

格力电器 (000651.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

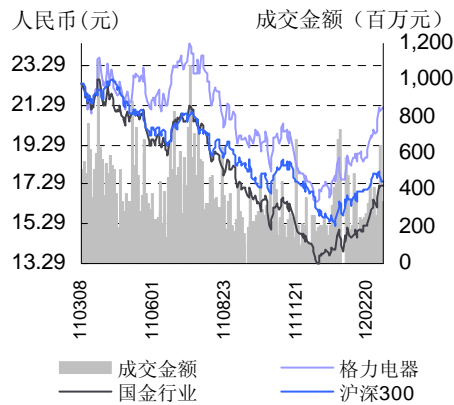
市价(人民币): 21.21元

## 4Q 补贴未如期到账, 或将增厚今年 1Q 业绩

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,873.90
总市值(百万元)	63,796.83
年内股价最高最低(元)	24.40/16.39
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《公开增发价 17.16 元, 建议积极参与》, 2012.1.11
2. 《季末预收账款高于 4Q10 收入 38% 是亮点》, 2011.10.28
3. 《行业放缓更显公司竞争力, 三季报有望更靓丽》, 2011.9.19

蒋毅

联系人  
(8636)11937527  
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019  
(8621)61038318  
wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	3.489	3.414	1.861	2.147	2.610
每股净资产(元)	5.31	4.72	6.58	8.73	10.56
每股经营性现金流(元)	5.03	0.22	1.66	3.22	3.01
市盈率(倍)	14.14	5.69	11.40	9.88	8.13
行业优化市盈率(倍)	46.92	20.19	20.19	20.19	20.19
净利润增长率(%)	39.36%	46.76%	22.65%	23.11%	21.59%
净资产收益率(%)	29.22%	32.15%	28.28%	24.59%	24.72%
总股本(百万股)	834.93	1,252.40	2,817.89	3,007.87	3,007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 格力电器发布业绩快报: 2011 年实现营业收入 835.9 亿元, 同比增长 37.5%; 归属于上市公司股东的净利润为 52.4 亿元, 同比增长 22.7%; EPS 为 1.861 元(按增发后股本除权为 1.74 元), 尽管略低于我们前次点评报告中的预测, 但应该基本符合近期市场已经调整过的预期。

## 经营分析

- **4Q11 收入增速显著优于行业, 行业老大的地位进一步巩固。**公司 4Q11 收入增速降至 18.2% 基本符合预期(图表 1), 而根据产业在线 4Q 行业内销量 YoY-16%、出口量 YoY-21%; 即使考虑提价因素(约为 5-10%), 格力也显著优于行业。由于美的为战略转型进行了人员及销售策略调整, 在均价差未缩小的情况下, 4Q11 格力的市场份额开始与美的的差距拉大(图表 2、3); 2012 年 1 月格力在出货量和零售量的份额同比都有明显提升, 中怡康份额同比提高了 5 个百分点(图表 4)。
- **4Q11 净利率在补贴未大规模确认的情况下仍有 7.5%, 毛利率高于同期: 4Q11 是公司 2010 年以来营业外收支最少的一个季度(图表 1), 但净利率依然能达到 7.5%, 充分说明投资者不用担心 2012 年补贴收入减少后对盈利能力的影响。**盈利能力提升一方面是原材料价格下降(图表 6、7)和提价带来的剪刀差; 另一方面是外销策略调整为做有利润的订单。
- **预计 1Q12 净利润增速 30% 的预期。**公司在 1 月基数最高且有长假的情况下实现了内外销量持平, 则 1Q 收入增长可能达到 10%, 加上出口净利率明显提升(去年同期 0.5%、今年 3%), 以及待确认的补贴收入(经测算估计有 3 亿, 图表 5), 一季度增长超过 30% 的可能性存在。

