

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

公开增发价 17.16 元，建议积极参与

事件

格力电器于 2012 年 1 月 11 日发布公告: 公司将于 2011 年 1 月 13 日公开增发 A 股, 发行价格 17.16 元/股 (公告日前 20 个交易日收盘价的算术平均), 增发发行数量不超过 1.9 亿股, 募集资金总额不超过 32.6 亿元。原股东按 2012 年 1 月 12 日收市后持股数以 10:0.3 的比例行使优先认购权, 最多认购本次增发最高发行数的 44.5%。网上、网下配售比例 50%、50%。本次增发不除权。

评论

募投项目扩大产能, 提升盈利能力, 进一步完善产业链。公司拟将募集资金投资于 5 个项目 (图表 1), 提升公司商用、家用空调产能; 由于商用空调毛利高 (可达 30% 以上), 商用空调项目将提升公司盈利能力 (详见我们 2011 年 6 月《中央空调行业研究报告——五年超千亿, 格力美的寡头格局初现》); 节能环保压缩机项目顺应节能环保发展趋势, 完善公司产业链, 巩固龙头地位。**长期来看, 新兴市场及我国农村家用空调需求上升、中央空调等新兴市场逐渐扩大, 空调行业仍处于成长期, 公司掌握核心技术, 具备完整产业链和规模优势, 公司具有较大成长空间。**

美的调整, 格力市场份额优势强化。最大竞争对手美的下半年进行战略调整, 转变规模之上的方式, 这使得格力电器市场份额优势强化: (图表 2) 从中怡康零售数据看, 下半年公司市场份额领先优势逐渐扩大; (图表 3) 从产业在线数据看, 公司销量 (包括内外销) 在行业需求放缓时, 增速下降慢于美的; (图表 4) 下半年格力与美的零售均价并未减少, 说明公司零售端份额提升并不是依靠降价获得的, 实际原因一方面是公司自身产品力强, 另一方面是美的销售公司调整影响一线人员的军心。

4Q11 至 1Q12 收入增速放缓, 但利润率提升弥补利润增速。行业需求放缓以及 1Q11 基数较大使公司收入增速放缓, 但仍可通过利润率确保利润增速 20% 以上: (图表 4) 公司产品零售均价 4Q11 环比上升约 6%, (图表 5, 6) 空调主要原材料铜、冷轧薄板 (合计占原材料成本约 60%) 价格 4Q11 以来也一路走低, 这将使净利率提升。

增发价具有吸引力, 建议积极申购。增发价 17.16 元 (较现价 18.6 元折价 7.7%), 对应 9.3X11PE/8.0X12PE, 对于净利润复合增速 20% 以上的龙头企业, 具备投资价值; 而且前期三花股份公司拟持有 3 亿元的格力电器股票, 说明产业资本对公司未来发展和投资回报的信心。

投资建议

盈利预测: 由于 4Q 行业内外销量下滑程度略超预期, 我们小幅下调公司盈利预测 3%: 预计 2011-2013 年公司收入 830.6、961.2、1150.7, 增速 36.6%、15.7%、19.7%; EPS 为 1.934、2.281、2.771 元; 净利润增速 27.5%、17.9%、21.5%。

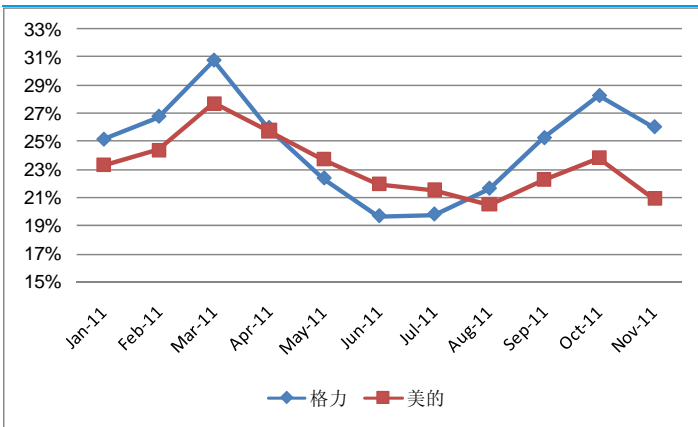
投资建议: 现价对应增发前 9.6X11PE/8.2X12PE, 增发后 10.2X11PE/8.7X12PE, 增发后估值水平依然低于美的。短期看, 公司在行业增速放缓下竞争力更加突出; 长期看, 公司在暖通空调及制冷领域还有很大空间 (家用+商用), 未来五年复合增速 17-18% 完全可期。12 个月合理价位 23.8-25.8 元, 对应 10-12X12PE。近期市场反弹, 家电股我们建议标配但不建议追涨, 本次增发价低于现价 8.4%, 建议投资者积极参与公司的公开增发。

