

行业弱市，寡头优势尽显

——格力电器（000651）2011 年年报点评——

买入

事件：

- 格力电器（000651）发布 2011 年年报：报告期内，公司实现营业收入 835.17 亿元，同比增长 37.35%；利润总额 63.29 亿元，同比增长 25.16%；实现归属母公司净利润 52.37 亿元，同比增长 22.48%，对应每股收益 1.74 元；扣非后净利润 51.06 亿元，对应每股收益 1.70 元，同比增长 26.80%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金 5.00 元（含税）。其中 Q4，公司实现收入 194.42 亿元，同比增长 17.76%；实现营业利润 15.88 亿元，同比增长 57.23%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.64 亿元，同比增长 11.15%，实现 EPS0.52 元。

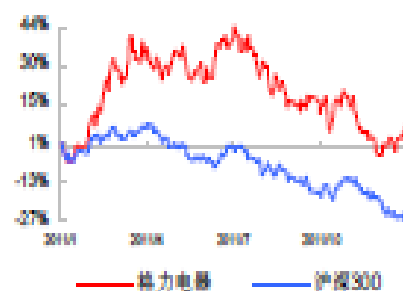
点评：

- **强者愈强的寡头优势凸显** 在行业整体不景气的情况下，公司规模优势尽显，进一步提升市场份额，沿革强劲盈利能力，强者愈强的寡头优势地位凸显。家用空调行业的内外销 Q4 出现负增长，公司 Q4 收入和净利润仍能保持不俗增长，Q4 毛利率为 20.42%，净利润率为 7.53%，公司第四季度的毛利率为 20.42%，保持稳定增长。
- **变频份额稳定 定价能力强** 2011 年，格力电器实现销售收入 835 亿元，同比增长了 37%。公司销售空调 3455 万台，同比增长了 31%，其中，内销增长了 26%，出口增长了 41%，内销占比约 81%，比去年同期下降了 2%。公司在家电下乡中销售空调约 430 万台，销售收入达到 137 亿元，在家电下乡市场中的份额提升至 40%。2011 年，格力销售变频空调 1210 万台，在其出货中占比约 35%，以 38% 的市场份额位居行业第一。公司通过调整产品结构，推出新品提升产品均价，全年均价提升了约 5%。
- **经营性现金大幅增长** 公司本期经营活动产生的现金流量净额比上期大幅增长 444.84%，主要是公司销售商品对应的货币资金收款结算增加所致。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金 527.55 亿元，同比增长 46.82%。期末公司应收票据较期初增长 52.64%，主要由于经销商以银行承兑汇票形式预付货款，使得预收款项大幅增长。应收账款同比增长 2.32%。期末存货较期初增加约 59 亿，同比增长 51.42%。
- **期间费用率有所改善** 报告期内公司期间费用率为 12.48%，较去年同期的 16.68% 下滑 4.19%，其中 Q4 公司期间费用率为 12.71%，较去年同期的 18.27% 下滑 5.56%，环比第三季度的 14.52% 也下滑 1.81%。11 年公司期间费用率下滑的主要原因在于销售费用率的大幅下滑，

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

市场表现



资料来源：西南证券研发中心

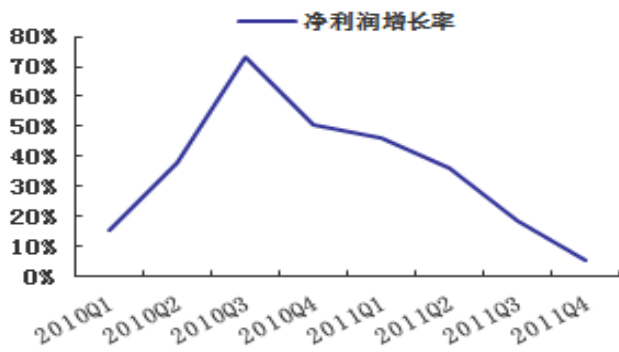
基本数据

总股本(亿)	28.18
流通股本(亿)	27.80
第一大股东	珠海格力集团有限公司
第一大股东持股比例	19.45%

11 年公司销售费用率为 9.68%，较 10 年的 13.92% 下滑 4.24%，公司销售费用率下滑的原因在于公司与区域销售分公司间结算方式的改变。

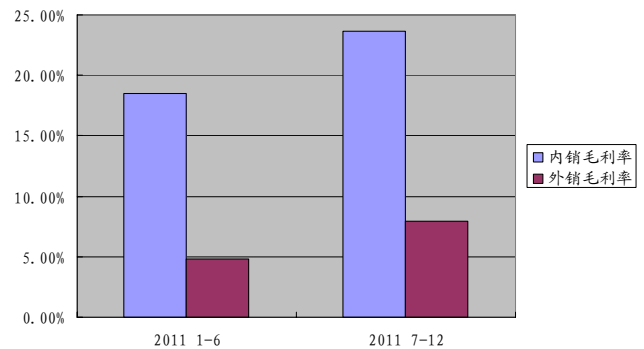
- **风险提示** 极端天气导致的凉夏；原材料价格的上涨超过预期。
- **盈利预测** 看好公司稳健增长的态势，随着公司变频和中央空调业务的逐步深入，公司业绩弹性空间增大。我们预计公司 12、13、14 年 EPS 分别为 2.29、2.57、2.92 元，（按增发后股本除权），对应目前股价 PE 分别为 9 倍，给予“买入”评级。

图 1: 公司净利润增长率变化



数据来源: 公司公告

图 2: 公司 2011 年内外销情况



数据来源: 公司公告

盈利预测表 (百万元)

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	83517	109298	112791	128368
营业成本	68132	80899	86979	99563
营业税金及附加	498	685	798	897
营业费用	8050	10079	11498	12979
管理费用	2814	3598	3918	4013
财务费用	453	249	297	229
资产减值损失	37	7	9	9
公允价值变动收益	0	29	17	11
投资净收益	80	30	30	29
营业利润	4542	8071	9245	10638
营业外收入	1732	98	79	67
营业外支出	39	32	27	19
利润总额	6329	8005	9297	10686
所得税	1031	1498	1611	1798
净利润	5278	6507	7812	8888
少数股东损益	60	54	63	71
归属母公司净利润	5237	6453	7749	8817

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>