明珠首次明确提出格力电商战略，旨在将实体店与互联网连接起来。互联网时代，消费者消费习惯发生着巨大变化，给家电行业带来挑战的同时，也带来了巨大的销售机遇。据统计，2013 年线下家电销售规模为 1.1291 万亿元，增幅 6%，而线上家电销售额尽管只有 716 亿元，但增幅达 79%，整体占比从 2012 年的 3.6% 提升到 6%。无论是线上购买还是线下购买，品牌、价格和服务仍是消费者选择品牌的重要标准。格力“核心科技”品质、对管道终端掌控能力以及由管道带来的终端服务能力使格力天然就具备 O2O 的支撑体系，线上线下销售融合将使厂商销售管道更加立体，格力一旦将实体店与互联网连接起来，必能在新时代具备更多的发展空间。公司目前已在推进线上接单、派单的系统建设，但何时正式推出仍在征询线下经销商的意见。

盈利预测与投资建议

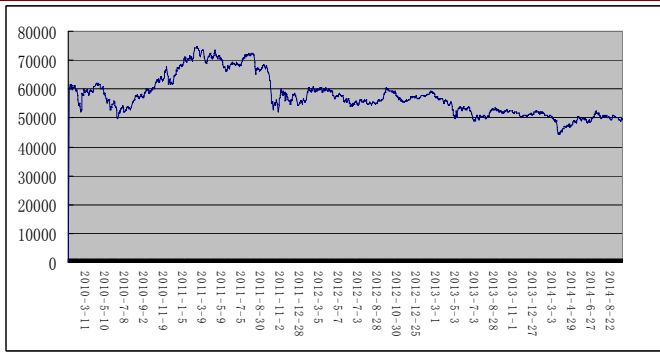
■ 成本环比下降，助推毛利率提升

铜是占空调生产成本比例最高的原材料，自 2011 年三季度以来，铜价基本处于一个下跌的态势，截止 9 月 19 日，跌幅已将近 30%。今年二季度以来，铜价基本维持 50000 元/吨，预测下半年波动不会很大。其他主要成本构成中，压缩机价格受库存高企和稀土价格下降的影响，步入下降通道。冷轧钢、塑胶的价格走势与铜相当，同样从 2011 年三季度以来，冷轧钢的价格下降了 25.5%，今年上半年跌幅为 5.7%，预计短期内仍将维持下降的趋势，而塑胶的价格比去年同期略有回升，上涨了 4.3%，今年上半年基本没什么波动，短期内将维持稳定，环比上涨压力较小，而铝价经过短时间的小幅上涨后又步入下跌，接下来上涨可能性也不大；总体而言，空调行业的生产成本表现出明显的下降趋势。

我们判断，原材料价格短期内仍将维持低位，由于欧美经济景气较差，中长期上涨压力较小，部分原材料价格会继续走低。我们认为，下半年公司毛利率将继续维持在一个较高的水准，预计 14、15 年毛利率分别为 36.5%、37%。

