

# 格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司深度研究

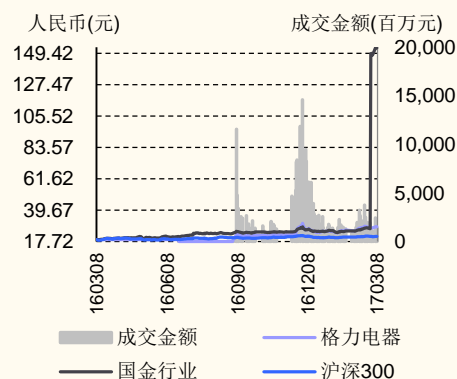
市场价格(人民币): 28.09元

## 补库存助力业绩释放, 多元化战略稳步推进

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	5,971.96
总市值(百万元)	168,981.88
年内股价最高最低(元)	30.59/17.72
沪深 300 指数	3448.73
深证成指	10498.31



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	4.706	2.083	2.364	2.721	3.034
每股净资产(元)	14.68	7.90	8.77	9.49	10.02
每股经营性现金流(元)	6.29	7.37	3.61	3.26	3.91
市盈率(倍)	7.89	10.73	10.41	9.05	8.11
行业优化市盈率(倍)	21.70	29.24	31.77	31.77	31.77
净利润增长率(%)	30.21%	-11.46%	13.50%	15.10%	11.48%
净资产收益率(%)	32.06%	26.37%	26.97%	28.68%	30.27%
总股本(百万股)	3,007.87	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **短期逻辑: 补库存持续至年中, 格力业绩亟待释放。** 空调行业于 2016 年中结束休克式去库存, 夏季高温、地产旺销以及产品涨价预期开启补库存周期。去年 12 月空调内销增速达到 82%, 远高于 20%左右的零售增速。空调销量增长和滞后 8 个月的房地产销售增速相关性最强, 因此我们判断 2016 年地产旺销对空调内销的拉动至少持续到 2017 年上半年末。格力电器龙头地位稳固, 16 年家用空调内销市占率 33%, 领先美的 11pct, 补库存周期中业绩弹性最大。公司 2016Q3 营收增速转负为正 (+5.8%), 净利润增速达到 16 年单季高点 (+14.5%), 预计在补库存、低基数等因素影响下, 格力电器业绩恢复性增长的趋势仍将持续。
- **中长期逻辑: 低估值高分红稀缺标的。** 无论是相对国内同行美的和海尔 (14xPE) 或是国际巨头伊莱克斯 (15xPE) 和大金工业 (21xPE), 格力电器当前市盈率尚有提升空间。另一方面, 格力具备可持续的高分红能力, 当前股价对应近 12 个月股息率 5.5%, 位列全部 A 股第 8 位。2015 年, 格力现金分红比例 72%, 公司现金流充沛并有能力维持高分红水准。今年 6 月, MSCI 将第四次决定是否把 A 股纳入新兴市场指数。我们认为 A 股加入 MSCI 只是时间问题, MSCI 将在 10 年内吸引超过 2 万亿增量资金。海外资金偏好低估值高股息蓝筹的特点将在中长期利好格力电器的配置价值。
- **外延逻辑: 多元化战略稳步推进。** 格力并未放弃携手珠海银隆, 2 月 21 日双方签订战略合作协议, 格力为银隆提供智能装备和工业制品, 银隆向格力开放电池、整车及储能技术, 这一系列运作帮助格力顺利切入新能源汽车、储能以及电池制造领域。格力借助银隆率先扎根新能源客车领域, 未来钛酸锂电池性能改善将有助于公司进军前景更为广阔的乘用车和储能市场。

### 投资建议

- 空调行业景气度上行, 格力电器业绩弹性较大; 中长期看, 格力低估值高分红的稀缺性值得长线资金积极配置; 多元化方面, 格力携手珠海银隆顺利切入新能源车和储能市场, 未来外延想象空间较大。预计格力电器 2016-18 年净利润分别为 142、164、183 亿元, 对应 EPS 2.36、2.72、3.03 元, 对应 PE 为 10.41、9.05、8.11 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 多元化战略具有一定的不确定性; 地产销售不及预期。

### 相关报告

1. 《盈利持续提升, 未来期待空调+新能源双丰收-格力电器公司点评》, 2016.8.19
2. 《韬光养晦会有时, 静待厚积薄发时-格力电器 2016 年一季报点评》, 2016.5.4
3. 《阳光总在风雨后, 乌云上有晴空-格力电器 2015 年年报点评》, 2016.4.29

曹燕萍 分析师 SAC 执业编号: S1130514080004  
(8621)61038291  
caoyanping@gjzq.com.cn  
洪吉然 联系人  
hongjiran@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、短期逻辑：补库存持续至年中，格力业绩亟待释放	4
1.1 内销出口两旺，竞争格局稳定	4
1.2 龙头地位稳固，受益行业复苏	6
1.3 原材料价格上涨无碍格力盈利能力	8
二、中长期逻辑：低估值高分红稀缺标的	10
2.1 低估值高股息稀缺标的	10
2.2 A股国际化利好格力中长期配置价值	11
三、外延逻辑：多元化战略稳步推进	12
3.1 格力携手银隆共创未来	12
3.2 为何是珠海银隆？钛酸锂技术+新能源产业全覆盖	13
3.3 电动车和储能领域有望两翼齐飞	16
四、投资建议与风险提示	18

## 图表目录

图表 1：家用空调内销出货量变化	4
图表 2：中怡康抽样空调零售量趋势	4
图表 3：2016 年下半年开启空调补库存周期	4
图表 4：家用空调厂商库存变化（不包括渠道库存）	5
图表 5：2016 年商品房销售火爆将传导至家电销售	5
图表 6：空调销量增速与滞后 8 个月的商品房销量增速	5
图表 7：家用空调出口数量（地区占比）	6
图表 8：格力电器终端零售增速和内销出货量增速	6
图表 9：格力电器 2011-2016Q3 营收和同比增速	7
图表 10：格力电器 2011-2016Q3 净利润和同比增速	7
图表 11：格力电器分业务收入占比（2016 年中报）	7
图表 12：格力电器内外销收入占比（2016 年中报）	7
图表 13：家用空调内销市场占有率	8
图表 14：家用空调零售市场占有率	8
图表 15：格力电器空调销售均价高于国内品牌均价	8
图表 16：格力电器空调零售均价涨幅高于行业平均水平	8
图表 17：过去十年家电原材料经历两轮上涨周期	9
图表 18：格力电器利润率和费用率（2009Q1-2011Q3）	9
图表 19：海信科龙利润率和费用率（2009Q1-2011Q3）	9
图表 20：格力电器家用空调销售均价（元/台）	9
图表 21：格力电器利润率和费用率（2016Q1-Q3）	9
图表 22：格力电器市盈率低于国内外同行	10
图表 23：格力电器历史 PE(TTM)	10

图表 24: 格力电器历史市净率 .....	10
图表 25: 近 12 个月全部 A 股股息率排名前 20 位 .....	11
图表 26: 格力电器现金分红比例逐年提升 .....	11
图表 27: QFII 重仓低市盈率公司 .....	12
图表 28: QFII 重仓持有的家电股一览 .....	12
图表 29: 格力电器与珠海银隆“联姻”始末 .....	13
图表 30: 珠海银隆以钛酸锂电池为核心覆盖新能源全产业链 .....	14
图表 31: 珠海银隆各业务平台及其主要从事主体 .....	14
图表 32: 锂电池负极材料比较 .....	15
图表 33: 钛酸锂电池和磷酸铁锂电池的比较 .....	15
图表 34: 新能源汽车产量 (2012-2016 年) .....	16
图表 35: 新能源客车产量 (2014-2016 年) .....	16
图表 36: 2015 年国内纯电动客车厂商产量占比 .....	17
图表 37: 珠海银隆纯电动客车产量 和市占率 .....	17
图表 38: 珠海银隆经营规模大幅提升 .....	17
图表 39: 珠海银隆家用储能设备 .....	18
图表 40: 格力电器光伏空调及系统发电工作模式 .....	18

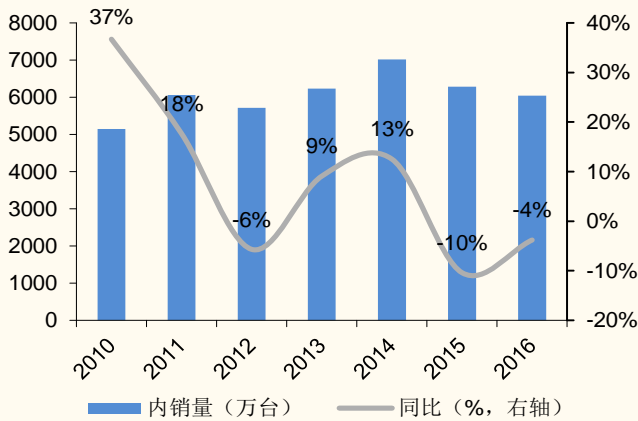
## 一、短期逻辑：补库存持续至年中，格力业绩亟待释放

### 1.1 内销出口两旺，竞争格局稳定

#### 内销：补库存叠加地产后周期，空调销售快速好转

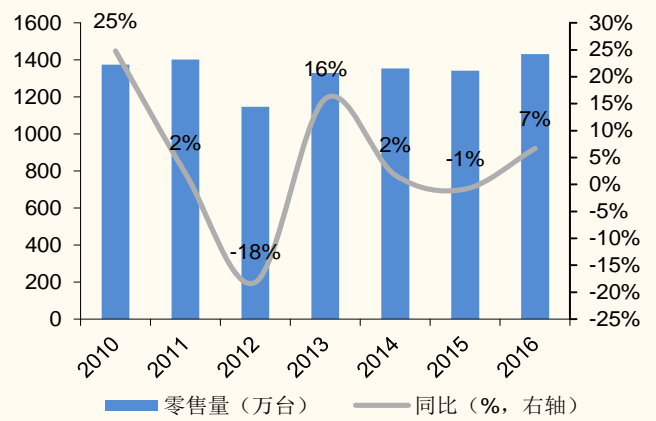
- **16年中结束行业去库存周期。**2014年，家电刺激政策退出叠加地产销售增速下滑重创终端销售，但行业龙头的出货策略并未同步调整（内销出货增速由13年的9%升至14年的13%），渠道库存快速累积。为了摆脱渠道高库存的负面影响，行业龙头自2015Q2开启休克式去库存，内销增速在15年中至16年中始终负增长且与零售增速出现明显背离。
- **空调产业链补库存周期开启。**夏季高温和地产升温双重利好，空调零售增速于2016年6月由负转正并逐渐稳定在20%的水平至年末。零售火爆和产品涨价预期带动经销商补库需求上升，内销增速由16年7月起好转并不断上扬，在16年12月达到82%，远高于20%左右的零售增速。空调厂商的库存同比增速也同步上升，到去年12月至68%。我们预计补库存趋势将至少延续至2017年上半年末。

