

尘埃落定，业绩符合预期

买入 维持

投资要点:

- 📖 格力中报低于预期的传言不属实
- 📖 技术优势、规模优势和产品创新促格力超越行业
- 📖 今年PE为12倍，仍属低估，维持“买入”评级

报告摘要:

- **格力上半年业绩符合预期。**收入和净利润增长符合预期，格力电器2011年上半年实现营业收入402亿元，同比增长60%，归属于上市公司股东的净利润22.07亿元，同比增长40.37%。**销售费用控制缓冲盈利水平下滑速度。**2011年上半年毛利率15.51%，同比、环比均略有下降；销售费用率为9%，同比下降了2个百分点；净利率5.56%，同比下降幅度很小。
- **今年趋势预判：（1）行业和格力增速较去年均放缓。**去年行业增长内在驱动因素依然存在，我们预计今年空调增长24%；**（2）真实毛利率将略有下降。**成本持续上升会影响今年的盈利水平。但变频占比大幅上升会减缓毛利率下滑速度，核心零部件自给率提升也有助于提高毛利率，商用空调收入占比提高有利于提升盈利水平。
- **维持“买入”评级。**我们下调了今年的营销费用率，稍微上调了今年业绩；下调了2013年增速。预计格力2011-13年销售收入为799亿元、969亿元、1163亿元，增速分别为32%、21%、20%；归属母公司股东净利润分别为55.2亿元、67.1亿元、80.4亿元，分别增长29%、22%、20%。2011-13年EPS分别为1.96、2.38、2.85，对应PE为12X、10X、8X；若考虑今年增发2.5亿股后摊薄的EPS为1.80、2.19、2.62元，对应PE为13X、11X、9X。未来3年年复合增长率为23.4%，今年PEG为0.50。在行业保持稳定增长背景下，长期来看公司估值仍属低估，是价值投资者的较好配置标的，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）原材料成本上涨。（2）需求增速低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	42457.7	60431.63	79916.14	96953.98	116344.7
同比增长率	1.01%	42.33%	32.24%	21.32%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	2913.45	4275.72	5521.38	6705.96	8037.54
同比增长率	48.15%	46.76%	29.13%	21.45%	19.86%
每股收益(元)	1.034	1.517	1.959	2.380	2.852
P/E(倍)	21.41	14.59	11.69	9.62	8.03

资料来源：公司公告，宏源证券预测

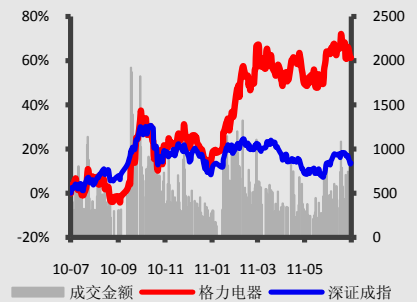
分析师

张泽京 (S1180511010003)

电话：010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	28.18
流通股本(亿)	27.80
股价(元)	22.90
第一大股东	珠海格力集团有限公司
第一大股东持股比例	19.45%

数据来源：公司公告，深交所

相关研究

格力电器：高速增长符合预期 (2011.4.22)

格力电器：制冷专家业绩超预期 (2011.3.24)

空调行业11年4月报 空调景气可持续龙头发力出口 (2011.4.20)

空调行业11年2月报：空调春季漫舞飞扬 出口超预期 (2011.2.22)

空调行业11年1月报：低估值与高成长双重驱动 (2011.01.20)

业绩符合预期

成长性：收入和净利润增长符合预期。格力电器 2011 年上半年实现营业收入 402 亿元，同比增长 60%，归属于上市公司股东的净利润 22.07 亿元，**同比增长 40.37%**。上半年 EPS 为 0.78 元（不考虑今年增发摊薄）。

归母净利润增速符合市场预期，我们预测中报业绩增速在 40-45%。之前有市场传言格力上半年增速为 35%（低于市场预期），引起股价短期调整；现在中报业绩公告尘埃落定，40% 的增长中规中矩，股价应当恢复到以前价位。

销售费用控制缓冲盈利水平下滑速度。2011 年上半年毛利率 15.51%，同比、环比均略有下降；销售费用率为 9%，同比下降了 2 个百分点；净利率 5.56%，同比下降幅度很小。尽管毛利率有所下滑，但销售费用率下降更快，因此净利率环比还略有上升。

