



## 行业面临短期调整，格力高盈利水平不减

2018.10.19

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl\_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

● **从零售、工程、渠道库存增量看，预计行业内销量未来三年增速为 5.5%、-8.9%、4.2%** (1) 零售端：从城镇化、棚改、城镇居民购买新房及二手房、农村居民需求、一户多机五个方面进行零售端需求测算，其中一户多机为家用空调长期稳定的增长点。我们估算一户多机引致城镇每百户平均每年增加 7.4 台，考虑到天气、消费变动等因素，一户多机因素逐年有变动。零售端整体上，我们预计未来三年增速分别为 1.5%、1.4%、3.4%。(2) 工程机销量：与零售量、库存、销售政策强相关，我们测算其占（工程+零售）比例约在 20-35%之间，预计未来三年工程机销量分别为 2500 万台、3000 万台、2500 万台，占（工程+零售）比例分别为 30.5%、34.2%、29.5%。(3) 渠道库存增量：2018 冷年末渠道库存量约 4200-4500 万台，对应库存增量（冷年）1930 万台、（自然年预计）1171 万台，相比于 2015 冷年，2018 冷年渠道库存风险可控。我们预计未来三年渠道库存增量分别为 1171 万台、-240 万台、420 万台。

● **三大核心竞争力铸就格力空调行业龙头地位，我们预计未来三年公司内销量市占率分别为 40%、41%、42%** (1) 持续专注：带来高市占率和产品溢价。(2) 销售返利：保障长期高市占率。(3) 规模效应和全产业链：成本优势明显、抗风险能力强。

● **中央空调市场维持较高增长，公司在家装和工装市场均受益** 我们预计未来三年格力电器中央空调收入分别为 143.4、162.3、183.9 亿元，同比增速分别为 11.2%、13.2%、13.3%。

● **盈利预测与估值** 我们预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 23.96%、8.67%、18.65%，EPS 分别为 4.62、5.02、5.95 元。我们按 2018 年预计 EPS 的 10 倍 PE 估算，合理股价为 46.20 元，较 20181019 收盘价 38.63 元有 19.6% 的空间，首次给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示**：(1) 天气、房地产等因素会加大零售终端波动；(2) 原材料价格波动、销售政策的变动会影响盈利水平；(3) 工程项目波动影响工程机销量；(4) 若多个因素叠加导致渠道库存累积过高，有可能加大 2019 年去库存的幅度。

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	150019.55	189043.00	202671.00	236554.00
同比(%)	36.24%	26.01%	7.21%	16.72%
归属母公司净利润	22401.58	27768.27	30175.73	35803.26
同比(%)	45.27%	23.96%	8.67%	18.65%
毛利率(%)	32.86%	32.50%	32.70%	32.90%
净利率(%)	15.2%	14.7%	14.9%	15.2%
每股收益(元)	3.72	4.62	5.02	5.95
P/E	10.37	8.37	7.70	6.49
P/B	3.56	2.50	1.88	1.46

## 强烈推荐(首次)

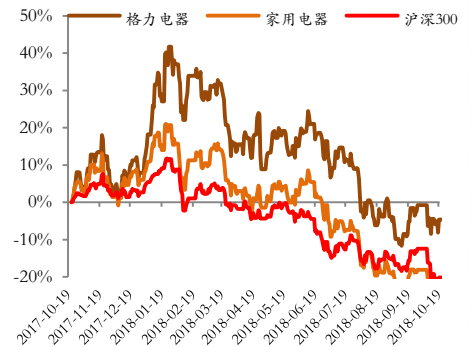
现价: 38.63

目标价: 46.20

股价空间: 19.60%

家用电器行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深 300	-4.11	-10.25	-16.76
家用电器	-3.21	-17.91	-22.05
格力电器	4.29	-14.27	-14.82

### 基本资料

总市值(亿元)	2324
总股本(亿股)	60.16
流通股比例	99.24%
资产负债率	63.64%
大股东	珠海格力集团有限公司
大股东持股比例	18.22%

### 相关报告

空调行业专题报告: 家用空调内需增长稳定，第六周期有望延长 (20170816)

空调行业深度报告: 城镇化引致需求持续增长，棚改货币化与购房因素交织 (20180624)

中央空调行业深度报告(之二): 家装下滑工装大幅上升，行业整体维持较高增长 (20180828)

## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 三大核心竞争力铸就格力空调行业龙头地位	7
1.1 持续专注：带来高市占率和产品溢价	7
1.2 销售返利：保障长期高市占率	8
1.3 规模效应和全产业链：成本优势明显、抗风险能力强	10
2. 从零售、工程、渠道看，预计行业内销未来三年增速为 5.5%、-8.9%、4.2%	11
2.1 零售端：一户多机为家用空调的长期稳定增长点	11
2.2 工程机：平抑零售端波动（房地产）	13
2.3 渠道库存增量：当前渠道风险可控	15
3. 产品结构升级推动均价提升，公司均价仍有提升空间	16
4. 中央空调市场维持较高增长，公司家装和工装市场均受益	18
5. 盈利预测	20



## 图表目录

图表 1.	格力发展历程.....	5
图表 2.	格力股权结构图.....	5
图表 3.	格力家用空调出货量市占率第一.....	6
图表 4.	格力家用空调线下零售量市占率第一.....	6
图表 5.	格力毛利率高于其他大家电企业.....	6
图表 6.	格力净利率近年来显著提升.....	6
图表 7.	格力收入长期保持较高速增长.....	6
图表 8.	格力净利润长期保持高速增长.....	6
图表 9.	2017 年格力研发支出位居家电行业第二.....	7
图表 10.	2017 年格力技术人员数位居家电行业第三.....	7
图表 11.	格力家用空调均价显著高于其他品牌.....	7
图表 12.	格力家用空调线下零售量市占率第一.....	7
图表 13.	目前格力电器的销售架构图.....	8
图表 14.	2018 上半年销量返利累计 592 亿元.....	9
图表 15.	2010 年以来格力电器毛销差持续提高.....	9
图表 16.	2017 年三季度预收账款创历史新高.....	9
图表 17.	格力电器家用空调产能和出货量行业第一.....	10
图表 18.	格力电器应付账款占营业成本比例.....	10
图表 19.	格力电器应付账款周转天数高于行业水平.....	10
图表 20.	格力电器应收账款周转天数低于行业水平.....	10
图表 21.	空调行业 CR3 市占率不断提高.....	11
图表 22.	2007 年以来公司盈利水平逐步提高.....	11
图表 23.	格力电器覆盖上下游产业链.....	11
图表 24.	空调每百户与夏季平均气温成正相关.....	12
图表 25.	空调每百户与人均 GDP 成正相关.....	12
图表 26.	日本各地区三季度平均温度以及对应每百户拥有量.....	12
图表 29.	去库存时工程机占(零售+工程)的比例会加大.....	14
图表 30.	自然年工程占(零售+工程)比例变化.....	14
图表 31.	工程机会平抑房地产对家用空调的影响.....	14
图表 32.	冷年零售和工程此消彼长.....	14
图表 33.	2016 年自然年工程量占内销量比例 41%.....	14
图表 34.	自然年零售和工程此消彼长.....	14
图表 35.	2018 年库存占内销比例低于 2015 年.....	15
图表 36.	截至 9 月公司商品房销售面积增速为 3.3%.....	15
图表 37.	2018 年 8 月开始出现去库存迹象.....	15
图表 38.	2016 年以来线上空调零售价格持续上涨.....	16
图表 39.	2016 年下半年线下空调开启一轮新的涨价周期.....	16
图表 40.	人均 GDP 和可支配收入持续提高.....	16
图表 41.	空调均价占人均可支配收入比重持续下降.....	16
图表 42.	变频柜机零售额市占率提升较快.....	16
图表 43.	定频挂机零售量市占率迅速下滑.....	16



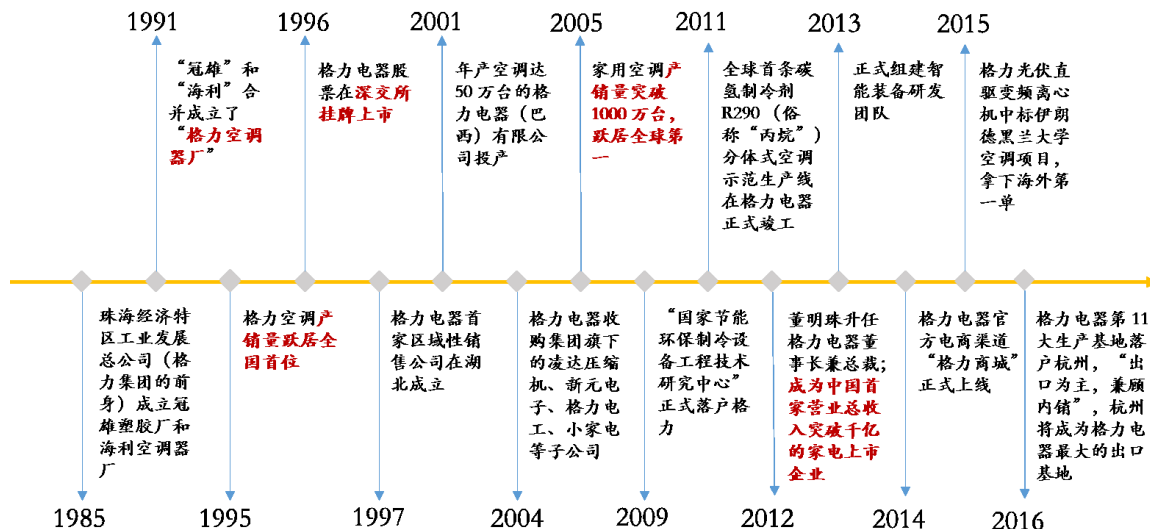
图表 44.	高能效、智能空调零售额占比快速提高.....	17
图表 45.	智能空调渗透率持续提高.....	17
图表 46.	2018 上半年线下空调市场龙头企业强者恒强.....	17
图表 47.	龙头企业加大高价格段投入，市占率稳步提升.....	18
图表 48.	中央空调市场规模近 5 年复合增速 10.5%.....	19
图表 49.	格力中央空调市占率稳居前列.....	19
图表 50.	近 5 年家装市场占比稳步提升.....	19
图表 51.	2018 上半年工装市场保持较快增长.....	19
图表 52.	2018 上半年格力在单元机市场市占率第一.....	19
图表 53.	格力中央空调各品类收入占比.....	19
图表 54.	格力中央空调收入预测.....	20
图表 55.	格力家用空调内销收入测算表.....	20
图表 56.	格力总收入测算表.....	20
图表 57.	公司重要财务指标预测.....	21



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，以空调业务为主，同时生产经营智能装备、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 11 个空调生产基地和 5 个再生资源基地，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。

