



2018年09月28日

# 增持(首次评级)

当前价: 39.52 元

目标价:

分析师: 曹卫东

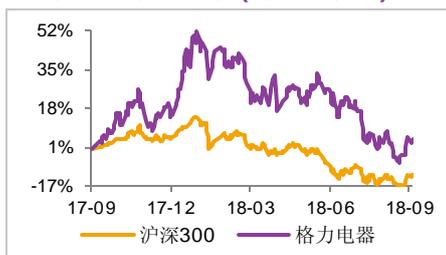
执业编号: S0300511010002

研究助理: 徐昊

电话: 010-66235709

邮箱: xuhao@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1500	1863	2335	2826
(+/-)	36%	24%	25%	21%
归母净利润	226	265	313	354
(+/-)	46%	17%	18%	13%
EPS(元)	3.72	4.40	5.20	5.88
P/E	12	9	8	7

资料来源: 联讯证券研究院

# 格力电器(000651.SZ)

## 【联讯公司研究】格力电器：空间尚足，业绩优秀

### 投资要点

#### 空调龙头地位稳固，多因素推动业绩增长

格力电器是国内空调行业龙头企业，多项排名处于行业首位，公司业绩主要来源于空调。我们认为三大核心驱动因素推动格力电器未来业绩增长：1、消费升级推动家用空调在一二线城市市场规模持续扩大，三四线城市渗透率提升，总体市场规模及渗透率仍具较大提升空间；2、中央空调等高端机型占比提升推动公司产品结构升级，盈利能力具有持续提升的空间；3、公司技术实力通过长期积累在国内优势大，品牌力持续提升及产品结构上行，未来将加速替代国外品牌，市场份额有望持续提升。

#### 行业仍有提升空间，竞争格局明确

对比欧美发达国家，国内空调市场仍有较大提升的空间。国产空调的增速主要来自于：1、房地产高速发展及家电下乡等因素带来的新增需求，2、消费升级和旧机淘汰等因素推动的替换需求，3、国内品牌空调技术持续提升带来的产品结构上行，逐步对外资品牌实现替换带来的国产品牌市场份额提升。国内空调行业竞争格局清晰，格力长期占据龙头地位，在规模、技术、销售渠道及研发等多方面拥有显著优势，行业龙头地位稳固。

#### 立足空调，积极发展装备制造业务

公司立足空调业务，1995年以来持续22年保持国内销量第一，以及从2005年以来第12年全球销量第一，空调行业龙头地位稳固。装备制造业务是公司未来发展的重要方向，公司目前拥有良好的现金流，为发展装备制造业务提供保障，未来装备制造将成为公司第二产业，新增长点可以期待。

#### 盈利预测与投资建议

我们预测2018，2019，2020年营业收入分别为1863亿元、2335亿元、2826亿元，归母净利润为265亿元、313亿元、354亿元，EPS分别为4.40元、5.20元、5.88元，对应2018年、2019年和2020年的PE为9倍、8倍、7倍。本着审慎的原则，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示

国内空调市场需求波动风险，

房地产行业景气度下行风险，

汇率波动风险，

宏观经济波动风险。



## 目 录

投资案件 .....	4
投资评级与估值 .....	4
关键假设点 .....	4
有别于大众的认识 .....	4
股价表现催化剂 .....	4
核心风险提示 .....	4
一、公司概况：空调行业领先企业 .....	5
（一）深耕行业近三十年，国内空调行业领先企业 .....	5
（二）财务指标持续景气，公司经营状况良好 .....	6
（三）专注空调业务，研发投入大 .....	7
二、需求旺盛，市场空间广阔 .....	8
（一）家用空调：市场增长迅速 .....	8
（二）中央空调：高增长可期 .....	9
三、技术、产能双轮驱动，拥有核心竞争力 .....	10
（一）技术实力领先，工艺精细先进 .....	10
（二）完整的产业链为公司带来制造优势 .....	11
（三）销售渠道激励最足 .....	12
（三）品牌溢价较高，市场认可度领先 .....	12
四、盈利预测与投资建议 .....	13
五、风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1： 公司前十大股东 .....	5
图表 2： 格力集团持股比例变动情况 .....	6
图表 3： 2013-2018H 公司营业收入及增长率 .....	6
图表 4： 2013-2018H 公司归母净利润及增长率 .....	6
图表 5： 2018H 公司产品占比 .....	7
图表 6： 2018H 公司大陆及以外地区业务收入占比 .....	7
图表 7： 2013-2018H 公司毛利率及净利率 .....	7
图表 8： 2013-2018H 三费率 .....	7
图表 9： 公司主要空调种类 .....	7
图表 10： 我国家用空调销量情况 .....	8
图表 11： 我国家用空调内销情况 .....	8
图表 12： 我国居民空调拥有量 .....	9
图表 13： 我国中央空调销售情况 .....	9
图表 14： 我国中央空调市场规模 .....	9
图表 15： 中国单元机市场品牌格局（2012VS2016） .....	10



图表 16: 中国多联机市场品牌格局 (2012VS2016) .....	10
图表 17: 格力电器技术发展路径 .....	11
图表 18: 格力空调产量 (万台) .....	12
图表 19: 2008-2016 年单台空调成本 (元) 变化.....	12
图表 20: 对标公司销售渠道情况 .....	12
图表 21: 格力空调品牌零售均价 .....	13
图表 22: 中国市场空调品牌零售均价 .....	13
图表 23: 可比公司盈利预测表.....	13
图表 24: P/E Band 图 .....	14
图表 25: P/B Band 图 .....	14
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	15



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测 2018, 2019, 2020 年营业收入分别为 1863 亿元、2335 亿元、2826 亿元, 归母净利润为 265 亿元、313 亿元、354 亿元, EPS 分别为 4.40 元、5.20 元、5.88 元, 对应 2018 年、2019 年和 2020 年的 PE 为 9 倍、8 倍、7 倍。本着审慎的原则, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 关键假设点

