

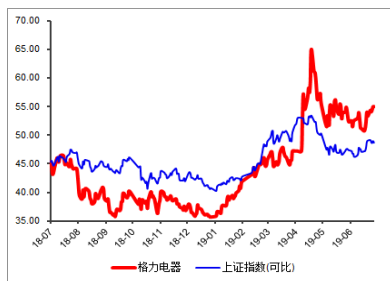
**格力电器(000651)/家电**
**格力八问，解构空调巨头的周期与成长**
**评级：增持(首次)**
**分析师：邓欣**
**执业证书编号：S0740518070004**

电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	60.16
流通股本(亿股)	59.71
市价(元)	58.59
市值(亿元)	3523
流通市值(亿元)	3497

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1500.20	2000.24	2192.38	2444.19	2762.74
增长率 yoy%	36.24%	33.33%	9.61%	11.49%	13.03%
净利润	224.02	262.03	289.40	333.95	389.53
增长率 yoy%	45.27%	16.97%	10.45%	15.39%	16.64%
每股收益(元)	3.72	4.36	4.81	5.55	6.48
P/E	14.77	12.63	11.43	9.91	8.49
P/B	5.04	3.62	3.00	2.51	2.11

**投资要点**

当前中国空调业市场规模达 2000 亿上下，支撑了 8 成收入来自于空调的格力市值超越 3000 亿，股价十年超过十倍。无疑，空调行业的迅猛发展成就了以格力(与美的)为代表的著名现金牛案例。

- **第一问：复盘，空调巨头成长史的标志性阶段？** 2000 年之前：“需求爆发期”；2000-2005 年：“成长血拼期”；2005-2012 年：“优势塑造期”；2012 年至今：“寡头巩固期”。思考格力市值的高成长期无疑对应了竞争优势确立后的垄断时期，也匹配了格力 ROE 的持续攀升阶段。
- **第二问：剖析，有哪些独立的经营模式、财务特征？** 公司本身极具特性，剖析其周期性、股权结构、经营模式& ROE 特征，可一一解读核心竞争优势，从产品视角、模式视角与管理视角，成就专业化的领跑者。一言以蔽之，格力模式相对稳定，高利润率、高杠杆率，是长期专业研发投入、规模效应和品牌溢价、经销商利益绑定体系和上下游高度定价权的多重综合。
- **第三问：解构周期，可以跌到多深？** 通过对股价跌幅、PB/ROE、PE\*股息率的三重回溯，本文寻找 PE10x、PB2.55x、市值 2900 亿是一定假设下底部区域的参考，最悲观情况下，当前估值距历史底部仍有下探空间。
- **第四问：解构成长，市值一路高成长的密码？** 清晰的量价逻辑、全球化扩张预期、多元化成长空间以及高度的确定性。本文推导长短期收益来源，长周期下格力市值与业绩步伐一致，但短周期内同样存在剧烈的估值波动。
- **第五问：解构买点。** 通过回溯历史收益，本文认为格力潜在收益率取决于后市的盈利预期+估值的相对位置；换言之，最佳投资时点是在周期出现拐点从而估值压制因素即将消除，方法则是捕捉长期稳定成长下的周期拐点信号。
- **第六问：行业增速最重要吗？** 类比格力电器与伊利股份的历史股价走势，本文发掘，行业增速对公司股价涨跌的影响并不绝对。
- **第七问：估值为何长期折价？** 对比美的，格力的估值折价主要源于“多元化进程”+“内部治理掣肘”，其中治理逻辑为公司的深层次困局。如此，折价改善的第一重契机来自于混改预期的落地，第二重契机则来自于市场结构的更迭。
- **第八问：未来，多元化之辩与或有的挑战？** 格力的多元化之路能后来居上吗？格力模式能与时俱进吗？本文提出对未来多元化以及与格奥之争相关的品牌、渠道、盈利的三点非共识思考。
- **盈利预测：** 本文预测格力未来 3 年业绩增速分别为 10%、15%、16%，首次覆盖，给予增持评级，以此，作为对公司下一阶段的投资参考。
- **风险提示：** 需求下行风险、原材料上涨风险、汇率波动风险、混改不及预期

## 内容目录

一、复盘：空调巨头成长史的标志性阶段？ .....	错误!未定义书签。
阶段一、2000年之前：“需求爆发期” .....	- 5 -
阶段二、2000-2005年：“成长血拼期” .....	- 5 -
阶段三、2005-2012年：“优势塑造期” .....	- 5 -
阶段四、2012年至今：“寡头巩固期” .....	- 5 -
二、剖析：有哪些独立的经营模式、财务特征？ .....	- 7 -
其一：周期性 .....	- 7 -
其二：股权结构 .....	- 7 -
其三：经营模式& ROE 特征 .....	- 8 -
三、解构周期，可以跌到多深？ .....	- 11 -
维度一：股价跌幅分析 .....	- 12 -
维度二：PB/ROE 分析 .....	- 12 -
维度三：PE&股息率分析 .....	- 12 -
四、解构成长，市值一路高成长的密码？ .....	- 13 -
第一重动力来自清晰的量价逻辑 .....	- 13 -
第二重动力来自全球化的扩张预期 .....	- 15 -
第三重动力来自多元化的成长空间 .....	- 15 -
第四重动力来自于高度的确定性 .....	- 15 -
五、解构买点！ .....	- 16 -
六、行业增速最重要吗？ .....	- 19 -
七、估值为何长期折价？ .....	- 19 -
八、未来，多元化之辩与或有的挑战？ .....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 格力股价走势.....	- 4 -
图表 2: 空调内销产量与增速.....	- 4 -
图表 3: 格力各阶段核心变量.....	- 6 -
图表 4: 格力电器营业收入及增速.....	- 7 -
图表 5: 格力电器股权结构.....	- 8 -
图表 6: 格力电器杜邦拆解.....	- 8 -
图表 7: 净利率比较.....	- 9 -
图表 8: 负债结构比较.....	- 9 -
图表 9: 格力资本开支及占比.....	- 9 -
图表 10: 研发投入比较.....	- 10 -
图表 11: 平均售价、单台成本对比.....	- 10 -
图表 12: 空调压缩机市场份额.....	- 10 -
图表 13: 渠道模式对比.....	- 10 -
图表 14: 格力市场份额走势.....	- 11 -
图表 15: 格力毛利率、出厂价、单位成本走势.....	- 11 -
图表 16: 空调内销与地产销售同比增速.....	- 11 -
图表 17: 上市至今格力收入、净利与同比增速.....	- 12 -
图表 21: 格力总市值与净利润走势.....	- 13 -
图表 22: 各国空调普及率横向对比.....	- 13 -
图表 23: 各国空调保有量及销量对比.....	- 14 -
图表 25: 6000 元以上空调市场份额.....	- 15 -
图表 26: 中央空调市场份额.....	- 15 -
图表 27: 格力业绩、估值、股价走势.....	- 16 -
图表 28: 格力估值与空调增速存强相关性.....	- 16 -
图表 29: 格力绝对收益、相对收益.....	- 17 -
图表 30: 格力绝对收益、相对收益.....	- 17 -
图表 31: 格力&伊利股价走势.....	- 19 -
图表 32: 2013 年至今格力、美的 PE 及溢价率.....	- 20 -
图表 34: 盈利预测.....	- 24 -

## 一、复盘：空调巨头成长史的标志性阶段？

当前中国空调业市场规模达 2000 亿上下，支撑了 8 成收入来自于空调的格力市值超越 3000 亿，股价十年超过十倍。

最新财报显示：2018 年格力收入 2000 亿、净利润 262 亿、净利率 13%、ROE33%、经营现金流 269 亿，与净利润高度匹配。无疑，空调行业的迅猛发展成就了以格力（与美的）为代表的著名现金牛案例。

