

独立自主走出空调通途

——格力电器首次覆盖报告

持有|首次推荐

报告要点:

● 公司是国内空调业龙头，公司已逐渐向多元化工业集团转型

公司通过自主研发，空调产品已涵盖20个大类、400个系列、12700多个品种规格。公司通过自产化逐步降低空调成本，逐渐将上游自产部件从钣金、注塑发展到空调核心部件压缩机。并向更高端的机器人、数控机床突破。目前公司拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌，形成空调（包含上游产品2018年占比96.5%）、生活电器（2018年占比1.9%）、高端装备（2018年占比1.6%）、通信设备四大支柱业务领域。

● 以品质创品牌，以规模获市场

公司经历了从“品类多元化”到“品类专一化、产品多元化”再到“沿产业链多元化”直至目前“品类多元化”的发展过程，空调品类占比由2004年98.1%降低至2018年77.8%，而与空调相关零部件及采购业务则增长至4.0%以及14.7%。公司坚持以空调为主的战略，“出精品、创名牌、上规模、创世界一流水平”，空调市占率由2003冷年15.2%增长至2018冷年36.9%。

● 独有的渠道助格力增长

从1994年至今，格力在不断变化的厂、商关系中通过股权绑定的方式建立了一套独特的渠道体系。并在2004年开始通过自建专卖店，获得了制衡全国性销售渠道的销售网络。这套销售体系使得格力可以通过淡季打款以及年终返利等形式提前获得生产所需现金流。随着销售渠道逐渐线上化，格力采取“品质电商”策略，采用产异化产品与京东、阿里等线上渠道达成战略合作。

● 投资建议与盈利预测

随着空调行业发展逐渐平稳，公司历史增长最大推动因素的行业增速以及公司份额提升也逐渐稳定。但线上及县级以下市场由于仍有增量空间将保持超越行业增速的增长。在传统销售领域，库存周期影响将逐渐加重。格力或将通过研发保持空调竞争力并通过拓展多元化的方式继续维持公司增长。我们预测公司2019-2021年EPS为4.6、4.9以及5.4元，PE为12.6、11.8以及10.7。我们认为随着公司多元化布局的完善，估值或将进一步提升，目标价格65元/股，首次覆盖，给予公司“持有”的投资评级。

● 风险提示

空调市场增长不及预期、格力多元化不及预期、零售渠道出现变革。

当前价/目标价：57.82元/65元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：65.0 / 35.68

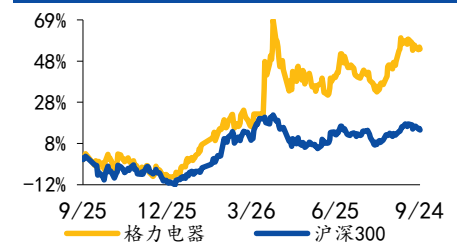
A股流通股（百万股）：5969.92

A股总股本（百万股）：6015.73

流通市值（百万元）：345180.73

总市值（百万元）：347829.56

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 邢瀚文

电话 021-51097188-1833

邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150019.55	200024.00	211949.71	226846.54	248834.73
收入同比(%)	36.24	33.33	5.96	7.03	9.69
归母净利润(百万元)	22400.48	26202.79	27714.79	29417.38	32564.39
归母净利润同比(%)	44.86	16.97	5.77	6.14	10.70
ROE(%)	34.14	28.69	25.14	24.46	24.64
每股收益(元)	3.72	4.36	4.61	4.89	5.41
市盈率(P/E)	15.53	13.27	12.55	11.82	10.68

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目 录

1. 好空调，格力造	5
1.1 公司股权结构变化	5
1.2 公司发展历程	7
1.3 公司财务分析	9
2. 以品质创品牌，以规模获市场	12
2.1 稳步推进的多元化进程	12
2.2.1 初步尝试多元化发展	13
2.2.2 专注空调，品类多样化	14
2.2.3 零件自产化带来品类多元化	17
2.2 产能扩大，成本优势铸深厚护城河	20
2.3 以研发树品质，以品质立品牌	26
3. 独有的渠道助格力增长	33
3.1 兴起于个人主义时代	33
3.2 大户模式获行业龙头交椅	34
3.3 “发展大户，均衡大户”的后大户模式	36
3.4 联合代理解决区域纷争	37
3.5 专业代理模式达到厂、商均衡	38
3.6 以专业代理为核心，以不变应万变	39
4. 内部控制体系逐步完善	42
5. 估值与盈利预测	42
5.1 历史估值与股价走势	42
5.2 这个时点我们怎么看	45
5.2.1 格力历史增长影响因素有哪些	45
5.2.2 格力未来增长在哪里	47
6. 风险提示	49

图表目录

图 1：以空调为中心，纵横扩张，逐步扩大产能	5
图 2：公司 2019 年 H1 主要持股股东	6
图 3：目前格力集团共持股 18.2%，京海担保投资持股 8.9%	6
图 4：陆股通持有公司股份持续增长（截至 2019 年 9 月 23 日）	7
图 5：格力已从单一家用空调发展成多元化企业	7
图 6：公司以空调为支撑，逐渐向多元化发展	8
图 7：随着行业竞争格局集中，公司零部件业务高端化，公司毛利逐年提高 ..	9
图 8：公司始终拥有较好的费用控制能力	9
图 9：非空调业务的增长使得总毛利率略有下降	10
图 10：空调生产规模扩大，公司在零部件以及原料出售获得外溢效应	10

图 11: 公司与美的已形成行业双寡头.....	10
图 12: 2004 年开始行业龙头毛利率稳健提升.....	11
图 13: 龙头 ROE 保持稳健.....	11
图 14: 龙头 ROA 维持平稳.....	11
图 15: 公司经历了多元——专一——多元的过程.....	12
图 16: 1993 年到 1998 年分体机占比大幅提升.....	14
图 17: 行业产量&格力产量.....	15
图 18: 空调能效提升, 噪音降低, 制热制冷能力提高.....	16
图 19: 公司产品品类迅速扩张.....	17
图 20: 公司自 2013 年开始进入智能装备领域.....	18
图 21: 美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头 (08 年内环、17 年外环).....	18
图 22: 零部件从满足自产转为外销.....	19
图 23: 工业制品业务增速自 2014 年开启新一轮增长.....	19
图 24: 扩产能, 发力零部件, 企业获得成本优势.....	20
图 25: 2002-2006 原材料价格大幅上涨.....	21
图 26: 2006 年后原材料价格变化总体稳定.....	21
图 27: 推测空调成本累计变化 (2002 年为基年).....	21
图 28: 推测公司出厂价.....	22
图 29: 格力零售价稳定上升.....	22
图 30: 公司产能不断扩大.....	23
图 31: 压缩机基本覆盖空调产能.....	24
图 32: 电机产能大幅提升.....	24
图 33: 2010 年公司地域销售占总收入比例.....	25
图 34: 向主要销售地域开设工厂.....	25
图 35: 公司逐渐实现了完善的自主生产能力.....	26
图 36: 公司自 2000 年至今专利 CAGR 为 43.0%.....	26
图 37: 公司技术人员数量近 20 年增长近 32 倍.....	27
图 38: 每一次的渠道模式改变均为厂、商关系的再次博弈.....	33
图 39: 董明珠董事长在推广阶段业绩占全公司 20%.....	34
图 40: 淡季返利使得公司营收波动更加平缓.....	35
图 41: 淡季返利改变了销售淡季现金流不足的问题.....	35
图 42: 联合代理模式下格力渠道结构.....	37
图 43: 2004 年后全国性零售网络的发展使得网络话语权逐渐增大.....	39
图 44: 在“国美事件”后, 公司加速专卖店建设.....	39
图 45: 格力渠道随着零售业态的变化而逐渐变化.....	40
图 46: 公司线上销售快速增长.....	40
图 47: 公司应收、应付以及存货周转天数历史表现.....	41
图 48: 内部控制体系逐步完善.....	42
图 49: 1997-2004 年估值中枢从 25 下降至 15.....	43
图 50: 1997-2004 年股价基本保持稳定 (前复权).....	43
图 51: 2004-2008 年估值提升至高位后又回到中枢.....	43

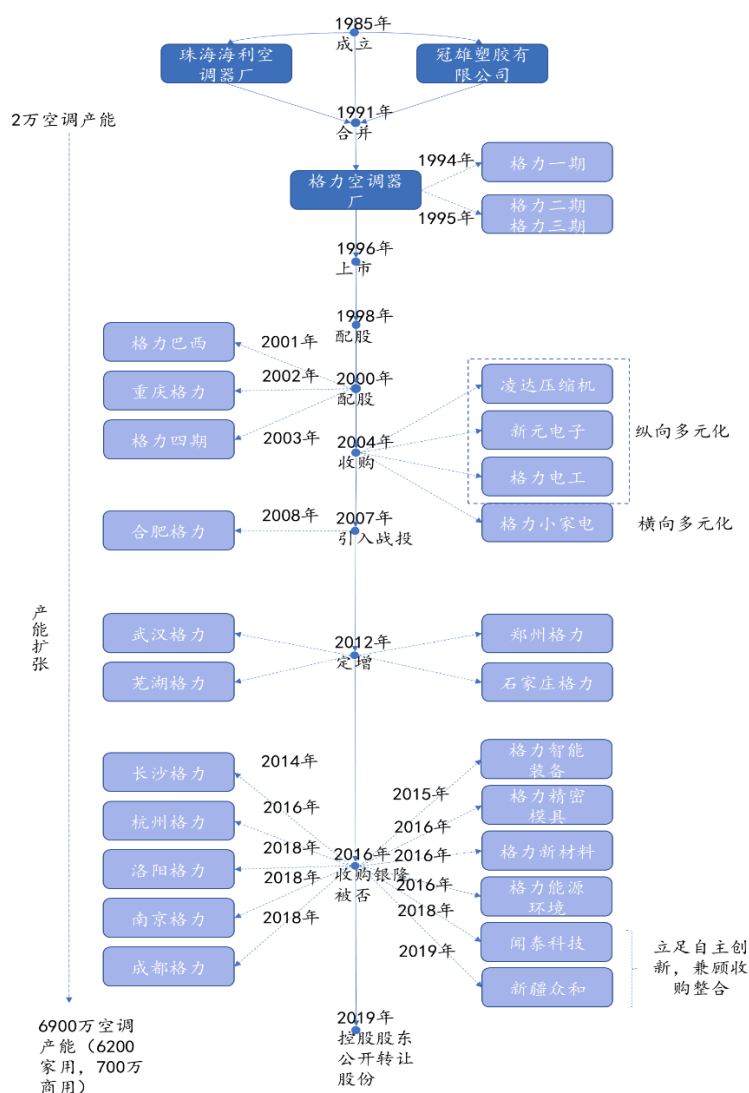
图 52: 2004-2008 年股价高位后回到中位 (前复权)	43
图 53: 2008-2014 年估值持续走低	44
图 54: 2008-2014 股价持续走高 (前复权)	44
图 55: 2014 年至今公司估值在 8-14 宽幅震荡	44
图 56: 2014 年至今公司股价再创新高 (前复权)	44
图 57: 对比历史股价变动, 营收增速的下滑使得股价走低	45
图 58: 居民可支配收入持续提升	45
图 59: 居民空调保有量逐年提升, 但农村仍有空间	46
图 60: 行业产量逐渐扩大	46
图 61: 变频空调成为大趋势	48
表 1: 我国空调行业产能始终处于过剩状态	12
表 2: 经过四年扩股, 公司在 1996 年形成多品类布局	13
表 3: 1996 年公司生产品类	13
表 4: 上市后格力与春兰采取不同策略	15
表 5: 公司零部件产品逐渐高端化	18
表 6: 七大销售区域比例相对稳定, 华东略有提升	25
表 7: 公司研究机构逐年增加	27
表 8: 格力企业标准高于国家、国际标准 (一)	28
表 9: 格力企业标准高于国家、国际标准 (二)	29
表 10: 格力纳入国家科技计划 (一)	29
表 11: 格力纳入国家科技计划 (二)	30
表 12: 格力纳入国家科技计划 (三)	31
表 13: 格力纳入国家科技计划 (四)	32
表 14: 个人推广模式优缺点	34
表 15: 大户模式使公司迅速成长	35
表 16: 后大户模式开始对大户进行制衡	36
表 17: 联合代理模式通过股权解决区域纷争	37
表 18: 联合代理模式下各级组织的权责	37
表 19: 专业代理模式使得厂商利益均衡	38
表 20: 发改委等部门对家电产品更新及节能提出新的要求	47
表 21: 公司分产品增速	48

1. 好空调，格力造

1.1 公司股权结构变化

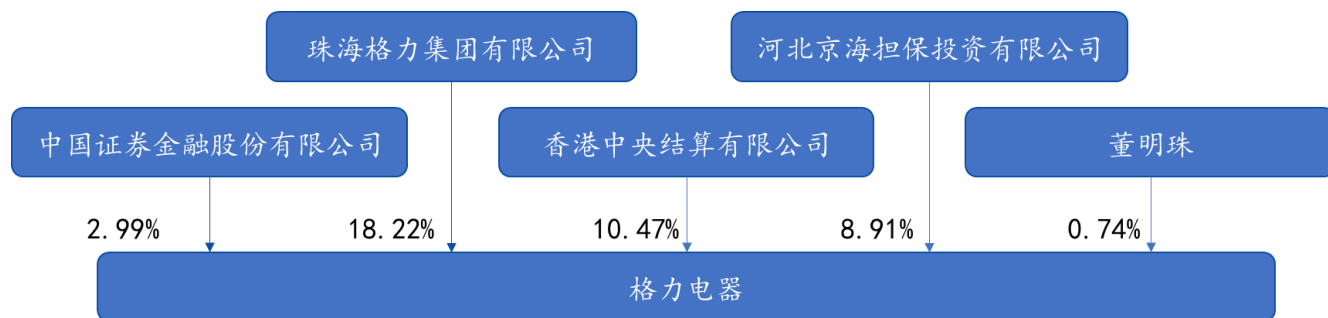
格力电器成立于1991年，其前身为珠海市海利冷气工程股份有限公司，公司于1989年12月由珠海经济特区冷气工程有限公司空调器厂、珠海经济特区塑胶工业公司、珠海经济特区冠英贸易公司改组成立。公司最初以生产空调为主，辅之以生产干衣机、抽湿机和电风扇。在1996年上市后，公司逐渐聚焦到空调行业，通过扩大产能、自主研发的独立自主发展的道路逐渐成为全球最大的空调生产厂商。据日本经济新闻社发布的报告，2018年格力电器全球占有率达到20.6%，超出第二名近6个百分点。

图1：以空调为中心，横纵扩张，逐步扩大产能



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

图 2：公司 2019 年 H1 主要持股股东

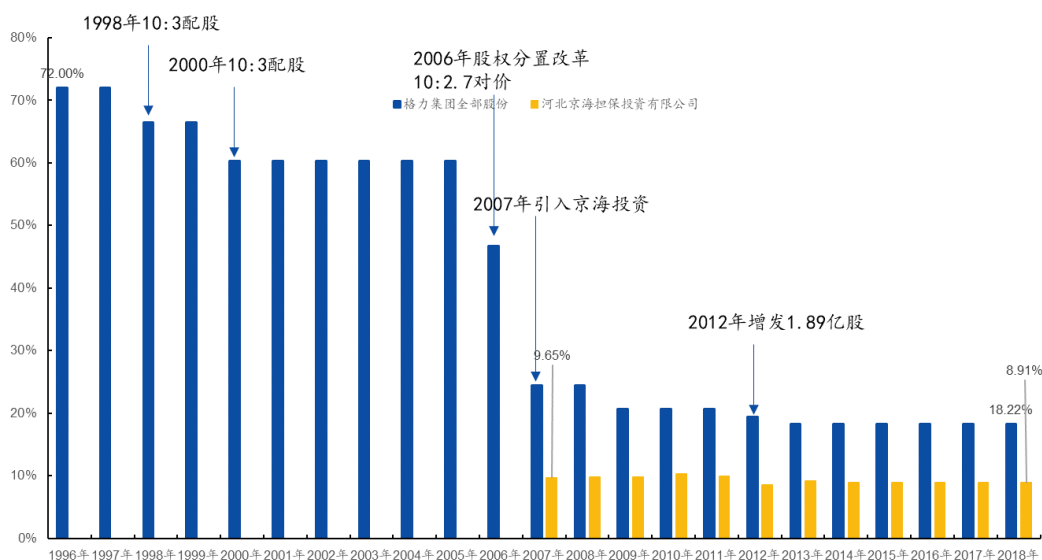


资料来源：Wind，国元证券研究中心

目前格力电器第一大股东为珠海格力集团有限公司，持股比例 18.2%；香港中央结算有限公司持股 10.5%；公司经销商河北京海担保投资有限公司持股 8.9%；公司董事长董明珠女士持股 0.7%。

大股东珠海格力集团有限公司于 2019 年 4 月 9 日发布公告称拟通过公开征集受让方的方式协议转让公司部分股权（总股份的 15.0%），这将为格力集团执掌格力电器的近三十年历史画上句号。在 1996 年上市时，格力集团通过珠海格力集团有限公司、珠海格力房地产有限公司、珠海华声实业股份有限公司持有格力电器 72.0%的股份，经历了 1998 年、2000 年配股，2006 年股权分置改革，2007 年引入京海担保投资有限公司，2012 年增发之后，持股比例降低至 18.2%。

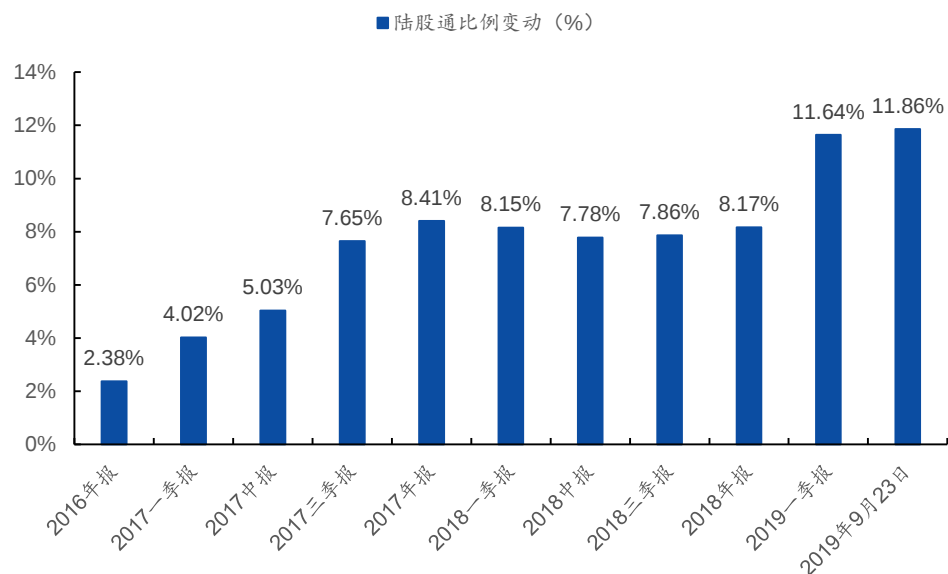
图 3：目前格力集团共持股 18.2%，京海担保投资持股 8.9%



资料来源：Wind,公司公告，国元证券研究中心

在沪港通开通后，公司受到了港资的青睐。陆股通持股比例由 2016 年年报的 2.4% 增长至 2019 年一季度的 11.6%。

图 4：陆股通持有公司股份持续增长（截至 2019 年 9 月 23 日）

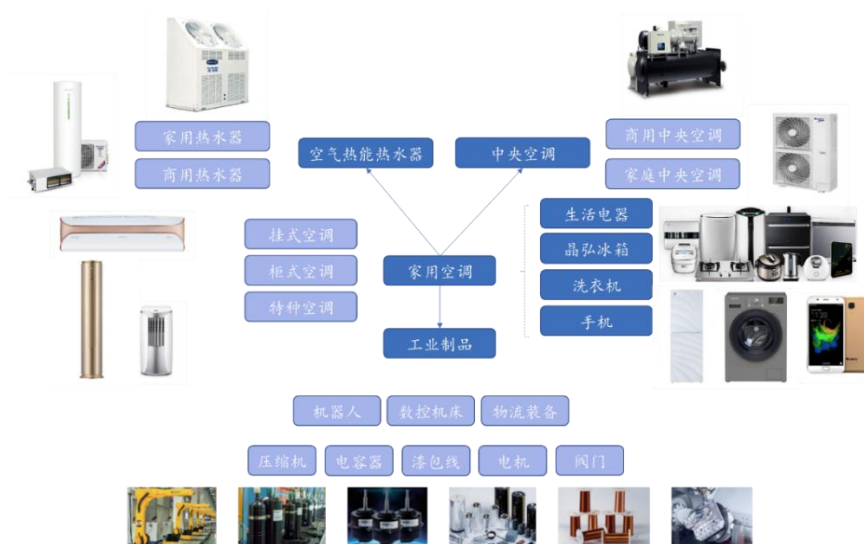


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 公司发展历程

公司通过自主研发，空调产品已涵盖 20 个大类、400 个系列、12700 多个品种规格；通过对空调相关上游领域的延伸，公司上游产品已从最初的钣金、喷塑发展到掌握空调核心部件压缩机并向更高端的机器人、数控机床突破。同时，公司也凭借格力优秀的品牌力向白电、小家电多元化延伸。目前公司拥有格力、TOSOT、晶弘三大品牌，形成空调、生活电器、高端装备、通信设备四大支柱业务领域。