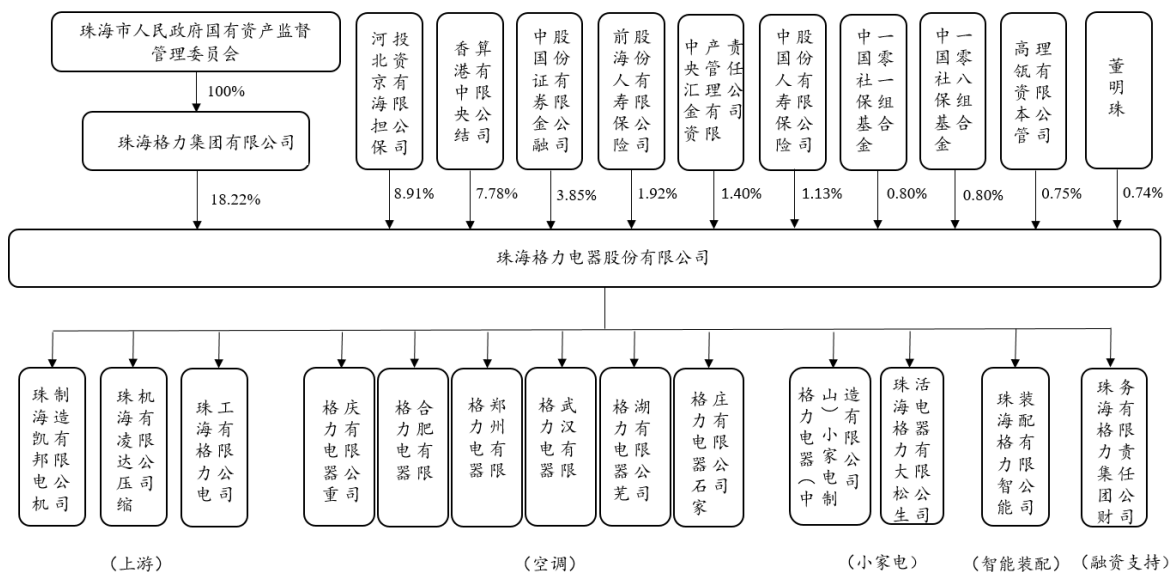
产业在线数据显示，格力家用空调产销量自 1995 年起连续 23 年位居中国空调行业第一，自 2005 年起连续 13 年领跑全球；《暖通空调资讯》数据显示，格力商用空调国内市场占有率自 2012 年以来连续 6 年保持第一。从盈利能力来看，与其他大家电企业相比，格力电器的毛利率和净利率高居第一。

图表1. 格力发展历程



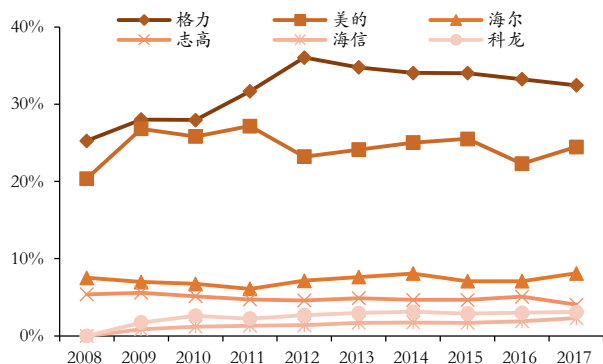
资料来源：公司官网，广证恒生整理

图表2. 格力股权结构图



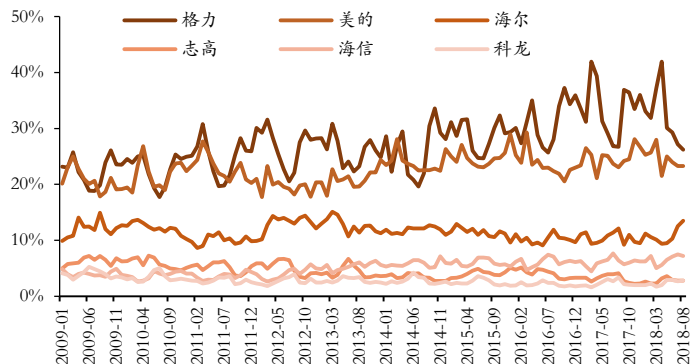
资料来源：公司年报，广证恒生整理

**图表3. 格力家用空调出货量市占率第一**



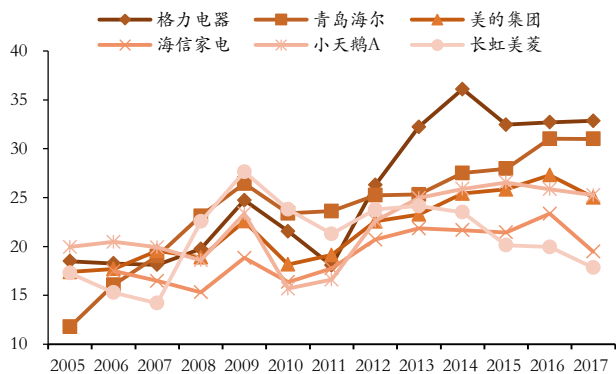
资料来源：产业在线，广证恒生整理

**图表4. 格力家用空调线下零售量市占率第一**



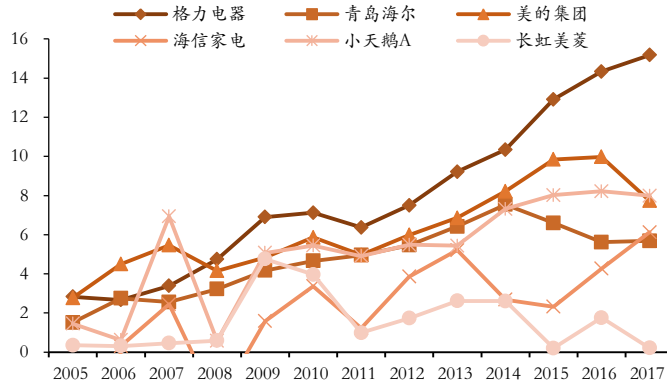
资料来源：中怡康，广证恒生整理

**图表5. 格力毛利率高于其他大家电企业**



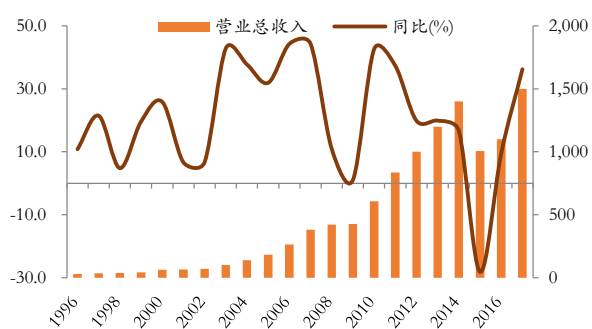
资料来源：公司年报，广证恒生整理

**图表6. 格力净利率近年来显著提升**



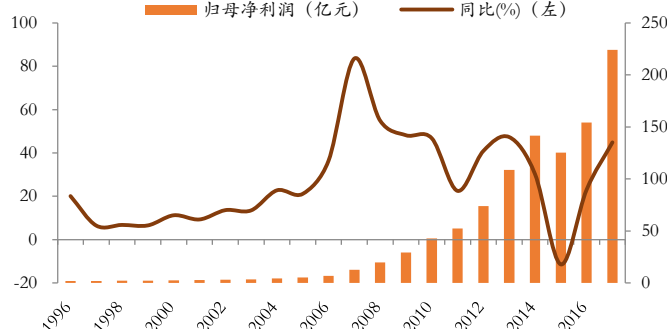
资料来源：公司年报，广证恒生整理

**图表7. 格力收入长期保持较高速增长**



资料来源：公司年报，广证恒生整理

**图表8. 格力净利润长期保持高速增长**



资料来源：公司年报，广证恒生整理



## 1. 三大核心竞争力铸就格力空调行业龙头地位

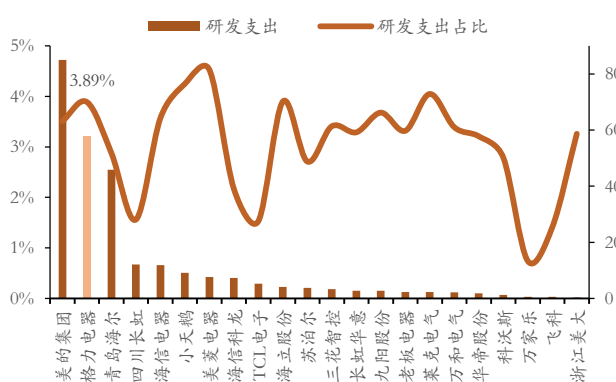
### 1.1 持续专注：带来高市占率和产品溢价

公司自 1991 年成立格力空调器厂以来，27 年持续专注研发、生产、销售空调产品，凭借领先的核心技术、稳定的产品质量和完善齐全的产品品类，格力空调产品和品牌获得了市场的高度认可，空调市占率和产品均价高居行业第一。

在空调行业高速发展、产品供不应求的黄金时期，当很多品牌一味追求销售规模的时候，1994 年，格力电器前瞻性地首次提出“精品战略”；1995 年，格力电器成立“筛选分厂”，通过对产品、零部件质量、生产工艺进行严格把控，使格力空调在众多品牌中脱颖而出。

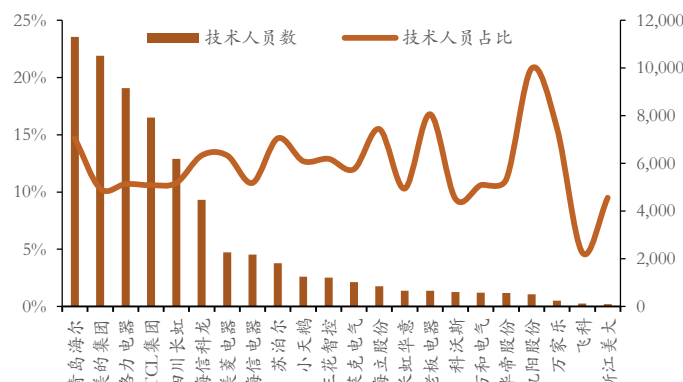
格力电器一直非常注重研发投入，2017 年格力电器研发支出 57.7 亿元，在家电行业中仅次于美的集团；研发支出占营业收入 3.89%，高于美的集团的 3.51% 和青岛海尔的 2.88%。2017 年格力电器技术人员数量为 9155 人，在家电行业中仅次于青岛海尔和美的集团。相比于具有多业务条线的美的集团和青岛海尔，专注于空调单一领域的格力电器研发支出达到 57.7 元，在核心技术、工艺方面更具口碑。