图表1: 募集资金拟投资于以下五个项目 (单位: 万元人民币)

项目名称	项目总投资额	募集资金投资额	建设期
总部商用空调技改扩产项目	60,003	60,000	2年
武汉商用空调建设项目	56,067	50,000	2年
郑州家用空调建设项目	76,295	70,000	1年
年产600万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118,000	90,000	2年
节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目	56,000	56,000	2年
合计	366,365	326,000	

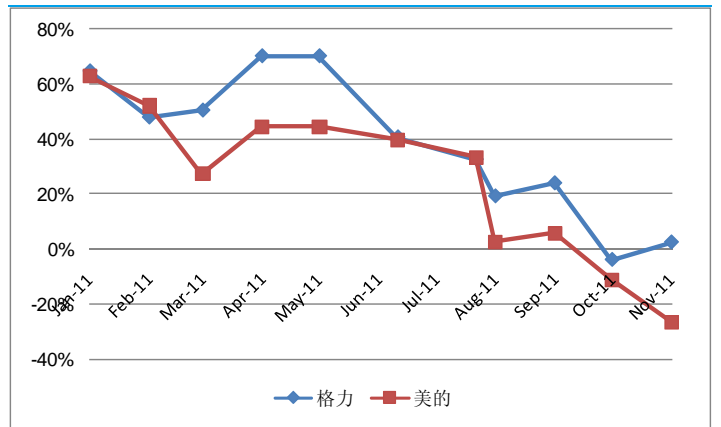
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 中怡康当月零售市场份额, 格力优势扩大

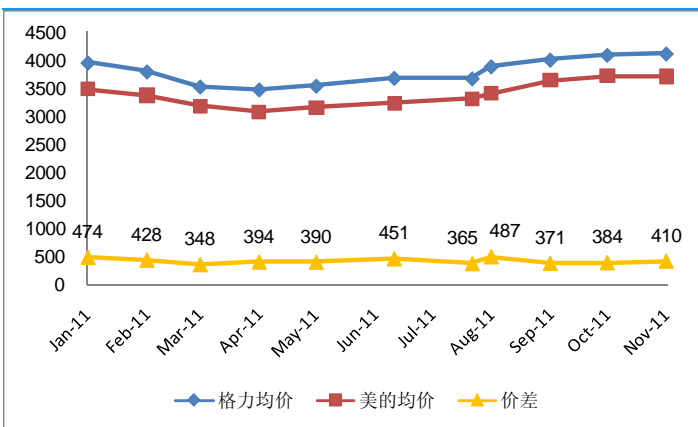


来源: 中怡康, 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 产业在线当月销量同比增速, 格力下降慢于对手