原因解析

收入跟随企业销量高速增长：

（1）格力家用空调销量继续高速增长：上半年同比增速分别为出货量 52%（1935 万台）、内销 42%（1162 万台）、出口 72%（773 万台）。格力总销量增速与收入增速（60%）较为吻合。

（2）**空调涨价导致收入增幅（60%）大于销量增幅（52%）。**国内大中城市格力空调价格前 5 个月同比上涨约 17%。

毛利率下降：

（1）**成本上升导致毛利率下降。**原材料价格上涨：**铜上半年涨价 23%，稀土价格二季度上涨 300-400%**。工人工资持续上涨。成本价格持续上涨再难以转嫁给经销商和供货商。

费用率下降：

规模扩张很快（收入增长 60%），规模效应促使营销费用率和管理费用率下降。

今年趋势预判

（1）**行业和格力增速较去年均放缓。**去年行业增长内在驱动因素于今年依然存在，国内的刚性需求仍旧刺激行业保持较快增速，我们预计今年空调增长 24%。

（2）**真实毛利率将略有下降。**成本持续上升会影响今年的盈利水平。但变频占比大幅上升会减缓毛利率下滑速度，核心零部件自给率提升也有助于提高毛利率，商用空调收入占比提高有利于提升盈利水平。

（3）**格力增速将快于行业、盈利能力好于行业。**随着空调行业的（变频等）技术门槛趋高，格力的技术优势和产品创新能力将会凸显出来。今年上半年空调领域，格力、美的盈利较快增长的同时，志高却出现了同比下降。

风险提示

（1）成本上升压力：原材料（铜、稀土）价格持续上涨，人工成本迅速上升。

（2）需求增速低于预期：短期有可能透支。

(3) 天气因素：难以预测。

盈利预测与估值

我们下调了今年的营销费用率，从而稍微上调了今年业绩；下调了 2013 年的增速。我们预计格力 2011-13 年销售收入为 799 亿元、969 亿元、1163 亿元，增速分别为 32%、21%、20%；归属母公司股东净利润分别为 55.2 亿元、67.1 亿元、80.4 亿元，分别增长 29%、22%、20%。2011-13 年 EPS 分别为 1.96、2.38、2.85 元，对应 PE 为 12X、10X、8X；若考虑今年增发 2.5 亿股后摊薄的 EPS 为 1.80、2.19、2.62 元，对应 PE 为 13X、11X、9X。未来 3 年年复合增长率为 23.4%，今年 PEG 为 0.50。在行业保持稳定增长背景下，长期来看公司估值仍属低估，是价值投资者的较好配置标的，维持“买入”评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	42032.39	42457.77	60431.63	79916.14	96953.98	116344.78
增长率(%)	10.58%	1.01%	42.33%	32.24%	21.32%	20.00%
归属母公司股东净利润	1966.52	2913.45	4275.72	5521.38	6705.96	8037.54
增长率(%)	54.87%	48.15%	46.76%	29.13%	21.45%	19.86%
每股收益(EPS)	0.698	1.034	1.517	1.959	2.380	2.852
每股股利(DPS)	0.089	0.133	0.333	0.255	0.309	0.371
每股经营现金流	0.182	3.319	0.227	7.062	-2.010	8.691
销售毛利率	19.74%	24.73%	21.55%	22.20%	23.90%	24.10%
销售净利率	4.74%	6.90%	7.12%	6.95%	6.96%	6.95%
净资产收益率(ROE)	26.79%	29.22%	32.14%	25.84%	24.65%	23.51%
投入资本回报率(ROIC)	90.62%	85.32%	-15.73%			
市盈率(P/E)	31.73	21.41	14.59	11.69	9.62	8.03
市净率(P/B)	8.50	6.26	4.69	3.02	2.37	1.89
股息率(分红/股价)	0.004	0.006	0.015	0.011	0.014	0.016