图表 1：家用空调内销出货量变化



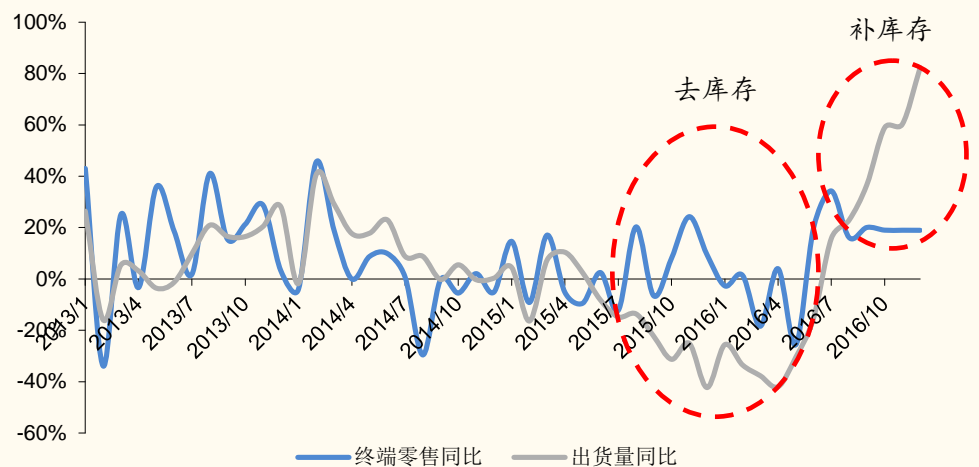
来源：产业在线，国金证券研究所

图表 2：中怡康抽样空调零售量趋势



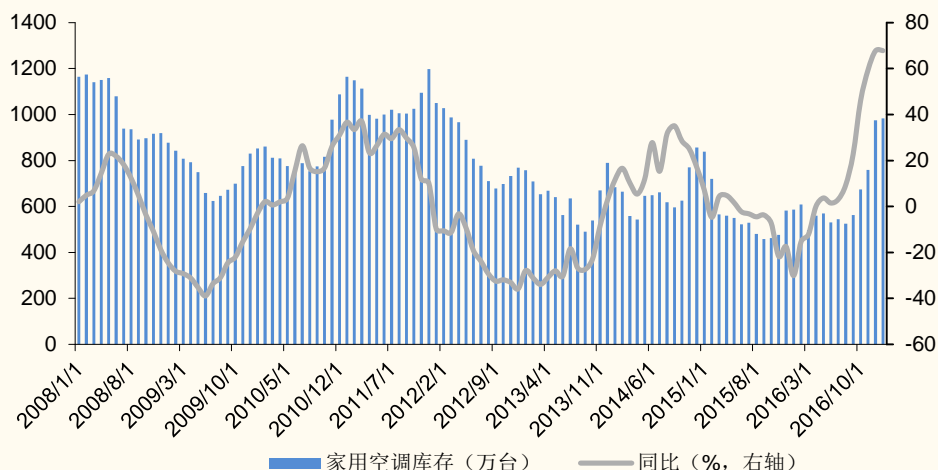
来源：中怡康，国金证券研究所

图表 3：2016年下半年开启空调补库存周期



来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

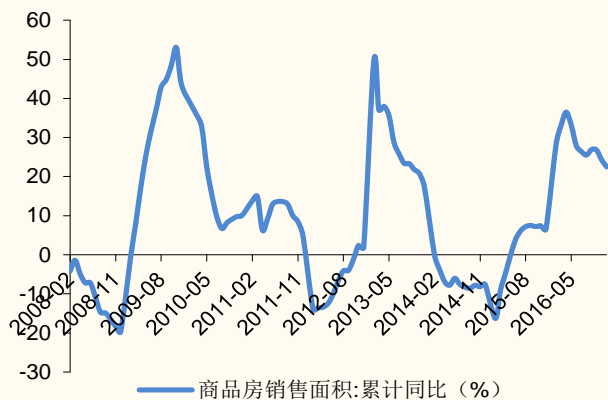
图表 4：家用空调厂商库存变化（不包括渠道库存）



来源：产业在线，国金证券研究所

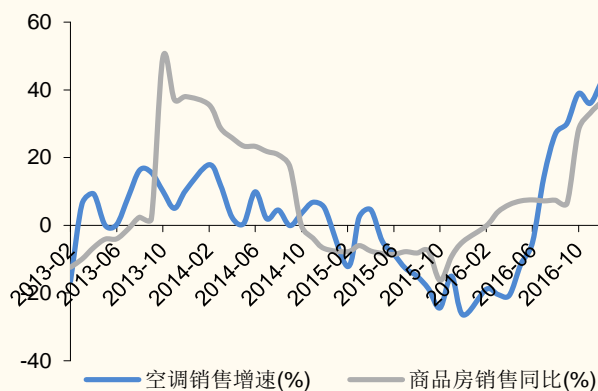
- **地产滞后效应叠加产业乐观情绪，补库存周期或将持续至 2017 年末。**我们测算空调销量增长和滞后 8 个月的房地产销量增速相关性最强。2016 年地产销售火爆，自 2 月起至接近年末，商品房销售同比增速均超过 20%。按递延 8 个月计算，这一轮地产旺销对空调内销的拉动至少持续到 2017 年第二季度末。除去地产拉动，2017 年至今空调零售数据喜人（同比增速稳定在 20%左右），渠道库存仍然较低（小于 3 个月销量），我们判断补库存周期或将至少延续到今年上半年末。

图表 5：2016 年商品房销售火爆将传导至家电销售



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：空调销量增速与滞后 8 个月的商品房销量增速

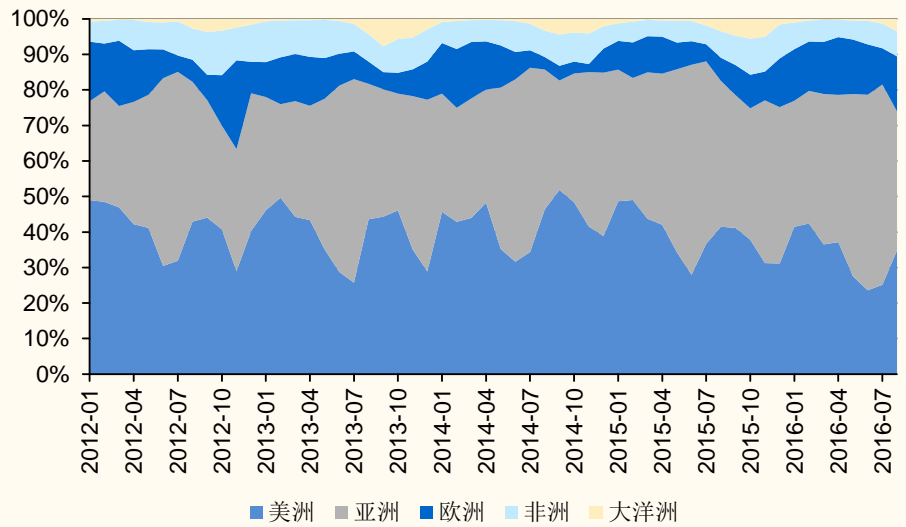


来源：Wind，国金证券研究所

### 出口：人民币贬值和海外经济复苏双重利好

- **海外经济弱复苏和人民币弱贬值利好空调出口。**从家用空调的出口分布来看，亚洲和美洲地区占比较大，均在 35%-40%左右波动。海外经济弱复苏，1 月 IMF《世界经济展望》预测 2016-2018 年全球经济增长分别为 3.1%、3.4%、3.6%，其中 IMF 预计美国的财政刺激将使 GDP 在 2017 年和 2018 年分别增长 2.3%和 2.5%，较去年 10 月预测累计增加 0.5%。另一方面，美国经济温和复苏，美联储加息预期渐强，国内经济增长可能继续放缓，2017 年人民币仍面临贬值压力，这将利好白电外销。

图表 7: 家用空调出口数量 (地区占比)