房地产市场整体稳定, 公司费用率保持稳定, 国内空调每户装机量将逐步接近发达国家水平, 公司技术优势长期持续。

### 有别于大众的认识

1、市场普遍认为空调行业进入淡季, 且行业整体见顶, 但是我们认为一二线城市市场规模仍具提升空间, 三四线城市及农村地区空调装机量提升空间可期, 公司作为行业龙头将持续受益。

2、市场普遍认为公司空调价格相对较高, 未来存在价格下行导致盈利能力下滑, 我们认为, 格力电器正逐步优化产品结构, 产品结构向上突破, 盈利能力仍有提升空间, 结合公司巨大的生产规模, 产业链整合及渠道销售能力, 长期盈利能力将稳重有升。

### 股价表现催化剂

1、市场空间可期: 2017 年空调需求创历史新高, 家用空调需求正持续增长, 商用中央空调受地产持续影响, 能够保持增长, 家用空调受益于价格及国产替代因素影响, 需求上升。出口方面欧美经济复苏, 海外市场有拓展空间。

2、竞争力具有巨大优势: 格力空调技术实力领先, 产业链一体化, 拥有巨大的规模效应, 公司具有线下渠道优势和强大的品牌溢价能力。

3、公司估值被低估: 格力电器收入规模与大金接近, 成长性更好, 从历史估值来看, 公司估值仍处于低位, 估值修复可期。

### 核心风险提示

国内空调市场需求波动风险,

房地产行业景气度下行风险,

汇率波动风险,

宏观经济波动风险。



## 一、公司概况：空调行业领先企业

### （一）深耕行业近三十年，国内空调行业领先企业

珠海格力电器股份有限公司是一家多元化的全球型工业集团，主营家用空调、暖通设备、智能装备、生活电器、空气能热水器、工业制品等产品。格力电器在全球建有珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、巴西、巴基斯坦等 11 大空调生产基地以及长沙、郑州、石家庄、芜湖、天津等 5 大再生资源基地，下辖凌达压缩机、格力电工、凯邦电机、新元电子、生活电器、智能装备、精密模具等子公司，覆盖了从上游零部件生产到下游废弃产品回收的全产业链条。

公司 1991 年广东珠海成立，前身是冠雄塑胶厂和海利空调厂，第一任董事长朱江洪。公司从一条年产量 2 万窗式空调的简陋生产线开始发展，经历高速发展期后，四年后产销量已达国内第一，成为国内空调行业龙头企业。

公司深耕制冷空调领域，产品涵盖 20 个大类、400 个系列、12700 多个品种规，出口至 160 多个国家和地区，用户超过 3 亿。根据产业在线数据，格力家用空调产销量自 1995 年起连续 23 年位居中国空调行业第一，自 2005 年起连续 13 年领跑全球。此外，根据《暖通空调资讯》数据，格力商用空调国内市场占有率连续 6 年保持第一。

公司控股股东是珠海格力集团，大股东是珠海市国资委，其持股份额通过股改、股权转让和减持等方式公司的股权不断分散，由上市初的 70%减少到 2018 年中的 18%，目前仍为第一大股东。公司第二大股东河北京海担保投资有限公司持有 8.91%，该股东实际控制人是格力经销商。

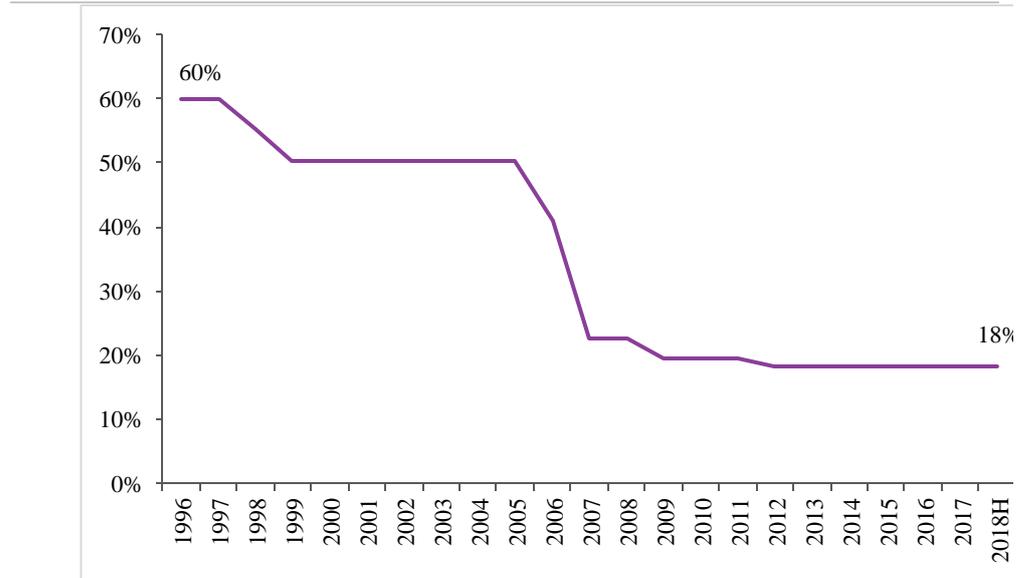
图表 1： 公司前十大股东

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
珠海格力集团有限公司	109,625.56	18.22
河北京海担保投资有限公司	53,602.22	8.91
香港中央结算有限公司(陆股通)	46,814.37	7.78
中国证券金融股份有限公司	23,140.07	3.85
前海人寿保险股份有限公司-海利年年	11,558.53	1.92
中央汇金资产管理有限责任公司	8,448.30	1.40
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	6,800.03	1.13
全国社保基金一零一组合	4,823.27	0.80
全国社保基金一零八组合	4,796.11	0.80
高瓴资本管理有限公司-HCM 中国基金	4,541.14	0.75
合计	274,149.60	45.56

