

家用电器行业

空调行业专题（3）：大金工业，砥砺前行全球的空调单主业巨头

分析师：曾 婵 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：袁雨辰 S0260517110001



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

● 大金工业：全球空调行业龙头，主营空调和化学业务

日本企业大金工业创始于1924年，是集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、服务于一体的专业企业。据公司2018财年（2017.4.1—2018.3.31）年报显示，营收达到2.3万亿日元（对应目前汇率水平约为1408亿人民币），同比增速为12.1%；净利润1890.1亿日元（对应目前汇率水平约为116亿人民币），同比增速为22.8%。公司90%营收来自空调业务，是典型的单主业龙头。公司旗下有大金、麦克维尔、Goodman等世界知名空调品牌，产品研发和生产能力出众。据大金2018可持续发展报告，截至2018.3.31，大金在世界各地建立了269家子公司和生产基地，拥有员工70263人，业务范围覆盖全球150多个国家。

● 大金90年产业历程：宏观经济影响下的90年

我们将大金工业的成长之路分为四个阶段：“初创期—快速成长期—波动成长期—全球拓张期”：具体来看：

（1）**初创期**：1924-1954年，乘二战之风，转型氟化工和冷冻机制造商；（2）**快速成长期**：1955-1973年，前向一体化战略布局实现快速发展；（3）**波动成长期**：1974-1993年，经济增速放缓，多重困境阻挠砥砺前行；（4）**全球拓张期**：1994-2015年，全球布局助力持续成长，铸就全球空调行业龙头。

总结大金90年的发展，我们认为大金在产品上的打磨与技术上的领先是其发展的基础；而管理层在面对不同困难时所采取的灵活的应对策略，以及在特殊时点上正确的战略倾斜，即全球化，是大金得以持续正增长的关键。

● 大金的现状与未来：“Fusion 20”，专业领域内的多元化发展

据公司2018年可持续报告，大金2020年目标收入超过3万亿日元（对应目前汇率水平约为1844亿人民币），复合增速为9.4%。发展现状：（1）成长稳健，盈利能力持续增强，2014-2018FY营收复合增速为6.4%，净利润复合增速为19.8%。（2）分地区来看，主要营收来自北美、亚洲和欧洲，全球化程度高且结构平衡；（3）各品类盈利能力均进一步走强，空调依旧是绝对主业。未来成长看点主要来自：（1）布局空气和环境领域新业务；（2）扩展东南亚新市场，巩固既有业务龙头地位；（3）持续加大研发投入，进一步提升公司的护城河。

● 大金工业百年成长经验总结

大金的发展历程对同为空调单主业龙头的格力有如下启发：（1）多元化：强主业情况下若盲目多元化则失败在所难免，渐进式多元化更有成功可能；（2）全球化：海外拓张应循序渐进，并注重不同市场间的差异。在新兴市场可大力发展自主品牌；而在成熟市场收购是相对较好的选择。

● 投资建议

大金依托空调主业进行全球化扩张并顺利实现增长表明，空调在全球范围内仍有巨大的空间。因此我们持续关注具备全球竞争力，深耕空调行业的单主业龙头**格力电器**。此外，同样关注具备全球化竞争能力另外两大白电龙头，**青岛海尔**、**美的集团**。**三花智控**作为空调零部件全球龙头，未来也有望受益行业增长

● 风险提示：原材料价格上涨；全球经济低迷，需求疲软。

相关研究：

空调行业专题（1）：中央空调，家用市场高歌猛进，国产替代再演绎

2018-07-23

空调行业专题（2）：奥克斯，乘电商之风展性性价比之美

2018-07-31

目录

1. 投资故事.....	5
2. 大金 90 年产业历程：宏观经济影响下的 90 年	6
2.1 初创期：1924-1954 年，乘二战之风，从金属加工转型氟化工和冷冻机制造商	7
2.2 快速成长期：1955-1973 年，前向一体化战略布局实现快速发展.....	8
2.3 波动成长期：1974-1993 年，经济增速放缓，多重困境阻挠砥砺前行	11
2.4 全球拓张期：1994-2015 年，全球布局助力公司持续成长，铸就全球空调行业龙头	17
3. 大金的现状与未来：“FUSION 20”，专业领域内的多元化发展	22
3.1 发展现状：空调成绝对主业，总体增速稳定.....	23
3.2 行业地位：地位稳固的全球空调行业龙头	25
3.3 中国市场：多联机第一品牌，但整体增速放缓.....	26
3.4 “FUSION 20”：专业领域内的多元化，创造空气与环境的新价值	28
4. 大金工业成长的启示	30
4.1 多元化启示：盲目多元化失败在所难免，专业领域内渐进式多元化更有成功可能	30
4.2 全球化启示：海外拓张循序渐进，注重不同市场差异；新兴市场可自主，成熟市场靠并购.....	32
5. 投资建议.....	34
6. 风险提示.....	35
6.1 原材料价格上涨	35
6.2 全球经济低迷，需求疲软.....	35

图表索引

图 1: 大金工业的 90 年发展历程: 以空调和氟化工为主业	7
图 2: 日本 1940-1953 年 GDP (亿美元): 战败后经济衰退, 1950 年后复苏	7
图 3: 大金氟化工和制冷业务的发展: 模仿获得技术优势, 产量受宏观经济影响大	8
图 4: 日本战败后为美军提供冰箱产品 (1946-1948 年)	8
图 5: 大金第一台空调“三富士制冷机” (1951 年)	8
图 6: 日本 1955-1973 年 GDP (百亿日元) 及增速: 高速发展	9
图 7: 大金快速成长期: 以氟化工业务为基础, 前向一体化布局空调业务获得快速发展	9
图 8: 1960 年-1972 年大金氟化工出口业务	10
图 9: 1955 年-1972 年大金空调业务营收变化	10
图 10: 日本 1994-1993 年 GDP (百亿日元) 及增速: 增速收窄; 大金陆续陷入“五次困境”	11
图 11: 大金 VRV 空调系统研发创新史	12
图 12: 1970-1989 年美国进口石油价格 (美元): 1974-1980 年石油价格大幅上涨, 经历石油危机	12
图 13: 1978 年大金空调业务销售额分渠道占比	13
图 14: 1978 年大金家用空调业务销售额分渠道占比	13
图 15: 大金 1980-1985 年改革: 大刀阔斧改革, 应对日本经济下滑和凉夏危机	14
图 16: 1980s 日元兑美元平均汇率变化: 广场协议后日元大幅升值	14
图 17: 1980s 日本家用电器出口额 (百亿日元) 及 YoY: 广场协议后日本出口额大幅下滑	14
图 18: 1988-1989 年: 大金经历化学事业“三重苦难”	15
图 19: 1985-1995 日经 225 指数变化: 1990 年后日经指数断崖式下跌	16
图 20: 1988-1995 美元兑日元平均汇率变化: 1990 年以后日元持续大幅升值	16
图 21: 大金工业 1989-1994 营业收入 (十亿日元): 经历短暂繁荣后增长停滞	16
图 22: 日本家用空调市场进入 90 年代后销售量维持稳定	17
图 23: 日本商用空调市场进入 90 年代后先有下降, 后维持平稳	17
图 24: 大金商用空调及家用空调市占率在进入 90 年代后稳步上行	17
图 25: 1994-2015FY 大金工业营收 (十亿日元)、和 YoY 及发展情况	18
图 26: 1994-2015FY 公司毛利率和净利率: 盈利能力不断提升	18
图 27: 1994FY 起公司整体资产负债率变化: 逐步降低	18
图 28: 1996-2007FY 分品类营收 (十亿日元) 及总体 YoY: 空调业务占比提升, 2000 年之后增速提升	19
图 29: 1996-2007FY 分品类营业利润率: 总体稳中有升, 空调业务盈利能力提升	19
图 30: 1999-2007FY 分地区营收 (十亿日元) 及海外占比: 欧洲发展较快, 海外业务占比持续提升	20
图 31: 1999-2007FY 分地区营业利润率: 总体稳中有升, 亚太地区盈利能力更强	20

图 32: 1995-2007 年归一化股价变化: 稳健的业绩增长带来股价的大幅提升	20
图 33: 1995-2007 年估值 (PE) 变化: 泡沫危机后盈利逐渐修复, 估值下行...	20
图 34: 大金 2006-2015 年海外扩张史	21
图 35: 2008-2016FY 分地区营收 (十亿日元) 及海外占比: 美国和亚太地区发展较快, 海外业务占比持续提升	21
图 36: 2008-2016FY 分品类营收 (十亿日元) 及总体 YoY: 空调业务占比提升, 2000 年之后增速提升	22
图 37: 2008-2016FY 分品类营业利润率: 总体提升, 空调盈利能力更为稳定...	22
图 38: 2008-2017 年归一化股价变化: 业绩稳增, 股价稳定提升	22
图 39: 2008-2017 年估值 (PE) 变化: 除 2009、2010 受经济危机影响外, 估值 (PE) 整体维持稳定	22
图 40: 2018 年大金工业全球业务布局情况 (截止 2018.3.31)	23
图 41: 大金 2014-2018FY 营收 (十亿日元) 及 YoY	24
图 42: 大金 2014-2018FY 净利润 (十亿日元) 及 YoY	24
图 43: 大金 2018FY 分地区营收结构	24
图 44: 大金 2018FY 分产品营收结构	24
图 45: 2014-2018FY 毛利率和净利率: 稳步提升	24
图 46: 2014-2018FY 分品类营业利润率: 持续稳定提升	24
图 47: 空调业务营收对比 (亿美元): 大金、格力、美的分庭抗礼	25
图 48: 大金与格力毛利率对比: 大金毛利率更为稳定	25
图 49: 大金与格力净利率对比: 2008 年以后格力净利率增幅更快	25
图 50: 大金和格力 PE 对比: 大金估值较格力更高	26
图 51: 大金中国销售额 (十亿日元) 和 YoY: 增速总体收窄	26
图 52: 中国中央空调龙头主要品类市占率对比: 大金多品类优势明显	27
图 53: 2017 年中国中央空调子品类市场规模 (亿元)	27
图 54: 2017 年中央空调子品类市占率	27
图 55: 2021FY 大金营收规模预测 (十亿日元) 及 CAGR: 复合增速预计达 9.4%	28
图 56: 2005-2017 年公司 CO ₂ 排放量 (万吨): 持续降低	28
图 57: 大金 2016 年发起三项收购: 全面加码商用冷冻、冷藏和空气清洁领域	29
图 58: 大金亚太 (除中日) 和欧洲市场营收 (十亿日元) 和 YoY:	29
图 59: 1982 和 2016 年 VRV X 中央空调性能参数对比: COP 提升 60%	29
图 60: 2009-2018FY 研发费用率: 近三年显著提升	29
图 61: 大金多元化布局历史沿革: 在发展过程中多次寻求多元化, 多元化尝试更易成功	30
图 62: 大金中国和美国市场发展时间轴: 顺利进军中国市场, 美国市场一波三折	32
图 63: 美国空调渗透率: 90 年代, 美国空调市场已经基本成熟	33
图 64: 中国每百户城镇居民空调保有量 (台): 90 年代, 中国空调市场方兴未艾	33
图 65: 2006 年中国中央空调市场竞争格局: CR3 仅 33%	33
表 1: 中美空调市场及大金布局策略对比	34

1. 投资故事

格力电器是国内空调行业当之无愧的龙头企业，但长期以来格力电器的估值始终未能与其高成长属性相匹配。国内空调行业市场空间以及市占率的天花板问题，是格力作为单主业龙头始终需要面临的质疑，也是压制其估值的重要因素。为了更深刻的理解空调行业以及单主业龙头的发展路径，本篇空调行业专题报告我们将目光放到海外，研究同为空调单主业龙头的日本企业大金工业。通过回顾其历史与发展现状，以及其在多元化与全球化过程中累积的宝贵经验，帮助我们更好地判断和理解中国家电企业的发展现状以及未来的战略与趋势。

日本的大金工业是全球空调行业龙头，主营空调和化学业务。据大金全球官网，大金是集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、服务于一体的专业企业，2018财年营收达到2.3万亿日元，（对应目前汇率水平约为1408亿人民币）；净利润1890.1亿日元（对应目前汇率水平约为116亿人民币）。公司旗下拥有大金、麦克维尔、Goodman等世界知名空调品牌，产品研发和生产能力出众。据大金2018可持续发展报告，截止2018.3.31，大金在世界各地建立了269家子公司和生产基地，在28个国家设有90多家生产基地，业务范围覆盖全球150多个国家。

（注：1.本文中所有未特别注明数据来源的数据均来自《大金90年产业发展历程报告》（大金工业株式会社出版，Mariko Tatsuki著）；2.如未特殊说明，大金工业1994年以后的所有财务数据统计口径日本财年，即前一年的4.1至当年的3.31）

根据大金工业不同发展阶段的特点，我们将大金工业的成长之路分为四个阶段：“初创期—快速成长期—波动成长期—全球拓张期”。具体来看：

◆ 初创期：1924-1954年，乘二战之风，转型氟化工和冷冻机制造商

公司于1924年成立，1933年开始研究氟利昂和制冷技术，1937年实现量产。随着二战全面爆发，大金依靠向海军提供氟利昂和冷冻机实现初期成长。

◆ 快速成长期：1955-1973年，前向一体化战略布局实现快速发展

日本经济高速发展为大金的扩张奠定良好的基础。1955年，制冷机领域出现了商用“空气调节”的需求，大金借助氟化学和冷冻机技术的积累切入空调行业，完成前向一体化布局，卡位空调行业。

◆ 波动成长期：1974-1993年，经济增速放缓，多重困境阻挠砥砺前行

波动成长期，日本经济增速持续收窄，宏观环境经历多次大开大合，遭遇“石油危机”、“广场协议”、“泡沫经济”等，大金陆续陷入“五次困境”砥砺前行。大金不断调整自身业务范围和发展战略，坚持研发和产品创新，在波动中持续成长。

◆ 全球拓张期：1994-2015年，全球布局助力成长，铸就全球空调行业龙头

90年代后，大金敏锐的洞察到日本国内空调市场已步入成熟期从而将战略重心转移向海外。除在新兴市场大力发展自主品牌，公司还陆续收购奥维尔，Goodman等龙头企业加速实现全球扩张。公司在该阶段仍聚焦空调主业，业绩稳健增长，盈利能力持续提升，资产负债率逐步回落，公司进入平稳运营的新阶段。当下公司是全球最大的空调企业之一。

