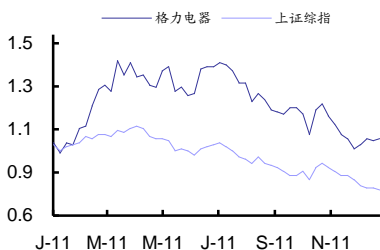


**证券研究报告—动态报告**
**家用电器**
**白色家电**
**格力电器(000651)**
**推荐**

合理估值: 22 元 昨收盘: 18.6 元 (维持评级)

2012年01月11日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,818/2,780
总市值/流通(百万元)	52,413/51,708
上证综指/深圳成指	2,286/9,281
12个月最高/最低(元)	24.40/16.14

**相关研究报告:**

《格力电器-000651-四季度经营表现预期环比上升》——2011-10-28  
 《格力电器-000651-持续创新下的增长魅力》——2011-09-19  
 《格力电器-000651-跳出“成长空间担忧”的惯性思维》——2011-07-27  
 《格力电器-000651-二季度超预期可期》——2011-05-09  
 《格力电器-000651-全年盈利成长清晰可见,二季度酝酿新一轮投资机会》——2011-04-22

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407  
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**公司分析**

# 厚积薄发、创新突破不断呈现

**● 创新突破不断呈现**

公司历年在制冷技术上获得创新突破,从过去经典的睡眠空调技术、低温制热技术、智能化霜技术、G10 低频控制技术的基础上,2011 年更是在变频空调所用钕铁硼材料替代、全球首台双级高效永磁同步变频离心式冷水机组上获得令人惊喜的突破。我们认为公司将在 2012 年以此获得在变频空调产品上的竞争力明显提升;同时继续渐进积累在中央空调的规模和技术优势,获取未来量变到质变的下一个成长点。

**● 每一轮公司分化均显示出竞争力提升表现**

公司在过去行业每一次的增速放缓过程中,都体现出其领先龙头的增长魅力,这一轮也不例外,2011 年国庆到近期的零售端销售表现均印证了这一点。公司在 2011 年 10 月以来继续保持了内销的较好增长,且出口毛利率环比 2011 年 1-6 月出现明显提升。

**● 2012 年竞争环境当中处于主动地位**

我们判断 2012 年行业虽需求增速放缓,但公司的定价能力以及竞争主动权却有提升表现,这主要是基于行业竞争更多的转向产品创新能力比较、渠道影响力比较的原因。

**● 建议参与公司定向增发**

公司公开增发启动,每股发行价 17.16 元,拟募集资金不超过 32.6 亿元,增发完成后公司股本增加 6.7%。公司具备明显的制冷技术创新优势、近期销售表现好于同行,建议家电配置比率较低的机构积极参与增发。

**● 维持“推荐”评级**

预期公司未来业绩成长确定性高,其产品定价能力是其他同行所不能及的,2012 年 1 季度预期净利润同比增速约 18-20%,预期公司 2011、2012、2013 年每股收益 1.88、2.20、2.56 元,维持对公司的推荐评级。即便按 2012 年增发后 11 倍 PE 计算,公司也可达到每股价值 22 元。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	42,458	60,432	83,914	96,501	110,011
(+/-%)	1.0%	42.3%	38.0%	15.0%	14.0%
净利润(百万元)	2,913	4,276	5,297	6,195	7,209
(+/-%)	38.6%	46.8%	23.9%	17.0%	16.4%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.52	1.88	2.20	2.56
EBIT Margin	%	%	4.8%	6.9%	7.1%
净资产收益率(ROE)	29.2%	32.1%	31.1%	29.0%	27.3%
市盈率(PE)	17.5	12.26	10.5	9.0	7.7
EV/EBITDA			25.72	17.31	15.99
市净率(PB)		3.94	3.26	2.60	2.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