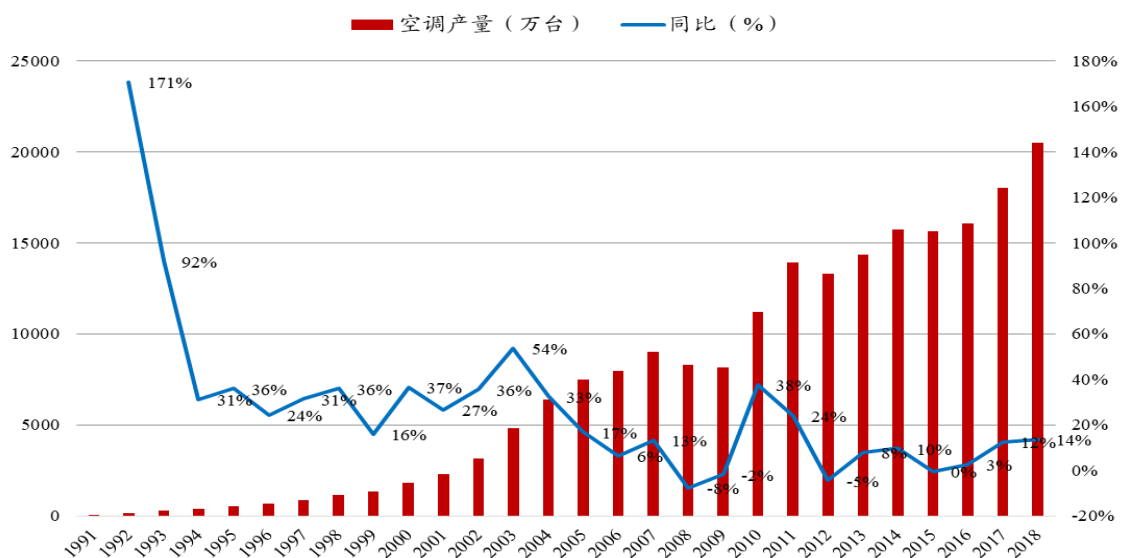
图表 1：格力股价走势



来源：wind，中泰证券研究所

复盘空调业发展，格力成长史可分几个标志性阶段？

图表 2：空调内销产量与增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

### 阶段一、2000 年之前：“需求爆发期”

**时代背景：**空调初入中国家庭视野，在人均 GDP 不足 1000 美金的国情下具“奢侈品”属性，空调产量 10 年 CARG 高达 55.57%，1999 年销量首破千万台大关，爆发期，也是产业生命周期导入期。

**市场特征：**行业爆发、产能扩张、但利润率下行；新进的玩家、薄弱的壁垒、积聚的泡沫、高企的估值成典型特征。

**竞争结果：**CR3<30%，春兰声名鹊起，而格力蓄势待发，需求爆发下的机会主义。

### 阶段二、2000-2005 年：“成长血拼期”

**时代背景：**人均 GDP 近 2000 美金，空调城镇百户保有量从 30 快速提至 80，但内外交困的景气度掀起一轮长达 5 年的空前价格战……

**市场特征：**行业高速增长、入局者供求失衡、盈利恶化直至价格战止熄，玩家从 400 家锐减至 50 家完成品牌整合。

**竞争结果：**战后 CR3 近 50%，格力跻身第一，价格战出清对手，红海中成长。附：

2000 年，市面品牌有 400 多家，行业产能已大于需求；

2001 年，凉夏，竞争加剧，价格下行，年底滞留库存 720 万台；

2002 年，内忧外患，产能激增至 3500 万台，恰逢出口遇冷，产能+库存+出口因素致使部分品牌低价倾销，竞争混乱；

2003 年，空调业首现亏损，价格下跌、库存增加是核心，加之原材料成本涨价、降雨天气与非典疫情的助推；

2004 年，出口虽有好转，但成本上行、出口退税下降仍使获利空间继续收窄，大量品牌黯然退出；

2005 年，产能 6000 万台，内需 4000 万台，受地产调控、升值、欧盟环保政策影响，活跃品牌仅剩 50 家。

**可知：**彼时的中国空调业，压缩机核心技术牢牢掌握于外资手中，大量国产梯队依靠贴牌获取微薄的盈利，是壁垒尚未铸成的一片红海。

### 阶段三、2005-2012 年：“优势塑造期”

**时代背景：**人均 GDP 上升至 6000 美金，2007 年起“家电下乡”“以旧换新”“节能惠民”助推保有量进一步提升，格力（与美的）不断创新产品与渠道、完善品牌塑造，构建扎实的竞争壁垒。

**市场特征：**行业稳步增长、均价提升、格局初显后的优势塑造，形成格力 39%、美的 26%之内销战局。

**竞争结果：**CR3 提升至 75%，格力成为“平台型企业”，三大龙头步入盈利能力的上行通道。

### 阶段四、2012 年至今：“寡头巩固期”

**时代背景：**人均 GDP 上升至 8000 美金，2013 年后政策虽止，然龙头地位巩固，消费升级、格局优化促成利润率持续抬升，龙头加大分红力度，并纷纷开启战略转型与多元化摸索，激发新成长性。

**市场特征：**行业步入成长后期，格力、美的演绎寡头垄断的增长逻辑，利润率持续提升。

**竞争结果：**CR3 维持 70%，格力向“组织型企业”进阶，探索多元化成长之可能。

关键在于：各阶段的核心变量（业绩、估值、ROE）分别怎样对应到格力的资本市场表现（股价）？

图表 3: 格力各阶段核心变量

	阶段一 2000 之前	阶段二 2000-2005	阶段三 2005-2012	阶段四 2012 至今
1. 股价涨跌幅	0.5 不变	0.5 不变	0.6-9.6, 16 倍	9.6-56, 6 倍
2. 业绩	26.57%	14.87%	46.48%	23.51%
3. 估值 PE	70-20	30-10 持续走低	10-50-10 宽幅震动	6.5/8-16-8 窄幅波动
4. ROE	19.1%/16.3%	19.7%	33.3%	33.4%
5. 利润率	下行至 4.2%	下行至 2.8%	恢复至 7.5%	上行至 13.3%
6. 市占率	15%	20%	39%/44%	40%
7. 行业集中度 CR3	<30%	50%	75%	70%
8. 行业 CAGR	10 年 55.57%	5 年 32.53%	7 年 8.57%	6 年 7.49%

来源：wind，产业在线，中怡康，国家统计局，中泰证券研究所

### 阶段一、2000 年之前 “需求爆发期”，格力股价波澜不惊。

估值下移几乎抵消了业绩增长。彼时行业与公司增速虽高，但竞争加剧致使利润率下行，估值由上市初期高企的 73x 下移至 20x。

### 阶段二、2000-2005 年 “成长血拼期”，格力股价回归原点。

价格战时期，格力业绩增速下一台阶；前景不明致使利润率、ROE、估值统统一路走低。

### 阶段三、2005-2012 年 “优势塑造期”，格力跃居十倍牛股。

业绩、估值共同贡献市值增量。格力品牌、技术、产品、渠道优势渐显，市占率翻倍，利润率 2.8% 至 7.5%，ROE 19% 至 33%，业绩 CARG 46% 远超行业，期间估值于 9-50x 宽幅波动。

### 阶段四、2012 年至今 “寡头巩固期”，格力依旧五年六倍。

业绩的持续增长贡献市值的持续抬升。成长后期格力 CARG 23% 仍远超行业，市占率空间已不大，ROE 稳居 30% 高位，但利润率仍能继续拔高至 13.3%，区别在于期间估值波动收窄，数轮周期中于 6.5-15x 趋于稳定。

### 掩卷沉思：格力市值的高成长期无疑是其“战后”的三四阶段。

显然，2005 年后行业成长趋缓，到 2018 年空调销量仅翻两倍，然竞争的改善促使格力利润率在长达 13 年间从 2.8% 到 13.3% 持续攀升，收入增长 10 倍、利润增长 50 倍、股价涨幅竟高达 100 倍之多；相较之下，此前 1996-2000 与 2000-2005 年间的空调爆发式增长期，格力利润率却一路下行直至探底 2.8% 几乎无利可图，股价表现平淡无奇。

足见，竞争优势才是格力市值演绎的本质分水岭！因此才有 2005 后的盈利拐点，当然，也离不开行业自身的跃迁：

1. 供需/量：空调从奢侈品走向必需品；
2. 价：消费升级、格局优化促均价长期提升；
3. 成本：2006 年起原材料价格企稳回落。



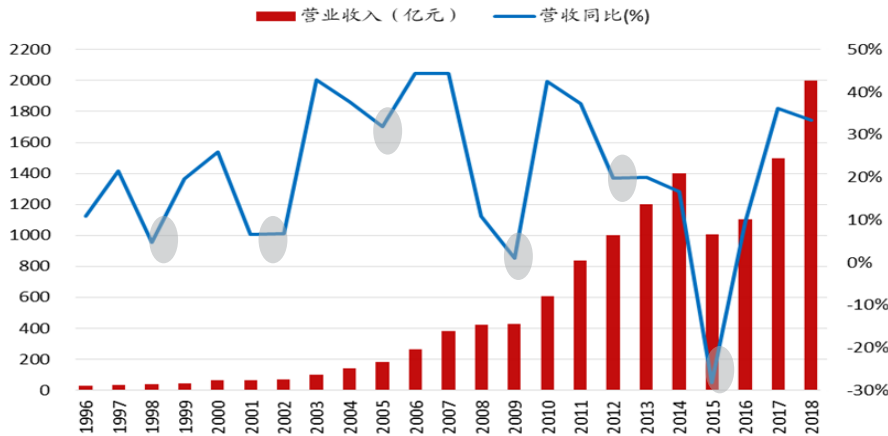
## 二、剖析：有哪些独立的经营模式、财务特征？

本文将格力的核心特点归纳如下：

### 其一、品类特征：周期性

2000年后，格力收入端增速一共呈现4次下行，表现出明显的周期性特征，与每隔3-4年的宏观经济周期极为吻合。

图表 4：格力电器营业收入及增速



来源：wind，中泰证券研究所

有哪些周期因素可以影响空调需求？ 本文认为：

- 长期看空间；
- 中期看升级、更新（耐用品周期）；
- 短期看地产、库存、收入、成本等周期因素外加天气、政策等非周期因素的共同作用。

那么短维度看，周期因素与升级因素谁是造成基本面巨振的核心呢？

正如 2016-2018 年系统性风险之前，格力股价涨幅 3.6 倍，估值翻番，就是源于地产旺销、补库存、天气三重因素共同催化带来业绩弹性，以及资金对白马追捧带来估值弹性。而 2018 年格力发生的超预期下跌，则是源于周期红利的消退，加上估值中枢大幅上移之后的理性回归。

——本文倾向于周期因素才是根本。先有地产销量高峰及财富效应带来空调销量的历史峰值，才有后期基本面下行的直接因素：一是地产步入衰退；二是社零&消费信贷全面趋缓；外加贸易因素致外需不明。

### 其二、股权特征

格力电器 1991 年由珠海冠雄塑料厂和海利空调厂合并而来，受益朱江洪&董明珠的搭配在家电最优赛道中拔得头筹，公司实际控制人为珠海国资委，但持股比例多年持续下降，2019Q1 持股仅 18.22%；