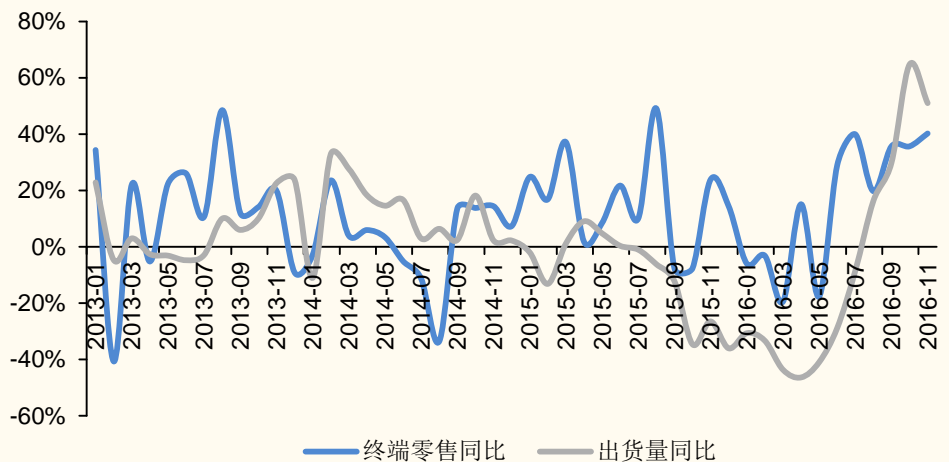


来源: 产业在线, 国金证券研究所

### 1.2 龙头地位稳固, 受益行业复苏

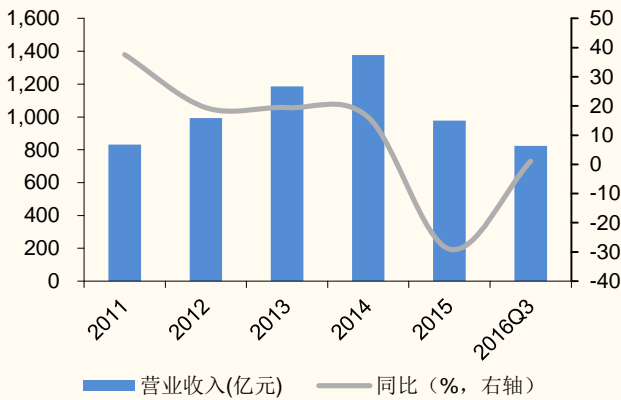
- **告别去库存周期, 格力基本面拐点确立。**格力电器自 2014 年末开启去库存进程, 去库存力度在 2016 年上半年达到顶峰, 内销增速连续大幅低于零售增速。格力电器 2016Q3 内销增速由负转正并连续攀升超越零售增速, 去库存周期结束在公司 2016 年三季度报有显著体现: 公司 2016 前三季度营收 824.29 亿元 (+1.1%), 归母净利润 112.29 亿 (+12.82%); 2016 年第三季度净利率 14.5%, 同比上升 1pct, 也创下 16 年单季新高。预计在补库存、低基数等因素影响下, 格力业绩恢复性增长的趋势仍将持续。

图表 8: 格力电器终端零售增速和内销出货量增速

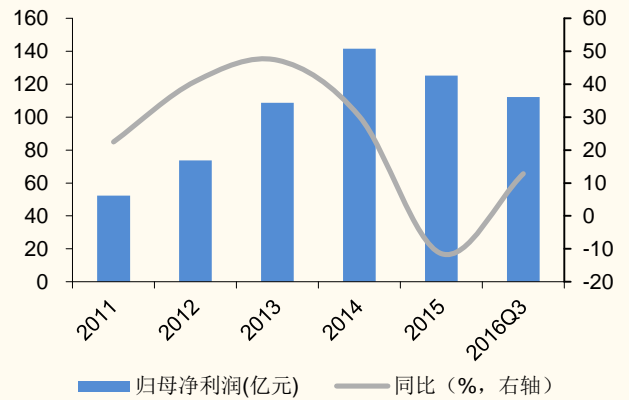


来源: 产业在线, 中怡康, 国金证券研究所

图表 9: 格力电器 2011-2016Q3 营收和同比增速



图表 10: 格力电器 2011-2016Q3 净利润和同比增速

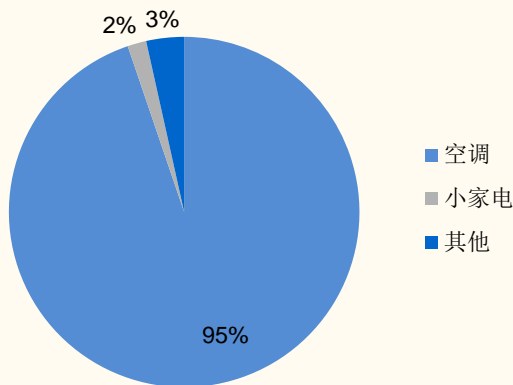


来源: Wind, 国金证券研究所

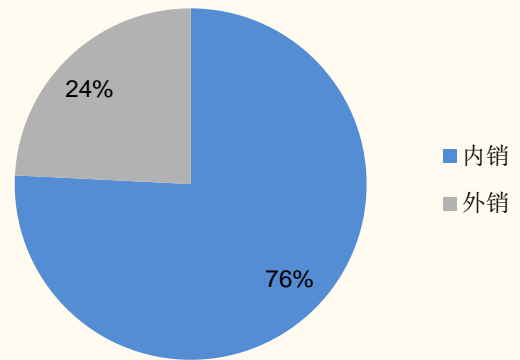
来源: Wind, 国金证券研究所

- **行业龙头地位稳固，零售端竞争力上升。**为消化库存，格力在市占率上做出让步，2016 年家用空调内销市场占有率 33%，同比下降 1pct，但仍然领先第二名美的集团 11pct，行业龙头地位稳固。另一方面，格力在终端零售上竞争力提升，零售份额由 2015 年的 29% 上升至 2016 年的 31%，2016 年零售均价上涨 3.7%，同期国内品牌零售均价上升 2.0%。究其原因，以往格力电器更为依赖专卖店体系而与国美、苏宁等连锁大卖场关联不强，但近年来随着空调市场进入相对饱和期，格力意识到渠道多元化的重要性并与国美和苏宁逐步加深合作。

图表 11: 格力电器分业务收入占比 (2016 年中报)



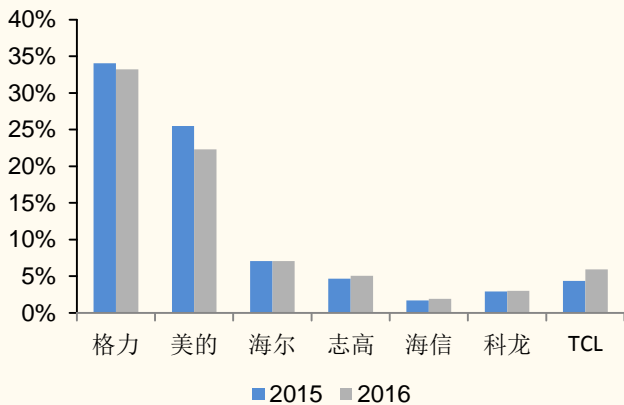
图表 12: 格力电器内外销收入占比 (2016 年中报)



来源: Wind, 国金证券研究所

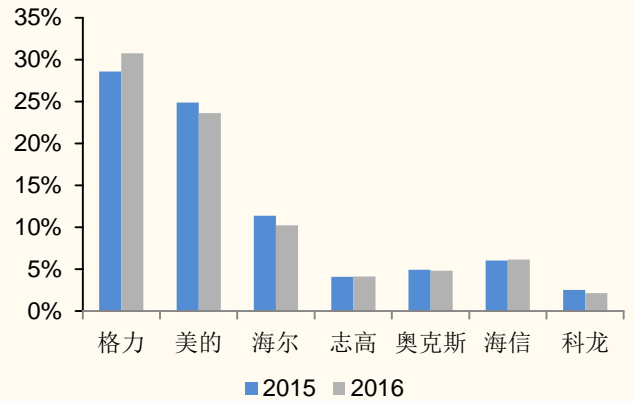
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 家用空调内销市场占有率



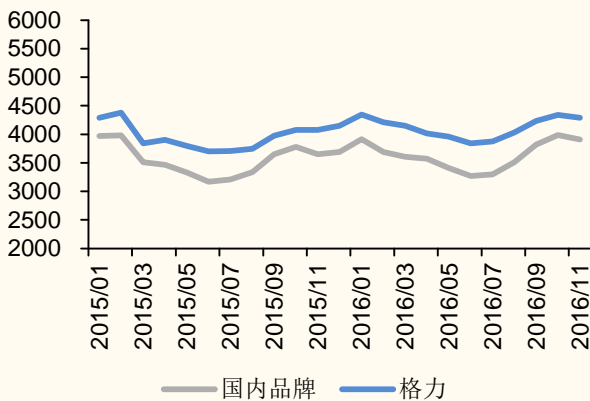
来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表 14: 家用空调零售市场占有率



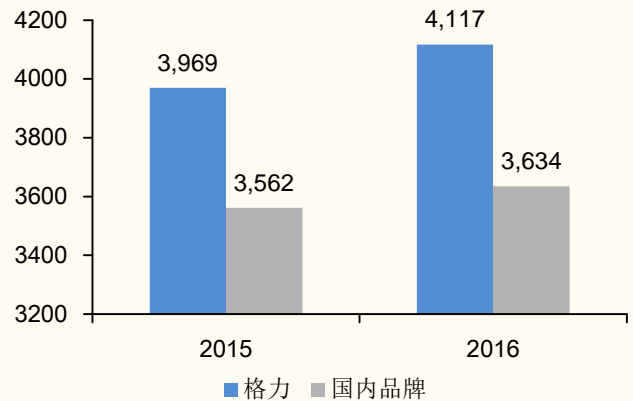
来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 15: 格力电器空调销售均价高于国内品牌均价