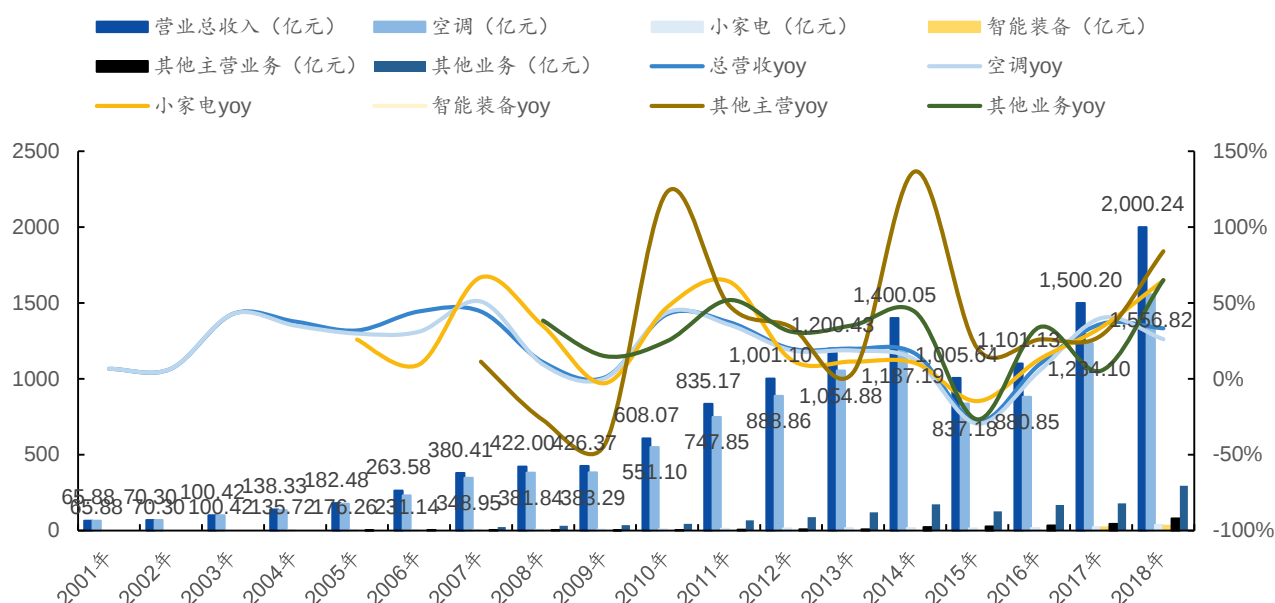
图 5：格力已从单一家用空调发展成多元化企业



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

自 1993 年以来，公司总营业收入年复合增长率为 25.8%，2018 年达到 2000.2 亿元，较 1993 年增长 309 倍。空调业务始终是支撑公司成长的基石，2003 年以来 CAGR 为 20.0%，2018 年空调收入已达到 1556.8 亿元。而随着空调业务规模的扩大以及公司对于上游零部件产业的布局，公司其他主营业务（零配件）以及其他业务（对外销售材料）也保持了 CAGR26.0%以上的增长。从业务构成来看，公司 2017 年开始向上游高端智能装备发起冲击，2018 年该项业务规模已达到 31.1 亿元。随着公司规模的进一步扩张，以空调为核心，沿产业链及相关家电布局的多元化思路愈发明晰。

图 6：公司以空调为支撑，逐渐向多元化发展



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

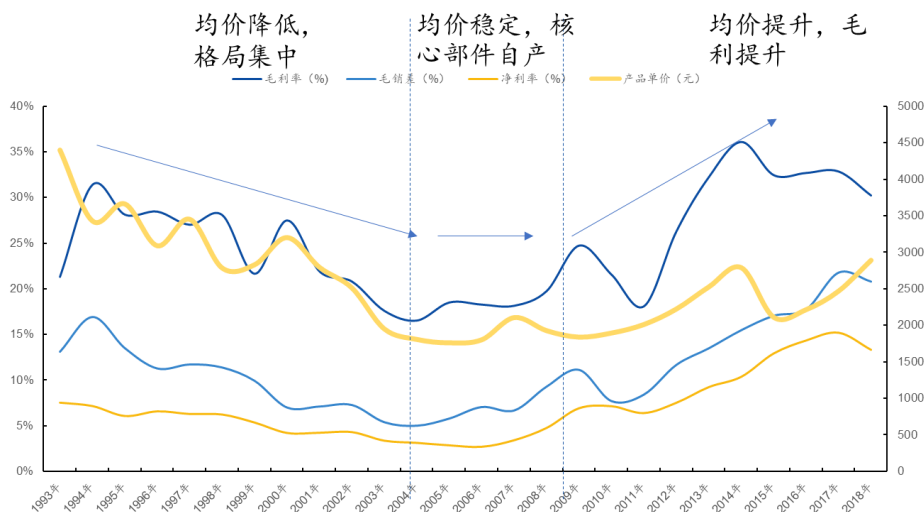
从我国空调历史来看，除了二十世纪九十年代经历短暂的供不应求，空调行业始终处于产能过剩阶段。在各个时间段，空调厂家均使用价格战作为获取更多市场份额的手段。这在格力的毛利率上就表现出三段不同的趋势。从公司成立到 1997 年是整个空调行业的黄金期，虽然空调价格已出现下降趋势（我们估算格力单价从 1993 年 4401 元降低至 1997 年 3452 元），但公司毛利率仍保持稳定。当然，由于逐渐激烈的市场竞争使得公司在费用上的投入提升，公司毛销差从 1997 年 13.1% 降低至 1997 年 11.7%，净利率从 7.5% 降低至 6.3%。

第二阶段是从 1998 年至 2004 年，由于行业激烈竞争，公司产品价格持续走低，而毛利率也从 1998 年的 28.1% 降低至 16.5%，净利率更是降低至 3.1%。在此阶段，公司始终坚持扩大产能、控制费用。2003 年珠海格力四期工程正式竣工投产，使得公司空调总产能达到 800 万台；公司总费用率在此阶段从 21.0% 降低至 14.1%。

2004 年至今则是第三阶段，公司在收购关联方零配件企业后，开始进行空调核心零配件的自主研发生产工作。这使得公司在核心零部件上逐渐摆脱对外的依赖。随着公

司产能的进一步扩大，公司市场占有率也得到进一步提升。公司逐渐获得产品议价权，毛利率也从低位回升至目前 30% 以上，净利率也提高到 2018 年的 13.3%。

图 7：随着行业竞争格局集中，公司零部件业务高端化，公司毛利逐年提高

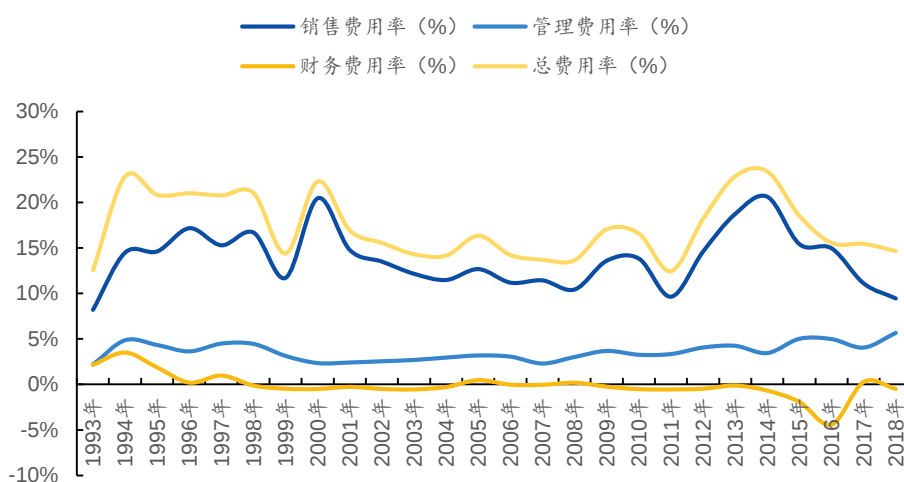


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 公司财务分析

激烈的行业竞争也促使公司在渠道模式上的持续提升，并推出了格力特有的经销商模式。随着我国零售渠道的逐步放开，公司销售模式从最初的上门推销转向大户模式，使得格力初步培育出自己的渠道。随着空调行业竞争的进一步加剧，格力又适时的推出联合代理模式来平衡大型经销商之间的利益，并逐步发展成目前的经销商模式。渠道模式的逐步优化使得公司始终拥有较好的费用控制能力，并在厂、商共同发展的前提下建立了拥有高度掌控力的销售网络。

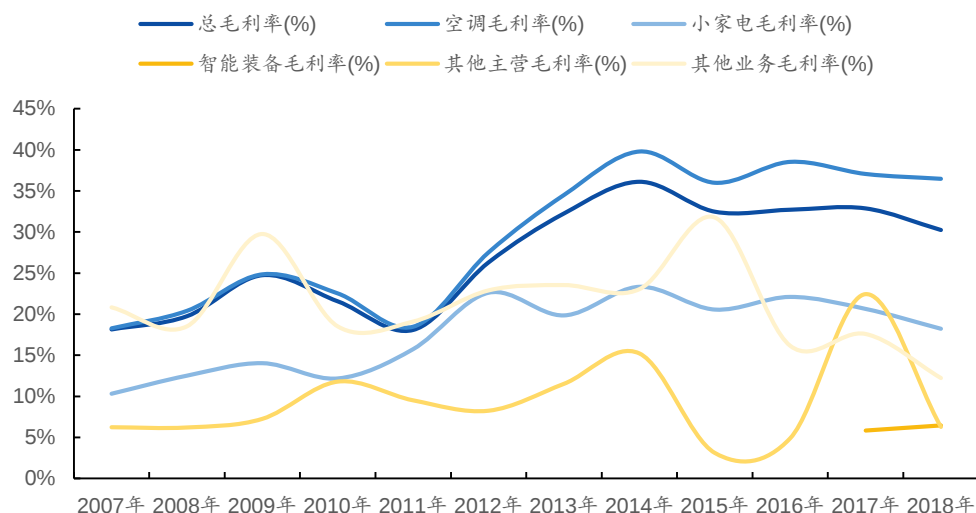
图 8：公司始终拥有较好的费用控制能力



资料来源：Wind，国元证券研究中心

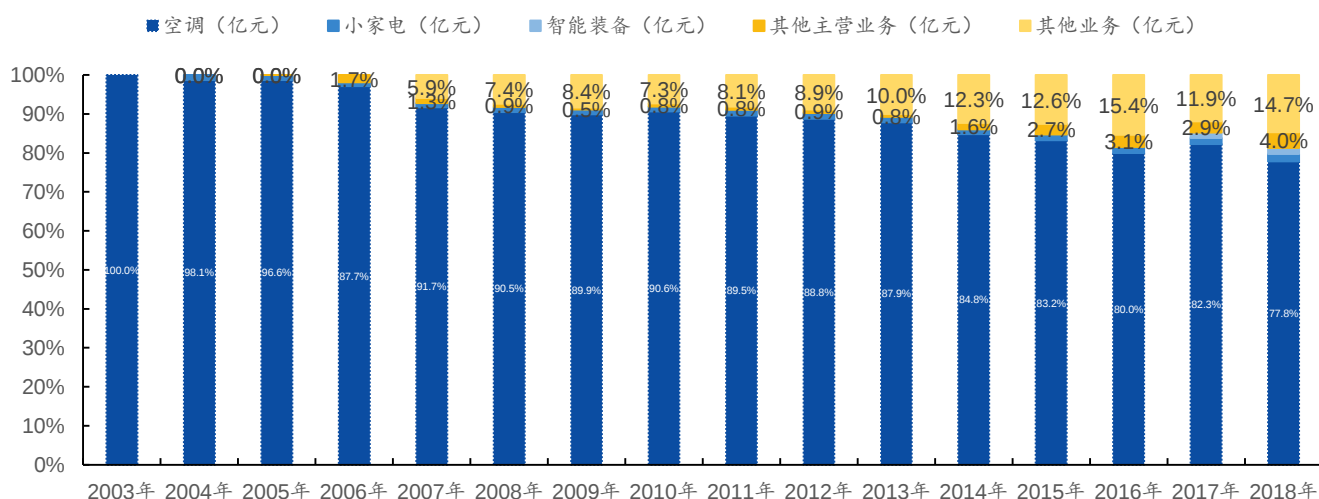
在公司规模逐步提升的过程中，对外零部件销售以及原材料采购也逐渐出现外溢性。2018 年公司其他业务收入占比达到 14.7%，其他主营业务收入占比达到 4.0%，相较于 2007 年分别提升 7.3pct 以及 3.1pct。

图 9：非空调业务的增长使得总毛利率略有下降



资料来源：Wind，国元证券研究中心

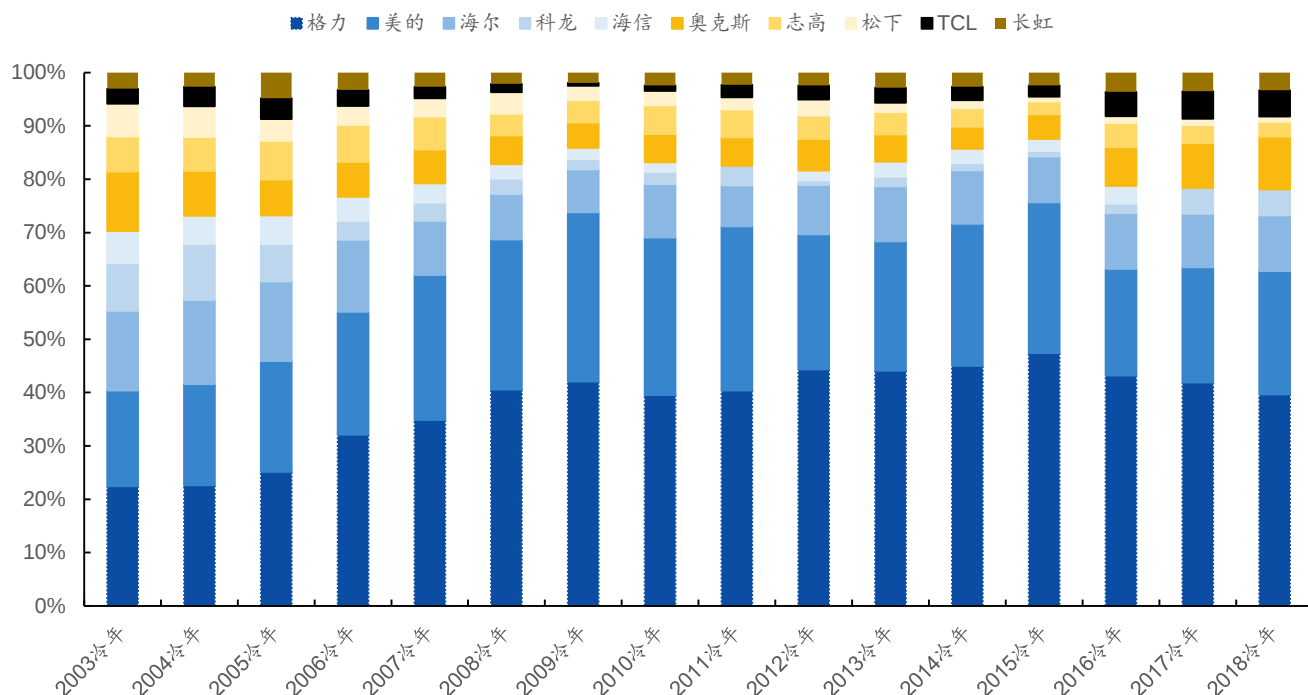
图 10：空调生产规模扩大，公司在零部件以及原料出售获得外溢效应



资料来源：Wind，国元证券研究中心

1994 年起不断加剧的价格战，在 2004 年逐渐偃旗息鼓，伴随着空调内销均价的反弹，行业格局在 2008 冷年初步稳定。据艾肯家电网数据，行业 CR3 市占率从 2003 年冷年 37.4% 增长至 2008 冷年 66.9%。行业龙头格力、美的的市场份额在此阶段迅速提升，分别从 2003 冷年的 15.2%、12.1% 提升至 2008 冷年的 35.1% 以及 24.4%。

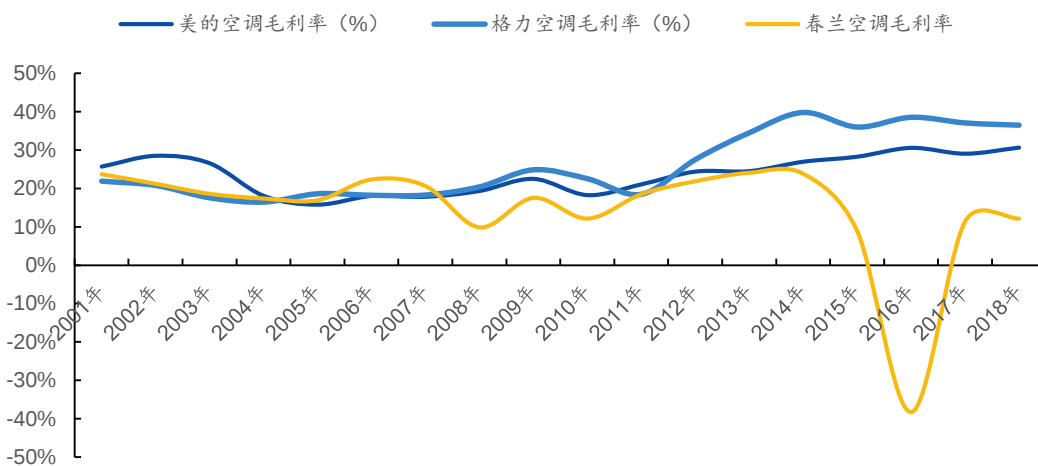
图 11：公司与美的已形成行业双寡头



资料来源：艾肯家电网，国元证券研究中心

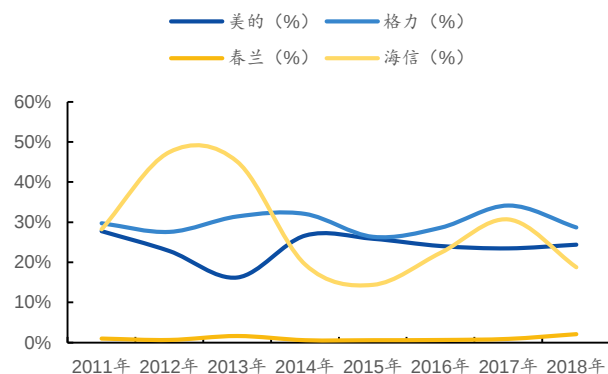
伴随市场份额的提升，行业龙头毛利率、ROE、ROA 等指标保持稳定上行。格力空调毛利率从2004年18.1%增长至2018年30.6%；美的空调毛利率从2004年16.5%至2018年36.5%。