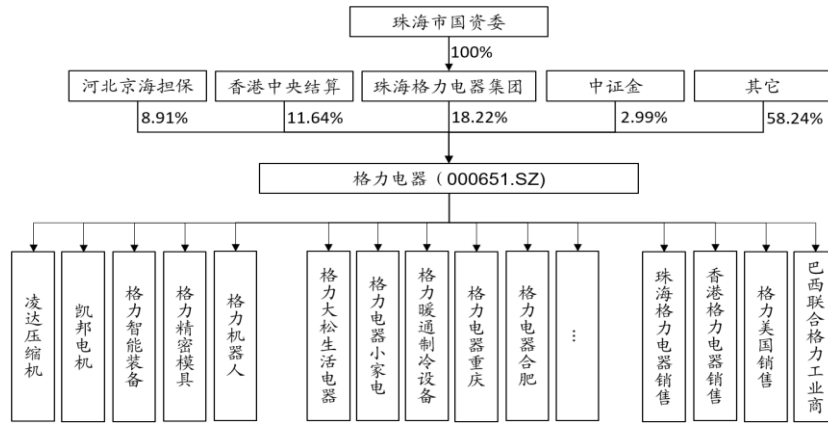
第二大股东为由格力核心经销商组建的河北京海担保投资有限公司，持股 8.91%；

第三-九大股东均为投资机构，中国证金、中央汇金、社保基金等；

第十大股东董明珠持股 0.74%；前十大股东合计持股 44.86%，存在大量中小股东；

此外，格力深受外资青睐，2019Q1 外资持有流通股比例达到 11.63%。

图表 5: 格力电器股权结构



来源: wind, 中泰证券研究所

本文认为，在 A 股同股同权环境下，格力股权结构容易引申两个层面的问题：一是从大股东/管理者角度出发，担忧企业控制权旁落；二是从中小股东角度出发，担忧因管理层提高持股相关资本运作造成中小股东利益摊薄。格力近年屡陷股权争夺，表明董明珠等管理层常年面临前有强大竞争对手、后有主导之争牵扯精力的两线作战局面，控制权不明成其内部掣肘。

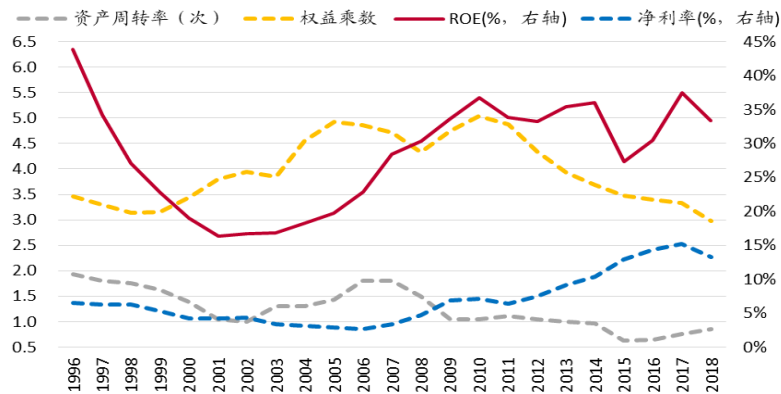
4 月 1 日深交所公告，珠海国资委旗下格力集团拟转让部分股份，可能涉及控制权变动。这是格力集团第三次出让上市公司股权，第一次 2007 年股权分置改革时期转让股份至河北北京海担保，第二次 2015 年集团剥离格力地产，此前受制于所有权性质与股权结构，格力相较美的海尔长期缺乏常态化的管理层激励，如今已拉开的混改大幕，相信将为公司解决治理掣肘、实现管理层 MBO 带来新的希望。

### 其三、经营模式& ROE 特征

拉长时间维度，格力为 A 股市场少见的 ROE 长期 >30% 的标的（近年仅 2015 <30%），表明公司有能力不断增厚业绩（真正具核心竞争力），ROE 的持续攀升阶段也是市值的高增长阶段。

从 ROE 拆解看，高 ROE 来自于高利润率、高权益乘数以及不低的资产周转率。具体来自：

图表 6: 格力电器杜邦拆解

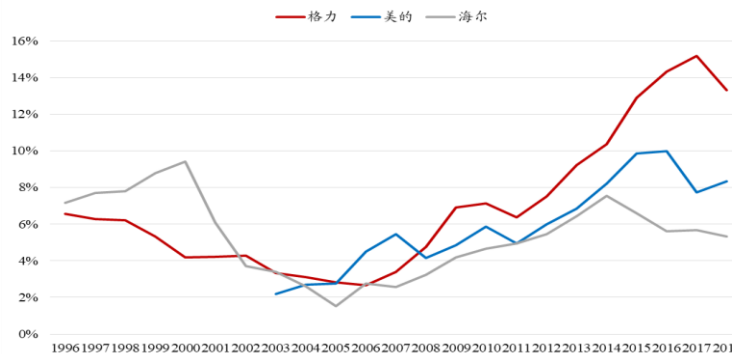


来源: wind, 中泰证券研究所



1. 净利水平高达 13%，2006 年至今利润率呈持续上升之势；伴随营业成本率、销售费用率的下降，利润增速显著快于收入增速。

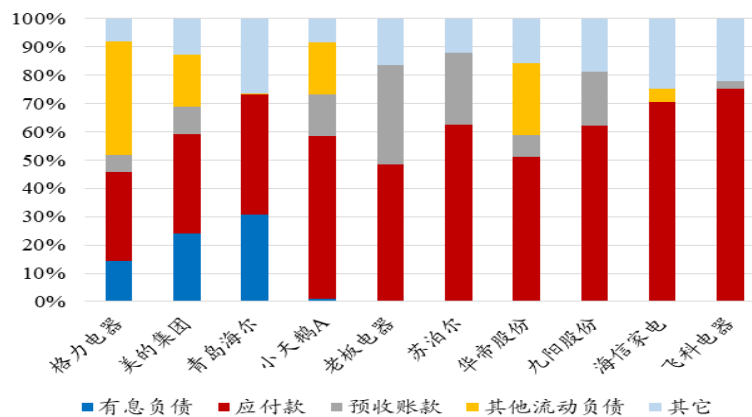
图表 7: 净利率比较



来源: wind, 中泰证券研究所

2. 资产负债率长期高达 70%但有息负债率极低；权益乘数位于同业最高，在 ROE 上升期快速提升，至 ROE 高位稳定有所下降；换言之，高杠杆优势源于大量无息负债，显示超强的产业话语权。

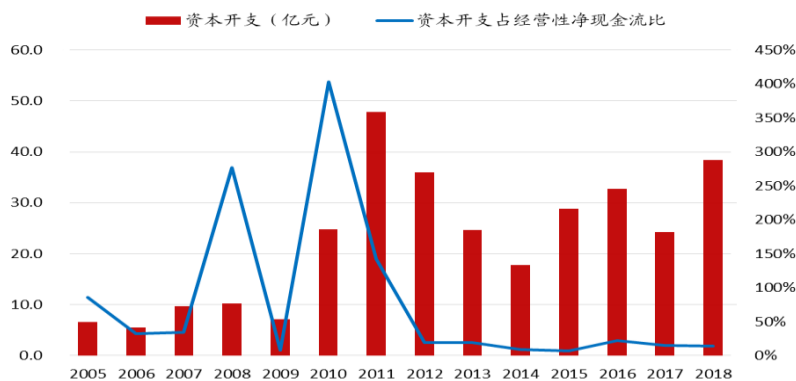
图表 8: 负债结构比较



来源: wind, 中泰证券研究所

3. 对比看，格力资产周转率不低（资本开支较少）但不及美的，源于营收增速不及美的，可见多元化发展相比专业化的收入来源更广阔，利于资产周转率提升。

图表 9: 格力资本开支及占比

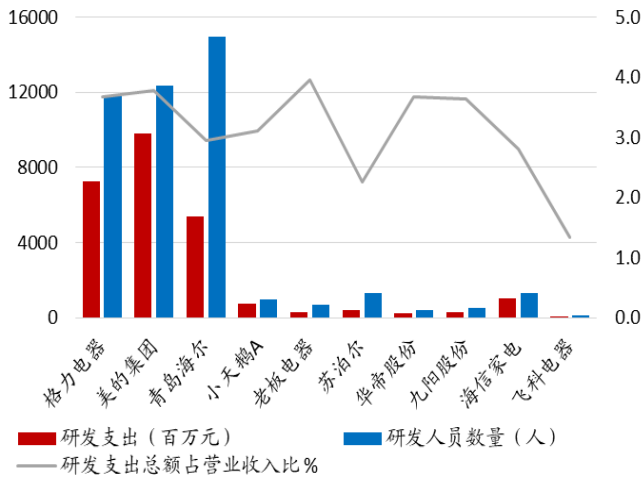


来源: wind, 中泰证券研究所

进一步，ROE 财务拆解的背后，一一对应了格力特定的经营模式（竞争优势）：

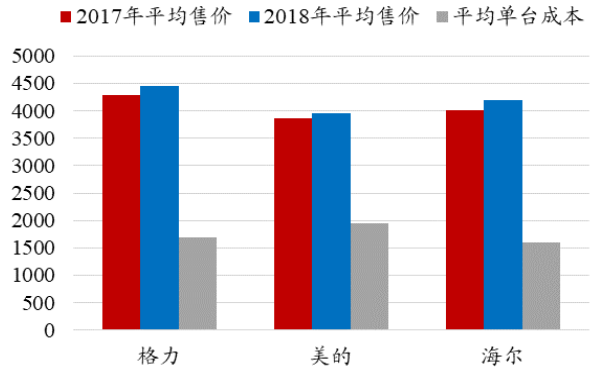
1. 产品视角：“精品思维”。加大研发、投入产能，一则形成“品牌溢价”（售价高于同业），二则形成“规模效应”（成本优势），构建“高利润率”壁垒。

