



买入 **38% ↑**

目标价格: 人民币 24.00

000651.SZ 原先目标价: 人民币 28.50

股价: 人民币 17.40

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

格力电器

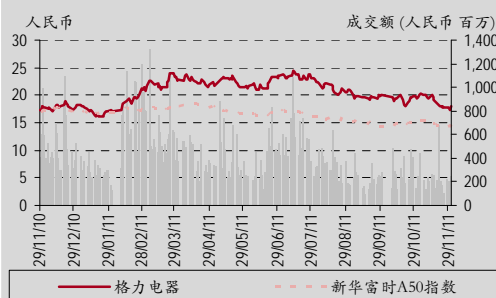
空调市场需求放缓

受原材料价格上涨等因素影响,今年前三季度公司利润率出现下滑,毛利率从去年的20.7%下降到17.7%,净利率从去年的6.5%下降到5.9%。我们预期,利润率将从四季度起有所恢复。明年公司毛利率和净利率将在19%和6%以上。考虑到行业整体增速放缓,我们下调盈利预测,并将目标价格下调至24.00元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 全国空调10月单月产量614万台,同比下降20.9%,环比下降12.6%;内销398万台,同比下降16.8%,环比下降17.8%;出口195.3万台,同比下降23.7%,环比下降11.2%;库存1,026万台,同比增长26.5%,环比提高2.1%。
- 今年前三季度公司利润率出现下滑,毛利率从去年的20.7%下降到17.7%,净利率从去年的6.5%下降到5.9%。由于近期原材料价格出现下跌,预计从四季度起,整体利润率水平将有所提升。此外,目前市场预期明年国家可能对变频空调实行补贴,如果这一政策得以实施,对于空调企业的盈利能力也将有所帮助。我们预期,明年公司毛利率和净利率将在19%和6%以上。
- 公司正在加大中央空调业务开拓,预计今年中央空调销售额将达到50亿,明年有望达到70-80亿。中央空调具有更高的利润率水平,对于增强公司的盈利能力将有所帮助。我们预计公司未来三年仍将保持15-20%的稳定增长。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0)	(7)	(14)	0
相对新华富时A50指数	12	(4)	(8)	14

发行股数(百万)	2,818
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	48,394
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2011E)	2
主要股东(%)	
珠海格力集团	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年11月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

评级面临的主要风险

- 国际经济形势的不确定性对公司出口影响不确定。
- 房地产市场调控对于空调需求有一定抑制作用。
- 家电行业政策的不确定性。

估值

- 考虑到我国宏观经济不确定性因素较多,且房地产市场面临持续调控以及欧债危机等因素影响空调出口,我们小幅下调公司11-13年每股盈利预测至1.876元、2.18元和2.545元。基于11倍2012年市盈率,将目标价从28.50元下调至24.00元,维持对其买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	42,637	60,807	79,468	93,508	107,091
变动(%)	1	43	31	18	15
净利润(人民币 百万)	2,929	4,341	5,285	6,144	7,173
全面摊薄每股收益(人民币)	1.040	1.540	1.876	2.180	2.545
变动(%)	(36.8)	48.2	21.8	16.3	16.7
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.938	2.400	2.831
调整幅度(%)	-	-	(3.2)	(9.2)	(10.1)
核心每股收益(人民币)	0.923	0.851	1.551	2.148	2.518
变动(%)	(42.4)	(7.8)	82.4	38.5	17.3
全面摊薄市盈率(倍)	16.7	11.3	9.3	8.0	6.8
核心市盈率(倍)	18.9	20.5	11.2	8.1	6.9
每股现金流量(人民币)	3.35	0.22	(0.01)	0.93	1.47
价格/每股现金流量(倍)	5.2	79.6	(1,580.6)	18.7	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	16.0	9.2	6.5	5.6
每股股息(人民币)	0.500	0.300	0.638	0.763	0.891
股息率(%)	2.9	1.7	3.7	4.4	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