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 16: 格力电器空调零售均价涨幅高于行业平均水平



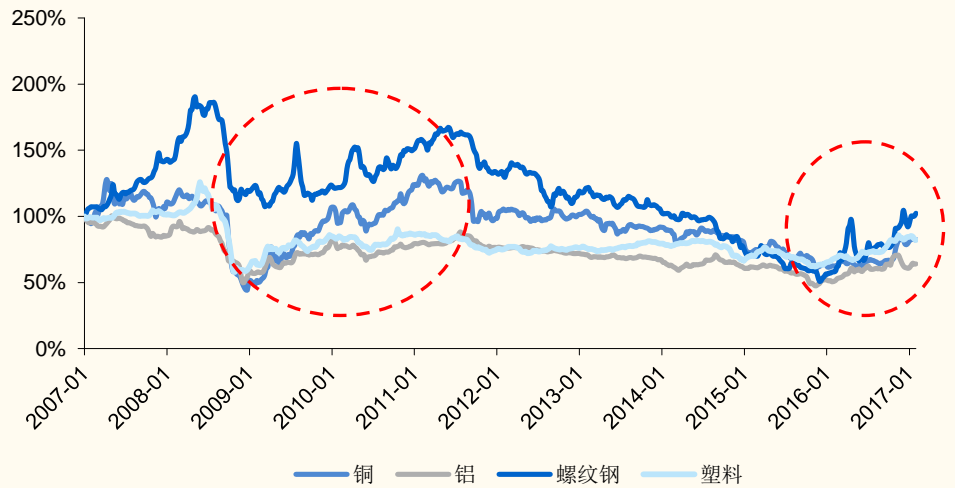
来源: 中怡康, 国金证券研究所

### 1.3 原材料价格上涨无碍格力盈利能力

- **2009Q1-2011Q3 以及 2016Q1-至今是过去十年原材料经历的上涨周期。** 2007-2016 年间, 家电行业的主要上游原材料铜、铝、钢材、塑料历经两轮主要的上涨周期, 即 2009Q1-2011Q3, 期间铜、铝、钢材、塑料价格分别上涨 146%、54%、31%、31%; 以及 2016Q1-至今, 期间四种原材料价格分别上涨 32%、26%、125%、28%。
- **格力电器净利率在成本上涨周期中不降反升。** 2009Q1-2011Q3, 格力电器净利率稳中有升 (由 09Q1 的 6.1% 升至 11Q3 的 6.6%)。格力作为行业龙头处于强势地位, 可以通过提高产品均价和控制费用有效转移成本压力 (费用率和毛利率几乎同步升降)。格力家用空调均价自 2010Q2 起连续提升, 导致毛利率因成本涨价下降后便拐头向上。相比之下, 二线空调品牌涨价和费用调控的弹性较小, 导致净利率受成本上涨的冲击较大 (海信科龙净利率自 10Q2 的 4.2% 降至 11Q3 的 0.9%)。类似地, 2016Q1-Q3, 格力净利率仍然略有上升, 由 16Q1 的 12.6% 上升至 16Q3 的 14.3%, 提升产品价格和加强费用控制仍是成本转移的主要手段。

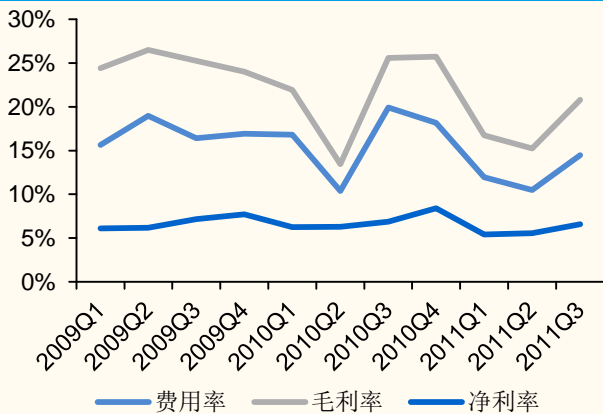


图表 17: 过去十年家电原材料经历两轮上涨周期



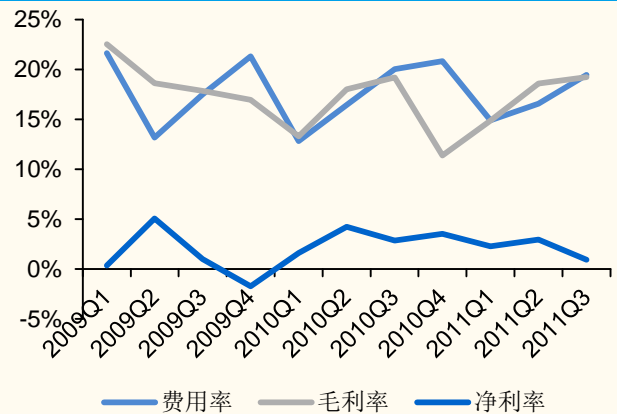
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 格力电器利润率和费用率 (2009Q1-2011Q3)



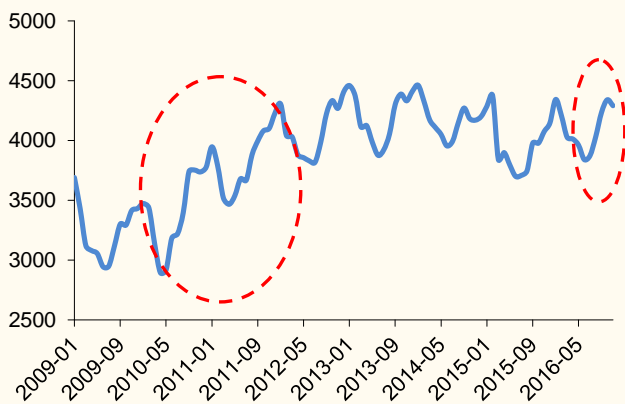
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 海信科龙利润率和费用率 (2009Q1-2011Q3)



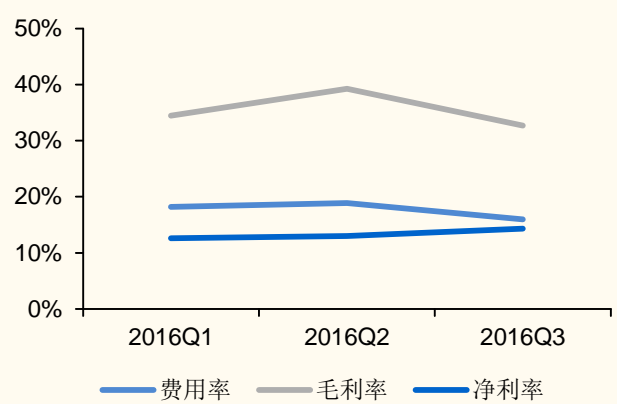
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 格力电器家用空调销售均价 (元/台)



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 21: 格力电器利润率和费用率 (2016Q1-Q3)



来源: Wind, 国金证券研究所

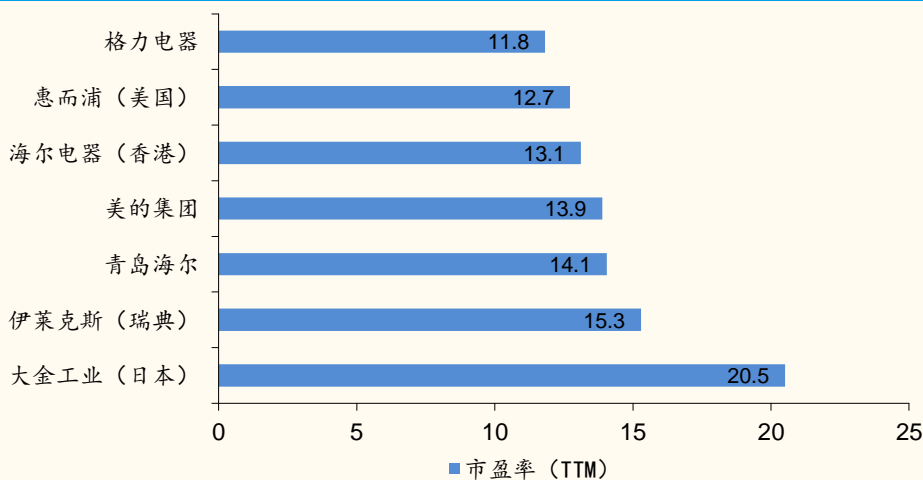
## 二、中长期逻辑：低估值高分红稀缺标的

格力电器低估值和高股息的特点决定了其价值投资优质标的地位。随着海外资金介入以及 A 股市场的投资风格趋于理性，低估值和高股息的稀缺标有望愈发成为各种资金青睐的配置品种。

### 2.1 低估值高股息稀缺标的

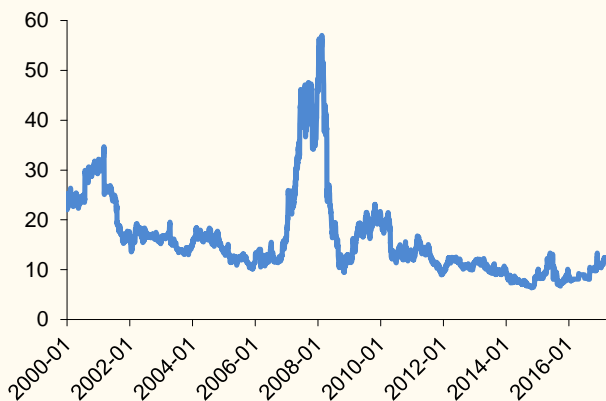
- **格力估值较国内外家电龙头仍有提升空间。**无论是相对于国内同行美的集团、青岛海尔 14xPE 还是国际白电巨头伊莱克斯 (15xPE)，格力电器约 12xPE 的估值水平尚有提升空间。同为空调巨擎的日本大金工业过去 5 年 (2011-2015 年) 收入增长 14%，最新 PE 为 21 倍；而格力过去 5 年的收入增长 17%，目前估值仅为 12 倍。“沪港通”和“深港通”相继开通，海外机构投资渠道更为畅通，A 股估值体系的国际化加快，格力电器低估值的特性将受到青睐。