大金工业发展历程中有许多值得中国家电企业参考的经验。对于大金90余年发展历程中的经验启示，我们总结了以下两点：

◆ **多元化：盲目多元化失败在所难免，渐进式多元化更有成功可能**

大金的多元化之路表明，主业过于强大的企业在多元化的时候，确实面临无法平衡资源投入的问题，而多元化业务选择的行业领域若竞争过于激烈，则企业原有的产品、渠道、品牌等优势无法实现迁移，且各业务无法相互产生协同效应，多元化之路上的波折乃至失败在所难免。单主业龙头在选择多元化业务时，应尽可能选择有技术基础，在渠道、技术、产品端能与既有业务互相借力的行业，在初期谨慎的进行探索，待时机成熟，前景明朗之时再加大投入力度，以免对资源造成挤占而影响原主业的发展。

◆ **全球化：海外拓张循序渐进，注重不同市场差异**

海外市场的布局要循序渐进，布局策略要考虑行业发展阶段、行业格局、生产、渠道和产品特点，对于中国等空调行业格局尚不稳固、行业成长性高且渠道可培育程度较高的市场，可采用**自主品牌+本地化生产+产品差异化**的策略；对于以美国为代表的空调行业发展相对成熟，格局相对稳定的市场，**并购当地龙头企业**则是较好的选择。

从投资上来说，我们认为大金依托空调主业进行全球化扩张并顺利实现增长表明了空调在全球范围，尤其是新兴市场仍有巨大的空间。因此我们持续关注具备全球竞争力，深耕空调行业的单主业龙头**格力电器**。同样关注具备全球化竞争能力的另外两大白电龙头，**青岛海尔、美的集团**。此外，**三花智控**为空调零部件全球龙头，未来也有望受益行业增长。

风险提示：原材料价格上涨；全球经济低迷，需求疲软。

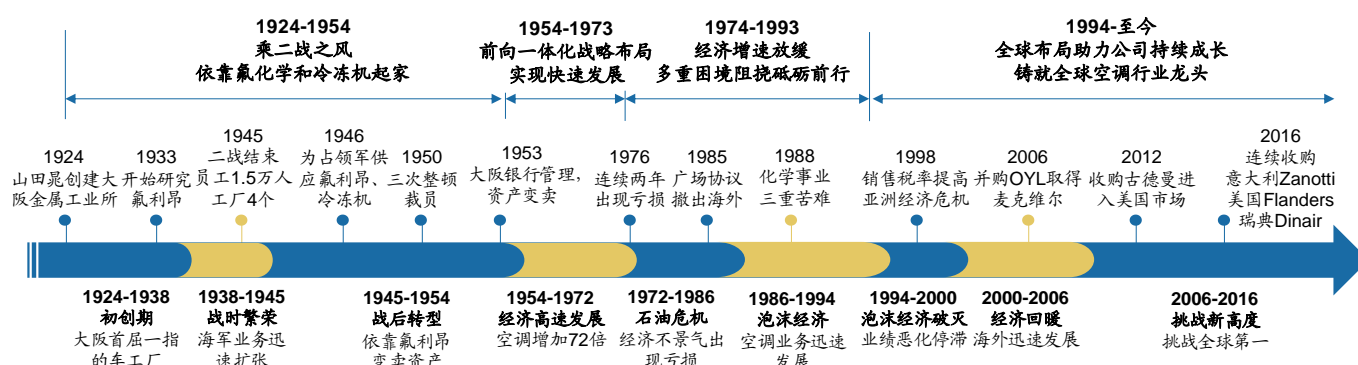
2. 大金 90 年产业历程：宏观经济影响下的 90 年

大金工业株式会社（1964年改名）前身为1924年山田晃创建的大阪金属工业所，曾为“大阪首屈一指的车工厂”，1934年与住友伸铜钢管合资建立大阪金属工业株式会社。伴随1955-1973年日本经济高速增长，大金成为全国性厂商；1994年以后，大金全面开启全球化战略，发展成为全球领先的空调厂商。

根据大金工业不同发展阶段的特点，我们将其成长之路分为四个阶段：

- **初创期：**1924-1954年，乘二战之风从金属加工转型氟化工和冷冻机业务；
- **快速成长期：**1955-1973年，前向一体化战略布局实现快速发展；
- **波动成长期：**1974-1993年，经济增速放缓，多重困境阻挠下砥砺前行；
- **全球拓张期：**1994-2014年，全球布局助力公司成为全球空调行业龙头。

图1：大金工业的90年发展历程：以空调和氟化工为主业

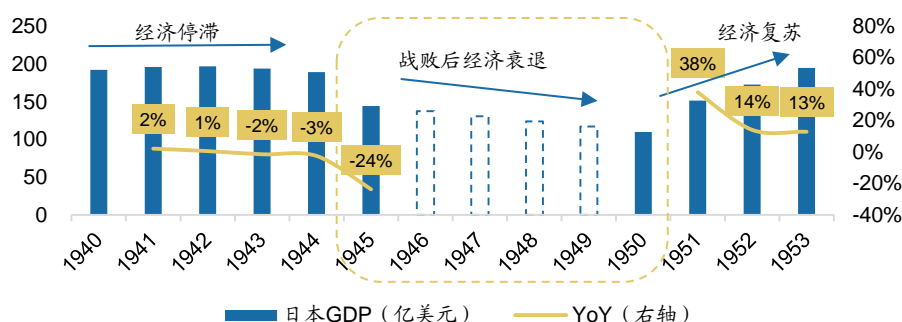


数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），公司官网，广发证券发展研究中心

2.1 初创期：1924-1954 年，乘二战之风，从金属加工转型氟化工和冷冻机制造商

大金通过氟化工和冷冻机业务切入军工市场，乘二战之风获得初期成长。大金的前身是1924年山田晃创建的大阪金属工业所，主营业务为金属冲压和锻造。公司于1933年开始研究氟利昂和制冷技术，1937年实现量产。随着二战全面爆发，大金依靠向海军提供氟利昂和冷冻机取得丰厚的利润。由于1945年日本在战败，经济不景气叠加工会法公布后导致的劳资纠纷使大金陷入困境。随着1951年重新取得氟利昂订单，从杜邦取得氟利昂专利使用权，进入设备空调机领域后大金才逐步摆脱困境。

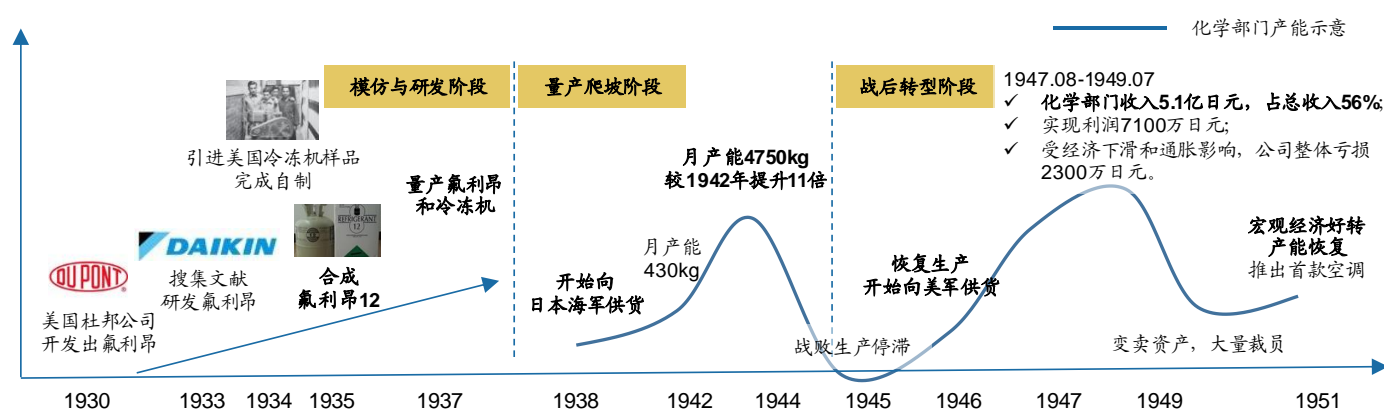
图2：日本1940-1953年GDP（亿美元）：战败后经济衰退，1950年后复苏



数据来源：《大国的兴衰》（[英]保罗·肯尼迪著，中信出版社出版），日本内阁府，广发证券发展研究中心

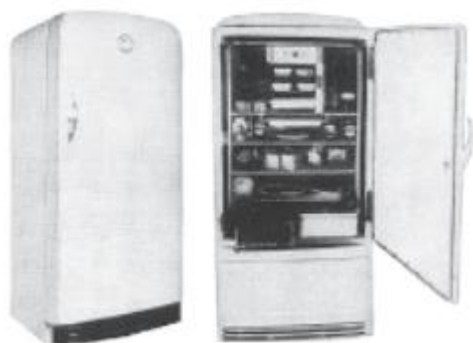
注：1940-1945年数据来自《大国的兴衰》；1950-1953年数据来自日本内阁府，日元兑美元汇率按当年年末汇率359.84计算；1945-1950年间数据做线性插值处理。

图3：大金氟化工和制冷业务的发展：模仿获得技术优势，产量受宏观经济影响大



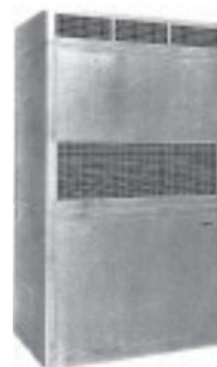
数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

图4：日本战败后为美军提供冰箱产品（1946-1948年）



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

图5：大金第一台空调“三富士制冷机”（1951年）

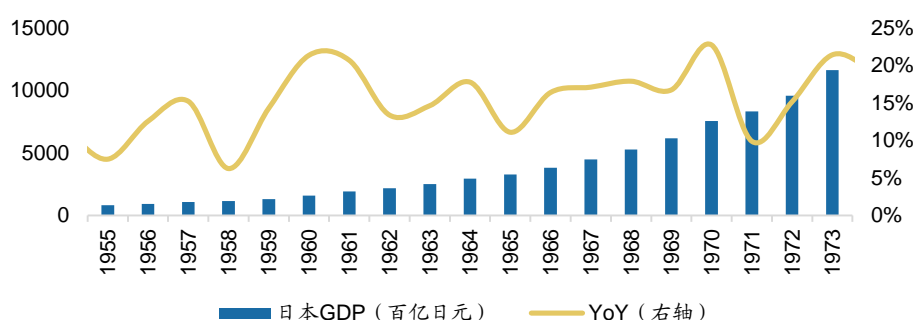


数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

2.2 快速成长期：1955-1973年，前向一体化战略布局实现快速发展

快速成长期，大金借助氟化学和冷冻机技术的积累切入空调行业完成前向一体化布局，日本经济的高速发展为大金的扩张奠定了良好的基础。1955-1973年是日本经济高速成长期，制冷机领域出现了对温湿度调节设备和冷暖气等商用“空气调节”的需求；大金看到空调市场的需求后借助前期积累快速布局，成为空调领域急先锋。

图6：日本1955-1973年 GDP（百亿日元）及增速：高速发展

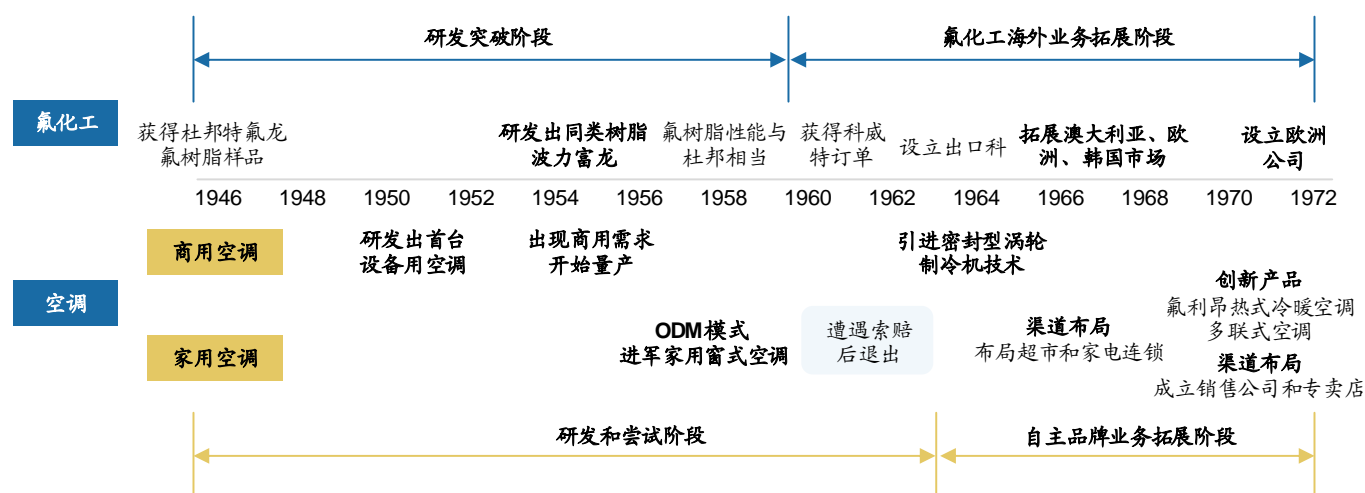


数据来源：日本内阁府，广发证券发展研究中心

除日本经济快速发展助力外，该阶段大金成功的原因来自技术、产品和渠道三重突破：

- **技术：**基于前期技术积累，积极进行技术模仿与引进，成功突破氟树脂和大型商用中央空调的技术壁垒；
- **产品：**成功开发出多联机、氟利昂制冷冷暖空调等爆品，快速打开家用空调市场；
- **渠道：**大规模投资渠道，充分利用家电连锁，设立大金专卖店以及布局大金产品较多的销售店，建设了完善的渠道。

图7：大金快速成长期：以氟化工业务为基础，前向一体化布局空调业务获得快速发展



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

（1）氟化工业务：模仿实现技术突破，海外市场拓展助力快速发展。

- **1946-1959年，专注研发，从输入到输出。**公司在杜邦发明特氟龙的次年（1946年）得到特氟龙样品后，经过仿制研发，于1955年开发出同类树脂，并命名为“波力富龙”。经过不断的研发迭代，1959年后公司的产品性能和技术指标逐渐与杜邦相当，到1963年公司已开始向美国聚硫橡胶公司输出生产技术。
- **1960-1974年，海外销售扩展阶段。**1961年公司接到科威特的氟利昂订单使出口从1960年的3700万日元增长到1.56 亿日元。由于出口额迅速增长，1963年大金设立了出口科，并陆续开发了澳大利亚、欧洲和韩国等市场，其中

