

# 专一专注的空调巨头

## ——格力电器分析报告

评级: **买入-A**

上次评级: 增持-B

目标价格: **28.00 元**

期限: 6 个月 上次预测: 22.00 元

现价 (2011 年 06 月 20 日): 21.24 元

报告日期: **2011-06-20**

### 报告关键点:

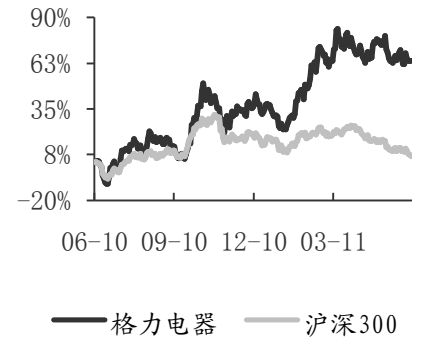
- 专一空调主业, 超越行业成长
- 低资金成本撬动高公司盈利
- 相关多元化推动公司成长

### 报告摘要:

- 专一空调主业, 超越行业成长。** 格力电器成立于1991年, 经过20年的发展, 格力拥有家用空调年产能4000万台(套), 商用空调年产能550万台(套)。2005年至今, 格力空调连续6年全球销量第一。尽管空调行业的需求起起伏伏, 但是格力电器连续17年保持了收入和利润的增长, 近5年收入和利润的复合增长率分别为27%和53%, 而近五年空调行业销量的年复合增长率仅为8%。格力电器的销量增速显著快于行业和竞争对手。基于格力空调产品均价处于内资品牌首位, 因此公司销量的增长并非来源于低质量的促销, 而是来源于格力电器竞争力的提升。
- 资金成本撬动高公司盈利。** 2000年以来, 格力电器的ROE从19%上升至37%。ROE的快速提升主要来自于两方面原因: 一是权益乘数的提升, 即资产负债率的提升; 另外一个则是净利润率的提升。格力电器权益乘数的提升主要来自于公司在上下游中地位的提 升以及由此而强化的对上下游的占款能力。而净利润率的提升则是来自于行业竞争格局逐步完善, 双寡头稳定格局下企业盈利能力的加强。格力电器与同类上市公司相比, 具有以较低的资金成本撬动较高的盈利能力的实力。其龙头的市场地位以及在产业链中的强势地位都决定了公司将更大的受益于空调行业未来的快速成长。
- 相关多元化推动公司成长。** 商用空调领域具有市场空间大、利润丰厚、外资品牌占比较高的特点。近些年来, 商用空调市场成为内资品牌的必争点。格力商用空调的市场份额迅速提升, 据产业在线统计2010年位居行业第四位。2010年格力电器中央空调销售额约为40亿元, 2011年预计该业务同比增长在50%以上。
- 投资建议。** 基于格力电器在商用空调领域的龙头地位、较强的盈利能力以及其在中央空调领域的发展前景, 我们预计公司在2011-2013年的收入增长率分别为34%, 30%, 27%, EPS分别为2.05元, 2.56元, 3.21元, 对应的PE为10倍, 8倍, 7倍。给予买入-A的投资评级, 6个月目标价为28元。
- 风险提示:** 欧美经济二次探底; 中国经济持续低迷; 原材料价格持续高涨。

总市值(百万元)	59,851.96
流通市值(百万元)	59,047.09
总股本(百万股)	2,817.89
流通股本(百万股)	2,779.99
12个月最低/最高	12.65/24.40 元
十大流通股东(%)	39.99%
股东户数	80,759

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.59)	11.12	57.26
绝对收益	(8.49)	0.52	63.89