图表9. 2017 年格力研发支出位居家电行业第二



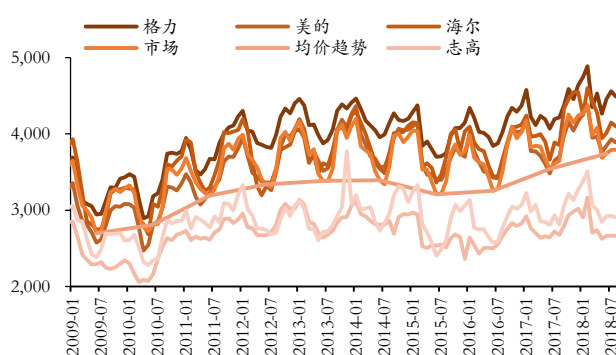
资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表10. 2017 年格力技术人员数位居家电行业第三



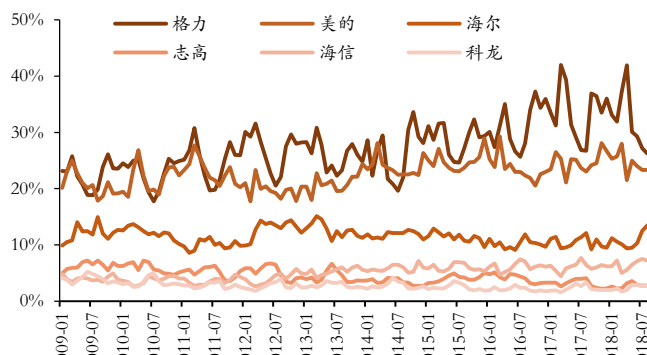
资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表11. 格力家用空调均价显著高于其他品牌



资料来源：产业在线，广证恒生整理

图表12. 格力家用空调线下零售量市占率第一



资料来源：中怡康，广证恒生整理

中怡康数据显示，格力空调线下零售均价显著高于其他品牌，线下零售量市占率在淡季优势更加突出。空调产品均价随着淡旺季波动，在 10 月至 3 月期间的空调淡季，空调产品均价处于一年中最高阶段，



此时格力空调市占率也为一年中最高的阶段。相比于其他品牌，在空调行业的持续专注正反馈出格力的品牌力和产品力的持续提升，并为格力带来高市占率和品牌溢价。

公司经历“好空调，格力造”、“买品质，选格力”、“精品空调，格力创造”等系列品牌营销后，品牌知名度、美誉度不断提高，“好空调，格力造”家喻户晓。

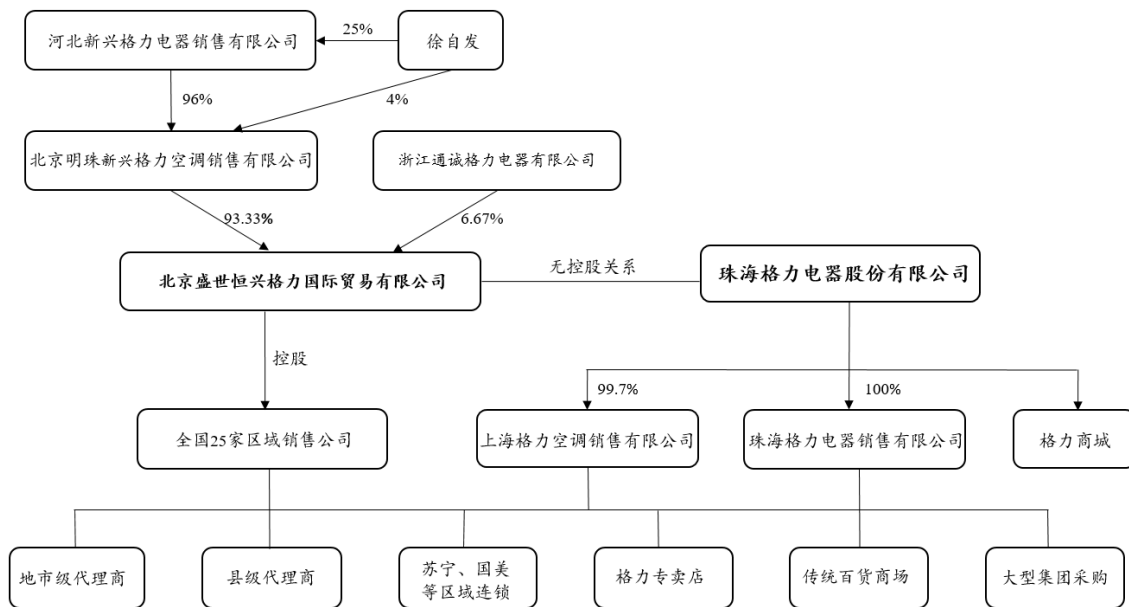
格力目前拥有专业售后服务网点 13000 余家，专业售后服务人员 150000 余人。中国质量协会和全国用户委员会发布的 2017 年空调产品满意度测评结果中，格力空调荣获空调品牌顾客满意度最高分，连续七年蝉联顾客满意度第一；在“顾客满意度”、“忠诚度”、“整体品牌形象”、“行业感知质量”等细分维度上都稳居行业第一。在消费升级的大背景下，格力品牌的影响力将对市占率和产品溢价带来积极正面的作用。

## 1.2 销售返利：保障长期高市占率

在格力发展的不同阶段，格力采取了不同的营销策略，并逐步形成了目前的销售模式。1991-1994 年，在行业高速发展阶段，公司主要依靠个人推销的方式，凭借过硬的产品质量，实现了营业收入从 1 亿元增长至 11 亿元。1995 年，格力首创“淡季返利”的销售政策，吸引了一大批有资金实力的经销商。这种能有效提高经销商的忠诚度和积极性，同时化解了空调企业生产和销售的季节性矛盾，这一政策在空调行业沿用至今。通过“淡季返利”政策和利用大型经销商的渠道及资金资源，格力电器在 1995 年 12 月首次实现国内家用空调产销量行业第一，并持续至今。

1997 年，为解决经销商之间的利益冲突，董明珠号召各经销商一起组建区域销售公司，并实现“统一批发、统一价格、统一渠道、统一管理、统一服务”，公司首先在湖北市场试点成立湖北格力销售公司，并在 2002 年推广至全国。经过 2004 年 3 月“国美事件”后，为避免受制于大型家电连锁经销商，2005 年格力开始着手自建渠道。

图表13. 目前格力电器的销售架构图



资料来源：企查查，公司年报，广证恒生整理

2006 年，为了进一步与经销商形成利益共同体，格力 10 家区域销售公司出资成立了河北京海担保投资有限公司。2007 年 4 月 25 日，格力集团受让格力电器 10% 股权给京海担保，成为格力电器第二大股东。随着格力电器销售渠道的调整，北京盛世恒兴国际贸易有限公司逐步实现对格力 25 个区域销售公司全资控股，成为格力电器的全国总代理。这一调整有利于增强公司对整个销售渠道的控制力，使公司的销售政策得到更加有效的贯彻落实。格力电器推出的“淡季返利”、“先款后货”的政策叠加经销商持股，公司与



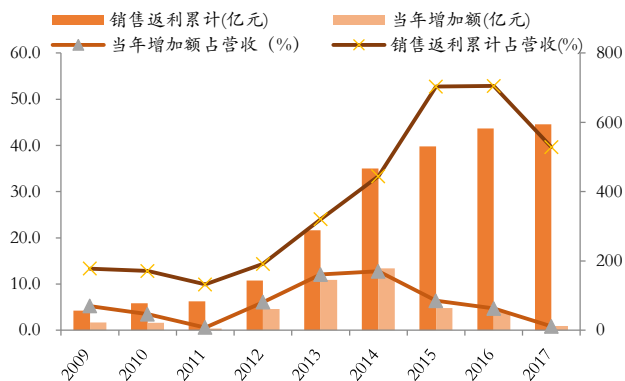


经销商形成相互依存的利益共同体。在行情景气时，经销商能够充分享受销售返利政策带来的优惠，提高自身盈利水平；在行情不景气时，公司对渠道进行适当压货，实现收入和盈利的稳定增长。此外，“淡季返利”、“先款后货”政策一方面使得公司可合理占用渠道资金，有助于公司更好地管理现金流和进行空调生产，另一方面激发经销商开拓市场的积极性，保障格力市场份额，同时也加大了经销商的转换成本和退出成本。

在实施销售返利政策情况下，格力电器表现为高毛利率和高销售费用率，真实盈利水平由毛销差（毛利率-销售费用率）表示。2011-2014年，随着当年销售返利增加额持续上升，公司毛利率和销售费用率随之上升，毛销差由8.4%增长至15.5%。2015-2017年，当年销售返利增加额持续下滑，公司积极兑现返利，销售费用率快速下滑，毛销差进一步提升至2017年底的21.8%。截至2018年上半年，格力电器其他流动负债项下未兑现账面销售返利累计达592亿元。

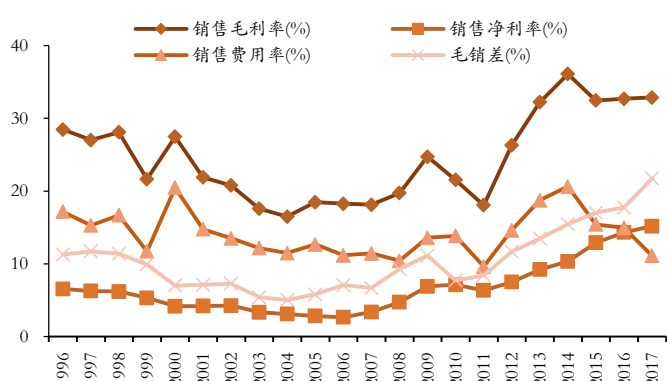
在淡季返利、“先款后货”的政策下，公司第三季度预收款可反映冷年开盘时经销商的打款积极性和公司压货强度。由于2017年终端销售火爆叠加去库存，当年三季度公司预收账款创历史新高，表明经销商打款和补库存意愿强烈。

图表14. 2018上半年销量返利累计592亿元



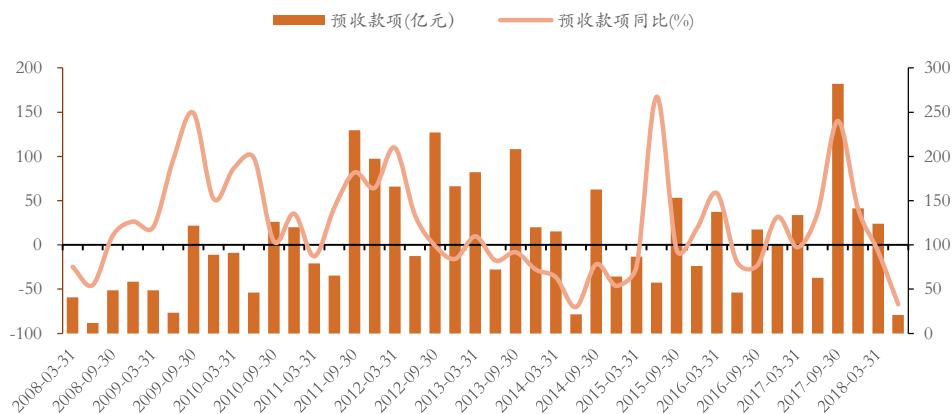
资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表15. 2010年以来格力电器毛销差持续提高