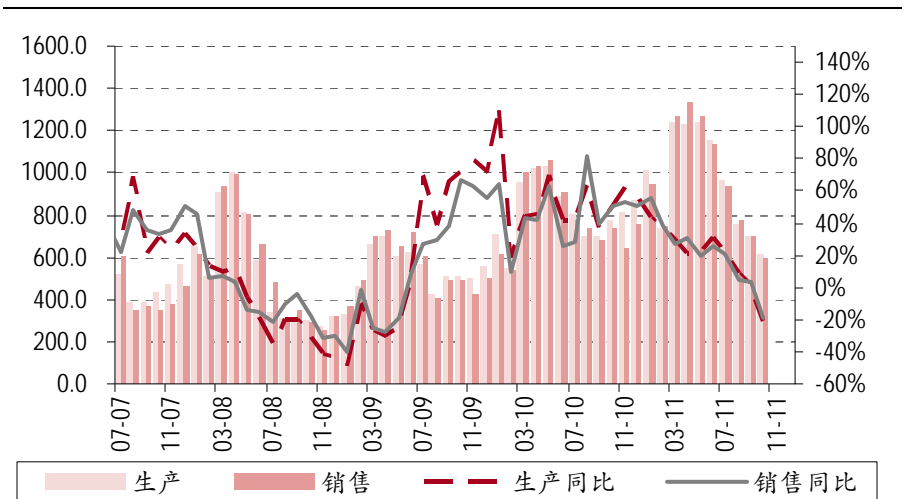
空调市场多因素影响下增速放缓

在家电下乡政策、节能补贴和以旧换新等政策的影响下，空调市场经历了2008年金融危机之后的空前繁荣期，预计到今年年底，空调产销量都将突破一亿台，创出历史新高。然而，爆发期之后的回归平稳增长也是必然。随着节能补贴和家电下乡政策的陆续到期，空调市场增速从上半年的20%以上，到第三季度的个位数增长，再到10月份出现20%下滑。

截至今年10月，全国空调产量为9,656万台，同比增长18.6%；内销5,364万台，同比增长23.4%；出口4,360万台，同比增长16.9%；其中10月单月产量614万台，同比下降20.9%，环比下降12.6%；内销398万台，同比下降16.8%，环比下降17.8%；出口195.3万台，同比下降23.7%，环比下降11.2%；库存1,026万台，同比增长26.5%，环比提高2.1%。

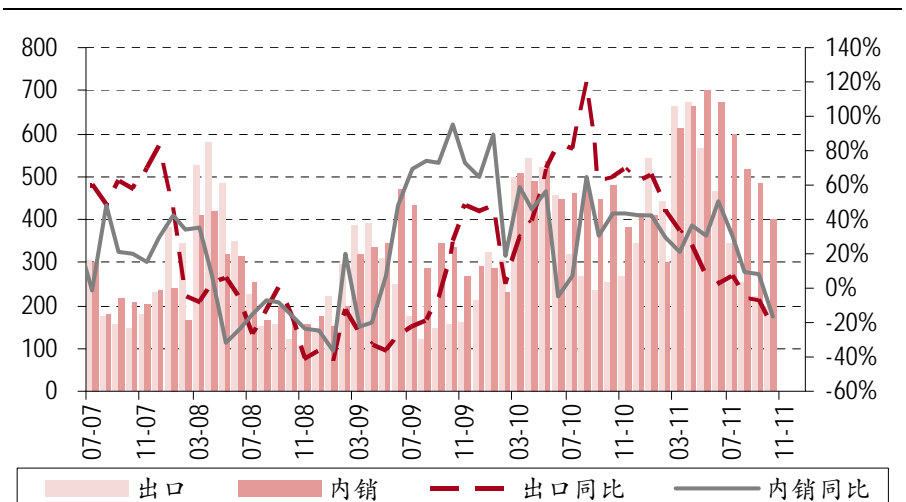
增速放缓的速度略微超出我们预期。我们认为主要有几个原因；首先，节能补贴政策的退出对空调市场的需求产生一定影响；其次，今年夏天全国未出现大范围高温炎热天气，雨水较多是三季度增速放缓的主要原因；再次，宏观经济形势不明朗，房地产市场调控客观上抑制了部分空调需求；最后，欧债危机给欧元区经济蒙上阴影，对空调出口造成影响。