在韩国市场迅速达到60%的市占率；欧洲市场也发展迅速，1970年的销售额达5.1亿日元，1972年大金设立了大金欧洲公司。

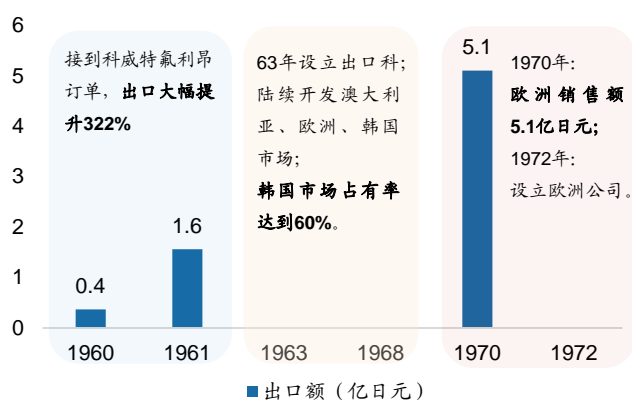
(2) 商用空调业务：成为主力产品，技术引进推动1955-1972年间销售额增加72倍。

- **1951年：最早的设备用空调研制成功。**大金开发了日本最早的设备用空调“三富士制冷机”，树立了空调企业的形象；
- **1955年：经济快速发展，推动空调需求出现。**制冷机领域出现了对温湿度调节设备和冷暖气等商用“空气调节”的需求；
- **1964年：技术引进，破局大型商用空调领域。**从美国引入了密闭型涡轮制冷机技术，实现大型商用空调领域的技术突破；
- **1970年：成为世博会供应商，技术实力得到认可。**向大阪世博会的主会场提供了3000冷吨的涡轮制冷机。

(3) 家用空调业务：退出再进入，产品和渠道成关键要素。

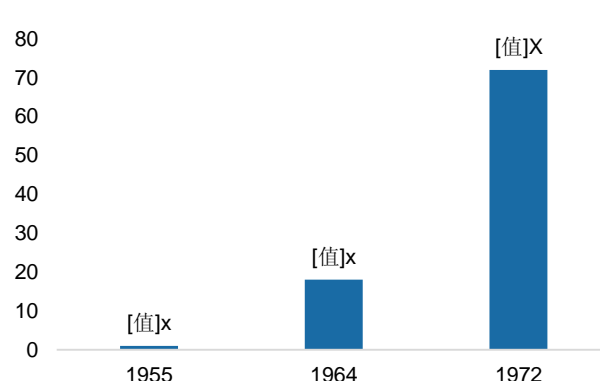
- **首次尝试失败：**1958年大金看到了家用空调市场的潜力并进入家用窗式空调领域。但因采用ODM形式，产品频繁降价以及质量问题频发导致索赔不断使得其于1962年决定暂时退出。
- **二次进军成功：**随着日本家用空调的普及，超市和家电连锁兴起，大金再次进军家用空调市场后取得了成功。多联机、氟利昂制热的冷暖空调确立大金在国内市场的稳固地位。我们认为大金二次进军的成功，原因在于显著增强的渠道力和产品力：
 - ✓ **渠道力：**1967年，大规模投资渠道，利用家电连锁进入；1972年开始，公司为家用空调而成立了多个独立销售公司，并设立大金专卖店以及以大金产品为主的销售店，渠道布局逐渐完善。
 - ✓ **产品力：**1970年和1972年分别推出氟利昂热式冷暖空调和多联式空调，因产品兼具节能性和安全性，70年代初期大金家用空调保持了很高的市占率。

图 8：1960 年-1972 年大金氟化工出口业务



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki 著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

图 9：1955 年-1972 年大金空调业务营收变化



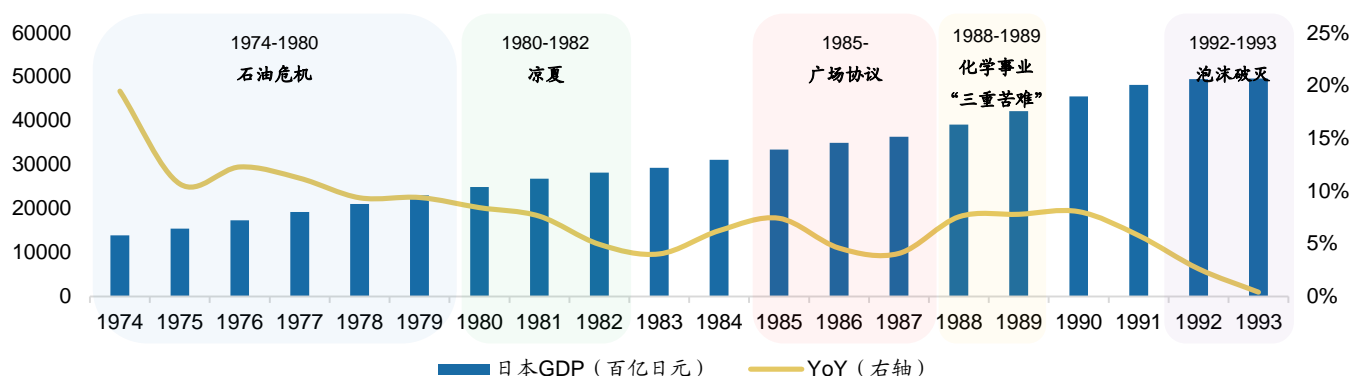
数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki 著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

2.3 波动成长期：1974-1993 年，经济增速放缓，多重困境阻挠砥砺前行

波动成长期，日本经济增速持续收窄，大金陆续陷入“五次困境”但始终砥砺前行。1974-1993年，日本经济增速放缓，宏观环境经历多次大开大合，遭遇“石油危机”、“广场协议”、“泡沫经济”等。在此期间大金不断调整自身业务范围和发展战略，持续投入研发和产品创新，在波动中成长。“五次困境”包括：

- **1974-1980年：**石油危机，原油价格两次大幅抬升；
- **1980-1982年：**日本经历凉夏，空调销售危机；
- **1985-1990年：**签订广场协议，日元大幅升值；
- **1988-1989年：**化学事业受阻，经历“三重苦难”；
- **1992-1993年：**日本经济泡沫破灭，经济大幅衰退。

图10：日本1974-1993年GDP（百亿日元）及增速：增速收窄；大金陆续陷入“五次困境”



数据来源：日本内阁府，《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

波动成长期日本宏观环境多次起伏，大金通过持续的技术研发和产品创新，海外本地化生产及渠道建设，实现了进一步发展：

- **技术：**1) 1980年—1985年研发人员从145人增加到236人，加大研究所设备投资；2) 氟利昂业务，1982年率先上市高温和低温溶融树脂，后陆续开发出新的发泡和冷媒用HFC和HCFC产品。
- **产品：**大金在商用空调领域陆续推出了店铺用的低成本“柜式G系列”，柜式和天花板悬吊式的K系列“Sky Air”等创新产品，并于1982年领先开发出智能化中央空调系统VRV。
- **渠道：**1970s继续设立空调销售公司，加强代理店布局，大幅促进家用空调销售；1990s重启与家电连锁的合作，快速恢复业务。
- **服务：**开发了远程故障预报系统等，加强了对售后服务的投入，实现差异化竞争。
- **海外本地化生产：**陆续在新加坡、美国、澳大利亚、马来西亚和泰国建立了生产基地、合资公司，削弱了贸易政策和宏观经济的影响，改善盈利能力。

图11：大金VRV空调系统研发创新史

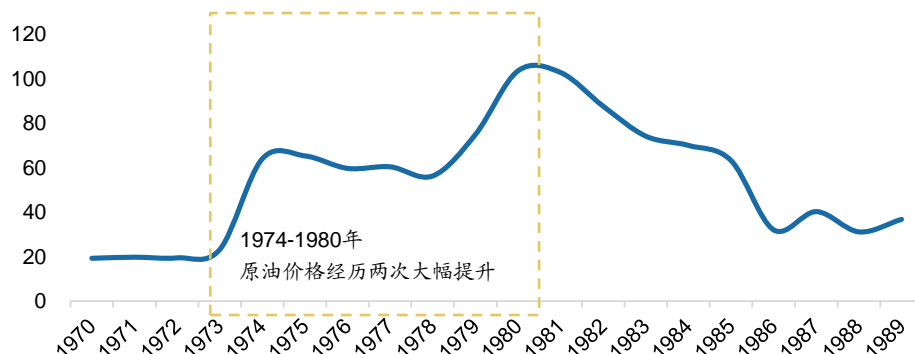


数据来源：大金工业2016社会责任报告，广发证券发展研究中心

（1）困境一：石油危机（1974-1980年）

- **困境：**受到第四次中东战争和伊朗政局影响，原油价格两次大幅抬升。石油危机后的1974年，日本国内通胀严重。国内经济不稳使得大金空调业务受到冲击，需求不振使1975-1976年大金的空调库存激增，由此出现亏损。

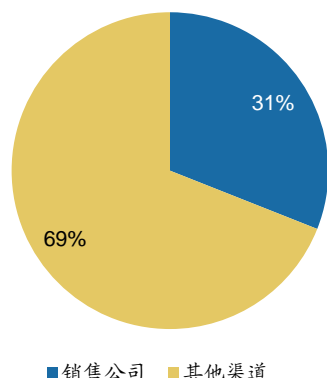
图12：1970-1989年美国进口石油价格（美元）：1974-1980年石油价格大幅上涨，经历石油危机



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

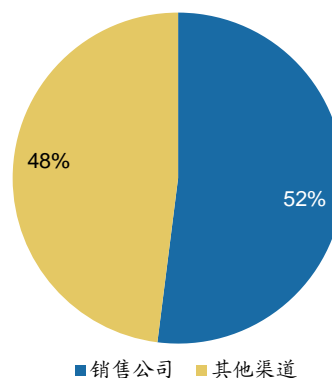
- **解决措施：**大力拓展销售网络，引入海外生产，增强产品力以期增强市场竞争力。
 - ✓ **完善渠道建设：**继续设立空调销售公司并加强代理店布局从而大幅促进家用空调销售；1978年，销售公司销售额占空调总销售额的31%，其中家用空调的销售公司销售占比为52%。
 - ✓ **引入海外生产，增强生产并改善盈利：**1976年，大金对东南亚最早的代理店新加坡ACE进行投资，1978年开始出口散件到当地生产；1979年，将泰国代理店的空调销售部门移交给当地合资公司，形成生产销售一体化。
 - ✓ **力推创新与低成本产品：**商用空调领域，1978年大金陆续推出了店铺用的低成本“柜式G系列”，柜式和天花板悬吊式的K系列“Sky Air”；后续，又利用薄型技术开发了各种天花板嵌入系空调。

图 13：1978 年大金空调业务销售额分渠道占比



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki 著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

图 14：1978 年大金家用空调业务销售额分渠道占比

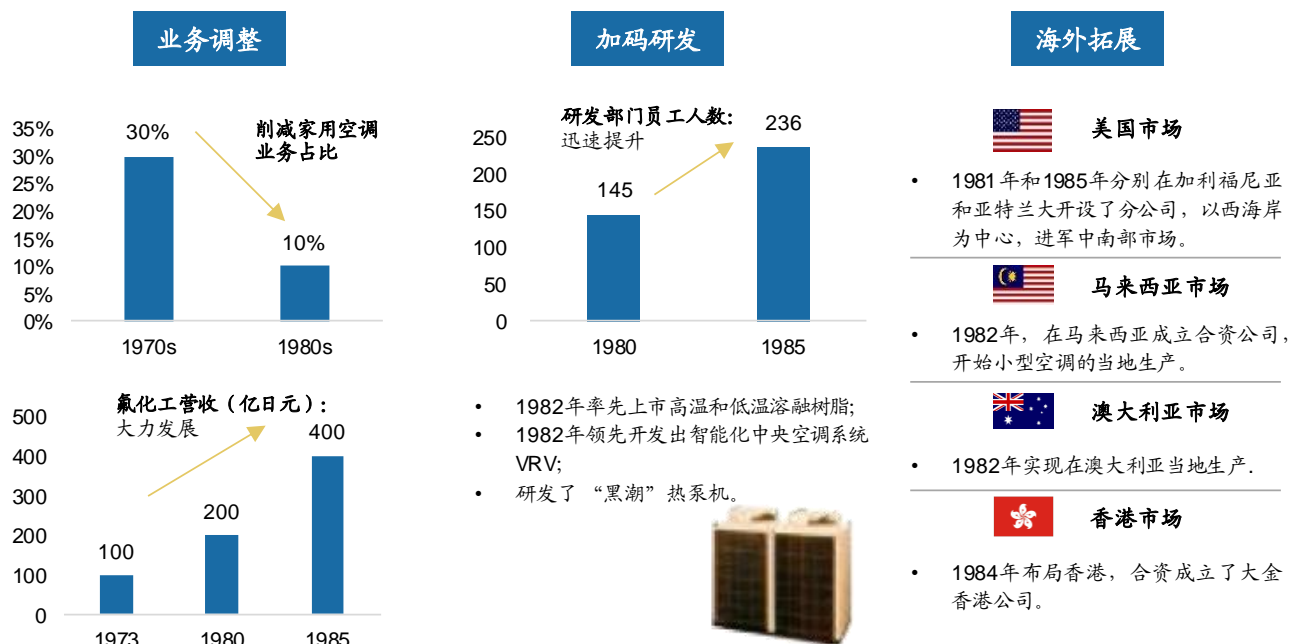


数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki 著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