图表 10: 研发投入比较



来源: wind, 中怡康, 中泰证券研究所

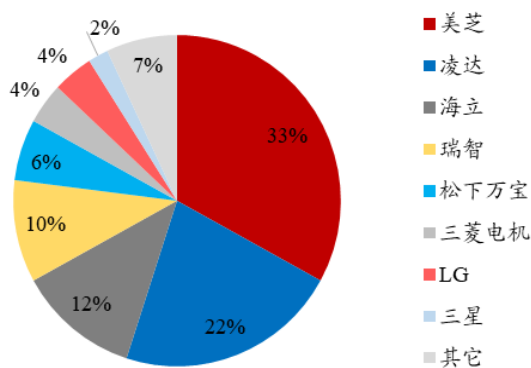
图表 11: 平均售价、单台成本对比



来源: wind, 中怡康, 中泰证券研究所

2. 模式视角：“创新思维”。上游收购核心供应链，下游自建渠道（首创淡季贴息和年终返利，与经销商共赢），形成影响力和“强定价权”，构建“高杠杆率”壁垒。

图表 12: 空调压缩机市场份额



来源: wind, 公开整理, 中泰证券研究所

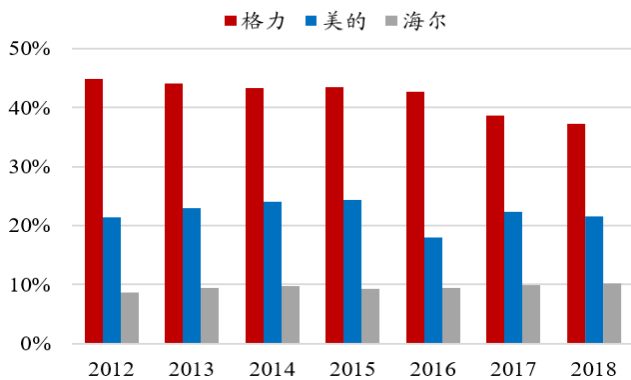
图表 13: 渠道模式对比

	渠道模式	渠道利润来源	定价权促销权	装修/人员	分销库存	优点	缺点
格力	成立合资销售公司, 公司和大经销商均持股	合资公司分红	合资营销公司承担管理	合资营销公司承担管理	合资营销公司承担管理	平衡竞合关系; 价格管控能力强; 压货能力强	平衡经销商周利益难度大
美的	设立销售分公司和办事处对接批发商和零售商	批零差价	分公司和办事处协调价格	分公司和办事处提供	批发商和零售商	能够利用经销商资源; 压货能力较强	对批发商的控制力(包括价格管控能力)弱
海尔	建立海尔工贸公司, 直接向零售商供货	批零差价	总部定价、策划	厂商负责装修、促销品提供	海尔工贸	议价能力很强	难以充分利用经销商资源; 较难压货

来源: wind, 公开整理, 中泰证券研究所

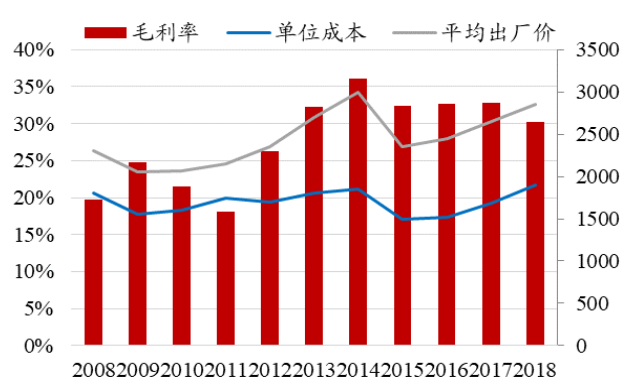
3. 管理视角：“纵向一体化”贯穿始终。形成两个积极结果，一是长期无动摇的垄断地位，份额持续提升；二是相对稳定具抗波动性，风险可转嫁外加有底气与KA 抗衡，无愧专一化的领跑者。

图表 14: 格力市场份额走势



来源: wind, 中怡康, 中泰证券研究所

图表 15: 格力毛利率、出厂价、单位成本走势



来源: wind, 中怡康, 中泰证券研究所

一言以蔽之, 格力模式相对稳定、高利润率、高杠杆率, 是长期专业研发投入、规模效应和品牌溢价、经销商利益绑定体系和上下游高度定价权的多重综合。

### 三、解构周期, 可以跌到多深?

产业数据显示, 2000 年后空调内销出货量一共出现 4 次下滑, 且与每 3-4 年的宏观周期极为吻合。各轮周期的关键因素究竟是什么? 我们一一来看:

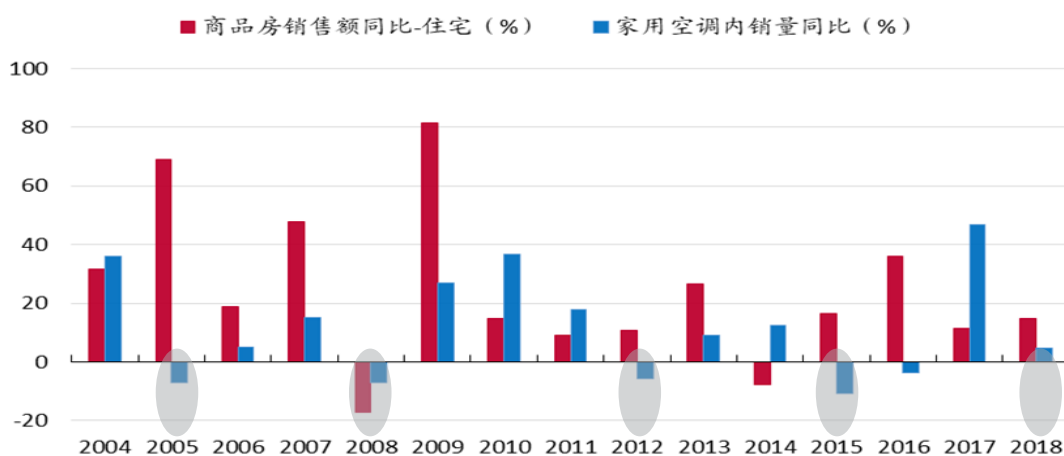
2005 年: 经济下行, 内外交困, 当年度地产销售正增长 15.7%, 空调出货量却下滑 7%;

2008 年: 金融危机, 当年度地产销售大幅下滑 20%, 空调出货量下滑 7%;

2011-2012 年: 先有地产调控, 后有欧债危机, 加之政策退出伊始, 2012 年地产销售仅增 2%, 空调出货量下滑 5.7%;

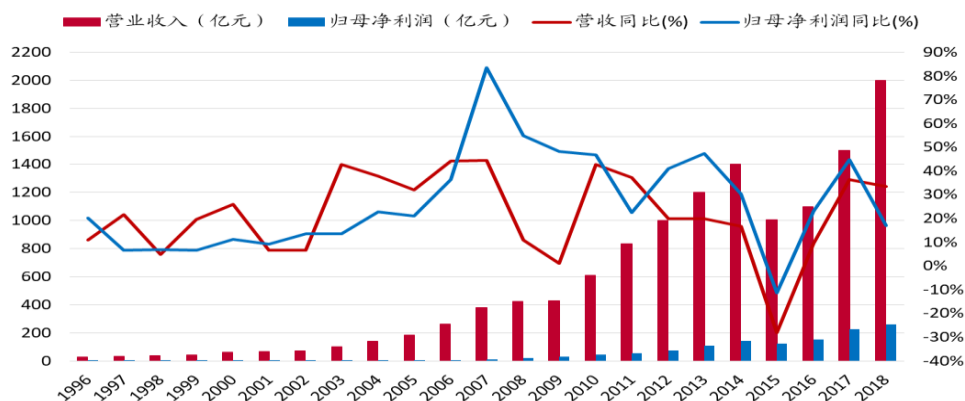
2014-2015 年: 经济下行, 地产低迷, 2014 年地产下滑 9%, 当年度空调依靠压货维持增长, 但造就了 2015 年的天量库存, 导致出现空调史上最大下滑-10.6%。

图表 16: 空调内销与地产销售同比增速



来源: 产业在线, 统计局, 中泰证券研究所

再次回顾这张重要的历史增速图: 几轮低点公司业绩如何? 估值顶底又如何?

**图表 17: 上市至今格力收入、净利与同比增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

 我们用放大镜看每轮周期细节, **解构周期, 格力可以跌到多深?**

### 维度一: 股价跌幅分析

4次大回调周期, 内销跌幅-5%~-10%致最大股价跌幅从30%~65%不等, 剔除业绩影响, 可见短周期内同样存在剧烈的估值波动, 如08、11年估值大幅下行30%~70%。

**图表 18: 四次回调周期股价变动**

	低点一 2005	低点二 2008	低点三 2011	低点四 2015
1. 空调内销跌幅	-7.0%	-7.0%	-5.7%	-10.6%
2. 当年收入变动	31.9%	10.9%	37.4%	-28.2%
3. 当年利润变动	21.1%	54.9%	22.5%	-11.5%
4. 当年 PE 变动	-16.8%	-72.9%	-29.9%	10.6%
5. 股价最大跌幅	-35.0%	-65.0%	-30.0%	-45.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 维度二: PB/ROE 分析

格力 PB/ROE 极值水平 8.4 左右, 参考近年加权平均 ROE 介于 30% 水平, 推算出 PB 低点为 2.55x, 当前股价对应 PB3.4x, 与 PB 的历史底部尚存距离。

**图表 19: 四次回调周期 PB、ROE**

	低点一 2005	低点二 2008	低点三 2011	低点四 2015
1. PB 低点	2	2.7	2.9	2.3
2. 加权 ROE	20.04%	30.36%	34.00%	27.31%
3. PB/ROE	9.9	8.9	8.5	8.4