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表16. 2017年三季度预收账款创历史新高



资料来源：公司年报，广证恒生整理

公司拥有稳固的线上、线下渠道布局。目前格力电器在国内拥有27家区域性销售公司和3万多家专卖店，还建设有精品体验馆、格力生活馆，共计超过6万家网点。线下还与国美、苏宁等大型家电连锁卖场保持良好的战略伙伴关系。线上除了拥有直营的格力商城外，与京东、天猫等网购平台紧密合作。



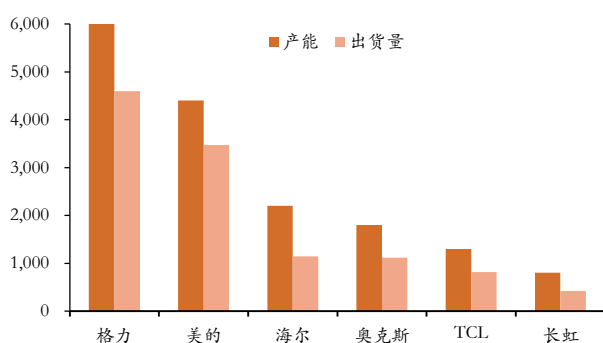
公司全渠道覆盖、以销售返利政策为核心的对经销商的激励及约束机制，保障了格力持续的高市占率。我们预计，2018-2020 年公司内销量市占率分别为 40%、41%、42%，外销量市占率分别为 24.5%、25.5%、26.5%。

### 1.3 规模效应和全产业链：成本优势明显、抗风险能力强

根据《电器》杂志统计，2018 年冷年主要空调企业继续扩大产能，格力电器家用空调年产能超过 6000 万台，商业空调年产能 550 万台，位列行业第一；美的、海尔、奥克斯、TCL 和长虹产能分别增至 4400 万、2200 万、1800 万、1300 万和 800 万台，海信、志高、格兰仕未明显扩产。

格力电器显著领先行业的产能以及出货量为其带来巨大的规模优势，第一，体现在成本控制和生产效率提升，规模化可有效降低人工成本摊销和固定资产摊销，另外，据格力电器年报显示，在引入格力工业机器人和自动化生产线后，累计减员 1200 人。第二，格力的规模优势体现在对产业链上下游企业的强势地位上，公司对原材料实行集中采购，充分发挥公司规模优势，提高采购议价能力。第三，通过应付账款科目占用上游原材料企业的资金，获取无息财务杠杆，降低财务成本。我们可以看到，格力电器应付账款占营业成本比例最高，应付账款周转天数显著高于其他大家电企业，而应收账款周转天数在大家电企业中最低。在行业不景气时，如 2015 年，格力电器对上游企业的资金占用情况更加明显。

图表17. 格力电器家用空调产能和出货量行业第一



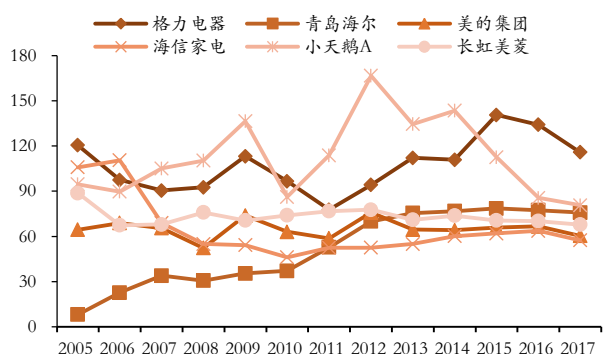
资料来源：产业在线，《电器》，广证恒生整理

图表18. 格力电器应付账款占营业成本比例



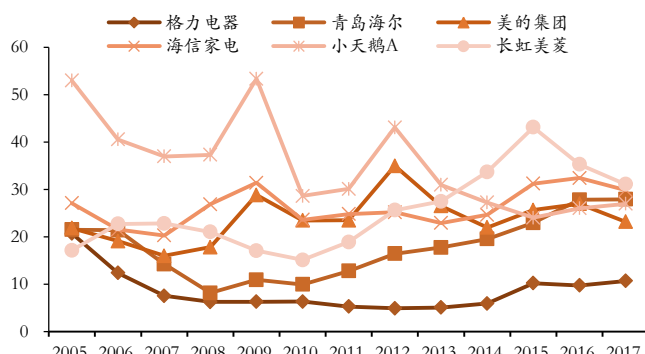
资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表19. 格力电器应付账款周转天数高于行业水平



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表20. 格力电器应收账款周转天数低于行业水平



资料来源：公司年报，广证恒生整理

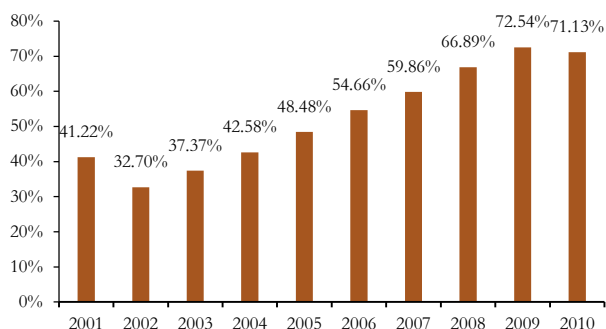
除了在 1999 年通过收购东芝万家乐 60% 股权进入空调压缩机领域的美的集团，2004 年之前的国内空调企业几乎都不能生产压缩机，各品牌采用来自大金、松下、日立等日企品牌压缩机。随着产能规模的不断扩张，格力电器在 2004-2006 年前后相继收购了从事空调压缩机、电机、电容、漆包线等业务的珠海凌达压缩机有限公司、珠海凯邦电机制造有限公司、珠海格力新元电子有限公司、珠海格力电工有限公司，



逐渐实现全产业链的自主生产和供应,这也是公司持续扩产能和实现规模化生产的必要条件。自 2007 年起,随着公司空调上下游产业链的不断完善、规模优势显现以及行业集中度的提高,格力电器净利率结束了持续下滑态势,开始逐步提高。

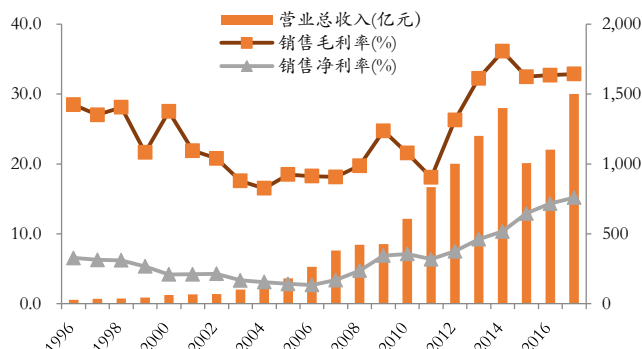
目前,格力电器在全球拥有珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、巴西、巴基斯坦等 11 大生产基地,同时拥有完善的配套能力和完整的产业链,有效确保了空调关键零部件的自主生产和供应。

图表21. 空调行业 CR3 市占率不断提高



资料来源: 格力电器增发招股意向书, 广证恒生整理

图表22. 2007 年以来公司盈利水平逐步提高



资料来源: 公司年报, 广证恒生整理

图表23. 格力电器覆盖上下游产业链

时间	事件	相关公司业务
2004	收购珠海格力集团公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 70% 股权	空调压缩机业务
2004	收购珠海格力电工有限公司 70% 股权	漆包线业务
2004	收购珠海格力新元电子有限公司 80% 股权	电容业务
2006	收购珠海凯邦电机制造有限公司 100% 股权	空调电机业务
2006	收购香港千钜有限公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 30% 股权	空调压缩机业务
2010	设立郑州格力绿色再生资源有限公司	废弃产品回收、二次资源循环利用
2010	设立湖南绿色再生资源有限公司	废弃产品回收、二次资源循环利用
2011	设立芜湖绿色再生资源有限公司	废弃产品回收、二次资源循环利用
2011	设立石家庄绿色再生资源有限公司	废弃产品回收、二次资源循环利用
2013	设立天津绿色再生资源利用有限公司	废弃产品回收、二次资源循环利用

资料来源: 公司年报, 广证恒生整理

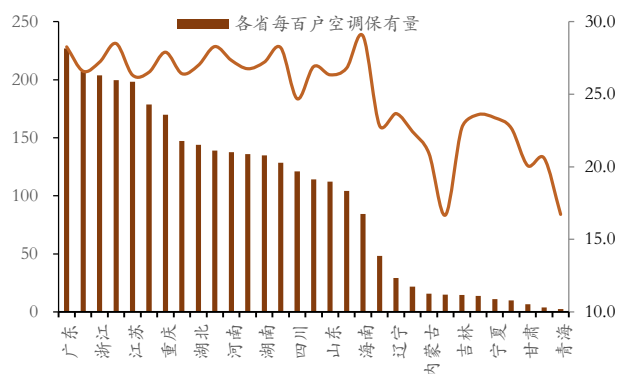
## 2. 从零售、工程、渠道看, 预计行业内销未来三年增速为 5.5%、-8.9%、4.2%

### 2.1 零售端: 一户多机为家用空调的长期稳定增长点

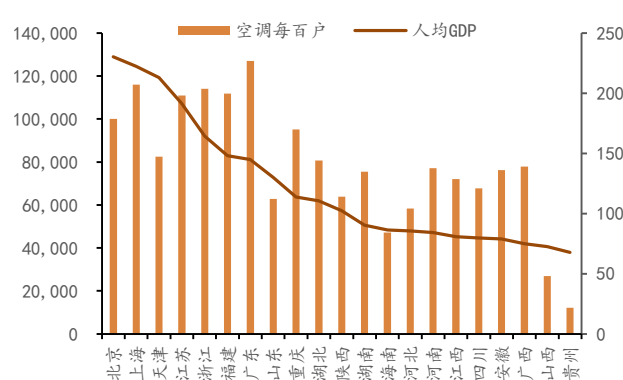
我们从城镇化、棚改、城镇居民购买新房及二手房、农村、一户多机五个面进行零售端需求测算, 其中, 一户多机为家用空调长期稳定的增长点:

一、对标日本, 我国家用空调保有量还有很大增长空间。从图表 24、25 可以看出, 每百户空调保有

量与夏季平均气温、人均 GDP 成正相关。2017 年我国城镇每百户保有量为 129 台，参考与我国居住环境类似的日本，2016 年日本的空调每百户保有量达 284 台，我国城镇户数为 2.8 亿户，按照日本的每百户，我国城镇居民空调的保有量将达到 8.2 亿台。目前城镇居民保有量约为 3.6 亿台，未来还有很大增长空间。