（2）困境二：凉夏危机（1980-1982年）

- **困境：**1980-1982年日本经济增速持续收窄，叠加凉夏影响，需求羸弱之下家用空调价格下降并遭遇大量退货。1980年大金收入同比下滑14%，空调仅销售17万台。
- **解决措施：**及时进行业务调整，开发新产品，扩建海外销售网络。
 - ✓ **业务调整，淡出家用空调业务：**将发展重点聚焦设备空调，中大型、多联式家用空调上。通过将家用空调从直营销售公司的业务淡出，同时撤出家电连锁渠道将季节性明显的小型家用空调业务占比从30%压缩至10%以内。同时，大金加强了氟化工业务，1980年氟化工销售额超过200亿日元，较1973年提升1倍。1985年则增长为1973年的4倍，其中出口占比达25%。
 - ✓ **海外市场拓展：**1）美国市场，1981年和1985年分别在加利福尼亚和亚特兰大开设了分公司，以西海岸为中心，进军中南部市场，未来向东部地区进军。2）亚太市场，1982年实现在澳大利亚当地生产；同年，在马来西亚成立合资公司，开始小型空调的当地生产。1984年布局香港，合资成立了大金香港公司。
 - ✓ **加大研发，创新新品加推：**
 - 1）**研发部门的加强：**员工从1980年的145人增加到1985年的236人，加大研究所设备投资；
 - 2）**氟化工业务：**1982年率先上市高温和低温溶融树脂，在半导体快速成长期取得突破；
 - 3）**商用空调业务：**1982年首创智能化中央空调系统VRV，引发商用中央空调革命，奠定了商用空调领域领先地位。同时，针对热泵型取代氟利昂式空调的趋势，公司研发了“黑潮”热泵机，通过改善压缩机与热交换机提升能耗表现。

图15：大金1980-1985年改革：大刀阔斧改革，应对日本经济下滑和凉夏危机

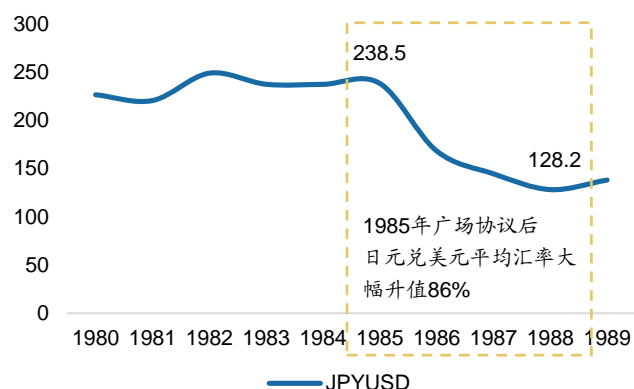


数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

（3）困境三：广场协议（1985-1990年）

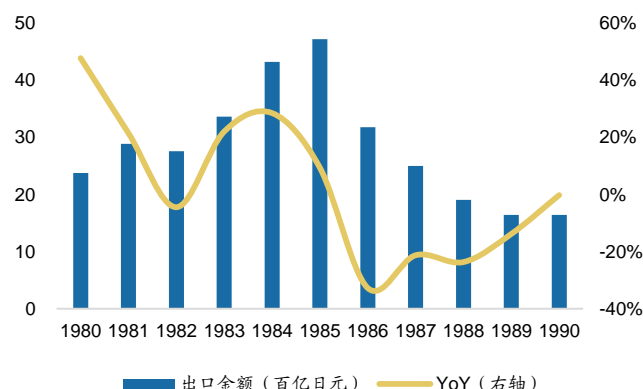
- **困境：**1985年的广场协定使日元大幅升值，据日本内阁府，1985-1990年日元兑美元平均汇率大幅提升86%。日本出口业务受到严重冲击，严重的亏损逼迫大金相继退出马来西亚、菲律宾、科威特和美国市场。

图 16：1980s 日元兑美元平均汇率变化：广场协议后日元大幅升值



数据来源：日本内阁府，广发证券发展研究中心

图 17：1980s 日本家用电器出口额(百亿日元)及 YoY：广场协议后日本出口额大幅下滑



数据来源：日本国家统计局，广发证券发展研究中心

- **解决措施：**实现海外本地化生产。由于海外工厂的筹建需要时间，1990年大金才设立了100%出口的生产基地大金工业泰国公司（DIT），其家用空调与

旋转式压缩机的产能分别为18万台与25万台。1992年，扩建欧洲生产基地生产家用空调室外机，并提高了零部件和原材料的当地购买率。

（4）困境四：化学事业“三重苦难”（1988-1989年）

- **困境：**1988年大金的化学业务经历了“三重苦难”：氟利昂使用受限、氟树脂受倾销以及违反巴统禁运规定禁止出口，氟化工业务进入了灰色时期。具体来看：
 - ✓ **大金涉嫌违反巴统禁运规定导致出口制裁。**由于将哈龙2402产品出口给前苏联违反了巴统禁运规定，受到制裁。
 - ✓ **联合国环境计划署决定限制特定氟利昂产量和消费量。**对特定氟利昂产量和消费量采取审批制，并制定了取消时间表。
 - ✓ **氟树脂产品被认定在美国倾销，暂时失去美国这一最大市场。**1987年杜邦起诉大金倾销，1988年被美国认定并实行反倾销，由此失去氟树脂最大市场。

图18：1988-1989年：大金经历化学事业“三重苦难”



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

- **解决措施：**通过替代品的开发、本地化生产和危机公关处理，平滑了“三重苦难”的影响。同时，由于政策的影响行业格局优化，氟利昂厂家从1980s的数十家优化到1995年的10家。具体来看：
 - ✓ **创新替代品开发：**大金率先减少空调中氟利昂的用量，同时于1990-1992年陆续开发出新的发泡和冷媒用HFC和HCFC产品；
 - ✓ **海外合作：**1990年投资200亿日元与3M公司建立了合资公司致力于美国生产，规避反倾销问题；1997年，与杜邦之间实现了新冷媒专利技术的相互提供，获得了多种冷媒在日本、美国和亚欧等地的销售权。
 - ✓ **危机公关：**通过及时公关，违反禁令被判定为无意过失，将限制出口降至半年。

（5）困境五：日本泡沫经济破裂（1992-1993年）

- **困境：**受益泡沫破裂前的短暂繁荣，大金在1988-1991年实现了快速成长，销售

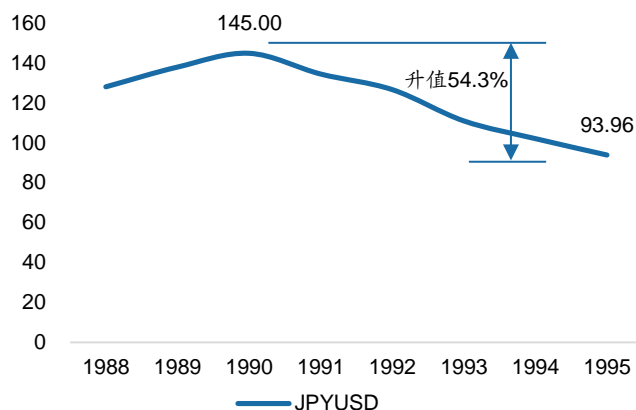
额从1988FY提升33%至1991FY的3680亿日元。但泡沫经济崩溃后，日元急剧升值和冷夏使得大金1993FY业绩严重恶化，公司发展进入停滞期，市占率下滑。

图 19：1985-1995 日经 225 指数变化：1990 年后日经指数断崖式下跌



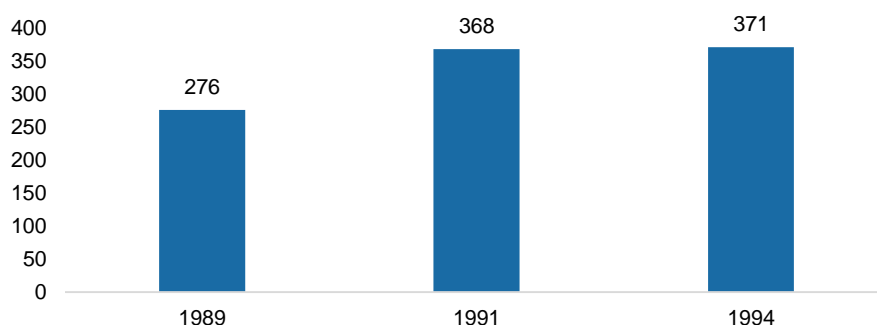
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20：1988-1995 美元兑日元平均汇率变化：1990 年以后日元持续大幅升值



数据来源：日本内阁府，广发证券发展研究中心

图 21：大金工业1989-1994营业收入（十亿日元）：经历短暂繁荣后增长停滞



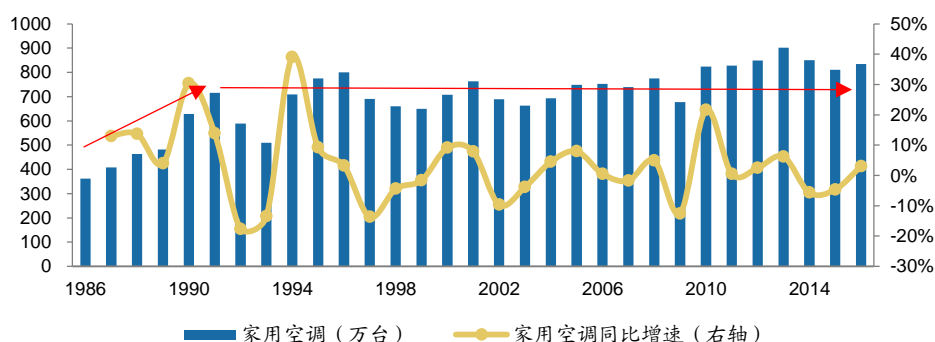
数据来源：Bloomberg，《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心

- **解决措施：**正视家用空调对于提升商用空调市占率和品牌价值的作用，1994年开始再次进军家用空调业务。
- ✓ **生产：**海外生产继续扩大，1993年泰国基地推进了面向日本的冷暖定频家用空调和小型压缩机的生产移交，并向欧洲移交新的大中型家用空调、VRV 空调系统等室外机的生产。
- ✓ **渠道：**再次开拓与大型家电连锁的合作，快速恢复业务；
- ✓ **服务：**开发了远程故障预报系统等，加强了对售后服务的投入，实现差异化竞争。

2.4 全球拓张期：1994-2015 年，全球布局助力公司持续成长，铸就全球空调行业龙头

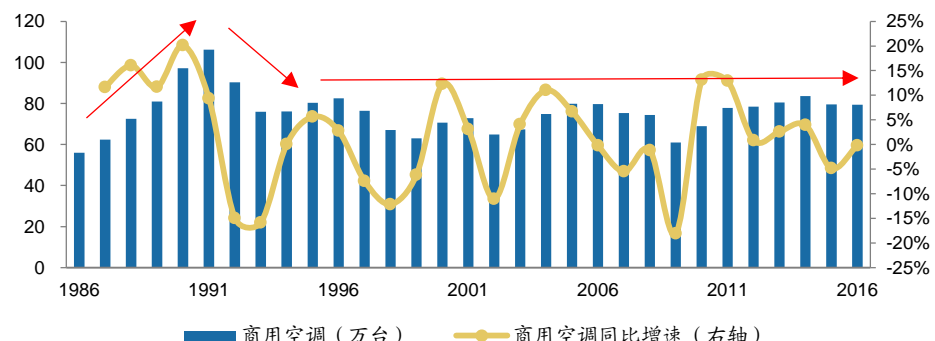
进入90年代，大金敏锐的意识到日本空调市场的已进入稳定期，国内行业已经不具备成长性，此时大金将战略重点放到海外，开始全球化布局，全球空调龙头由此诞生。除了在新兴市场拓张自主品牌之外，公司通过收购奥维尔，Goodman等龙头企业抢占美国市场，并加速全球扩张。另一方面，国内市占率上行，盈利能力持续提升，资产负债率逐步回落，使公司在本阶段的运营更加稳健。

图22：日本家用空调市场进入90年代后销售量维持稳定



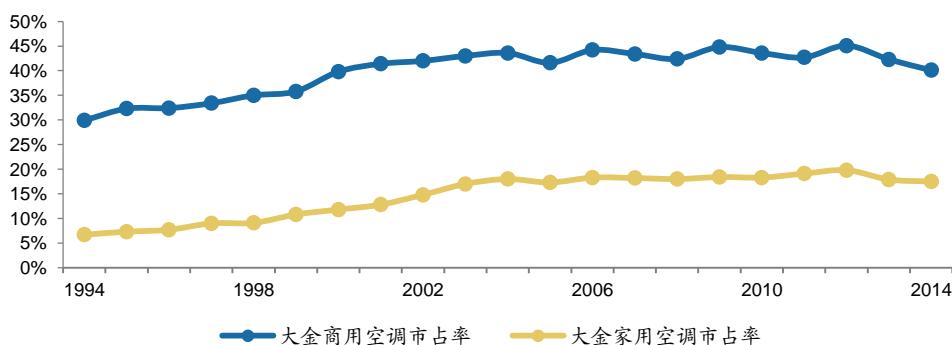
数据来源：日本冰箱及空调工业协会，广发证券发展研究中心

图23：日本商用空调市场进入90年代后先有下降，后维持平稳



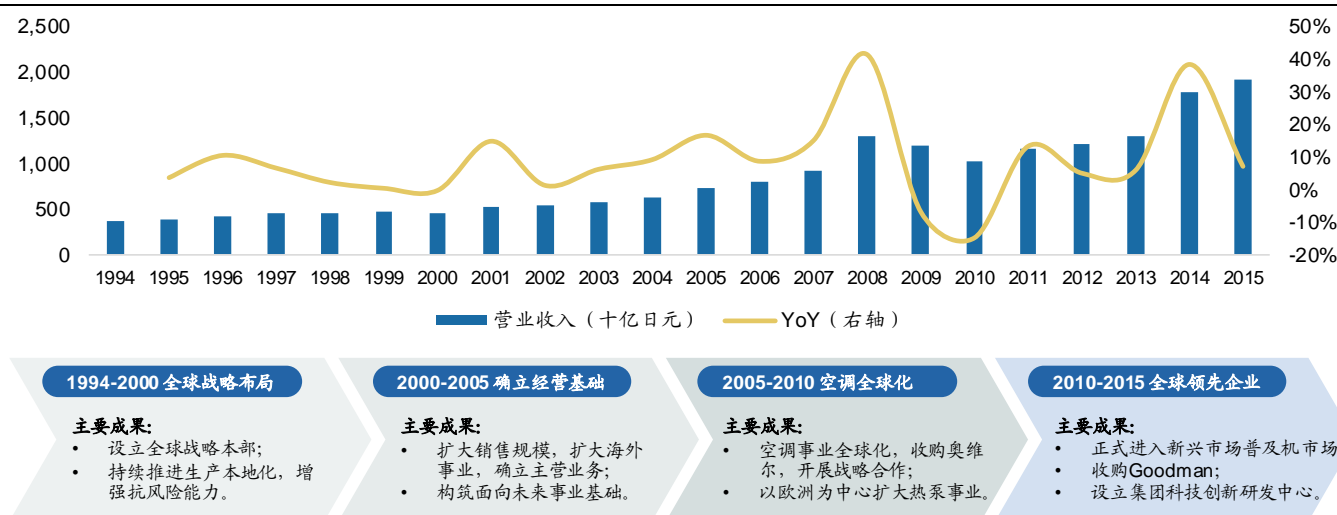
数据来源：日本冰箱及空调工业协会，广发证券发展研究中心

图24：大金商用空调及家用空调市占率在进入90年代后稳步上行



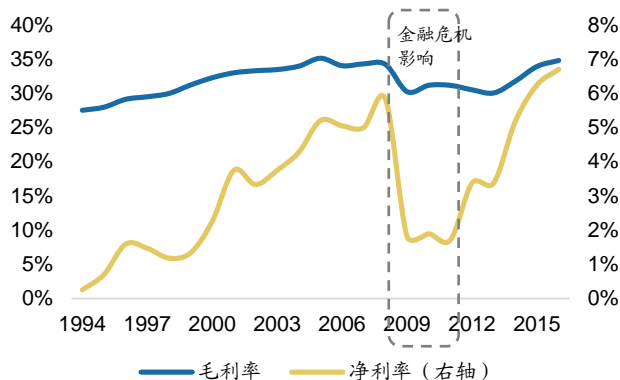
数据来源：大金官方杂志《Challenge》2016年第一期，广发证券发展研究中心

