

格力电器 (000651)

业绩符合预期，关注新冷年提价的影响

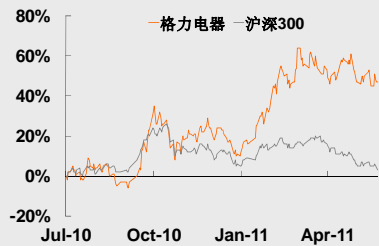
强烈推荐 (维持)

现价: 22.9 元

主要数据

行业	家电
公司网址	www.gree.com.cn
大股东/持股	格力集团/19.45%
实际控制人/持股	珠海国资委 /20.08%
总股本(百万股)	2,818
流通 A 股(百万股)	2,780
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	645.30
流通 A 股市值(亿元)	636.62
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	75.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政 S1060511010023
021-33830521
zhuzheng003@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩符合预期

公司上半年收入 400 亿，同比增长 60%，归属于母公司净利润为 22 亿，同比增长 40%，实现每股收益 0.78 元，符合预期。

■ 在农村市场及出口的带动下，收入实现高速增长

上半年，空调是表现最为优异的家电产品，据产业在线统计，行业内销量同比增长 34%，出口量同比增长 27%，主要是受农村市场启动以及出口的超预期增长所致。而公司上半年内销量同比增长 42%，出口量同比增长 72%，增速超越行业，市场份额稳步提升，竞争优势明显。

展望下半年，内销市场将面临高基数，出口市场的增速也已回落，下半年的销量增速会有所下降，这些情况已经考虑进入我们的盈利预测，从目前情况看，公司全年的销量增长预计能达到我们前期的预测。

■ 下半年均价提升是看点

公司上半年毛利率为 15.51%，同比下降了 0.76 个百分点，体现了成本上涨的影响。从去年的经验看，公司下半年的毛利率会大幅提升，主要归因于两个方面：(1) 节能补贴下调后，公司有较强的涨价动力；(2) 新冷年（8 月份开始）开盘后，公司将会推出一系列新品，为均价提升创造了机会。我们目前的业绩预期包含了均价提升的假设，但实际提价幅度需观察，有超出我们预期的可能。

公司上半年销售费用率为 9%，同比下降 2 个百分点，管理费用率为 2.64%，同比下降 0.21 个百分点，费用控制良好。

公司上半年收到节能补贴 11.3 亿，我们目前对全年的预期为 14 亿。

■ 维持“强烈推荐”评级

维持盈利预测，考虑增发摊薄后，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 为 1.81 元、2.20 元、2.66 元，对应前日收盘价的 PE 为 12 倍、10 倍、8 倍，公司业绩确定性高，估值具备吸引力，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：宏观经济超预期下滑

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	42,032	42,458	60,432	84,289	104,549
YoY(%)	10.6	1.0	42.3	39.5	24.0
净利润(百万元)	1,967	2,913	4,276	5,399	6,556
YoY(%)	54.9	48.2	46.8	26.3	21.4
毛利率(%)	19.7	24.7	21.5	22.4	23.6
净利率(%)	4.7	6.9	7.1	6.4	6.3
ROE(%)	26.3	29.2	32.1	30.0	27.9
EPS(摊薄/元)	1.57	1.55	1.52	1.81	2.20
P/E(倍)	32.8	22.1	15.1	12.6	10.4
P/B(倍)	8.6	6.5	4.9	3.8	2.9