资料来源：宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	42032.39	42457.77	60431.63	79916.14	96953.98	116344.78
减: 营业成本	33733.19	31955.98	47409.19	62174.76	73781.98	88305.69
营业税金及附加	362.64	403.37	538.82	719.25	872.59	1047.10
营业费用	4402.62	5797.86	8410.14	9989.52	12216.20	14892.13
管理费用	1271.36	1566.60	1978.05	2517.36	3005.57	3606.69
财务费用	85.00	-97.02	-308.97	-358.82	-629.02	-780.12
资产减值损失	2.73	29.09	99.60	43.81	43.81	43.81
加: 投资收益	9.42	6.77	62.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	2.31	69.19	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	155.02	163.56	310.63	209.73	209.73	209.73
营业利润	2339.29	2974.53	2746.82	5040.01	7872.59	9439.22
加: 其他非经营损益	66.96	405.75	2309.50	1497.48	67.48	77.48
利润总额	2406.25	3380.28	5056.32	6537.49	7940.08	9516.71
减: 所得税	414.41	448.61	753.12	980.62	1191.01	1427.51
净利润	1991.85	2931.66	4303.21	5556.87	6749.06	8089.20
减: 少数股东损益	25.33	18.21	27.48	35.49	43.11	51.66
归属母公司股东净利润	1966.52	2913.45	4275.72	5521.38	6705.96	8037.54

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3540.53	22251.05	15173.21	36726.77	28315.07	50629.77
应收和预付款项	14803.51	13397.62	26127.00	26099.47	36987.53	38572.02
存货	4789.88	5823.64	11559.17	11237.51	15815.01	16562.70
其他流动资产	0.06	403.51	1500.03	1500.03	1500.03	1500.03
长期股权投资	1.05	7.02	21.79	21.79	21.79	21.79
投资性房地产	80.03	114.13	171.47	152.87	134.28	115.69
固定资产和在建工程	4573.37	4820.56	5628.56	4985.13	6079.57	6276.01
无形资产和开发支出	449.57	504.86	1049.49	939.94	830.38	720.82
其他非流动资产	1458.88	2426.78	2671.56	2663.52	2655.48	2655.48
资产总计	29696.87	49749.17	63902.27	84327.03	92339.14	117054.31
短期借款	8.40	961.63	1900.38	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17627.28	29821.75	35736.43	49962.48	52097.31	69768.16
长期借款	0.00	0.00	1853.83	1853.83	1853.83	1853.83
其他负债	4470.14	8313.10	10399.92	10399.92	10399.92	10399.92
负债合计	22105.82	39096.49	49890.56	62216.23	64351.06	82021.91
股本	1252.40	1878.59	2817.89	3067.89	3067.89	3067.89
资本公积	779.33	183.47	190.83	3200.83	3200.83	3200.83
留存收益	5309.60	7907.84	10293.84	15097.43	20931.62	27924.27
归属母公司股东权益	7341.32	9969.90	13302.55	21366.15	27200.34	34192.99
少数股东权益	249.73	682.79	709.15	744.64	787.75	839.41
股东权益合计	7591.05	10652.69	14011.71	22110.80	27988.09	35032.41
负债和股东权益合计	29696.87	49749.17	63902.27	84327.03	92339.14	117054.31