图 12：2004 年开始行业龙头毛利率稳健提升



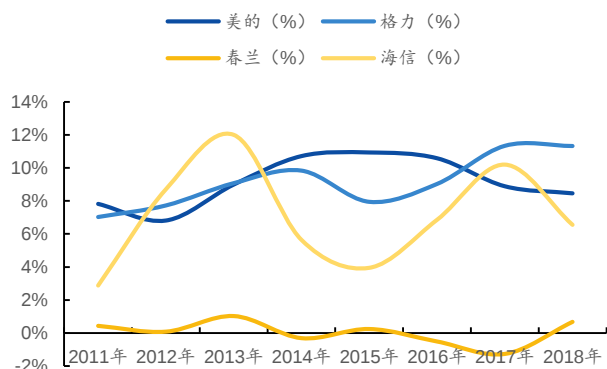
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 13：龙头 ROE 保持稳健



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：龙头 ROA 维持平稳



资料来源：Wind，国元证券研究中心

纵观格力发展历史，我们认为格力的成长受益于三方面因素：**1.不断扩大的行业增长；2.可靠的产品质量；3.优秀的费用控制。**这使得公司在营收、毛利率不断提升的同时费用率一直保持稳健。从公司层面来看，则是公司销售网络的不断创新与扩大、公司产能、研发逐渐增强以及公司内部控制的不断提升。

2.以品质创品牌，以规模获市场

由于市场空间大并且行业具有明显的生产淡旺季，我国空调市场一直处于产能过剩状态。以 1994 年为例，当年生产厂商对于行业看好，纷纷增加产能，全国空调产能达到 500 万台。加上进口产品，最大供给可达到 700 万台，而该年实际销售仅 250 多万台。在这种市场环境下，格力凭借其对品质的严格要求，不断研发满足消费者需求的产品并逐步扩大产能，品牌力逐渐提升，公司市场占比从 1994 年 8.5%增长至 2018 年 27.4%。

表 1：我国空调行业产能始终处于过剩状态

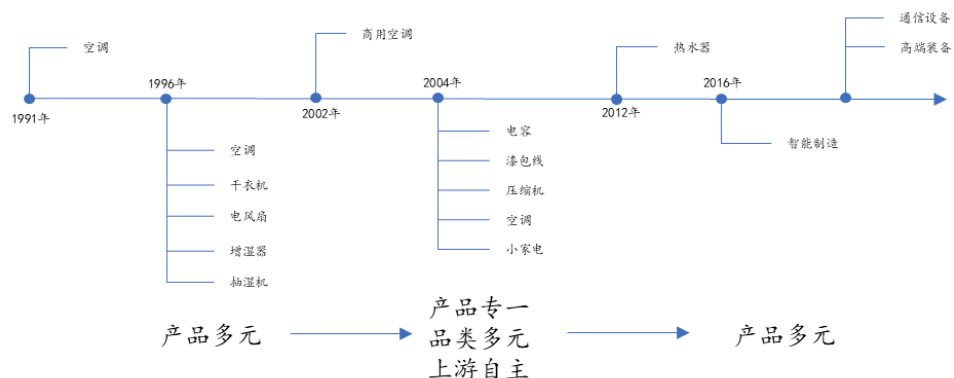
时间	行业产能	行业产量	产能利用率 (%)	格力产量
1994 年	500 万台	380 万台	76%	32.4 万台
2018 年	2.6 亿台	1.8 亿台	69%	4936 万台

资料来源：Wind，《棋行天下》，中国家电网，国元证券研究中心

2.1 稳步推进的多元化进程

公司经历了从“品类多元化”到“品类专一化、产品多元化”再到“沿产业链多元化”直至目前“品类多元化”的发展过程。公司坚持以空调为主的战略，“出精品、创名牌、上规模、创世界一流水平”，空调产销规模逐年扩大、产品品类逐渐丰富。

图 15：公司经历了多元——专一——多元的过程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.2.1 初步尝试多元化发展

1991 年，当冠雄与海利合并时，公司仅是一家拥有 3000 平米厂房，年产能 2 万台的空调新兵。公司产品也局限于窗机，仅可自主生产塑料壳、钣金壳。经过 1989 年到 1992 年的三次扩股，至 1996 年上市时，公司产品覆盖空调、抽湿机、干衣机、增湿器、电风扇等多个品类。空调也已涵盖分体式、窗式、移动式、单元立柜式四大品类。

表 2：经过四年扩股，公司在 1996 年形成多品类布局

时间	方式	募资 (万元)	名称	金额 (万元)	用途	产能
1989 年	扩股	426.18	烫金机	250	处理空调器外壳	空调：2 万台
			净化装置	300	保证表面质量	
			喷涂装置	100	塑料喷涂	
			喷涂烧炉	180	喷涂后烘烤	
			高压泵	70	产生高压烧料	
1991 年	扩股	1598.82	钣金设备	167	钣金、喷涂技术改造	空调：15 万台
			喷涂设备	318		
			干衣机生产线	755	及干衣机生产线的购	干衣机：10 万台
			安装费用	58	置	其他电器：15 万台
			流动资金	290		
1992 年	扩股	11750	六条空调器生产线	2508	厂房扩建及单班年产	空调：75 万台
			配套设备	3098		
			土地转让费	2361	60 万台空调器总装生	其他电器：40 万台
			建筑工程费	5150	产线及配套设备的购	
			设备安装费	233	置	
			配套设备及其他费用	1743		

资料来源：格力电器上市公告书，国元证券研究中心

表 3：1996 年公司生产品类

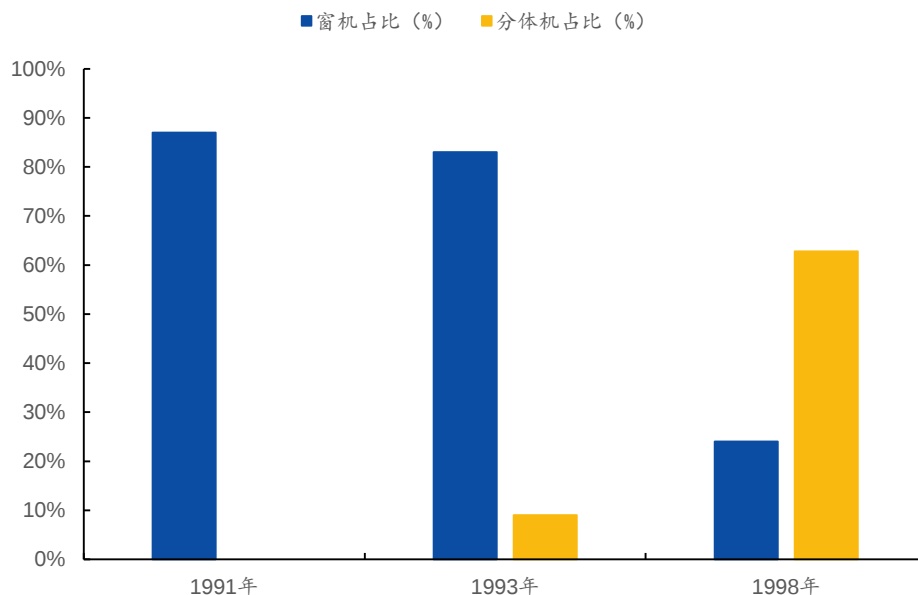
产品类型	产品特点
空调器	制冷快、噪音低、节能省电、性能安全可靠、款式新颖、外形美观。勇于创新、创优。
抽湿机	格力抽湿机是国内首创的新产品。该产品已通过德国 GS 认证,成为中国大陆第一个拿到“欧洲家电市场通行证”的产品。
干衣机	外观设计获国家专利,产销量居全国第一,同时还大量出口到“家电王国”日本。
增湿器	格力牌 CS35 型超声波增湿器耗电小、雾量大、启动快、使用安全可靠。
电风扇	获得数项专利的格力电风扇在中高档风扇中独树一帜。

资料来源：格力电器上市公告书，国元证券研究中心

2.2.2 专注空调，品类多样化

虽然公司在创建初期尝试过品类多元化，但公司始终围绕着空调这一核心品类不断创新发展。1993 年公司在原有的窗机生产上进行了突破，将原有外销产品“空调王”在国内推广。该产品能效比达到 3.3，远超当时国家标准 2.8，耗电仅 540W，并且制冷效果优秀超过进口样机制冷水平。凭借质量可靠、低噪音以及小巧美观被媒体誉为广货“四大天王”。

图 16：1993 年到 1998 年分体机占比大幅提升



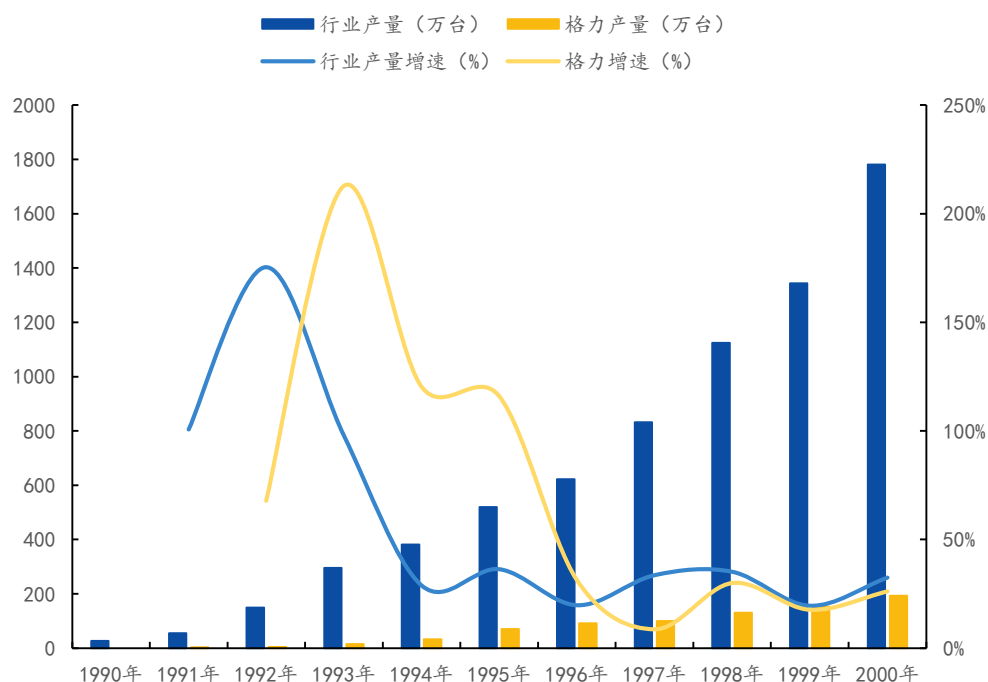
资料来源：《电子质量》，《棋行天下》，国元证券研究中心

在公司上市后，空调市场依旧处于高速发展阶段（1990-2000 年 CAGR 为 52%）。

与竞争对手开始选择品类多元化战略不同，公司迅速将业务聚焦到空调上来，得到快速增长。

公司前董事长朱江洪先生曾对空调行业有如下判断：**1.市场容量巨大，涉及家用、商用，可以说有人生活的地方就有空调需求；2.空调产品质量要求极高，必须用大手笔的手段去运作，才能保证庞大的配件生产体系、质量保证体系、物流体系、销售服务体系的良性运转；3.市场运作营销手段，服务体系独特，这不是单兵作战可以做到的，不专心专业无法做到。**凭借对空调品类的专一以及空调产品本身的多元化策略，1990-2000 年公司 CAGR 为 60.1%，超过行业增速 8.1pct。

图 17：行业产量&格力产量



资料来源：国家统计局，《行棋无悔》，国元证券研究中心

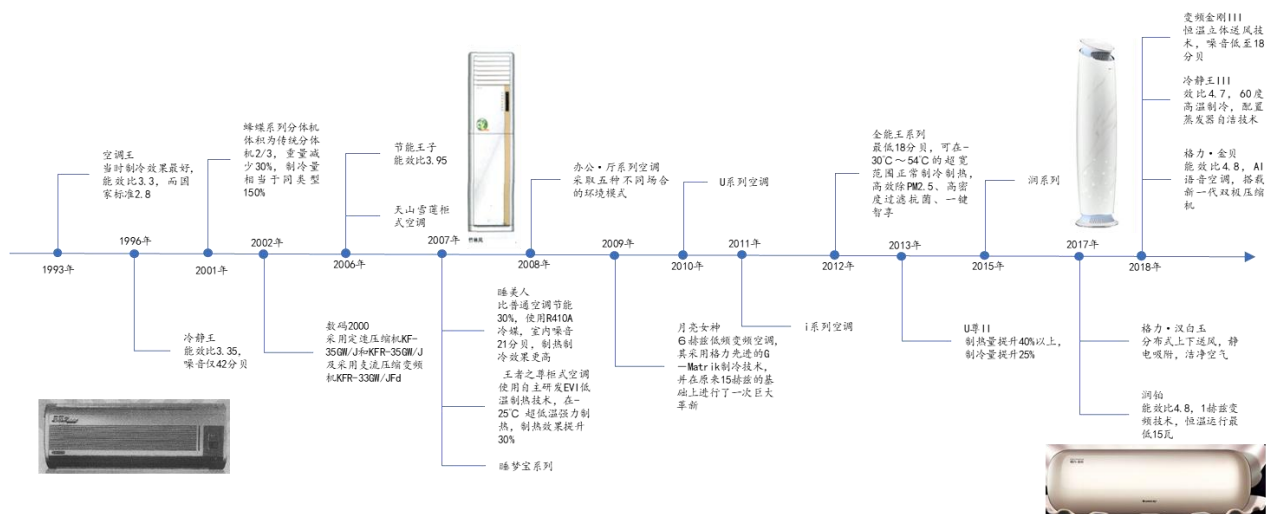
表 4：上市后格力与春兰采取不同策略

公司名称	上市时间	时间	方式	募资（万元）	名称	用途
春兰股份	1994 年	1994 年	自有资金	23073	(1) 投资西安庆安冷机有限公司	生产压缩机
					(2) 投资江苏春兰动力制造有限公司	生产摩托车发动机
					(3) 投资江苏春兰机械制造有限公司	生产摩托车发动机
					(4) 投资江苏春兰摩托车有限公司	生产摩托车
		1994 年	IPO	14000	(1) 原有工厂技改	产能从 6 万提升至 30 万
					(2) 装配钣金四大车间迁移	形成 100 万生产能力
		1998 年	配股	14994	(1) 设立江苏春兰洗涤机械有限公司	年产 20 万洗涤设备
					(2) 研发变频柜式空调器	研制、开发变频柜式空调器项目
					(1) 钣金冲压生产线	
					(2) 柜机喷塑生产线	
格力电器	1996 年	1998 年	配股	27720	(3) 窗机、分体机喷塑生产线	
					(4) 注塑机生产线	
					(5) 控制器生产线	扩大生产
					(6) 热交换器生产线	
		2000 年	配股	45864	(7) 钣金开料生产线	
					(8) 中央空调生产线	
					(9) 实验测试中心	
					(10) 实施 CIMS 工程项目	
					(1) 空调器可视化研究中心	
					(2) 空调器并行研发中心	
2000 年	配股	45864	(3) 兴建新产品空气净化器生产线	增强空调研发能力，扩大生产		
			(4) 扩建中央空调生产线			
			(5) 投资设立格力电器巴西有限公司			

资料来源：格力电器公司公告，春兰股份公司公告，国元证券研究中心

公司坚持“出精品、创名牌、上规模、创世界一流水平”的方针，将研发重点放在与消费者切身相关的能效、噪音、制冷制热能力以及外形等方面，不断为市场提供高质量产品。在 1993 年推出空调王后，1996 年公司又推出能效比达到 3.35 的冷静王，在能效提高的同时，产品噪音降低到 42 分贝；2007 年噪音降低至 21 分贝，产品制热效果提升 30%；2012 年格力已将噪音降至 18 分贝，并可实现-30 度至 54 度超宽范围的制冷制热；2018 年公司产品能效比已可达到 4.8，在能效、噪音、美观性等多方面持续引领行业发展。

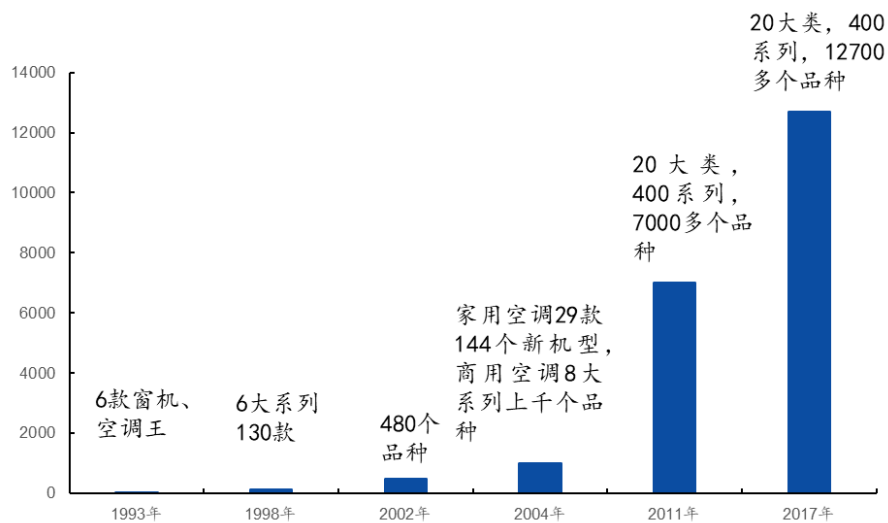
图 18：空调能效提升，噪音降低，制热制冷能力提高



资料来源：国元证券研究中心整理

空调产品的多元化为公司增长提供了强大的动力。公司空调产品从起初的 6 款窗机发展到目前 20 个大类，400 个系列，12700 多个品种，产品已覆盖家用空调、商用空调、冷冻冷藏设备、核电空调、轨道交通空调、光伏空调等多个领域。

图 19：公司产品品类迅速扩张



资料来源：《棋行天下》，《格力——中国空调市场大哥大》，公司公告，国元证券研究中心

2.2.3 零件自产化带来品类多元化

在专注于空调产品多元化、系列化的同时，公司通过沿产业链零部件的多元化布局，实现了零部件自产化到高端化的跨越。1998 年公司通过配股进行钣金、注塑、控制器等产品生产线的建造，使得公司自给率提升，钣金开料、注塑、热交换器自给率从 40% 提高到基本自给，钣金冲压、注塑、控制器自给率从 40% 提高到 70%。2004

年，在收购珠海凌达、格力电工、格力新元之后，公司将自产零配件扩充到压缩机、漆包线、电机、电容等空调核心零部件。在 2010 年公司将已建设完毕的合肥注塑车间及钣金车间出租给合肥世纪精信机械制造有限公司，零部件配给从简单部件自产化向高端化转换。至 2013 年，公司在完成对零部件布局后向数控机床、机器人等高端工业产品发起挑战。

