



买入 **11%↑**
目标价格: 人民币24.00

000651.SZ

价格: 人民币 21.57

目标价格基础: 11倍12年市盈率

板块评级: 中立

格力电器

业绩符合预期

11年公司实现营业收入831.6亿元,同比增长37.6%,实现净利润52.4亿元,同比增长22.5%,实现每股收益1.86元。今年1季度,公司实现营业收入199.8亿元,同比增长16.1%,实现净利润11.7亿元,同比增长25.6%,实现每股收益0.39元,业绩符合预期。基于11倍12年市盈率,我们维持对其24.00元的目标价,并维持对其买入评级。

支撑评级的要点

- 11年毛利率从10年的21.6%下降至18.1%;销售费用率从13.9%下降至9.7%,管理费用率从3.27%小幅上升至3.35%。受节能惠民补贴取消影响,营业外收入减少21.6%,净利率从10年的7.1%下降至6.3%。今年1季度,毛利率从去年同期的16.5%提升至22.5%,管理费用率和销售费用率分别从2.79%和9.79%提升至3.87%和12.15%,净利率则从5.43%提升至5.87%。
- 据中怡康数据显示,格力空调2011年市场零售量和零售额分别为23.9%和26.1%,截至今年1季度,其零售额和零售量分别达到25.6%和27.7%,进一步巩固了其行业龙头地位。2011年,格力空调在农村市场销售额为136.9亿元,市场占比40.4%,销量达到4,283,215套,市场占比约为40.2%。
- 今年国内外经济形势均面临较大压力,给空调市场,尤其是出口市场带来了压力。截至1季度,空调市场产量2,605万台,同比减少12.9%,内销1,281.5万台,同比减少3.1%,出口1,523.5万台,同比减少7.4%,3月底库存988万台,同比下降约10.6%。我们预计,全年空调行业出口可能基本持平,内销则在农村需求的拉动下实现5-8%的正增长。而由于原材料价格同比下行,以及企业开源节流,压缩成本,预计全年利润率水平较11年或将稳中有升。

评级面临的主要风险

- 家电相关政策的不确定性。
- 海外经济形势对于出口市场压力较大。

估值

- 我们将12、13年的每股盈利预测分别从2.18元和2.545元小幅调整为2.2元和2.5元,对14年每股盈利预测为2.93元,基于11倍12年市盈率,我们维持对其24.00元的目标价,并维持对其买入评级

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	60,807	83,517	94,667	107,623	119,819
变动(%)	43	37	13	14	11
净利润(人民币 百万)	4,341	4,995	6,626	7,531	8,826
全面摊薄每股收益(人民币)	1.540	1.772	2.203	2.504	2.934
变动(%)	48.2	15.1	24.3	13.7	17.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.228	2.621	2.850
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.180	2.545	-
调整幅度(%)	-	-	1.0	(1.6)	-
核心每股收益(人民币)	0.851	1.246	2.067	2.376	2.812
变动(%)	(7.8)	46.5	65.9	15.0	18.3
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	12.2	9.8	8.6	7.4
核心市盈率(倍)	25.4	17.3	10.4	9.1	7.7
每股现金流量(人民币)	0.22	1.19	1.42	1.30	1.91
价格/每股现金流量(倍)	98.7	18.1	15.2	16.6	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	13.4	7.8	6.8	5.5
每股股息(人民币)	0.300	0.534	0.551	0.626	0.734
股息率(%)	1.4	2.5	2.6	2.9	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23	4	15	(1)
相对新华富时A50指数	10	(0)	12	13

发行股数(百万)	3,008
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	64,036
3个月日均交易额(人民币 百万)	311
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
珠海格力集团	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

11 年业绩符合预期

11 年公司实现营业收入 831.6 亿元，同比增长 37.6%，实现净利润 52.4 亿元，同比增长 22.5%，实现每股收益 1.86 元，业绩基本符合我们此前预期。毛利率从 10 年的 21.6% 下降至 11 年的 18.1%；销售费用率从 13.9% 下降至 9.7%，管理费用率基本稳定，从 3.27% 小幅上升至 3.35%。受节能惠民补贴取消影响，全年营业外收入减少 21.6%，净利率从 10 年的 7.1% 下降至 6.3%。

11 年 4 季度单季来看，4 季度收入同比增长 17.9%，较前三季度 45% 的增速有明显放缓。单季毛利率也从 10 年同期的 25.4% 下降至 20.4%，销售费用率下降明显，从 13.9% 下滑至 8.7%，管理费用率从 4.93% 提高至 5.12%，净利率从 8.43% 下降至 7.56%。