## 盈利调整及投资建议

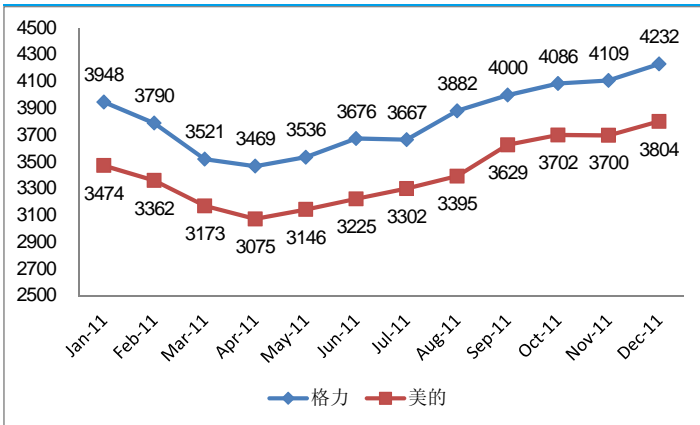
- 预计公司 2011-2013 年收入为 836、970、1113 亿元, 增速为 37.6%、16.0%、14.7%; 按增发后股本 EPS 为 1.744、2.147、2.610 元, 净利润增速为 22.7%、23.1%、21.6%。
- 格力质地优秀已毋庸赘言。短期看, 公司在行业增速放缓下竞争力更加突出; 长期看, 公司在暖通空调及制冷领域还有大空间(家用+商用), 到 2015 年复合增速 18% 完全可期; 现价对应 10X12PE, 估值水平还能随着市场整体估值的上行而向上(牛市下 15X 也合理), 维持“买入”评级。

图表1: 利润表分拆及点评 (4Q11 列中紫色部分为估计, 其余为确切数字)

		1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	4Q11	4Q11	点评
										同比	环比	
单季收入及增速	营业收入 (百万元)	10227	14919	19152	16510	17274	22965	23835	19520	18.2%	-18.1%	这些都符合预期。2011年收入中央空调约60亿。
	收入YoY	76.2%	16.0%	6.2%	4.4%	68.9%	53.9%	24.5%	18.2%			
利润表结构百分比	毛利率	21.3%	12.6%	25.1%	25.2%	16.4%	14.8%	20.5%	25.5%	0.3	5.0	
	-营业税金及附加	1.0%	0.7%	0.9%	1.1%	0.6%	0.8%	0.6%				
	-销售费用率	15.1%	8.1%	17.6%	13.8%	9.8%	8.4%	11.6%	12.3%	-1.5	0.7	
	毛利率-费用率	6.2%	4.5%	7.5%	11.4%	6.7%	6.4%	8.9%	13.2%	1.8	4.3	
	-管理费用率	3.2%	2.6%	2.4%	4.9%	2.8%	2.5%	3.1%	-4.5%	-9.4	-7.6	
	-财务费用率	-1.5%	-0.3%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.2%				
	-资产减值损失	0.6%	0.0%	-0.2%	0.5%	0.6%	-0.1%	0.0%				
	+公允价值变动收益	0.2%	0.4%	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.1%				
	+投资收益	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%				
	+营业外收支	3.8%	4.8%	3.2%	3.6%	2.9%	2.8%	2.3%	0.33%	-3.3	-2.0	
=利润总额	7.6%	7.5%	8.1%	9.7%	6.4%	6.9%	8.2%	8.7%	-1.0	0.5		
-所得税费用	1.4%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%					
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%					
归属于母公司所有者净利润率	6.2%	6.3%	6.9%	8.4%	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	-0.8	1.0		
单季净利润及增速	净利润 (百万元)	639	934	1317	1386	935	1273	1565	1472			盈利预测符合我们周报中已做下调的预期。较前期低主要就是因为4Q11补贴收入没有大规模确认。
	净利润YoY	60.7%	27.2%	36.1%	8.5%	46.3%	36.3%	18.8%	6.3%			