一、财务分析

图表1 利润表关键项目分析 单位：百万元

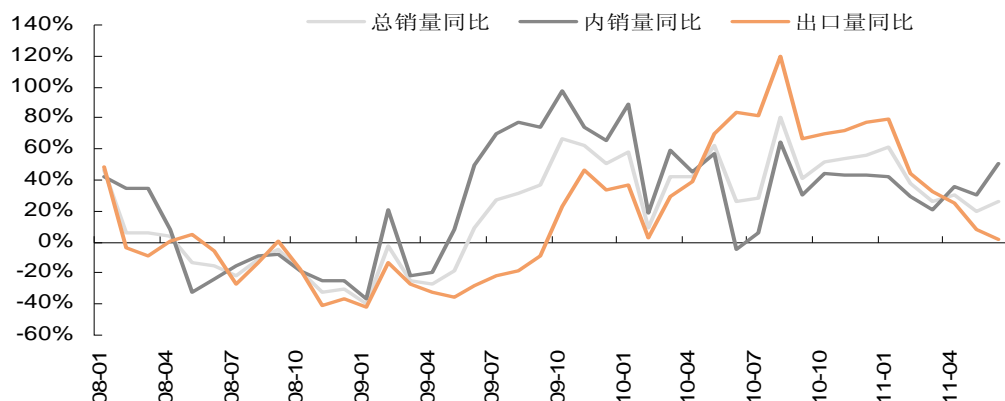
	20100630	20110630	
营业收入	24,957.07	40,061.64	
同比(+/-%)	24.85%	60.52%	农村市场启动、出口超预期
减：营业成本	20,897.45	33,847.76	
销售毛利率(%)	16.27%	15.51%	成本上涨导致毛利率同比下降
减：营业费用	2,750.66	3,606.78	
/营业收入(%)	11.02%	9.00%	销售费用控制良好
减：管理费用	710.08	1,059.36	
/营业收入(%)	2.85%	2.64%	管理费用控制良好
减：财务费用	-194.51	-192.21	
/营业收入(%)	-0.78%	-0.48%	
减：资产减值损失	63.62	80.49	
加：公允价值变动净收益	78.20	-0.44	
加：投资净收益	34.19	-2.23	
加：营业外收入	1,128.99	1,172.66	本期节能补贴 11.3 亿
减：营业外支出	21.28	20.25	
减：所得税	333.13	470.95	
/利润总额(%)	1.33%	1.18%	
净利润	1,573.21	2,226.23	
/营业收入(%)	6.30%	5.56%	
归属母公司净利润	1,572.61	2,207.52	
/营业收入(%)	6.30%	5.51%	

资料来源：公司公告

二、数据跟踪

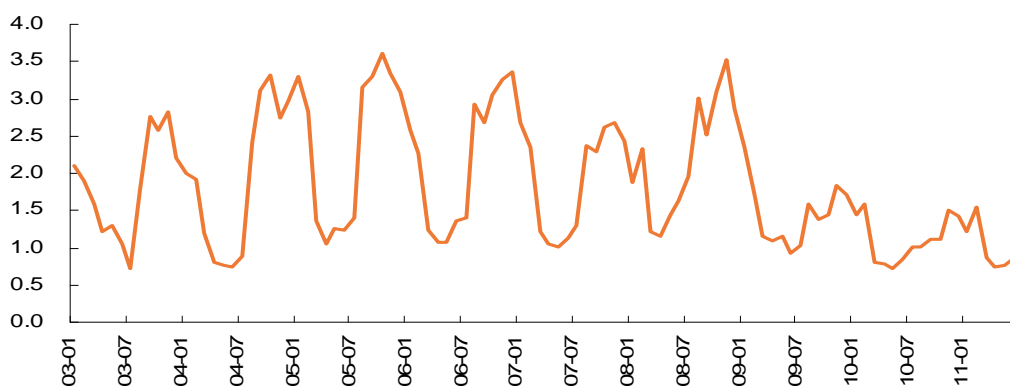
空调行业目前处于景气阶段，1-6 月内销量同比增长 34%，出口量同比增长 27%。内销受益于农村市场的启动，需求增速处于高位，未来农村市场需求的持续释放将支撑内销的增长，而出口增速目前已经从高位逐渐回落。行业整体库存压力不大，6 月的库销比为 0.87，处于历史低位。

图表2 空调行业销量增速



资料来源：产业在线

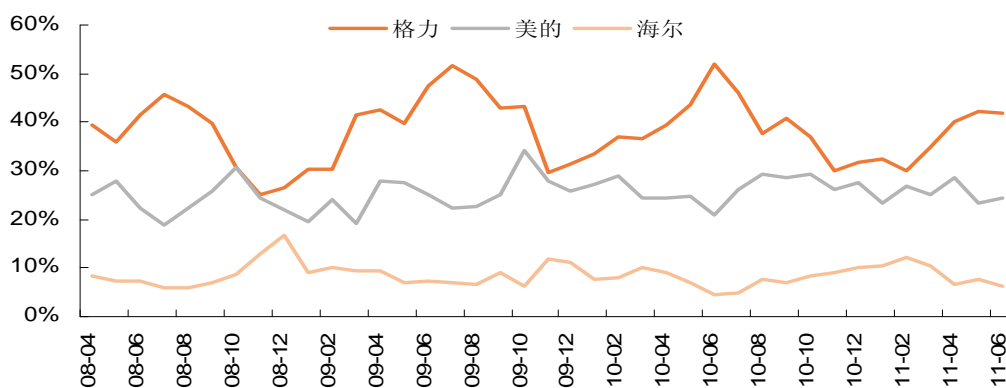
图表3 空调行业库销比处于历史低位



资料来源：产业在线

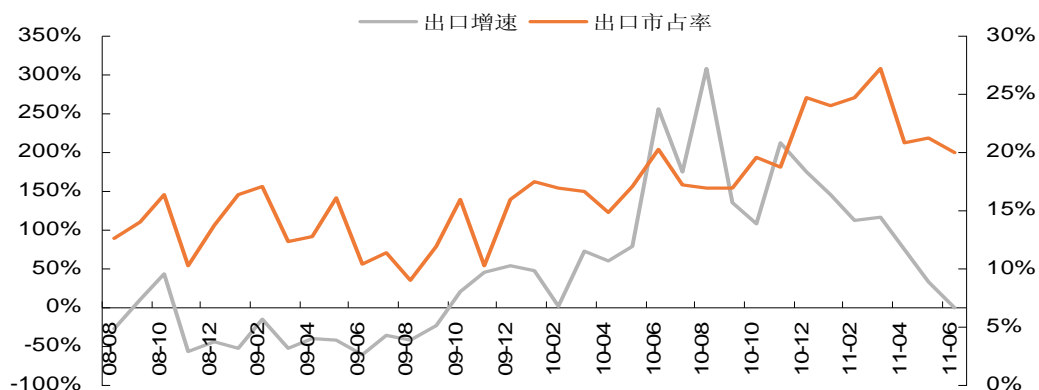
格力的电器上半年内销量同比增长 42%，出口量同比增长 72%，增速超越行业，市场份额稳步提升，出口的市场份额提升更明显。

图表4 格力内销市场份额



资料来源：产业在线

图表5 格力出口市场份额

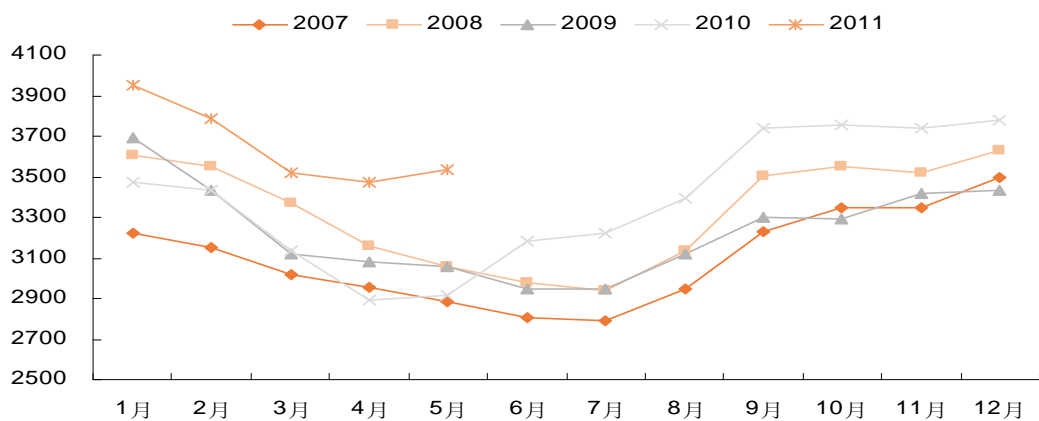


资料来源：产业在线

空调行业竞争格局稳定，格力、美的两家企业处于双寡头垄断地位，行业价格秩序较好，随着节能补贴的取消，空调产品的均价逐渐提升。

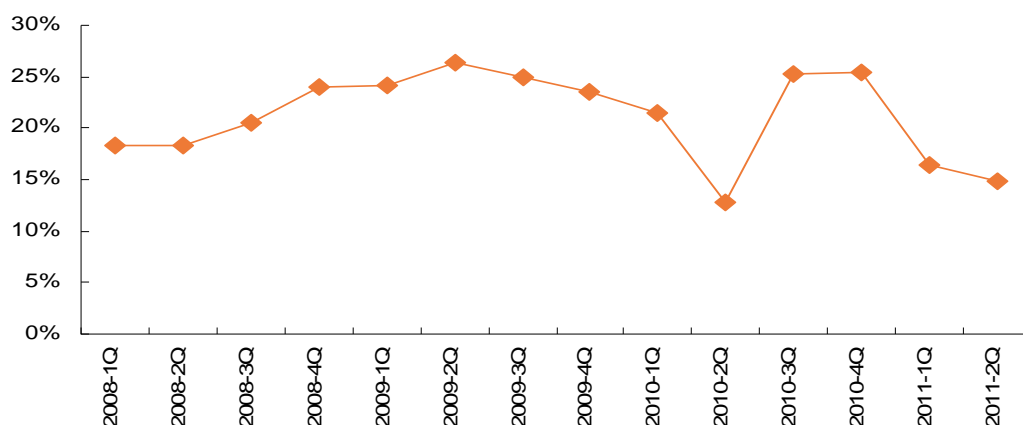
从去年经验看，格力下半年的毛利率会大幅提升，主要原因是8月份新冷年开盘后，公司会推出新产品来提升均价。今年的情况会和去年相似，公司会在新冷年提升均价，但提价对业绩的贡献还需要观察。

图表6 格力零售均价 单位：元



资料来源：中怡康

图表7 格力电器的季度毛利率



资料来源：公司公告

三、盈利预测及投资建议

维持盈利预测，考虑增发摊薄后，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 为 1.81 元、2.20 元、2.66 元，对应前日收盘价的 PE 为 12 倍、10 倍、8 倍，公司业绩确定性强，估值具备吸引力，维持“强烈推荐”评级。

图表8 收入成本预测 单位：百万元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
家用空调						
销量 (万台)	1642.00	1844.50	2646.50	3548.03	4274.82	4822.48
同比增速	4.19%	12.33%	43.48%	34.06%	20.48%	12.81%
均价 (元)	2154.94	1915.39	1923.67	2047.52	2111.60	2122.55
同比增速	3.56%	-11.12%	0.43%	6.44%	3.13%	0.52%
销售额增长%	7.90%	-0.15%	44.10%	42.70%	24.25%	13.40%
销售额 (百万元)	35384.16	35329.41	50909.96	72646.76	90266.96	102359.57
成本 (百万元)	28564.20	26880.10	39956.27	56338.65	68772.68	77922.12
毛利率 (%)	19.27%	23.92%	21.52%	22.45%	23.81%	23.87%
商用空调						
销售额增长%	33.33%	7.14%	40.00%	30.00%	30.00%	30.00%
销售额 (百万元)	2800.00	3000.00	4200.00	5460.00	7098.00	9227.40
成本 (百万元)	1820.00	1920.00	2730.00	3603.60	4684.68	6090.08
毛利率 (%)	35.00%	36.00%	35.00%	34.00%	34.00%	34.00%

资料来源：平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	42611	54533	72117	88770	营业收入	42458	60432	84289	104549
现金	22905	15166	18893	23156	营业成本	31956	47409	65431	79835
应收账款	915	1199	1672	2074	营业税金及附加	403	539	764	950
其他应收款	158	312	436	541	营业费用	5798	8410	10958	13487
预付账款	1488	2560	3533	4311	管理费用	1567	1978	2529	3032
存货	5824	11559	15953	19465	财务费用	-97	-309	-388	-521
其他流动资产	11321	23736	31630	39224	资产减值损失	29	100	160	160
非流动资产	8919	11072	11228	12641	公允价值变动收益	2	69	0	0
长期投资	7	22	22	22	投资净收益	7	62	0	0
固定资产	4608	5528	7092	8376	营业利润	2975	2747	4836	7606
无形资产	505	1049	1097	1143	营业外收入	418	2353	1600	200
其他非流动资产	3799	4472	3018	3100	营业外支出	12	44	44	44
资产总计	51530	65604	83345	101411	利润总额	3380	5056	6393	7763
流动负债	40839	49675	62687	75226	所得税	449	753	959	1164
短期借款	962	1900	0	0	净利润	2932	4303	5434	6598
应付账款	11650	13795	19039	23230	少数股东损益	18	27	35	42
其他流动负债	28227	33980	43648	51996	归属母公司净利润	2913	4276	5399	6556
非流动负债	38	1918	1899	1904	EBITDA	3308	2887	5015	7823
长期借款	0	1854	1854	1854	EPS (元)	1.55	1.52	1.81	2.20
其他非流动负债	38	64	45	50					
负债合计	40878	51593	64586	77130	主要财务比率				
少数股东权益	683	709	744	786	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	1879	2818	2981	2981	成长能力				
资本公积	183	191	191	191	营业收入	1.0%	42.3%	39.5%	24.0%
留存收益	7870	10266	14824	20300	营业利润	27.2%	-7.7%	76.1%	57.3%
归属母公司股东权益	9970	13303	18015	23495	归属于母公司净利润	48.2%	46.8%	26.3%	21.4%
负债和股东权益	51530	65604	83345	101411	获利能力				
					毛利率(%)	24.7%	21.5%	22.4%	23.6%
					净利率(%)	6.9%	7.1%	6.4%	6.3%
					ROE(%)	29.2%	32.1%	30.0%	27.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	79.3%	78.6%	77.5%	76.1%
					净负债比率(%)	2.35%	7.28%	2.87%	2.40%
					流动比率	1.04	1.10	1.15	1.18
					速动比率	0.90	0.86	0.89	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	1.03	1.13	1.13
					应收账款周转率	52	52	54	51
					应付账款周转率	3.18	3.73	3.99	3.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.98	1.43	1.81	2.20
					每股经营现金流(最新摊)	3.17	0.21	2.30	2.31
					每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.46	6.04	7.88
					估值比率				
					P/E	23.43	15.97	12.64	10.41
					P/B	6.85	5.13	3.79	2.91
					EV/EBITDA	16	18	10	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	9450	616	6867	6899
净利润	2932	4303	5434	6598
折旧摊销	431	449	567	737
财务费用	-97	-309	-388	-521
投资损失	-7	-62	0	0
营运资金变动	16615	-12613	939	85
其他经营现金流	-10424	8848	316	0
投资活动现金流	-3093	-1887	-941	-2078
资本支出	716	2482	2001	2000
长期投资	-758	-415	-1094	0
其他投资现金流	-3135	180	-34	-78
筹资活动现金流	-81	-1415	-2200	-558
短期借款	953	939	-1900	0
长期借款	0	1854	0	0
普通股增加	626	939	163	0
资本公积增加	-596	7	0	0
其他筹资现金流	-1064	-5154	-462	-558
现金净增加额	6291	-2763	3727	4263

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257