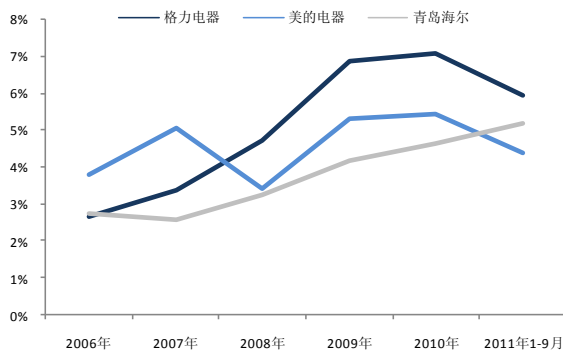
## 行业增速放缓、龙头增长魅力凸显

### 每一轮公司分化均显示公司竞争力提升

公司在过去行业每一次的增速放缓过程中，都体现出其领先龙头的增长魅力，这一轮也不例外，2011年国庆到近期的零售端销售表现均印证了这一点。

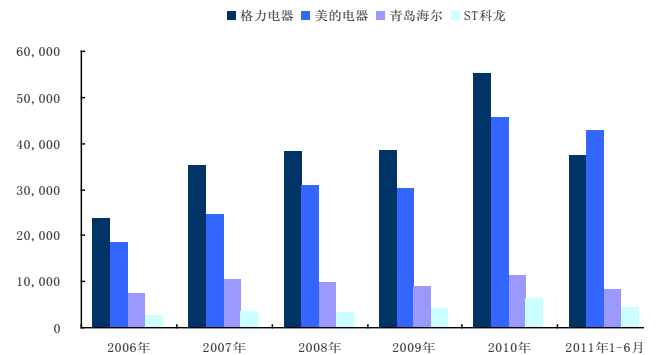
2011年10月-12月，空调行业内外销增速均出现负增长表现，10月空调内外销分别下降16%和24%，11月分别下降8%和26%。但公司仍保持了较好的增长表现，我们综合各方面信息，10-12月公司内销继续有约10%的增长，出口则在金额增速上接近40%，且毛利率上升至8-9%，出口毛利率相比2011年1-6月4.8%有较好的回升表现。这主要是由于价格的调整以及产品结构调整的原因。

图 1: 同类公司净利润率比较 (%)



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 2: 同类公司空调收入比较 (百万元)



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

表 1: 白电上市公司 2011 年 1-9 月收入及增速、利润率等表现 (亿元、%)

	营业总收入	ROE	销售净利率	营业总收入增速	净利润增速
美的电器	819	15.07%	4.38%	43.24%	9.59%
格力电器	641	23.42%	5.89%	44.65%	30.53%
青岛海尔	568	28.08%	3.97%	16.85%	23.00%
ST科龙	153	37.74%	2.14%	6.70%	-29.94%
小天鹅 A	94	12.37%	5.33%	12.16%	9.50%
美菱电器	74	4.64%	1.62%	7.89%	-56.00%
合肥三洋	28	20.54%	9.22%	31.73%	19.85%

资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所整理

## 创新突破更是欣喜

### 值得回顾的经典创新

睡眠空调 (睡梦宝、睡美人)、超低温制热技术——2007 年

智能化霜技术获得中国发明专利优秀奖, 空调专利获奖的突破——2008 年

R290 制冷剂空调、公司研发中心设立为首家国家级制冷设备研究中心——2009 年

G10 低频控制技术、U 型超薄变频空调——2010 年

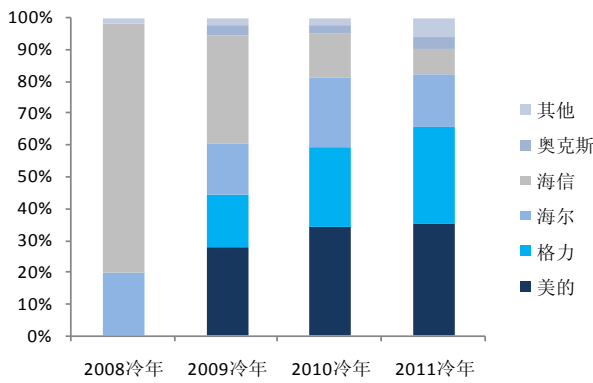
### 创新突破不断呈现：变频空调突破、中央空调获得国际级别技术突破

2011 年公司实现了变频空调中对钕铁硼磁性材料的替代，年末进入量产阶段，每台降低成本几十元（1P 空调）至 700 元（5P 空调）不等，同时实现产品体积更小！此项技术突破在 3P 以上空调的实现为全球领先，成为公司 2012 年竞争力提升的重要来源。