资料来源：公司年报、联讯证券



图表2: 格力集团持股比例变动情况

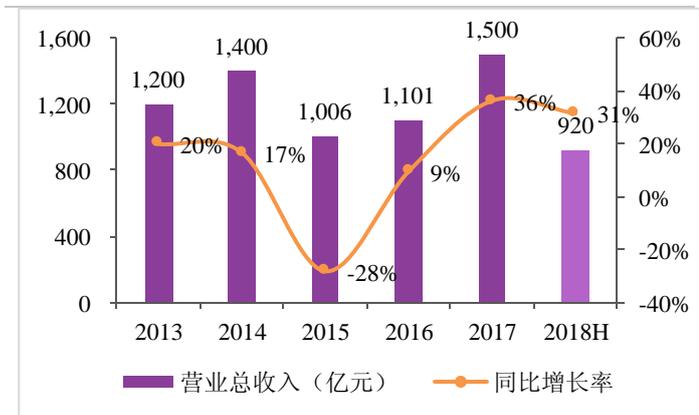


资料来源: 公司年报、联讯证券

(二) 财务指标持续景气, 公司经营状况良好

近年来公司销售规模持续扩大, 经营状况良好, 市场份额持续提升。2017年, 公司营业收入 1,500.2 亿元, 同比增长 36.2%; 归母净利润 224.0 亿元, 同比增长 44.9%。2018 年上半年, 公司营业收入 920.1 亿元, 同比增长 31.4%; 归母净利润 128.1 亿元, 同比增长 35.5%。从 2013 到 2017 年, 公司营业收入的复合增长率为 5.7%, 归母净利润的复合增长率为 19.8%, 发展势头强劲。

图表3: 2013-2018H 公司营业收入及增长率



资料来源: 公司年报、联讯证券

图表4: 2013-2018H 公司归母净利润及增长率

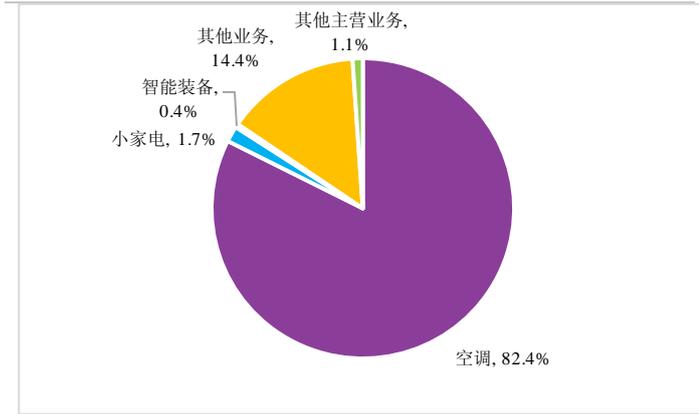


资料来源: 公司年报、联讯证券

公司主营产品是空调, 占公司营收比重较大, 2018 年上半年实现营收 920.1 亿元, 同比增长 31.4%, 占主营业务收入比例为 82.4%。小家电占比 1.7%, 其他各业务占比 15.9%。公司 2018 年上半年在各地区市场的收入均有所增加, 其中大陆地区占比 70.6%, 大陆以外地区占比 29.4%。

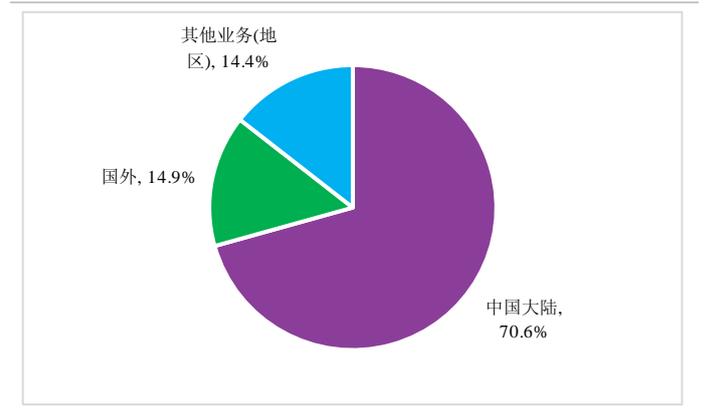


图表5: 2018H 公司产品占比



资料来源: Wind、联讯证券

图表6: 2018H 公司大陆及以外地区业务收入占比



资料来源: Wind、联讯证券

2017 年公司毛利率为 33.6%，净利率 14.9%。2018 年上半年毛利率为 30.0%，净利率为 13.9%，2013-2017 年公司毛利率比较稳定，主要因为公司主要产品空调的毛利率较高，占比较大，同时市场占有率较高。公司近年来财务、销售、管理费用率总体成下降趋势，公司费用控制能力强，盈利能力提升可期。

图表7: 2013-2018H 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind、联讯证券

图表8: 2013-2018H 三费率

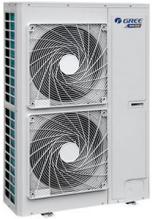


资料来源: Wind、联讯证券

### (三) 专注空调业务，研发投入大

公司主营业务比较专一，客户遍布海内外。公司目前主要产品为各种型号的空调，包括家用空调和中央空调，产品涵盖不同等级。

图表9: 公司主要空调种类

家用空调			中央空调	
挂式空调	柜式空调	特种空调	商用中央空调	家用中央空调
				

资料来源: 公司官网、联讯证券



公司在空调领域具备较强的技术水平,生产设备自动化水平较高,产品可靠性较强,在国内空调领域出货量国内第一。公司一直以来都十分重视新产品和新技术的开发与创新工作,2017年公司研发投入金额达57.67亿元,占营业收入比例3.89%,近年来研发投入占营业收入的比例始终保持在3%以上,研发人员数量9155人,占公司总员工的比例10.74%。

## 二、需求旺盛,市场空间广阔

根据联合国发布的报告,2017年世界经济增速3%,较2016年显著上升,是2011年以来增长最快的一年。在供给侧改革及消费升级带动下,中国经济形势趋于好转,2017年中国经济增速达6.9%,好于预期。2015年以来,消费升级和产品升级换代带动了空调需求,同时,连续一年多房地产市场的火热及其带来的延续效应刺激了国内空调市场高速增长。根据产业在线数据:2017年中国家用空调产量14,350万台,同比增长28.7%;销售14,170万台,同比增长31%,其中内销8,875万台,同比增长46.8%,出口5,295万台,同比增长11%。