**图表24. 空调每百户与夏季平均气温成正相关**


资料来源：国家统计局，广证恒生整理

**图表25. 空调每百户与人均 GDP 成正相关**


资料来源：国家统计局，广证恒生整理

**图表26. 日本各地区三季度平均温度以及对应每百户拥有量**

地区	夏季平均气温	每百户
九州	25.7	272
四国	25.5	330
近畿	25.1	317
中国	24.9	304
中部	24.2	316
关东	23.6	278
东北	21.4	162
北海道	19.4	34

资料来源：日本气象厅，广证恒生整理

二、国务院发展研究中心数据，2015 年我国城镇户均住房套数为 1.03 套，我们测算 2015 年我国存量房套数为 2.8 亿套，加上 2016、2017 年商品房增量，测算出截至 2017 年底我国共计约有 3.05 亿套住房。

据 2015 年《中国城市家庭住房消费调查报告》统计，我国的房屋面积及其占比分别为，小于 60 平方米（一室一厅）11.93%，60-90 平方米（两室一厅）34.96%，90-120 平方米（三室一厅）34.68%，120-160 平方米（四室一厅）12.93%，大于 160 平方米（四室一厅）5.94%。根据房屋构造我们初步判断房屋所需最大空调量分别为 2 台、3 台、4 台、5 台、5 台。以 2017 年为节点，我们测算出我国城镇家用空调总空间为 11.0 亿台，城镇居民家庭空调保有量约为 3.6 亿台，由此可得城镇空调需求量极限值仍有 8.0 亿台。

**图表27. 各户型住房占比与可安装空调量**

	占比	户型	可安装空调量（台）
小于 60 m <sup>2</sup>	11.93%	一室一厅	2
60-90 m <sup>2</sup>	34.96%	两室一厅	3
90-120 m <sup>2</sup>	34.68%	三室一厅	4
120-160 m <sup>2</sup>	12.93%	四室一厅	5
大于 160 m <sup>2</sup>	5.94%	五室一厅	5

资料来源：《中国城市家庭住房消费调查报告》，广证恒生整理



三、根据我们测算，2012-2017年由一户多机引致的城镇每百户增加量分别为7.3、7.8、7.3、7.0、4.0(我们测算的理论值应为9.1)、8.8台。从2012-2015年数据来看，由一户多机引致城镇每百户平均每年增加7.4台。2016年由于天气异常高温，城镇每百户增加9.1台，为近六年峰值；2017因为夏季高温因素，每百户增加8.8台，高于2012-2015年均值。考虑到我国人均GDP和收入水平上升，在夏季正常温度情况下，我们预计，2018-2020年我国一户多机引致城镇每百户增加量分别为8.3、8.0、8.0台，带来的空调需求分别为2,382万台、2,361万台、2,427万台。

我们预计，2018-2020年家用空调零售量分别为5696万台、5775万台、5970万台，增速分别为1.46%、1.39%、3.37%。

图表28. 家用空调行业零售量测算表

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
零售量（奥维云网）	4,379	4,779	5,614	5,696	5,775	5,970
增速	-0.25%	9.13%	17.47%	1.46%	1.39%	3.37%
1、城镇化引致空调增量	751.8	872.1	878.6	931.4	1,007.3	1,083.7
增速	18.5%	16.0%	0.7%	6.0%	8.1%	7.6%
2、棚户区改造引致空调增长	541	657	702	725	690	615
增速	44.8%	21.3%	6.8%	3.3%	-4.8%	-10.9%
3、城镇购买新房安装空调	278.7	259.1	358.8	350.1	459.0	647.5
增速	-33.2%	-7.0%	38.5%	-2.4%	31.1%	41.1%
4、城镇二手房空调安装量	377.7	505.8	515.5	477.7	510.4	533.8
增速	7.2%	33.9%	1.9%	-7.3%	6.9%	4.6%
5、农村空调新增量	574	1,387	701	1,001	961	921
增速	-22.8%	141.5%	-49.5%	42.9%	-4.0%	-4.2%
6、城镇一户多机	1,855	1,099	2,459	2,382	2,361	2,427
增速	-0.7%	-40.8%	123.8%	-3.1%	-0.9%	2.8%
家用中央空调的加速释放挤占量	64.9	90.7	133.3	171.6	213.0	257.4
挤占比例	1.5%	1.9%	2.4%	3.0%	3.7%	4.3%

资料来源：广证恒生测算

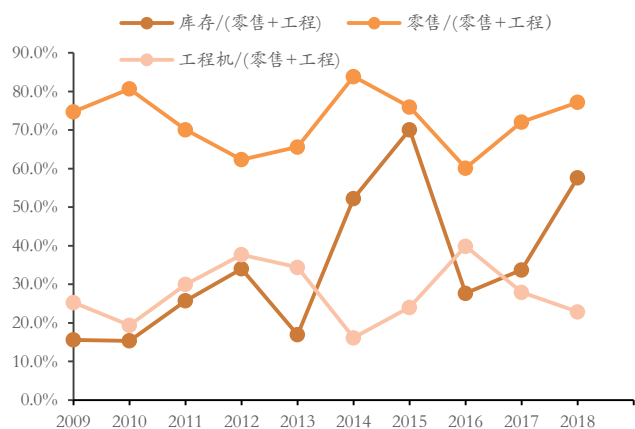
## 2.2 工程机：平抑零售端波动（房地产）

《电器》数据显示，2018年冷年渠道库存预计达到4500万台，库存新增约2000万台。根据我们测算，2018年冷年家用空调工程机销量为1784万台。我们对2011-2018年的空调销售情况进行了复盘，2013年冷年（2012年8-12月~2013年1-7月）空调行业处于去库存阶段，对应工程机占（零售+工程）的比例约为34%，2014年、2015年冷年行业处于补库存阶段，对应冷年工程机占（零售+工程）比例较低，分别为16%、24%；2016年冷年开始新一轮去库存，冷年工程机占（零售+工程）的比例达到高点40%；2017年、2018年冷年行业开始新一轮补库存周期。考虑到2018年冷年底库存量以及2018年商品房销售面积增速情况，我们认为2019年冷年空调行业将大概率进入去库存周期，对应工程机占（零售+工程）的比例将会加大。

我们预计2018-2020年自然年工程机销量分别为2500万台、3000万台、2500万台，占（零售+工程）比例分别为30.5%、34.2%、29.5%。

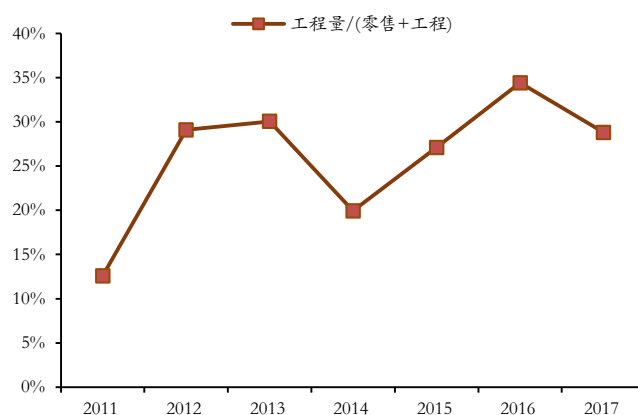


图表29. 去库存时工程机占(零售+工程)的比例会加大



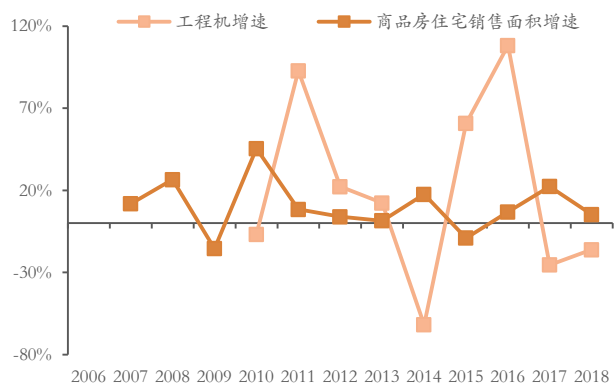
资料来源：艾肯家电网，国家统计局，广证恒生整理（注：冷年数据）

图表30. 自然年工程占(零售+工程)比例变化



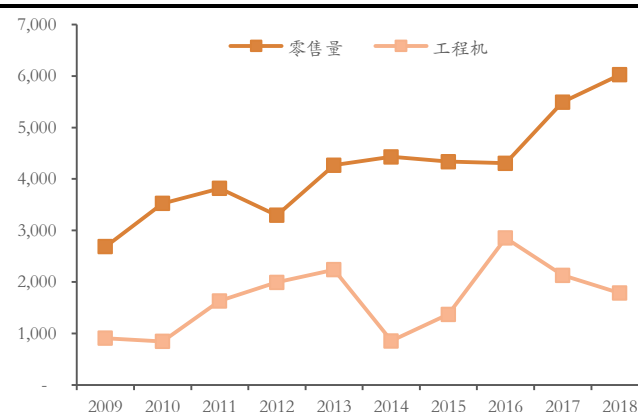
资料来源：艾肯家电网，广证恒生整理（注：自然年数据）

图表31. 工程机会平抑房地产对家用空调的影响



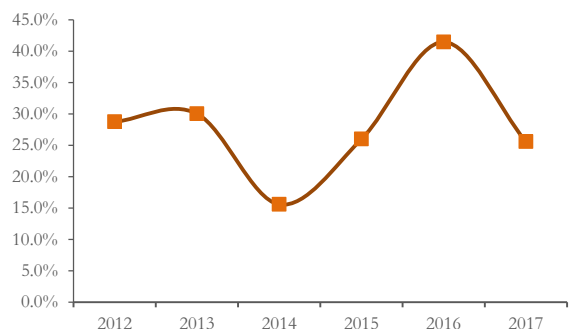
资料来源：艾肯家电网，国家统计局，广证恒生整理（注：冷年数据）

图表32. 冷年零售和工程此消彼长



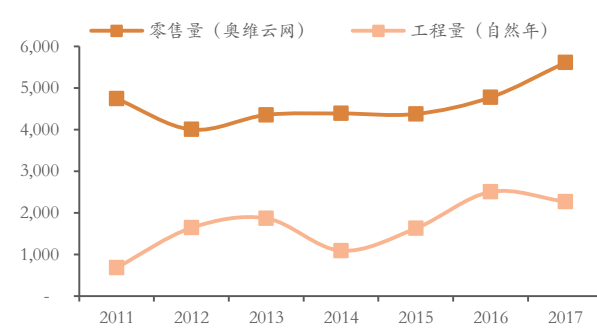
资料来源：艾肯家电网，中怡康，广证恒生整理（注：冷年数据）

图表33. 2016年自然年工程量占内销量比例41%



资料来源：艾肯家电网，广证恒生整理（注：自然年数据）

图表34. 自然年零售和工程此消彼长



资料来源：艾肯家电网，奥维云网，广证恒生整理（注：自然年数据）

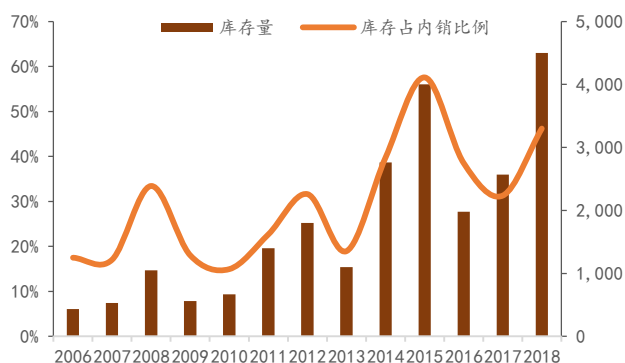


## 2.3 渠道库存增量：当前渠道风险可控

相比于 2015 年，我们认为目前行业库存风险可控。1、2018 年冷年库存量虽然达到 2015 年的库存水平，但市场容量扩大了约 40%，经销渠道承担库存的能力也相应扩大。2、2014 年商品房销售面积为-9%，拖累空调零售终端需求，这也是导致 2015 年高库存的原因；截至 2018 年 9 月，商品房销售面积增速为 3.3%，好于 2014 年。