图25: 1994-2015FY大金工业营收(十亿日元)、和YoY及发展情况



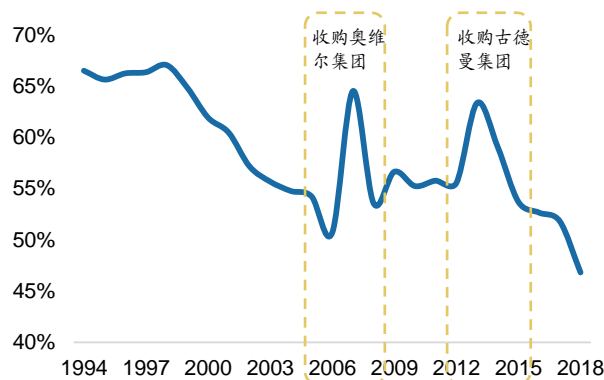
数据来源: 大金工业2016社会责任报告,《大金90年产业发展历程报告》([日]Mariko Tatsuki著, 大金工业株式会社出版), Bloomberg, 广发证券发展研究中心整理

图 26: 1994-2015FY 公司毛利率和净利率: 盈利能力不断提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 27: 1994FY 起公司整体资产负债率变化: 逐步降低



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

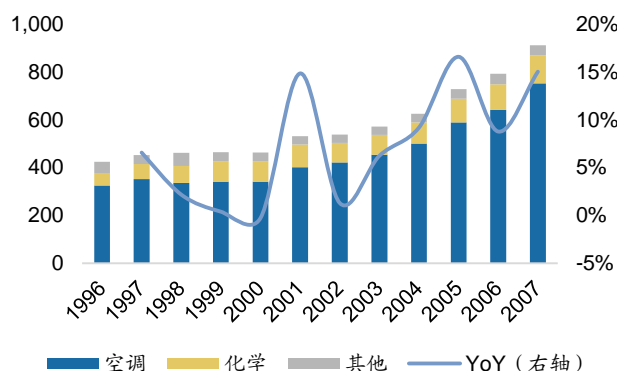
(1) 1994-2006年: 空调和海外营收占比大幅提升, 盈利能力持续走强

1994年, 大金开始筹划全球战略, 1996年设立全球战略本部。随着全球化进程的推进, 空调业务占比和盈利能力持续提升; 同时, 海外销售比重持续扩大, 2006年超过日本国内业务成为收入与利润的主要来源。

阶段一: 1994-2000FY, 空调业务盈利能力弱, 化学业务平滑盈利。1996年, 公司针对全球5个区域发布新的经营计划“融合21”, 并提出在新领域事业部完成1000亿日元的目标。但受到亚洲金融危机影响, 同时1997年消费税率从3%提高到5%, 大金的收入与利润增速始终低位徘徊。据公司年报, 截止1999年空调业务的营业利

润率仅为2.4%；但氟化工行业竞争格局的改善使该业务营业利润率达到14.9%，平滑了公司整体盈利水平。

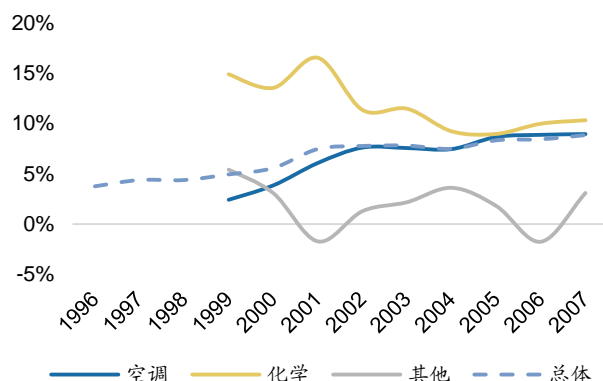
图 28：1996-2007FY 分品类营收（十亿日元）及总体 YoY：空调业务占比提升，2000 年之后增速提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：其他业务包括工业机械、工程机械、车辆用油压、集中润滑装置和系统、停车系统、防务和飞机零件，下同。

图 29：1996-2007FY 分品类营业利润率：总体稳中有升，空调业务盈利能力提升

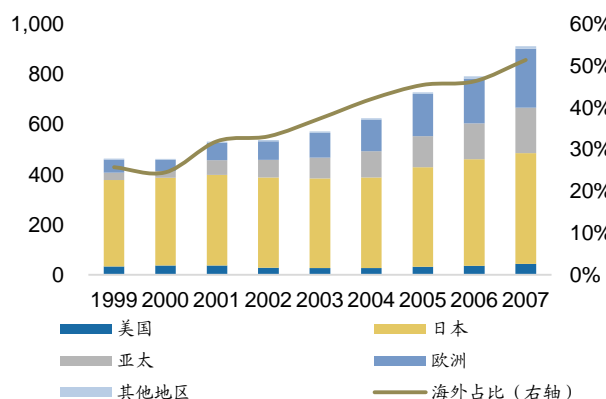


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

阶段二：2001-2007FY，空调和海外业务占比齐升，空调业务盈利能力走强。2001 财年后，公司进入快速发展阶段。空调业务盈利能力全面回暖，营业利润率从 2000FY 的 3.1% 提升 5.8pct 至 2007FY 的 8.9%；同期，海外业务占比也提升 26.9pct 至 51.5%。这一阶段，空调和海外业务的蓬勃发展的原因我们认为主要来自以下三个方面：

- **宏观经济回暖，行业空间扩大：**随着 1997 年的亚洲金融危机影响逐步消除，日本和亚洲地区 GDP 增速回暖，需求增加，带动大金的业绩提升。
- **新产品的推广与开发：**
 - ✓ **商用空调业务：**1999 年大金商用机产量突破 500 万台，市场占有率第一；2003 年新一代环保型系列采用直流变频技术的 VRV II 在大金诞生。1999 年，大金与松下进行了总括性战略合作，包括全球范围内的生产分工、共同采购与开发等。
 - ✓ **家用空调业务：**1999 年大金推出划时代的家用空调产品“滋润润和凉爽爽”以及 GMS 小型挂壁式变频产品，快速抢占市场份额。
- **全球化的推进：**海外市场的收入利润日益增长，在 2000 年日本与亚太地区业务回暖后，国内外业务的共同发展使得业绩大幅增长。全球化的作用更显著地体现在 2002 年的日本经济下滑及其之后 2003-2004 财年大金日本业务下滑上，海外市场尤其是亚太地区的增长支撑了整体的经营利润。

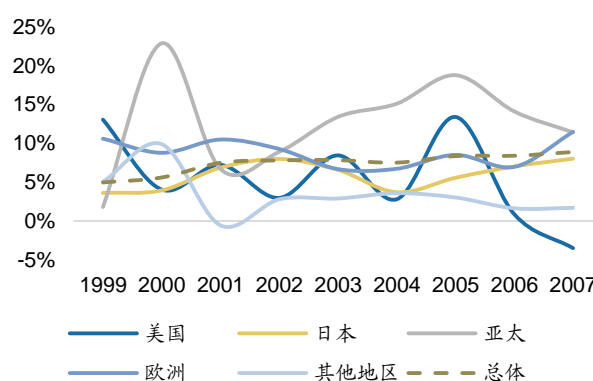
图 30: 1999-2007FY 分地区营收 (十亿日元) 及海外占比: 欧洲发展较快, 海外业务占比持续提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 亚太不包含日本。

图 31: 1999-2007FY 分地区营业利润率: 总体稳中有升, 亚太地区盈利能力更强

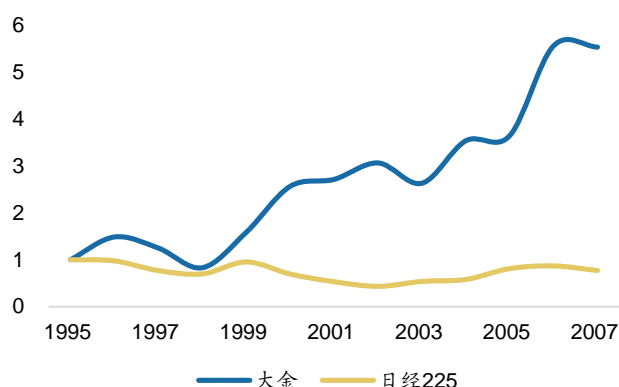


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 亚太不包含日本。

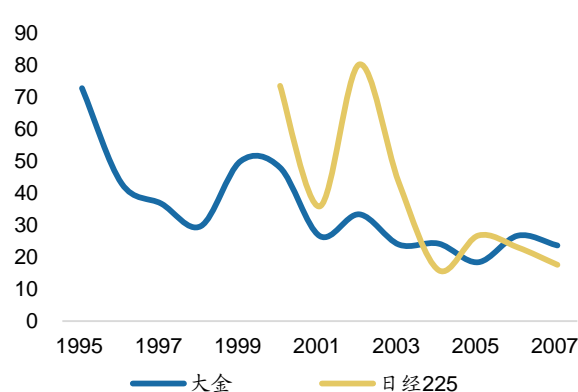
公司盈利能力提高, 股价反映大金被市场普遍看好。随着金融危机消除, 1998 年大金工业股价强势上升, 1995 年末至 2007 年末股价共上涨 453%, 同期日经 225 下跌 23%。伴随 2000 年以来公司盈利能力的逐渐修复, 公司 PE 回归并趋于稳定。

图 32: 1995-2007 年归一化股价变化: 稳健的业绩增长带来股价的大幅提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 33: 1995-2007 年估值 (PE) 变化: 泡沫危机后盈利逐渐修复, 估值下行



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(2) 2006-2015 年: 收购实现全球快速扩张, 铸就全球空调行业龙头

2005 年之后, 大金将成为全球第一空调厂商视为自身战略目标, 并购与合作成为主要手段。公司通过收购马来西亚奥维尔集团、德国 ROTEX 集团、土耳其 Airfei 和美国 Goodman, 在中国与格力成立合资生产厂家等一系列资本运作实现了疾速扩张, 成为了全球空调行业龙头。

图34：大金2006-2015年海外扩张史



数据来源：大金工业2016社会责任报告，广发证券发展研究中心

➤ **2006年收购奥维尔集团，迅速打开美国市场，补强大型机组技术短板。**

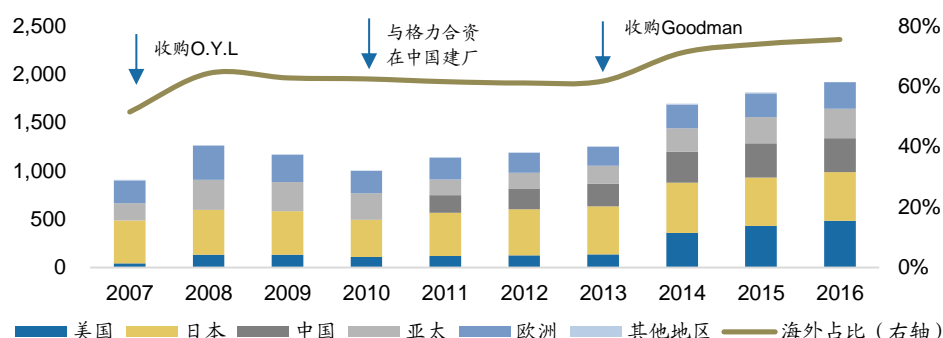
借助创新的VRV空调系统，大金在欧洲和亚洲等市场发展迅速，但在美国市场仍然举步维艰。2006年，大金收购马来西亚O.Y.L公司后获得其子公司美国大型中央空调龙头麦克维尔和空气清洁龙头AFF。本次收购给大金带来的收入增长和协同效应对大金成长为全球空调行业龙头意义深远：

- ✓ **弥补大型机组技术劣势：**大金在小型机组上地位突出，但在离心机、螺杆机等大型中央空调技术方面的缺失是其无法打入美国市场的直接原因。收购麦克维尔显著提升了公司商用空调领域综合实力；
- ✓ **打开美国市场：**麦克维尔历史悠久，曾收购美国西屋集团的中央空调部和欧洲最老牌的空调公司WESPER，在中央空调领域产品线齐全，在北美市场声誉较高；
- ✓ **提供进入空气清洁行业的切入口：**空气清洁行业尚处导入期，行业空间广阔，收购AFF为未来在空气处理领域内的多元化布局奠定基础。

➤ **2009年与格力合资建厂顺利打开中国市场，完善中国市场布局。**

大金与格力合资建厂，形成了一个涵盖原材料采购、零部件开发和空调整体技术的发展平台，形成协同竞争的整合模式和“1+1>2”的产业集群效应，使得大金在中国的产业布局进一步完善。