图表 22：格力电器市盈率低于国内外同行



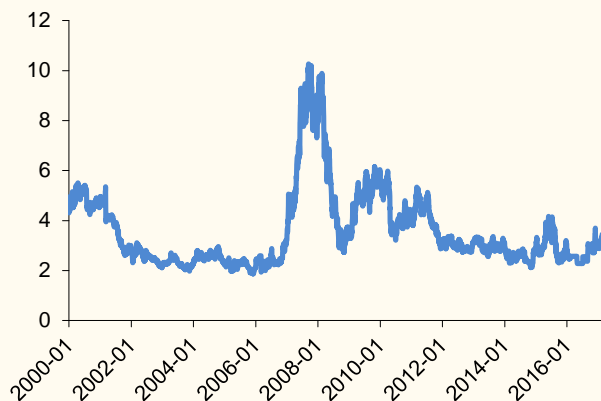
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：格力电器历史 PE(TTM)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：格力电器历史市净率

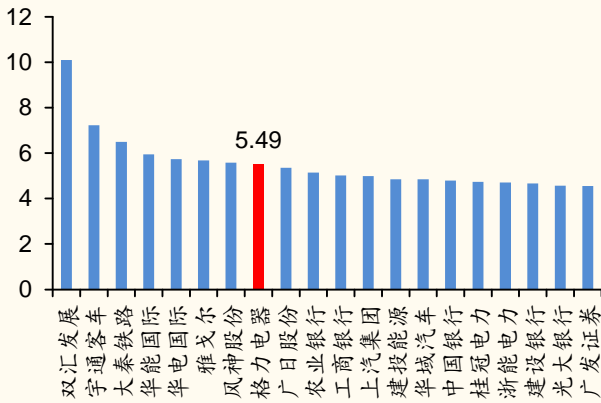


来源：Wind，国金证券研究所

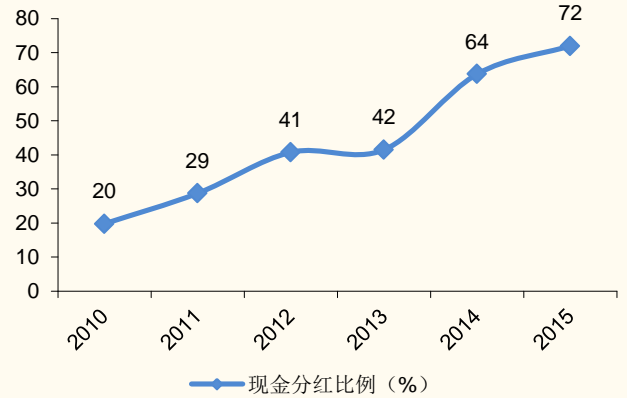
- **格力电器的高分红可持续。**格力当前股价对应近 12 个月股息率 5.5%，位列全部 A 股第 8 位，这一水准高于当前 10 年期国债收益率 (3.3%)，也高于所有银行股，如此高的股息率在当前风险偏好较低的市场环境下。格力

现金分红比例自 2010 年起逐年提升，至 2015 年已达 72%；更重要的是，格力现金流充沛（2016 年三季度货币现金达 972 亿元），有足够能力维持当前分红水准。格力 16 年 8 月公布《未来三年股东回报规划（2016—2018 年）》，明确规定若年内无重大投资计划或重大现金支出项目，公司现金分红金额占当年归母净利润的比例不低于 60%。

图表 25：近 12 个月全部 A 股股息率排名前 20 位



图表 26：格力电器现金分红比例逐年提升



来源：Wind，国金证券研究所

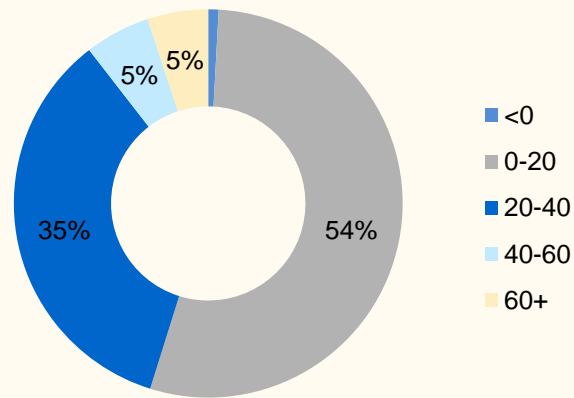
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 A 股国际化利好格力中长期配置价值

2016 年以来，深港通和沪港通总额度限制取消、QFII 和 RQFII 额度放开等政策使得境外资金投资中国的道路愈发宽敞，A 股在国际化的道路上也越走越远。今年 6 月，MSCI 将第四次决定是否将 A 股纳入新兴市场指数，我们认为 A 股加入 MSCI 只是时间问题，更多境外资金入市以及海外资金偏好低估值高股息蓝筹的特点将在中长期利好格力电器的配置价值。

- **A 股纳入 MSCI 将在 10 年内引入超 2 万亿境外资金。**若获准加入，5%的 A 股自由流通市值将先期加入 MSCI 新兴市场指数（占比 1.1%）。参照台湾和韩国经验，A 股加入 MSCI 的自由流通市值比例将在 6-9 年内最终升至 100%。目前全球以 MSCI 系列指数作为参考标的资产 10.5 万亿美元，其中新兴市场指数配置达到 1.5 万亿美元。A 股 5% 加入新兴市场指数将直接吸引约 165 亿美元（1135 亿人民币）的资金配置 A 股，未来自由流通市值 100% 加入将吸引 3300 亿美元（22704 亿人民币）的海外资金。
- **海外机构的配置风格与格力电器的股票属性吻合。**我们分析近期 QFII 重仓股并依据 QFII 持股不同类型股票的市值占比来推断海外机构的投资偏好。截止 2016 年三季报，QFII 重仓持有 295 家 A 股上市公司。
  - **QFII 重配低估值公司。**在 0-20 倍市盈率公司的配置上，QFII 配置高达 54%；相反，在超过 60 倍市盈率公司的配置上，QFII 仅配 5% 的持股市值。
  - **QFII 偏好高股息率公司。**QFII 超过 51% 的仓位配置在股息率在大于 2% 的上市公司，而国内公募将 64% 的仓位配置于股息率 0-2% 的公司。
  - **QFII 超配家用电器等行业。**我们以（某行业 QFII 持仓市值占比/该行业在 A 股中市值占比）来衡量 QFII 在 A 股中的行业偏好。结果显示，QFII 超配食品饮料、银行、计算机、建筑建材、家用电器等行业，而家电股中的格力电器、美的集团、青岛海尔等优质蓝筹均受热捧。

图表 27: QFII 重仓低市盈率公司



来源: 国金证券研究所

图表 28: QFII 重仓持有的家电股一览

公司名称	QFII 公司名称	持仓市值 (亿元)	占流通股比例 (%)
美的集团	高瓴资本管理有限公司	30.76	1.80
美的集团	香港上海汇丰银行有限公司	27.36	1.60
小天鹅 A	比尔及梅林达盖茨信托基金会	1.84	1.26
美的电器	德意志银行股份有限公司	0.22	0.56
格力电器	瑞士联合银行集团	23.84	1.80
格力电器	耶鲁大学	11.07	0.83
格力电器	高瓴资本管理有限公司	10.08	0.76
苏泊尔	富达基金(香港)有限公司	4.78	2.97
苏泊尔	德意志银行股份有限公司	3.13	1.95
苏泊尔	法国巴黎银行	2.93	1.82
爱仕达	德意志银行股份有限公司	0.66	1.52
爱仕达	瑞士联合银行集团	0.27	0.61
康盛股份	科威特政府投资局	0.39	0.77
康盛股份	澳门金融管理局	0.35	0.68
老板电器	瑞士联合银行集团	3.85	1.32
老板电器	挪威中央银行	3.61	1.23
老板电器	法国巴黎银行	3.24	1.11
青岛海尔	新加坡政府投资有限公司	6.65	1.19
青岛海尔	铂金投资管理有限公司	4.63	0.83
惠而浦	资本国际公司	0.36	0.60

来源: Wind, 国金证券研究所

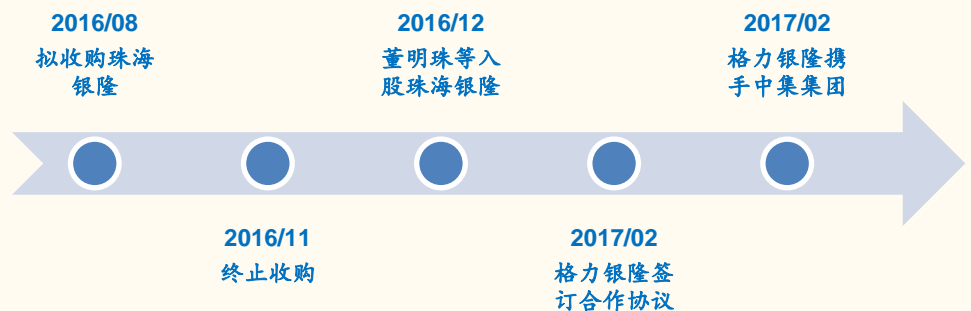
### 三、外延逻辑: 多元化战略稳步推进

#### 3.1 格力携手银隆共创未来

2016年8月18日, 格力电器公告称拟发行股份购买珠海银隆100%股权(作价130亿元), 通过珠海银隆掌握的钛酸锂电池核心技术快速切入新能源电动汽车和储能业务领域。收购方案发布后投资者质疑珠海银隆的估值偏高且定增收购将摊薄中小股东权益, 在10月28日召开的股东大会上, 该项收购的部分议案未能获得通过。11月16日, 格力公告调整后的交易方案未获珠海银隆股东会通过, 格力决定终止收购。但从目前来看, 格力并未放弃携手银隆, 近日接连祭出三招寻求与之体外合作。