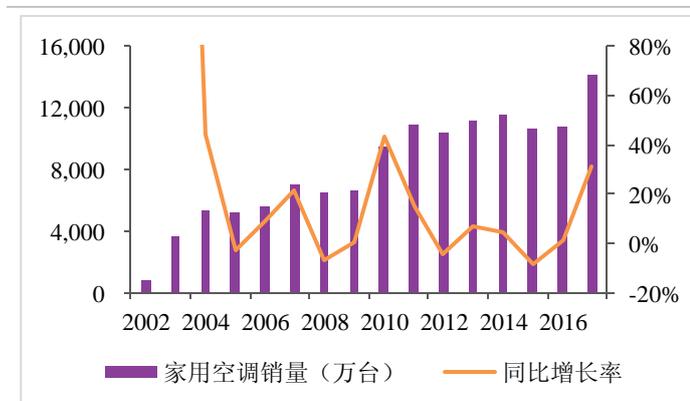
长期来看,空调市场仍有大幅提升空间。国内市场,随着居民消费升级进程加速,消费者对品牌认可度、产品品质提出更高要求,同时对空调的节能、健康、舒适性、智能化提出了新的标准,更新换代需求表现强劲;伴随着新型城镇化进程的推进,家电在三四级市场的扩容不断加快。外销方面,全球经济复苏为空调市场增长提供了持续动力,“一带一路”战略为中国企业“走出去”创造了绝佳契机。

2018年,房地产市场的延续效应,会继续增加空调行业的终端需求。同时,随着消费升级,人们不断追求越来越舒适的生活空间,空调的多场所、多领域应用给空调市场提供了广阔空间。“十三五”期间,随着国家绿色发展理念的强化,北方的“煤改电”项目给空气源热泵提供了巨大市场。另外,以空调10年左右的更新周期测算,老产品更新换代需求也在逐年提升。

### (一) 家用空调:市场增长迅速

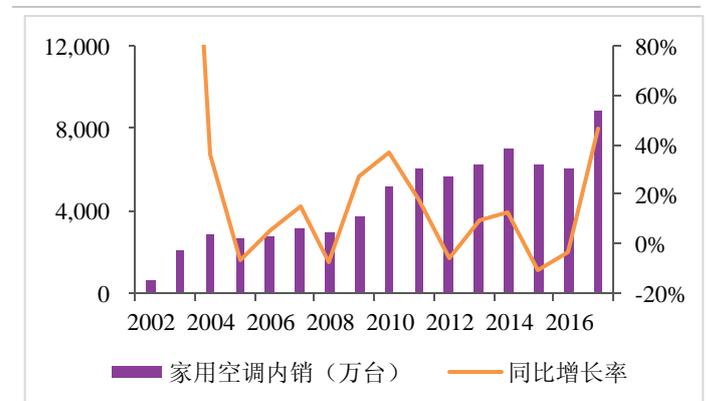
国内空调行业仍处于上升区间。包括2009、2012、2016等巨大波动年的近十个冷冻年,我国空调销量增长117.1%,10年均复合增长率达到9.0%;其中内销增长199.4%,10年复合增长率达13.0%。近两年冷年,空调需求出现增长,主要是受到多项利好因素影响,夏天极端炎热天气的影响;房地产销售的装修需求;农村市场渗透率的提升等等。

图表10: 我国家用空调销量情况



资料来源:产业在线、联讯证券

图表11: 我国家用空调内销情况



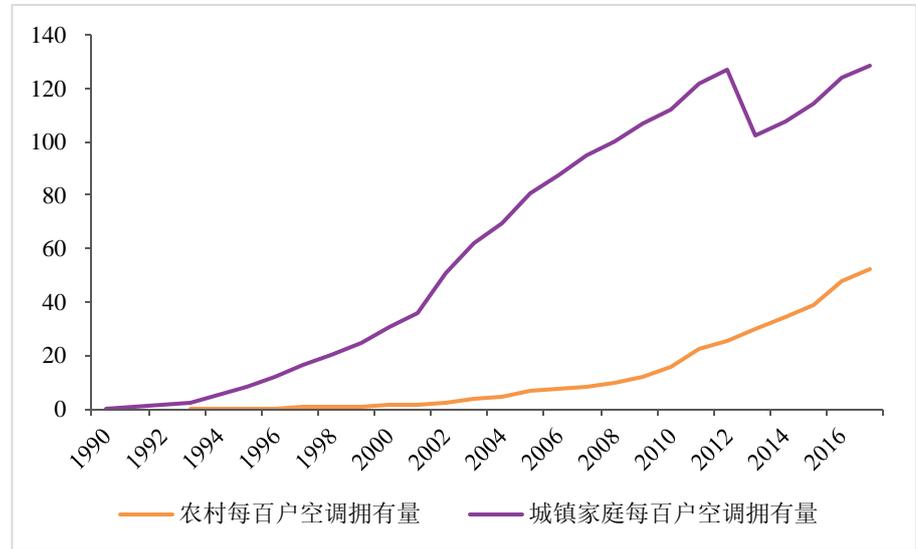
资料来源:产业在线、联讯证券

数据上看,空调市场具有相当大成长空间。2017年我国城镇家庭平均空调拥有量为



128.6 台/百户，农村家庭平均空调拥有量为 52.6 台/百户。与我国生活习惯相近的邻国日本 2015 年的空调保有量达到 284 台/百户，我国目前城镇空调保有量仅为日本上世纪八九十年代时期水平，而日本正是从 1990 年到 2000 年空调保有量从 100 台/百户提升至 200 台/百户。

