

增长确定，估值便宜

格力电器（000651.SZ）

推荐 首次评级

核心观点：

1. 增长确定，2012年收入目标千亿

2011年预计公司实现收入836亿元，同比增长37.5%；实现净利润52.4亿元，同比增长22.7%。按照最新股本摊薄后EPS1.74元。公司2012年收入目标为突破1000亿元，盈利水平稳中有升，业绩增长20%确定性强。2012年一季度，公司空调销量增长稳定，市占率大幅提升，

2. 我们的分析与判断

（一）行业需求并不过分悲观。经过前期不断消化，空调行业需求正逐步复苏。根据产业在线数据，一季度空调行业销量下滑幅度不断收窄。目前行业整体库存健康，格力库存存在2个月以内。二季度旺季来临，出货还将逐步加大，对行业需求的预期不必过分悲观。

（二）主要竞争对手战略收缩，格力份额显著提升。2011年美的主动进行战略转型，市占率有所下滑。格力抓住机会，抢占市场，市场份额出现显著提升。根据产业在线数据，2011年全年，格力累积总销量3455万台，同比增30.5%，市占率31.7%，同比提升4个百分点。2012年1-2月份公司空调销量510万台，同比增长4.1%，累计市占率32.6%，提升近4个百分点，龙头份额增长显著。

（三）主要竞争对手“转型”优化行业良性竞争，行业整体盈利能力稳步提升，格力受益最为明显。美的电器过往经营策略较为激进，通过低价策略，对行业整体及其他竞争对手形成压制。美的进行战略转型，不过分追求收入增长，不打价格战，对整个行业均价提升和盈利能力提升都能够形成一定利好。格力凭借在高端产品上的技术和成本优势，相比行业内其他竞争对手，盈利提升更为明显。

另一方面，目前原材料价格维持低位，相对2011年年初有较大降幅。较大缓解成本压力，更有利于龙头企业盈利能力的提升。

3. 投资建议

2012年，公司在增发完成后，进一步补充资本金。从2012年开年情况看，公司在销量增长、均价提升以及盈利水平提升后，在规模和盈利上都有望再超预期。综合考虑，预计公司2012/2013年EPS分别为2.26/2.71元。目前股价对应2012年10倍估值，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

原材料价格大幅波动，下游需求增长不足。

分析师

袁浩然

☎：0755-82830346

✉：yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.04.17

A股收盘价(元)	21.05
A股一年内最高价(元)	24.61
A股一年内最低价(元)	16.16
上证指数	2357.03
市净率	4.91
总股本(万股)	300786.54
实际流通A股(万股)	287383.61
限售的流通A股(万股)	13402.94
流通A股市值(亿元)	624.48

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

一、行业需求并不过分悲观：

经过前期不断消化，空调行业需求正逐步复苏。根据产业在线数据，2012年1-2月份，全行业总出货量1563万台，同比下滑8%。其中内销665万台，出口898万台，同比分别下滑7.1%和8.8%。总销量同比下降8%，相比2011年年底20%下降幅度，下滑幅度进一步收窄。

目前行业整体库存健康，格力库存在2个月以内。二季度旺季来临，出货还将逐步加大，对行业需求的预期不必过分悲观。

二、主要竞争对手战略收缩，格力份额稳步提升

11年7月后，在行业销量出现整体下滑背景下，美的开始进行战略转型，市占率有所下滑。格力抓住机会，加大市场的抢占，市场份额出现显著提升，9月份后维持40%左右。

根据产业在线累积数据，2011年全年，格力累积总销量3455万台，同比增30.5%，市占率31.7%，同比提升4个百分点。2012年1-2月份公司空调销量510万台，同比增长4.1%，累计市占率32.6%，提升近4个百分点，龙头份额增长显著。

展望下一阶段，随着美的转型以及空调行业集中趋势的不断加强，格力作为空调龙头，市场份额还有进一步提升空间：

（一）在非强势区域占有率尚有提升空间

格力空调产销多年居全国第一。在部分区域，安徽、河南、湖南等强势地区市占率能达到60%以上，局部非强势地区保有量不足30%。全国来看，目前38%市场份额肯定还有较大提升空间。