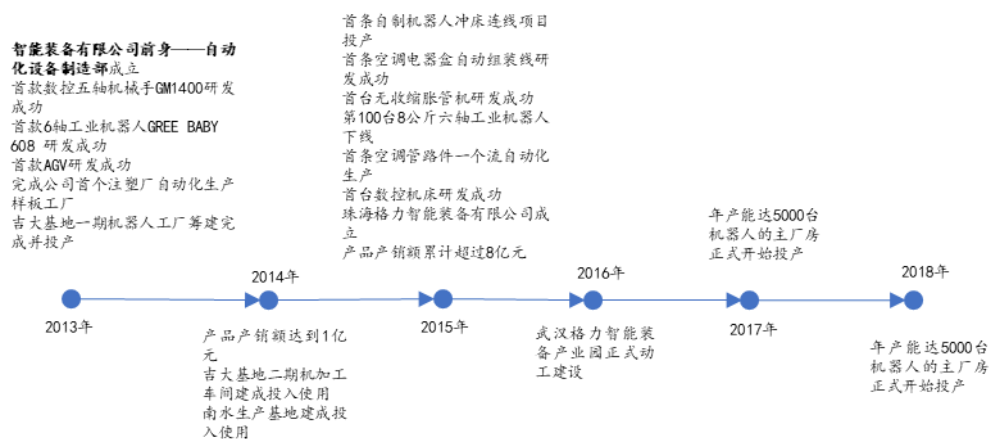
表 5：公司零部件产品逐渐高端化

时间	事件	内容	对公司影响
1998 年	1998 年配股	(1) 钣金冲压生产线 (4) 注塑机生产线 (5) 控制器生产线 (6) 热交换器生产线 (7) 钣金开料生产线	钣金开料、注塑、热交换器自给率从 40% 左右提高到基本自给；钣金冲压、注塑、控制器自给率从 40% 左右提高到 70% 左右。
2004 年	收购凌达、格力电工、新元以及小家电	凌达压缩机 格力电工 格力新元 格力小家电	向高端零件发展
2010 年	出租合肥厂房	出租合肥注塑车间 出租合肥钣金车间	公司出于生产和业务调整需要，决定不再自行经营注塑和钣金业务，外包给合肥世纪精信机械制造有限公司生产
2013 年	成立自动化设备制造部	生产智能装备	从零部件到智能装备产业链
2014 年	成立工业制品经营部	格力工业制品销售	打造出多个工业设备强势品牌

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

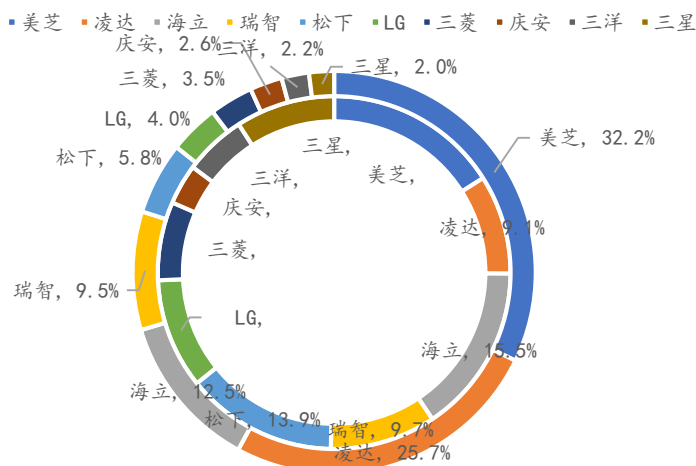
目前，公司已拥有 5000 万压缩机、7000 万电机、12 万吨漆包线和 60 万千米电子线的生产能力，并依托格力智能装备 4 大生产基地及 3 大研发中心实现以智能装备、数控机床、精密模具、机器人、精密铸造设备等为主的高端装备领域布局。

图 20：公司自 2013 年开始进入智能装备领域



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

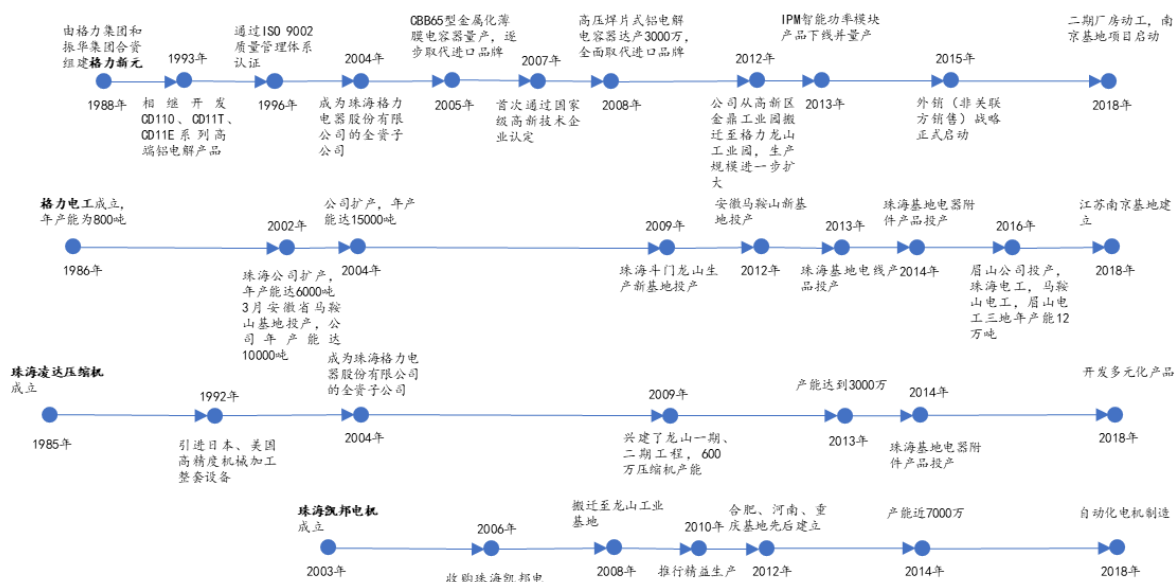
图 21：美芝与凌达逐渐成为压缩机行业龙头（08 年内环、17 年外环）



资料来源：产业在线，国元证券研究中心

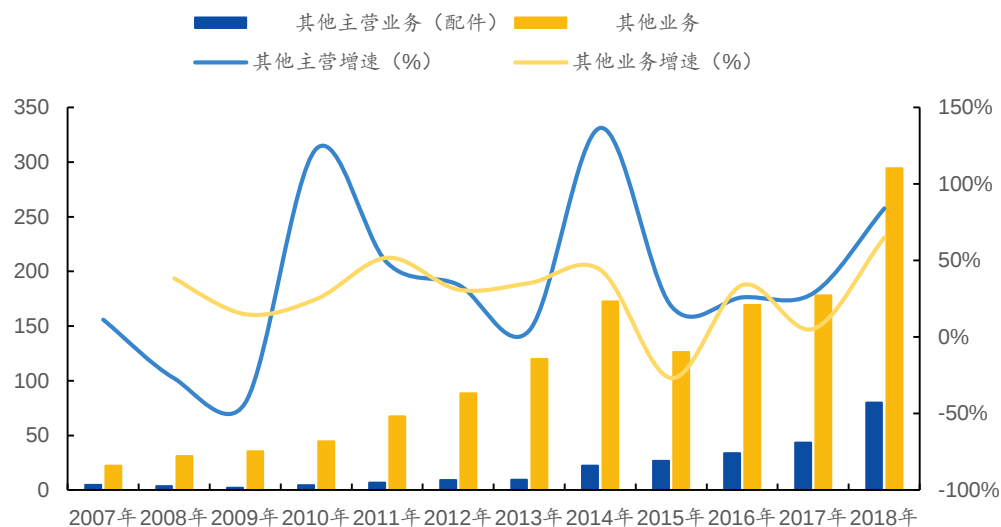
公司零部件在满足自产需要后，逐渐出现外溢性。2014 年公司成立工业制品部，负责凌达压缩机、凯邦电机、新元电子、格力电工和自动化设备的销售工作。公司其他主营业务（配件）以及其他业务自 2014 年开启新一轮增长。2018 年其他主营业务较 2014 年增长 257.5%，其他业务则较 2014 年增长 70.5%。

图 22：零部件从满足自产转为外销



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 23：工业制品业务增速自 2014 年开启新一轮增长

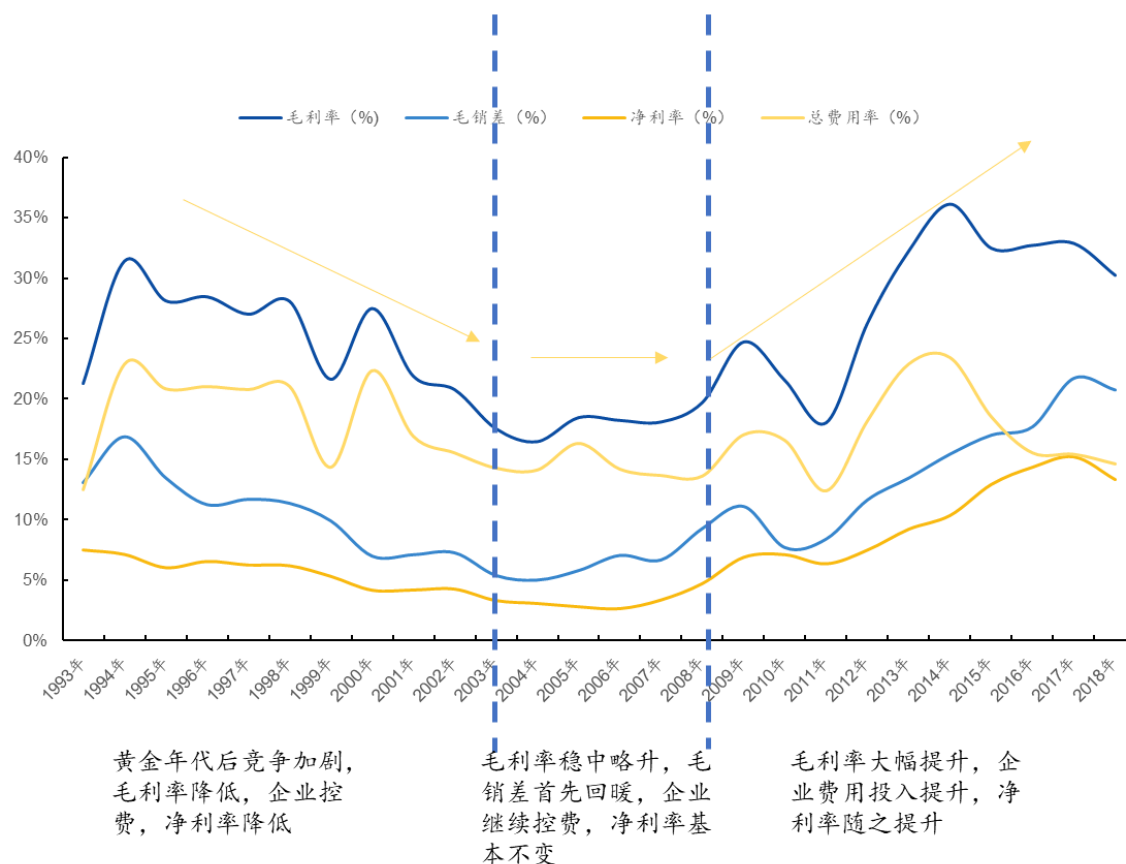


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.2 产能扩大，成本优势铸深厚护城河

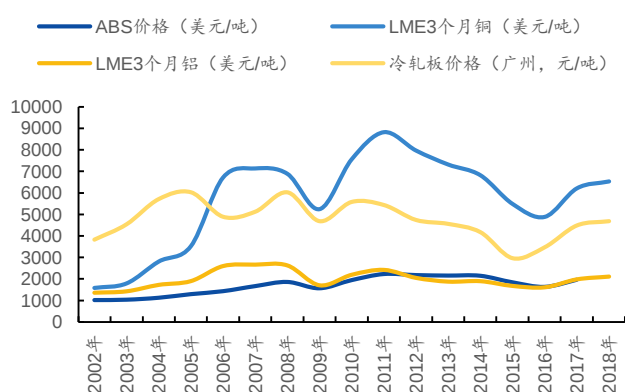
2003 年后，格力毛利率下滑的趋势逐渐企稳，公司进入毛利率温和上升的阶段。我们认为不断扩张的产能以及核心零部件压缩机、电机等逐渐自产化，是此阶段公司能够在出厂价格保持稳定的情况下摆脱成本上升的重要因素。在 2003 年至 2008 年期间，原材料价格飙涨，我们以 2002 年为基年，按照公司配股说明书中成本构成进行推测，2008 年相较 2002 年综合成本增长幅度达到 55%，而在此期间，公司毛利率从 2003 年的 17.6% 增长至 2008 年 19.7%（2004 年毛利率最低为 16.5%），提高 2.1pct。毛销差更是受益于公司控费，从 2003 年 5.4% 提升至 9.3%，从公司销量及销售情况推测，2003 年公司空调出厂价为 1946.1 元，2008 年为 1922.7 元，5 年均价降低 1.2%。

图 24：扩产能，发力零部件，企业获得成本优势



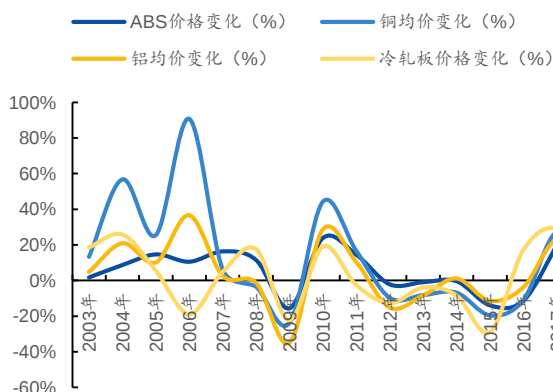
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 25：2002-2006 原材料价格大幅上涨



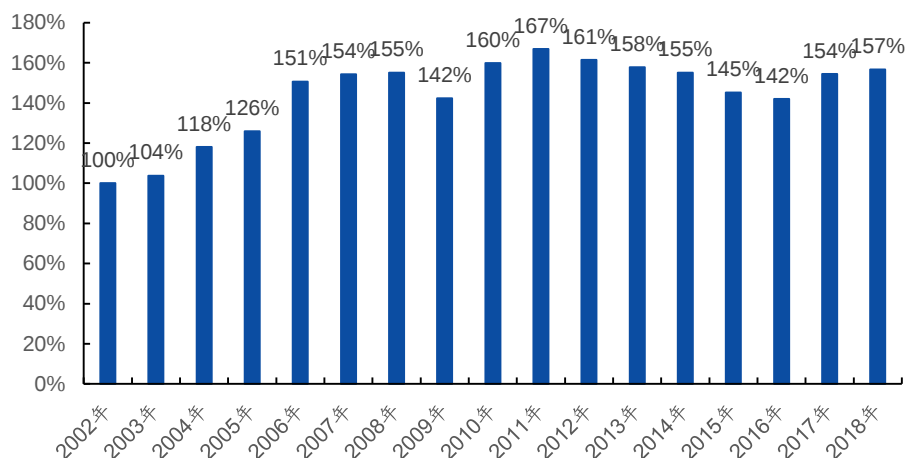
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 26：2006 年后原材料价格变化总体稳定



资料来源：Wind，国元证券研究中心

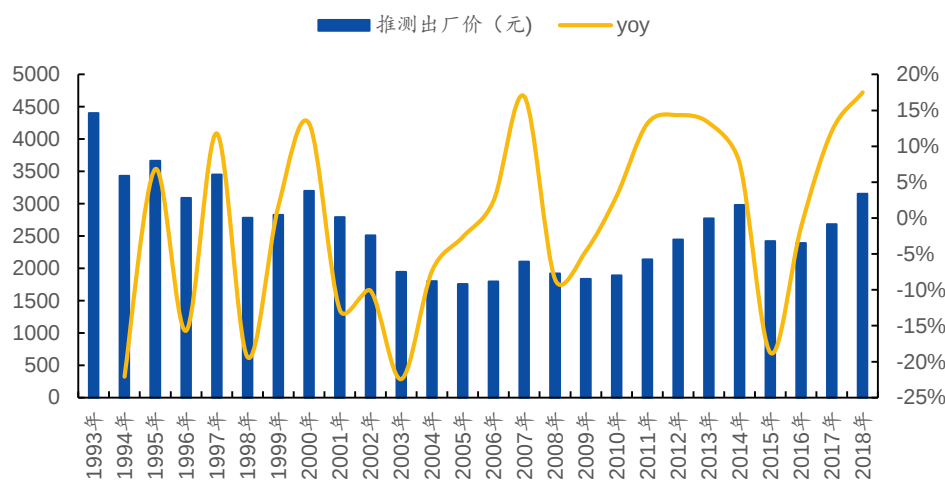
图 27：推测空调成本累计变化（2002 年为基年）



资料来源：国元证券研究中心估算

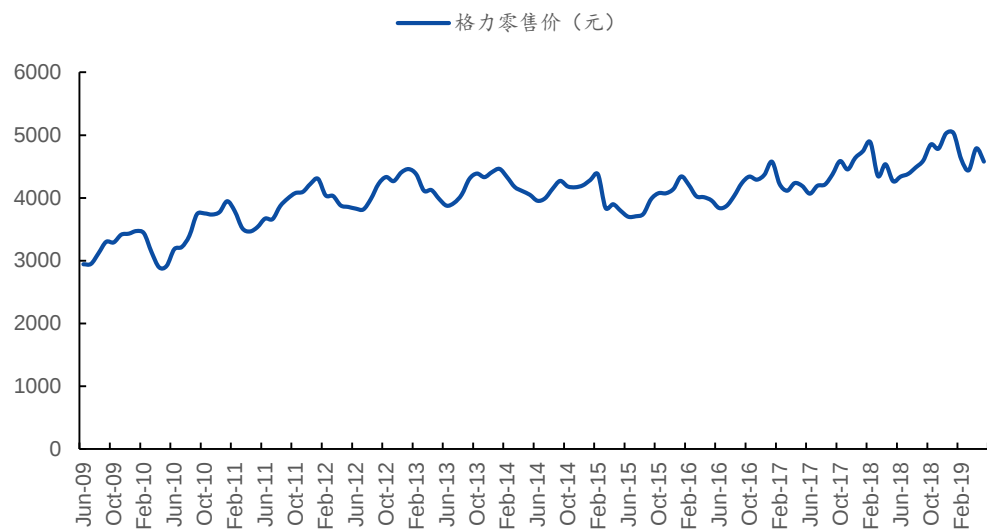
在 2008 年之后，市场结构的逐渐稳定，公司进入了毛利率提升阶段，在此阶段产能的扩充助力公司毛利率迅速修复。从成本角度来看，在经历了 2009 年短暂下降后，原材料成本迅速提升至 2011 年的历史最高位，较 2002 年累计增长 67%，随后成本一路走低。这使得格力毛利率在 2009 年上升至 24.7% 后重新回到 2004-2008 年水平，随后受益于产能提升以及费用投入，毛利率一路走高至 2014 年 36.1%，并在此之后稳定在 30% 以上。在此期间，公司出厂价由 2008 年 1922.7 元提升至 2018 年 3154.0 元，提升 71.9%；中怡康统计格力零售价由 2009 年 6 月的 2944.0 元提升至 2018 年 6 月 4341.0 元，增长 47.5%，毛销差由 2008 年 9.3% 提升至 2018 年 20.8%。