图表12： 我国居民空调拥有量



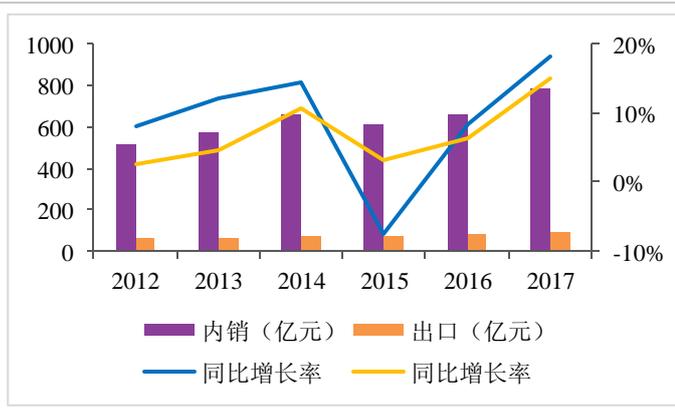
资料来源：产业在线、联讯证券

格力家用空调多年来始终保持市场份额全球第一。日本经济新闻汇总并发布了“2017 年全球主要商品与服务市场份额调查”，在家用空调领域，中国企业的市场份额一直保持着巨大优势，包揽前三。其中，格力电器以占有率 21.90% 的绝对优势位列第一，超过了第二名 7 个百分点。

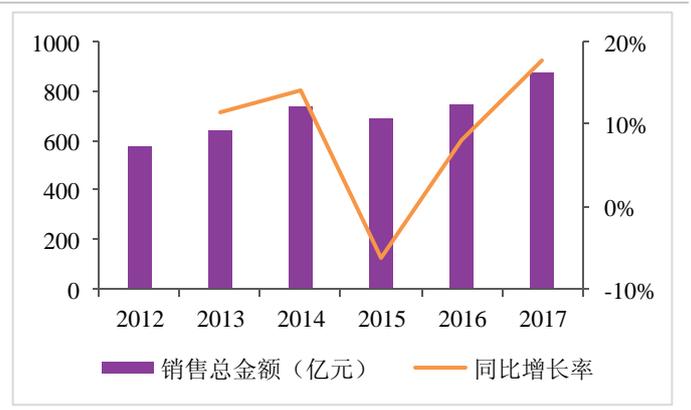
### (二) 中央空调：高增长可期

2018 年上半年，中国中央空调市场容量仍然保持增长态势，但增速有所下滑。根据产业在线数据，2018 年 1-7 月中央空调内销 504.2 亿元，同比增长 11.6%，出口 62.6 亿元，同比增长 16.0%；2017 年我国中央空调行业市场规模 876.6 亿元，其中内销金额 783.3 亿元，内销占比达到 89.4%，比较稳定，因此中央空调市场规模占空调行业整体约 1/4。我国中央空调行业和家用空调行业行情相似，和家用空调行业相比中央空调行业具有增速更高波动更小的特点。

图表13： 我国中央空调销售情况



图表14： 我国中央空调市场规模



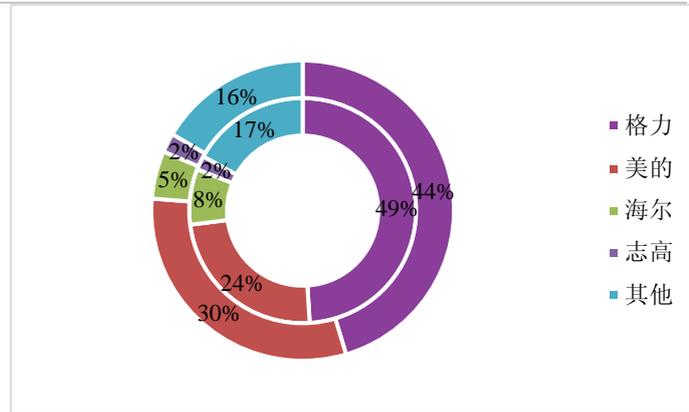


资料来源：产业在线、联讯证券

资料来源：产业在线、联讯证券

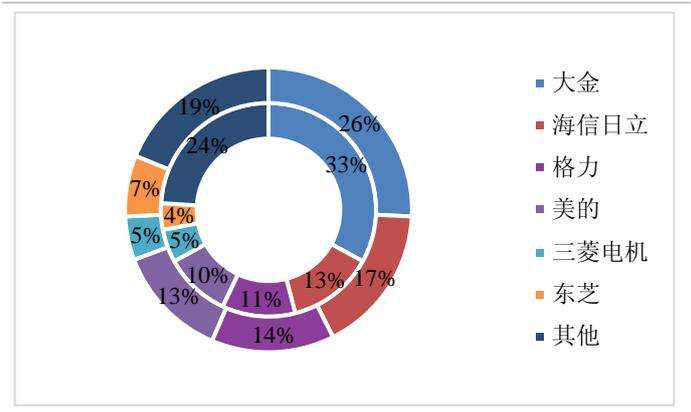
家庭装修市场是中央开空调市场增长的主要动力，其中家装中央空调市场以多联机为主，也包括单元机、少量户式水机。由于多联机装修效果更好，并可节约空间，所以家庭装修市场多联机销售增长快。高端家庭越来越多的在装修时采用多联机替代柜机和挂机。

图表15：中国单元机市场品牌格局（2012VS2016）



资料来源：产业在线、联讯证券

图表16：中国多联机市场品牌格局（2012VS2016）



资料来源：产业在线、联讯证券

格力电器自 2012 年首次打破国外品牌的霸主格局以来，在国内中央空调市场的行业龙头地位稳固。根据《暖通空调资讯》发布的《2018 上半年度中央空调行业发展报告》，格力中央空调以 17.0 % 的市场占有率继续领跑国内中央空调行业，较 2017 年度全年 15.4% 的市场份额，领先优势扩大了 1.61 个百分点。零售市场相关的产品方面，单元机 38.0% 的市场占有率，领先优势极为明显。

### 三、技术、产能双轮驱动，拥有核心竞争力

#### （一）技术实力领先，工艺精细先进

公司坚持科技自主创新战略。目前拥有国家重点实验室、国家节能环保制冷设备工程技术研究中心各 1 个；拥有国家级工业设计中心、国家认定企业技术中心、国家通报咨询中心研究评议基地、机器人工程技术研发中心各 1 个；目前拥有 12 个研究院、74 个研究所、929 个先进实验室，研发方向涵盖制冷、机电、通信、物联网、智能装备等领域，共研发出 24 项“国际领先”级技术。在 2018 年上半年我国发明专利授权量排名前十位的国内企业中，格力电器股以 787 件的专利授权量位居第七位，是唯一进入前十名的家电企业。根据中国专利保护协会 2018 年上半年发布的《2017 年知识产权领域最具影响力创新主体》，榜单显示，格力位居第五，家电行业第一，彰显了公司强大的科研创新实力。