公司 2011 年末开发的全球首台双级高效永磁同步变频离心式冷水机组更是令人欣喜，该产品被 5 个院士参与的鉴定组认定为国际领先水平。单纯更换原有建筑的离心机主机，可实现节能。

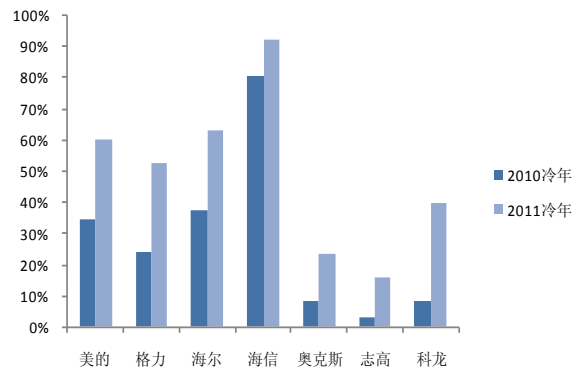
所有的技术突破均源于自身的积累效用，完全不依赖与大金的合资公司，也同时反映外资同行与公司技术差距的缩小甚至是超越。

图 3: 变频空调国内品牌市场份额构成变化 (%)



资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

图 4: 各公司变频空调销量自身占比变化 (%)



资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

## 项目有利于公司未来布局合理、培育新的增长点

### 家用空调布局更为合理

在当前的宏观环境下，中西部需求是未来的主要增长点，公司在郑州的产能增加将有利于公司就近提供产品，节约运输费用，整体产能布局更为合理。且公司在河南具备很好的市场份额领先优势，因此完全不需要担心产能过剩。

其次公司商用空调的投入、研发投入也有利于公司培育下一个新的增长点。公司未来不仅仅是家用空调领域的第一名，在商用空调领域也有望逐步实现量变到质变的突破。

我们预期公司在完成融资的同时，也会保持较好的分红比率，预期分红比率约 30%。

表 2: 公司募集资金项目 (万元)

项目	项目总投资	募集资金投入	增加产能或产值	建设期 (年)
总部商用空调技改扩产项目	60,003	60,000	17.96 亿元	2
武汉商用空调建设项目	56,067	50,000	14.65 亿元	2
郑州家用空调建设项目	76,295	70,000	250 万台	1
年产 600 万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118,000	90,000	600 万台	2
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
合计	366,365	326,000		

资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所整理

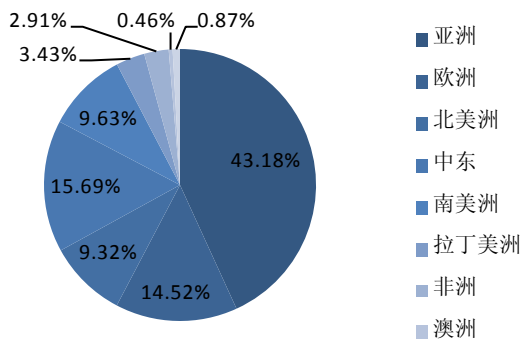
表 3: 公司 2008 年以来的空调产销量 (万台)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
产量	1917.32	2173.48	2905.1	1970.63
销量	1985.93	2089.55	2914.99	2045.7

