

研究员：张洪道
执业证书编号：S0570200010032
电话：025-83290887
E-mail: zhanghongdao@htsc.com.cn
地址：南京市中山东路 90 号

格力电器(000651) 四季度业绩有望靓丽,建议增持

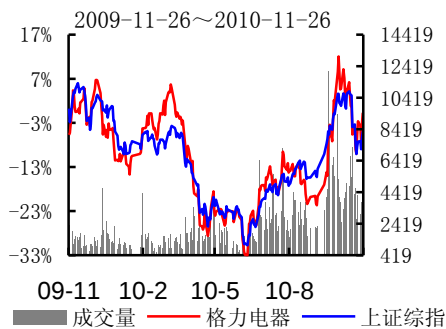
投资评级：推荐(维持)

白色家电 II

当前价格(元)：17.53

目标价格(元)：

股价走势图



相关研究

- 1 《格力电器(000651):三季度业绩靓丽,目前估值依然便宜》2010.10
- 2 《格力电器(000651):中期业绩符合预期,估值具明显优势》2010.8

投资要点:

- 最近,我们调研了格力空调的一些销售终端,发现公司产品的销售情况比较理想,由此,我们推断格力电器四季度的业绩有望继续靓丽。而公司目前的静态市盈率才 13 倍左右(以 2010 年每股收益 1.45 元计),我们维持对公司的“增持”评级
- 我们统计了大消费行业的主要上市公司的估值水平后,发现格力电器的市盈率是最低的。由于投资者对公司未来的发展有些担心而造成公司低估,我们认为这种担心有些过虑了。只要投资者充分认识到家电行业的盈利能力还会提升的必然趋势,这些担心就会烟消云散
- 家电行业盈利能力提升的背景是家电企业的盈利能力刚刚盘出历史底部区域不久,对于一个经过惨烈竞争后进入垄断阶段的行业,我们认为家电行业的盈利能力还会走高
- 家电行业未来盈利能力提升有各种各样的动力,比如利润模式的转变、综合经营、流程再造、利用集团财务公司的平台、从投入到维护的费用下降、产品升级等等,其中,利润来源多元化(从靠制造到制造和品牌并重)是主要动力
- 家电行业未来盈利能力提升还面临大好环境:人民收入的普涨和品牌消费渐成趋势等,其中,消费者收入大幅上涨导致的“大件小件化”的趋势是根本
- 最后,家电行业垄断格局的初步形成也为其未来盈利能力的提升提供了组织保证

最近，我们调研了格力空调的一些销售终端，发现公司产品的销售情况比较理想，由此，我们推断格力电器四季度的业绩有望继续靓丽。而公司目前的静态市盈率才 13 倍左右（以 2010 年每股收益计），我们维持对公司的“增持”评级。

我们统计了大消费行业的主要上市公司的估值水平后，发现格力电器的市盈率是最低的。那为什么这样一个不错的公司，却不被投资者看好呢？主要是投资者对公司未来的发展有些担心。我们认为这种担心有些过虑了。只要投资者充分认识到家电行业的盈利能力还会提升的必然趋势，这些担心就会烟消云散。所以，本报告重点谈一下这个问题。

家电行业的盈利能力主要是指其单位销售的利润率，该指标的提升将直接增加家电企业的净利润。下面，我们就家电业盈利能力提升的背景、动力和保障等问题进行具体的阐述。

一、家电行业盈利能力提升的背景：家电企业的盈利能力刚刚盘出历史底部区域不久

家电产品是个技术壁垒、资本壁垒相对不高的产品，加上改革开放初期，我国对家电产品需求又极其旺盛，这导致了大量企业进入家电行业。再加上家电行业当时在国际上已是一个相对成熟的行业，大量的欧美日韩家电企业将产能转移到中国，这导致了我国家电产能极度过剩。曾经，我国家电产品的产能超出全球需求的一倍以上（95 年以后就一直过剩），被戏称为“中国家电改革开放 30 年走完了别人 50 年的路！”。

过剩的产能导致了低价竞争，加上当时中国国内竞争环境比较恶劣（个别企业率先启动价格竞争，以希望将竞争对手挤出局），“降价”就成了家电企业竞争的主要手段，再加上家电连锁的出现更助长了降价之风（当时，苏宁和国美的经营口号就是降价，每年家电产品的价格都要呈明星的下滑），产品价格连续、大幅地下滑（我们以家用空调为例，见图 1 中的 1998-2004 年的价格）导致了家电企业的全行业亏损，当时家电企业几乎全线亏损，能赚钱的，销售净利润率也只有 1-2%，且凤毛麟角。