图35：2008-2016FY分地区营收（十亿日元）及海外占比：美国和亚太地区发展较快，海外业务占比持续提升

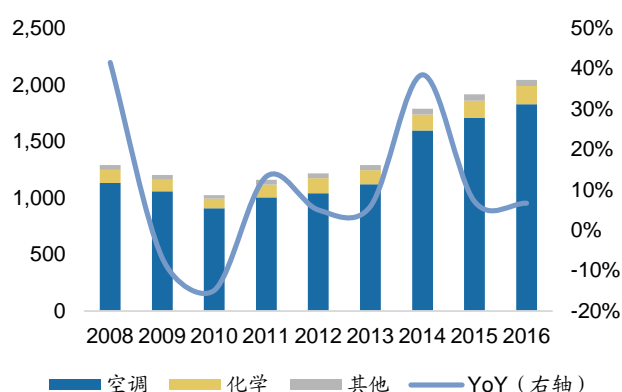


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：2011年-2016年亚太不含日本、中国。

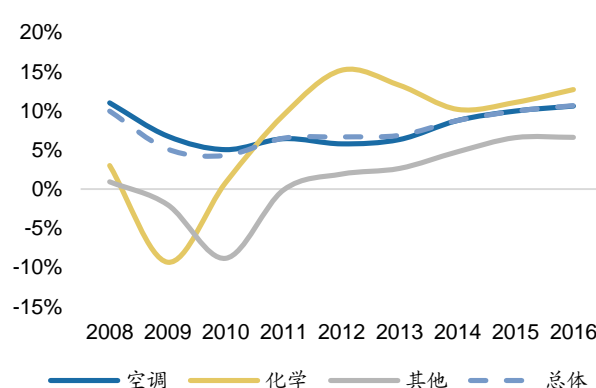
大金国际并购的进程中，公司盈利能力稳步提升，估值平稳，股价继续提升。2008-2009年金融危机过后，大金盈利能力修复，估值趋于平稳。随着营业利润率的攀升，公司股价自2008年至2017年提升261%，与日经225基本一致。

图 36：2008-2016FY 分品类营收（十亿日元）及总体 YoY：空调业务占比提升，2000 年之后增速提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

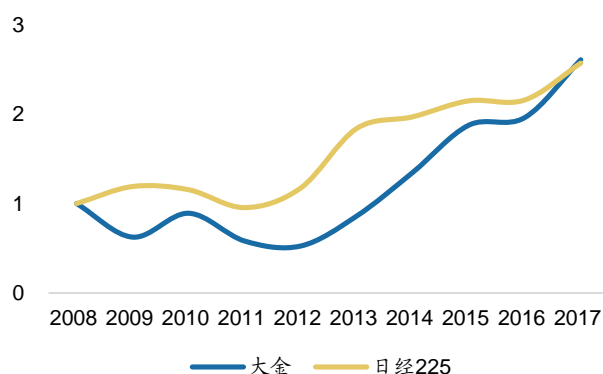
图 37：2008-2016FY 分品类营业利润率：总体提升，空调盈利能力更为稳定



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

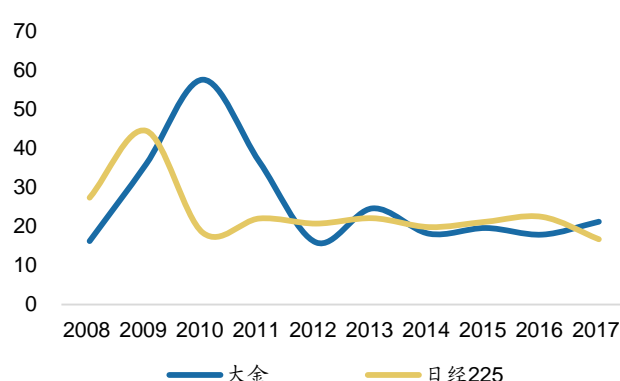
注：2011-2016FY 亚太不含日本、中国。

图 38：2008-2017 年归一化股价变化：业绩稳增，股价稳定提升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 39：2008-2017 年估值（PE）变化：除 2009、2010 受经济危机影响外，估值（PE）整体维持稳定

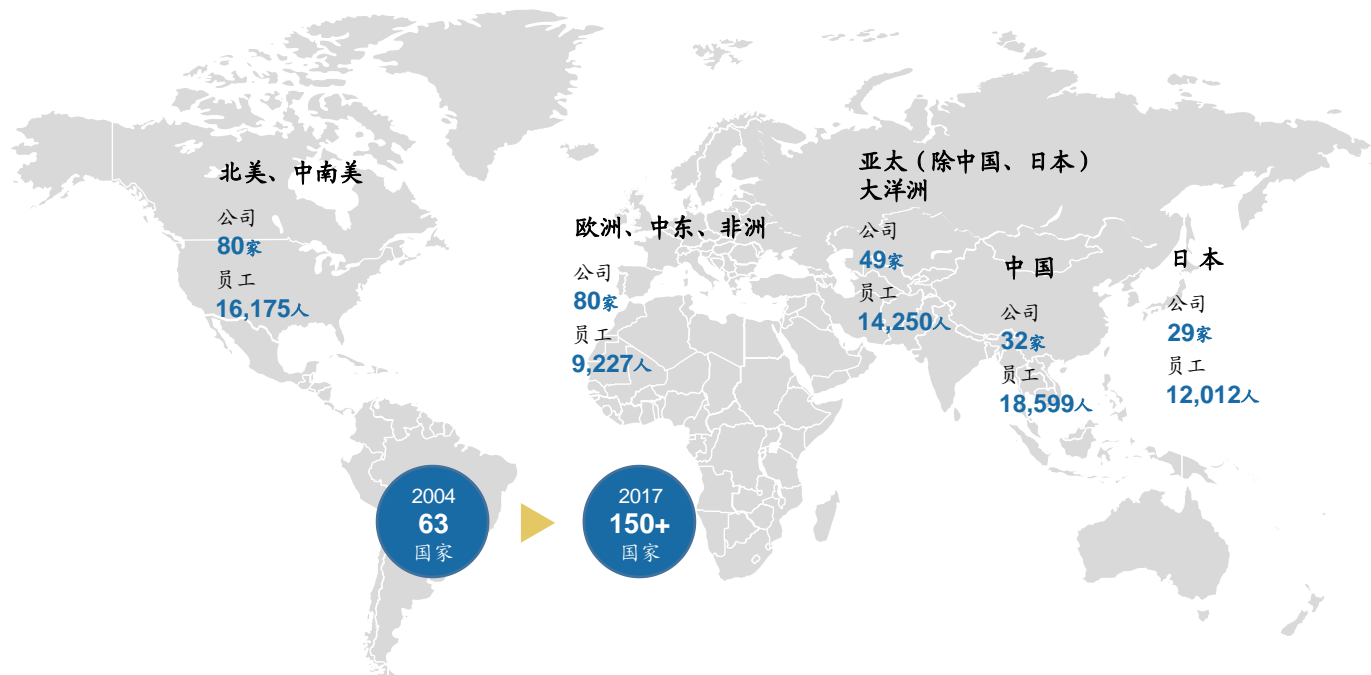


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

3. 大金的现状与未来：“Fusion 20”，专业领域内的多元化发展

据大金全球官网，大金发展至今已成为世界上唯一集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、服务于一体的专业企业。公司旗下拥有大金、麦克维尔、Goodman等世界知名空调品牌，产品研发和生产能力出众。据大金2018可持续发展报告，截止2018.3.31，大金集团员工人数达到 70263人，在世界各地建立了269家子公司和生产基地，其中以日本、中国、美国为首设立了全球八大研发基地，在28个国家设有90多家生产基地，业务范围覆盖全球150多个国家。

图40：2018年大金工业全球业务布局情况（截止2018.3.31）



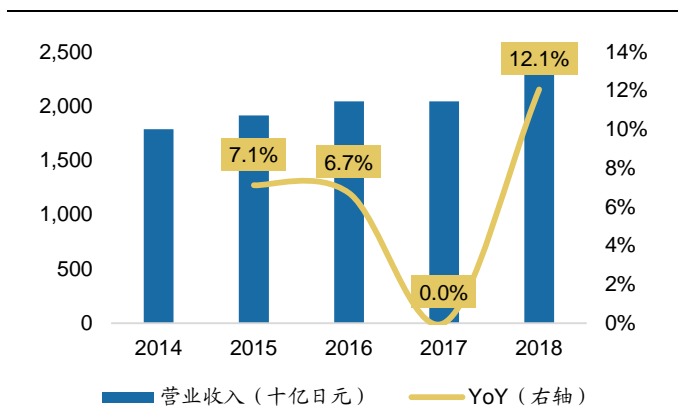
数据来源：大金工业2018可持续发展报告，广发证券发展研究中心

3.1 发展现状：空调成绝对主业，总体增速稳定

从近五年的数据来看：

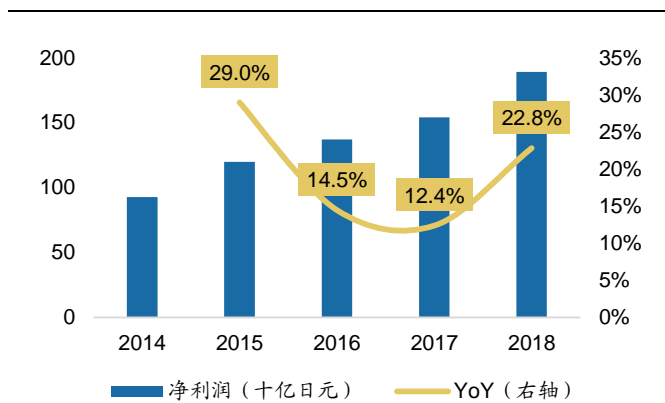
- **营收情况：**营业收入保持稳定增长，净利润增速更快。2014FY至2018FY，毛利率和净利率均提升3.1pct，分别达到34.9%和8.3%，盈利能力稳步提升。
- **分地区：**主要营收来自北美、亚洲和欧洲，结构平衡，全球化程度高。美国和日本市场是大金主要的营收来源，分别占比24%；中国、亚太（除中日）和欧洲也各自占据17%、15%和14%的份额。
- **分品类：**各品类盈利能力均进一步走强，空调成绝对主业，营收占比达90%。化学和其他业务营收各占比8%、2%，营业利润率稳步提升。

图 41: 大金 2014-2018FY 营收 (十亿日元) 及 YoY



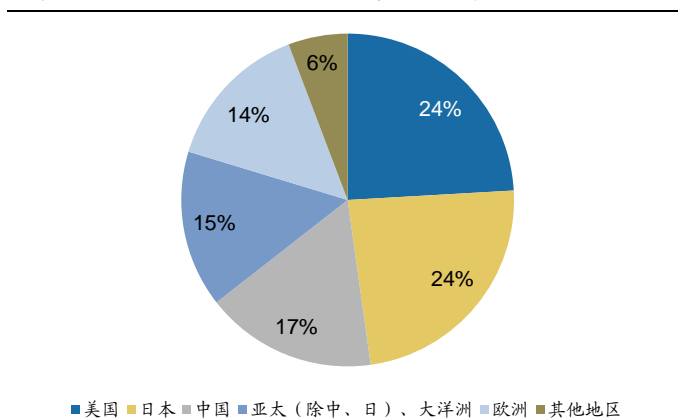
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 42: 大金 2014-2018FY 净利润 (十亿日元) 及 YoY



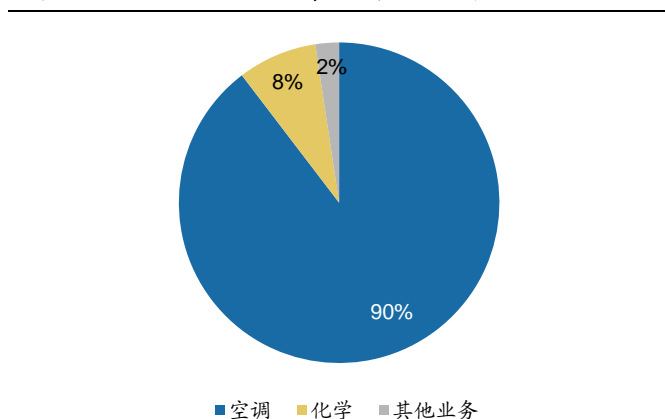
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 43: 大金 2018FY 分地区营收结构



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

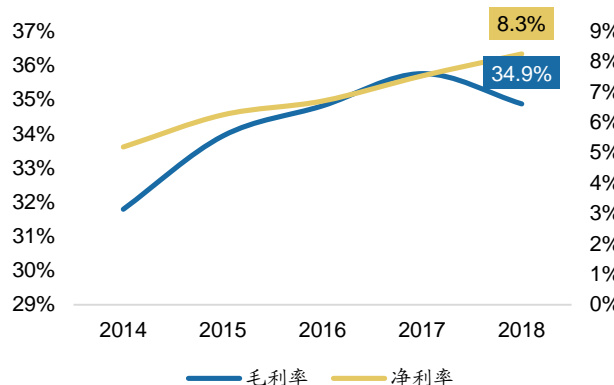
图 44: 大金 2018FY 分产品营收结构



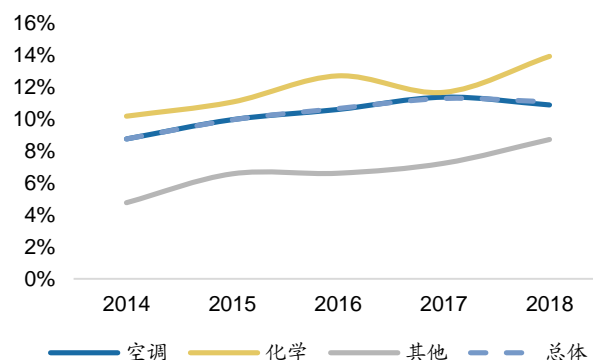
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 45: 2014-2018FY 毛利率和净利率: 稳步提升

图 46: 2014-2018FY 分品类营业利润率: 持续稳定提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