赵志成

021-68765859  
执业证书编号

首席行业分析师

zhaozc@essence.com.cn  
S1450511020029

### 报告联系人

杨爱琳

021-68765335

yangal@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	42,637.3	60,807.2	81,659.3	105,543.8	133,466.8
Growth(%)	1.0%	42.6%	34.3%	29.2%	26.5%
净利润	2,913.5	4,275.7	5,775.8	7,223.8	9,047.0
Growth(%)	48.2%	46.8%	35.1%	25.1%	25.2%
毛利率(%)	25.1%	22.0%	21.1%	21.7%	21.8%
净利润率(%)	6.8%	7.0%	7.1%	6.8%	6.8%
每股收益(元)	1.03	1.52	2.05	2.56	3.21
每股净资产(元)	3.54	4.72	6.27	8.47	11.10
市盈率	20.5	14.0	10.4	8.3	6.6
市净率	6.0	4.5	3.4	2.5	1.9
净资产收益率(%)	27.5%	30.7%	31.6%	29.5%	28.3%
ROIC(%)	118.4%	-28.9%	-1677.0%	-9.7%	-4.5%
EV/EBITDA	9.2	12.7	-3.3	-15.9	-21.6
股息收益率	0.6%	1.6%	1.5%	2.0%	2.8%

### 前期研究成果

格力电器: 亮丽业绩难掩需求下滑

2008-08-28

格力电器: 渠道推力推动销售高速增长

2008-04-23

格力电器: 灵活的渠道政策和低成本库存将提升市场份额

2008-04-18

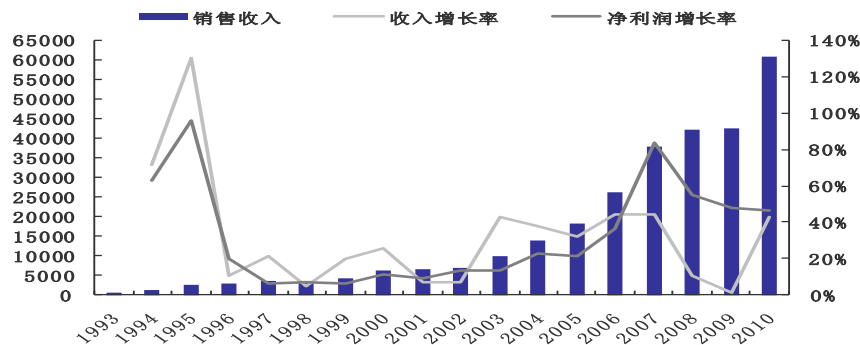
## 1. 专一空调主业，超越行业增长

### 1.1. 经历风雨，终见彩虹

格力电器成立于1991年，经过20年的发展，格力已经成为全球最大的专业化空调企业。格力拥有珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、巴西、巴基斯坦、越南8大生产基地，8万多名员工。家用空调年产能4000万台(套)，商用空调年产能550万台(套)。2005年至今，格力空调连续6年全球销量第一。

