

逆境中彰显公司龙头地位

——格力电器（000651）业绩快报点评

2012年3月12日

推荐/维持

格力电器

财报点评

王玉泉	TMT 行业分析师	执业证书编号: S1480510120008
联系人: 李常	家用电器行业分析师	lichang@dxzq.net.cn 010-66507315

事件:

公司公布了 2011 年业绩快报, 营业收入为 836 亿元, 同比增长 37.48%; 营业利润为 45.8 亿元, 同比增长 66.97%; 归属于上市公司净利润为 52.44 亿元, 同比增长 22.67%。营业收入的增长基本符合我们此前的预期, 净利润的增长略低于我们此前 25% 的预期。

观点:

1. 公司逆境中扩大市场份额

2011 年国内空调行业在政策刺激效应减弱、房地产调控造成城镇需求不足的情况下, 同比增速逐月下滑, 全年销售总量 1.1 亿台, 同比增速 15.12%。公司作为行业龙头同比增速达 30.55%, 远高于行业平均水平。四季度空调行业销量同比增速下滑 18.16%, 公司四季度同比增速仅下滑 3.6%。

我们认为公司销量增速远好于行业水平的原因为来自于两方面: 2011 年节能空调补贴和家电下乡的政策效应减弱, 消费者从对产品价格的关注逐步转变为对产品品牌和品质的关注, 格力凭借龙头企业的优势挤压了其他品牌尤其是三四线品牌的生存空间; 去年空调行业销售逐月下滑, 行业面临高库存的问题, 其他企业采取了降低开工率去库存的措施, 而格力本身的库存水平较低, 使得格力的销量增速远高于行业。在格力销量增速远好于行业的情况下, 格力的出货量占比也在下半年提升到了 35% 到 40% 的高位。

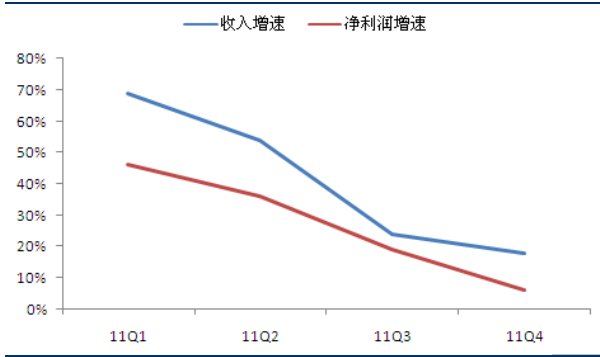
2. 净利润率环比改善明显

我们根据公司的业绩快报测算出公司收入分季度同比增速为 69%、54%、24%、18%, 净利润同比增长 46%、36%、19%、6%。四季度净利润率约为 7.58%, 远低于去年同期 8.5% 的水平, 去年的高净利润率与收到的节能空调补贴、产品提价有关。不过四季度的净利润率环比第三季度的 6.7% 仍有较大改善, 原因主要来自于两方面: 原材料成本中的铜价格下滑明显; 从行业角度看, 变频空调占比一直在持续提升, 公司也在通过高端化战略调整产品结构。

3. 2012 年收入目标超千亿

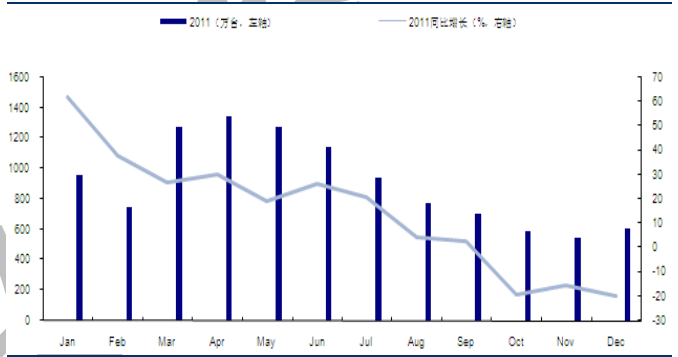
家用空调是公司的支柱业务。当前家用空调市场空间仍然很大, 公司非常看好中西部和广大农村的空调需求, 为此公司在郑州、石家庄进行了产能布局。2012 年 1 月份, 在 11 年同期高基数和 12 年春节因素的双重影响下, 公司 1 月份内销出货量仅下降 7 个百分点, 远好于预期。公司在商用空调领域借助总部和武汉的募投项目进行了大量投入, 商用空调业务对公司的贡献也将逐步体现。我们认为 2012 年公司在内销市场占比维持在 40% 以上高位、出口规模不断扩大的情况下, 收入将达到千亿目标。

图 1：公司 2011 年分季度同比增速回落



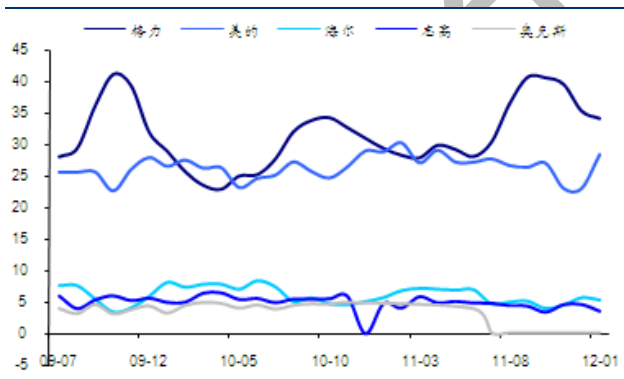
资料来源：产业在线，东兴证券

图 2：空调行业 2011 年销量及同比增速



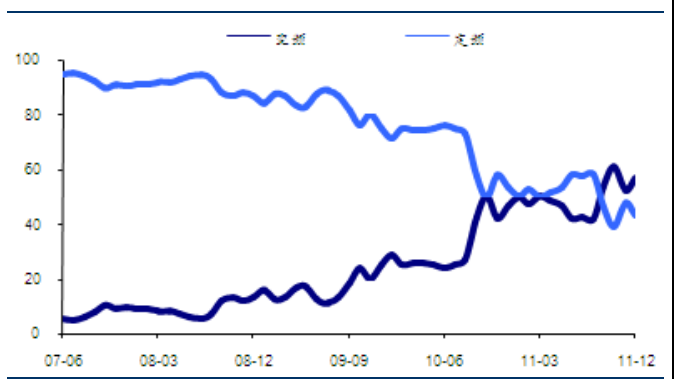
资料来源：产业在线，东兴证券

图 3：空调分品牌出货量占比



资料来源：产业在线，东兴证券

图 4：变频空调零售量占比



资料来源：中怡康，东兴证券

结论：

作为空调领域的龙头企业，格力电器的市场份额稳步上升。随着公司募投项目的顺利进行，公司在家用空调领域维持优势地位的同时，将扩大商用空调领域的优势。公司提出十二五末冲2000亿元的收入目标。我们预计公司2012-2013年摊薄EPS分别为2.1元、2.52元，对应动态PE分别为10.3倍、8.6倍。公司当前估值优势明显，维持“推荐”评级。

风险提示：

- 1、销量增速低于预期。
- 2、原材料价格波动。

表 1：盈利预测简表

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	42637.29	60807.24	83390.00	100520.50	118993.97
(+/-)%	1.04	42.62	37.14	20.54	18.38
净利润（百万元）	2913.45	4275.72	5208.83	6312.38	7580.78
(+/-)%	48.15	46.76	21.82	21.19	20.09
每股收益(元)	1.55	1.52	1.85	2.10	2.52
PE	13.94	14.21	11.69	10.29	8.57

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

联系人简介

李常

清华大学工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事家用电器行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。