图 28：推测公司出厂价



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

图 29：格力零售价稳定上升

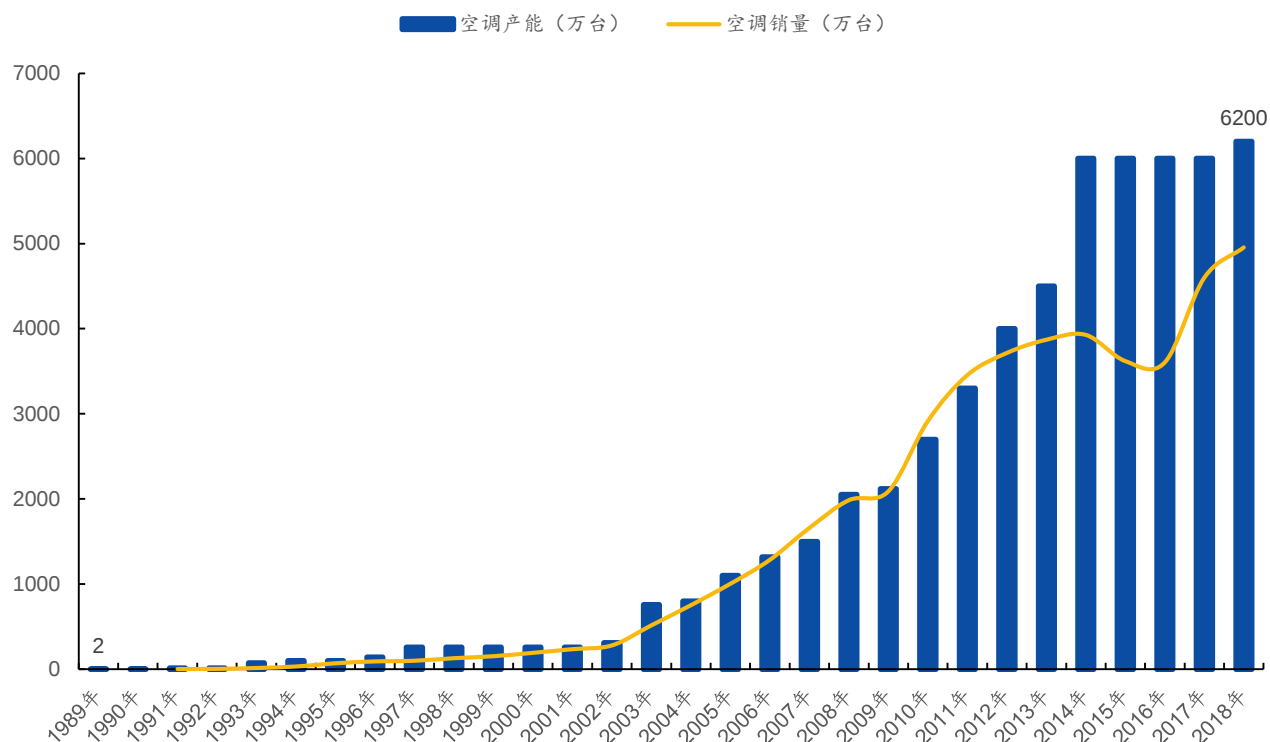


资料来源：中怡康，国元证券研究中心

单纯从产能而言，公司增长带来两个变化：

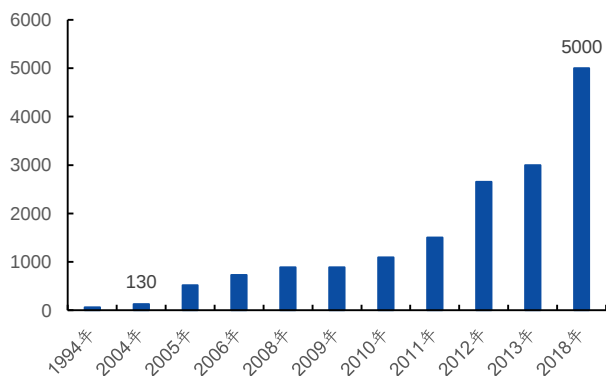
1. **产能逐渐扩大。**对应公司利润变化的三个时期，公司也能也经历了三个阶段。第一阶段是从公司成立到 2003 年重庆基地竣工。这段时期公司以珠海作为生产基地，通过珠海一期技改、二期、三期以及四期工程不断扩大产能。公司产能也从 1989 年 2 万台增长至 2002 年 260 万台。第二阶段是 2003 年至 2014 年，公司开始进行异地扩张，并以生产基地的形式建立配套完善的工厂，公司空调产能随之扩大，从 2004 年 800 万台增加值 2014 年 6000 万台。零部件产能逐渐实现自产化，压缩机产能从 2003 年 130 万台增加至 2013 年 3000 万台。第三阶段则是 2014 年至今，公司在经历了空调产能快速扩张后逐渐向冰箱、洗衣机、生活家电、高端制造业等方面扩充产能。目前公司已形成 6200 万台家用空调产能、700 万商用空调产能以及 5000 万压缩机、7000 万电机产能。

图 30：公司产能不断扩大



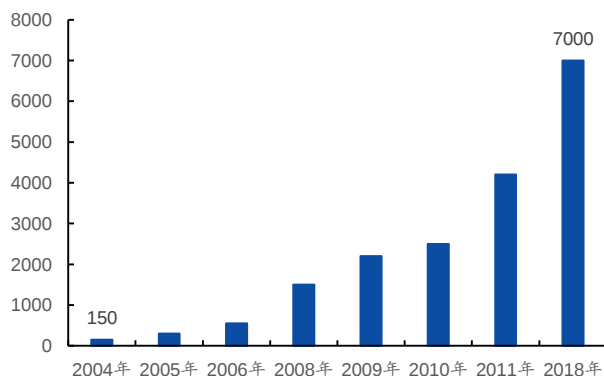
资料来源：公司公告，《棋行天下》，Wind，国元证券研究中心

图 31：压缩机基本覆盖空调产能



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 32：电机产能大幅提升

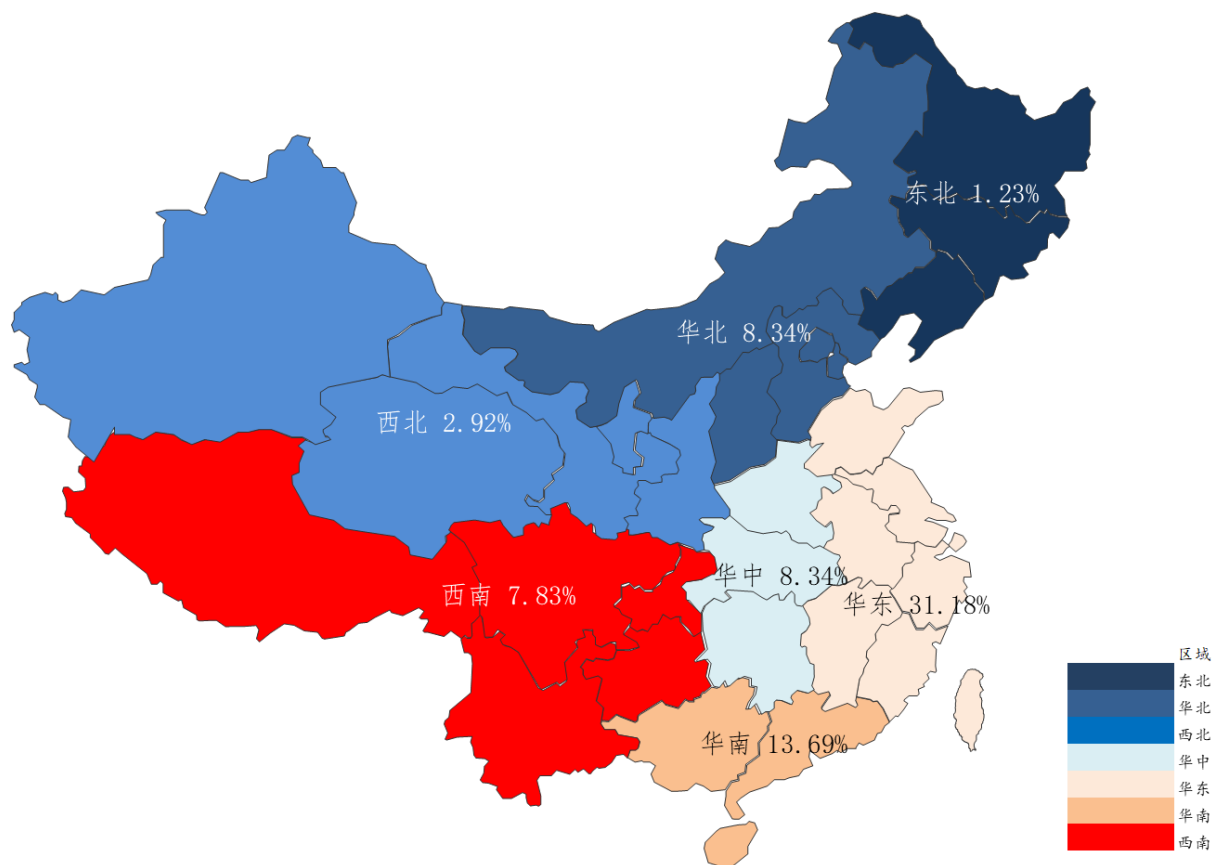


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.沿主要消费区布局产能。2010 年公司主要销售区域分布在华东、华南、华中地区，占比分别为 31.2%、13.7%以及 8.3%，西南及华北各有近 8%的销量。总体来看，销售区域集中在胡焕庸线以东，并去除高纬度的东北地区。公司产能扩张也由点及面，向主要销售区覆盖。2001 年公司重庆基地奠基，公司完成了对西部地区产能布局。随后，在 2006 年，公司开拓安徽基地，正式进入主要销售区域华东地区。在 2010-2014 年间，公司依此建立了洛阳、芜湖、武汉、石家庄以及长沙基地，产能完全覆

盖华东、华南以及华中地区。目前公司已建有 14 个生产基地，并配套有完善的家电产品上游工厂以及钣金、两器管路、控制器等配套车间，在完善空调生产的同时也为拓展冰箱、洗衣机等产业提供了健全的供应链支持。

图 33：2010 年公司地域销售占总收入比例



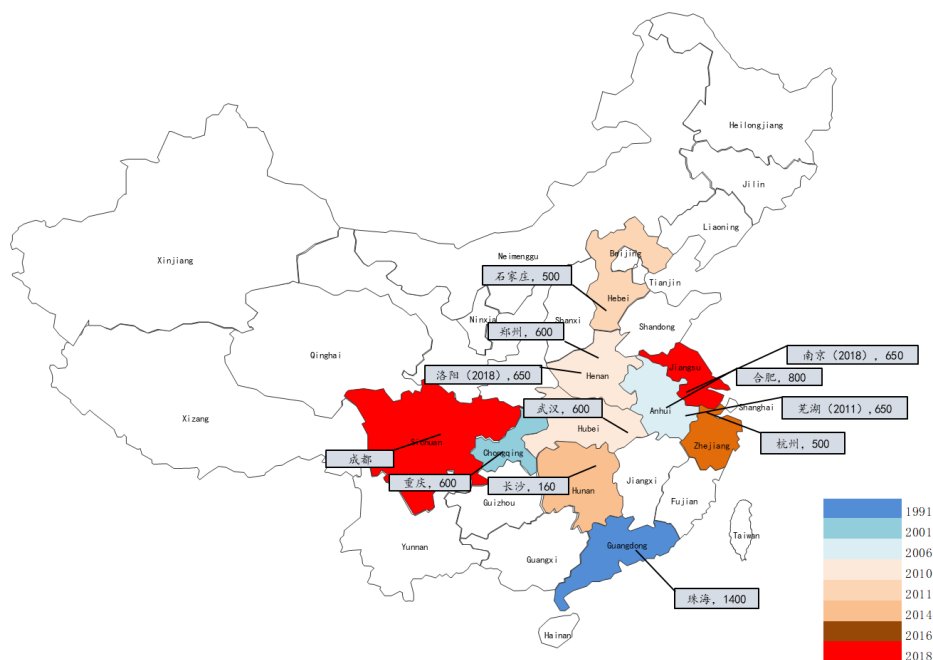
资料来源：公司配股说明书，公司国元证券研究中心

表 6：七大销售区域比例相对稳定，华东略有提升

区域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 (1~9 月)	2008 年	2009 年	2010 年
东北	0.85%	0.87%	0.97%	0.85%	0.99%	1.26%	1.23%
华北	7.69%	8.29%	7.62%	7.34%	8.36%	9.79%	8.34%
西北	2.40%	2.49%	2.72%	3.23%	2.50%	2.96%	2.92%
华中	18.80%	15.44%	14.85%	13.86%	15.46%	18.75%	17.51%
华东	28.55%	28.68%	28.60%	24.03%	32.01%	32.28%	31.18%
华南	16.09%	16.55%	14.35%	17.75%	15.58%	12.50%	13.69%
西南	9.40%	8.12%	8.80%	9.52%	6.43%	7.54%	7.83%

资料来源：公司配股说明书，国元证券研究中心

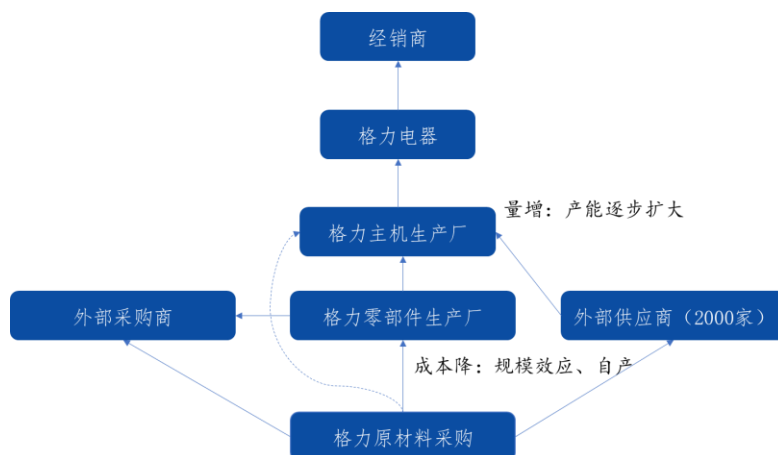
图 34：向主要销售地域开设工厂



资料来源：朗迪集团 2016 年招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

目前公司已形成从原料采购到零部件生产再到空调生产完善的自主生产能力，通过对压缩机等核心零部件的自产，提升空调产品的毛利率；通过规模优势的外溢性获得原材料及零部件的对外销售，不断的将供应链利益向自身集中。

图 35：公司逐渐实现了完善的自主生产能力

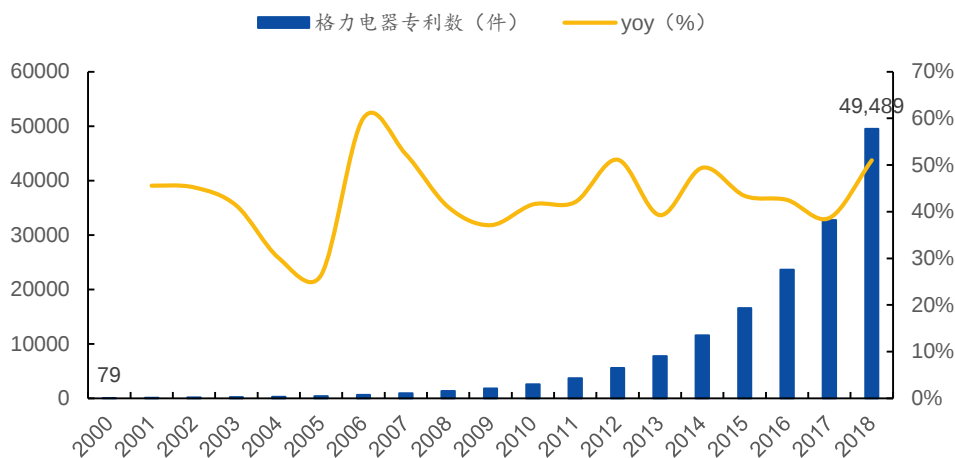


资料来源：国元证券研究中心

2.3 以研发树品质，以品质立品牌

公司持续的研发为公司品质提升和产品多元化提供不竭动力。公司自 2000 年以来已累计申请专利 49489 件，CAGR 为 43.0%。截至 2018 年，公司共拥有 14 个研究院、74 个研究所、929 个实验室、1.18 万技术人员。

图 36：公司自 2000 年至今专利 CAGR 为 43.0%



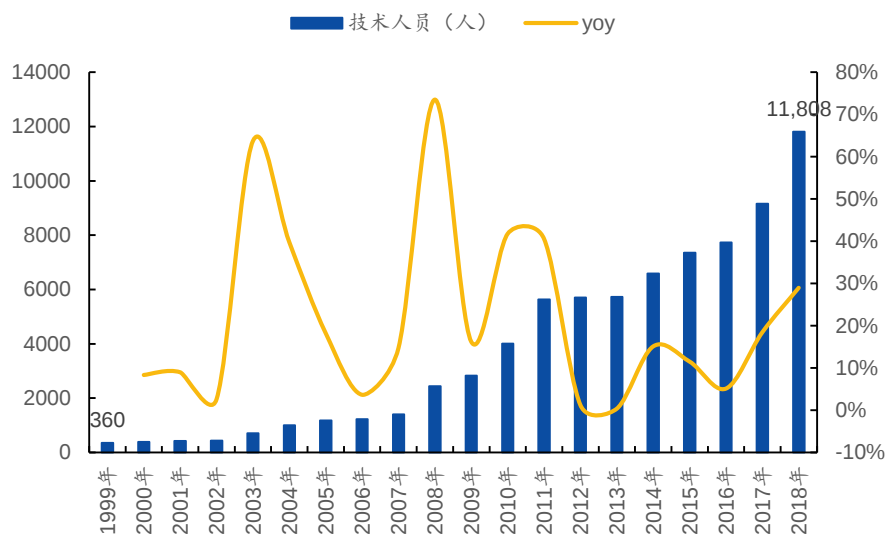
资料来源：Wind，国元证券研究中心

表 7：公司研究机构逐年增加

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
研究院数量	3	3	3	3	3	3	4	6	7	7	12	14
研究所					26	28	-	52	52	52	72	74
实验室					300	400	400	570	570	-	727	929

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 37：公司技术人员数量近 20 年增长近 32 倍



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

持续的研发投入使得公司在高于国家及国际标准的基础上，设立了以消费者需求为导向的企业标准。在高低温制冷量、舒适性、连接管长度等方面“人无我有”，自设标准；在运行情况、除霜能力、有害物质界定等方面“人有我优”，远超国际、国家标准。

表 8：格力企业标准高于国家、国际标准（一）

分类	项目	格力标准	国家标准	国际标准
人有我优	低温运行	在-15° C 正常启动运行	在-7° C 低温可正常启动运行	室外-7° C 正常运行
	高温运行	在 48° C 高温正常启动运行	在 43° C 高温可正常启动运行	在 43° C 高温可正常启动运行
	低电压运行	在 165V 可正常运行	在 198V 可正常运行	在 198V 可正常运行
	除霜系列试验	低温、高温等 7 个工况下的累计除霜及模拟换热器脏堵除霜	2/1° C	2/1° C
	EMC 试验	EFT 快速脉冲群测试实验测试电压应达到 4kV, 试验等级 4 级（严酷工业环境）	EFT 快速脉冲群测试实验测试电压应达到 1kV, 试验等级 2 级（受保护的环境）	EFT 快速脉冲群测试实验测试电压应达到 1kV, 试验等级 2 级（受保护的环境）
	风机电容	连续运行 2000h, 增加耐久性加速试验, 在恶劣条件下连续运行 536h 保证正常	连续运行 600h。无加速试验要求	连续运行 600h。无加速试验要求
	有毒有害物质	Pb（铅）、Hg、（汞）、Cr6+（铬）、PBB、PBDE 最大允许浓度 700mg/kg	无强制要求（房间空调器）	Pb（铅）、Hg、（汞）、Cr6+（铬）、PBB、PBDE 最大允许浓度 1000mg/kg
	有毒有害物质	最大允许浓度 Cd（镉）70mg/kg	无强制要求（房间空调器）	最大允许浓度 Cd（镉）100mg/kg