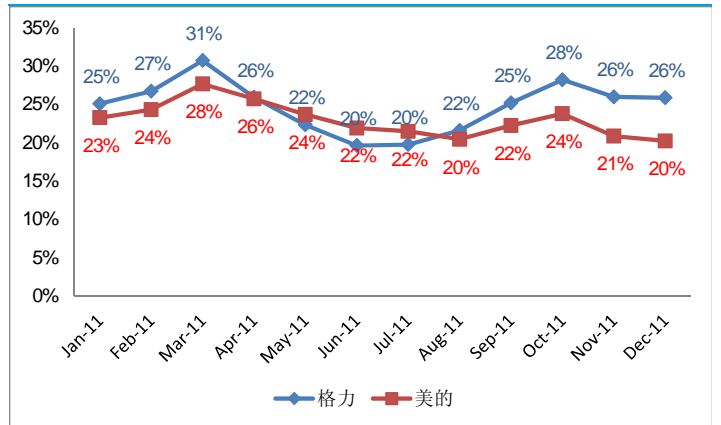
来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表2: 格力、美的的月均价差保持稳定



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表3: 销量市场份额, 格力拉大与美的差距



图表4: 今年1月格力的内销市场份额进一步拉开与美的的差距

	内销				出口			内销			出口
	产业在线内销		中怡康		产业在线出口			产业在线内销	中怡康份额	产业在线出口	
	2011年1月	2012年1月	2011年1月	2012年1月	2011年1月	2012年1月		2012年1月	2012年1月	2012年1月	
格力	36.1%	45.9%	25.19%	30.10%	24.10%	25.00%	格力	9.8	4.9	0.9	
美的系	27.7%	26.2%	23.58%	21.01%	29.60%	30.00%	美的系	-1.5	-2.6	0.4	
海尔	6.0%	7.5%	9.71%	9.89%	5.60%	3.70%	海尔	1.5	0.2	-1.9	
志高	6.0%	2.3%	5.45%	5.87%	3.70%	4.50%	志高	-3.7	0.4	0.8	
海信科龙	3.6%	2.7%	6.83%	6.20%	3.70%	3.40%	海信科龙	-0.9	-0.6	-0.3	
CR3	69.8%	79.6%	58.5%	61.0%	59.3%	58.7%	CR3	9.8	2.5	-0.6	
CR5	79.4%	84.6%	72.6%	73.6%	66.7%	66.6%	CR5	5.2	1.0	-0.1	
CR10			86.1%	89.9%			CR10		3.7		

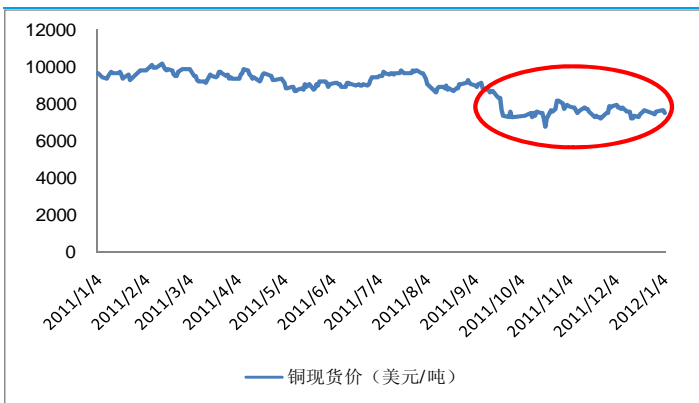
来源: 中怡康, 产业在线, 国金证券研究所

图表5: 测算格力尚未收到的补贴金额

(百万元)	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
格力历史记账补贴		242	1041		1106		1136	
美的历史记账补贴		229	620		1300	431	预计650	
(万台)	从09年6月1日至10年5月31日高效节能空调推广数量看两者的差距							
格力	606							
美的	465							
格力VS美的	130%							
(百万元)	2009-2010年收到补贴	1H11收到补贴	3Q11收到补贴	理应累计收到的补贴	预计4Q11-1Q12收到补贴			
格力	2,389	1,136	500	4,329 (=3330*130%)	304 (=理应累计收到的补贴-2009年至今收到的补贴)			
美的	2,580	650	100	3,330 (=2009年至今收到的补贴; 因为美的收到补贴及时, 因此假设4Q再无补贴可收到)	0			
格力VS美的	93%	---	---	130% (假设收到补贴的差异与推广数量的差异一致)	---			