资料来源: 宏源证券

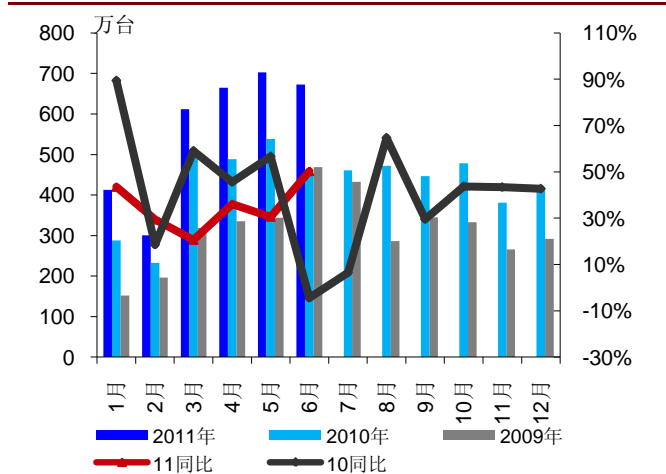
附：格力电器所处的行业增长和竞争格局

空调行业和格力电器的成长性：

家用空调 2011 年上半年同比增速：出货量 31%、产量 30%、内销 35%、出口 27%。

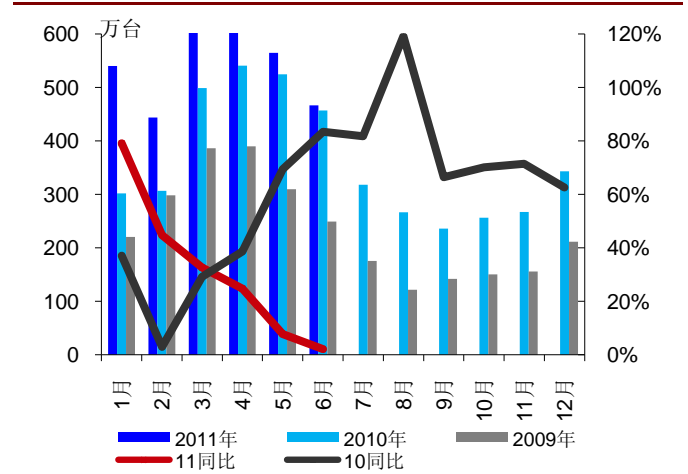
格力电器家用空调销量 2011 年 1-3 月同比增速：出货量 54%、内销 19%、出口 119%。

图 1：空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：空调行业出口量（月度）

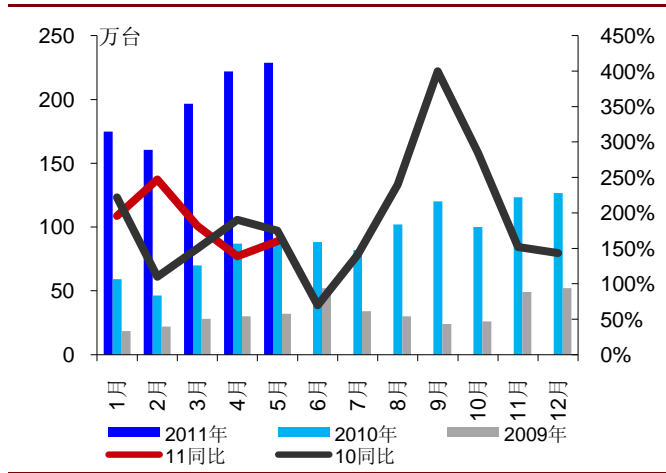


资料来源：产业在线，宏源证券

变频空调 2011 年 1-5 月同比增速：出货量 124%、内销 181%、出口 40%。

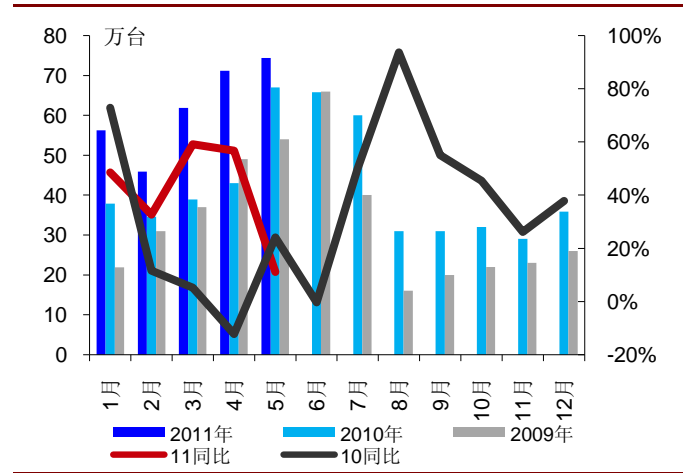
变频空调在 2011 年占比显著上升（由 2010 年占比 16.9%→2011 年 1-5 月占比 23.2%），变频空调今年仍将快速普及。

图 3：变频空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：变频空调行业出口量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

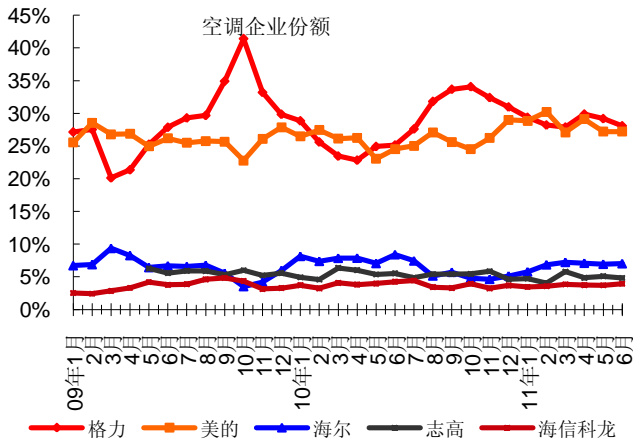
空调行业的竞争格局：

格力电器家用空调上半年在国内的市场份额为 34.5%，二季度好于一季度，格力内销份额的季节性波动较大。

上半年出口的市场份额为 23.1%，二季度不如一季度；但不改出口份额上升趋势。

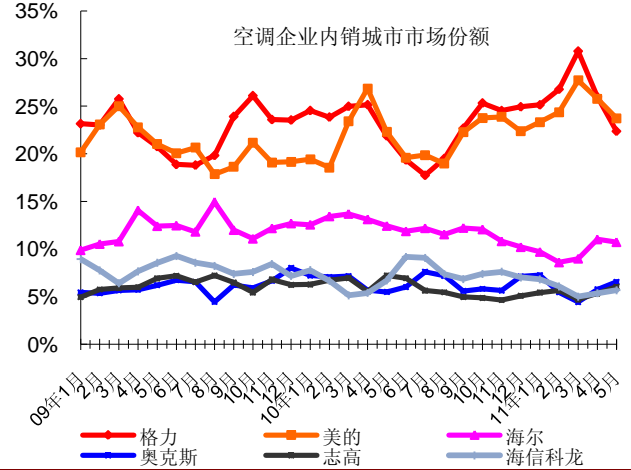
格力空调上半年销量仍在国内排第一、出口排第二。从家用空调的角度与竞争对手美的电器相比，规模上的竞争已难分难解、不分上下，但专业形象上略胜一筹。

图 5: 空调行业竞争格局 (总销量)



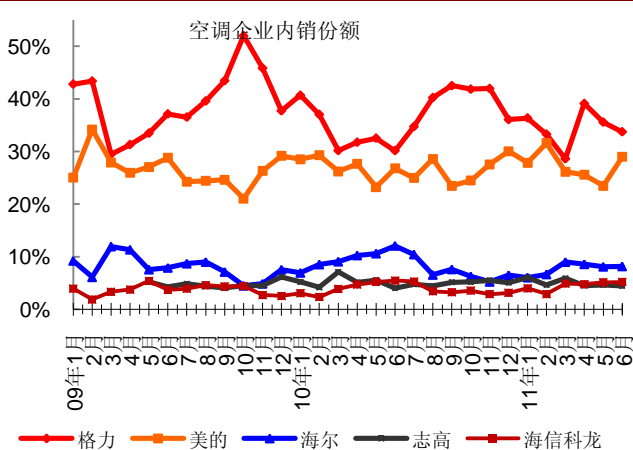
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 6: 空调行业竞争格局 (大中城市)



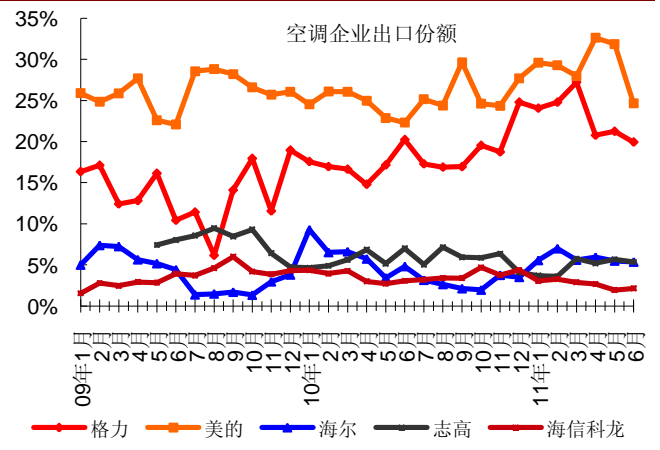
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 7: 空调行业竞争格局 (内销量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 8: 空调行业竞争格局 (出口量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、四川长虹、万和电气、华帝股份、丹甫股份、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、爱仕达。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。