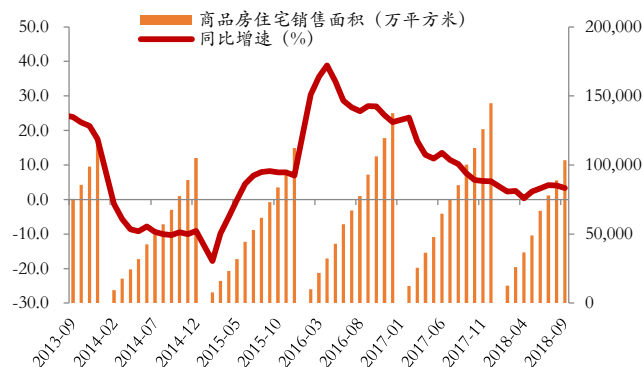
我们在 2.2 中提出，2019 年冷年大概率进入去库存周期；根据产业在线和中怡康数据，2018 年 8 月、9 月空调行业内销量增速分别为-19.6%、-14.7%，线下零售量增速分别为-10%、-12.2%，内销量增速低于线下零售量增速大致反映出行业出现去库存迹象。2017 年自然年渠道库存增量 992 万台，我们预计 2018-2020 年渠道库存增量分别为 1171 万台、-240 万台、420 万台。

图表35. 2018 年库存占内销比例低于 2015 年



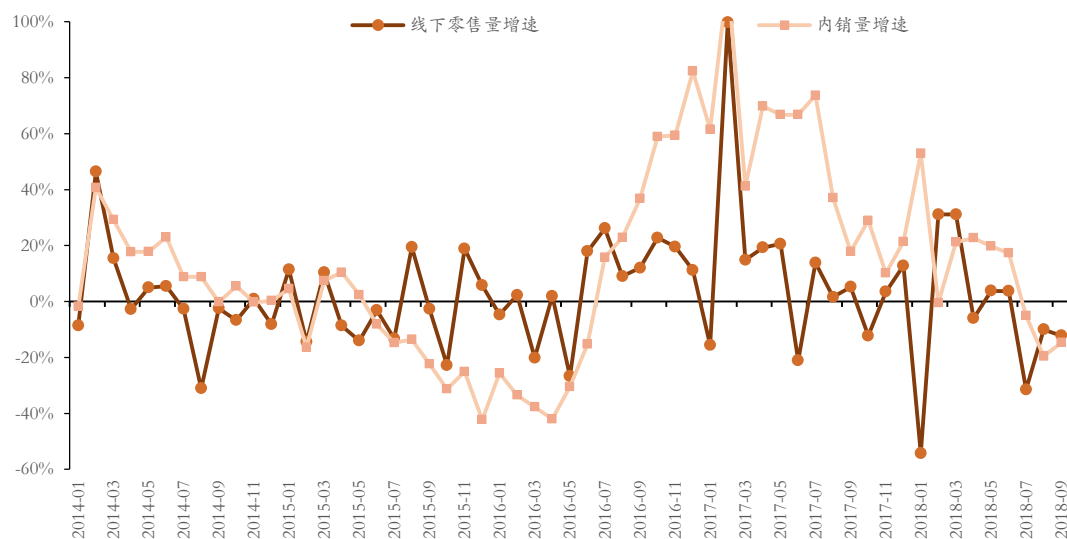
资料来源：艾肯家电网，国家统计局，广证恒生整理

图表36. 截至 9 月公司商品房销售面积增速为 3.3%



资料来源：国家统计局，广证恒生整理

图表37. 2018 年 8 月开始出现去库存迹象



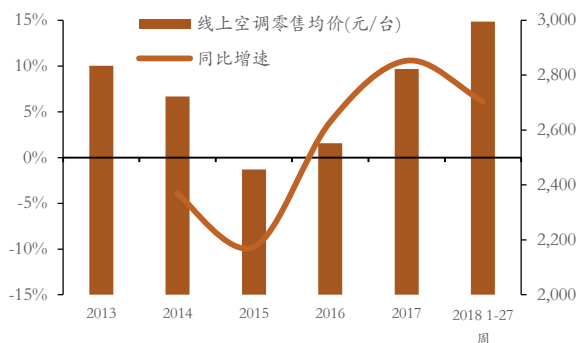
资料来源：中怡康、产业在线，广证恒生整理



### 3. 产品结构升级推动均价提升，公司均价仍有提升空间

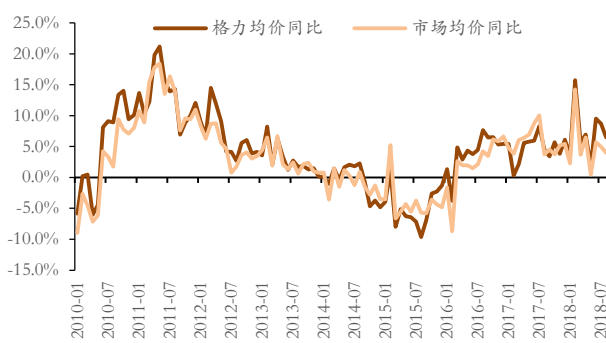
在经过 2015 年的价格战和渠道去库存后，伴随着原材料价格上涨和消费升级的浪潮，空调企业积极改善产品结构，不断推出高附加值空调产品，2016 年下半年起，空调市场零售均价开始抬高。

图表38. 2016 年以来线上空调零售价格持续上涨



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

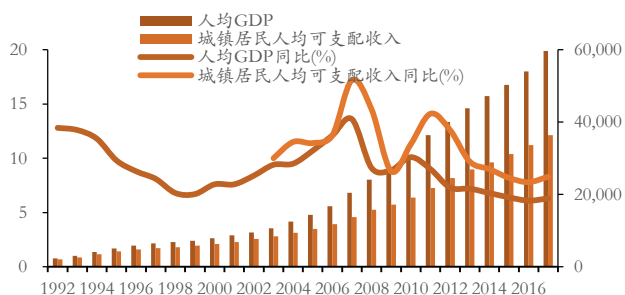
图表39. 2016 年下半年线下空调开启新一轮的涨价周期



资料来源：中怡康，广证恒生整理

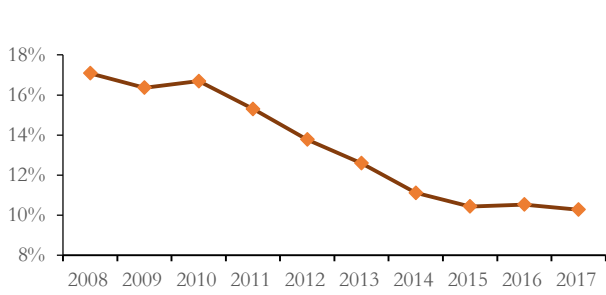
随着人均可支配收入的提高，空调零售均价占人均可支配收入比重持续下降，空调从可选消费品逐渐转为必选消费品，人们的消费需求从功能型消费过渡到为品质买单。奥维云网数据显示，2014 至 2017 年，变频空调零售量市占率由 58.2% 增长至 69.1%，变频空调渗透率达到较高水平；2013 至 2017 年，一级能效空调和智能空调零售额占比分别由 0 增长至 39.8% 和 31.1%，高效能、智能空调开始快速普及。空调产品结构的不断升级，为空调产品带来更高的附加值。