据中怡康统计，2010年格力空调零售额份额为24%，呈现逐步上扬的态势。截至2011年4月，其市场份额已提升至29%，格力电器的龙头地位稳中有升。

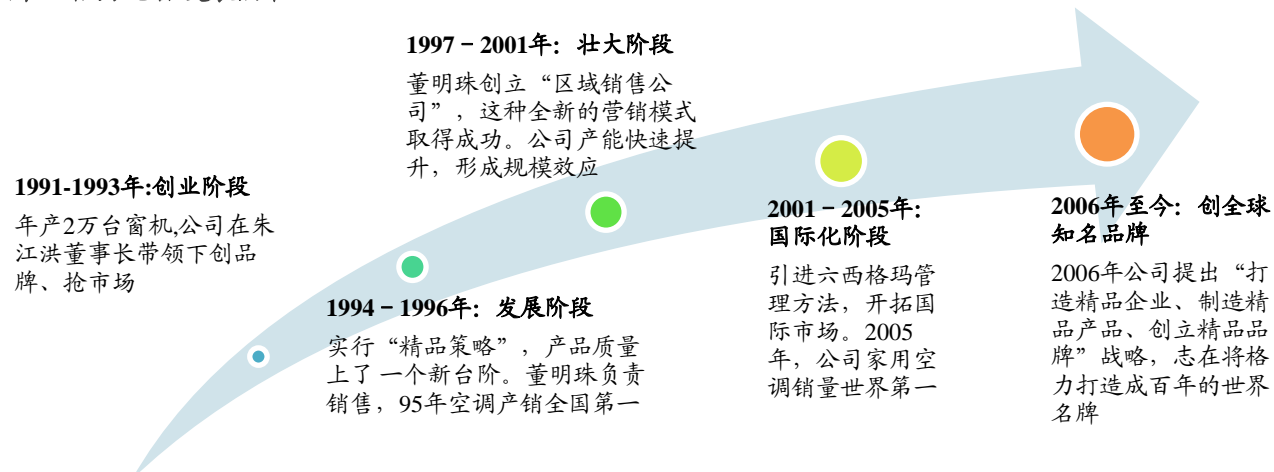
图1 格力电器收入利润及同比增长变化趋势



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

自1993年以来，格力电器经历了空调行业高速发展的繁荣时期，也经历过行业竞争加剧，产品供过于求的价格战时期。尽管空调行业的需求起起伏伏，但是格力电器通过专一化的经营和对技术的执着追求连续17年保持了收入和利润的增长，近5年收入和利润的复合增长率分别为27%和53%，而近五年空调行业销量的年复合增长率仅为8%。

图2 格力电器发展历程



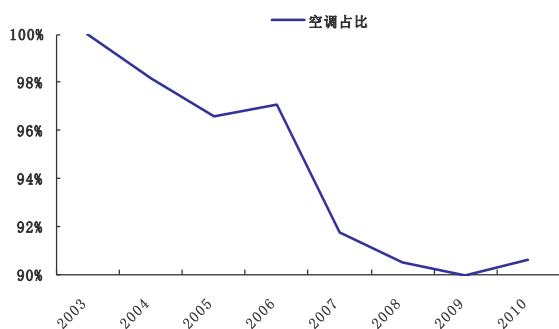
数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

### 1.2. 专一空调经营，行业变革主推格力龙头地位

#### 1.2.1. 空调收入占比超过90%

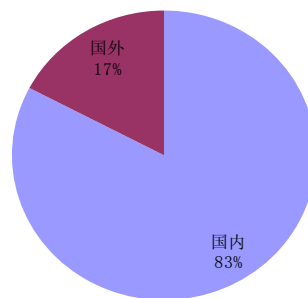
格力电器以空调为主业，自上市以来，公司家用空调和商用空调收入占比持续保持在90%以上。公司以内销为支柱，出口业务占比通常在15%-20%之间。2010年空调出口收入占比17%，由于进入2011年公司出口增速大大超越内销增速，因此预计出口收入占比有望继续提升至20%左右的位置。

图 3 格力电器空调收入占比变化趋势



数据来源: CEIC, Wind, 安信证券研究中心

图 4 格力电器收入的区域结构 (2010 年)

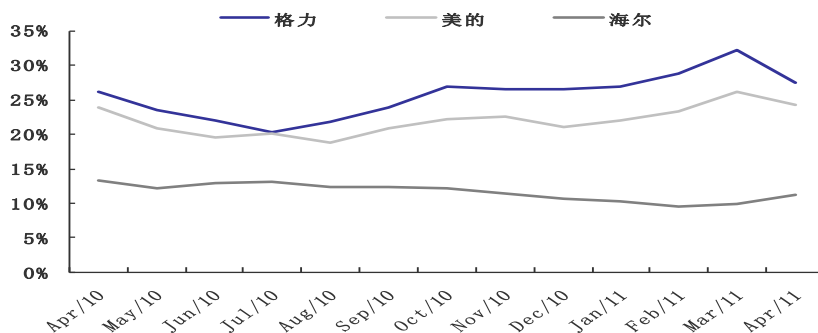


数据来源: 中怡康, Wind, 安信证券研究中心

### 1.2.2. 行业格局变迁, 龙头地位加强

2010 年以来, 格力电器的零售额市场份额逐步提升, 在 2011 年 3 月达到历史高点 32%。格力电器市场份额的稳步提升主要有以下原因: (1) 原材料价格的上涨弱化了中小空调厂商的竞争力。(2) 节能惠民政策补贴的大幅缩减降低了中小厂商的盈利空间。(3) 格力电器对于技术和对产品品质的执着给公司带来了区别于其他中小厂商的长期的市场活力。