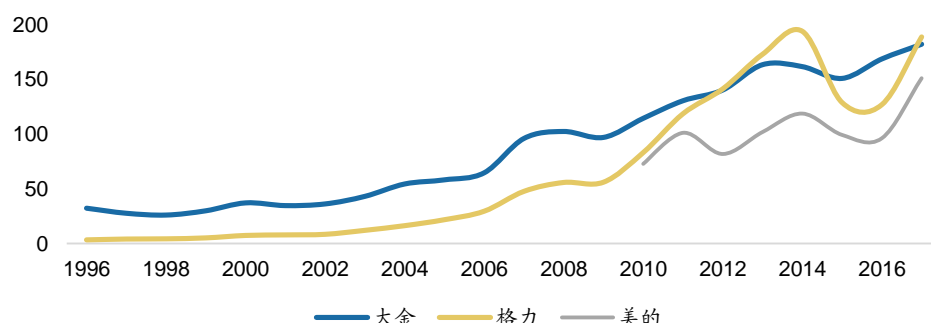


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3.2 行业地位: 地位稳固的全球空调行业龙头

大金工业是全球最大的空调企业之一。对比格力和美的来看, 2017年大金工业的营收与格力、美的分庭抗礼; 由于格力、美的主营分体空调业务; 大金在多联机和大型中央空调领域优势显著。

图47: 空调业务营收对比 (亿美元): 大金、格力、美的分庭抗礼



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中大金每年的营收数据为次财年的数据, 如2017年统计口径为2018FY, 统计时间为2017.04.01-2018.03.31。以下对比如无特殊说明均与此相同

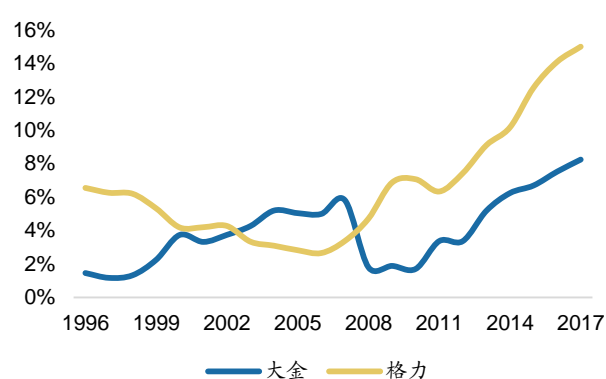
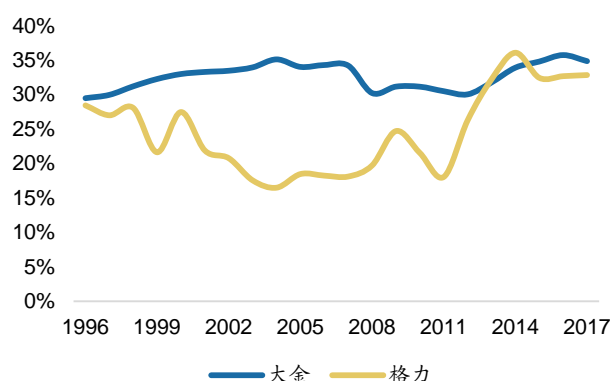
对标格力: 大金估值水平更高; 毛利率更高更稳定, 但净利率低于格力。从估值水平来看, 近年来大金始终维持在19X左右, 远高于格力。从盈利能力来看, 大金定位中高端和商用客户, 毛利率稳定在高位, 但净利率水平明显不如格力。我们认为大金对比格力享受更高估值水平的原因在于:

- (1) 全球布局完善, 业绩稳定性更高;
- (2) 日本股市投资者结构不同, 以机构投资者为主, 市场更为成熟。

图 48: 大金与格力毛利率对比: 大金毛利率更为稳定

图 49: 大金与格力净利率对比: 2008 年以后格力净

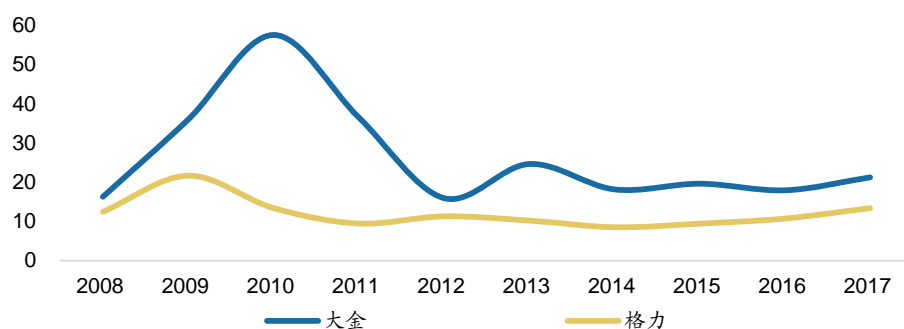
利率增幅更快



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心。

图50：大金和格力PE对比：大金估值较格力更高



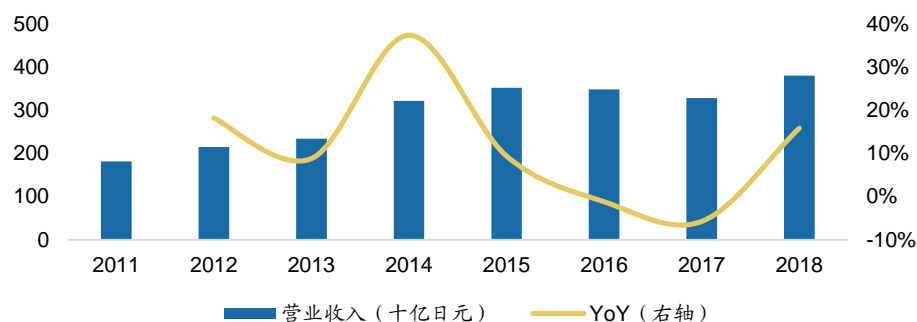
数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

注：统计时间为当财年年末的PE（TTM）。

3.3 中国市场：多联机第一品牌，但整体增速放缓

大金自1995年进入中国市场，已在中国建立了强大的生产、销售和服务网络。大金的品质与技术使其长期以来在中国境内都保持着高端品牌形象。据大金2018可持续发展报告，截止2018.3.31，大金在中国有19个生产基地，销售及技术服务网点遍布包括三、四线城市在内的全国146个城市和地区。现有子公司32家，总员工数18599人。

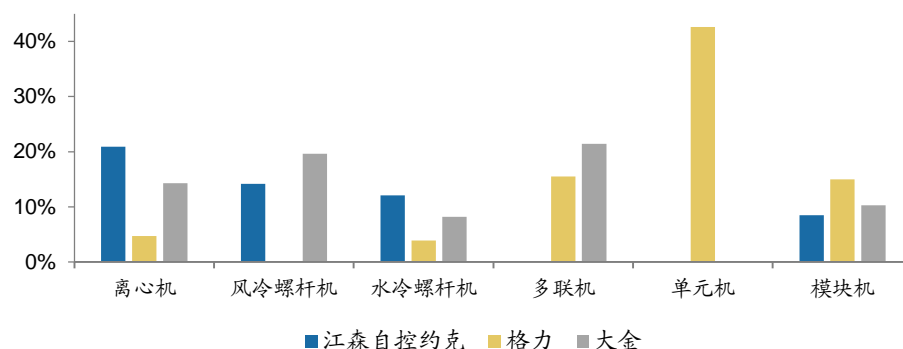
图51：大金中国销售额（十亿日元）和YoY：增速总体收窄



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

中央空调市场多品类份额领先，是中国中央空调领域第一品牌。大金工业目前以大金和麦克维尔双品牌布局中国市场。从市场份额来看，目前在离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机、模块机等大型商用中央空调领域均名列前三位，以麦克维尔品牌为主；多联机领域以大金品牌为主，份额稳居第一。

图 52: 中国中央空调龙头主要品类市占率对比: 大金多品类优势明显



数据来源: 暖通空调资讯, 广发证券发展研究中心

注: 大金份额含旗下子公司麦克维尔。

图 53: 2017 年中国中央空调子品类市场规模 (亿元)

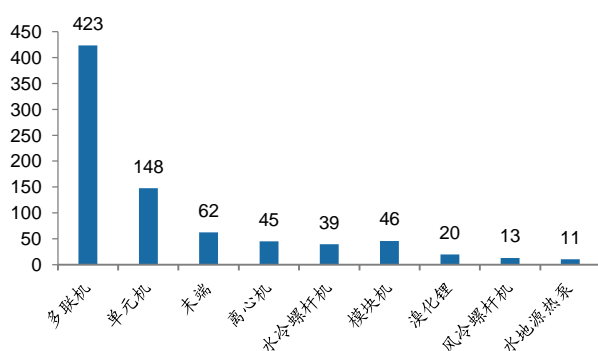
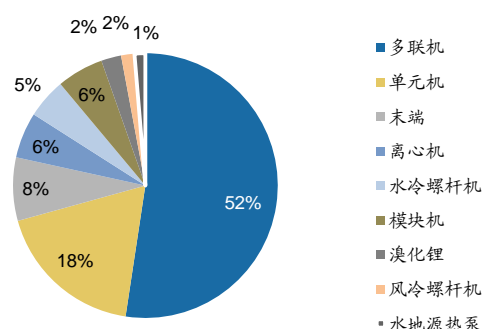


图 54: 2017 年中央空调子品类市占率



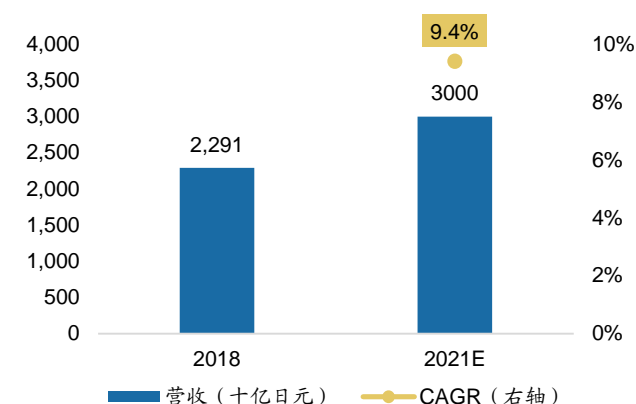
数据来源：暖通空调资讯，广发证券发展研究中心

数据来源：暖通空调资讯，广发证券发展研究中心

3.4 “Fusion 20”：专业领域内的多元化，创造空气与环境的新价值

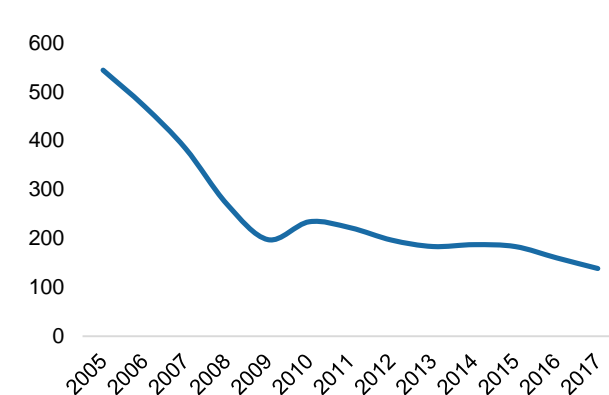
大金2020年目标收入超过3万亿日元，复合增速达到9.4%。从全球来看，环境问题日益凸显，能源需求持续增长，大金始终致力于降低社会能源排放量。据大金2018可持续发展报告，“Fusion 20”将扩大空调、化学、过滤网的事业规模，在环境、能源、空气、空间领域为客户、社会创造新价值。

图 55 2021FY 大金营收规模预测(十亿日元)及 CAGR: 复合增速预计达 9.4%



数据来源：大金工业2018可持续发展报告，广发证券发展研究中心

图 56: 2005-2017 年公司 CO₂ 排放量 (万吨): 持续降低



数据来源：大金工业2018可持续发展报告，广发证券发展研究中心

具体来看，

(1) 布局空气和环境领域的新业务

为了赋予中央空调“温度、湿度、气流度、洁净度”四位一体的概念，大金目前正加码商用冷冻、冷藏、换气设备、清洁设备、次世代环境技术等研究。2016年，大金连续收购了意大利商用冷冻、冷藏机巨头Zanotti、美国空气清洁设备巨头Flanders和瑞典大型空气过滤网巨头Dinair。据大金2018社会责任报告，它们和既有的AAF将成为大金的新收益来源，地位将不亚于现有的空调冷冻业务和化学业务。

图57：大金2016年发起三项收购：全面加码商用冷冻、冷藏和空气清洁领域

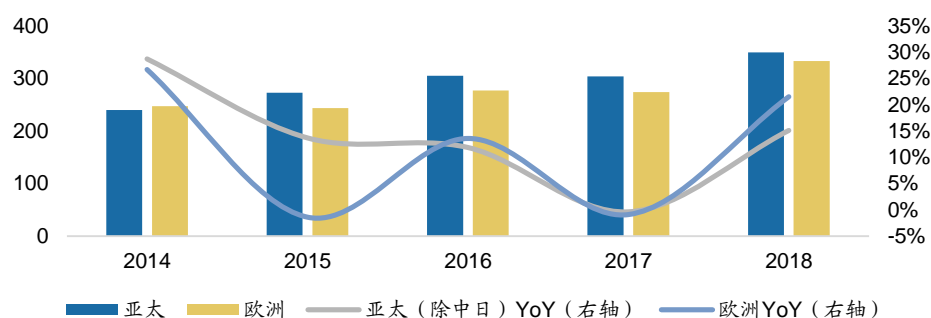


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（2）扩展东南亚新市场，巩固既有业务龙头地位

近年来，欧洲和亚太（除中日）是公司发展最快的市场。尤其是越南、印度尼西亚等中产群体扩大化的亚太新兴市场，家用空调销售大幅上升带动了区域销售额的稳健增长。由于这些地区的空调市场尚属成长期，故未来大金的营收增长很大一部分将继续来自东南亚和部分欧洲国家新兴市场的贡献。

图58：大金亚太（除中日）和欧洲市场营收（十亿日元）和YoY：



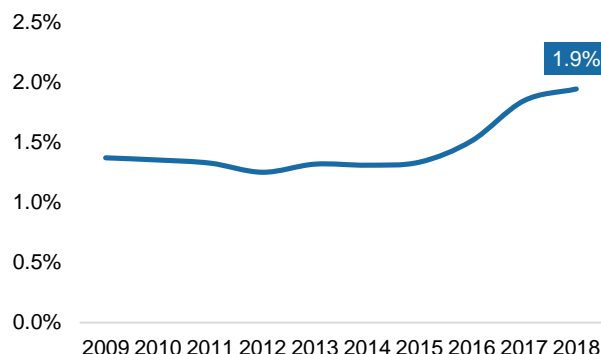
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（3）持续加大研发投入，增强公司核心竞争力