图表40. 人均 GDP 和可支配收入持续提高



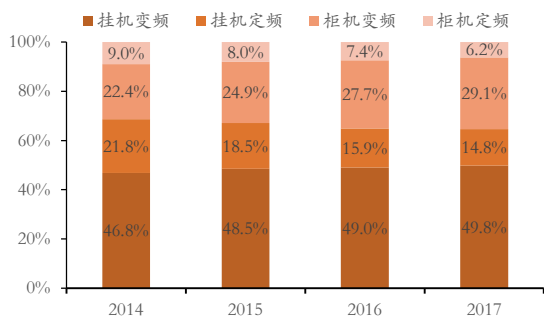
资料来源：国家统计局，广证恒生整理

图表41. 空调均价占人均可支配收入比重持续下降



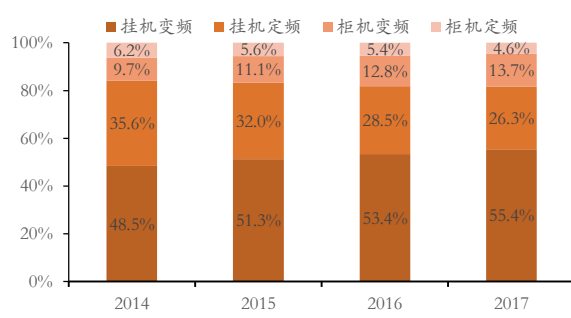
资料来源：中怡康，国家统计局，广证恒生整理

图表42. 变频柜机零售额市占率提升较快



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

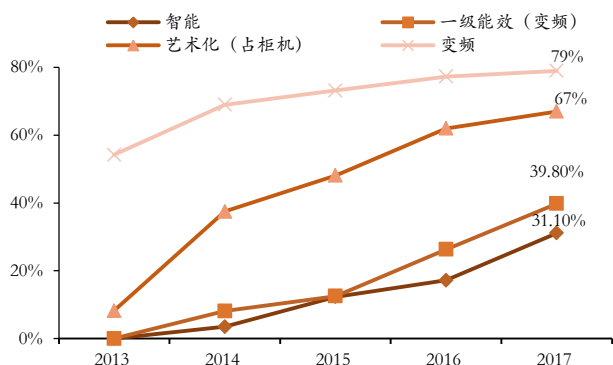
图表43. 定频挂机零售量市占率迅速下滑



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

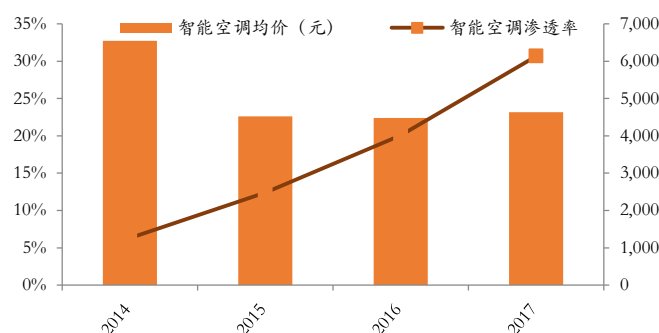


图表44. 高效、智能空调零售额占比快速提高



资料来源: 奥维云网, 广证恒生整理

图表45. 智能空调渗透率持续提高



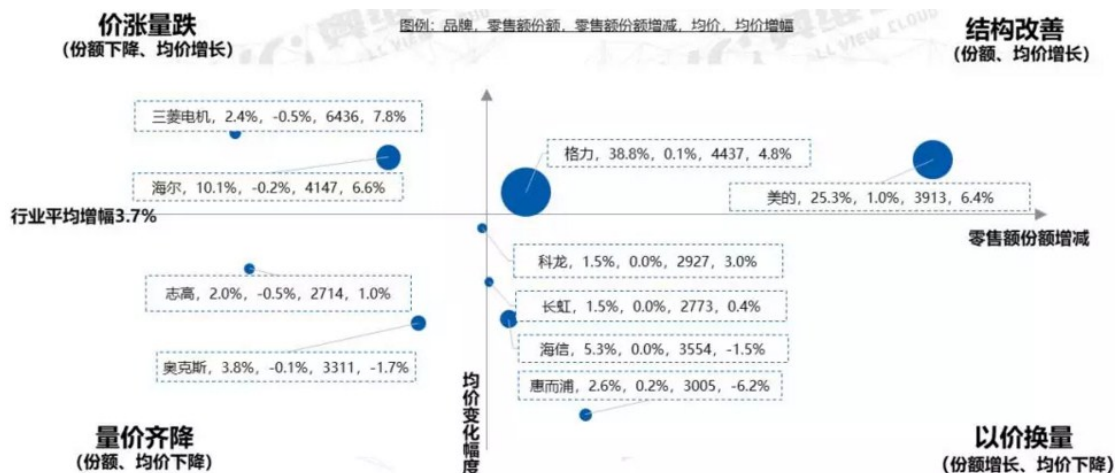
资料来源: 奥维云网, 广证恒生整理

根据中怡康数据, 2018年1-9月线下空调市场, 格力、美的、海尔和行业零售均价分别为4542元、4017元、4236元和3986元, 分别同比提升7%、6.6%、6.4%、4.9%。奥维云网数据显示, 2018年上半年线下空调市场, 格力、美的、海尔零售均价为4437元、3913元、4147元, 分别同比提升4.8%、6.4%、6.6%, 行业平均增幅为3.7%。格力、美的、海尔零售额份额分别为38.8%、25.3%、10.1%, 同比分别提升0.1pct、1.0pct、-0.2pct。此外, 从线下挂机和柜机空调市场的各价格段产品来看, 格力在3500-3999和4500+价格段的挂机空调以及在11000+价格段的柜机空调的零售额市占率提升明显。

根据公司公布的2018三季度业绩预报, 前三季度公司营业收入同比增长33%-34.7%; 根据产业在线数据, 公司1-9月内销量、外销量和总销量同比分别增长10.2%、16.3%、11.9%。考虑到近两年公司空调业务占公司收入82%左右, 我们预计2018前三季度公司出货端空调均价同比增长20%。我们认为20%的均价涨幅来自两方面, 一方面是由格力空调产品结构升级带来的, 由中怡康数据可推测大致幅度为7%; 另一方面是由格力对销售渠道较为强势而灵活的销售政策带来的。2015、2016、2017三年公司账面的销售返利增加额分别为63.9亿、51.7亿和12.5亿元, 呈逐年下降趋势, 表明公司积极兑现返利, 渠道资金充裕。

我们认为家电产品结构升级还将持续, 预计2018-2020年公司家用空调产品内销出货均价涨幅分别为20%、7.5%、7.5%。

图表46. 2018上半年线下空调市场龙头企业强者恒强



资料来源: 奥维云网



图表47. 龙头企业加大高价格段投入，市占率稳步提升

线下挂机空调市场分价格段品牌零售额占比变化											线下柜机空调市场分价格段品牌零售额占比变化										
	<2000	2000-2299	2300-2599	2600-2899	2900-3199	3200-3499	3500-3999	4000-4499	4500+	整体		<4500	4500-5499	5500-5999	6000-6499	6500-6999	7000-7999	8000-8999	9000-10999	11000+	整体
格力	-0.9%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	-0.3%	1.5%	-0.2%	1.6%	0.3%	格力	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	0.8%	2.3%	-0.4%
美的	-1.0%	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	美的	0.2%	0.6%	0.0%	-0.1%	0.3%	-0.4%	0.9%	0.5%	0.4%	2.3%
海尔	-0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.5%	-0.2%	海尔	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.1%	1.0%	0.6%	-0.3%
海信	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	海信	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	-0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.2%
奥克斯	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	奥克斯	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.5%
惠而浦	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	惠而浦	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
三菱电机	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	三菱电机	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.3%
志高	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.4%	志高	-0.3%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%
科龙	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	科龙	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
长虹	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	长虹	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：奥维云网

#### 4. 中央空调市场维持较高增长，公司家装和工装市场均受益

根据机电信息统计，2018上半年中央空调市场规模为477.7亿元，同比增长9.8%，较去年同期增速大幅下滑。其中家装零售市场规模为170.8亿元，同比下降2%；工装市场规模306.9亿元，同比增长23%。家装市场占比近年来不断提升，2018上半年，家装市场占比为35.8%，工装市场占比为64.2%。根据《【广证恒生家电】中央空调行业深度报告(之二):家装下滑工装大幅上升,行业整体维持较高增长(20180828)》，我们预计，2018-2020年我国中央空调整体市场内销金额分别为877亿、1004亿和1073亿元，增速分别为12.0%、14.4%和6.9%。

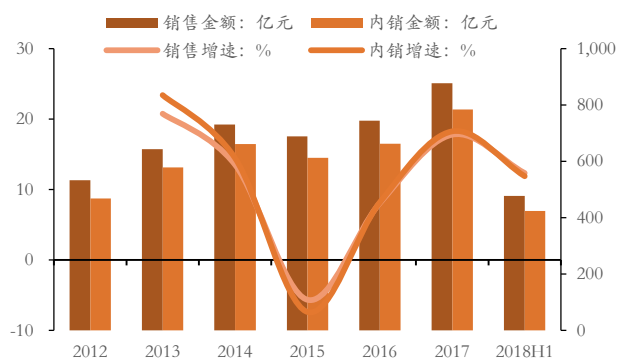
根据机电信息、艾肯制冷网数据测算，2018上半年格力中央空调实现零售额71.7亿元，同比增长11.2%，较上年增速同比下滑，其中家装零售额33.3亿元，同比增长12.8%，工装零售额38.4亿元，增长9.9%。从市场占比来看，上半年格力整体市场市占率为15%，较上年下滑0.1pct；家装零售市占率为19.5%，较上年上升1.7pct；工装零售额市占率为12.5%，较上年下滑1.5pct。

工装领域：截止至2018年8月，格力频繁中标工程端大型项目，包括政府公建、煤改电、商业综合体、海外项目、企业大型商用等。其中，格力在轨道交通工程端实现大幅增长，加之先后中标大兴国际机场与宝钢上海总部项目，其政府公建表现亮眼；煤改电方面，格力中标项目依旧以北京、天津两地为主，由于北方地区清洁能源改造项目增速有所放缓，与去年同期相比，格力中标项目数量下滑明显；商业地产方面，以全球最大区域供冷（热）项目——横琴综合智慧能源为代表，格力共中标7个项目，较往年规模有所上升；海外项目方面，以全球最大光伏空调项目为代表，格力共中标6个项目，随其海外布局稳步上升。

家装领域：据机电信息数据统计，2018上半年家装零售同比增速为-2.07%。据我们测算，格力2018上半年家装零售同比增长12.8%，CR5同比增速为7.6%。2017年以来，商品房销售面积增速呈下滑趋势，致使中央空调家装零售行业承压，而近年来国务院及各地鼓励精装修新房的政策相继出台，则与因地产销售增速下滑引致的中央空调需求增速下滑形成对冲。这对与房地产商合作较为紧密的内资大型中央空调生产商形成利好，截止至2017年，格力已与万达、复星、绿地、保利等30多家地产企业开展合作，对其集采项目形成有力支撑。