图 5 格力电器收入利润及同比增长变化趋势

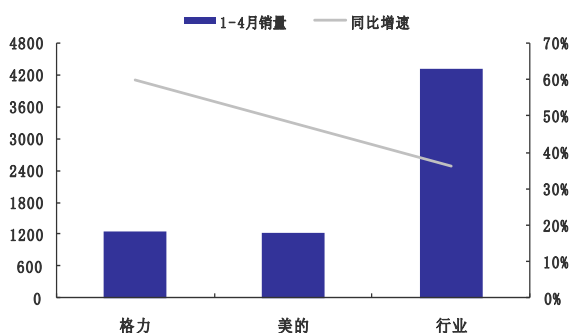


数据来源: 中怡康, 安信证券研究中心

### 1.2.3. 竞争力提振产品均价和公司销量

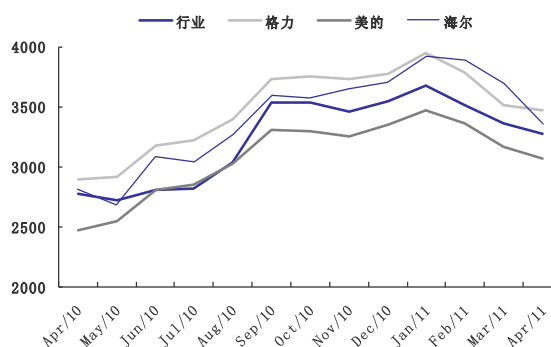
2011 年 1-4 月, 格力电器累计销售空调 1245 万台, 同比增长了 60%。其中, 内销空调 685 万台, 同比增长了 34%; 出口空调 560 万台, 同比增长了 109%。格力电器的销量增速显著快于行业和竞争对手。基于格力空调产品均价处于内资品牌首位, 因此公司销量的增长并非来源于低质量的促销, 而是来源于格力电器竞争力的提升。

图 6 格力电器销量及增速的行业比较



数据来源: 产业在线, 安信证券研究中心

图 7 格力电器产品价格及行业对比



数据来源: 中怡康, Wind, 安信证券研究中心

## 2. 低资金成本撬动高公司盈利

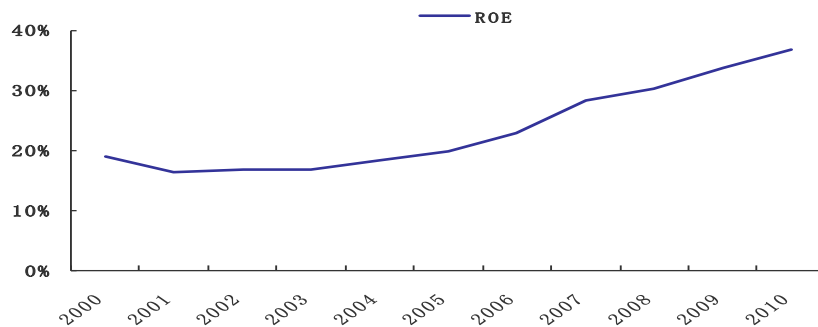
2000年以来, 格力电器的 ROE 从 19% 上升至 37%。ROE 的快速提升主要来自于两方面原因: 一是权益乘数的提升, 即资产负债率的提升; 另外一个则是净利润率的提升。2002 年-2006 年, 由于行业竞争加剧, 格力电器净利润率处于持续下降的通道。此时权益乘数的上升有效弥补了净利润率的下滑进而推动了 ROE 的缓慢上扬。2006 年以来, 格力电器的 ROE 在权益乘数和净利润率的双重推动下呈现快速上升的态势。