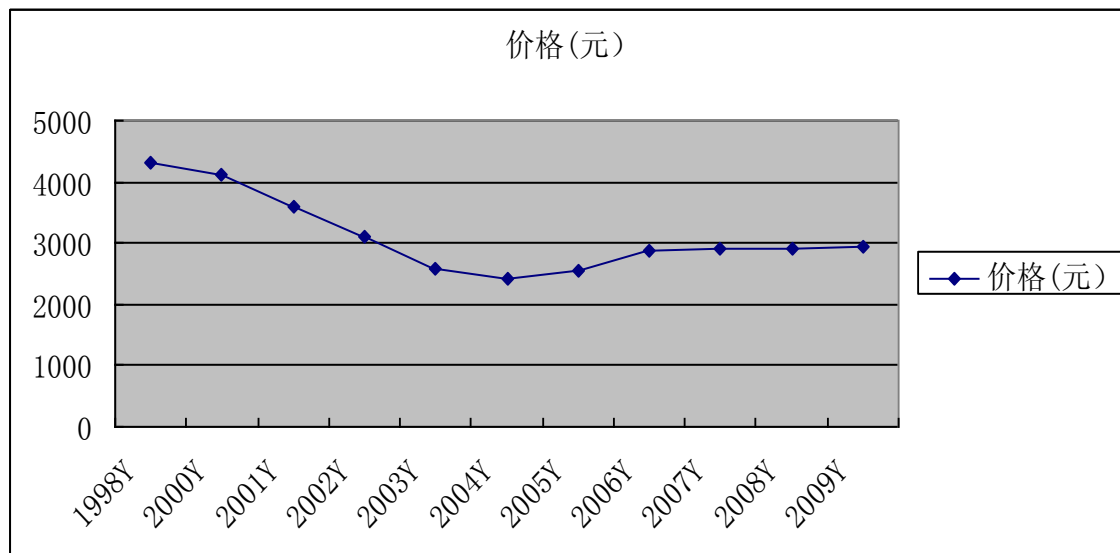
我们知道，任何一个行业都不能长期不赚钱，家电行业的这种情况在 2005 年出现了转机。当时和随后的几年，由于很多企业常年亏损而被迫退出家电行业（比如：我国第一台自主研发生产洗衣机的北京白菊电器公司，上世纪 90 年代，“北有白菊，南有水仙”，两朵中国洗衣机行业的奇葩深受消费者喜爱，不过如今白菊、水仙均已凋谢；曾取得 50% 以上的惊人市场占有率的牡丹彩电、上海的金星彩电、武汉的莺歌彩电；雪花冰箱、中意电器、扬子冰箱等等）。国家信息中心曾有个一个调查数据：20 世纪 90 年代中后期，有竞争力的彩电品牌有 50 多个，但现在已减少到 10 个左右；空调从 110 个减少到 8 个；冰箱从 75

个减少到 10 个;洗衣机从 80 个减少到 7 个。以上数据显示,有 80%以上的家电企业倒闭了。

就倒闭在自己眼前的众多企业,让残存下来的家电企业明白了一个道理:价格战不能再打了。加上 2005 以后,整个中国的物价水平也大幅上涨,客观上,家电产品也无法再降价了,家电企业就此迎来了涨价的契机(见图中 2005-2009 年的价格)。

家电产品的价格企稳并开始稳步攀升,由此将家电企业从亏损的边缘拉了回来,整个行业这几年开始盈利,但目前行业平均利润率也只有 2-3%,依然很低,属于刚刚盘出历史底部不久,对于一个经过惨烈竞争后进入垄断阶段的行业,我们认为家电行业的盈利能力还会走高。

图 1: 我国家用空调产品的平均综合价格走势图



资料来源: 产业在线 华泰证券研究所

二、家电行业未来盈利能力提升的各种动力: 利润模式的转变、综合经营、流程再造、利用集团财务公司的平台、从投入到维护的费用下降、产品升级等等

如果家电行业的盈利能力还将不断提升,其动力究竟来自何处?分析下来,我们认为有以下几个途径会提升家电行业的盈利能力。

2-1 从靠制造到制造和品牌并重,进入利润来源多元化的新时期

近几年,家电企业广告投放的力度前所未有!仅在中央电视台,就有格力电器请成龙代言的广告、美的电器请章子怡代言的广告、海尔的“卡萨帝六门冰箱”广告等,在这些不经意的营销行为背后是家电企业利润来源模式的转变。