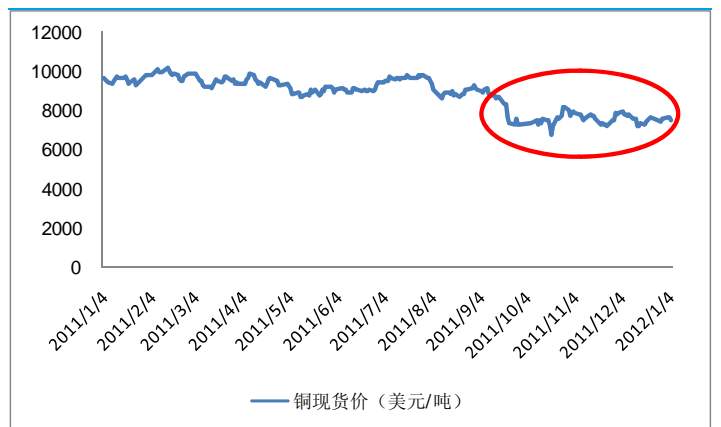


图表4: 下半年格力与美的零售价差并未缩小

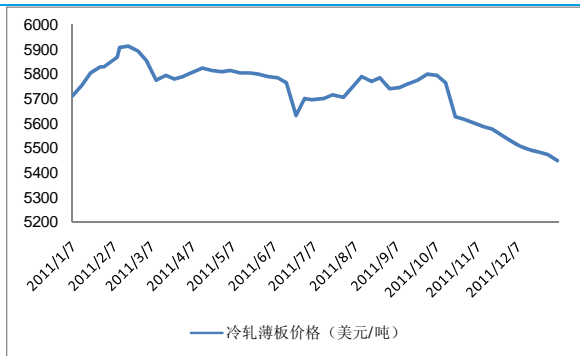


来源: 中怡康, LME, 国金证券研究所

图表5: 主要原材料铜的现货价 3Q11 价格下降



图表6: 主要原材料冷轧薄板 3Q11 价格下降



来源: LME, 国金证券研究所

图表7: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	42,200	42,637	60,807	83,059	96,116	115,074	货币资金	3,666	22,905	15,166	18,000	24,527	36,292
增长率	1.0%	42.6%	36.6%	15.7%	19.7%		应收账款	13,907	11,909	23,567	34,962	38,490	43,717
主营业务成本	-33,758	-31,972	-47,474	-66,250	-75,011	-89,706	存货	4,790	5,824	11,559	12,451	13,695	15,656
% 销售收入	80.0%	75.0%	78.1%	79.8%	78.0%	78.0%	其他流动资产	914	1,973	4,240	4,049	4,425	5,008
毛利	8,442	10,665	13,333	16,809	21,105	25,367	流动资产	23,277	42,611	54,533	69,462	81,137	100,672
% 销售收入	20.0%	25.0%	21.9%	20.2%	22.0%	22.0%	% 总资产	75.6%	82.7%	83.1%	86.7%	88.4%	90.3%
营业税金及附加	-363	-403	-539	-581	-673	-806	长期投资	81	879	1,287	1,322	1,357	1,392
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	4,573	4,821	5,629	6,649	6,655	6,769
营业费用	-4,403	-5,798	-8,410	-8,804	-9,996	-11,968	% 总资产	14.8%	9.4%	8.6%	8.3%	7.2%	6.1%
% 销售收入	10.4%	13.6%	13.8%	10.6%	10.4%	10.4%	无形资产	458	508	1,066	1,058	1,067	1,075
管理费用	-1,271	-1,567	-1,978	-2,907	-3,172	-3,797	非流动资产	7,523	8,919	11,072	10,629	10,679	10,836
% 销售收入	3.0%	3.7%	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%	% 总资产	24.4%	17.3%	16.9%	13.3%	11.6%	9.7%
息税前利润 (EBIT)	2,405	2,898	2,406	4,517	7,264	8,797	资产总计	30,800	51,530	65,604	80,092	91,816	111,509
% 销售收入	5.7%	6.8%	4.0%	5.4%	7.6%	7.6%	短期借款	8	1,212	1,900	2,023	0	0
财务费用	-85	97	309	175	271	456	应付款项	17,627	29,822	35,736	44,546	50,886	60,984
% 销售收入	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	5,434	9,806	12,038	12,989	16,758	18,895
资产减值损失	-3	-29	-100	-165	-45	-68	流动负债	23,069	40,839	49,675	59,558	67,644	79,879
公允价值变动收益	0	2	69	0	0	0	长期贷款	0	0	1,854	954	54	55
投资收益	9	7	62	80	100	100	其他长期负债	3	38	64	85	85	85
% 税前利润	0.4%	0.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	负债	23,073	40,878	51,593	60,597	67,783	80,019
营业利润	2,327	2,975	2,747	4,607	7,591	9,285	普通股股东权益	7,475	9,970	13,298	18,749	23,248	28,715
营业利润率	5.5%	7.0%	4.5%	5.5%	7.9%	8.1%	少数股东权益	250	683	709	33	72	135
营业外收支	67	406	2,310	2,000	200	200	负债股东权益合计	30,800	51,530	65,604	80,092	91,816	111,509
税前利润	2,394	3,380	5,056	6,607	7,791	9,485	比率分析						