公司权益乘数的提升主要来自于格力电器在上下游中地位的提升以及由此而强化的对上下游的占款能力。而净利润率的提升则是来自于行业竞争格局逐步完善, 双寡头稳定格局下企业盈利能力的加强。

与同类空调企业上市公司相比, 格力电器在上下游的占款以及盈利能力上都显著高于同行。体现了公司在产业链中相对于同类公司的强势地位以及公司专注技术研发的策略所带来的品牌溢价。

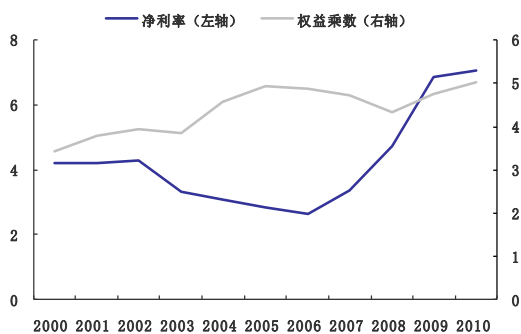
因此, 格力电器与同类上市公司相比, 具有以较低的资金成本撬动较高的盈利能力的实力。其龙头的市场地位以及在产业链中的强势地位都决定了公司将更大的受益于空调行业未来的快速成长。

图 8 格力电器 ROE 变化趋势



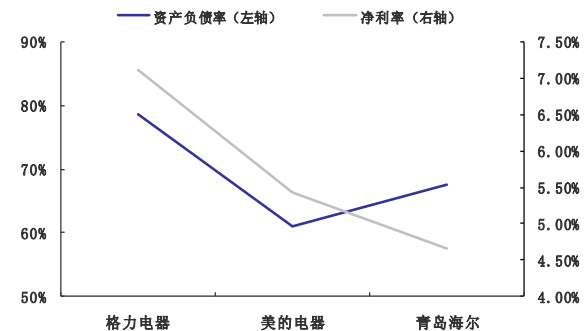
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9 格力电器净利润率和权益乘数变化趋势



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10 空调厂商资产负债率和净利润率对比

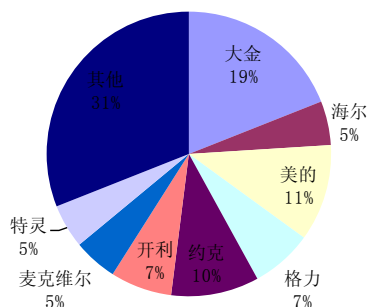


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## 3. 相关多元化推动公司成长

商用空调领域相对于家用空调市场集中度较低, 且外资品牌占比仍然比较大、行业利润丰厚, 是国内空调巨头们近些年来必争的市场。2010 年, 商用空调领域前三名市场份额只有 35%, 而同期家用空调前三名厂商的市场份额约为 65%。商用空调市场存在巨大的整合空间以及进口替代的空间。

图 11 商用空调市场格局



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

近些年来，内资品牌在商用空调领域快速发力。格力和美的的市场份额迅速提升，分别位居行业第四位和第二位。格力中央空调近年来赢得了许多重要的中央空调项目。2010年格力电器中央空调销售额约为40亿元，2011年预计该业务同比增长在50%以上。

表 1 格力电器中央空调中标项目

时间	项目
2007	北京奥运会奥运媒体村空调项目
2008	价值 2000 万美金的印度电信基站项目
2010	中航通用珠海航空产业基地
2011	全球最大的商贸中心——广州商贸城价值 1 亿元空调项目

数据来源：产业在线，安信证券研究中心

#### 4. 投资建议

基于格力电器在家用空调领域的龙头地位、较强的盈利能力以及其在中央空调领域的发展前景，我们预计公司在 2011-2013 年的收入增长率分别为 34%，30%，27%，EPS 分别为 2.05 元，2.56 元，3.21 元，对应的 PE 为 10 倍，8 倍，7 倍。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28 元。