资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所整理

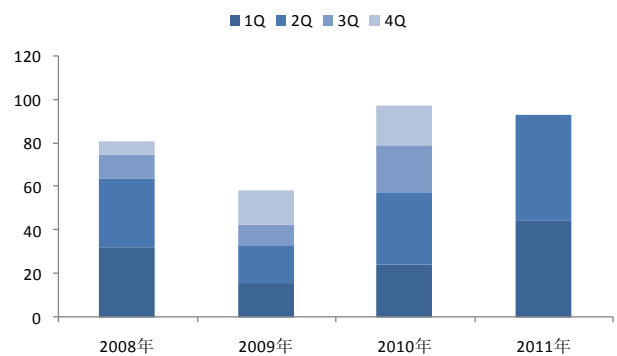
中国目前空调消费占据了全球约 40% 的份额; 除中国和日本之外的亚洲其他国家占据了 14.35%; 北美地区占据全球销售量的比重略低于亚洲其他国家, 占据全球约 13.81% 的份额, 排名第三; 之后分别是日本、欧洲和中南美洲。亚洲当中的印度人口超过 12 亿人, 而空调消费量 2010 年约 350 万台, 目前估计也不超过 500 万台, 不到中国的 1/10, 未来还有相当大的消费潜力。公司在中西部产能增加后, 未来在总部也能更好地安排相关出口产能的分布和释放。

图 5: 公司空调出口销售按区域分布 (%)



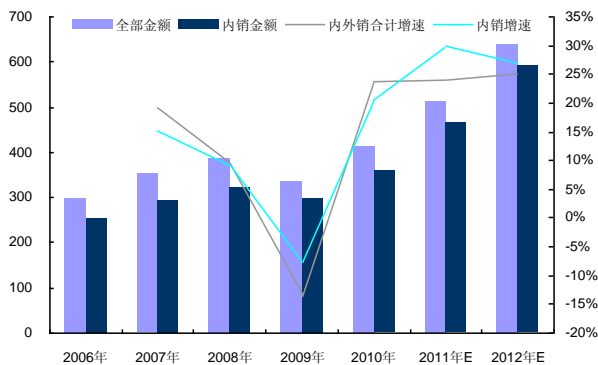
资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司出口收入季度分布 (亿元)



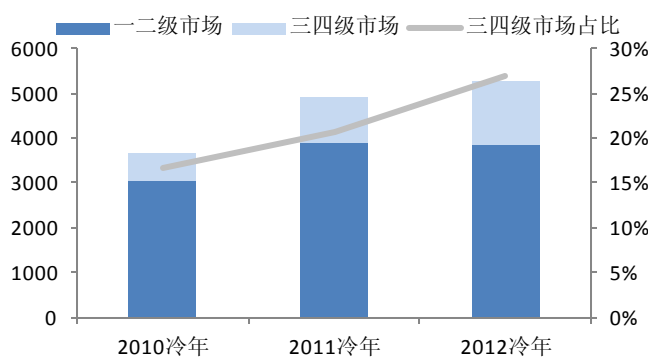
资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 7: 11 年-12 年商用空调销售金额和增速 (亿元、%)



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 8: 家用空调分级市场销售规模比较 (万台、%)