- **董明珠个人资产入股银隆。**2016年12月15日，董明珠个人、中集集团、大连万达集团、北京燕赵汇金国际投资公司、江苏京东邦能投资管理有限公司等5家企业和个人共计增资珠海银隆30亿元，获得22.388%的股权。
- **格力与银隆签订200亿元战略合作。**2017年2月21日，格力电器公告拟与珠海银隆签订合作协议，双方相互优先采购总金额不超过200亿元，其中格力预计向珠海银隆销售智能装备和工业制品190亿元，珠海银隆向格力销售新能源车辆及储能系统10亿元。银隆将向格力开放电池材料、电池、电机电控、整车及储能的生产工艺流程和技术，并开放新能源汽车及储能业务的供应链资源等。
- **格力和银隆联手中集集团。**2017年2月28日，中集集团分别与格力电器、珠海银隆签署战略合作协议。目前全球新增的登机桥有40%来自中集，中集将与格力将就廊桥内空调以及PCA桥载空调进行合作。另一方面，中集在重型卡车、冷藏车、空港设备等多方面对新能源需求较大，中集看好珠海银隆在钛酸锂电池和新能源汽车、储能方面的能力；珠海银隆还有意借助中集在全球机场的丰富资源，进军机场摆渡车的新能源运用领域，并拟利用中集集团在北京地区的医院、机场停车场和中石油加油站的布局优势，推动银隆新能源充电桩/充电站的布点建设项目。

图表 29：格力电器与珠海银隆“联姻”始末



来源：Wind，国金证券研究所

格力不遗余力促成多项合作，为银隆提供智能装备、模具、铸造、汽车空调、电机电控等产品，银隆同时将向格力开放电池材料、电池、电机电控、整车及储能技术和供应链资源。尽管格力此前终止对银隆的定增收购，这一系列运作仍将帮助格力顺利切入新能源汽车产业链、储能以及电池制造装备领域，全力打造新的产业增长点。

### 3.2 为何是珠海银隆？钛酸锂技术+新能源产业全覆盖

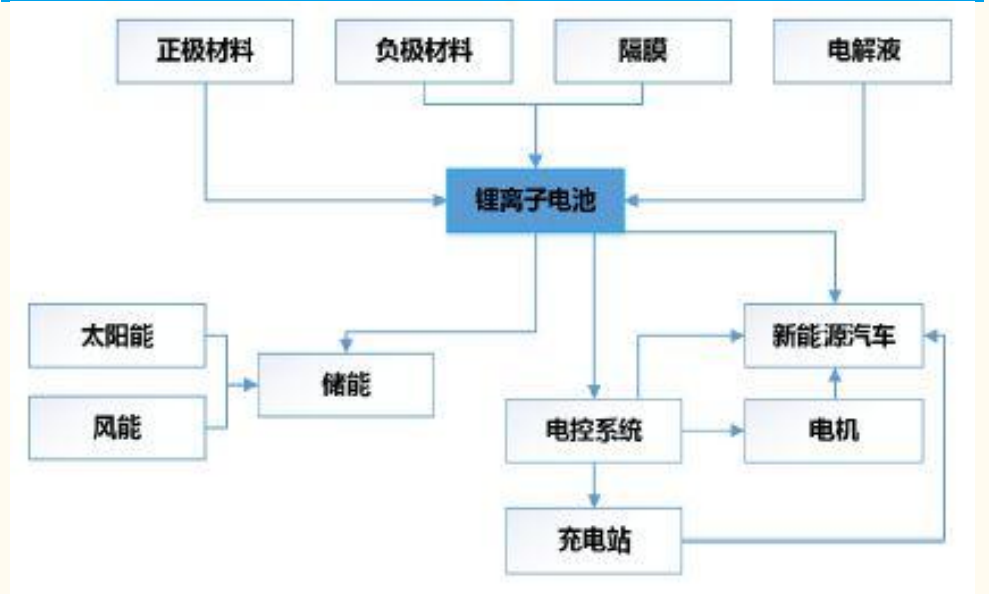
当前经济增长放缓，空调市场相对饱和，格力迫切寻求转型并寻找新的利润增长点。格力多元化战略的核心是构建以家庭为单位的能源管理中心（光伏发电+储能系统）以及切入新能源汽车产业链，考虑到珠海银隆在钛酸锂电池、新能源汽车及储能领域的核心竞争力，格力积极与之合作。

#### 珠海银隆以钛酸锂电池为核心，覆盖新能源全产业链

珠海银隆以钛酸锂电池的研发和制造为核心，进行新能源汽车、储能系统和配套充电设施的研发、生产和销售，覆盖新能源全产业链。2008年珠海银隆正式进军新能源产业的。2010年，公司战略控股美国奥钛纳米技术有限公司掌握全

球钛酸锂材料生产技术。2012-2013 年，银隆收购珠海广通汽车、石家庄中博汽车，拥有整车制造资质。

图表 30：珠海银隆以钛酸锂电池为核心覆盖新能源全产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：珠海银隆各业务平台及其主要从事主体



来源：公司公告，国金证券研究所

### 钛酸锂技术尚待改良但潜力巨大

- 钛酸锂电池发展较晚，技术门槛较高。银隆的钛酸锂电池（LTO）是以磷酸铁锂、三元材料等作为正极，但以钛酸锂代替石墨为负极材料组成的锂离子电池。相比于石墨负极，钛酸锂负极发展较晚，技术门槛较高，目前

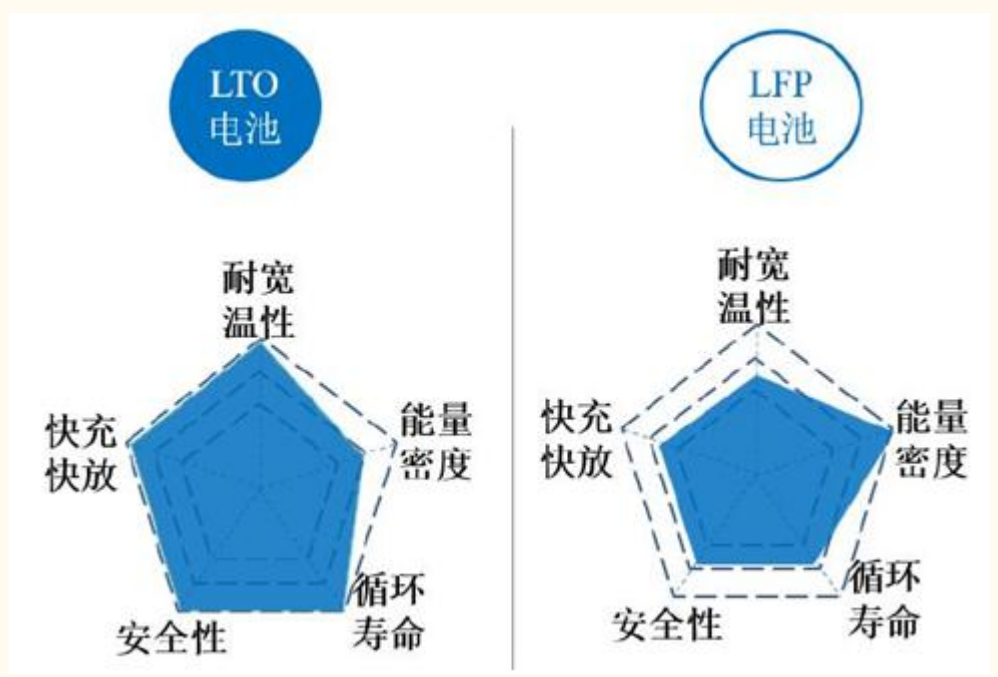
在全球范围内，仅有包括珠海银隆、日本东芝、微宏动力等少数企业拥有钛酸锂电池的规模化产能。

图表 32：锂电池负极材料比较

负极材料	比容量 (mAh/g)	循环寿命 (次)	安全性	快充特征
天然石墨	340-370	1000	一般	一般
人造石墨	310-360	1000	一般	一般
石墨烯	400-600	10	一般	一般
钛酸锂	165-170	30000	最高	最好
硅	800	200	差	差

来源：国金证券研究所

图表 33：钛酸锂电池和磷酸铁锂电池的比较



来源：公司公告，国金证券研究所

- **钛酸锂电池比较优势明显。**市场上的动力电池包括三元电池、磷酸铁锂（LFP）电池、钛酸锂电池等。目前在新能源车中，钛酸锂电池的市场份额占比约 5%，远低于磷酸铁锂电池 80% 的市场份额。但作为后起之秀，钛酸锂电池拥有几项显著的比较优势。
  - **快速充放电。**与碳负极材料相比，钛酸锂具有较高的锂离子扩散系数，可高倍率充放电。钛酸锂电池 10 分钟左右即可充满，而一般采用慢充的纯电动公交车充电时间至少要 4 个小时以上。
  - **循环使用寿命长。**钛酸锂电池在充放电时，锂离子嵌入和脱嵌不会造成钛酸锂晶型结构的变化，因此对钛酸锂材料的结构几乎没有影响。普通电池循环使用寿命平均为 3000 次，而钛酸锂电池完全充放电循环次数可达 3 万次以上。
  - **安全稳定性好。**传统的碳电极在嵌锂之后一旦过充，电极的表面容易析出金属锂，其与电解液接触发生反应会产生可燃性气体从而带来安