来源: wind, 中泰证券研究所

### 维度三: PE&股息率分析

从 PE 低点与股息率高点的对应关系分析, 参考 2015 年后格力分红率中枢 70% 以及股息率极值 7%, 推算 PE 低点 10x, 在假定 2019 年盈利中枢 290 亿情况下 (+10%), 对应市值底部为 2900 亿, 当前股价 PE12x, 与历史底部尚存空间。

**图表 20: 四次回调周期 PE、股息率**

	低点一 2005	低点二 2008	低点三 2011	低点四 2015
1. PE 低点	10.1	9.47	8.95	6.69
2. 股息率高点	4.42%	1.44%	1.89%	9.54%
3. 分红率	44.64%	13.64%	16.92%	63.82%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资思考：在宏观与地产周期冲击下，格力在 2005、2008、2011、2015 年纷纷回调，若将几次行业环境变化对应到股价涨跌上有什么结论？**

1. 地产和经济政策的收缩大部分会在一定滞后期内传导到空调,对业绩造成不同程度的冲击;

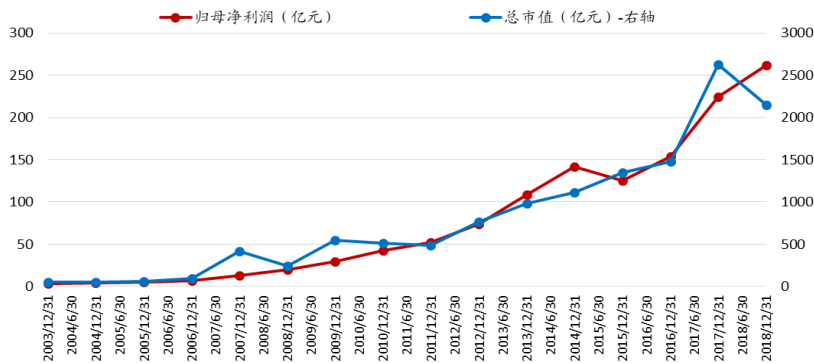
2. 周期因素通过“业绩+估值”机制传导到股价涨跌, ROE 定估值基础, 而收入和利润增速影响估值弹性;

通过对股价跌幅、PB/ROE、PE\*股息率的三重回溯, 本文以为 PE10x、PB2.55x、市值 2900 亿是一定假设下底部区域的参考, 在最悲观情况下, 当前估值距历史底部仍有下行空间。

#### 四、解构成长，市值一路高成长的密码？

格力 1996 年上市, 收入 28 亿至 2000 亿, 利润 1.8 亿至 262 亿, 市值 58 亿至 3200 亿 (CAGR20%), 表现屈指可数, 拉长看, 市值增长与利润增长几乎一致。

图表 21: 格力总市值与净利润走势



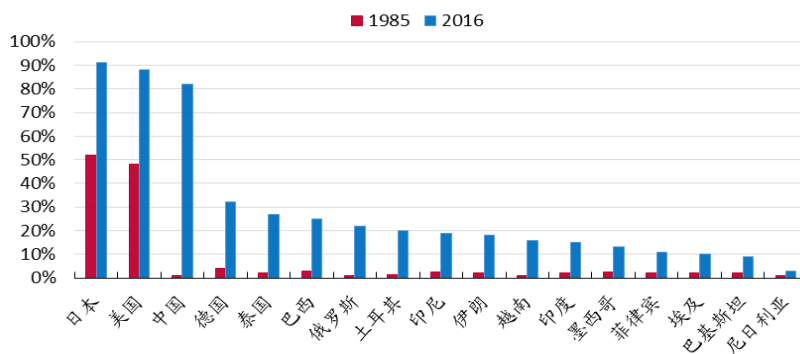
来源: wind, 中泰证券研究所

**解构成长，市值一路高成长的密码是什么？** 本文以为：

##### 第一重动力来自清晰的量价逻辑

量: 空调在全球所处的生命周期互有差异, 日美等国处白电已普及的“成熟期”, 中国 2000 年后步入高速“渗透期”, 而东南亚、印、非等地尚处新兴“导入期”。各国普及率对比如下:

图表 22: 各国空调普及率横向对比



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

## 参考国内：

- ✓ 国家统计局数据，2018 年中国家庭数 4.5 亿户左右，空调保有量 4.1-4.2 亿台，对应人均保有量 0.94 台
- ✓ 产业在线数据，2018 年空调内销量在 0.95 亿-1 亿台，2017 年在 8800 万台，2016 年在 6000 万台
- ✓ 中国城乡差异显著，2018 年城镇空调人均保有量 1.29 台，农村空调人均保有量 0.53 台

## 对比日美：

- ✓ 日、美人均保有量近 3 台，而中国人均保有量 0.94 台（表明中国渗透率天花板未到）
- ✓ 日、美空调年销量在保有量 6% 水平，而中国年销量在保有量 20%（中国存渗透率需求+地产需求+更新多重需求）
- ✓ 日本电机协会数据，1990-2016 年空调年销量增加 30% 至 854 万台，同期冰洗及其他家电大幅下滑（日本成熟期空调销量依旧缓慢上升，美国亦然）

图表 23: 各国空调保有量及销量对比

	社会保有量/台	单年度销量/台
日本	1.5 亿，人均 2.8	2016: 854 万
美国	2.4 亿，人均 3	2016: 1490 万
中国	4.2 亿，人均 0.94	2016: 0.60 亿
全球	10.9 亿	2016: 0.94 亿

来源：IEA，中泰证券研究所

本文测算，空调内销天花板约 1.2 亿台水平，高于现有单年度销量 20%。在乐观情况不排除年销量脉冲至 1.6 亿台。

图表 24: 空调内销市场空间测算

	中性测算	乐观测算	悲观测算
饱和城镇保有量	人均 2.5 台	人均 2.8 台	人均 2.3 台
饱和农村保有量	人均 1.5 台	人均 1.8 台	人均 1.3 台
城市化率	75%	80%	70%
更新周期	10 年	9 年	11 年
稳态年销量	1.2 亿台	1.6 亿台	1 亿台

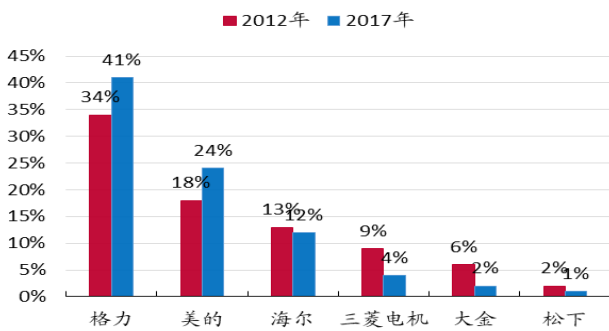
来源：中泰证券研究所测算

考虑人口小幅增长、城市化率有所提升，城市化率当前值 59.58%，家庭数 4.5 亿，城镇/农村家庭约 2:1；假定稳态城市化率 75%，对应城镇/农村家庭约 4:1

价：空调长期均价稳步提升，产品结构提升一定意义上可以对冲未来销量增速的降低，而格力在“升级”浪潮中更具显著优势。

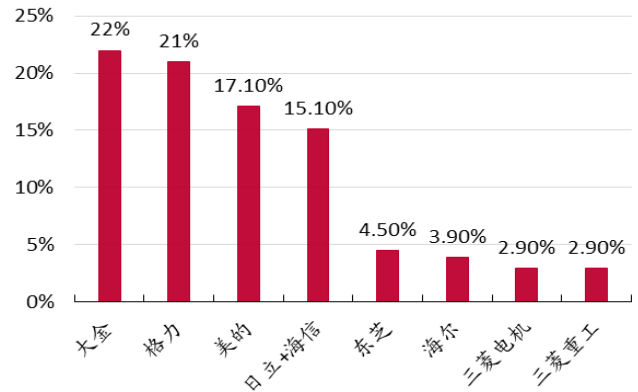


图表 25: 6000 元以上空调市场份额



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 26: 中央空调市场份额



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

格力 2012-2018 年内销量 CAGR6%，均价升幅 CAGR1.3%，本文研判行业空间支撑量价逻辑以每年个位数增长，考虑当前空调内销已近 1 亿台水平，往后周期性表现可能更为显著。

### 第二重动力来自全球化的扩张预期

空调产品具全球化属性，格力同样具全球化开拓的可能性，反观厨电产品则不然，因具本地化属性全球化空间相对低。

美的、海尔基于不同的发展路径选择了不同的海外模式，美的海外以 OEM 代工为主，低投入低盈利同时相对波动大，海尔海外以 OBM 为主，高投入但利润相对稳定；北美巨头惠而浦，曾以区域扩张带来阶段性的营收增长；日本巨头大金工业，面临国内天花板压力时同样选择了积极的海外扩张。

### 第三重动力来自多元化的成长空间

制冷领域格力已从深度广度持续拓展。深度上格力对价值链进一步挖掘，发展上游，自主研发变频控制技术取得多项核心突破，依赖进口的压缩机、高频电容等核心部件已自主生产；广度上格力商用拥有全系列产品，中央空调、大型空调、冷冻冷藏、高铁空调、医疗温控。