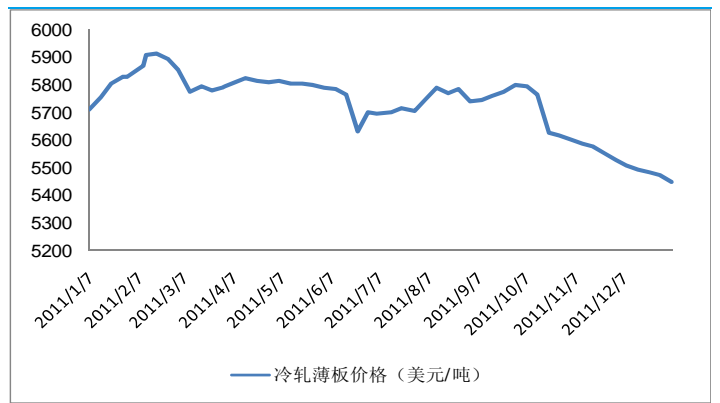
来源: 公司财报, 发改委, 国金证券研究所

图表6: 主要原材料铜的现货价3Q11至今价格下降



来源: LME, 国金证券研究所

图表7: 主要原材料冷轧薄板4Q11至今价格下降



图表8: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	42,200	42,637	60,807	83,650	97,057	111,302	货币资金	3,666	22,905	15,166	18,000	27,470	35,981
增长率		1.0%	42.6%	37.6%	16.0%	14.7%	应收账款	13,907	11,909	23,567	35,211	38,866	44,571
主营业务成本	-33,758	-31,972	-47,474	-67,325	-76,179	-86,886	存货	4,790	5,824	11,559	12,783	14,050	16,025
%销售收入	80.0%	75.0%	78.1%	80.5%	78.5%	78.1%	其他流动资产	914	1,973	4,240	4,114	4,493	5,114
毛利	8,442	10,665	13,333	16,325	20,878	24,416	流动资产	23,277	42,611	54,533	70,107	84,879	101,691
%销售收入	20.0%	25.0%	21.9%	19.5%	21.5%	21.9%	%总资产	75.6%	82.7%	83.1%	86.8%	88.8%	90.4%
营业税金及附加	-363	-403	-539	-586	-679	-779	长期投资	81	879	1,287	1,322	1,357	1,392
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	4,573	4,821	5,629	6,649	6,655	6,769
营业费用	-4,403	-5,798	-8,410	-8,783	-10,094	-11,575	%总资产	14.8%	9.4%	8.6%	8.2%	7.0%	6.0%
%销售收入	10.4%	13.6%	13.8%	10.5%	10.4%	10.4%	无形资产	458	508	1,066	1,058	1,067	1,075
管理费用	-1,271	-1,567	-1,978	-2,677	-3,106	-3,450	非流动资产	7,523	8,919	11,072	10,629	10,679	10,836
%销售收入	3.0%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%	%总资产	24.4%	17.3%	16.9%	13.2%	11.2%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	2,405	2,898	2,406	4,279	6,999	8,612	<b>资产总计</b>	<b>30,800</b>	<b>51,530</b>	<b>65,604</b>	<b>80,736</b>	<b>95,558</b>	<b>112,527</b>
%销售收入	5.7%	6.8%	4.0%	5.1%	7.2%	7.7%	短期借款	8	1,212	1,900	2,268	0	0
财务费用	-85	97	309	271	379	684	应付款项	17,627	29,822	35,736	45,125	51,575	59,034
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	其他流动负债	5,434	9,806	12,038	13,015	16,797	18,812
资产减值损失	-3	-29	-100	-41	-32	-41	流动负债	23,069	40,839	49,675	60,408	68,372	77,846
公允价值变动收益	0	2	69	0	0	0	长期贷款	0	0	1,854	954	54	55
投资收益	9	7	62	80	80	80	其他长期负债	3	38	64	85	85	85
%税前利润	0.4%	0.2%	1.2%	1.3%	1.0%	0.8%	<b>负债</b>	<b>23,073</b>	<b>40,878</b>	<b>51,593</b>	<b>61,447</b>	<b>68,511</b>	<b>77,986</b>
营业利润	2,327	2,975	2,747	4,589	7,426	9,335	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,475</b>	<b>9,970</b>	<b>13,298</b>	<b>18,542</b>	<b>26,260</b>	<b>31,755</b>
营业利润率	5.5%	7.0%	4.5%	5.5%	7.7%	8.4%	少数股东权益	250	683	709	34	73	136