我国家电企业过去的利润来源主要来自于制造环节，而且利润微薄。曾经卖一台空调只能赚 50 元钱，还不如别人卖一瓶酒的利润。如今，主要的家电制造企业都在品牌营销上做文章，由于消费者对好品牌有信心，愿意多花钱来买个“放心”，所以，品牌好的企业的产品的价格可以普遍高出 10-15%，因此，如能经营好自己的品牌，使得消费者认可自己的品牌，家电企业能因此多赚的钱并不亚于从制造环节所赚的钱。目前，我们所关注的主要家电类上市公司的利润模式都从过去的靠制造转变到制造和品牌并重，由此，会为企业利润率的提升铺就一条坦途。

2-2 综合经营发挥积聚效力：美的模式

就全球范围的家电行业来看，综合化地经营各类家电产品是一种趋势，比如 LG、三星、西门子等莫不如斯。中国的家电业也在走这条路，这样可以发挥规模优势，在更好地满足消费者“成套化”购买的需求的同时，也提升了自身的盈利水平。

以美的电器为例，早期，它只是一家小家电制造商，后来成功地切入空调行业，这几年更是通过资本市场和各种购并手段，成功地切入了冰箱和洗衣机行业，目前已拥有四大知名家电品牌、集团销售过千亿，成为综合化的家电企业集团。

2-3 流程再造提升经营效率：海尔模式

我国家电企业传统的经营模式中，存在一些可以改进的地方，如果能充分利用信息化时代的优势，对公司的流程进行再造，则可大大提升公司的经营效率。青岛海尔就是这方面的典型代表。

青岛海尔这几年推进了零库存下的按需即供的商业模式，通过创新 161 周单模式，实现“下周单、周下单”，提升企业对市场需求的反应速度与快速满足市场需求的能力，实现从大规模制造向大规模定制的转变。2009 年内，公司存货周转天数由去年同期的 36.8 天缩短至 26.7 天。

不仅如此，公司还实施“实网做深、虚网做实”的虚实网发展战略，通过实网满足客户需求，通过虚网了解客户需求。推进虚网建设，依托互联网的营销传播平台，迅速把握用户需求。加强“销售到村”的营销网、“送货到门”的物流网、“服务到户”的服务网等实网建设。目前公司通过 5000 多个县级网络、2 万多个乡镇网络、7 万多个村级网络迅速把握并满足市场需求；完善的物流配送体系实现了在半径 150 公里以内，24 小时以内送货到家；通过全国 17000 多个售后服务网络，实现在 24 小时以内响应服务需求。

可以看出，如能善用信息化的优势，对公司的流程进行再造，家电企业的经营将更具效率，也将获得更多的利润，青岛海尔这几年的探索或将其未来的利润提升提供保障。

2-4 集团财务公司：又一种赚钱可能

我们关注的主要家电类上市公司都开始涉足金融业，主要是通过组建集团财务公司的

方式来展开，青岛海尔、格力电器和美的电器无不如此。

集团财务公司有望成为家电企业高效率的资金管理平台，它对于上市公司的意义在于：

(1) 提高资金运用效率，降低融资成本，节约手续费，降低财务费用。通过成立财务公司，可实现资金在集团内部的调拨，加快物资周转效率，发挥资金协同效应，部分降低公司融资成本，从而提高公司整体的运作效率。此外，协同和规模效应还有望降低公司结算、承兑等金融服务的手续费；(2) 团结和吸引外部社会资源。财务公司可以通过第三方信贷担保等方式，帮助关联方（包括上游供应商、销售公司和经销商等）获得贷款、周转资金，从而团结和吸引外部资源开拓市场；(3) 在集团和上市公司越过扩张期、净现金为正时，财务公司还有望贡献一定利润。

我们注意到，这些家电类上市公司的账面上都有巨额的现金流（有的高达数百亿元），目前，这些现金流尚没有对每股收益产生贡献，但利用集团财务公司的平台，即使是打新股，也有望为上市公司带来不可小觑的利润。

2-5 从投入到维护：费用会大幅下降

由于我们一直在跟踪家电企业的投资，我们发现最近 5 年是这些家电企业投入大幅增加的年景，主要是因为这 5 年家电企业投入了巨额的广告费用来塑造品牌形象，而且还投入巨资来进行渠道建设，但现在，这两方面的投入高峰期都已结束，未来只需要投入一些维护性的开支，由此，我们可以预期，家电企业未来几年的费用开支会有明显的下降，这也将提升公司的每股收益。