美国 GE 和惠而浦、欧洲西门子和伊莱克斯、日本除大金专精空调之外，多数白电企业都在 90 年代进行了多元化发展。

### 第四重动力来自于高度的确定性

空调技术革新缓慢、产业加价率最低、竞争相对稳定，受到外来竞争大幅冲击的概率更低，近年奥克斯/小米虽有性价比优势，但对大产业格局的影响有限。

空调具备非前装属性，地产精装趋势对空调需求的影响更低，该方向品类稳定性优于厨电。

格力具备强大产品力和渠道掌控力，排产相对平滑，报表端所体现的波动性相对同业更小、确定性更强。

### 投资思考：格力长期收益率的来源？

我们结合周期性与成长性分析得到的结论：格力的长期收益，是赚经营的钱、分红的钱；短期收益，是赚周期的钱、估值的钱和市场风格的钱。

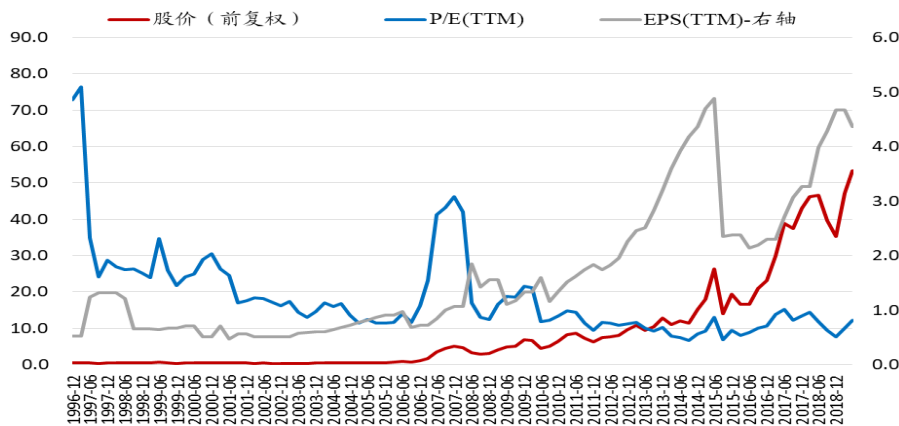
## 五、解构买点!

好股票未必能时刻带来投资收益，参与时点依然重要，对格力的解构引发本文对几个问题的深入思考：

**周期和增速的问题？增速和估值的问题？估值贵和便宜的问题？行业增速真的重要吗？ ... ..**

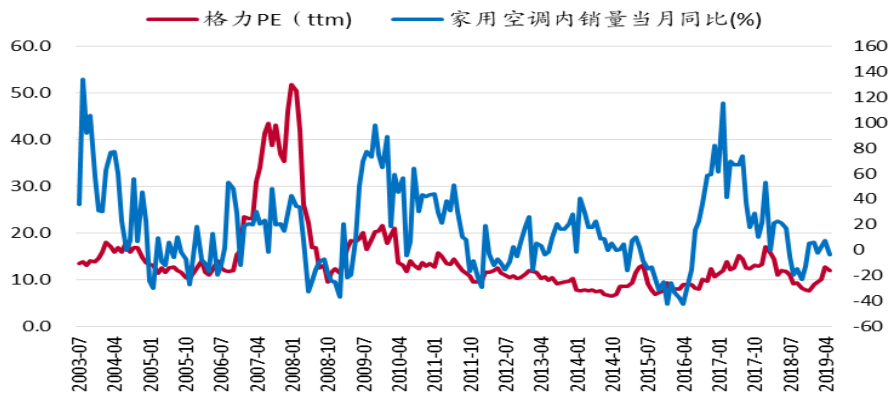
联系上文：周期因素通过“业绩+PE”的影响机制传导到股价涨跌；长周期看格力市值与业绩增长几乎一致，但短周期内同样存在剧烈的估值波动，并且，格力估值与空调增速存在强相关性（增速影响估值弹性）。

图表 27: 格力业绩、估值、股价走势



来源：wind，中泰证券研究所

图表 28: 格力估值与空调增速存强相关性



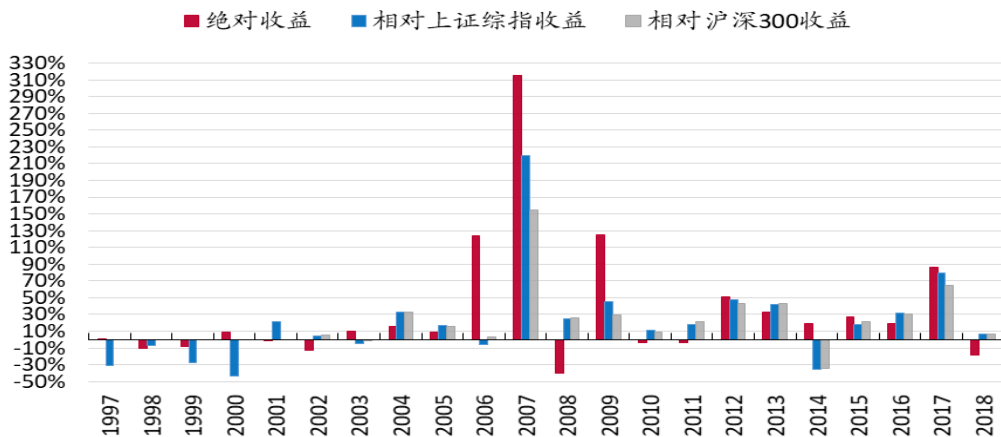
来源：wind，中泰证券研究所

**投资思考：对于格力，什么才是好的买点，当下买点已现了吗？**

统计格力上市至今的相对收益/绝对收益，不难发现一定共性：

投资收益率相对较好的年份：2007、2009、2012-2013、2017

投资收益率相对较差的年份：2008、2010、2014、2018

**图表 29: 格力绝对收益、相对收益**


来源: wind, 中泰证券研究所

**共性在于:** 2007、2009、2012-2013、2017 同处盈利上行周期 (表现为当年业绩全部高达 40-80%, 处历史增速上限区域)、兼有估值抬升助推收益 (表现为当年估值有 182%、73%、20%、25% 不同幅度抬升, 而启动前估值基数均处于中低水平);

再者, 我们取十年中 PE 最低 3 年——2011、2013、2014, 观测到第二年股价涨幅表现为 51%、19%、27% (高收益年份), 反之取 PE 最高 3 年——2009、2010、2017, 观测到第二年股价跌幅分别为: -4%、-3%、-18% (低收益年份)。

**据此推导: 格力潜在收益率取决于对后市的盈利预期+估值的相对位置; 换言之, 最佳买点是在周期出现拐点从而估值压制因素即将消除, 方法, 是捕捉长期稳定成长下的周期拐点信号。**

**图表 30: 格力绝对收益、相对收益**

	业绩 (%)	P/E(TTM)	PE相对上证综指	PE相对沪深300	绝对收益	收益相对上证综指	收益相对沪深300
1997	6.5%	28.70	0.63		1.3%	-31.5%	
1998	6.8%	25.20	0.67		-10.8%	-6.8%	
1999	6.6%	21.80	0.46		-8.3%	-27.4%	
2000	11.2%	30.40	0.47		8.7%	-43.0%	
2001	9.3%	17.60	0.44		-1.0%	21.3%	
2002	13.6%	16.20	0.36		-13.2%	4.9%	5.2%
2003	13.5%	14.70	0.40		10.4%	-4.6%	-1.8%
2004	22.7%	13.70	0.64		15.9%	32.4%	32.9%
2005	21.1%	11.40	0.63	0.80	8.6%	16.9%	16.2%
2006	36.4%	16.30	0.45	0.50	124.0%	-6.4%	3.0%
2007	83.6%	46.10	0.98	1.06	315.8%	219.1%	154.2%
2008	54.9%	12.50	0.90	0.96	-40.4%	25.0%	25.5%
2009	48.2%	21.70	0.71	0.76	125.6%	45.6%	28.9%
2010	46.8%	13.40	0.80	0.87	-3.7%	10.6%	8.8%
2011	22.5%	9.40	0.85	0.90	-3.3%	18.4%	21.7%
2012	40.9%	11.30	0.96	1.03	51.0%	47.5%	43.4%
2013	47.3%	10.20	1.05	1.14	33.2%	41.7%	42.5%
2014	30.2%	8.50	0.60	0.66	19.4%	-35.9%	-34.8%
2015	-11.5%	9.40	0.57	0.69	26.9%	17.5%	21.3%
2016	23.1%	10.70	0.68	0.83	19.5%	31.8%	30.8%
2017	44.9%	13.40	0.86	0.94	85.9%	79.3%	64.1%
2018	17.0%	7.70	0.70	0.75	-18.3%	6.3%	7.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

当下买点已现了吗?

我们回顾最近 2 次高收益期 (2012 年、2017 年), 总结格力当时分别迎来什么拐点?

- ✓ 2011 年市场大幅回调, 家电估值处历史底部区域
- ✓ 2012 年初地产低迷、以旧换新退出导致空调形势严峻, 但 9 月起销量触底回升, 2012Q3 格力业绩超预期。原因: 一上年度低基数、二库存去化、三空调节能补贴、四原材料价格回落助推毛利率上行
- ✓ 2015 年基本面和股价均处低谷, 格力动态估值最低跌至 7 水平
- ✓ 2016 年格力空调营收+5.22%、美的空调营收+3.6%, 相比 2015 年的断崖式下跌有所恢复但仍未达到 2014 年水平
- ✓ 2017 年地产红利滞后释放、渠道补库存多重因素推动下, 空调重回两位数高增长

反观 2019 年, 去库存之下市场质疑空调业需求能否回暖, 但同样也能发现一些积极因素:

- ✓ 2018 年下半年低基数, 上半年空调双位数增长, Q3 起断崖式下跌造成下半年基数偏低
- ✓ 2018 年估值大幅回落, 格力 PE 同比下降 43%, 再度回至 8 水平
- ✓ 2019 年多因素叠加下内销有望止跌回升, 包括: 一 2019 年旺季后库存压力有望缓解、二家电政策有望出台
- ✓ 增值税下调、原材料回落有望助推利润水平

**结合格力的历史数据研究, 本文结论如下:**

1. 从历史情况看格力, 近十年公司 PE 中枢基本维持 10x 左右, 高点出现在 15x; PB 几乎徘徊在 3x 左右, 除却大牛市普遍低于 3x; 从估值看, 2018 年底 PE/PB 处仅次于 2014 的第二低点, 今年中期 PE/PB 已底部反弹 30%/50% (高于中枢);
2. 假定格力 2019-2020 年维持 15%复合增速, 以 10xPE 保守估算, 对应 2020 年底 3500 亿保守市值, 当前市值具 15-20%左右的增长空间。

至此正文结束, 以下为对不同于市场共识的三个相关问题的引申.....