#### 5. 风险提示

欧美经济二次探底；中国经济持续低迷；原材料价格持续高涨。

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011/6/20
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
减: 营业成本	31,956.0	47,409.2	64,470.0	82,683.0	104,424.4	营业收入增长率	1.0%	42.6%	34.3%	29.2%	26.5%
营业税费	403.4	538.8	732.6	960.2	1,198.1	营业利润增长率	27.2%	-7.7%	89.6%	61.4%	26.1%
销售费用	5,797.9	8,410.1	9,023.3	11,852.6	15,695.7	净利润增长率	48.2%	46.8%	35.1%	25.1%	25.2%
管理费用	1,566.6	1,978.1	2,705.6	3,535.7	4,564.6	EBITDA 增长率	19.6%	-11.1%	66.9%	40.1%	14.6%
财务费用	-97.0	-309.0	-624.8	-1,847.2	-3,031.1	EBIT 增长率	18.8%	-13.5%	83.1%	43.1%	15.4%
资产减值损失	29.1	99.6	124.7	-4.3	66.9	NOPLAT 增长率	36.5%	40.9%	32.4%	7.6%	14.6%
加: 公允价值变动收益	2.3	69.2	-47.3	8.3	10.3	投资资本增长率	-677.8%	-97.7%	18462.9%	148.9%	36.4%
投资和汇兑收益	6.8	62.2	26.1	31.7	40.0	净资产增长率	40.3%	31.5%	31.4%	34.0%	30.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,974.5</b>	<b>2,746.8</b>	<b>5,206.5</b>	<b>8,403.7</b>	<b>10,598.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	405.8	2,309.5	1,592.0	89.0	68.0	毛利率	25.1%	22.0%	21.1%	21.7%	21.8%
<b>利润总额</b>	<b>3,380.3</b>	<b>5,056.3</b>	<b>6,798.5</b>	<b>8,492.7</b>	<b>10,666.4</b>	营业利润率	7.0%	4.5%	6.4%	8.0%	7.9%
减: 所得税	448.6	753.1	973.5	1,217.9	1,553.0	净利润率	6.8%	7.0%	7.1%	6.8%	6.8%
<b>净利润</b>	<b>2,913.5</b>	<b>4,275.7</b>	<b>5,775.8</b>	<b>7,223.8</b>	<b>9,047.0</b>	EBITDA/营业收入	7.8%	4.8%	6.0%	6.5%	5.9%
<b>资产负债表</b>											
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	6.8%	4.1%	5.6%	6.2%	5.7%
交易性金融资产	22,904.8	15,166.1	83,033.6	178,150.9	240,889.6	<b>运营效率</b>					
应收账款	2.4	72.2	24.9	33.1	43.4	固定资产周转天数	38	30	24	18	13
应收票据	1,072.6	1,511.4	1,751.8	2,512.0	3,117.0	流动营业资本周转天数	-99	-85	-164	-373	-483
预付款项	10,836.6	22,055.8	25,355.4	32,626.2	43,703.5	流动资产周转天数	278	288	418	668	813
存货	1,488.4	2,559.8	3,257.9	4,689.5	6,455.7	应收帐款周转天数	6	6	6	6	6
其他流动资产	5,823.6	11,559.2	12,197.5	16,952.7	22,204.9	存货周转天数	45	52	53	50	53
可供出售金融资产	482.3	1,608.2	9,453.4	21,401.6	30,136.3	总资产周转天数	347	347	464	701	839
持有至到期投资	757.4	1,093.9	617.1	822.8	844.6	投资资本周转天数	-48	-42	-130	-348	-465
长期股权投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
投资性房地产	7.0	21.8	15.4	16.9	16.7	ROE	27.5%	30.7%	31.6%	29.5%	28.3%
固定资产	114.1	171.5	121.9	135.8	143.1	ROA	5.7%	6.6%	4.0%	2.7%	2.6%
在建工程	4,608.4	5,528.0	5,289.6	5,047.2	4,794.4	ROIC	118.4%	-28.9%	-1677.0%	-9.7%	-4.5%