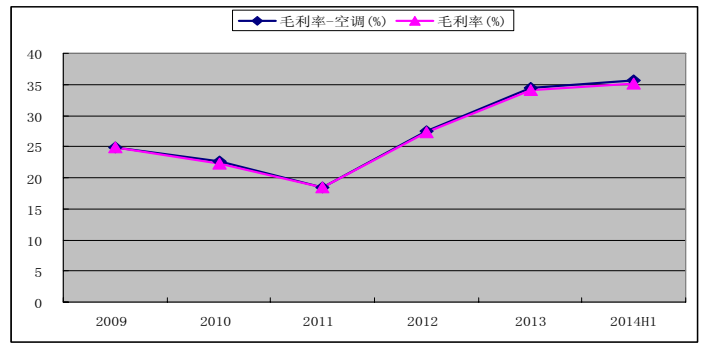
图 13、SHF 铜期货价

图 14、公司毛利率走势



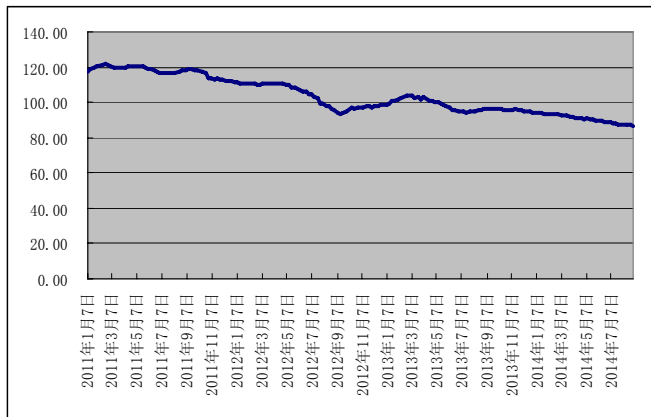
资料来源: Bloomberg, 群益证券

图 15、钢材价格走势



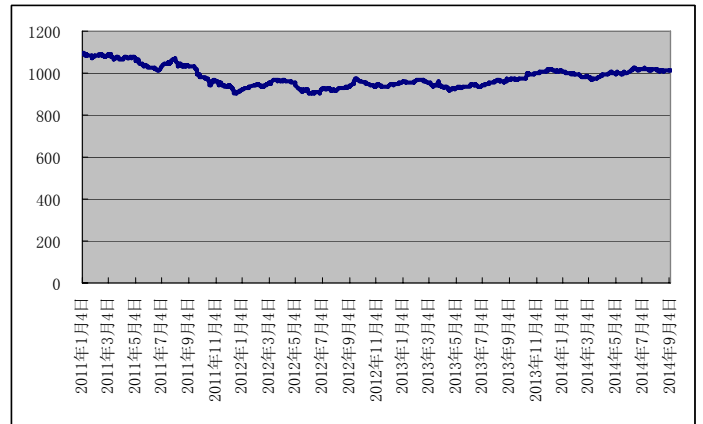
资料来源: 公司公告, 群益证券

图 16、塑胶价格走势

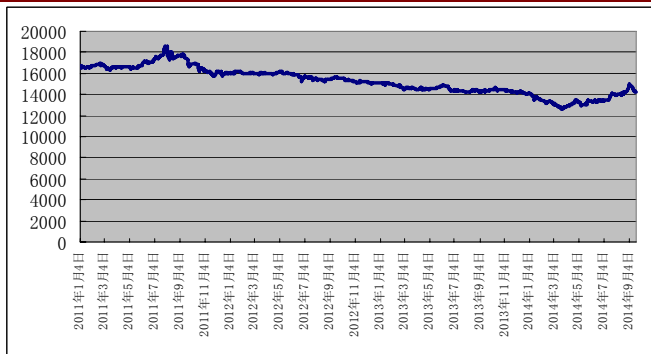


资料来源: Bloomberg, 群益证券

图 17、铝价走势



资料来源: Bloomberg, 群益证券



资料来源: Bloomberg, 群益证券

■ 业绩保持稳健增长

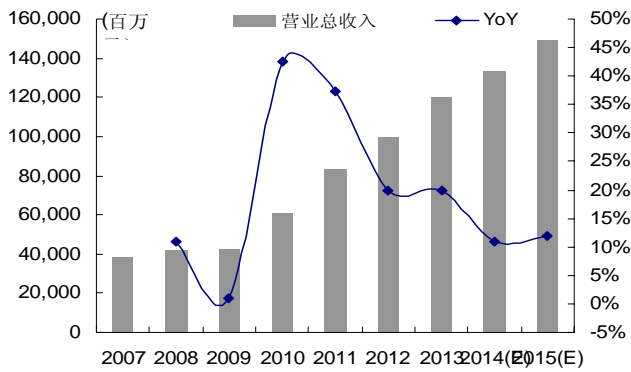
2014 年上半年, 在国内外需求相对比较疲软的环境下, 公司空调销量仍能保持稳定的增速, 家用空调内销增速为 16.4%, 低于美的的 28.4%、海尔的 22.4%, 但由于基数较大, 增量还是较为可观的。上半年实现营业收入 578.66 亿元, 较上年同期增加 9.4%, 实现归属于母公司所有者的净利润 57.18 亿元, 较上年同期增长 42.41%, 在弱市中仍有较好的表现, 我们认为这种表现有望继续保持。