2-6 其它方式

家电企业盈利水平的提升不仅有以上我们提到的动力，还有产品升级、网络销售、产业链被拉长、从制造向服务转型等其它的动力，可以说，只要企业想做就有得做。以上这些方面稍有进展都能提升公司的 EPS。

现在，全球都在节能减排，反映到家电产品上，就是要发展高能效的产品，这导致了空调、冰箱等向变频、无氟方向的发展，再比如，电视机由 CRT 向液晶的升级，甚至家电产品网络化等等，都为企业提升产品档次、提高产品价格提供了机会。通过产品升级提升公司盈利水平，在这方面，海尔卡萨帝高端系列冰箱，凭借其“超大容量、不锈钢外观、多门、抽屉式设计”等独创性功能以及在创意、外观设计等方面的时尚型元素，获得消费者的认可。根据中怡康数据显示，在 1.5 万-2 万元价位段冰箱产品中，卡萨帝法式对开门冰箱份额达到 46%，是第二名份额的两倍；卡萨帝六门冰箱上市至今一直以超过 60% 的份额在六门冰箱销售份额中稳居第一。意式三门冰箱自问世以来，已经获得“红点至尊设计大奖”、德国著名的 PLUS X 大奖等顶级国际大奖，成为迄今为止获得全球顶级大奖认可最多的冰箱之一。

过去，一台家电产品从工厂到消费者需要经过多道渠道，为此，家电企业的利润不得不和若干个渠道共享。而目前，网络销售的兴起有望大大地压缩渠道层次，从而使得制造商不必让利于太多的经销商。

现在，国家要求对旧家电进行回收，并进行统一拆解和处理，由于我国家电产品的存量相当大，这导致该业务的市场前景也非常可观。这对家电制造商来说，就是拉长了产业链，为它们提供了新的业务和利润增长点。

最后，国际家电业目前出现了从产品制造商转型为方案提供商的苗头，若能成功转型，也将提升公司的盈利水平。比如说，海尔空调为客户提供室内舒适环境解决方案。建立海尔空调“e网到家——网上家装设计、选购、安装互动俱乐部”平台，与用户实现在线互动。通过3000多种需求选择、200种颜色组合、70种最理想符合家装风格的空调推介方案，满足互联网时代用户的需求。“e网到家”的“虚网”定单会由“实网”承接，通过遍布全国各地的销售网、“送货到门”的配送网和“服务到户”的服务网满足用户需求。

三、家电行业未来盈利能力提升的大好环境：人民收入的普涨、品牌消费渐成趋势等

有了盈利水平提升的动力，还需要有好的时机，才能使得这些动力转变为利润。而目前的家电市场，就具有很好的时机。这主要表现在消费者消费能力、消费偏好等等方面的变化上。

3-1 消费者的收入大幅上涨导致的“大件小件化”的趋势

经过三十年的改革开放，我国人民的收入水平有了显著提高，加上国家还要加大保障性支出，并将推动收入分配体制改革，这些都将显著提高我国人民对家电产品的购买力。

在我国改革开放初期，人们一个月的收入不足百元，那时要购买一件家电产品需要花费普通家庭几年的收入，所以，那时候，人们把家电产品称为“大件”，因为，那时的家电消费者购买力比较弱，且对家电产品的价格比较敏感。可如今，一个普通工人一个月的收入就可以购买一件家电产品，所以，购买一件家电产品的开支占家庭收入的比重大幅下滑，只能算是一个“小件”，我们把这种趋势称之为“大件小件化”的趋势，这种趋势的存在为家电产品的涨价提供了基础，也为家电产品走向高端化提供了消费保障。

3-2 家电消费倾向的多元化：高档家电产品的温床

随着人们生活水平等提高，我国家电消费者的消费倾向也在发生着悄悄的变化，这集中表现在品牌消费渐成趋势、环保低碳的产品受欢迎和家电消费时尚化的趋势，而这些趋势的存在都为企业的产品价格提升铺就了很好的氛围。

四、家电行业未来盈利能力提升的保证：垄断格局的初步形成

有这么好的形势，未必会有这么好的结果，如果该行业的经营者的恶性竞争仍有可能导致企业盈利水平的停滞不前。但我们认为，这种情形在家电行业不会存在，因为这个行业已进入垄断竞争阶段，各大龙头企业不仅垄断了绝大多数市场份额，还基本垄断了市场规则。