无形资产	211.1	100.5	53.3	28.0	14.7	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	504.9	1,049.5	979.6	914.4	853.5	销售费用率	13.6%	13.8%	11.1%	11.2%	11.8%
<b>资产总额</b>	<b>51,530.3</b>	<b>65,604.4</b>	<b>144,825.5</b>	<b>266,167.3</b>	<b>356,091.9</b>	管理费用率	3.7%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
短期债务	961.6	1,900.4	10.0	10.0	10.0	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-1.8%	-2.3%
应付帐款	12,556.5	14,785.7	21,015.7	28,409.3	34,162.2	三费/营业收入	17.0%	16.6%	13.6%	12.8%	12.9%
应付票据	8,393.3	8,944.6	11,345.5	17,289.1	19,971.2	<b>偿债能力</b>					
其他流动负债	10,611.7	13,634.5	17,545.2	23,832.2	30,899.2	资产负债率	79.3%	78.6%	87.3%	90.7%	91.0%
长期借款	-	1,853.8	1,853.8	1,853.8	1,853.8	负债权益比	383.7%	368.2%	686.4%	978.7%	1007.3%
其他非流动负债	38.3	63.9	148.8	360.6	505.8	流动比率	1.04	1.10	1.09	1.07	1.08
<b>负债总额</b>	<b>40,877.6</b>	<b>51,592.7</b>	<b>126,409.5</b>	<b>241,492.3</b>	<b>323,932.6</b>	速动比率	0.90	0.86	0.99	1.00	1.01
少数股东权益	682.8	709.2	758.3	809.3	875.7	利息保障倍数	-29.82	-8.10	-7.33	-3.55	-2.50
股本	1,878.6	2,817.9	2,817.9	2,817.9	2,817.9	<b>分红指标</b>					
留存收益	8,053.6	10,457.3	14,839.9	21,047.8	28,465.7	DPS(元)	0.13	0.33	0.33	0.43	0.59
<b>股东权益</b>	<b>10,652.7</b>	<b>14,011.7</b>	<b>18,416.1</b>	<b>24,675.0</b>	<b>32,159.3</b>	分红比率	12.9%	22.0%	15.9%	16.9%	18.2%
<b>现金流量表</b>											
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.6%	1.6%	1.5%	2.0%	2.8%
加: 折旧和摊销	2,931.7	4,303.2	5,775.8	7,223.8	9,047.0	<b>业绩和估值指标</b>					
资产减值准备	430.6	448.9	335.9	332.6	329.1	EPS(元)	1.03	1.52	2.05	2.56	3.21
公允价值变动损失	10.6	99.6	124.7	-4.3	66.9	BVPS(元)	3.54	4.72	6.27	8.47	11.10
财务费用	-2.3	-69.2	-47.3	8.3	10.3	PE(X)	20.5	14.0	10.4	8.3	6.6
投资收益	3.1	42.7	-624.8	-1,847.2	-3,031.1	PB(X)	6.0	4.5	3.4	2.5	1.9
少数股东损益	-6.8	-62.2	-26.1	-31.7	-40.0	P/FCF	3.0	-9.3	1.0	0.6	1.0
营运资金的变动	18.2	27.5	49.2	51.0	66.3	P/S	1.4	1.0	0.7	0.6	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>19,703.6</b>	<b>-12,102.4</b>	<b>64,300.3</b>	<b>88,788.9</b>	<b>54,871.8</b>	EV/EBITDA	9.2	12.7	-3.3	-15.9	-21.6
投资活动产生现金流量	9,449.6	616.0	69,887.6	94,521.5	61,320.3	CAGR(%)	35.4%	28.4%	26.6%	27.5%	29.8%
融资活动产生现金流量	-3,093.0	-1,887.1	552.8	-184.4	5.8	PEG	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
	-80.6	-1,415.2	-2,658.9	831.3	1,401.9	ROIC/WACC	12.0	-2.9	-170.2	-1.0	-0.5
						REP	-0.2	40.5	-0.0	-0.8	-1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7年证券研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034