全隐患。钛酸锂的电势比纯金属锂的电势高，不易产生锂枝晶，放电电压平稳，因此提高了锂电池的安全性能。

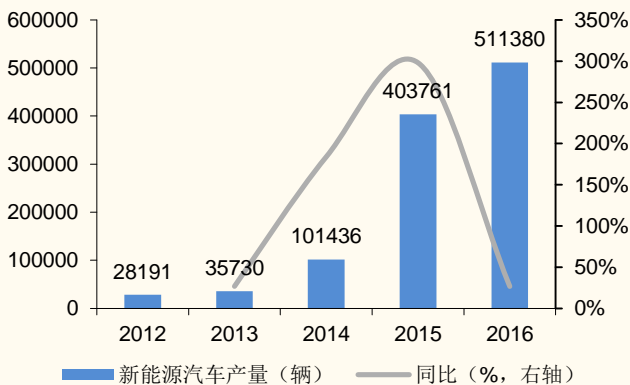
- **耐宽温性能良好。**钛酸锂电池的尖晶石结构具有三维锂离子扩散通道，在高低温性能上表现优异。一般电动汽车在-10℃时充放电就会出现问題，钛酸锂电池耐宽温性能良好，在-50℃-60℃均可正常充放电。
- **钛酸锂电池在能量密度和成本方面存在缺陷。**钛酸锂电池尚未普及的原因是能量密度偏低和成本偏高两大缺陷。**能量密度方面**，珠海银隆的钛酸锂电池能量密度 58-91wh/kg，与磷酸锂（120-140wh/kg）及三元锂电池（170wh/kg）差距较大。能量密度低意味着相同重量的电池只能储存较少电量，因此续航能力也较差。**成本方面**，珠海银隆的钛酸锂电池 Pack 后 9-10 元 / Ah，折合 4000 元 / kWh，是磷酸铁锂电池 2500 元/kWh 的 1.6 倍。钛酸锂材料产能有限和价格高企是钛酸锂电池昂贵的主因。
- **钛酸锂电池适用于公交和储能系统，缺陷改进后有望拓宽应用领域。**钛酸锂电池高安全、长寿命、快速充放、耐宽温的优势特别适合于电动公交车和储能系统。更长远来看，钛酸锂电池在能量密度和成本方面具有较大改善空间，其应用范围有望拓宽至电动乘用车，在原有应用领域的功能性也将大幅增强。
- **能量密度提升方面**，银隆第四代高密度钛酸锂电池就比第三代产品能量密度增加 30%。目前银隆在研品种包括新型钛基负极材料、高容量正极材料等，旨在保持目前钛酸锂电池优良性能的前提下，将钛酸锂电池的能量密度提升到 100-110Wh/kg。
- **成本下降方面**，珠海银隆不断加速钛酸锂材料与电池生产基地建设，年产 7000 吨的奥钛三期钛酸锂材料项目和年产 2.7 亿安时的河北银隆三期项目（目前世界最大的钛酸锂材料与电池生产基地）于去年 10 月投产，钛酸锂电池成本有望逐步下降。

### 3.3 电动车和储能领域有望两翼齐飞

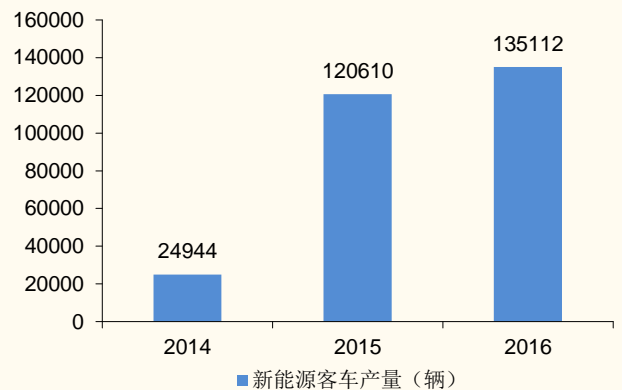
#### 格力切入新能源客车，着眼更广阔的未来

- **新能源汽车产业整装再出发。**2016 年我国新能源汽车产量 51.1 万辆，同比增长 27%。尽管产量增速较 2015 年的 298%不可同日而语，但我们认为 16 年国家彻查“骗补”，完成了产业链监督架构的顶层设计，以暂缓行业短期发展换取行业环境的净化，因此 16 年是行业整装再出发的蓄力之年。近期，工信部牵头编制的《汽车产业中长期发展规划》中明确提到 2020 年国内新能源汽车产量将达到 200 万辆，新能源汽车未来增长空间广阔。

图表 34：新能源汽车产量（2012-2016 年）



图表 35：新能源客车产量（2014-2016 年）



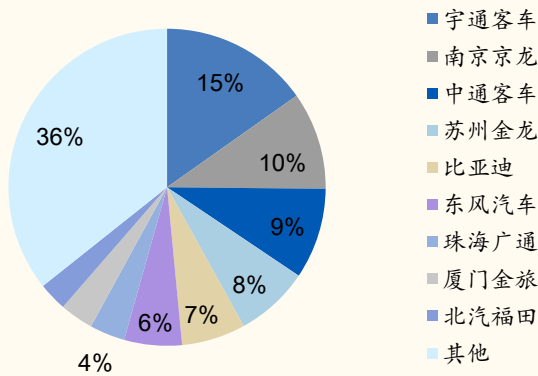
来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所

来源：节能与新能源汽车网，国金证券研究所



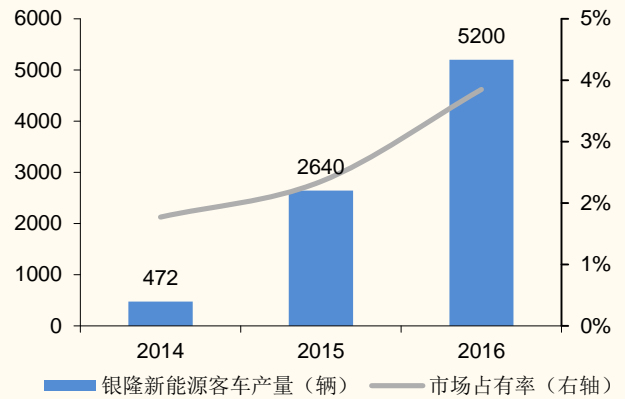
- **银隆电动客车竞争力与日俱增，格力借此率先扎根新能源客车。** 钛酸锂电池快充技术目前格外适用于短途、定线的公交系统，珠海银隆主要生产新能源客车且市场竞争力与日俱增。2014-2016年，珠海银隆纯电动客车产量快速增长（由472辆上升至5200辆），市场占有率也同步提升（由1.7%上涨至3.8%），珠海银隆下属的珠海广通目前为国内第7大纯电动客车生产厂商。预计2017年珠海银隆新能源汽车的产销量将在2016年基础上继续实现大幅增长，目标实现30000辆左右新能源车辆销售，300亿元人民币左右营业收入。随着珠海银隆业务和经营规模大幅提升，珠海银隆为格力带来的装备销售收入将大幅增长（本次合作预计为格力带来162.4亿元的营收增量），同时格力借助本次合作快速切入新能源客车产业链。
- **钛酸锂性能蜕变或助格力进军乘用车市场。** 2016年新能源汽车产量51.1万辆，其中乘用车31.7万辆，客车13.5万辆，乘用车市场是客车市场的两倍有余。钛酸锂电池能量密度的问题正在逐步改善，珠海银隆未来有望进军市场空间更为广阔的电动乘用车市场。银隆电动乘用车已经在筹备当中，并且设下2020年乘用车销售20万辆的目标。格力拥有数万名电气工程师，电动车制造所需的三大电、三小电中，除了电池以外的零部件都可以快速匹配，因此格力一方面可以继续通过为银隆提供智能装备、模具、汽车空调、机电电控分享“做大蛋糕”的收益，另一方面也将通过合作逐步掌握新能源整车的核心制造技术。

图表 36：2015 年国内纯电动客车厂商产量占比



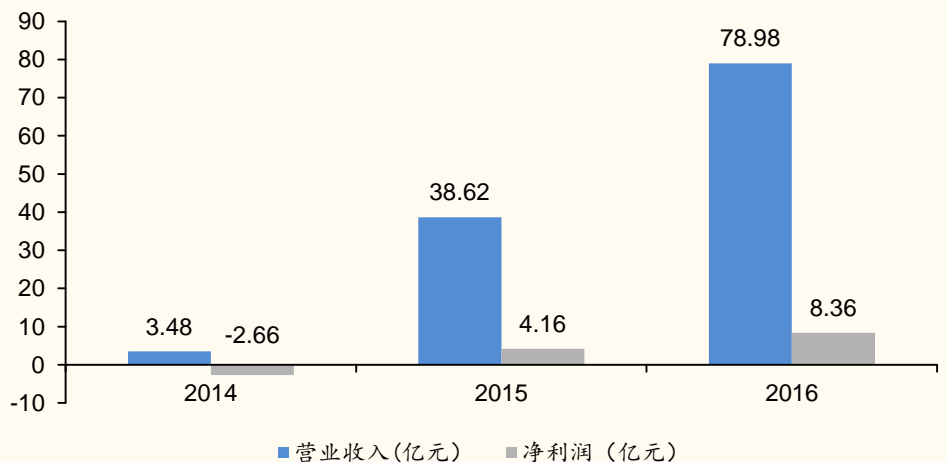
来源：工信部，盖世资讯，国金证券研究所

图表 37：珠海银隆纯电动客车产量和市占率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：珠海银隆经营规模大幅提升



来源：公司公告，国金证券研究所

### 储能是格力更为看中的潜在市场

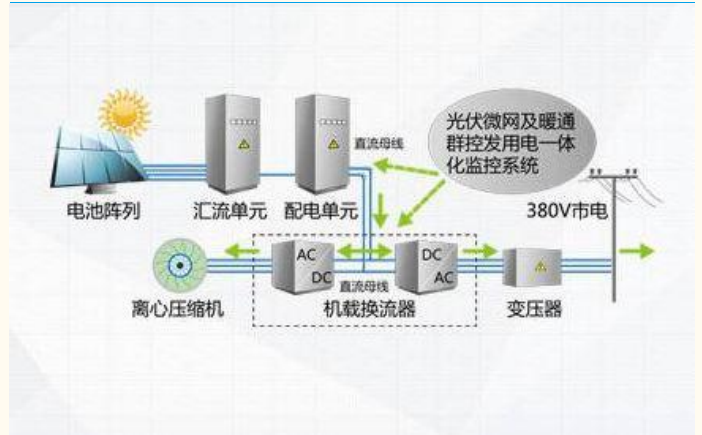
- 相比新能源汽车，钛酸锂电池在储能领域更为匹配。由于能量密度较低，钛酸锂电池目前相对适合公交车系统，而在乘用车方面颇受限制。相比之下，因对重量要求相对较低，钛酸锂电池在储能领域很有潜力。目前的锂离子储能电池大约 3-5 年更换一次，期间电池成本、停机调试维修的费用较高。因此，如果考虑全寿命周期（钛酸锂电池的寿命 15 年），钛酸锂储能技术具有相当的成本优势。
- “光伏+储能”，打造万亿级家庭能源管理市场。通过珠海银隆掌握的钛酸锂电池核心技术，格力不仅能够快速切入新能源电动汽车领域，更重要的是在储能业务上大有作为。格力电器董事长董明珠曾反复强调：“格力和银隆的合作不只是为了造车，光伏和储能设备结合是一个万亿级的市场。”格力致力打造以家庭为单位的能源管理中心，即家庭配备光伏系统为家用电器提供电力，闲时的太阳能发电将被有效储存，家庭用电将无需电费。格力电器早在几年前就成功研发出光伏空调，钛酸锂电池若加入此系统，家庭能源管理系统有望如虎添翼。