资料来源：《格力自主创新新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

表 9：格力企业标准高于国家、国际标准（二）

分类	项目	格力标准	国家标准	国际标准
人无我有	高温制冷量	43° C 制冷量	无	无
	低温制热量	2/1、-7/-8、-15/RH75%制热量	无	无
	舒适性要求	温升温降与温度均匀性、送风距离与扫风范围、温度控制精准性、舒适性体验、异响试验	无	无
	高落差、长连接管	25m 高落差、45m 连接管能力及过负荷运行	无	无
	长期运行	恶劣环境下长期运行 1000 小时	无	无
	运动部件寿命试验	扫风机构 300 万次寿命	无	无
	噪声要求	低风挡、高风挡噪声	只规定噪声限值	只规定噪声限值

资料来源：《格力自主创新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

“不设上限”的研发投入使得公司在 2012-2014 年里三获国家科学技术奖。2012 年，格力 1 赫兹变频技术获得国家科技进步奖；“夏热冬冷地区建筑冷热湿一体化高效处理技术与装备”项目获得 2013 年度国家技术发明二等奖；2015 年格力凭借“基于掌握核心科技的自主创新工程体系建设”获得国家科技进步奖，此外公司亦有 33 个项目纳入国家科技计划项目。

表 10：格力纳入国家科技计划（一）

纳入国家科技计划项目	技术名称	时间
国家重大科技成果转化项目	变频空调关键技术研究及应用科技成果转化	2012 年
国家科技重大专项	核电站主要辅助设备自主设计与制造技术研究	2014 年
国家重点产业振兴和技术改造专项	大型冷压缩机产业化项目	2012 年
太阳能光电建筑应用示范	太阳能光电建筑一体化（首期）示范项目	2012 年

资料来源：《格力自主创新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

表 11：格力纳入国家科技计划（二）

纳入国家科技计划项目	技术名称	时间
国家重点研发计划	低品位余能回收技术及热泵装备研 究与示范	2016 年
	重要贸易产品技术性贸易措施应对 检测评价技术研究	2016 年
	新型建筑智能化系统平台技术	2017 年
	建筑用节能高效空调设备及系统开 发	2014 年
国家科技支撑计划	家用产品绿色制造技术集成开发与 示范应用	2011 年
	出水温度 16~18℃ 高效离心式冷 水机组	2006 年
	生鲜农产品绿色防腐与安全保鲜技 术研发与应用	2015 年
	退役家电逆向物流与信息	2013 年
国家 863 计划	灵活互动的智能用电关键技术研究	2012 年
	基于 MIMO 控制的变制冷剂流量多 联空调系统	2008 年

国家重点新产品计划	双级高效永磁同步变频离心式冷水机组	2013 年
	应用单相异步起动永磁同步电机的新型超高效定速压缩机	2011 年
	直流变频多联热水机组	2010 年
	LSBLX700M 磁悬浮直流变频离心式水冷冷水机组	2018 年
	应用 EVI 和智能化霜技术的全新门柜式空调器 KF (R) - 62W/R1(72533L1)-JN2	2007 年
	Digital Heating 数码涡旋超低温空气源热泵 (空调) 多联机组	2006 年

资料来源：《格力自主创新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

表 12：格力纳入国家科技计划（三）

纳入国家科技计划项目	技术名称	时间
国家火炬计划	双极压缩变频热泵技术研究及应用	2014 年

格力 R290 环保冷媒空调研制及产业化	2012 年
超高效节能空气源热泵热水器	2011 年
光电式太阳能直流变频空调机组	2011 年
格力 MR 系列五种模式热回收模块机组	2011 年
高效节能型 R410A 直流变频压缩机	2011 年
热回收直流变频模块化多联机组	2010 年
新一代 G-Matrik 变频空调的研制	2010 年

2008 国家火炬计划项目证书——基于正弦波驱动的变频空调器的研制 2008 年

GMV-Rh300W/Na 热回收数码多联空调机组 2007 年

资料来源：《格力自主创新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

表 13：格力纳入国家科技计划（四）

纳入国家科技计划项目	技术名称	时间
------------	------	----

国家金太阳工程

珠海格力电器股份有限公司 10 兆瓦金太阳工程 2012 年

信息化和工业化深度融合专项

格力精益化信息化集成系统

2012 年

2016 年智能制造综合标准化与新模式应用项目

空调行业全流程协同智能制造新模式

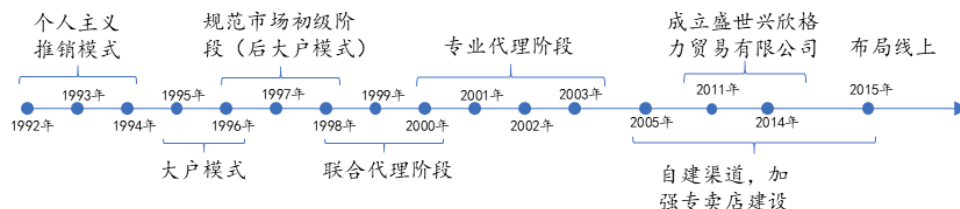
2015 年

资料来源：《格力自主创新发展模式的探索与实践》，国元证券研究中心

3.独有的渠道助格力增长

厂、商的博弈是公司经营的永恒话题，双方不同的竞争地位使得在产业链内对于利益的占有及义务的分摊有着不同的划分。销售渠道需要对货物的流动、人员的安排、资金的回流以及信息的传递进行整合，而厂、商作为链条中的两大节点则会对网络中的利益及义务进行博弈，强势方可以通过延长付费时间、缩短收费时间获得产业链条中的资金流、将销售人员配置转移到弱势方等方式获取超额利益并将义务转移。格力在 1992 年到 2003 年期间五次渠道模式的变化也与渠道博弈双方力量对比发生变化有直接关系，同时在这过程中也与不同渠道的兴衰密切相连。

图 38：每一次的渠道模式改变均为厂、商关系的再次博弈



资料来源：《行棋无悔》，公司公告，Wind，国元证券研究中心

3.1 兴起于个人主义时代

1994 年以前，由于空调价格较高，仍属于奢侈品行列，用户集中在 toB 领域。社会集体、机关、工矿企业以及第三产业是主要的客户群体，占比达到 70%。同时由于我国零售渠道仍在发展初期，主要渠道由各地百货商场把控，导致了产品销售以推广模式为主。

在这个阶段，格力依靠推销员个人能力打天下，以业务提成作为激励手段，通过赊销完成销售。但由于先货后款的模式，使得公司经营现金流一直缺乏状态。为了避免公司财务恶化，公司现任董事长董明珠女士坚持“先付款后发货”的原则，通过绑定大户进行产品销售，1992 年在淮地销售 1600 万元，1993 年在南京销售 5000 万元，

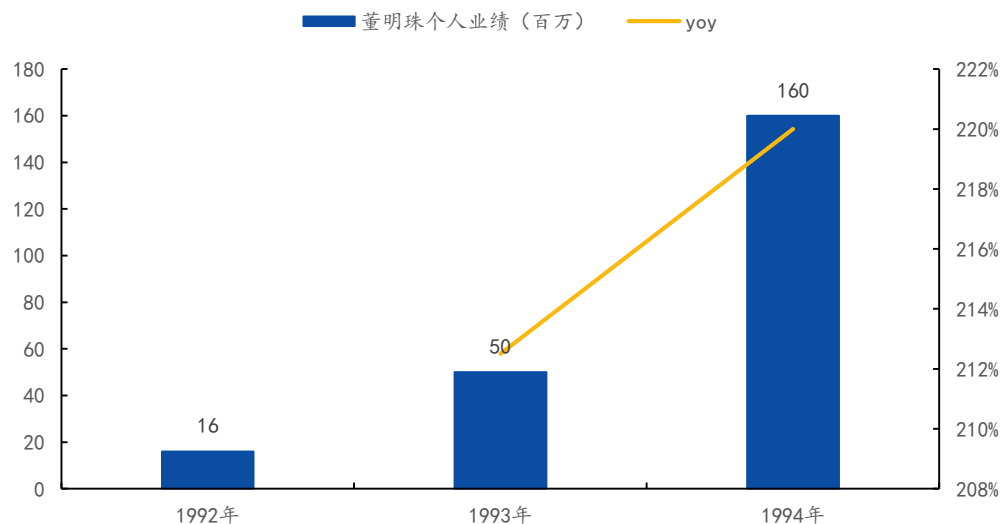
1994年在江苏销售1.6亿元，占比达到格力电器全年销售额20%。这一原则融入了格力渠道经营中，延续至今。

表 14：个人推广模式优缺点

推广模式时期	
优点	1、公司把控销售人员，激励到位
痛点	1、赊销，企业不把控现金流
问题	1、三角债，应收账款多
	2、个人激励在公司内产生不平衡

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

图 39：董明珠董事长在推广阶段业绩占公司 20%



资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

但在当时，高额的业绩激励以及单枪匹马的推广模式，使得公司对于这种模式的可持续性进行反思。1994年公司将个人提成比例从0.66%降低至0.28%-0.38%，不久之后，格力经历了销售人员的“集体辞职”事件。这成为了公司从推广模式到大户模式的转折。

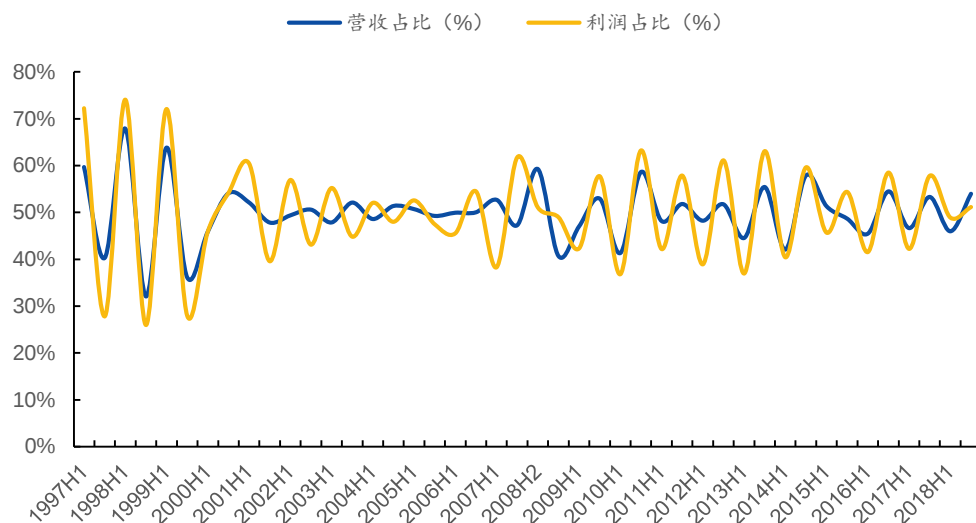
3.2 大户模式获行业龙头交椅

随着我国销售渠道的兴起以及空调家装属性对于安装水平的要求，区域大户崭露头角。公司此阶段通过年终返利以及首创的淡季返利对大户进行激励，由此进入大户模式。而格力敢于如此尝试原因有三：1.格力产品质量可靠，品牌号召力逐渐增强，经销商有利可图；2.有江苏五交化做示范；3.淡季返利拥有制度创新优势，让竞争对手短期无法模仿。

淡季返利模式为公司的长期发展提供了资金保障。由于空调具有明显的淡旺季区别，通过淡季回款，使得公司营收更加平稳，也使得公司在淡季现金流不足的问题得到了

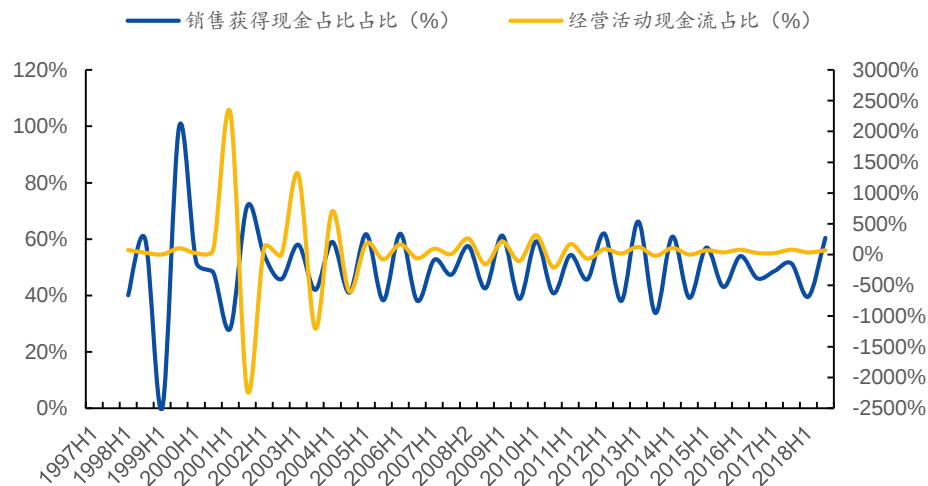
本质性的改变。

图 40：淡季返利使得公司营收波动更加平缓



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 41：淡季返利改变了销售淡季现金流不足的问题



资料来源：Wind，国元证券研究中心

大户模式的负面效应也在渠道力量逐渐增强的过程中显露出来。首先，大户过多寄希望于惊喜返利，自发让利于消费者，自身无利润经营，公司控价努力付诸东流；其次大户在成长起来后对厂家利益形成危险，区域大户出现网络争夺战，小商家关门歇业。在这种情况下，格力开始了对渠道的初步规范。

表 15：大户模式使公司迅速成长

大户模式

优点	1、品牌力增长，客户认同度提升
	2、江苏五文化大户示范作用
	3、制度创新优势
痛点	1、过多寄希望于惊喜返利，自发让利于消费者，自身无利润经营，公司控价努力付诸东流
	2、大户威胁厂家利益，高买低卖，窜货，小商家关门歇业
问题	1、如何保障消费者服务
	2、如何保障二三级经销商利益

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

3.3 “发展大户，均衡大户”的后大户模式

在大户模式兴起之后，三个问题直接摆在格力面前：1.如何保障对消费者的服务；2.如何保障二三级经销商的利益；3.如何保障格力电器的长远利益。单区域超级大户已对这三方面产生直接伤害。公司采取“发展大户、均衡大户”的模式，扶持对格力忠诚的中小经销商成为大户，并划定区域经营，让同一区域内存在多家大户竞争。

表 16：后大户模式开始对大户进行制衡

后大户模式	
优点	1、局部代理制度，各省会城市发展 3-5 个经销商，中型城市发展 1-2 个经销商
	2、调整淡季销售政策
	3、完善年终返利政策，激励经销商更多地销售格力空调
痛点	4、大力支持经销商，在销售服务、广告宣传、售后服务等方面提供方便，提高知名度和美誉度
	5、多方式保障经销商利益，市场协调，价格协调。条形码防止跨区销售
	1、大户争夺二三级经销商，经销商争夺客户摩擦不断（窜货、压价）
问题	2、小区域代理做大后反制厂家
	1、如何防止区域窜货
	2、如何避免批发商自相残杀

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

为了防止区域窜货，公司在 1996 年开始采取条码管理制度。同时实行局部代理制、调整淡季返利政策、完善年终返利政策等方式来维护后大户模式的销售渠道。

然而“后大户模式”由于经销商间利益不平衡走向终结。区域内经销商的相互竞争是不可避免的，他们通常使用压价的手法来争取客户，但这势必会扰乱区域内价格体系。为了维护经销商间的利益平衡，格力开始采取联合代理模式。

3.4 联合代理解决区域纷争

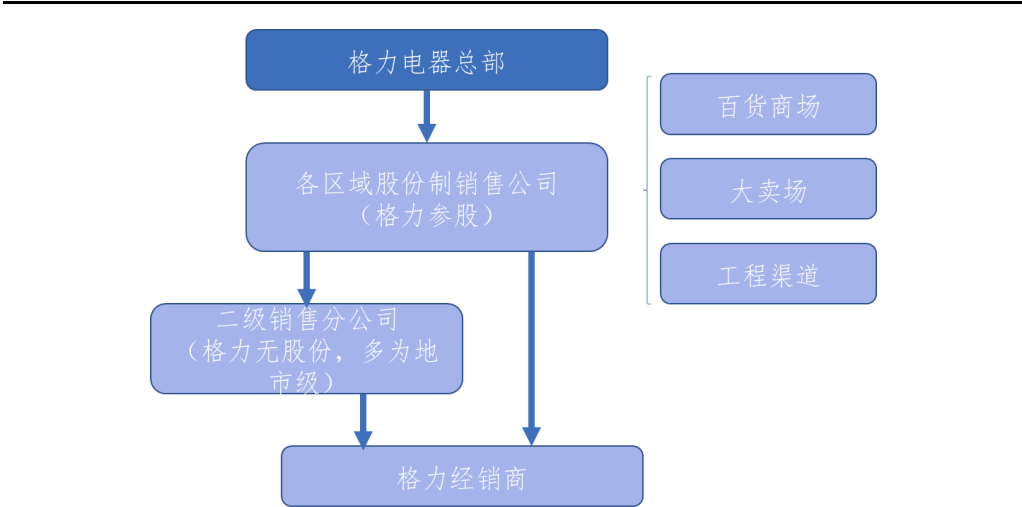
1996 年，格力在湖北的四个空调批发大户由于相互竞争，开始竞相降价、窜货，格力价格体系被冲乱，商家和厂家的利益受到冲击。1997 年底格力开始尝试将区域内经销商捆绑在一起，以资产为纽带、格力品牌为旗帜、互利双赢的经济联合体模式开始出现。联合代理模式通过统一渠道、统一网络、统一市场、统一服务，开辟了独特的专业化销售道路。

表 17：联合代理模式通过股权解决区域纷争

联合代理阶段	
优点	1、形成共同利益，制止内部损耗
	2、原有销售网络有效利用，并提升网络质量
	3、销售公司敢于为这一品牌进行未来投资
	4、销售公司是唯一货源出口和政策制定者
痛点	1、二三级经销商得不到合理回报，批零倒挂
	2、经销商运用格力电器网络另起炉灶

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

图 42：联合代理模式下格力渠道结构



资料来源：《格力渠道式》，国元证券研究中心

表 18：联合代理模式下各级组织的权责

项目	内容
----	----

组织结构	省级合资销售公司：格力的区域销售公司，由省内最大的几个批发商同格力合资组成，向格力空调总部承担销售任务，并同总部结算价格。销售公司负责对当地市场进行监控，规范价格体系和进货渠道，以统一的价格将产品批发给下一级经销商。除了与总部有货源关系，听从总部“宏观调控”，价格、服务、促销实行“区域自治”。省级销售公司的毛利率一般可达 10%左右 区级合资分公司：各地市级批发商也组成相应的合资分公司，负责所在区域内的格力空调销售，但格力在其中没有股份。合资分公司向省级和子公司承担销售任务，两者之间结算价格。 零售商：合资销售分公司负责向所在区域内的零售商供货，零售商在此模式下显得没什么发言权，他们的毛利率较低。 促销：格力公司负责实施全国范围内的广告和促销活动，当地广告和促销活动以及店面装修工作由合资销售公司完成，格力只对品牌建设提出建议。有关费用可以折算成价格在贷款中扩充，或上报格力总部核定后予以报销。 渠道分工 分销：分销工作全部由合资公司负责，他们指定批发价格和零售价格，并要求下级经销商严格遵守，物流和往来结算无需格力过问。 售后服务：由合资公司承担并管理，他们通过自建或与第三方服务公司签约，监督其执行。安装或维修工作完成后，费用单据上报合资公司结算，格力总部只对其中一部分进行抽查和回访。
------	--