利润率	5.7%	7.9%	8.3%	8.0%	8.1%	8.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-278	-449	-753	-1,123	-1,324	-1,612	每股指标						
所得税率	11.6%	13.3%	14.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	2.596	3.489	3.414	1.934	2.281	2.771
净利润	2,116	2,932	4,303	5,484	6,466	7,872	每股净资产	5.968	5.307	4.719	6.653	8.250	10.190
少数股东损益	25	18	27	33	39	63	每股经营现金净流	0.294	5.030	0.219	1.668	3.507	4.359
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	4,276	5,451	6,428	7,810	每股股利	0.400	0.000	0.300	0.000	0.684	0.831
净利率	5.0%	6.8%	7.0%	6.6%	6.7%	6.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.97%	29.22%	32.15%	29.07%	27.65%	27.20%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	6.79%	5.65%	6.52%	6.87%	7.05%	7.17%
净利润	2,128	2,932	4,303	5,484	6,466	7,872	投入资本收益率	27.47%	21.13%	11.49%	17.17%	25.71%	25.19%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	348	441	548	717	660	725	主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	42.62%	36.59%	15.72%	19.72%
非经营收益	-370	-327	-567	-422	-234	-297	EBIT增长率	74.11%	20.46%	-16.96%	87.71%	60.84%	21.09%
营运资金变动	-1,738	6,377	-3,693	-1,080	2,990	3,982	净利润增长率	64.63%	39.36%	46.76%	27.49%	17.91%	21.50%
经营活动现金净流	368	9,423	592	4,699	9,882	12,282	总资产增长率	20.56%	67.31%	27.31%	22.08%	14.64%	21.45%
资本开支	-996	-716	-2,481	435	-430	-580	资产管理能力						
投资	-3	-758	-415	-36	-35	-35	应收账款周转天数	6.3	6.7	6.9	6.3	6.3	6.3
其他	57	-1,619	1,010	80	100	100	存货周转天数	65.0	61.0	67.5	70.0	68.0	65.0
投资活动现金净流	-942	-3,093	-1,887	479	-365	-515	应付账款周转天数	93.8	114.7	97.8	90.0	90.0	90.0
股权募资	1	466	0	0	0	0	固定资产周转天数	37.4	39.5	33.2	28.6	24.8	21.2
债权募资	8	956	2,217	-2,236	-2,923	1	偿债能力						
其他	-327	-1,487	-3,709	-109	-66	-3	净负债/股东权益	-47.34%	-203.66%	-81.96%	-80.35%	-105.23%	-125.83%
筹资活动现金净流	-319	-66	-1,492	-2,345	-2,989	-2	EBIT利息保障倍数	28.3	-29.9	-7.8	-25.7	-26.8	-19.3
现金净流量	-893	6,265	-2,787	2,834	6,527	11,765	资产负债率	74.91%	79.33%	78.64%	76.33%	74.40%	73.50%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-27	买入	14.15	18.90 ~ 20.50
2	2010-10-22	买入	17.78	18.90 ~ 21.10
3	2010-11-24	买入	16.96	21.10 ~ 23.90
4	2011-03-24	买入	22.19	27.70 ~ 27.70
5	2011-04-24	买入	22.44	27.70 ~ 30.40
6	2011-07-27	买入	23.75	28.60 ~ 29.60
7	2011-09-19	买入	19.33	28.40 ~ 29.40
8	2011-10-28	买入	19.87	26.00 ~ 26.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B