图表 1. 空调生产

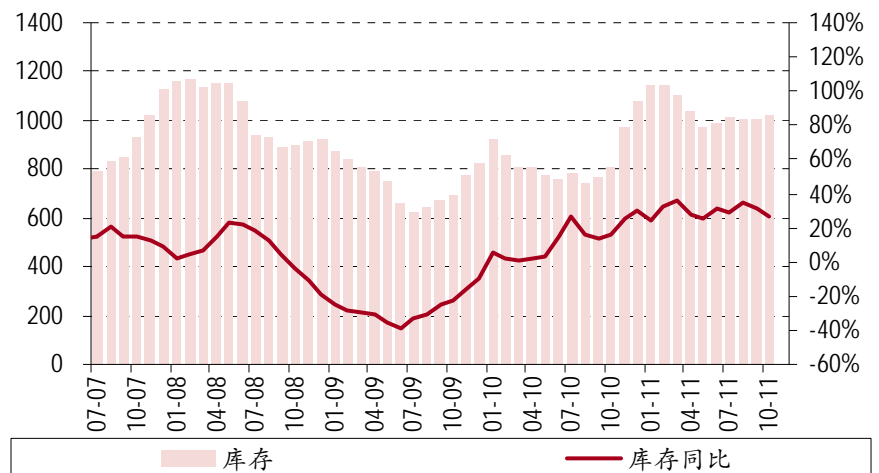


资料来源：公司数据

图表 2. 空调销售



资料来源：公司数据

图表 3. 空调库存


资料来源：公司数据

利润率有望改善，预期业绩稳定增长

受原材料价格上涨等因素影响，今年前三季度公司利润率出现下滑，毛利率从去年的 20.7% 下降到 17.7%，净利率从去年的 6.5% 下降到 5.9%。由于近期原材料价格出现下跌。同时，为了应对由于稀土价格上涨带来的变频压缩机价格上涨问题，公司通过技术处理使用铁氧体替代稀土用于变频压缩机。预计从四季度起，整体利润率水平将有所提升，对于明年利润率的改善也将有所帮助。此外，目前市场预期明年国家可能对变频空调实行补贴。如果这一政策得以实施，除了将推动变频空调渗透率之外，对于空调企业的盈利能力也将有所帮助。我们预期，明年公司毛利率和净利率将在 19% 和 6% 以上。

格力作为空调行业的龙头，在面临政策退出和市场需求放缓的形势下，依然有能力凭借其渠道和品牌优势在行业中处于领先地位。在传统家用空调基础上，公司正在加大中央空调业务开拓，预计今年中央空调销售额将达到 50 亿，明年有望达到 70-80 亿。中央空调具有更高的利润率水平，对于增强公司的盈利能力将有所帮助。我们预计公司未来三年仍将保持 15-20% 的稳定增长。

估值

考虑到我国宏观经济不确定性因素较多，且房地产市场面临持续调控以及欧债危机等因素影响空调出口，我们小幅下调公司 11-13 年每股盈利预测，分别从 1.938 元、2.4 元和 2.831 元下调至 1.876 元、2.18 元和 2.545 元。我们仍然看好公司作为空调行业龙头的优势地位和稳定成长能力。由于市场整体估值水平下行，基于 11 倍 2012 年市盈率，将目标价从 28.50 元下调至 24.00 元，维持对其 **买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	42,637	60,807	79,468	93,508	107,091
销售成本	(31,956)	(47,409)	(62,082)	(72,261)	(82,511)
经营费用	(7,346)	(10,483)	(11,912)	(13,345)	(15,274)
息税折旧前利润	3,336	2,915	5,474	7,902	9,305
折旧及摊销	(422)	(444)	(553)	(762)	(881)
经营利润(息税前利润)	2,913	2,471	4,921	7,140	8,424
净利息收入(费用)	97	309	236	9	(35)
其他收益/(损失)	386	2,341	1,103	129	107
税前利润	3,396	5,121	6,260	7,278	8,496
所得税	(449)	(753)	(939)	(1,092)	(1,274)
少数股东权益	(18)	(28)	(36)	(42)	(48)
净利润	2,929	4,341	5,285	6,144	7,173
核心净利润	2,600	2,397	4,371	6,052	7,099
每股收益(人民币)	1.040	1.540	1.876	2.180	2.545
核心每股收益(人民币)	0.923	0.851	1.551	2.148	2.518
每股股息(人民币)	0.500	0.300	0.638	0.763	0.891
收入增长(%)	1	43	31	18	15
息税前利润增长(%)	20	(15)	99	45	18
息税折旧前利润增长(%)	21	(13)	88	44	18
每股收益增长(%)	(37)	48	22	16	17
核心每股收益增长(%)	(42)	(8)	82	38	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	3,396	5,121	6,260	7,278	8,496
折旧与摊销	422	444	553	762	881
净利息费用	(97)	(309)	(236)	(9)	35
运营资本变动	16,329	(13,066)	(5,641)	(4,292)	(3,967)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(10,601)	8,426	(967)	(1,113)	(1,294)
经营活动产生的现金流	9,450	616	(31)	2,626	4,151
购买固定资产净值	(716)	(2,482)	(2,800)	(2,300)	(2,301)
投资减少/增加	0	1	0	0	0
其他投资现金流	(2,377)	594	50	41	39
投资活动产生的现金流	(3,093)	(1,887)	(2,750)	(2,259)	(2,262)
净增权益	466	0	20	20	20
净增债务	956	2,217	200	200	200
支付股息	(376)	(930)	(845)	(1,797)	(2,150)
其他融资现金流	(1,127)	(2,702)	238	12	(31)
融资活动产生的现金流	(81)	(1,415)	(387)	(1,565)	(1,961)
现金变动	6,276	(2,686)	(3,168)	(1,198)	(72)
期初现金	3,182	9,473	6,711	3,543	2,345
公司自由现金流	6,561	(1,156)	(2,385)	536	1,913
权益自由现金流	7,309	903	(2,344)	576	2,054