资料来源：《格力渠道式》，国元证券研究中心

联合代理模式依然没有解决两个问题：1. 凭借自治权获取超额利润，二三级经销商得不到合理回报；2. 利用格力体系做“体外循环”，经营竞争对手产品。格力在 2000 年开始对二三级经销商实施“垂直奖励”来消除“批零倒挂”的影响，但是收效有限。2001 年，格力在湖北成立“湖北新兴格力电器销售有限公司”取代湖北格力销售公司，格力也开始由联合代理模式转向专业代理模式。

3.5 专业代理模式达到厂、商均衡

专业代理模式相当于格力的二级管理机构，负责对当地市场进行监控，规范价格体系以及进货渠道，以统一的价格把产品批发给下一级经销商。格力通过提出“三个代表”（代表消费者利益、代表经销商利益、代表格力企业利益）的方针，较好地解决了企业、销售公司、经销商的利益关系。

表 19：专业代理模式使得厂商利益均衡

专业代理模式

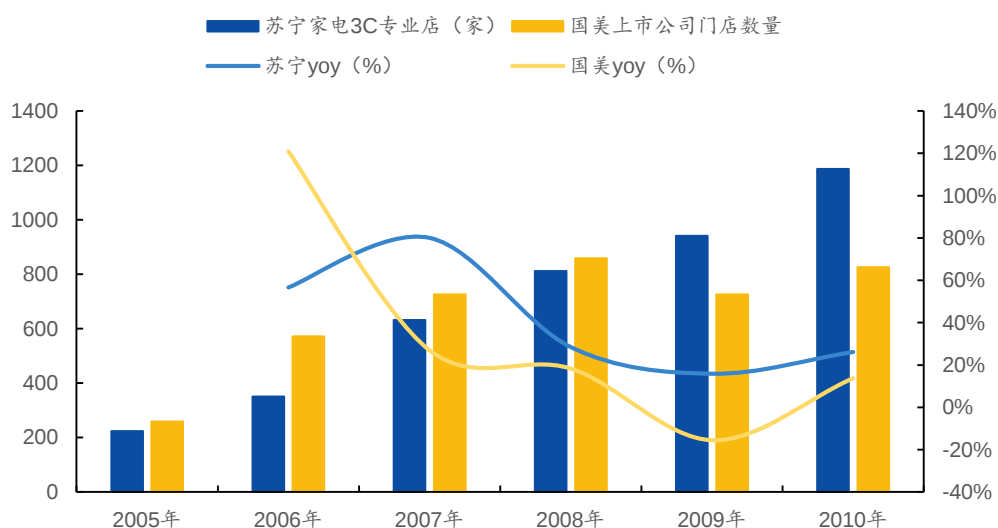
条件	1、品牌生命力持久，厂商互相信任
	2、当地大经销商不超过五个
	3、经销商主推一个品牌，格力销量至少 70%以上
优点	1、决策链短，反应迅速
	2、灵活价格调整，广告有自主权
	3、群策群力，调动积极性
	4、有利于做大市场和市场稳定

资料来源：《行棋无悔》，国元证券研究中心

3.6 以专业代理为核心，以不变应万变

经过区域经销商模式和专业代理模式后，格力在区域销售公司层面的权责利益基本理清。但此时全国性家电连锁公司也逐渐发展壮大。由于全国连锁公司账期较长且要求费用较高，格力与全国连锁渠道矛盾越来越大，2004 年发生了影响全国的“国美事件”。

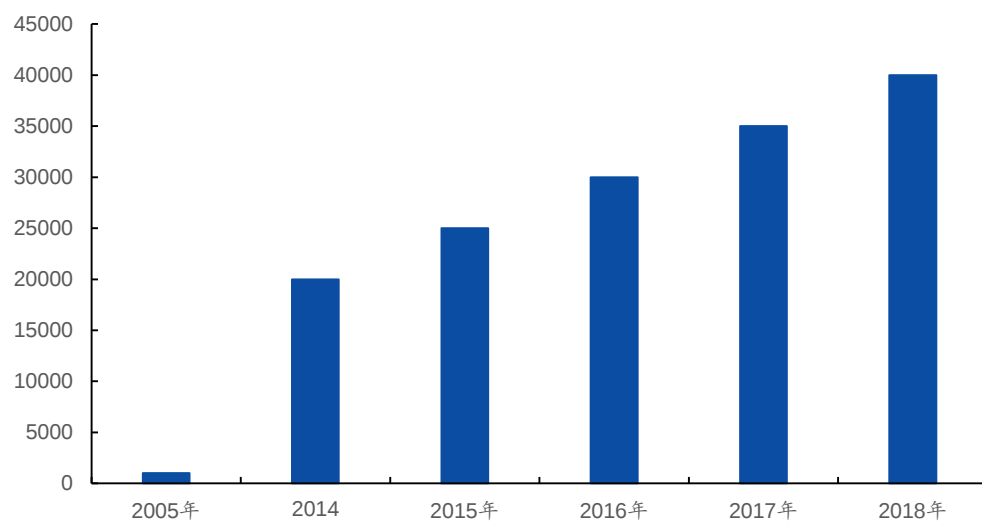
图 43：2004 年后全国性零售网络的发展使得网络话语权逐渐增大



资料来源：苏宁易购公司公告，国美公司公告，国元证券研究中心

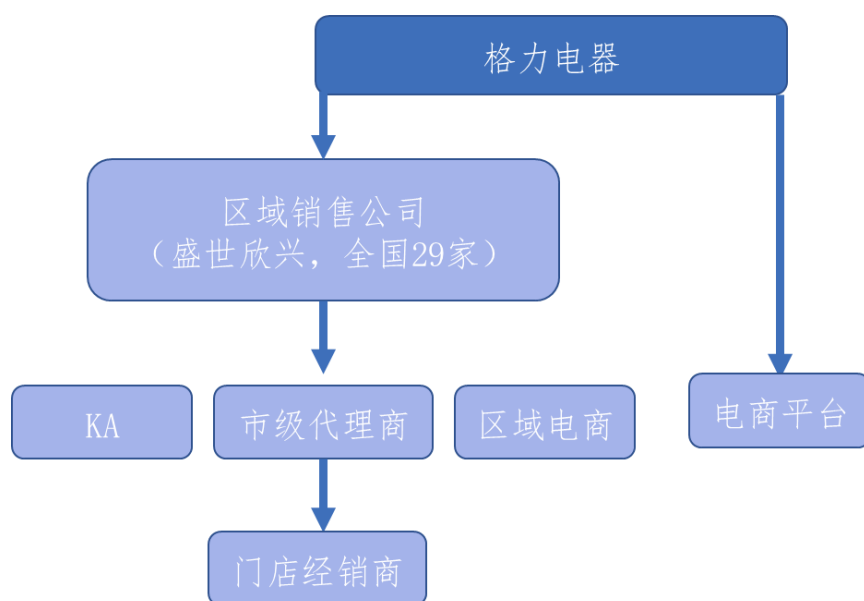
格力在被“清场”之后，开始通过建立专卖店的方式自建渠道。通过树立连锁性、统一性、关联性的建设原则，在几年时间里，格力在全国建设了上万家专卖店。目前，公司形成以全国 29 家盛世欣兴格力贸易有限公司为主体的渠道网络并在全国建有 4 万家以上专卖店。随着零售业态的不断变化，格力也在逐渐调整公司与各零售渠道的利益关系。

图 44：在“国美事件”后，公司加速专卖店建设



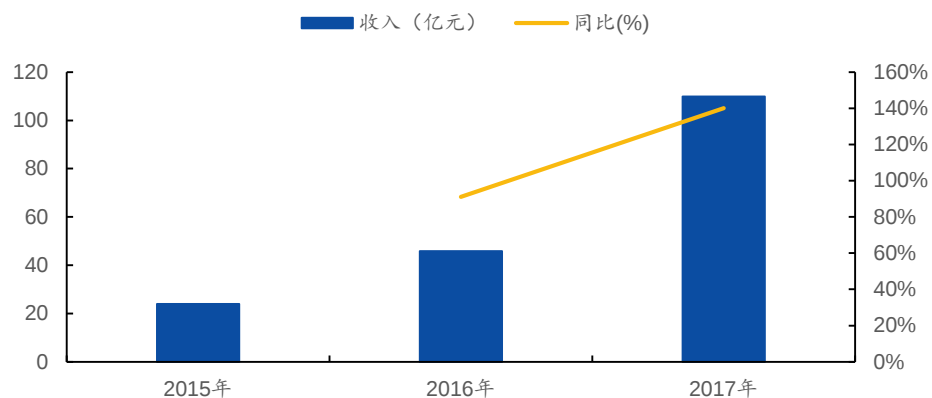
资料来源：公司公告，《朱江洪自传》，国元证券研究中心

图 45：格力渠道随着零售业态的变化而逐渐变化



资料来源：国元证券研究中心整理

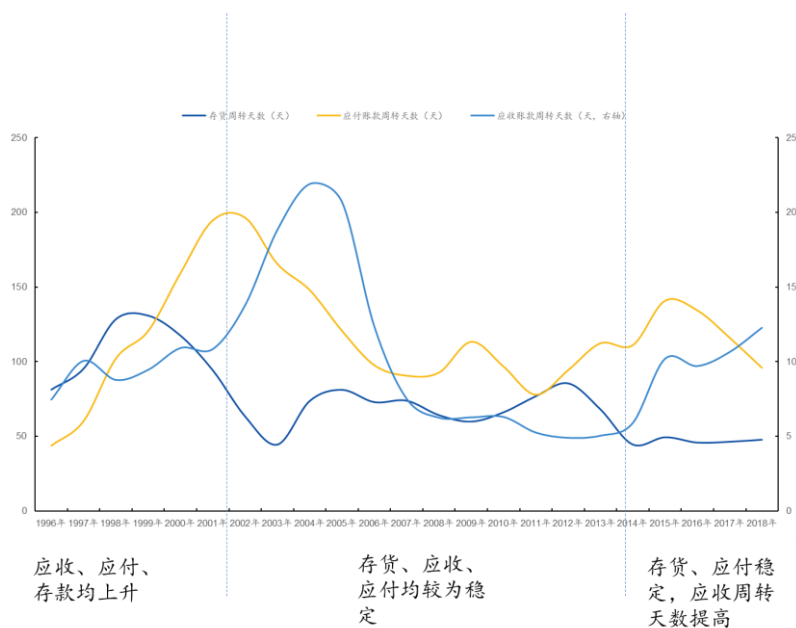
图 46：公司线上销售快速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

从周转情况看，公司存货以及应付账款周转天数表现为两个状态，在 2000 年前后经历了历史高峰（1999 年存货周转天数最高为 130.8 天；2002 年应付账款周转天数最高位 196.3 天），逐渐下降并保持稳定。而应收账款则表现为在行业激烈竞争期逐年将提升（1996 年 7.5 天提升至 2004 年 21.9 天），行业稳定期逐年下降（2013 年 5.3 天），以及由于电商导致的渠道变化期的逐年提升（2014 年 5.9 天提升至 2018 年 12.3 天）。

图 47：公司应收、应付以及存货周转天数历史表现



资料来源：Wind，国元证券研究中心

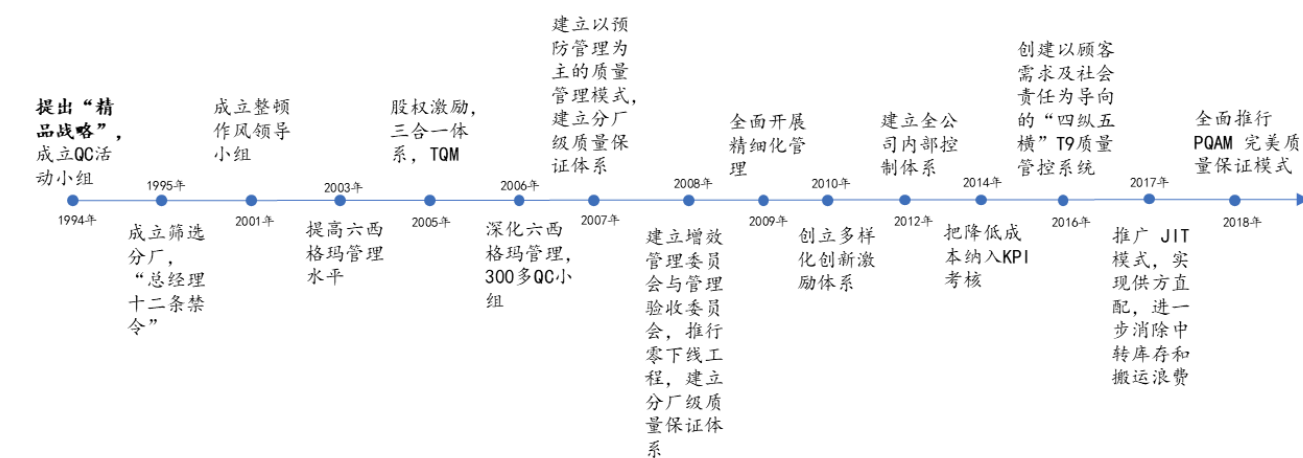
4. 内部控制体系逐步完善

伴随格力电器在产品以及渠道端不断地创新，公司内部控制体系也逐步完善。1994年公司首次提出“精品战略”，将国际最好的空调作为赶超目标，把空调“做精、做强、做大”。

为此，公司成立 QC 小组对可能影响产品质量的各个环节进行科学有效地控制，确保产品在全过程的质量稳定。当时由于主要零部件均为外部采购，公司成立由三百多人组成的筛选分厂，将重要零件在上线装配前逐一检验筛选。同时，为了强化员工严格遵守工艺规程，朱江洪先生提出“总经理十二条禁令”，违反者不讲理由，立即除名。通过“左手拿鞭，右手拿刀”的方式，公司生产流程逐渐规范。公司于 1994 年通过美国 UL、德国 GS、日本 JLS、欧盟 CE 等产品质量认证，1995 年通过 ISO9000 质量体系认证。

随着公司的发展，公司继续完善内部控制体系。2003 年开始逐步提高六西格玛管理水平；2005 年实行三合一体系；2007 年成立以预防管理为主的质量管理模式，建立分厂级质量保证体系；2009 年全面开展精细化管理；2012 年建立全公司内部控制体系。到 2018 年，公司全面推行 PQAM 完美质量保证模式，内部控制体系逐渐建设完善。

图 48：内部控制体系逐步完善



资料来源：公司公告，《朱江洪自传》，国元证券研究中心

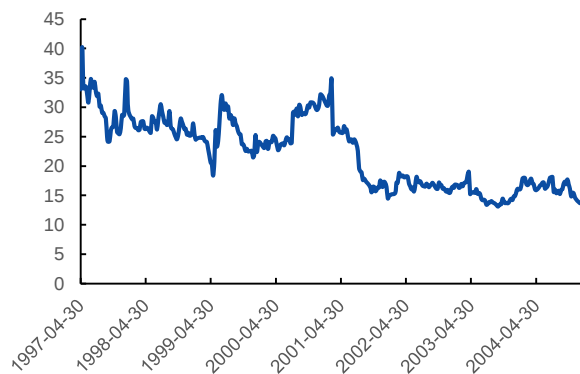
5. 估值与盈利预测

5.1 历史估值与股价走势

从历史数据来看，公司股价与估值关系可分为三部分，第一部分是从上市到 2004 年末，由于营收增速的较大变动，公司股价相对稳定而净利润持续增长，导致公司估值中枢由 25 下降至 15；第二部分是从 2004 年末至 2014 年末，由于公司净利率由低

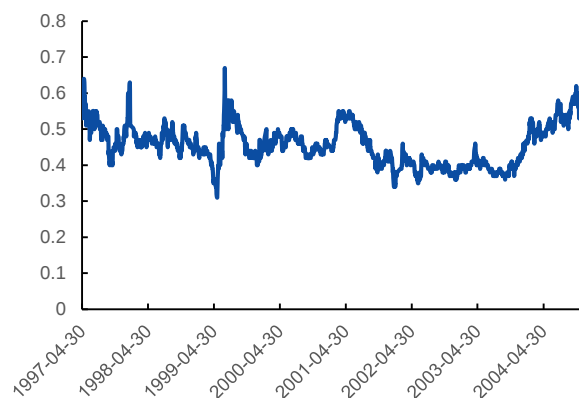
点逐渐走高，营收、利润持续增长，公司股价保持稳定增长。但由于增速慢于利润增速，因此估值持续走低，股价与估值走势相悖；第三部分是从 2014 年末至今，股价与估值走势相近。

图 49：1997-2004 年估值中枢从 25 下降至 15



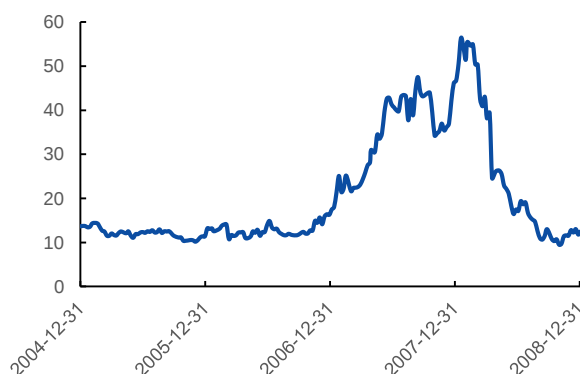
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 50：1997-2004 年股价基本保持稳定（前复权）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 51：2004-2008 年估值提升至高位后又回到中枢



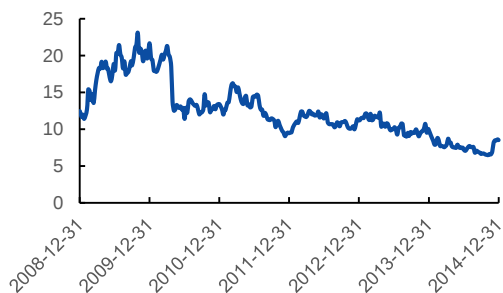
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 52：2004-2008 年股价高位后回到中位（前复权）



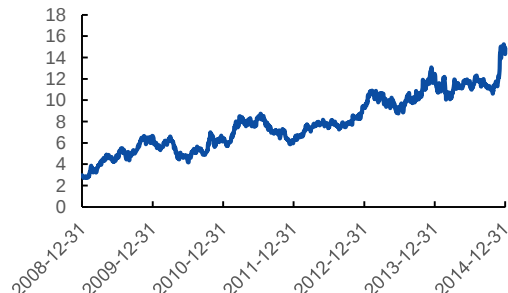
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 53：2008-2014 年估值持续走低



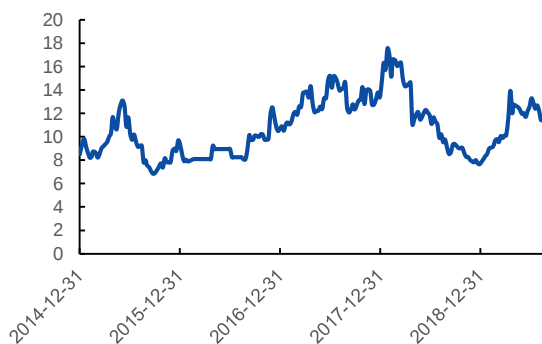
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 54：2008-2014 股价持续走高（前复权）



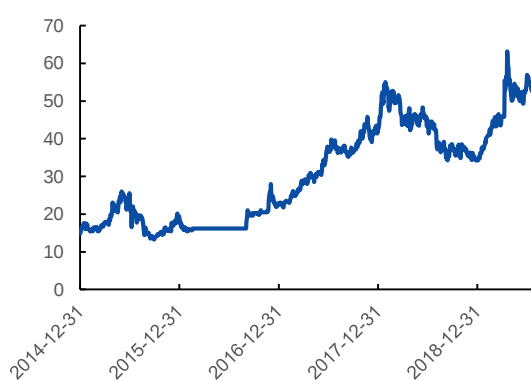
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 55：2014 年至今公司估值在 8-14 宽幅震荡