2015年11月，大金科技创新研发中心落成，常驻技术人员和全球专家超过700人。作为一家以技术和产品闻名的公司，由于积淀丰富，大金在较长一段时间内研发费用率处于1.3%左右的较低水平。但近三年来研发费用率有持续提升之势，2018FY研发费用率较2015年提升0.6pct至1.9%。

图 59 1982 和 2016 年 VRV X 中央空调性能参数对比：
COP 提升 60%

图 60：2009-2018FY 研发费用率：近三年显著提升



数据来源：大金中国2016社会责任报告，广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

4. 大金工业成长的启示

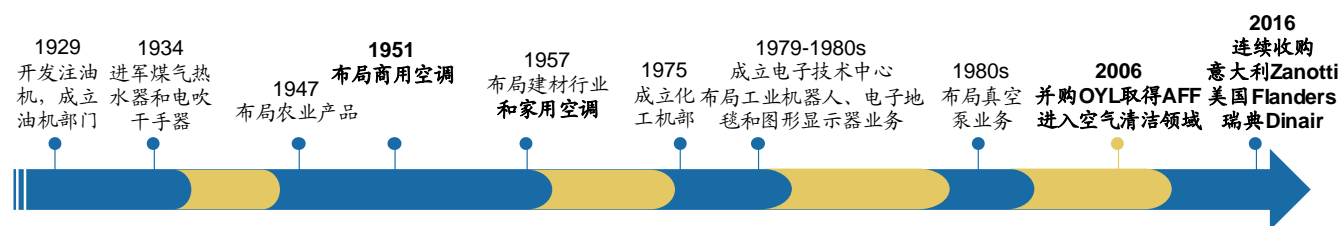
大金工业成立至今已近百年，期间社会不断更迭、公司也几经转型。对作为单主业龙头的大金而言，94年来屹立不衰的核心原因是其在核心产品与技术上始终处于市场领先地位，公司在面对困境时在市场策略上的选择也值得称道。我们认为国内同为单主业龙头的格力电器得以成功的基础，同样在于产品与技术始终领先于国内竞争对手。

国内空调市场的天花板无疑是作为单主业龙头的格力电器长期发展的最大挑战。格力在小家电、手机、新能源汽车、智能制造等方面的多元化尝试，目前来看均有较大瓶颈。而在国际化上，格力目前仍处于发展的初级阶段。我们认为回顾同为单主业龙头的大金历史上在多元化上的尝试及成功全球化的历程，对格力乃至其它中国家电企业，都将有很大启示。

4.1 多元化启示：盲目多元化失败在所难免，专业领域内渐进式多元化更有成功可能

大金在发展过程中，曾涉足农产品、建材、化工机械、电子、真空泵等行业，公司多次试图通过多元化为公司增长积聚新的动力，但多数业务最终都陆续退出或至今规模仍较小，均未有突破。20世纪90年代后期，在长期尝试多元化未果后，公司改变战略，专注于空调单主业，并更为谨慎的在专业领域内进行多元化探索。

图61：大金多元化布局历史沿革：在发展过程中多次寻求多元化，多元化尝试更易成功



数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

我们认为大金的多元化之路不利，主要原因有以下几点：

➤ 主业强势且成长性好，多元化业务并未全力介入

大金的空调业务在其发展的几十年中，虽然中间偶遇经营不利，但长期来看始终具有稳健的成长性，贡献了丰厚的利润。大金在空调经营不利之时布局多元化，但在空调业务好转后，其发展重心又重新聚焦于空调导致对于多元化的投入不足从而制约了增长。我们认为主业空调的巨大发展空间使得大金并未真正的将精力投入到多元化中导致其多元化并未有长足发展。

➤ 传统行业竞争激烈，二十世纪日本经济大开大合，缺乏优势易被淘汰出局

大金多元化介入的包括农业、建材、机械设备的行业都属于传统制造业。新晋者进入这些业务的难度较大，规模和渠道均没有明显优势的大金在进入这些行业后，发展阻力较大。而二十世纪日本经济大开大合，在宏观经济下行（如经历石油危机、广场协议、泡沫危机等）后，盈利能力不强、缺乏竞争力的业务易被淘汰。

➤ 多元化业务间缺乏协同效应，单一业务需投入资源过多

大金积极介入的电子、机械业务在渠道、技术和产品端未能形成良好的协同效应，互相借力，也是多元化业务未能取得显著发展的原因。

值得一提的是，当下的大金在空气清洁业务上的多元化是较为成功的：2006年通过收购奥维尔集团获得其子公司AFF（美国空气清洁领域龙头）；2016年又收购美国空气清洁设备巨头Flanders和瑞典大型空气过滤网龙头Dinair，目前空气清洁业务已成为公司最有成长性的业务。我们认为空气清洁业务在技术、渠道上具有相似性，在品牌上可以较好的迁移是其当下取得良好发展的重要原因。

总的来说，单主业龙头在多元化时，由于主业过于强势导致对于多元化业务的投入不足，并且经营思路可能存在固化。若多元化选择的是发展成熟的行业，则原本的优势无法迁移，且在激烈的竞争之下很容易面临淘汰。我们认为单主业龙头在多元化时更应尽可能选择有技术基础，在渠道、技术、产品端能与既有业务互相借力，在品牌端较易实现迁移的行业谨慎介入，待发展较为确定时在大力介入，以免对原有优势业务的资源形成挤占。

4.2 全球化启示：海外拓张循序渐进，注重不同市场差异；新兴市场可自主，成熟市场靠并购

全球化是家电企业发展到成熟阶段的必然选择，全球化的重要性我们在此不再赘述，而我们认为大金在全球化过程中面对不同市场所采取的策略以及成败，更值得我们思考与借鉴。

大金分别在1980s和1990s布局了美国和中国这两个重要市场，但是中国市场进军顺利，美国市场却一波三折，具体来看：

- **中国市场：**1995年在上海设立大金空调有限公司，97年本地工厂投产，2006年即获得家用空调一级市场增长率第一的佳绩。2009年以来陆续与格力开展战略合作，成立研发中心和新工厂。目前在中国布局32家公司，据机电信息，大金已连续多年占据中国多联机市占率第一的位置。
- **美国市场：**大金在1981年，1998年两次进入美国市场，均因美国市场激烈的竞争以失败告终。2006年，大金改变思路，以收购美国大型中央空调市场龙头麦克维尔的方式真正打开美国市场，2012年收购Goodman进一步加强了其在美国市场的地位。

图62：大金中国和美国市场发展时间轴：顺利进军中国市场，美国市场一波三折

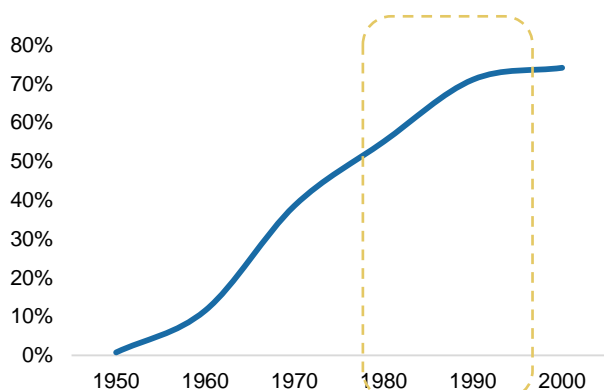
	中国市场		美国市场
	<ul style="list-style-type: none"> 1995年，设立大金空调（上海）有限公司； 1997年，本地化工厂投产； 2006年，借助大型展厅的成立在中国登上了2006冷年家用空调一级市场增长率第一的佳绩； 2009年，与格力开启战略合作，合资成立机电公司和精密仪器公司； 2010年，成立上海研发中心； 2011年，设立大金空调（苏州）有限公司（外资空调企业最大的工厂）； 2010s，据机电信息，连续多年占据中国多联机市占率第一名。 		<ul style="list-style-type: none"> 1981年，在加利福尼亚注册了美国大金空调公司； 1982年，与原开利公司员工马扎尔签订了迈阿密市的代理店合同，最后破产并卷入诉讼； 1985年，在亚特兰大开设了分公司； 1988年，美国市场竞争激烈，日元升值逼迫大金退出； 1998年，大金与热交换机最大厂家摩汀制造公司合资进入风管式商用空调事业； 1999年，量产气冷整体式天花板悬吊式空调，陷入销售低迷，面对开利与约克的竞争，再次撤出； 2006年，收购麦克维尔，美国市场全面打开； 2012年，收购Goodman，美国市场份额再次提升。

数据来源：大金工业2016社会责任报告，《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

我们认为，不同的市场所处的行业发展阶段、行业竞争格局和行业特点是导致大金进军结果截然不同的主要原因：

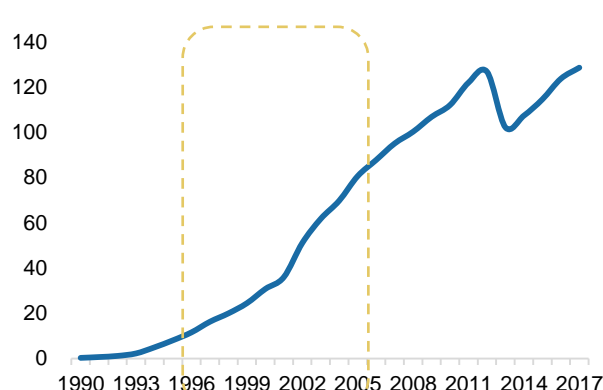
- **行业发展阶段：1990s，中国尚处于空调渗透早期，而美国空调行业已经十分成熟。**从空调渗透率来看，1990s美国空调市场渗透率已经超过70%，行业相对成熟；而同时期的中国，即使到2000年每百户城镇居民的空调保有量也仅为30.8台，中国市场的成长性更大，新晋品牌机会更多。

图 63：美国空调渗透率：90 年代，美国空调市场已经基本成熟



数据来源：美联储，广发证券发展研究中心

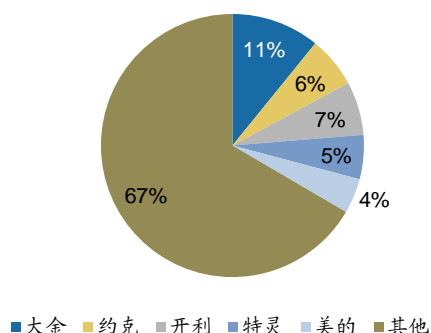
图 64：中国每百户城镇居民空调保有量(台)：90 年代，中国空调市场方兴未艾



数据来源：中国国家统计局，广发证券发展研究中心

- **行业格局：美国市场以约克、开利等本地龙头企业为主，竞争格局稳定；而当时的中国中央空调市场竞争格局尚不稳定。**从2006年中国中央空调市场的份额来看，大金的市场份额已经占据行业第一的位置，而同时期的其他品牌市场份额均不足7%，CR5仅为33%，竞争格局未稳为大金在中国市场破局提供了机会。

图 65：2006 年中国中央空调市场竞争格局：CR3 仅 33%



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

- **生产、渠道和产品特点：**

✓ **从生产端来看，大金一进入中国就完成了本地化生产；而美国因为高**

昂的人力成本和激烈的竞争环境，始终没有完成本地化生产，当宏观环境变化时（如贸易战、本币升值、经济危机等）将更难立足；

- ✓ **从渠道端来看**，大金在中国自建专卖店，并依赖中国国情走设计院渠道，为大金前期打开市场起到关键作用；而美国渠道可培育程度较差，成立分公司，与业内人士合资建立销售店的模式不可控性较高。
- ✓ **从产品特点来看**，美国以成本低廉的窗式家用空调为主，大金主推的多联式空调价格昂贵，成熟市场对新品的接受程度较低；中国的空调类型则相对广泛，对大金主推的天花板嵌入式空调有较高的接受度。

表 1：中美空调市场及大金布局策略对比

业务	生产策略	渠道策略	既有市场产品		大金产品	
			产品类型	产品售价	产品类型	产品售价
中国	本地化生产	自建专卖店，辅以设计院渠道	多类型	高低均有	天花板嵌入式	高
美国	进口	成立分公司，与业内人士合资建立销售店	窗式	低	多联式	高

数据来源：《大金90年产业发展历程报告》（[日]Mariko Tatsuki著，大金工业株式会社出版），广发证券发展研究中心整理

因此，海外市场的布局要循序渐进，布局策略要考虑行业发展阶段、行业格局、生产、渠道和产品特点。对于中国等空调行业格局尚不稳固、行业成长性高且渠道可培育程度较高的市场，可采用自主品牌本地化生产+产品差异化的策略；对于美国等空调行业发展相对成熟，格局相对稳定的市场，并购当地龙头企业无疑是较好的选择。

5. 投资建议

通过回顾大金工业的成长历史我们发现，产品与技术端的领先是大金作为单主业龙头立于不败之地的基础。而面对波动的外部环境，合理的应对措施，以及在合适的时间节点作出正确的战略倾斜（即全球化），是公司获得长期发展的保障，体现的是公司管理层的实力。而我们认为国内空调行业龙头同样以产品和技术为根基，奠定了对竞争对手的优势。而从朱江洪到董明珠两代优秀的领导人，对于格力空调业务发展战略的准确把握，也是格力逐渐从一个三无小厂发展成为全球空调龙头的核心因素。所以，我们认为，格力拥有与大金相同的成功基因。

而大金的多元化之路表明，主业过于强大的企业在多元化的时候，确实面临无法平衡资源投入的问题；而多元化业务选择的行业领域若竞争过于激烈，则企业原有的产品、渠道、品牌等优势无法实现迁移，且各业务无法相互产生协同效应，则失败在所难免。因此对于空调仍有较大发展空间的格力而言，多元化的尝试遇到波折、进度不及大众期望实为正常，市场对格力多元化的不利存在些许过虑。我们认为在现阶段，将核心资源投入到主业发展，对多元化业务进行谨慎尝试，待寻得合适的赛道后再进行大力度投入，是保证格力短期乃至长期发展的正确策略。

大金依托空调主业进行全球化扩张并顺利实现增长则表明，空调在全球范围内仍有巨大的空间。因此我们持续关注具备全球竞争力，深耕空调行业的单主业龙头：**格力电器**。此外，同样关注具备全球化竞争能力另外两大白电龙头：**青岛海尔、美的集团**。此外，**三花智控**为空调零部件全球龙头，未来也有望受益行业增长

6. 风险提示

6.1 原材料价格上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

6.2 全球经济低迷，需求疲软

海外市场如果整体需求减弱，将影响公司的收入以及利润。

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。