## 六、行业增速最重要吗？

市场普遍高度关注行业增速，实际上，并非只有高增长行业容易产生大牛股。高增长行业变化更快，选股所需承担风险因素更多，而低增长行业往往相对稳定、风险较小，一定情况下同样能够诞生牛股。

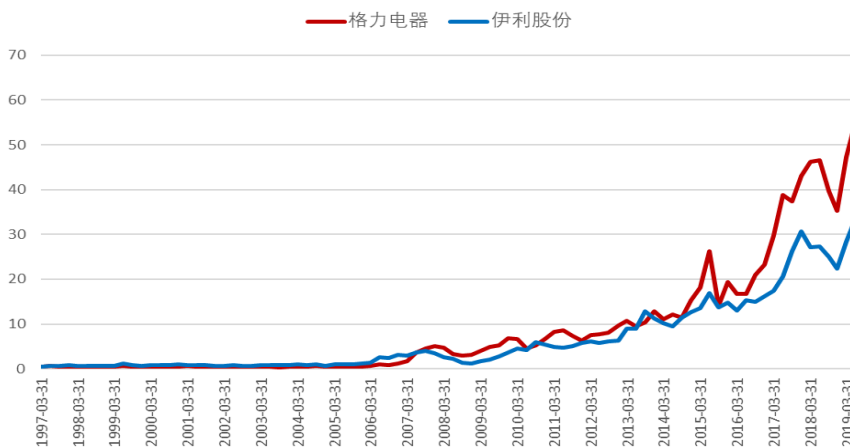
空调行业 2000-2005 年行业增长 3 倍处爆发式增长期，格力利润率却因竞争从 4% 大幅下行至 2.8%，期间股价只涨 30%；而 2005 年后行业增长趋缓，到 2018 年销量只翻 2 倍，但格力利润率从 2.8% 上升至 13.3%，股价上涨 100 倍。

另一参照系为乳业龙头伊利股份，2000-2008 年行业 8 年增长 6 倍，伊利收入 CAGR40%，但利润率却从 6.6% 一路下行至亏损，股价涨幅 50%；而 2008-2018 年行业 10 年仅增 1 倍，但三聚氰胺事件催化行业格局大为改善，伊利利润率上行至 8%，股价上涨 30 倍。

### 所以行业增速很重要吗？

——答案并非完全肯定（行业增速不是不重要，但对股价涨跌的影响并不绝对）。

图表 31：格力&伊利股价走势



来源：wind，中泰证券研究所

## 七、估值为何长期折价？

首要，作者关于估值定价的基本思考：

1. 成长逻辑看，倘若业绩增速高呈现成长股特征，市场能给予一定估值溢价，如厨电估值长期高于白电；
2. 多元化逻辑，如果存并购、重组、相关多元化逻辑，市场还能给予未来预期落地后的业绩增厚期权，如海外并购逻辑；
3. 治理逻辑，如果公司战略清晰且治理激励到位，市场同样能给予估值溢价。

对比美的：参考 2012-2018 年（2012 年格力开启管理层交接、美的开启职业经理人制与战略转型），格力收入/利润 6 年 CAGR12.2%/23.7%、美的收入/利润 6 年 CAGR16.9%/35.6%、美的/格力 PE 均值溢价率约 40%。

除却增速，美的相对优势还体现在：

1. 有空间（多元化——空冰洗小家电地位崇高的平台型公司、全球化——全球收购优质资产与品牌矩阵搭建）；
2. 有激励（事业部制、狼性文化、利益绑定——典型市场导向型企业，践行 T+3 改革与贴近用户的零售转型）；

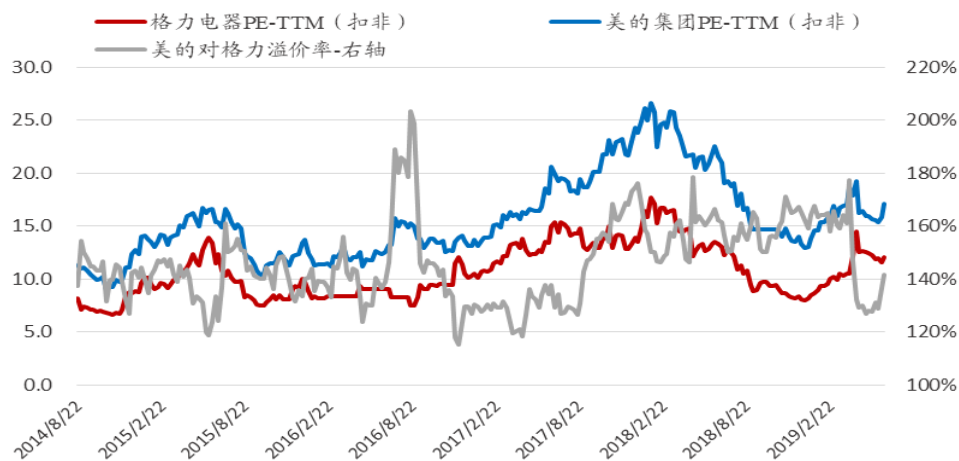
美的丰富的产品线品牌线平台，加上好机制对应的市场敏锐度，使它在市场上灵活捕捉需求、快速扩展营收。

**故而，格力的估值折价主要源于“多元化进程”+“内部治理掣肘”，但哪个更为核心呢？**

本文认为：治理结构才是格力的深层次困局。格力 DNA 里的历史包袱为股权分散与实际控制权不明，使管理层始终处于主导权的四方争夺中牵扯大量精力；相反，无可争辩的清晰控制权，使美的在战略转型、继承人这两个治理层面的至高点上相对格力具压倒性优势！此番格力集团股权转让可能涉及控制权归属，一种可能下董明珠联合经销商共同成实际控制人，如此格力由国企变身民企，但接盘所需资金量巨大；另一种可能引入战略投资者，如此管理层协同新股东执掌企业；随着公司治理进一步理顺，如格力的根本性掣肘有所改善，那么格力的多元化空间亦有望打开。

如此，本文以为未来格力估值折价改善的第一重契机来自于混改预期的落地（以及，落地后格力能否由“家长式驱动”转换为一家“制度式驱动”的公司呢？）、第二重契机则来自于市场结构的更迭。近年投资者结构转变诞生了诸多不可逆趋势，颠覆以往共识，譬如高 ROE 标的波动率小、低 ROE 标的反而风险更大，市场风格过往给予小公司溢价，未来则可能给予以格力为代表的“确定性溢价”。

图表 32：2013 年至今格力、美的 PE 及溢价率



来源：wind，中泰证券研究所



## 八、未来，多元化之辩与或有的挑战？

### 挑战之一：格力的多元化之路能后来居上吗？

- ✓ 大部分消费者或许不知，格力曾在 2015 年出过手机，不过并不热卖
- ✓ 格力 50 亿收购长园进入新能源汽配领域，同时注资 10 亿的芯片公司成立
- ✓ 格力家电已全覆盖，除家用空调、中央空调外，冰洗厨热、生活电器（电饭煲、电磁炉、净化器等）应有尽有
- ✓ 格力横跨产业链上下游，零部件自产自用，旗下拥有凌达压缩机、凯邦电机、新元电子一批子公司
- ✓ 格力 2013 年成立自动化制造部门，2017 年五轴联动数控机床问世，标志着格力踏上智能制造之路

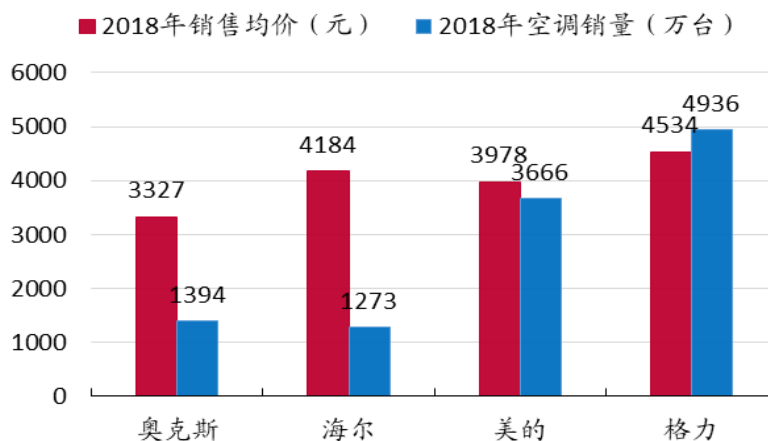
考虑已是全球第一的空调巨头，格力正致力于业务结构转型，其中最具争议的当属涉足手机与新能源汽车。格力的多元化尝试尚处初期，一方面全球化程度不高，海外占比仅 12.5%（远低于美的海尔 40-50%）、毛利率仅 10.53%（远低于内销毛利率 40%）；另一方面其它领域进展尚不足以媲美格力在空调主业的优势地位，最新年报提及继续向更具竞争力的“多元化科技型全球工业集团”迈进，完善 A 空调、B 生活电器、C 高端装备、D 通信设备为支柱的四大领域，显然，格力的多元化还刚刚启程。本文以为：