格力电器以消费者的需求为标准，在研发上追求极致，厚积薄发。公司累计申请技术专利 35000 多项，其中发明专利 15000 余项，2017 年共完成发明专利申请 4182 件，授权发明专利 1273 件，发明专利授权量位列全国第七。公司拥有 19 项“国际领先”的核心技术，其中，2017 年新增“分布式送风技术在热泵空调上的研究及应用”、“基于大小容积切换压缩机技术的高效多联机”、“面向多联机的 CAN+ 通讯技术研究及应用”、“格力车用尿素智能机” 4 项国际领先技术。

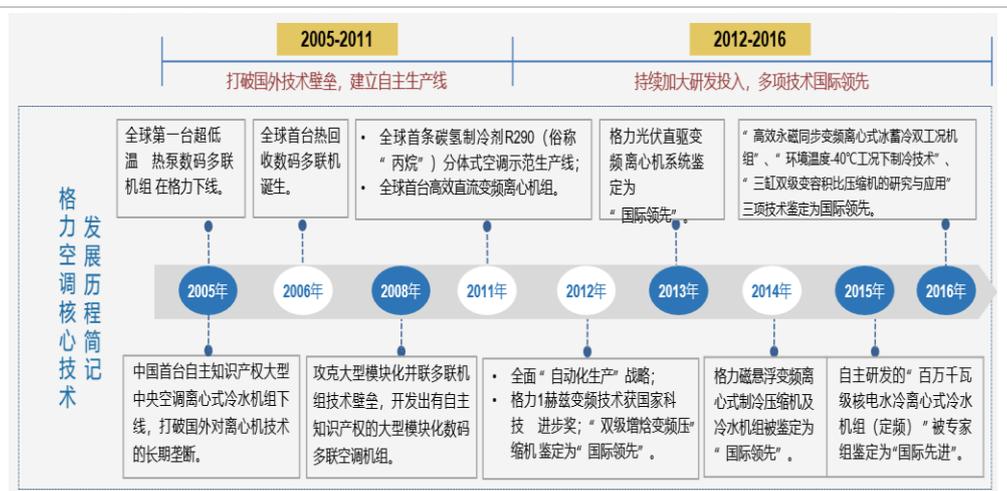
公司累计获得国家级奖励、省级奖励、行业奖励 17 项。2017 年，“空气源热泵空调



关键技术及应用”获得“广东省科学技术进步奖一等奖”，“三缸变容积比的研究及应用”获得“中国制冷学会科技奖特等奖”，“空气源热泵采暖关键技术研究及应用”获得“中国轻工业联合会科技奖一等奖”，“自主创新发展模式的探索与实践成果”获得中国企业改革与发展研究会授予的“中国企业改革发展优秀成果一等奖”。

公司立足长远，进军空调芯片设计领域。近年来，随着节能环保政策趋严，以及消费升级和产品智能化趋势凸显，变频空调在公司产品结构中的比例大幅提高，导致公司对空调芯片的需求大幅增加。目前公司所需芯片主要依赖进口，2017年芯片进口额数十亿元人民币，随着公司的发展，芯片需求量会进一步增加。格力已掌握了除空调芯片以外制造空调所需的全部核心技术，为了进一步提高公司的综合竞争力、在空调行业的话语权以及成本管控能力，公司近年来已在自主研发空调芯片设计技术，目前已有一定的技术积累。

图表17： 格力电器技术发展路径



资料来源：公司官网、联讯证券

## （二）完整的产业链为公司带来制造优势

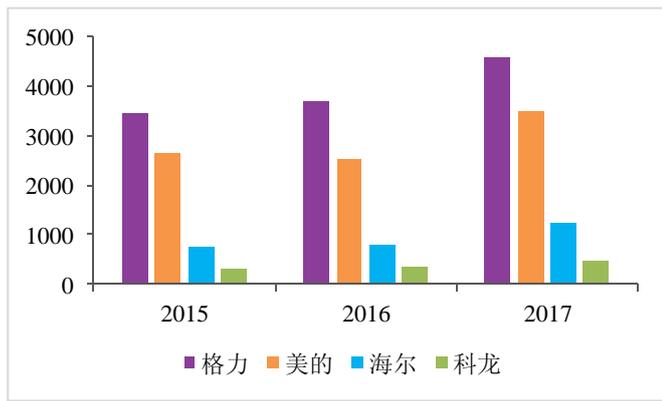
公司拥有全球最大的空调生产规模和完善的产业链条格力电器在全球拥有珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、巴西、巴基斯坦等 11 大生产基地，生产规模位居全球首位，同时拥有完善的配套能力和行业最完整的产业链，有效确保了空调关键零部件的自主生产和供应。格力电器至今已开发出包括家用空调、商用空调在内的 20 大类、400 个系列、12700 多个品种规格的产品，完善而齐全的产品线能满足不同层次顾客的各种需求。

具备全球最大生产规模和全方位生产线的同时，公司进一步打通压缩机、电机、电容、漆包线等产品在内的上下游产业供应链，极大增强了公司对于上下游供应链的控制能力，保证生产高效进行，及时满足用户需求。

格力空调业务销量常年领先，行业龙头地位稳固，相比国内其余企业拥有一定规模优势，叠加产业链的一体化整合及领先的技术，推动公司在行业内成本端优势明显，保证公司盈利能力相对稳定。

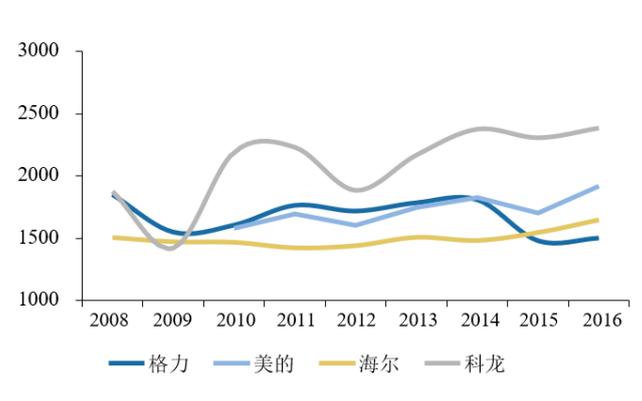


图表18: 格力空调产量(万台)



