

2011年7月28日

# 格力电器

## 空调市场给力，业绩符合预期

**买入**  
**A**  
 000651.SZ - 人民币 23.75  
 目标价格: 人民币 28.50

公司 2011 年上半年实现营业收入 400.6 亿元，同比增长 60.5%；实现净利润 22.1 亿元，同比增长 40.4%；实现每股收益 0.783 元，业绩符合预期。我们对未来空调市场持续快速增长表示乐观，分别上调公司 2011-13 年每股盈利预测至 1.938 元、2.400 元和 2.831 元。基于 15 倍 2011 年市盈率，目标价为 28.50 元，维持对其买入评级。

**刘会明**

(8610)6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S 1300210030001

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	31	2	10	65
相对新华富时A50指数(%)	35	6	18	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	2,818
流通股(%)	98.7
流通股市值(人民币 百万)	66,055
3个月日均交易额(人民币 百万)	432
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
珠海格力集团	19.45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

### 支撑评级的要点

- 毛利率从去年同期的 16.3% 小幅下降至今年的 15.5%；净利率从去年同期的 6.3% 下降到 5.5%，主要由于部分补贴尚未入账所致。我们认为，随着原材料价格逐步稳定，以及剩余补贴的入账，全年来看，公司的利润率水平将较去年保持稳定。
- 截至 2010 年底，我国农村空调保有量仅为 13 台/百户，远远低于城镇 107 台的水平。尽管到今年底，空调内销市场将突破 6,000 万台，在这一巨大基数的前提下，我们仍然相信农村广阔的需求空间将是保证空调行业未来持续景气的根本动力。
- 预计，公司今年全年将实现空调产量近 3,000 万台，目前市场上供货出现紧张。随着郑州和武汉项目的投产，将逐步缓解当前的产能紧张问题。

### 评级面临的风险因素

- 国际经济形势的不确定性对公司出口影响不确定。
- 原材料上涨过快可能挤压公司利润率。
- 家电行业政策的不确定性。

### 估值

- 我们对未来空调市场持续快速增长表示乐观，我们小幅上调公司 2011-13 年每股盈利预测，分别从 1.924 元、2.166 元和 2.385 元分别上调至 1.938 元、2.4 元和 2.831 元。基于 15 倍 11 年市盈率，目标价为 28.5 元，维持对其买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	42,637	60,807	72,670	87,036	100,855
变动(%)	1	43	20	20	16
净利润(人民币 百万)	2,929	4,341	5,461	6,764	7,982
全面摊薄每股收益(人民币)	1.040	1.540	1.938	2.400	2.831
变动(%)	(36.8)	48.2	25.8	23.9	18.0
市场预期每股收益(人民币)	-	1.348	1.627	1.931	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.924	2.166	2.385
调整幅度(%)	-	-	0.8	10.8	18.7
核心每股收益(人民币)	0.923	0.851	1.796	2.381	2.812
变动(%)	(42.4)	(7.8)	111.2	32.5	18.1
全面摊薄市盈率(倍)	22.0	14.9	11.8	9.5	8.1
核心市盈率(倍)	24.8	26.9	12.7	9.6	8.1
每股现金流量(人民币)	3.35	0.22	1.27	1.07	1.66
价格/每股现金流量(倍)	6.8	104.8	18.0	21.5	13.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	21.4	9.8	7.4	6.2
每股股息(人民币)	0.500	0.300	0.659	0.840	0.991
股息率(%)	2.2	1.3	2.9	3.7	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 半年报符合预期

公司11年上半年实现营业收入400.6亿元，同比增长60.5%；实现净利润22.1亿元，同比增长40.4%；实现每股收益0.783元，业绩符合预期。得益于空调市场的持续旺盛的需求，公司上半年业绩在10年的高基数下继续实现快速增长。同时，面对原材料价格上涨的成本压力，公司实现了良好的成本控制，同期营业成本上升了62%，基本与营收增幅相当。毛利率从去年同期的16.3%小幅下降至今年的15.5%；净利率从去年同期的6.3%下降到5.5%，主要由于部分补贴尚未入账所致。我们认为，随着原材料价格逐步稳定，以及剩余补贴的入账，全年来看，公司的利润率水平将较去年保持稳定。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比(%)
营业收入	24,957.1	40,061.6	60.5
营业成本	20,897.4	33,847.8	62.0
营业税金及附加	202.1	273.5	35.3
毛利润	3,857.6	5,940.3	54.0
管理费用	710.1	1,059.4	49.2
销售费用	2,750.7	3,606.8	31.1
经营利润	396.8	1,274.1	221.1
资产减值	63.6	80.5	26.6
财务费用	(351.4)	(353.8)	0.7
公允价值变动收益	78.2	(0.4)	(100.5)
投资收益	34.2	(2.2)	(106.4)
营业外收入	1,130.7	1,172.7	3.7
营业外支出	21.3	20.3	(4.7)
税前利润	1,906.4	2,697.2	41.5
所得税	333.1	470.9	41.4
少数股东损益	0.6	18.7	3016.7
归属于母公司的净利润	1,572.7	2,207.6	40.4
每股收益(人民币)	0.837	0.783	(6.4)

资料来源：公司数据

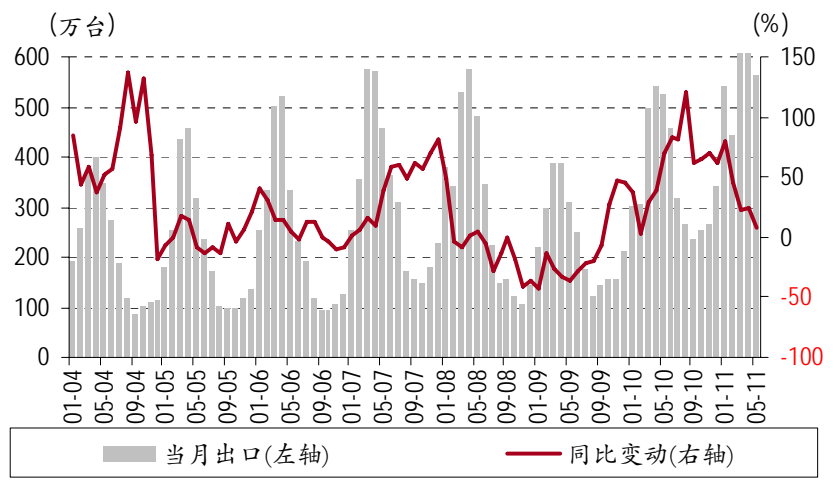
## 空调市场给力，格力产能不足

上半年，在家电市场整体需求出现放缓迹象的情况下，空调市场却一枝独秀，继10年之后依然保持快速增长。据统计，1-6月，空调内销实现3,362.8万台，同比增长34.4%；出口实现3,300万台，同比增长25.5%，合计销售6,713.2万台，同比增长30.8%。

节能惠民和家电下乡政策促进了空调市场的旺盛需求，而农村巨大的市场容量将成为未来空调市场持续快速增长的基础。随着农民收入的不断提高和消费观念的逐步转变，如今农民结婚以及外出打工农民为留守的老人购置空调成为农村需求的主要动力。截至2010年底，我国农村空调保有量仅为13台/百户，远远低于城镇107台的水平。尽管到今年底，空调内销市场将突破6,000万台，在这一巨大基数的前提下，我们仍然相信农村广阔的需求空间将是保证空调行业未来持续景气的根本动力。

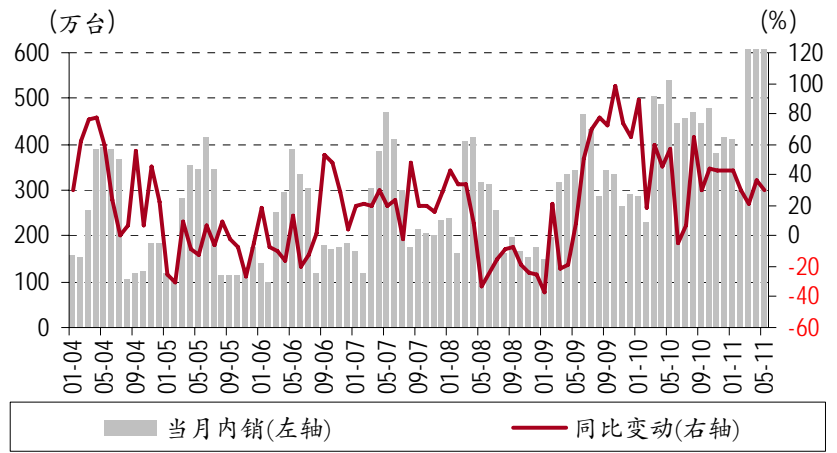
格力作为我国空调行业的领军企业，在技术和渠道上具有较强的竞争优势。当前面临的最主要问题是在强劲需求的背景下的产能瓶颈。预计，公司今年全年将实现空调产量近3,000万台，目前市场上供货出现紧张。随着郑州和武汉项目的投产，将逐步缓解当前的产能紧张问题。

图表 3. 空调出口



资料来源：公司数据

图表 4. 空调内销



资料来源：公司数据

### 业务向深度和广度拓展

公司正致力于在深度和广度上拓展业务，一方面向产业上游延伸，自主研发生产变频压缩机和高频电容等；另一方面加快进军商用领域，已推出包括冷冻冷藏、中央空调、高铁空调等产品。这些将为公司的长期成长添加新的动力，成为其业绩不断提升的助推器。

### 估值

我们对未来空调市场持续快速增长表示乐观，我们上调公司11-13年每股盈利预测，分别从1.924元、2.166元和2.385元分别上调至1.938元、2.4元和2.831元。基于15倍11年市盈率，目标价为28.50元，维持对其**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	42,637	60,807	72,670	87,036	100,855
销售成本	(31,956)	(47,409)	(55,179)	(65,245)	(75,371)
运营费用	(7,346)	(10,483)	(11,136)	(13,239)	(15,342)
<b>营业利润 (息税前利润)</b>	<b>3,336</b>	<b>2,915</b>	<b>6,355</b>	<b>8,552</b>	<b>10,142</b>
折旧与摊销	(422)	(444)	(553)	(762)	(881)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>2,913</b>	<b>2,471</b>	<b>5,801</b>	<b>7,790</b>	<b>9,260</b>
净利息收入(费用)	97	309	236	223	211
其它盈利/(亏损)	386	2,341	503	86	85
<b>税前利润</b>	<b>3,396</b>	<b>5,121</b>	<b>6,541</b>	<b>8,099</b>	<b>9,556</b>
所得税	(449)	(753)	(1,047)	(1,296)	(1,529)
少数股东损益	(18)	(28)	(33)	(39)	(46)
<b>净利润</b>	<b>2,929</b>	<b>4,341</b>	<b>5,461</b>	<b>6,764</b>	<b>7,982</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,600</b>	<b>2,397</b>	<b>5,062</b>	<b>6,709</b>	<b>7,927</b>
每股收益 (人民币)	1.040	1.540	1.938	2.400	2.831
核心每股收益 (人民币)	0.923	0.851	1.796	2.381	2.812
每股派息 (人民币)	0.500	0.300	0.659	0.840	0.991
营收增长率 (%)	1	43	20	20	16
息税前利润增长率 (%)	20	(15)	135	34	19
息税折旧前利润增长率 (%)	21	(13)	118	35	19
每股收益增长率 (%)	(37)	48	26	24	18
核心每股收益增长率 (%)	(42)	(8)	111	33	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	9,476	6,783	7,224	6,561	7,040
应收帐款	11,909	23,567	28,165	33,733	39,089
库存	5,824	11,559	13,454	15,908	18,377
其它流动资产	15,402	12,624	13,045	13,592	14,144
<b>流动资产合计</b>	<b>42,611</b>	<b>54,533</b>	<b>61,887</b>	<b>69,793</b>	<b>78,649</b>
固定资产	4,821	5,629	7,851	9,366	10,760
无形资产	505	1,050	1,050	1,050	1,050
其它长期资产	3,594	4,394	4,394	4,394	4,394
<b>长期资产合计</b>	<b>8,919</b>	<b>11,072</b>	<b>13,294</b>	<b>14,809</b>	<b>16,203</b>
<b>总资产</b>	<b>51,530</b>	<b>65,604</b>	<b>75,181</b>	<b>84,602</b>	<b>94,853</b>
应付账款	28,915	34,746	38,276	41,568	44,941
短期债	962	1,900	1,800	1,700	1,600
其它流动负债	10,962	13,029	14,206	15,166	16,160
<b>流动负债合计</b>	<b>40,839</b>	<b>49,675</b>	<b>54,282</b>	<b>58,434</b>	<b>62,702</b>
长期借款	0	1,854	2,154	2,454	2,754
其他长期负债	38	64	64	64	64
股本	1,879	2,818	2,818	2,818	2,818
储备	8,091	10,485	15,122	20,051	25,688
<b>股东权益</b>	<b>9,970</b>	<b>13,303</b>	<b>17,940</b>	<b>22,869</b>	<b>28,506</b>
少数股东权益	683	709	742	781	827
<b>负债权益总计</b>	<b>51,530</b>	<b>65,605</b>	<b>75,182</b>	<b>84,602</b>	<b>94,853</b>
每股账面价值 (人民币)	3.54	4.72	6.37	8.12	10.11
每股有形资产 (人民币)	3.36	4.35	5.99	7.74	9.74
每股净负债/(现金) (人民币)	(3.02)	(1.05)	(1.13)	(0.83)	(0.93)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	3,396	5,121	6,541	8,099	9,556
折旧与摊销	422	444	553	762	881
净利息费用	(97)	(309)	(236)	(223)	(211)
营运资本变动	16,329	(13,066)	(2,205)	(4,315)	(4,005)
支付税金	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(10,601)	8,426	(1,075)	(1,317)	(1,549)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>9,450</b>	<b>616</b>	<b>3,578</b>	<b>3,006</b>	<b>4,673</b>
固定资产净采购	(716)	(2,482)	(2,800)	(2,300)	(2,301)
投资减少/(增加)	0	1	0	0	0
其它投资现金流	(2,377)	594	50	41	39
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(3,093)</b>	<b>(1,887)</b>	<b>(2,750)</b>	<b>(2,259)</b>	<b>(2,262)</b>
净资产增加	466	0	20	20	20
净负债增加	956	2,217	200	200	200
支付股息	(376)	(930)	(845)	(1,857)	(2,367)
其它筹资现金流	(1,127)	(2,702)	238	226	215
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(81)</b>	<b>(1,415)</b>	<b>(387)</b>	<b>(1,411)</b>	<b>(1,932)</b>
现金余额变动	6,276	(2,686)	441	(663)	479
年初现金	3,182	9,473	6,711	7,152	6,488
公司自由现金流	6,561	(1,156)	1,224	1,130	2,682
股权自由现金流	7,309	903	1,264	1,170	2,823

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	7.8	4.8	8.7	9.8	10.1
息税前利润率 (%)	6.8	4.1	8.0	9.0	9.2
税前利润率 (%)	8.0	8.4	9.0	9.3	9.5
净利率 (%)	6.9	7.1	7.5	7.8	7.9
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率 (倍)	13.0	13.5	35.8	38.7	53.2
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	22.0	14.9	11.8	9.5	8.1
核心业务市盈率 (倍)	24.8	26.9	12.7	9.6	8.1
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	30.9	33.5	15.9	12.0	10.1
市净率 (倍)	6.5	4.9	3.6	2.8	2.3
价格/现金流 (倍)	6.8	104.8	18.0	21.5	13.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	17.0	21.4	9.8	7.4	6.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	60.6	66.9	82.7	82.1	83.0
应收帐款周转天数	110.5	106.5	129.9	129.8	131.8
应付帐款周转天数	195.9	191.1	183.4	167.4	156.5
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	48.1	19.5	34.0	35.0	35.0
净资产收益率 (%)	33.8	37.3	35.0	33.2	31.1
资产收益率 (%)	6.2	3.6	6.9	8.2	8.7
已运用资本收益率 (%)	33.7	20.2	30.7	32.6	31.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371