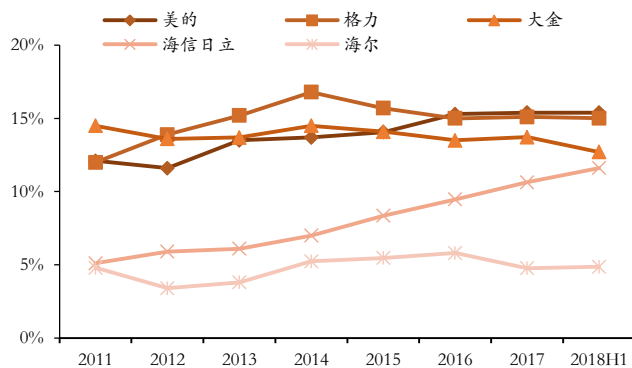


图表48. 中央空调市场规模近5年复合增速10.5%



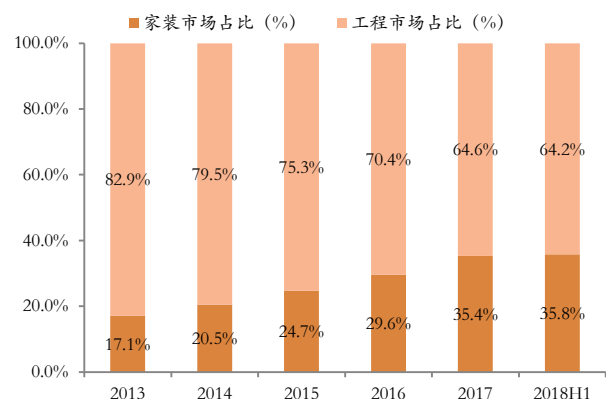
资料来源: 产业在线, 广证恒生整理

图表49. 格力中央空调市占率稳居前列



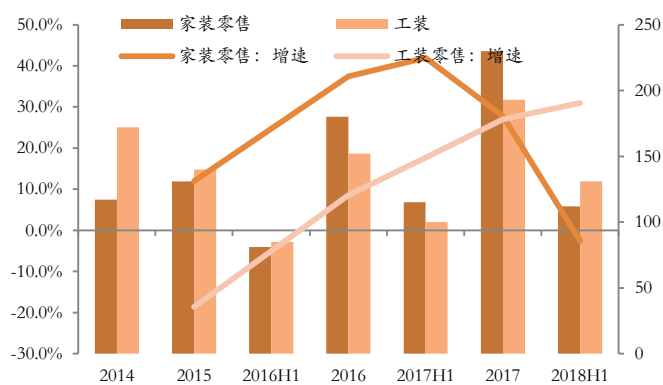
资料来源: 公开资料, 广证恒生整理

图表50. 近5年家装市场占比稳步提升



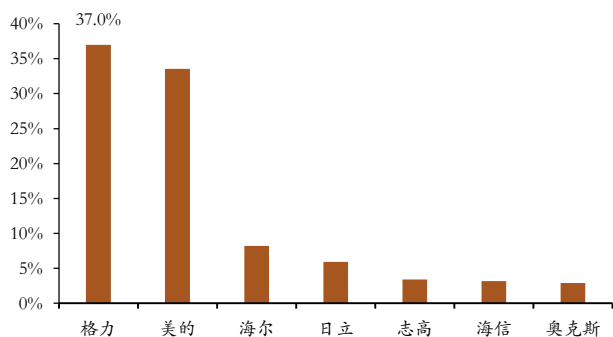
资料来源: 机电信息, 广证恒生整理

图表51. 2018上半年工装市场保持较快增长



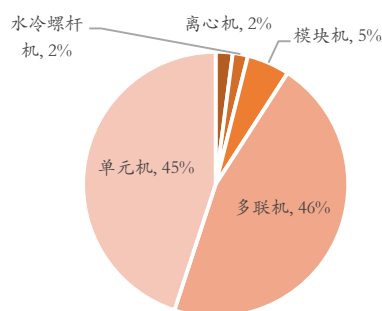
资料来源: 艾肯空调制冷网, 广证恒生整理

图表52. 2018上半年格力在单元机市场市占率第一



资料来源: 公开信息, 广证恒生整理

图表53. 格力中央空调各品类收入占比



资料来源: 艾肯空调制冷网, 广证恒生整理

**图表54. 格力中央空调收入预测**

领域	2016	2017	2018E	2019E	2020E
家装零售额	49.0	59.1	66.6	73.3	80.6
增速		20.7%	12.8%	10.0%	10.0%
工装零售额	60.1	69.9	76.8	89.1	103.3
增速		16.2%	9.9%	16.0%	16.0%
整体零售额	109.1	128.9	143.4	162.3	183.9
增速		18.2%	11.2%	13.2%	13.3%
整体零售额：市占比	16.4%	16.5%	16.3%	16.2%	17.1%

资料来源：广证恒生

单位：亿元

我们预计未来三年格力电器中央空调收入分别为 143.4、162.3、183.9 亿元，同比增速分别为 11.2%、13.2%、13.3%。

## 5. 公司整体盈利预测

基于以上分析,我们预计公司家用空调内销收入 1,227 亿元、1,232 亿元、1,413 亿元,增速分别为 31.4%、0.4%、14.7%。公司未来三年整体收入分别为 1,890 亿元、2,027 亿元、2,366 亿元,增速分别为 26.0%、7.2%、16.7%。

**图表55. 格力家用空调内销收入测算表**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
家用空调行业内销量 (万台)	6,049	8,876	9,367	8,535	8,890
增速	-3.5%	46.7%	5.53%	-8.88%	4.16%
格力电器内销量 (万台)	2,584	3,423	3,747	3,500	3,734
增速	-5.4%	32.5%	9.5%	-6.6%	6.7%
格力电器内销市占率	42.7%	38.6%	40.0%	41.0%	42.0%
格力电器内销均价	2,404	2,728	3,274	3,520	3,784
增速	7.9%	13.5%	20.0%	7.5%	7.5%
家用空调内销收入	621.3	933.9	1,226.7	1,231.7	1,412.7
增速	2.0%	50.3%	31.4%	0.4%	14.7%

资料来源：广证恒生

**图表56. 格力总收入测算表**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
家用空调内销收入	621.3	933.9	1226.7	1231.7	1412.7
增速	2.0%	50.3%	31.4%	0.4%	14.7%
家用空调外销收入	150.5	171.3	212.3	245.9	284.4
增速	23.9%	13.8%	23.9%	15.8%	15.7%
中央空调收入	109.1	128.9	143.4	162.3	183.9
增速	2.0%	18.2%	11.2%	13.2%	13.3%
智能装备		21.264	20	25	30
增速			-5.9%	25.0%	20.0%
小家电	17.2	23.0	34.50	44.85	58.31



增速	13.2%	33.7%	50.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务	33.8	43.5	21.8	27.2	34.0
增速	25.7%	28.8%	-50.0%	25.0%	25.0%
其他业务	169.3	178.3	231.8	289.7	362.2
增速	34.0%	5.3%	30.0%	25.0%	25.0%
格力电器总收入	1,101.1	1,500.2	1,890.4	2,026.7	2,365.5
增速	9.5%	36.2%	26.0%	7.2%	16.7%

资料来源：广证恒生

单位:亿元

图表57. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	150019.55	189043.00	202671.00	236554.00
同比(%)	36.24%	26.01%	7.21%	16.72%
归属母公司净利润	22401.58	27768.27	30175.73	35803.26
同比(%)	45.27%	23.96%	8.67%	18.65%
毛利率(%)	32.86%	32.50%	32.70%	32.90%
净利率(%)	15.2%	14.7%	14.9%	15.2%
ROE(%)	36.80%	34.43%	27.53%	25.09%
每股收益(元)	3.72	4.62	5.02	5.95
P/E	10.37	8.37	7.70	6.49
P/B	3.56	2.50	1.88	1.46
EV/EBITDA	-2.11	4.14	3.63	2.62

资料来源：广证恒生

单位:百万元

我们预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 23.96%、8.67%、18.65%，EPS 分别为 4.62、5.02、5.95 元。我们按 2018 年预计 EPS 的 10 倍 PE 估算，合理股价为 46.20 元，较 20181019 收盘价 38.63 元有 19.60% 的空间，首次给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

- 1、天气、房地产等因素会加大零售终端波动；
- 2、原材料价格波动、销售政策的变动会影响盈利水平；
- 3、工程项目波动影响工程机销量；
- 4、若多个因素叠加导致渠道库存累积过高，有可能加大 2019 年去库存的幅度。



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	171535	196148	209146	241878	<b>营业收入</b>	150020	189043	202671	236554
现金	99610	113426	121603	141932	营业成本	99563	127604	136397	158728
应收账款	5814	6049	6485	7570	营业税金及附加	1513	1929	2068	2414
其它应收款	253	322	346	403	营业费用	16660	19850	21280	24838
预付账款	3718	2858	3055	3556	管理费用	6071	8129	9120	10645
存货	16568	18503	19778	23016	财务费用	431	-623	-1125	-1656
其他	45571	54989	57880	65401	资产减值损失	264	271	0	0
<b>非流动资产</b>	43433	40071	36361	37579	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	110	115	120	125	投资净收益	397	600	400	400
固定资产	17467	17355	17354	17893	<b>营业利润</b>	26127	32483	35331	41985
无形资产	3604	4652	4952	5770	营业外收入	511	500	500	500
其他	22251	17948	13935	13790	营业外支出	21	20	20	20
<b>资产总计</b>	214968	236219	245507	279457	<b>利润总额</b>	26617	32963	35810	42465
<b>流动负债</b>	147491	172935	178044	192797	所得税	4109	5088	5528	6555
短期借款	18646	20000	20000	20000	<b>净利润</b>	22509	27875	30283	35910
应付账款	34553	47261	50668	59139	少数股东损益	107	107	107	107
其他	94292	105674	107376	113659	<b>归属母公司净利润</b>	22402	27768	30176	35803
<b>非流动负债</b>	642	573	595	603	EBITDA	28275	34055	36548	42860
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	3.72	4.62	5.02	5.95
其他	642	573	595	603					
<b>负债合计</b>	148133	173508	178639	193400	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1240	1347	1454	1561	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	6016	6016	6016	6016	<b>成长能力</b>				
资本公积	104	104	104	104	营业收入增长率	36.2%	26.0%	7.2%	16.7%
留存收益	59240	87008	117184	152987	营业利润增长率	49.7%	24.3%	8.8%	18.8%
归属母公司股东权益	65359	93128	123303	159107	归属于母公司净利润增长	45.3%	24.0%	8.7%	18.6%
<b>负债和股东权益</b>	214968	236219	245507	279457	<b>获利能力</b>				
					毛利率	32.9%	32.5%	32.7%	32.9%
<b>现金流量表</b>					净利率	15.2%	14.7%	14.9%	15.2%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	36.8%	34.4%	27.5%	25.1%
<b>经营活动现金流</b>	16504	37016	35108	37882	ROIC	26.4%	24.0%	20.4%	19.2%
净利润	22509	27768	30176	35803	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	2033	1715	1863	2051	资产负债率	68.9%	73.5%	72.8%	69.2%
财务费用	431	-623	-1125	-1656	净负债比率	12.59%	11.99%	11.35%	10.53%
投资损失	-397	-600	-400	-400	流动比率	1.16	1.13	1.17	1.25
营运资金变动	-5718	12549	827	2229	速动比率	1.05	1.03	1.06	1.14
其它	-2355	-3793	3767	-146	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-62253	-1346	-1641	-2938	总资产周转率	0.75	0.84	0.84	0.90
资本支出	-2425	-1249	-1660	-2436	应收账款周转率	33.80	31.87	32.34	33.66
长期投资	9016	488	-5	-5	应付账款周转率	3.11	3.12	2.79	2.89
其他	-68844	-585	24	-497	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-2269	2721	585	1779	每股收益 (最新摊薄)	3.72	4.62	5.02	5.95
短期借款	7945	1354	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.74	6.15	5.84	6.30
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	10.86	15.48	20.50	26.45
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积金增加	-80	0	0	0	P/E	10.37	8.37	7.70	6.49
其他	-10135	1367	585	1779	P/B	3.56	2.50	1.88	1.46
<b>现金净增加额</b>	-48019	38391	34052	36722	EV/EBITDA	-2.11	4.14	3.63	2.62

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。