资料来源: 产业在线、联讯证券

图表19: 2008-2016年单台空调成本(元)变化



资料来源: 产业在线、联讯证券

### (三) 销售渠道激励最足

格力电器通过制度变革净化市场营销环境, 设立多样化的返利政策保障经销商的切身利益, 以格力电器总部授权、经销商持股的方式形成独特的区域销售公司体系, 以“统一渠道、统一网络、统一市场、统一服务”为目标, 找到适合自己的营销渠道建设及管理方法, 并持之以恒地将其付诸于实践, 增强企业的生存能力, 让企业获得更好更快地发展。

格力的经销商制度和专卖店体系确立了格力在线下销售网点的优势。目前, 格力拥有 27 家区域性销售公司和 3 万家专卖店。京海作为格力第二大股东, 实现了经销商和格力电器利益的紧密绑定, 带来格力渠道最足激励。

图表20: 对标公司销售渠道情况

	渠道模式	渠道利润来源	定价权促销权	装修和人员	分销库存	售后服务	优点	缺点
格力电器	成立合资销售公司, 公司和大经销商均持股。	合资公司分红	合资营销公司				集中优质经销商; 平衡竞合关系; 价格管控力度强; 压货能力强。	平衡经销商利益难度高
美的集团	设立销售分公司和办事处对接批发商和零售商。	批零差价	分公司和办事处		批发商和零售商	经销商实施厂商计费	能够利用经销商资源; 发展较快; 压货能力较强。	对批发商的控制力较弱; 价格管控较难。
青岛海尔	建立海尔工贸公司, 直接向零售商供货。	批零差价	总部	厂商	海尔工贸	厂商	议价能力很强; 贴近用户; 便于维护品牌。	难以充分利用经销商资源; 资金占用多; 较难压货; 区域差异化和及时反应的难度较高。

资料来源: 公司年报、联讯证券

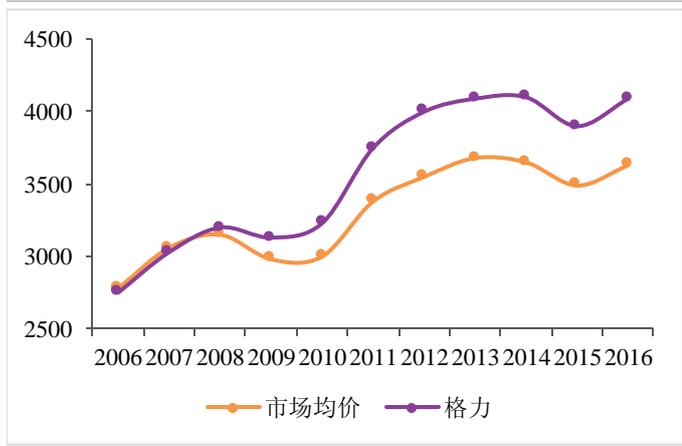
### (三) 品牌溢价较高, 市场认可度领先

从格力历史的空调零售均价相对市场均价的比较看, 格力逐步建立品牌溢价优势。



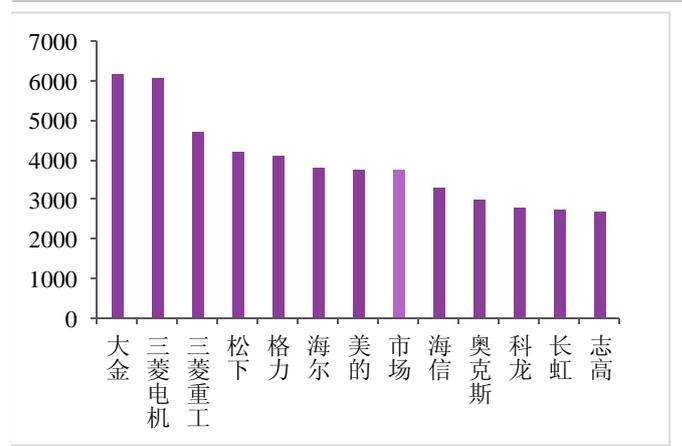
2012 年格力的品牌溢价出现非常明显的提升。公司品牌印象优秀，客户满意度行业第一，在 CNPP 2018 家电行业及各子行业十大品牌评选结果中，格力稳居空调行业首位。

图表21： 格力空调品牌零售均价



资料来源：产业在线、联讯证券

图表22： 中国市场空调品牌零售均价



资料来源：产业在线、联讯证券

#### 四、盈利预测与投资建议

参考家电行业龙头企业估值水平，格力电器是估值水平较低的家电龙头企业，且与同行相比，格力电器龙头地位稳固，分红率高，未来仍有较大的估值提升空间，长期看好。

图表23： 可比公司盈利预测表

股票代码	公司	EPS-2017A	EPS-2018E	EPS-2019E	PE-2017A	PE-2018E	PE-2019E
000333.SZ	美的集团	2.66	3.16	3.72	21	13	11
002032.SZ	苏泊尔	1.60	1.99	2.40	25	26	22
600690.SH	青岛海尔	1.14	1.32	1.56	17	12	10
600060.SH	海信电器	0.72	0.96	1.14	21	11	9
000100.SZ	TCL 集团	0.22	0.28	0.33	20	10	9
	平均值				21	14	12
000651.SZ	格力电器	3.72	4.40	5.20	12	9	8

资料来源：Wind、联讯证券

我们预测 2018, 2019, 2020 年营业收入分别为 1863 亿元、2335 亿元、2826 亿元，归母净利润为 265 亿元、313 亿元、354 亿元，EPS 分别为 4.40 元、5.20 元、5.88 元，对应 2018 年、2019 年和 2020 年的 PE 为 9 倍、8 倍、7 倍。本着审慎的原则，首次覆盖，给予“买入”评级。