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	15166	19635	24368	30958	<b>营业收入</b>	<b>60807</b>	<b>83914</b>	<b>96501</b>	<b>110011</b>
应收款项	23567	32186	37014	42196	营业成本	47409	66963	74788	84709
存货净额	11559	14700	16422	18610	营业税金及附加	539	713	820	935
其他流动资产	4168	4196	4825	5501	销售费用	8410	9650	11291	13201
<b>流动资产合计</b>	<b>54533</b>	<b>70789</b>	<b>82701</b>	<b>97337</b>	管理费用	1978	2559	2937	3342
固定资产	5629	6426	6532	6585	财务费用	(309)	(293)	(451)	(592)
无形资产及其他	1049	1009	968	927	投资收益	62	30	30	30
投资性房地产	4372	4372	4372	4372	资产减值及公允价值变动	(30)	(80)	(10)	(10)
长期股权投资	22	22	22	22	其他收入	(65)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>65604</b>	<b>82617</b>	<b>94594</b>	<b>109242</b>	营业利润	2747	4271	7136	8436
短期借款及交易性金融负债	1900	25	25	25	营业外净收支	2310	2000	200	100
应付款项	22739	31237	34897	39546	<b>利润总额</b>	<b>5056</b>	<b>6271</b>	<b>7336</b>	<b>8536</b>
其他流动负债	25035	31694	35645	40564	所得税费用	753	941	1100	1280
<b>流动负债合计</b>	<b>49675</b>	<b>62956</b>	<b>70567</b>	<b>80135</b>	少数股东损益	27	34	40	46
长期借款及应付债券	1854	1854	1854	1854	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4276</b>	<b>5297</b>	<b>6195</b>	<b>7209</b>
其他长期负债	64	65	66	67					
<b>长期负债合计</b>	<b>1918</b>	<b>1919</b>	<b>1920</b>	<b>1921</b>					
<b>负债合计</b>	<b>51593</b>	<b>64874</b>	<b>72486</b>	<b>82056</b>					
少数股东权益	709	733	761	793					
股东权益	13303	17010	21347	26393					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>65604</b>	<b>82617</b>	<b>94594</b>	<b>109242</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>4276</b>	<b>5297</b>	<b>6195</b>	<b>7209</b>
资产减值准备	89	13	2	1
折旧摊销	444	651	725	778
公允价值变动损失	30	80	10	10
财务费用	(309)	(293)	(451)	(592)
营运资本变动	(12363)	3383	434	1525
其它	(68)	11	26	32
<b>经营活动现金流</b>	<b>(7592)</b>	<b>9434</b>	<b>7392</b>	<b>9555</b>
资本开支	(1296)	(1501)	(801)	(801)
其它投资现金流	(70)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1381)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(801)</b>	<b>(801)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	1854	0	0	0
支付股利、利息	(964)	(1589)	(1859)	(2163)
其它融资现金流	(545)	(1875)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1234</b>	<b>(3464)</b>	<b>(1859)</b>	<b>(2163)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(7739)</b>	<b>4469</b>	<b>4732</b>	<b>6591</b>
货币资金的期初余额	22905	15166	19635	24368
货币资金的期末余额	15166	19635	24368	30958
企业自由现金流	(11113)	5957	6023	8152
权益自由现金流	(9804)	4331	6406	8655

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.52	1.88	2.20	2.56
每股红利	0.34	0.56	0.66	0.77
每股净资产	4.72	6.04	7.58	9.37
ROIC	14%	21%	39%	49%
ROE	32%	31%	29%	27%
毛利率	22%	20%	23%	23%
EBIT Margin	4%	5%	7%	7%
EBITDA Margin	5%	6%	8%	8%
收入增长	43%	38%	15%	14%
净利润增长率	47%	24%	17%	16%
资产负债率	80%	79%	77%	76%
息率	2%	3%	3%	4%
P/E	13.0	10.5	9.0	7.7
P/B	4.2	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	36.7	25.7	17.3	16.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	<b>技术分析</b>	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	0755-60933156			秦波	010-66026317
常伟					
<b>机械</b>		<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>			
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468		
		田良	0755-82130513		
		童成墩	0755-82130513		
<b>轻工</b>		<b>家电</b>		<b>建筑</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390
邵达	0755-82130706			刘萍	0755-82130678
<b>计算机及电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-88005321	<b>建材</b>			
欧阳仕华	0755-82151833	郑东	010-66025270		
		马彦	010-88005304		
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>新兴产业</b>	
曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
钟潇	0755-82132098				
<b>量化投资产品</b>		<b>数据与系统支持</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	赵斯尘	021-60875174	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	徐左乾	0755-82133090	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	袁剑	0755-82139918	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339		
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337		
秦国文	0755-82133528	刘舒宇	0755-82133568		
张璐楠	0755-82130833-1379	李腾	0755-82130833-6223		
		刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		



### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 18620399819
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123	王昊文	0755-82130818 18925287888
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288	甘墨	0755-82133456 15013851021
甄艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐冉	13923458266 18022@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
袁方圆	15810236669	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦	82134356-1228 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60933149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		