营业外收支	67	406	2,310	1,770	400	200	<b>负债股东权益合计</b>	<b>30,800</b>	<b>51,530</b>	<b>65,604</b>	<b>80,736</b>	<b>95,558</b>	<b>112,527</b>
税前利润	2,394	3,380	5,056	6,359	7,826	9,535	<b>比率分析</b>						
利润率	5.7%	7.9%	8.3%	7.6%	8.1%	8.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-278	-449	-753	-1,081	-1,330	-1,621	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.6%	13.3%	14.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	2.596	3.489	3.414	1.861	2.147	2.610
净利润	2,116	2,932	4,303	5,278	6,495	7,914	每股净资产	5.968	5.307	4.719	6.580	8.730	10.557
少数股东损益	25	18	27	34	39	63	每股经营现金净流	0.294	5.030	0.219	1.662	3.223	3.008
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	4,276	5,244	6,456	7,850	每股股利	0.400	0.000	0.300	0.000	0.644	0.783
净利率	5.0%	6.8%	7.0%	6.3%	6.7%	7.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	27.97%	29.22%	32.15%	28.28%	24.59%	24.72%
							总资产收益率	6.79%	5.65%	6.52%	6.55%	6.81%	7.14%
							投入资本收益率	27.47%	21.13%	11.49%	16.23%	21.95%	22.32%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	42.62%	37.57%	16.03%	14.68%
							EBIT增长率	74.11%	20.46%	-16.96%	77.85%	63.56%	23.04%
							净利润增长率	64.63%	39.36%	46.76%	22.65%	23.11%	21.59%
							总资产增长率	20.56%	67.31%	27.31%	23.07%	18.36%	17.76%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	6.3	6.7	6.9	6.3	6.3	6.3
							存货周转天数	65.0	61.0	67.5	70.0	68.0	68.0
							应付账款周转天数	93.8	114.7	97.8	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	37.4	39.5	33.2	28.4	24.5	21.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-47.34%	-203.66%	-81.96%	-79.92%	-104.36%	-112.85%
							EBIT利息保障倍数	28.3	-29.9	-7.8	-15.8	-18.4	-12.6
							资产负债率	74.91%	79.33%	78.64%	76.78%	72.23%	70.97%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	14	17	45
买入	0	0	1	1	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.05	1.10

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-22	买入	17.78	18.90 ~ 21.10
2 2010-11-24	买入	16.96	21.10 ~ 23.90
3 2011-03-24	买入	22.19	27.70 ~ 27.70
4 2011-04-24	买入	22.44	27.70 ~ 30.40
5 2011-07-27	买入	23.75	28.60 ~ 29.60
6 2011-09-19	买入	19.33	28.40 ~ 29.40
7 2011-10-28	买入	19.87	26.00 ~ 26.00
8 2012-01-11	买入	17.95	23.80 ~ 25.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B