预计 2014、2015 年公司空调内销量分别增长 16%和 18%, 而受全球经济放缓的影响, 且公司在外销方面优势较小, 预计 2014、2015 年外销量增速分别下降 15%和 5%。考虑到随着空调普及度的提高, 价格上涨空间有限, 而公司毛利率不断提升, 我们预计公司 2014、2015 年营收增速分别为 11.0%和 12.0%; 净利润增速分

别为 28.3%和 23.4%。

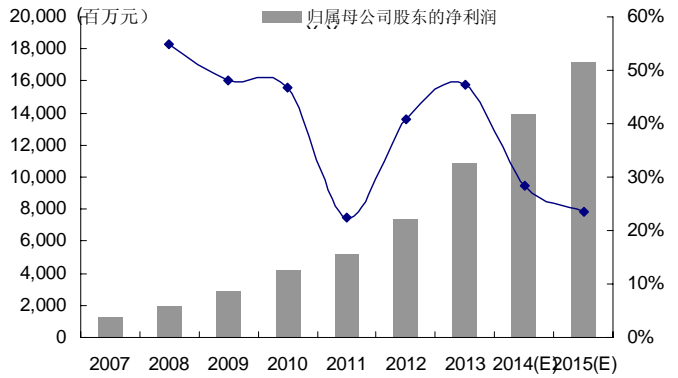
我们认为，公司龙头地位突出、品牌具有较强的市场号召力。目前公司估值显著偏低，给予“买入”的投资建议。

图 15、公司营收及增速



资料来源：公司公告，群益证券

图 16、公司归属母公司股东的净利润及增速



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	83517	100110	120043	133248	149238
经营成本	68132	73203	80386	84612	94020
营业税金及附加	498	590	956	1049	1175
销售费用	8050	14626	22509	26124	29259
管理费用	2783	4056	5090	5665	6344
财务费用	-453	-461	-137	-759	-850
资产减值损失	-21	66	192	221	221
投资收益	91	-20	717	846	846
营业利润	4542	8026	12263	16112	20115
营业外收入	1846	760	684	585	585
营业外支出	60	24	55	16	16
利润总额	6329	8763	12892	16681	20684
所得税	1031	1317	1956	2625	3335
少数股东损益	60	66	65	106	136
归属于母公司所有者的净利润	5237	7380	10871	13949	17213

附二：合并资产负债表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
货币资金	16041	28944	38542	48309	59802
应收帐款	1227	1475	1849	2312	2889
存货	17503	17235	13123	15747	18897
流动资产合计	71756	85088	103733	128648	158153
长期投资净额	17	28	98	166	282
固定资产合计	7709	12700	14034	15578	17291
在建工程	2172	2304	1862	1676	1508
无形资产	13456	22479	29970	18219	19881
资产总计	85212	107567	133702	146868	178034
流动负债合计	64193	78830	96491	118684	145982
长期负债合计	2641	1156	1744	2616	3924
负债合计	66834	79987	98235	121301	149906
少数股东权益	770	837	884	937	993
股东权益合计	17607	26743	34583	24630	27135
负债和股东权益总计	85212	107567	133702	146868	178034

附三：合并现金流量表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3356	18409	12970	14267	15694
投资活动产生的现金流量净额	-2767	-4213	-2186	-2000	-2200
筹资活动产生的现金流量净额	-795	815	-2424	-2500	-2000
现金及现金等价物净增加额	-372	15032	7889	9767	11494