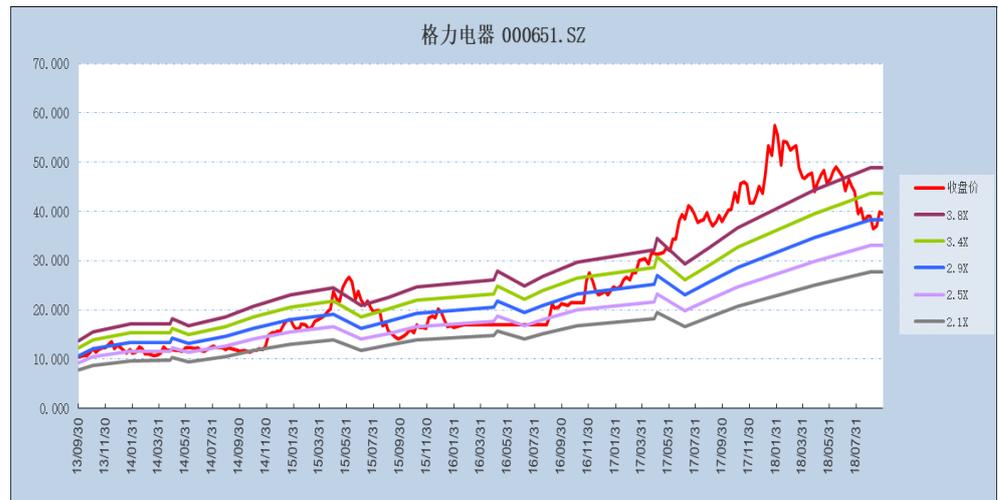


图表24: P/E Band 图



资料来源: Wind、联讯证券

图表25: P/B Band 图



资料来源: Wind、联讯证券

## 五、风险提示

- 国内空调市场需求波动风险,
- 房地产行业景气度下行风险,
- 汇率波动风险,
- 宏观经济波动风险。



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	171,535	192,119	215,173	240,994	经营活动现金流	16,359	24,538	30,672	37,113
现金	99,610	132,713	141,425	172,227	净利润	22,705	26,612	31,462	35,577
应收账款	5,814	8,140	8,792	9,495	折旧摊销	2,033	2,541	2,795	3,075
其它应收款	253	303	364	437	财务费用	431	536	671	812
预付账款	3,718	4,499	4,859	5,247	投资损失	-397	-1,190	-1,487	-1,562
存货	16,568	15,906	17,019	17,700	营运资金变动	8,009	5,835	10,075	15,308
其他	45,571	30,557	42,715	35,888	其它	-16,423	-9,796	-12,844	-16,096
非流动资产	43,433	49,948	54,943	60,438	投资活动现金流	-62,253	623	1,868	5,603
长期投资	110	123	143	158	资本支出	2,425	2,910	3,492	3,841
固定资产	17,467	19,389	20,552	22,196	长期投资	110	123	143	158
无形资产	3,604	4,037	4,521	4,974	其他	-64,789	-2,410	-1,767	1,604
其他	22,251	26,400	29,727	33,110	筹资活动现金流	-2,269	7,943	-23,828	-11,914
资产总计	214,968	242,067	270,116	301,431	短期借款	18,646	33,563	36,919	40,611
流动负债	147,491	162,240	175,219	185,732	长期借款	0	0	0	0
短期借款	18,646	33,563	36,919	40,611	其他	-20,915	-25,620	-60,747	-52,525
应付账款	34,553	48,374	55,630	61,193	现金净增加额	-48,164	33,103	8,712	30,802
其他	94,292	80,303	82,670	83,928					
非流动负债	642	739	850	977	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	642	739	850	977	营业收入	36%	24%	25%	21%
负债合计	148,133	162,979	176,069	186,709	营业利润	50%	17%	18%	13%
少数股东权益	1,240	1,550	1,937	2,421	归属母公司净利润	46%	17%	18%	13%
归属母公司股东权益	65,595	77,539	92,110	112,301	获利能力				
负债和股东权益	214,968	242,067	270,116	301,431	毛利率	34%	32%	31%	30%
<b>利润表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	净利率	15%	14%	13%	13%
营业收入	150,020	186,289	233,518	282,586	ROE	37%	36%	36%	34%
营业成本	99,563	126,296	160,381	196,781	偿债能力				
营业税金及附加	1,513	1,879	2,355	2,850	资产负债率	69%	67%	65%	62%
销售费用	16,660	20,492	25,687	31,085	流动比率	116%	118%	123%	130%
管理费用	6,071	7,539	9,450	11,436	速动比率	105%	109%	113%	120%
财务费用	431	536	671	812	营运能力				
资产减值损失	264	356	410	430	总资产周转率	0.76	0.82	0.91	0.99
公允价值变动收益	9	281	331	432	应收账款周转率	34.19	26.70	27.58	30.91
投资净收益	397	1,190	1,487	1,562	应付账款周转率	3.11	3.05	3.08	3.37
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	每股指标(元)				
其他收益	401	233	132	65	每股收益	3.72	4.40	5.20	5.88
营业利润	26,323	30,895	36,514	41,250	每股经营现金	2.72	4.08	5.10	6.17
营业外收入	511	434	521	626	每股净资产	11.11	13.15	15.63	19.07
营业外支出	21	21	21	21	估值比率				
利润总额	26,814	31,308	37,014	41,855	P/E	11.75	8.98	7.59	6.72
所得税	4,109	4,696	5,552	6,278	P/B	3.93	3.01	2.53	2.07
净利润	22,705	26,612	31,462	35,577	EV/EBITDA	11.19	8.02	6.93	5.69
少数股东损益	107	133	156	196					
归属母公司净利润	22,598	26,479	31,306	35,381					
EBITDA	27,835	33,436	39,309	44,325					
EPS (元)	3.72	4.40	5.20	5.88					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

曹卫东，中国人民大学硕士。1997 年加入和讯信息科技有限公司，获首批证券咨询执业资格。2008 年加入联讯证券，重点在政策研究、市场策略研究及重点行业耕耘多年。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)