（二）更新需求中，格力会获得更高的市场份额

格力以严格质量控制保证产品高品质，良品率很高，客户使用体验较好。经过产品体验后，加深了对格力品牌的认知，口碑效应能够进一步加大市场份额。另一方面，近些年加大品牌宣传和推广，格力空调赢得了更广泛消费者的认同。

更新需求消费者更为理性成熟，对空调产品、空调品牌的认识也更为深刻，消费能力也更强。格力以其质量、品牌、口碑一定可以获得更高的市场份额。

（三）海外拓展渐强，全球布局提升空间

新兴市场蓬勃发展之后中国厂商在当地已经有很好的布局，依托中国强大的本土市场所形成的特定优势，加上中国综合国力，文化品牌软实力的提升，格力在世界范围内的市场份额也有较大提升空间。

图 1: 美的市占率变化 (%)

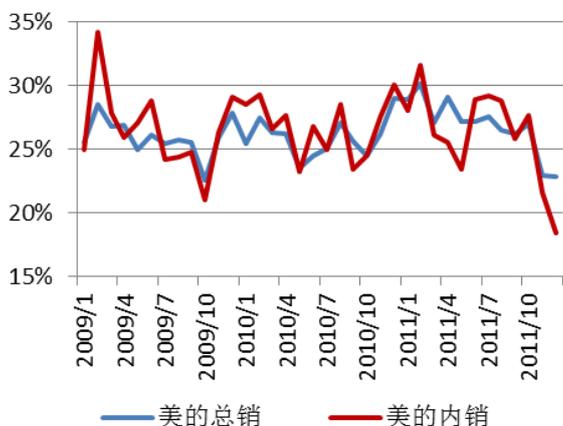
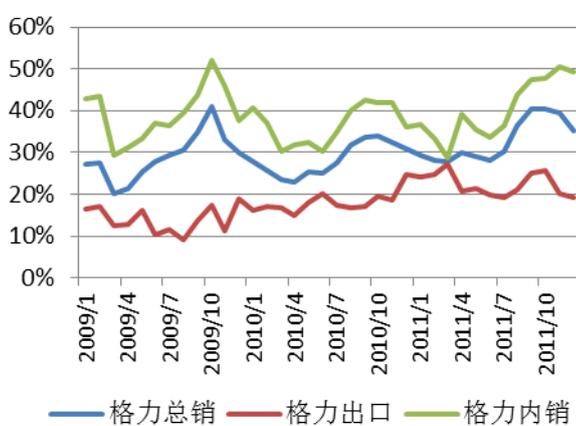


图 2: 格力市占率变化趋势 (%)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

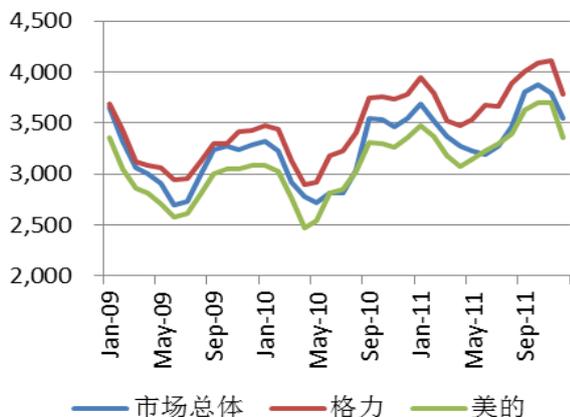
三、主要竞争对手“转型”优化行业良性竞争，行业整体盈利能力稳步提升，格力受益最为明显

去年中期，随着行业环境变化，空调销量增长放缓。行业另一龙头美的电器开始进行经营战略转变，从过去强调规模增长，转变到利润优先。

美的电器过往经营策略较为激进，通过低价策略，对行业整体及其他竞争对手形成压制。美的战略收缩，对整个行业均价提升和盈利能力提升都能够形成一定利好。

中怡康数主要反应国内一二线城市家电销售情况。从数据上看，2011 年新冷年开始，格力空调均价稳步提升（年底受过节促销影响，略有下滑）。从我们调研情况看，格力空调内外销有 5-10% 的价格提升。考虑到整体均价提升，以及销量增长的综合作用，预计 2012 年整体规模将突破 1000 亿大关。

图 3: 均价变化 (元/台)