图表 39：珠海银隆家用储能设备



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 40：格力电器光伏空调及系统发电工作模式



来源：公司公告，国金证券研究所

## 四、投资建议与风险提示

### 盈利预测假设

- 空调销量：行业在 2016 年中结束去库存，大规模补库存周期开启并将至少延续到 2017 年中。预计格力电器 2016-18 年空调销量分别同比增长 4%、5%、6%。
- 空调价格：2016 年下半年以来大宗商品快速上涨冲击家电行业成本端，但格力作为行业龙头定价能力较强，能够通过产品均价上升和费用控制有效转移成本压力。预计 2016-18 年空调均价分别同比增长 4%、8%、5%。
- 空调毛利率：行业景气度回升且竞争格局较为稳定。假设 2016-18 年空调板块毛利率维持在 40%左右。
- 小家电板块：格力在小家电领域刚刚起步，市占率提升空间较大。假设 2016-18 年小家电营收增速分别为 20%、20%、25%；毛利率分别为 20%、21%、22%。

### 投资建议

- 空调行业景气上行，格力电器业绩弹性较大；中长期看，格力低估值高分红的稀缺性值得长线资金积极配置；多元化方面，携手珠海银隆使得公司顺利切入新能源车和储能市场，未来外延想象空间较大。格力电器 2016-18 年净利润分别为 142、164、183 亿元，对应 EPS 2.36、2.72、3.03 元，PE 为 10.33、8.48、7.44 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 多元化具有一定不确定性；地产销售不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>120,043</b>	<b>140,005</b>	<b>100,564</b>	<b>106,769</b>	<b>127,699</b>	<b>143,541</b>	货币资金	38,542	54,546	88,820	98,543	121,456	140,821
增长率		16.6%	-28.2%	6.2%	19.6%	12.4%	应收款项	48,493	53,523	18,013	16,521	22,349	26,557
主营业务成本	-80,878	-88,732	-66,670	-67,590	-81,261	-90,734	存货	13,123	8,599	9,474	8,333	10,018	11,186
%销售收入	67.4%	63.4%	66.3%	63.3%	63.6%	63.2%	其他流动资产	3,575	3,392	3,643	2,744	3,220	3,362
毛利	39,165	51,273	33,894	39,179	46,439	52,807	流动资产	103,733	120,059	119,949	126,142	157,043	181,926
%销售收入	32.6%	36.6%	33.7%	36.7%	36.4%	36.8%	%总资产	77.6%	76.9%	74.6%	74.0%	78.5%	81.7%
营业税金及附加	-956	-1,362	-752	-854	-1,149	-1,292	长期投资	1,407	2,750	3,292	3,404	3,528	3,673
%销售收入	0.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产	15,902	22,643	25,371	27,014	27,518	28,264
营业费用	-22,509	-28,890	-15,506	-17,083	-20,687	-23,397	%总资产	11.9%	14.5%	15.8%	15.9%	13.8%	12.7%
%销售收入	18.8%	20.6%	15.4%	16.0%	16.2%	16.3%	无形资产	2,413	2,501	2,664	2,722	2,730	2,737
管理费用	-5,090	-4,818	-5,049	-5,872	-7,279	-8,182	非流动资产	29,970	36,087	40,749	44,270	42,906	40,804
%销售收入	4.2%	3.4%	5.0%	5.5%	5.7%	5.7%	%总资产	22.4%	23.1%	25.4%	26.0%	21.5%	18.3%
息税前利润 (EBIT)	10,610	16,203	12,587	15,370	17,323	19,936	<b>资产总计</b>	<b>133,702</b>	<b>156,147</b>	<b>160,698</b>	<b>170,412</b>	<b>199,949</b>	<b>222,731</b>
%销售收入	8.8%	11.6%	12.5%	14.4%	13.6%	13.9%	短期借款	4,240	5,640	8,680	9,474	26,609	40,382
财务费用	137	942	1,929	1,417	1,015	356	应付款项	52,445	42,641	42,449	41,891	49,069	53,988
%销售收入	-0.1%	-0.7%	-1.9%	-1.3%	-0.8%	-0.2%	其他流动负债	39,806	60,107	61,496	64,690	65,456	66,199
资产减值损失	-192	-398	-86	-35	-7	-5	流动负债	96,491	108,389	112,625	116,056	141,134	160,568
公允价值变动收益	991	-1,382	-1,010	0	0	0	长期贷款	1,375	2,259	0	0	0	1
投资收益	717	724	97	-500	500	800	其他长期负债	369	452	506	478	478	478
%税前利润	5.6%	4.3%	0.6%	n.a	2.5%	3.7%	<b>负债</b>	<b>98,235</b>	<b>111,099</b>	<b>113,131</b>	<b>116,533</b>	<b>141,611</b>	<b>161,047</b>
营业利润	12,263	16,089	13,516	16,252	18,832	21,087	<b>普通股股东权益</b>	<b>34,583</b>	<b>44,153</b>	<b>47,521</b>	<b>52,734</b>	<b>57,074</b>	<b>60,286</b>
营业利润率	10.2%	11.5%	13.4%	15.2%	14.7%	14.7%	少数股东权益	884	979	1,045	1,145	1,264	1,398
营业外收支	629	663	1,393	800	800	800	<b>负债股东权益合计</b>	<b>133,702</b>	<b>156,231</b>	<b>161,698</b>	<b>170,412</b>	<b>199,949</b>	<b>222,731</b>
税前利润	12,892	16,752	14,909	17,052	19,632	21,887	<b>比率分析</b>						
利润率	10.7%	12.0%	14.8%	16.0%	15.4%	15.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1,956	-2,499	-2,286	-2,728	-3,141	-3,502	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.2%	14.9%	15.3%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	3.614	4.706	2.083	2.364	2.721	3.034
净利润	10,936	14,253	12,624	14,324	16,491	18,385	每股净资产	11.497	14.679	7.900	8.766	9.487	10.021
少数股东损益	65	98	91	100	119	134	每股经营现金净流	4.300	6.288	7.375	3.608	3.261	3.905
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10,871</b>	<b>14,155</b>	<b>12,532</b>	<b>14,224</b>	<b>16,371</b>	<b>18,251</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	1.500	2.000	2.500
净利率	9.1%	10.1%	12.5%	13.3%	12.8%	12.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	31.43%	32.06%	26.37%	26.97%	28.68%	30.27%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.13%	9.06%	7.75%	8.35%	8.19%	8.19%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	21.73%	25.87%	18.54%	20.31%	17.09%	16.38%
净利润	10,936	14,253	12,624	14,324	16,491	18,385	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,387	1,729	1,390	1,378	1,424	1,500	主营业务收入增长率	19.91%	16.63%	-28.17%	6.17%	19.60%	12.40%
非经营收益	-3,677	-1,636	-351	-1,128	1,754	3,469	EBIT增长率	43.30%	52.71%	-22.31%	22.10%	12.71%	15.08%
营运资金变动	4,289	4,567	30,701	7,134	-52	139	净利润增长率	47.31%	30.21%	-11.46%	13.50%	15.10%	11.48%
经营活动现金净流	12,935	18,913	44,364	21,707	19,617	23,494	总资产增长率	24.30%	16.85%	3.50%	5.39%	17.33%	11.39%
<b>资本开支</b>	<b>-2,460</b>	<b>-1,775</b>	<b>-2,883</b>	<b>-2,718</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,449</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-377	-1,669	-1,883	-112	-125	-145	应收账款周转天数	5.1	5.9	10.1	12.0	12.0	12.0
其他	651	581	53	-500	500	800	存货周转天数	68.5	44.7	49.5	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-2,186	-2,862	-4,713	-3,330	-753	-794	应付账款周转天数	113.0	111.5	141.2	120.0	110.0	110.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	42.7	38.9	56.0	51.4	41.6	35.9
债权募资	-1,246	2,576	585	809	17,134	13,774	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,649	-4,406	-6,391	-9,464	-13,085	-17,109	净负债/股东权益	96.3%	103.4%	165.0%	165.3%	162.6%	162.8%
筹资活动现金净流	-2,895	-1,830	-5,807	-8,654	4,049	-3,335	EBIT 利息保障倍数	-77.3	-17.2	-6.5	-10.8	-17.1	-56.0
<b>现金净流量</b>	<b>7,853</b>	<b>14,221</b>	<b>33,844</b>	<b>9,723</b>	<b>22,913</b>	<b>19,365</b>	资产负债率	73.47%	71.11%	69.96%	68.38%	70.82%	72.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	5	7	36
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.13	1.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-27	增持	24.06	25.68~28.20
2	2015-11-03	增持	17.64	N/A
3	2016-04-29	增持	19.22	20.20~20.40
4	2016-05-04	增持	19.22	20.20~20.40
5	2016-08-19	买入	17.72	21.86~23.05

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD