

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

**格力电器 (000651)**

参加公司股东大会的动态报告

**推荐**

(维持评级)

2011年9月19日

# 持续创新下的增长魅力

证券分析师： 王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

### 事项：

近期我们参加了公司股东大会，与公司高管就行业需求增长趋势、公司经营动向等进行了深入沟通。

### 评论：

#### ■ 持续的科技创新支持公司获取进一步的成长

此次调研当中，公司指出了多项获取产品创新以及下降成本的突破。公司提到的变频控制器成本下降幅度、1.5-3匹变频空调当中采用铁氧体替代钕铁硼的进度，均超出我们之前的预期，这使得公司将变频空调时代的竞争当中占据上风。预期2012年冷年（指2011年8月到2012年7月的时段）中国大陆变频空调应用比率将超过40%，或达到50%。所以这些新品突破或成本下降，都源于公司的科技创新。

- ✓ 变频空调技术国际领先，包括变频控制、低频运行等。
- ✓ 每台变频控制器下降成本40-50元，已进入量产，逐步替换原有控制器。
- ✓ 针对钕铁硼价格的大幅上涨，公司快速进行了用铁氧体对钕铁硼的成功替代，尤其是1.5匹以上空调的替代，是国内外其他同行都不能完成的。而公司在3匹以下变频空调的压缩机所用磁体，全部可以实现用铁氧体替代钕铁硼，替代完成后成本下降100-400元（1匹以下空调下降100多元成本），1匹以下空调采用铁氧体替代后，其成本只比钕铁硼价格上涨之前的成本只高出10多元的成本。公司表示连日本同行都没有掌握在1.5匹以上空调中对钕铁硼的替代。公司同时表示在0.5—1个月就可以实现1.5匹以上空调对钕铁硼替代的量产，大幅提升公司的变频空调的产品性价比和竞争力。
- ✓ 离心机、螺杆机进一步节能技术获取突破性进展，朱总还表示第二阶段的节能突破还会在近期很快获得成果。大型离心机运行一年所节约的电费，甚至可以购买一台新的机器。
- ✓ 劳动生产率（以每人年均销售额来衡量，当前约为100多万/人、年）年均提升15-20%，均是通过改革工艺、更新设备等方式完成的，每年都列入公司科技进步奖范围内。比如近期公司将把冷凝器、蒸发器当中转配铜管的装配过程实现自动化。即便人工成本有进一步的较大幅度上升，公司也能通过提升劳动生产率进行较好的化解。

#### ■ 公司将继续展现其龙头企业的增长魅力

从8月份以来公司的安装卡统计表现来看，也继续保持了增长，显示零售端仍在增长。另外近期经销商打款更是表现突出，新的2012年冷年以来，即今年8月份至今，公司从经销商获得的打款同比增长60%，这充分显示了经销商对后期市场销售的信心。

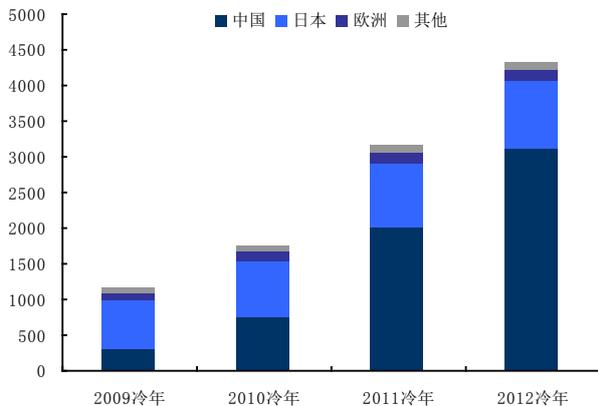
对行业需求增长趋势而言，公司继续强调县级以下市场的成长依然非常强劲，城市当中的工程机消费也表现较好，城市中的居民消费有所回落，但后期不断出现的城市更新需求会对新房屋消费带动的需求有所弥补。保障房、廉租房供应比率的增加，也将使得我国房屋供应结构更为合理，有利于家电消费的稳步增长。

空调行业明年增速会比 2011 年放缓，但公司表示非常有信心继续保持较好的增长趋势。我们大致测算下来即使行业出现不增长的局面，公司仍有很大可能在 2012 年实现 15-20%或到 25%的更好一些的成长。实现方式可能路径包括：

- 1、行业获得 10-15%的增速，公司获得超越行业的增速，且在较好的成本下降措施、新产品增长推动下获得利润增速略高于收入增速。
- 2、行业出现不增长或低于 5%的增速，公司仍有超越行业平均增速表现，除公司自身成本下降措施、新产品增长推动下，加上因需求下滑导致的上游材料成本价格下降，公司可获得利润率的显著提升。

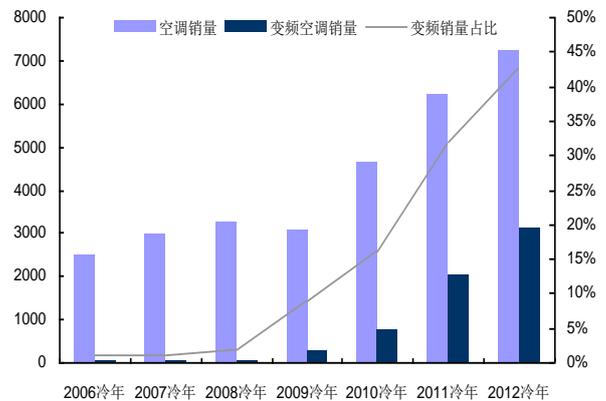
公司利润的新增长点还将在中央空调、财务公司盈利能力上升当中。我们预计公司 2012 年冷年实现 50%左右增长的可能性较大，京沪高铁车站基本都使用了公司的中央空调产品。且中央空调业务的盈利能力在 2011 年得到了较好的保持，中央空调业务净利润率仍保持 10%多一点的水平，这一点来说比我们同类上市公司表现更好。其次利润的补充还将体现在财务公司的盈利上升中，2011 年由于公司的公开增发，公司对财务公司的经营更为保守，一些卖方信贷等经营方式都出现暂停，未来将在银监局对财务公司的业务范围也会进一步放开，公司将合理评估风险的情况下增加财务公司的盈利能力。

图 1：全球变频空调分布预期（万台）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

图 2：中国市场变频空调销量及占比（万台、%）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

### ■ 出口利润率将出现明显好转

2011 年上半年的出口订单所获取利润相当有限，主要是由于当时确定价格时的材料成本较低，包括铜价、冷媒价格等，但随着后期材料成本的上涨，而前期已经确定的价格无法调整，导致上半年出口利润受到大幅度削弱。这一点我们可以从公司近年来出口收入和毛利率变化的数据很明显的看出来，2011 年上半年公司出口毛利率仅为 4.8%，为 2008 年以来的最低水平，但收入达到 93 亿元，与 2010 年全年出口 97.5 亿元基本相当，概括来说就是虽收入大幅增长，但利润却相当有限。

2012 年冷年开始，从 8 月份至今，虽然出口数量增幅只有约 10%，但销售金额增幅达到 40%，这主要是公司调整出口产品结构、提升产品单价所致，2012 年的出口利润率有望恢复到正常水平。公司同时表示在外围经济环境不景气的情况下，空调出口肯定也会受到一定的影响，尤其以对欧美地区出口受影响最大（这部分出口目前占到公司出

口比值约 1/3)，对南美、南亚、东南亚、非洲以及中东的影响不会太大，公司会调整其产品结构、出口区域分布，表示对 2012 年新冷年的销量增长抱有信心，更主要表示销售金额增速会高于销量增速。

对国际化进程方面，公司再一次表示不可一蹴而就，必须求稳，水到渠成。公司今年在美国成立了新的公司，实现成效也有待公司的进一步努力。

**表1：公司出口收入及毛利率表现（百万元、%）**

	2008 年		2009 年		2010 年		2010 年 1-6 月		2011 年 1-6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
内销	29,631	21.61%	33,234	25.68%	46,603	25.12%	17,791	19.47%	28,806	18.53%
出口	9,464	15.71%	5,835	18.57%	9,751	8.87%	5,743	5.55%	9,291	4.81%
合计	39,095	20.18%	39,069	24.62%	56,355	22.31%	23,534	16.07%	38,097	15.18%
出口收入占比	24.21%		14.94%		17.30%		24.40%		24.39%	

资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所整理

### ■ 对渠道的掌控能力进一步上升

公司的销售架构方面，仍然是大部分省份是一个省份对应一个销售公司，有的省份由于销售金额较高而分为几个销售公司（如广东省）；往下在地级市会以分公司的形式来管理，再次是县级市会有代理点；通过这样的三级销售网络对全国各区域进行覆盖。对苏宁、国美等渠道虽出现部分店面撤出的情况，主要是由于部分区域门店不满足公司的要求，且这样的现象也是动态变化的，在这些店面满足公司的合作要求后，也会重新恢复互相的销售合作关系。目前来看也没有影响公司的成长，我们对此并不担心，反而认为近年来随着公司创新产品的领先、市场份额增加，公司对渠道的掌控能力逐年上升。

### ■ 维持对公司的“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，此次调研所了解到的公司产业链配套所获得的成本下降程度超出预期的，8 月份以来经销商打款同比增 60%，以及出口金额同比增 40% 也将极大提升市场对公司的成长信心。我们维持对公司的“推荐”评级，继续认为公司是家电行业中的配置首选品种。

预计三季度每股收益约 0.58 元，增速预期在 23% 或者更好一些，收到补贴的金额目前时点仍不能最后确定。

预期 2011、2012 年每股收益 2.00、2.41 元。

## 附表 1: 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	21791	28064	36387	营业收入	60807	83306	99967	117961
应收款项	23567	29671	35605	42014	营业成本	47409	66478	77475	90948
存货净额	11559	14592	17017	19992	营业税金及附加	539	708	850	1003
其他流动资产	4168	4165	4998	5898	销售费用	8410	9164	11496	13919
				<b>10436</b>	管理费用	1978	2275	2841	3345
<b>流动资产合计</b>	<b>54533</b>	<b>70292</b>	<b>85757</b>	<b>3</b>	财务费用	(309)	(320)	(524)	(706)
固定资产	5629	6426	6532	6585	投资收益	62	30	30	30
无形资产及其他	1049	1009	968	927	资产减值及公允价值变动	(30)	(80)	(10)	(10)
投资性房地产	4372	4372	4372	4372	其他收入	(65)	0	0	0
长期股权投资	22	22	22	22					
				<b>11626</b>	营业利润	2747	4952	7849	9472
<b>资产总计</b>	<b>65604</b>	<b>82120</b>	<b>97650</b>	<b>8</b>	营业外净收支	2310	1700	200	100
短期借款及交易性金融负债	1900	25	25	25	<b>利润总额</b>	<b>5056</b>	<b>6652</b>	<b>8049</b>	<b>9572</b>
应付款项	22739	31008	36162	42484	所得税费用	753	984	1207	1436
其他流动负债	25035	31189	36775	43375	少数股东损益	27	36	44	52
<b>流动负债合计</b>	<b>49675</b>	<b>62223</b>	<b>72962</b>	<b>85884</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4276</b>	<b>5631</b>	<b>6798</b>	<b>8084</b>
长期借款及应付债券	1854	1854	1854	1854					
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>64141</b>	<b>74881</b>	<b>87804</b>					
少数股东权益	709	734	765	802					
股东权益	13303	17244	22003	27662					
				<b>11626</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>65604</b>	<b>82120</b>	<b>97650</b>	<b>8</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4276	5631	6798	8084
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)	(320)	(524)	(706)
营运资本变动	(12363)	5303	1549	2640
其它	(68)	13	29	35
<b>经营活动现金流</b>	<b>(7592)</b>	<b>11691</b>	<b>9113</b>	<b>11549</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)	(1689)	(2039)	(2425)
其它融资现金流	(545)	(1875)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1234</b>	<b>(3565)</b>	<b>(2039)</b>	<b>(2425)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(7739)</b>	<b>6625</b>	<b>6273</b>	<b>8323</b>
货币资金的期初余额	22905	15166	21791	28064
货币资金的期末余额	15166	21791	28064	36387
企业自由现金流	(11113)	8442	7683	10051
权益自由现金流	(9804)	6840	8128	10652

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.52	2.00	2.41	2.87
每股红利	0.34	0.60	0.72	0.86
每股净资产	4.72	6.12	7.81	9.82
ROIC	14%	26%	51%	73%
ROE	32%	33%	31%	29%
毛利率	22.03%	20.20%	22.50%	22.90%
EBIT Margin	4%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	5%	6%	8%	8%
收入增长	43%	37%	20%	18%
净利润增长率	47%	32%	21%	19%
资产负债率	80%	79%	77%	76%
息率	1.5%	2.6%	3.2%	3.8%
P/E	15.1	11.5	9.5	8.0
P/B	4.9	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	39.8	24.1	17.4	16.0

资料来源: 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。