资料来源: 产业在线, 中怡康, 中国银河证券研究部

产品结构上看，格力凭借技术优势，在变频空调电机上，解决了全功率铁氧体的技术替代问题。在变频空调上相比其他竞争对手拥有更强的成本优势。目前，公司变频空调占比预计 2011 年全年约占 30%左右。预计 2012 年全年占比提高到 50%左右。格力凭借在高端产品上的技术和成本优势，相比行业内其他竞争对手，盈利提升更为明显。

另一方面，目前原材料价格维持低位，相对 2011 年年初有较大降幅。较大缓解成本压力，更有利于龙头企业盈利能力的提升。

图 4: LME 铜价格走势 (单位: 美元/吨)

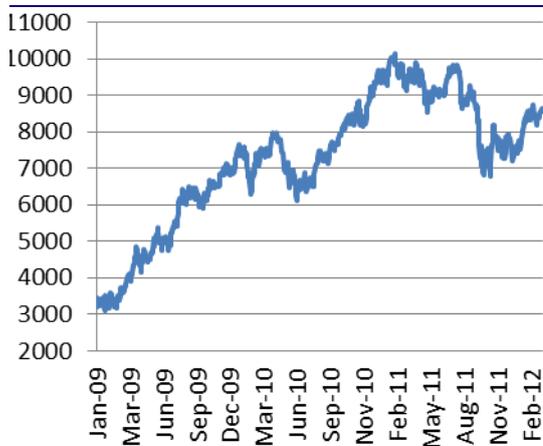
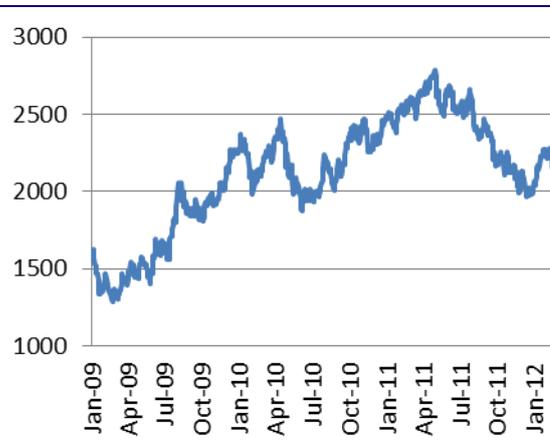


图 5: LME 铝价格走势 (单位: 美元/吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

四、盈利预测及估值

2012 年，公司在增发完成后，进一步补充资本金。从 2012 年开年情况看，公司在销量增长、均价提升以及盈利水平提升后，在规模和盈利上都有望再超预期。综合考虑，预计公司 2012/2013 年 EPS 分别为 2.26/2.71 元。目前股价对应 2012 年 10 倍估值，给予“推荐”评级。

表1: 公司盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目	2010年A	2011年E	2012年E	2013年E
一、营业总收入	60,807	83,594	100,913	119,712
其中: 营业收入	60,431	83,183	100,386	119,057
营业收入增长率	42.3%	37.7%	20.7%	18.6%
利息收入及其它	376	411	527	655
二、营业总成本	58,191	79,125	93,259	110,066
其中: 营业成本	47,409	67,395	79,515	94,008
毛利率(简单测算)	21.5%	19.0%	20.8%	21.0%
利息支出、手续费、佣金	65	28	62	96
营业税金及附加	539	760	918	1089
销售费用	8410	8762	10142	11828
销售费用率	13.8%	10.5%	10.1%	9.9%
管理费用	1978	2458	2929	3402
管理费用率	3.3%	2.9%	2.9%	2.8%
财务费用	-309	-358	-408	-467
资产减值损失	100	80	100	110
加: 公允价值变动收益	69	45	50	65
投资收益及其它	62	72	50	40
三、营业利润	2,747	4,586	7,754	9,751
加: 营业外收入	2,353	1,830	480	120
减: 营业外支出	44	60	50	30
四、利润总额	5,056	6,356	8,184	9,841
减: 所得税费用	753	1074	1350	1624
综合所得税率	14.9%	16.9%	16.5%	16.5%
五、净利润	4,303	5,283	6,834	8,218
归属于母公司净利润	4,276	5,244	6,790	8,165
净利润率	7.0%	6.3%	6.7%	6.8%
少数股东损益	28	39	44	52
少数股东损益占比	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	1.42	1.74	2.26	2.71
净利润增长率	46.8%	22.6%	29.5%	20.3%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn