

格力分享会 2018.07.07

CZ: 好吧，我们开始，格力现在市盈率也就 10 倍多吧，为啥市场这么低估？股东大会有何感想？

SNZ: 对空调未来的市场空间，请问各位有什么看法？格力新产业未来空间大吗？

CZ: 空调好像离天花板还有一段距离，即使只考虑更新换代和消费升级，也应该能够维持缓慢增长吧。

QF: 股东会 问：空调天花板问题

董：刚才已经回答过了，某个市场有天花板，企业不存在天花板，我们现在讨论问题是不存在的。对于行业天花板，大家做饭最开始用柴火，用煤，用电，你需要做的是不断创造新技术，便捷，舒适，健康，技术上突破，空调天花板是不存在的。

中央空调 汽车空调 场馆空调 三四线以及农村应用 不同的应用的场合会越来越多。

AH: 上半年户地产增长 25%，交户滞后一年半至两年的情况下，明年空调市场也应该销量增长。

一、榜单解读

1、138家企业跨越50亿门槛，市场份额达76.4%，7家房企超千亿

2018年上半年，共有138家房地产企业销售额超过50亿元，较去年增加12家；合计实现销售额49743亿元，平均销售额361亿元，同比增长25.6%；市场份额提升15.2个百分点，达到76.4%，行业集中度进一步提升。

H: 我个人觉得格力估值低是因为多元化没做起来。大家觉得增速会变缓，而美的则不一样。美的可能因为并购原因，资产负债表中商誉很高，这个可能需要关注一下。我反倒觉得董在历史上并没有污点，而强势的管理者往往都是有争议的。反倒大家觉得评价好的反倒有可疑，因为做事就会得罪人。

CZ: AH 对，相对房地产来讲，空调还有一点滞后性。精装应该不包括空调吧？精装修的房

子包含空调吗？

QF: 精装修的房子，有一些是含中央空调和普通空调。

M: 天花板不存在，但增速会放缓。地产对空调还是会有影响。听了股东会的分享，我有一些新的想法。这是三家费用的比较，表面上看格力的费用要少很多，但是需要更深入的思考。产品的单一销售费用、管理费用会少很多。

2017 年费用占营业成本的比例%

	销售费用	管理费用	财务费用
美的	14.82	8.19	0.45
海尔	18.58	7.12	0.92
格力	13.36	4.87	0.35

2017 年
负债 单位：亿元

	短期借款	长期借款	合计
美的	26	330	356
海尔	109	160	269
格力	186	0	186

2017 年利息收入的比较 单位：亿元

	金融业务	非金融业务	合计
美的	9.55	1.73	11.28
海尔	0	-9	-9
格力	15.36	15.01	30.37

以上三张表，大家看出什么问题没有？

CZ: M 你这个发现很有意思，我觉得要从拆解销售费用来分析这个问题。从直觉上来讲，多品类销售应该更能够有效地利用渠道。

QF: 从京东售价来看，格力比美的空调贵 10-20% 左右，格力领导人的年薪比美的的差好多，成本控制也好，所有净利润率高不少。格力、美的的报表负债率都在 60% 多，格力账上近 1000 亿现金，美的只有 500 多。

XD: 格力的长期负债为 0，短债很多，这个有疑惑，短债里有财务手法？

AH: 格力 1000 亿现金的蓄水池有可能在未来几年慢慢释放出来。

FY: 格力以空调为主，规模大，成本低。

M: 格力和美的都有金融机构。金融机构的利息收入分别是 15 亿和 10 亿，海尔为 0，而常

规现金流利息问题更大：格力收入 15 亿，美的 2 亿，海尔-9 亿，为什么前两家能产生正向利息，而海尔还要支付 9 亿的利息呢？格力和美的都能产生十几亿的正向利息收入。由于美的有长期负债，所以用于支付了利息有 10 还有 2 亿的收入，海尔的长期负债还少于美的反而利息收入减支出后为负 9 亿（12-3）？所以，我对海尔有疑问。难道海尔的模式与其他两家不同？不是先款后货？海尔的财务管理方面明显不如其他两家，就像一家丈夫会挣钱，老婆不会理财。FY 有财务公司，没有并表。

FY: 格力先打款后发货，财务费用基本上是负的，格力还有财务公司，做供应链金融，从三张表来看，商业模式非常好。从资产周转率来看，家电行业的效率很高。都是轻资产。海尔有财务公司吗？海尔赚钱能力肯定不如格力。我有一个问题，从人力资源结构来看，格力不像高科技企业，为啥它的利润率这么高？ROE 更是惊人？我觉得空调还有较大的增长空间。首先是品类的扩展，从家用空调，到中央空调，再到制冷，暖通领域。其次是地域的扩张，三四线，农村，亚非拉世界。现在气候变暖，空调已经成为一种刚需。格力的估值较低，主要原因有几个：一是市场认为格力的多元化没有重大突破，成长性较低。格力估值低的另一个原因是投资者对格力的管理层不看好。不少人不喜欢董姐。她在网络经常挨骂。几乎没有人骂方洪波。格力的净利率更高，现金含量最好。我担心的格力这种营销模式是否可以持续？供应商问题不大。格力是一个廉洁的公司。

QF: 格力按照一季度占比全年业绩估值，动态 pe8-9 倍，美的约 15-16 倍，外界对格力的担忧 1 空调天花板，每年都有，连续 10 年 了 2 芯片，股东会已经讲了空调里面 igbt 3 智能装备 新能源的多元化试错 综合上有不确定性，估值给的低。从个人股东来看，首先格力，董姐有争议的人物，会对个人股东好，美的董事长比较喜欢和机构打交道，对小股东一般。格力：【统计比较】

总融资总额(万元)	515604.32
总派现总额(万元)	4164221.51
总派现总额与总融资总额之比	8.08
美的 总融资总额(万元)	3179312.02
总派现总额(万元)	2707582.92
总派现总额与总融资总额之比	0.85

如果 18 年格力营收恰好在 2000 亿，格力就有调节财务数字的嫌疑。格力 roe 高 就是空调业务占了上下游资金。净利润率高 来自终端价格国产最高，董 200 多万年薪，方好像 700 万年薪，差距太大了，空调成本控制格力也比美的好不少。看看美的的股东都在减持

欧云彬	20180613	-5000	57.50	竞价交	-	欧云彬	证券	本人
				易			事务	
							代表	
江鹏	20180611	-83700	56.26	竞价交	431300	江鹏	董秘	本人
				易				
江鹏	20180605	-60000	55.00	竞价交	515000	江鹏	董秘	本人

				易				
张懿明	20180425	-1000	52.43	竞价交		-	张小懿	高管 兄弟姐
				易				妹
格力的股东都在增持								
谭建明	20180504	28700	46.50	竞价交	129730		谭建明	高管 本人
				易	0			
谭建明	20180503	14800	44.80	竞价交	126860		谭建明	高管 本人
				易	0			
谭建明	20180502	22400	45.00	竞价交	125380		谭建明	高管 本人
				易	0			
黄辉	20180502	5000	44.88	竞价交	738000		黄辉	董事 本人
				易	0			、高

一个人这辈子抓住 1-2 只牛股足以：1、中美通货膨胀影响大体相当。1996 年底如果有投资者通过存银行债券实现保值，到 2017 年，经过 20 年，老美 100 美元变成了 156.2 美元，名义增长 56.2%；国内投资者 100 元人民币变成了 148.5 元，名义增长 48.5%；两者差别不过 7.7 个百分点。

2、投资格力与伯克希尔 20 年差距悬殊。如果有投资者 1996 年底市价 100 元投资格力，2017 年底变成了 8528.4 元，增长约 85.28 倍；而同期投资伯克希尔股票，1996 年的 100 美元变成了 2017 年的 1164.5 美元，约增长 11.65 倍；两者相差 7.32 倍。

3、投资格力与伯克希尔 10 年差距更大。如果有投资者 2006 年底市价 100 元投资格力，2017 年底增长了 29.61 倍，同期投资伯克希尔增长约 3.15 倍，两者相差 9.4 倍。

今年天气热的早，估计空调业绩都很不错。

梅这个问题，每年都质疑，结果每年都没事。

XD: 格力交了那么多递延所得税，利润到底隐藏了多少？

AH: 海尔也扩产了，但在净利率和销售费用方面不及格力。格力 80% 收入是空调，而空调的毛利率高于小家电和其它。

M: 产品单一，效率高@FY。我还有一个问题，格力在智能装备上的收入是 21 亿，美的国内收入 3 亿。涉及数控机床、机器人、工厂自动化、热交换器设备、新能源设备、注塑钣金设备、物流仓储设备、检测设备、精密传动部件、工业信息化，范围挺广，这么多行业，难道没什么长期规划吗？@FY 格力的空调占有率在下降。格力的估值较低，主要的原因：1、产品单一成本低，管理费用和销售费用也低，模式是否能持续？2、销售模式占款有利，宏观影响下，是否能持续目前的现金流。方洪波对媒体保持克制态度@FY。迟早会有事，时间问题@QF。是的，格力资金管理很好，与董总财务经历有关。确实精打细算，当年朱江洪问她还想管什么部门，她选择了财务，在格力管过财务。

飞龙: 刚来，关于@CZ 格力估值低的问题，按今年业绩 280 净利计算是在 9-10 倍之间，常规在 12-13 倍，行情好在 15-18 倍。也就是说在估值上存在 0.5-1 倍的修复空间。短期受市场影响，另外房地产也有关联，之前房地产板块没大跌前白电还是略坚挺的。但相较厨电，白电影响小些，影响也会滞后。持有格力，不过也有几个问题：

1、小家电业务拓展一般，这么多年发展缓慢。所以目前推出的洗车机什么的，也不知会怎

样。之前搞的手机也觉得意义不大，做个控制器还不就是个 APP 吗？

2、空调短期看行业还会有增长 5-10%的复合增长，但如从更长期看依然会有瓶颈。所以格力搞多元发展，但势必会增加资本类开支和不确定性。而目前多元发展主要还是围绕空调这个核心业务来展开。

3、董明珠连任存在疑问？个人认为即使连任也不会很长，国企管理上会带来动荡。

4、家电和地产还是存在相关性，所以目前一、二线调控，三、四线棚户改造收集，对增量发展是有影响的。

5、格力的国外拓展也一般，净利和毛利都比较低。全球化发展待提升。

格力应该是享受了品牌上的溢价，好空调格力造，其产品价格比同类是高了不少。

AH: 21 亿智能装备的收入有 20 亿是银龙的订单@梅。格力股东会上，董姐说了，网上那么多黑格力，是得罪了某些经销商。强者恒强是大趋势，格力如果按照现有的承诺，对研发费用无限制，重视研发的话，应该不会给超越。

QF: 看这个文章，1) 粤美的本身是美的集团最优异的资产，n 年前上市后，管理团队通过资本市场做大获利后，不满足，将其中小家电业务剥离出上市公司，基本上是净资产溢价一点，理由是空调之外的小家电业务盈利能力不行，要专精空调主业；过来几年，又整合进入上市公司，理由是小家电业务盈利丰厚，集团上市时，上市公司股份差不多三股换集团一股。进出之间，中国特色下肯定有很多专家、专业机构粉饰报表，过去也是合法合规，但透过这些形式上的东东，稍微理性一点点的人都知道，这个是通过上市公司养肥非上市资产后，再蛇吞象，称得上翻手为云覆手为雨，一出一进，资本运作，老何大股东和管理层获利超级丰厚，中小股东输血无数后，还要打三折兑换，损失惨重。至于美的空调与小家电业务资产质量到底如何，有兴趣的美粉大可以自己比较研究，凡夫俗子没有美的股份，就懒得操心了。2) 美的股权激励和年薪猫腻。美的连续实施了 N 期股权激励，不说远了，就说今年的，核心指标是要 2017 年加权平均净资产收益率不低于 20%，这个看上去很高，不过美粉如果用心一点点比较，2011-2016 年美的的净资产收益率分别是 29.12/23.92/24.87/29.49/29.06/26.88。这样的数据摆明了就是管理层巧取豪夺公司利润，嗯，美的现在意思是 9900 万元，利润的 0.6%，这玩意看上去也不高似的。不过如果比较一下美的最近两年的管理层收入，可能会更加明白一点点，如 2016 年方的年薪是 766 万元，董监高一起 3719 万元；2015 年方的年薪是 688 万元，董监高一起 3163 万元，一年增长幅度分别是 11.34%和 17.58%。本来美的业绩看上去不错，管理层多拿一点点很正常，可是比较格力管理团队，美的盈利能力不如，利润总量多一点点，税收贡献差距不少，这些人多拿了三分之一的收入不满足，还要搞一个摆明给自己送钱的股权激励，嗯，让自己收入再增加三倍左右。其中的利益吸引力如何，美的原高管接连辞职兑现，这个冲动人之常情，天下熙熙皆为利来，呵呵，凡夫俗子不知道别人怎么想美的管理团队的这些做法，反正凡夫俗子觉得格力团队值得自己发自内心的敬重，而对美的这帮人是敬而远之。

FY: 另外一点就是格力的产品力如何？能否被超越？对格力的管理与公司治理，及与美的孰优孰劣，有两种截然不同的观点。这也是一个非常值得研究的问题。美的确实有糟点。包括侵吞小股东利益，机会主义路线。不过应该在变好。我也觉得格力三年内成长性更好。格力最大的优势在哪里，你们知道吗？格力在最大的领域，竞争力最强。占据最大是市场份额。空调市场容量等于所有其他白电+厨电的总和。格力占据了最肥沃的市场。那么，为啥格力能够占据最肥沃的市场，这与格力强大的竞争力有关。

M: @QF 这个要去研究下。格力是社会主义管理方法，美的是资本主义管理方法@FY。

QF: 简单说 格力倾向国家，美的倾向资本机构。我觉得 梅可以建个组合 格力美的 海尔各 33%，我倾向格力未来 1 年跑赢。企业文化@FY

AH: 最近格力增持海立股票是基于上海电气集团第一大股东占 20% 多想转让给海尔，设置门槛不转让给格力，海尔空调去年扩产，17 年空调旺销拿不到压缩机要收购压缩机企业。格力在没办法前提下直接二级市场买入海立的股份。管理费用低、原产料成本低、生产中损害低、空调各零部件都自己子公司配套生产的、售价比美的高 10% 以上，利润率高@南海飞鹰。

ZL: 格力估值低，我认为主要原因：1) 格力之外家电一直发展比格力空调差，且比竞争对手差；2) 格力海外发展差，格力空调过去 10 年增长速度比国内低；市场认为格力的多元化和国际化都没做好，且也不认为未来三年有根本变化

H: 家电 巨头中，格力自己有压缩机厂，美的也有，唯独某尔没有，全靠外购，



@xd 上半年增长已有 30%了，格力以往都是下半年比上半年好。

XD:



给大家发张图，房地产与空调的历史关系，曲线几乎完全一致，时间上滞后一年。我问个问题：格力说商用空调市场占有率连续6年保持第一，这个是真实情况嘛？问设计和做商业的朋友，说常规用的牌子都没有格力。年报数据里没有分商业空调，在公司业务里有介绍

FY: 这个有意思，家居家电的周期，都是地产周期？年报对商用空调有单独统计吗？格力最大的风险是什么？空调市场可以做很久。就怕它的竞争力下降。反过来一个问题，最近这么多年来，为啥没有空调品牌崛起？这种格局会持续吗？这说明企业的竞争力和管理都很牛逼

M: 格力和美的空调市场占有率达70%多，格力在民用和商用第一没有疑问。市场的需求下降问题@南海飞鹰-深圳，如果在出口方面能弥补，还有发展空间。

H: 目前贸易战对格力的影响：格力本来出口就不大，大约占2成，出口美国的更少。麻烦的地方在于格力原计划18年起出口要大干，这样一来计划可能会受影响了。格力这几年多元化做不起来，那只能学福耀做专业化，扩展海外市场，需要观察他海外市场能做起来不？

XD: 1、董不能连任，企业能否延续现在的强势风格。2、多元化可能对主业产生的影响。格力这几年多元化做不起来，那只能学福耀做专业化，扩展海外市场，需要观察他海外市场能做起来不？格力的那些小家电做不起来，跟格力的销售系统有很大的关系，格力走专卖店，经销商，适合空调大件，小家电不适合，所以格力需要重新铺开商场这条销售路径。暂时没有看到强有力的竞争对手让格力竞争力下降吧？贸易战起来，格力可以在巴西那边直接做国外市场不？去年格力营收和利润增长30-40%，但营销和管理费用几乎零增长。一般企业费用随着营收都是成比例增长的。格力靠什么做到这点

FL: 白电的品牌竞争力或者说护城河没那么强这才是致命或者担心的。格力在巴西和沙特阿拉伯做得不错，尤其是光伏空调很受欢迎。另外格力的渠道，成本是否会高，结构是否长。

M: 产品单一会是这种成本结构。学华为可以，家电里的华为还差的远。美的产品多，费用会高些。主要成本差异在空调上

AH: 格力在美国的市场很小很小，占 1%不到，所以贸易战对格力几乎没有影响，我们只要盯住国内市场，盯住格力中央空调的增长。

SD: 都觉得空调到天花板了，谁还会大费周折自己去静下心来搞新的研发技术，并购的路子顺畅，就不会那么费劲，能赚钱就好了。格力的护城河很深，同样空调，制冷需要 5 分钟还是 20 分钟，这是问题。任何智能的辅助，根本还是制冷效果。美的重点打造洗碗机，洗碗机以后也是大家电类。新成立的厨热部也是如火如荼的加班加点。

H: 对研发这块有这么个评论：像美的集团 就是这样，他给终跟在别人后面混，等到别人把饭做熟了，他才来抢，研发这么苦逼的事情，他从来不干的，复制+粘贴多简单啊，董明珠骂它是小偷集团，就是这个道理，有人说美的是家电业的华为，不知道这话是捧华为还是损华为。

QF: 华为是敢为天下后，进入一个行业就挖人研发然后降成本，产品品质真心一般，但背靠强大的研发团队和营销团队，不断卖不断改进。去年格力营收和利润增长 30-40%，但营销和管理费用几乎零增长??? 这一点谁能说透点，怎么赶上互联网公司模式了?

FY: 美的在向华为学习，去年股东会上高管说的。

XD: 请教一下，格力的销售返利制度有没有人有资料讲的清楚的? 这个一来是格力销售核心策略之一，一个是用来破解格力利润隐藏之谜

M: 这个好像很复杂，雪球上有人说如果不搞清楚两个企业的返销制度基本就搞不清利润

AH: @xd 可以参考下如果没有融资的话，一点都不怕，照样该干嘛就干嘛，反正以做股东心态持有，企业没问题就可以了，赚企业的钱比较容易，赚市场的钱比较难。。



Okaili00

来自雪球 发布于05-03 13:42

+ 关注

再发一次，我对格力销售返利和财务冗余处理的观点

来自 Okaili00的雪球原创专栏

格力电器(SZ000651)\$

最近又有人出来说格力销售返利如何处理财务的事情，居然还扯到了营业收入和经营性现金流入的差额是格力销售返利制度造成的，也是醉了，麻烦去看看友商们的营业收入和经营现金流入是不是也是同样差额很大，这只是现在企业银行走账的方式有变化，用票据流转代替了现金流转而已。我觉得有必要再次给大家把我认为格力是如何处理销售返利和财务冗余方式说一说。

、先说一下一些别人对销售返利的看法我觉得有问题的地方：

1) 如果销售返利的余额（也就是经销商手上持有的格力“返利券”的总额）做在财务报表上，那么这个余额作为负债，只可能在资产负债表的“其他流动负债”或“应付款项”

QF: 这几年格力营收很缓慢怎么看，未来几年是不是也差不多？

AH: 制造业能有 30%增长已经很好了，不像科技股。

XD:



格力的增长曲线堪称完美了。

- FL:** 当初个人整理投资格力的几个理由：
- 1、强大的品牌力，价格溢价
 - 2、同行中的高毛利和高净利，对上游大采购的低价，缓慢的产品更新换代
 - 3、强大管理层
 - 4、高分红、高预收款，高达千亿的现金
 - 5、低估值，对比国外大金 20 倍估值
 - 6、智能装备、机器人，模具等技术
 - 7、储能设备、新能源汽车领域合作（银隆）
 - 8、光伏空调、厨房空调
 - 9、农村建设冷链和冷库（格力已经研发出了针对冷链的大型压缩机）