经过近 20 年来的惨烈竞争，我国家电行业的市场集中度已是非常高了，个别小家电产品上，甚至出现一家企业占其三分之二市场份额的情形（比如，九阳股份占豆浆机市场 70% 左右的市场份额，格兰仕占微波炉市场 60% 左右的市场份额），而在大家电产品上，也同样出现垄断格局，在空调市场上，前三大品牌就占据了 60% 以上的品牌（见表 6），而在冰箱市场上，前三大品牌也占据了 50% 的市场份额（美的电器旗下的品牌合计计算，见表 7），而在冰箱市场上，前三大品牌也占据了近 50% 的市场份额（美的电器旗下的品牌合计计算，见表 8）。

表 1：2009 年 1-12 月各空调品牌的市场份额 单位：万台

企业	销量	市场份额 (%)	出口	内销	产销率
格力	1858	28.26	393.5	1464.5	105.21%
美的	1716	26.10	722	994	100.00%
海尔	440.6	6.70	131.2	309.4	96.41%
志高	368	5.60	191.5	176.5	103.66%
LG	273.1	4.15	267.2	5.9	96.91%
格兰仕	267.3	4.07	160.8	106.5	98.53%
奥克斯	256.7	3.90	108.1	148.6	100.04%
松下	254.5	3.87	166	88.5	100.99%
科龙	157.8	2.40	82.2	75.6	96.75%
三星	147.8	2.25	133.2	14.6	100.54%
富士通	126.5	1.92	121	5.5	102.43%
TCL	108	1.64	81.9	26.1	96.43%
长虹	88.45	1.35	13.8	74.65	101.90%
海信	78.9	1.20	11	67.9	100.64%
夏普	50.7	0.77	45.8	4.9	98.07%
三菱电机	45.9	0.70	2.55	43.35	82.11%
春兰	38.7	0.59	9.1	29.6	219.89%
三洋	35.4	0.54	30.7	4.7	101.72%
大金	31.81	0.48	0.11	31.7	96.10%
三菱重工	23.36	0.36	1.71	21.65	97.74%
欧威尔	19.98	0.30	19.56	0.42	104.28%
日立	30.1	0.46	15.8	14.3	98.37%

其他	135.3	2.06	105.7	29.6	102.66%
总计	6574	100.00	2819.23	3754.77	101.37%

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 2：2009 年 1-12 月各冰箱品牌的市场份额图

企业	销量	市场份额 (%)	出口	其中内销
海尔	1360.1	24.08	260	1100.1
海信科龙	594.9	10.53	191.4	403.5
美菱	354.4	6.27	40.7	313.7
中山奥马	330.6	5.85	232	98.6
荣事达	278.1	4.92	0	278.1
华凌	256	4.53	120	136.1
新飞	249	4.41	1.9	247.1
星星	185.7	3.29	53.2	132.5
西门子	173.1	3.06	4.6	168.4
Lg	169.3	3.00	115.2	54.1
三星	165.4	2.93	111.4	53.9
康佳	73.2	1.30	0.4	72.8
松下	63.3	1.12	28.6	34.6
万宝	63.2	1.12	58.8	4.4
夏普	57.7	1.02	43.7	13.9
东芝	55	0.97	40.5	14.5
小天鹅	51.1	0.90	0	51.8
TCL	50.5	0.89	13.3	37.1
澳柯玛	35.4	0.63	4.9	30.4
其他	1082.3	19.16	397.9	684.4
总计	5648.2	100	1718.7	3930

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

表 3：各洗衣机品牌 2009 年 1-12 月的市场份额 单位：万台

企业	销量	市场份额 (%)	出口	内销
海尔	894.6	22.63	101.2	793.4
荣事达	339.5	8.59	59.4	280.1
松下	266.8	6.75	64.7	202.1
小天鹅	250.5	6.34	47.6	203
LG	214.4	5.42	148.2	66
三星	194.8	4.93	148.9	45.9
合肥三洋	175.1	4.43	11	164.1
新乐	171.4	4.34	79.5	91.9

金帅	122.7	3.10	58.3	64.3
金羚	107	2.71	44	63
夏普	94.8	2.40	60.2	34.6
日立	89.7	2.27	64.6	25.1
西门子	81.9	2.07	7.1	74.8
美菱	57.8	1.46	0.7	57.1
惠而浦	56.6	1.43	7.5	49
其他	835.6	21.14	394.3	441.4
总计	3953.1	100	1297.1	2655.8

资料来源：产业在线 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。