资料来源：Wind，国元证券研究中心

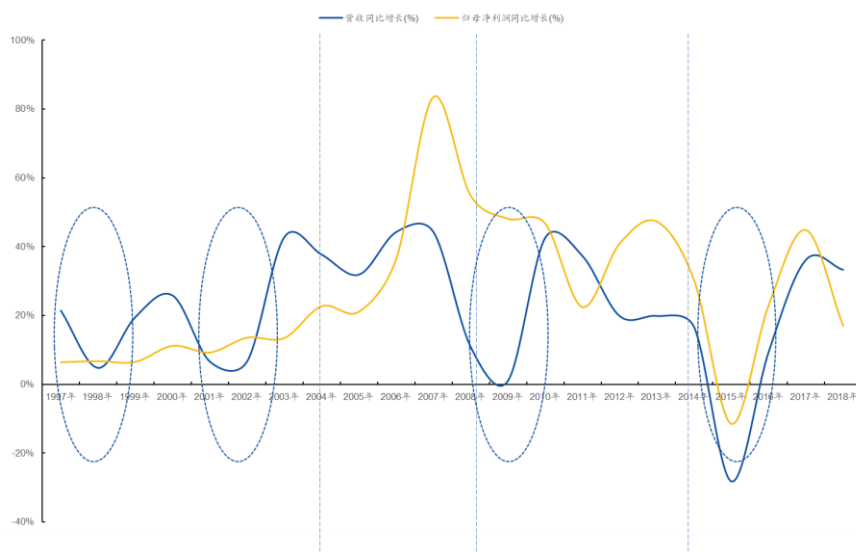
图 56：2014 年至今公司股价再创新高（前复权）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

从历史营收变化来看，营收增速的下滑会带来股价的持续走低。在格力成长过程中始终伴随着行业天花板有多高的疑虑，公司估值也因此受到抑制。然而，在我们看来，虽然沿海及一线城市空调保有率已在较高位置，但随着居民对美好生活的向往，空调市场将会在高端化以及多台化趋势下继续扩大，公司也将继续享受龙头的超额增长。

图 57：对比历史股价变动，营收增速的下滑使得股价走低



资料来源：Wind，国元证券研究中心

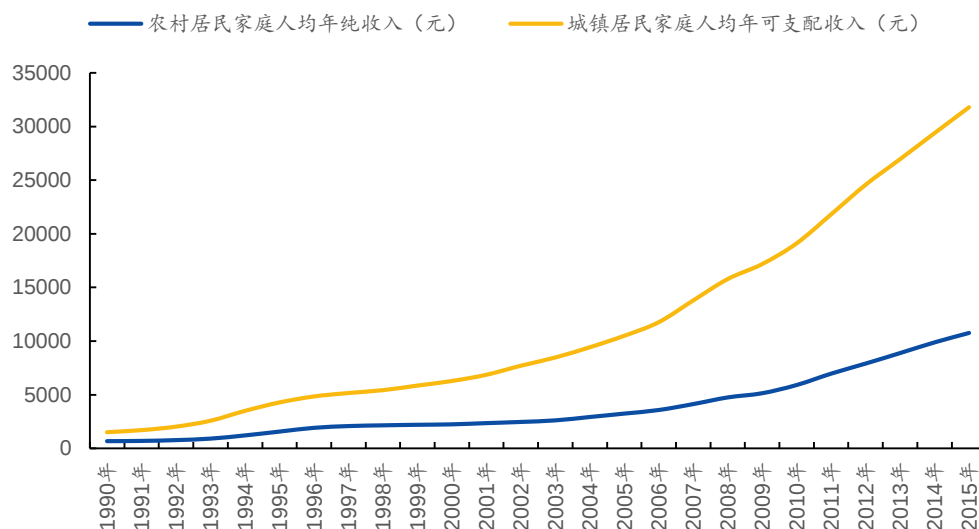
5.2 这个时点我们怎么看

5.2.1 格力历史增长影响因素有哪些

我们认为，公司过去成长因素有四：

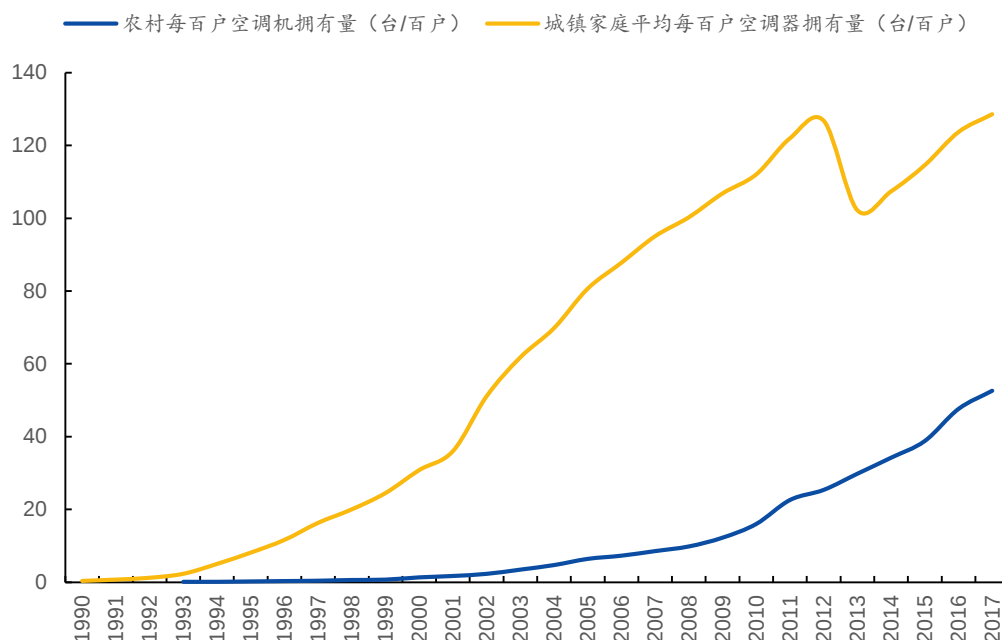
1. 行业空间不断变大。空调行业受益于居民收入的提升，需求量逐渐提升。城镇家庭平均每百户空调器拥有量从 1990 年 0.3 台/百户提升至 2017 年 128.6 台/百户，CAGR 为 24.6%；行业产量从 22 万台提升至 2018 年 20486 万台，CAGR 为 27.7%。行业天花板不断被突破使得行业增长空间不断提升。

图 58：居民可支配收入持续提升



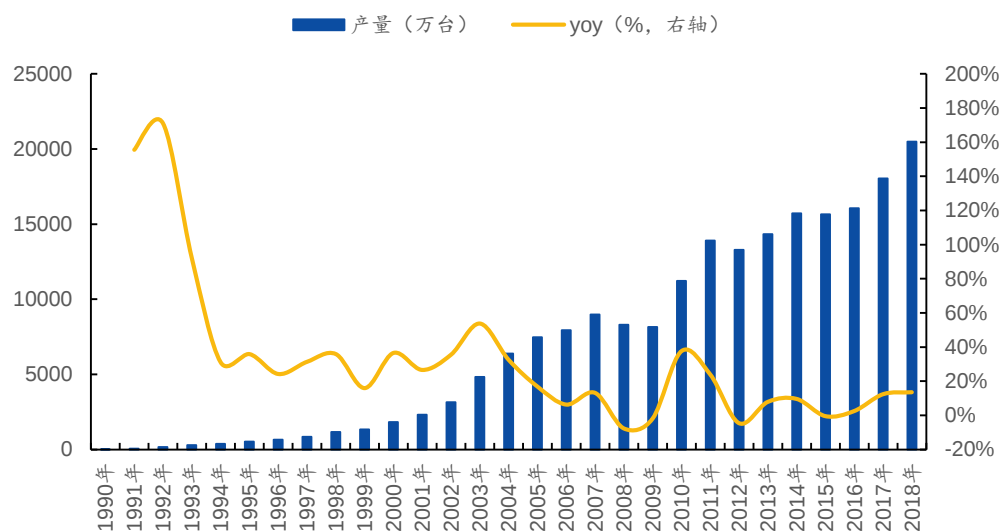
资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

图 59：居民空调保有量逐年提升，但农村仍有空间



资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

图 60：行业产量逐渐扩大



资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

2. 公司市场份额不断提升。在行业空间逐渐增加的同时，公司通过扩大产能以及完善渠道网络，市场份额不断扩大。
3. 公司产品成本逐渐降低。规模化效应以及公司对上游核心零部件实现自产，使得公司产品成本逐渐降低。根据我们测算，格力单台空调成本从 1993 年 3462.6 元降低至 2018 年 1835.2 元，降幅达到 47.0%。
4. 产品多元化。伴随着公司规模的增长，外溢性以及产品多元化逐渐成为公司新的增长点，公司零部件业务及原材料销售业务占比从 2004 年的 0.0% 增长至 2018 年 18.7%。

5.2.2 格力未来增长在哪里

伴随着空调行业的逐渐成熟，公司未来增长因素也逐渐出现变化。

1. 从行业高速发展到品类、地区细分增长。虽然目前我国城镇家庭百户空调拥有量已达到 128.6 台/百户，但农村家庭百户拥有量仅为 52.6 台/百户，仍有较大的空间。2019 年 4 月发改委发布了关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进煦暖经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》意见的函。其中明确表明支持家电企业渠道下沉以及展开家电“以旧换新”活动。这或将促进农村家电消费的增长。

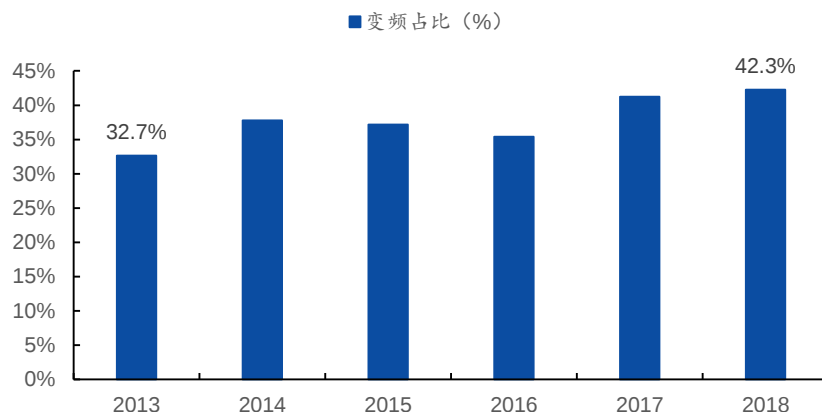
表 20：发改委等部门对家电产品更新及节能提出新的要求

条文	内容	补贴
展开家电“以旧换新”活动	鼓励消费者提前更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱、洗衣机、空调、电视机、燃气热水器、电热水器、抽油烟机等产品。鼓励农村居民参与“以旧换新”活动，特别是对低保户、深度贫困地区群众，可以不交就产品，享受“以旧换新”补贴政策。	对购买国家能效二级以上、且获得 3C 认证的新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴（单台上限 800 元）。
	鼓励家电企业及经销商搭建起高效的分销运营网络，让企业在欠发达地区，特别是乡镇加强仓储物流服务，提供优质的上门安装、调试、维护等服务，为新建社区提供全屋家电定制服务。	
支持家电企业渠道下沉	加大对节能、智能家电研发的支持力度	
进一步完善产品和服务标准	推动相关研究机构和行业协会加快健全家电产品质量体系标准，定制发布家电产品生命周期标准，通过多种宣传方式引导消费者及时淘汰不达标和不安全的家电产品	

资料来源：《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，国元证券研究中心

同时，由于居民的节能意识提高以及行业文件引导，变频空调也将成为主要趋势。根据产业在线数据，2018 年行业内变频空调产量占比为 42.3% 较 2013 年提升 9.6pct。

图 61：变频空调成为大趋势



资料来源：国家统计局，Wind，国元证券研究中心

格力通过投资闻泰科技（8.8 亿认缴合肥中闻金泰新增注册资本，21.1 亿认缴珠海融林有限合伙份额，直接持有闻泰科技股权 2.94%，珠海融林持有闻泰科技股权 7.6%）、海立股份（目前持股 10.4%）、新疆众和（19.9 亿元认购 4587.2 万股）的方式保持对核心零部件（半导体、压缩机以及高压化成箔材料）成本的掌控能力。

2.继续多元化。我们认为格力在保持空调行业核心竞争力的同时，也将继续通过产业链多元化以及在智能家居领域的布局提升公司产品品类，扩大公司营收规模。

表 21：公司分产品增速

产品名称	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
空调	营业收入（百万元）	123410	155682	160352	168370	183523
	增长率 (%)	40.10%	26.15%	3.00%	5.00%	9.00%
	毛利率 (%)	37.07%	36.48%	36.68%	36.73%	36.73%
小家电	营业收入（百万元）	2301	3794	5889	7958	9877
	增长率 (%)	33.93%	64.88%	55.23%	35.14%	24.11%
	毛利率 (%)	20.64%	18.24%	23.56%	23.56%	23.56%
智能装备	营业收入（百万元）	2126	3109	3886	4663	5363
	增长率 (%)		46.24%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率 (%)	5.83%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
其他主营	营业收入（百万元）	4353	8007	8807	9512	10178
	增长率 (%)	28.60%	83.94%	10.00%	8.00%	7.00%
	毛利率 (%)	22.44%	6.27%	6.27%	6.27%	6.27%
其他业务	营业收入（百万元）	17830	29432	33013	36341	39892
	增长率 (%)	5.35%	65.07%	12.17%	10.08%	9.77%
	毛利率 (%)	17.60%	12.24%	12.24%	12.24%	12.24%

资料来源：国元证券研究中心

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 4.6、4.9 以及 5.4 元，PE 为 12.6、11.8 以及 10.7。我们认为随着公司多元化布局的完善，估值将进一步提升，目标价格 65 元/股，

首次覆盖，给予公司“持有”的投资评级。

6.风险提示

空调市场增长不及预期

格力多元化不及预期

零售渠道出现变革

*国元持仓披露：无

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	171554.19	199710.95	230933.09	246952.36	266480.04
现金	99610.98	113079.03	130376.94	141807.84	152894.96
应收账款	5814.49	7699.66	8177.47	8745.54	9595.68
其他应收款	2161.07	2553.69	2822.09	2979.05	3282.95
预付账款	3717.87	2161.88	3388.96	3708.61	4114.80
存货	16568.35	20011.52	21041.52	23004.83	25331.42
其他流动资产	43681.43	54205.18	65126.12	66706.50	71260.24
非流动资产	43433.72	51523.21	51547.46	55745.16	58490.72
长期投资	110.39	2250.73	2300.00	2416.00	2537.00
固定资产	17482.11	18385.76	18640.28	19027.21	18260.55
无形资产	3604.47	5204.50	6748.50	8474.50	10433.50
其他非流动资产	22236.74	25682.21	23858.68	25827.44	27259.68
资产总计	214987.91	251234.16	282480.55	302697.52	324970.77
流动负债	147490.79	157686.13	169780.74	179699.54	189772.89
短期借款	18646.10	22067.75	24000.00	28000.00	29000.00
应付账款	44319.82	49822.80	52885.67	56800.75	62362.13
其他流动负债	84524.88	85795.58	92895.07	94898.80	98410.75
非流动负债	642.41	833.32	878.29	985.45	1086.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	642.41	833.32	878.29	985.45	1086.96
负债合计	148133.20	158519.45	170659.03	180684.99	190859.84
少数股东权益	1239.79	1387.62	1561.56	1744.31	1945.20
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73
资本公积	124.88	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	59238.66	85439.37	104130.56	114147.60	126119.81
归属母公司股东权益	65614.91	91327.10	110259.96	120268.22	132165.73
负债和股东权益	214987.91	251234.16	282480.55	302697.52	324970.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16338.08	26940.79	26339.95	30011.82	33178.15
净利润	22507.51	26379.03	27888.73	29600.13	32765.27
折旧摊销	2033.00	3110.33	2218.40	2477.15	2657.06
财务费用	431.28	-948.20	-1090.72	-1083.42	-1159.74
投资损失	-396.65	-106.77	-400.00	-450.00	-480.00
营运资金变动	-5737.53	-6905.85	-3726.20	1466.50	724.01
其他经营现金流	-2499.52	5412.25	1449.74	-1998.53	-1328.46
投资活动现金流	-62253.46	-21845.77	-3303.88	-4248.29	-3586.19
资本支出	2424.81	3837.55	1711.00	2353.00	1532.00
长期投资	9015.84	8766.93	133.39	200.88	197.64
其他投资现金流	-50812.81	-9241.29	-1459.49	-1694.42	-1856.56
筹资活动现金流	-2248.34	2513.85	-5738.17	-14332.63	-18504.83
短期借款	7945.01	3421.66	1932.25	4000.00	1000.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-58.52	-31.50	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-10134.83	-876.31	-7670.42	-18332.63	-19504.83
现金净增加额	-49961.74	7412.50	17297.90	11430.90	11087.12

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150019.55	200024.00	211949.71	226846.54	248834.73
营业成本	99562.91	138234.17	146904.64	157779.85	173228.15
营业税金及附加	1513.04	1741.89	1822.77	1944.07	2117.58
营业费用	16660.27	18899.58	19753.71	21074.04	23066.98
管理费用	2454.00	4365.85	4580.23	4897.62	5367.37
研发费用	3617.60	6988.37	7863.00	8121.00	8354.00
财务费用	431.28	-948.20	-1090.72	-1083.42	-1159.74
资产减值损失	264.79	261.67	187.12	185.01	196.28
公允价值变动收益	9.21	46.26	50.00	50.00	50.00
投资净收益	396.65	106.77	400.00	450.00	480.00
营业利润	26125.71	30996.88	32790.16	34844.67	38615.21
营业外收入	510.56	317.86	300.00	290.00	274.00
营业外支出	20.54	41.23	43.00	45.10	47.30
利润总额	26615.73	31273.51	33047.16	35089.57	38841.91
所得税	4108.22	4894.48	5158.43	5489.44	6076.63
净利润	22507.51	26379.03	27888.73	29600.13	32765.27
少数股东损益	107.02	176.24	173.95	182.74	200.89
归属母公司净利润	22400.48	26202.79	27714.79	29417.38	32564.39
EBITDA	28589.99	33159.01	33917.84	36238.39	40112.53
EPS (元)	3.72	4.36	4.61	4.89	5.41

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	36.24	33.33	5.96	7.03	9.69
营业利润 (%)	49.26	18.65	5.79	6.27	10.82
归属母公司净利润 (%)	44.86	16.97	5.77	6.14	10.70
获利能力					
毛利率 (%)	33.63	30.89	30.69	30.45	30.38
净利率 (%)	14.93	13.10	13.08	12.97	13.09
ROE (%)	34.14	28.69	25.14	24.46	24.64
ROIC (%)	-60.52	-94.48	-122.34	-132.34	-148.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.90	63.10	60.41	59.69	58.73
净负债比率 (%)	12.59	13.92	14.06	15.50	15.19
流动比率	1.16	1.27	1.36	1.37	1.40
速动比率	1.05	1.14	1.23	1.24	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.86	0.79	0.78	0.79
应收账款周转率	31.22	27.72	25.02	25.12	25.42
应付账款周转率	2.70	2.94	2.86	2.88	2.91
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.72	4.36	4.61	4.89	5.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.72	4.48	4.38	4.99	5.52
每股净资产 (最新摊薄)	10.91	15.18	18.33	19.99	21.97
估值比率					
P/E	15.53	13.27	12.55	11.82	10.68
P/B	5.30	3.81	3.15	2.89	2.63
EV/EBITDA	8.79	7.58	7.41	6.94	6.27

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188