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	9,476	6,783	3,615	2,417	2,345
应收帐款	11,909	23,567	30,800	36,241	41,505
库存	5,824	11,559	15,137	17,619	20,118
其他流动资产	15,402	12,624	13,418	13,971	14,530
流动资产总计	42,611	54,533	62,969	70,248	78,498
固定资产	4,821	5,629	7,851	9,366	10,760
无形资产	505	1,050	1,050	1,050	1,050
其他长期资产	3,594	4,394	4,394	4,394	4,394
长期资产总计	8,919	11,072	13,294	14,809	16,203
总资产	51,530	65,604	76,263	85,057	94,701
应付帐款	28,915	34,746	39,578	42,892	46,289
短期债务	962	1,900	1,800	1,700	1,600
其他流动负债	10,962	13,029	14,159	15,027	15,981
流动负债总计	40,839	49,675	55,537	59,619	63,870
长期借款	0	1,854	2,154	2,454	2,754
其他长期负债	38	64	64	64	64
股本	1,879	2,818	2,818	2,818	2,818
储备	8,091	10,485	14,945	19,315	24,360
股东权益	9,970	13,303	17,763	22,132	27,178
少数股东权益	683	709	745	787	836
总负债及权益	51,530	65,605	76,263	85,057	94,701
每股帐面价值(人民币)	3.54	4.72	6.30	7.85	9.64
每股有形资产(人民币)	3.36	4.35	5.93	7.48	9.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.02)	(1.05)	0.15	0.64	0.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.8	4.8	6.9	8.5	8.7
息税前利润率(%)	6.8	4.1	6.2	7.6	7.9
税前利润率(%)	8.0	8.4	7.9	7.8	7.9
净利率(%)	6.9	7.1	6.7	6.6	6.7
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	13.0	13.5	30.4	35.4	48.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	2.2	7.9	7.4
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	16.7	11.3	9.3	8.0	6.8
核心业务市盈率(倍)	18.9	20.5	11.2	8.1	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	28.2	30.6	16.8	12.1	10.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.9	3.7	2.8	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	5.2	79.6	(1,580.6)	18.7	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	16.0	9.2	6.5	5.6
周转率					
存货周转天数	60.6	66.9	78.5	82.7	83.5
应收帐款周转天数	110.5	106.5	124.9	130.8	132.5
应付帐款周转天数	195.9	191.1	170.7	161.0	152.0
回报率					
股息支付率(%)	48.1	19.5	34.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	33.8	37.3	34.0	30.8	29.1
资产收益率(%)	6.2	3.6	5.9	7.5	8.0
已运用资本收益率(%)	33.7	20.2	26.4	29.7	28.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371