多元化是一把双刃剑，未来如能在能力圈内补强协同，可推动持续成长，反之亦然，格力多元化之路留待我们观察。

### 挑战之二：格力模式能与时俱进吗，高效时代的经销商重要性是否一如从前？

基于空调的淡旺季属性，格力曾以深度绑定的经销商体系打下渠道江山，近年线下饱受电商冲击，美的在智能化懒人化零售型产品已大放光彩，似乎更迎合年轻一代消费习惯；更有三年跃居线上第一的奥克斯，凭借深度绑定电商渠道与一盘货模式快速崛起。未来，格力模式还能一如既往么？

图表 33：空调行业 TOP4 均价、出货量



来源：wind，中泰证券研究所

格奥之争可以视为近年家电渠道变革和消费趋势变化的信号。奥克斯的核心在于“新模式+性价比”，落点在于模式（抓住一块高增长的细分群体），其崛起让市场质疑格力模式能否经受时代的挑战、能否匹配消费分层下的性价比诉求。

本质上，作者以为格力竞争优势的关键在于“品牌溢价+规模效应”，最终落点在于产品力。因而本文有三点非共识思考：

**首先，关乎品牌：价格不一定奏效于品质和体验。**

价格策略虽短期奏效于市场份额，但长期可能引发品牌形象定位的摇摆和模糊；获消费者认可的品牌溢价是关键，诚如爱马仕溢价高于 LV，当前格力的竞争策略有效聚焦产品而规避价格是为明智之举。

**其次，关乎渠道：渠道的变是永恒的，因为消费趋势在不断跃迁，今天消费选择的多元化造就了渠道的多样性。**

目前，我们业已看到的格力是：

- 1、对电商渠道投入仍相对少，电商市占率偏低（但已与阿里京东苏宁国美等建立合作、与恒大华发签署工程协议）
- 2、已设 26 家区域销售公司，4 万家网点，2018 较 2017 同比+12.5%（继续坚持深耕三四级市场并完善专卖线布局）

而奥克斯在电商快速崛起的同时也正遭遇挑战：

- 1、面临渠道的过度依赖性问题（80%依赖电商是否即将遭遇增长瓶颈）
- 2、当转移线下，发现大量线下网点已被先发的京东/苏宁渠道商所快速收割……

我们认为企业在适应渠道的同时也应克服单一渠道的依赖性，因为渠道结构会不断变化，未来线上线下或许平分天下。

**再者，关于盈利：活在当下还是活在未来。**

长远看，只有能赚钱的模式才是可持续的模式，才是“好模式”；获利弹性大的公司更能保持长效竞争力。

空调格局历来稳固为市场共识……但今天已没有一成不变的行业稳态和绝对的护城优势，关键在于已具先发优势的龙头公司之治理应对需与时俱进，不同时代环境下采取得当策略以持续巩固其优势地位！

## 全文总结

- ✓ 通过复盘空调业成长史，本文发现格力市值演绎的高成长期对应了竞争优势确立后的寡头垄断期，也匹配了格力 ROE 的持续攀升期，公司本身极具特性，剖析其周期性、股权结构、经营模式&ROE 特征，可一一解读其核心竞争优势，从产品视角、模式视角与管理视角，成就格力为专业化的空调领跑者.....
- ✓ 通过对周期性与成长性的回溯，本文寻找一定假设下的格力 PE、PB、市值底部区域的参考，推导格力长、短期收益来源，发现长周期下格力市值与业绩增长步伐一致，但短周期内同样存在剧烈的估值波动，空调增速直接影响估值弹性.....
- ✓ 通过解构历史投资收益与买点，本文发掘，格力的潜在收益率取决于对后市的盈利预期+估值的相对位置，最佳买点是在周期出现拐点从而估值压制消除，方法则是捕捉稳健成长下的周期拐点信号，推算保守预测下公司的市值增长空间.....
- ✓ 文末，基于对三个问题的引申，本文从行业增速重要性、估值定价的成因与解决、未来或有的挑战思考得到非共识性结论。依据本文盈利预测，未来 3 年业绩增速分别为 10%、15%、16%，首次覆盖，给予增持评级，以此，作为对公司下一阶段的投资参考。

## 风险提示

1. 终端需求下行风险;
2. 原材料价格上涨风险;
3. 外销与汇率波动风险;
4. 多元化不及预期风险;
5. 全球化不及预期风险;
6. 混改方案不及预期风险。

图表 34: 盈利预测

**损益表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	150,020	200,024	215,865	240,109	271,271
增长率	36.2%	33.3%	7.9%	11.2%	13.0%
营业成本	-99,563	-138,234	-147,232	-163,857	-185,138
% 销售收入	66.4%	69.1%	68.2%	68.2%	68.2%
毛利	50,457	61,790	68,633	76,253	86,133
% 销售收入	33.6%	30.9%	31.8%	31.8%	31.8%
营业税金及附加	-1,513	-1,742	-1,880	-2,091	-2,362
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-16,660	-18,900	-25,904	-27,613	-29,840
% 销售收入	11.1%	9.4%	12.0%	11.5%	11.0%
管理费用	-6,071	-4,366	-4,749	-4,802	-5,425
% 销售收入	4.0%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	26,212	36,783	36,101	41,747	48,505
% 销售收入	17.5%	18.4%	16.7%	17.4%	17.9%
财务费用	-431	948	-2,159	-2,401	-2,713
% 销售收入	0.3%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	264	262	260	257	255
公允价值变动收益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	0	0	0
% 税前利润	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26,451	38,145	34,202	39,603	46,048
营业利润率	17.6%	19.1%	15.8%	16.5%	17.0%
营业外收支	491	277	809	809	809
税前利润	26,941	38,422	35,011	40,412	46,857
利润率	18.0%	19.2%	16.2%	16.8%	17.3%
所得税	-4,109	-4,894	-5,398	-6,244	-7,253
所得税率	15.3%	12.7%	15.4%	15.5%	15.5%
净利润	22,509	26,379	29,093	33,653	39,093
少数股东损益	107	176	184	213	248
归属于母公司的净利润	22,402	26,203	28,909	33,440	38,845
净利率	14.9%	13.1%	13.4%	13.9%	14.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,509	26,379	29,093	33,653	39,093
加: 折旧和摊销	2,033	3,110	3,176	3,269	3,362
资产减值准备	264	262	0	0	0
公允价值变动损失	-9	-46	0	0	0
财务费用	1,533	-1,113	2,159	2,401	2,713
投资收益	-397	-107	0	0	0
少数股东损益	107	176	184	213	248
营运资金的变动	-13,335	-10,216	23,712	-21,411	24,318
经营活动现金净流	16,359	26,941	58,140	17,912	69,485
固定资本投资	-203	-1,547	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-62,253	-21,846	569	-2,342	-1,941
股利分配	0	0	-10,279	-11,890	-13,811
其他	-2,269	2,514	-24,005	-2,401	-2,713
筹资活动现金净流	-2,269	2,514	-34,284	-14,291	-16,524
现金净流量	-48,164	7,609	24,425	1,279	51,020

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610	113,079	137,504	138,783	189,803
应收款项	38,324	43,908	53,410	54,838	67,458
存货	16,568	20,012	18,047	24,309	23,548
其他流动资产	17,032	22,713	24,997	23,459	25,952
流动资产	171,535	199,711	233,957	241,389	306,761
% 总资产	79.8%	79.5%	83.0%	83.7%	87.1%
长期投资	2,802	5,005	5,020	5,005	5,012
固定资产	17,482	18,386	15,626	12,863	10,098
% 总资产	8.1%	7.3%	5.5%	4.5%	2.9%
无形资产	3,604	5,205	6,419	7,543	8,576
非流动资产	43,433	51,523	47,778	46,849	45,427
% 总资产	20.2%	20.5%	17.0%	16.3%	12.9%
资产总计	214,968	251,234	281,735	288,238	352,188
短期借款	18,646	22,068	0	0	0
应付款项	61,067	64,228	97,760	82,499	121,168
其他流动负债	67,777	71,391	71,391	71,391	71,391
流动负债	147,491	157,686	169,151	153,890	192,559
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	642	833	833	833	833
负债	148,133	158,519	169,984	154,724	193,392
普通股股东权益	65,595	91,327	110,179	131,729	156,763
少数股东权益	1,240	1,388	1,572	1,785	2,033
负债股东权益合计	214,968	251,234	281,735	288,238	352,188

**比率分析**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	3.72	4.36	4.81	5.56	6.46
每股净资产 (元)	10.90	15.18	18.32	21.90	26.06
每股经营现金净流 (元)	2.72	4.48	9.66	2.98	11.55
每股股利 (元)	0.00	0.00	1.71	1.98	2.30
<b>回报率</b>					
净资产收益率	34.15%	28.69%	26.24%	25.39%	24.78%
总资产收益率	10.47%	10.50%	10.33%	11.68%	11.10%
投入资本收益率	-47.09%	-70.51%	-129.89%	-72.15%	-141.82%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	36.24%	33.33%	7.92%	11.23%	12.98%
EBIT增长率	107.45%	39.16%	-2.27%	15.76%	16.29%
净利润增长率	45.27%	16.97%	10.33%	15.67%	16.16%
总资产增长率	17.87%	16.87%	12.14%	2.31%	22.19%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	11.1	12.7	11.4	11.4	11.4
存货周转天数	30.7	32.9	31.7	31.8	31.8
应付账款周转天数	115.9	95.8	115.3	115.3	115.3
固定资产周转天数	42.2	32.3	28.4	21.4	15.2
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-141.29%	-124.51%	-124.19%	-142.16%	#REF!
EBIT利息保障倍数	61.1	-38.7	16.6	17.3	17.8
资产负债率	68.91%	63.10%	60.33%	53.68%	54.91%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。