图表 1. 格力电器 2011 年报摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业收入	60,431.63	83,155.47	37.60
营业成本	47,409.19	68,132.12	43.71
毛利润	13,022.44	15,023.35	15.37
营业税金及附加	538.82	497.91	(7.59)
管理费用	1,978.05	2,783.27	40.71
销售费用	8,410.14	8,050.41	(4.28)
经营利润	2,095.43	3,691.76	76.18
资产减值	99.6	(20.59)	(120.67)
财务费用	(619.55)	(796.35)	28.54
公允价值变动损益	69.19	(57.51)	(183.12)
投资收益	62.2	91.09	46.45
营业外收入	2,353.32	1,845.79	(21.57)
营业外支出	43.78	59.53	35.98
税前利润	5,056.31	6,328.54	25.16
所得税	753.12	1,031.22	36.93
少数股东损益	27.48	60.40	119.80
归属于母公司的净利润	4,275.71	5,236.92	22.48
每股收益(元)	1.520	1.860	22.37

资料来源：公司数据

图表 2. 内外销收入占比

	收入 (亿元)	同比 (%)
内销	622.09	33.49
外销	145.46	49.17

资料来源：公司数据

1 季度利润率回升

今年 1 季度，公司实现营业收入 199.8 亿元，同比增长 16.1%，实现净利润 11.7 亿元，同比增长 25.6%，实现每股收益 0.39 元，业绩符合预期。受原材料价格回落影响，1 季度毛利率从去年同期的 16.5% 提升至 22.5%，管理费用率和销售费用率均有所提高，分别从 2.79% 和 9.79% 提升至 3.87% 和 12.15%，因去年上半年存在空调节能惠民补贴的基数影响，今年 1 季度营业外收入同比大幅减少 79.6%，净利率则较去年同期略有提升，从 5.43% 提升至 5.87%。

图表 3.1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	17,212.59	19,984.68	16.11
营业成本	14,381.05	15,489.81	7.71
毛利润	2,831.54	4,494.87	58.74
营业税金及附加	101.24	82.71	(18.30)
管理费用	480.91	774.10	60.97
销售费用	1,684.45	2,428.42	44.17
经营利润	564.94	1,209.64	114.12
资产减值	106.69	42.20	(60.44)
财务费用	(155.49)	(180.23)	15.91
公允价值变动损益	(12.29)	(3.03)	(75.35)
投资收益	3.85	10.12	162.92
营业外收入	519.46	105.98	(79.60)
营业外支出	15.48	11.42	(26.23)
税前利润	1,109.28	1,449.32	30.65
所得税	167.94	257.81	53.52
少数股东损益	6.62	17.86	169.85
归属于母公司的净利润	934.72	1,173.64	25.56
每股收益(元)	0.311	0.390	25.55

资料来源: 公司数据

巩固空调市场龙头地位

据中怡康数据显示, 格力空调 2011 年市场零售量和零售额分别为 23.9%和 26.1%, 处于行业第一。截至今年 1 季度, 其零售额和零售量分别达到 25.6%和 27.7%, 进一步巩固了其行业龙头地位。2011 年, 格力空调在农村市场销售量为 136.9 亿元, 市场占比 40.4%, 销量达到 4,283,215 套, 市场占比约为 40.2%

格力一直依靠品牌、技术和渠道优势处于国内空调市场的龙头地位, 目前已拥有包括家用和商用空调在内的 20 大类、400 个系列、7,000 多个品种规格的产品。未来公司仍将专注于制冷产业, 走专业化发展道路, 加强技术研发投入, 发展包括直流变频等技术在内的节能环保产品。数据显示, 2011 年, 格力变频空调累计销量 1,209.6 万台, 市场占有率为 37.65%, 领先行业第二名约 10 个百分点。未来公司将加大关键零部件和配件的研发能力, 加大空调压缩机和电机等部件的配套生产能力。

顺利完成增发

今年 2 月, 公司以 17.16 元/股的价格完成增发 189,976,689 股, 用于投资建设包括郑州、武汉等在内的压缩机和空调生产基地, 以增强其空调和零配件产能。

行业观点

我们认为, 今年国内外经济形势均面临较大压力, 给空调市场, 尤其是出口市场带来了压力。截至 1 季度, 空调市场产量 2,605 万台, 同比减少 12.9%, 内销 1,281.5 万台, 同比减少 3.1%, 出口 1,523.5 万台, 同比减少 7.4%, 3 月底库存 988 万台, 同比下降约 10.6%。我们预计, 在当前经济形势下, 全年空调行业出口可能基本持平, 内销则在农村需求的拉动下实现 5-8%的正增长。而由于原材料价格同比的下行, 以及企业开源节流, 压缩成本, 预计全年利润率水平较 11 年或将稳中有升。

估值

我们将 12、13 年的每股盈利预测分别从 2.18 元和 2.545 元小幅调整为 2.2 元和 2.5 元, 对 14 年每股盈利预测为 2.93 元, 基于 11 倍 12 年市盈率, 我们维持对其 24.00 元的目标价, 并维持对其**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	60,807	83,517	94,667	107,623	119,819
销售成本	(47,409)	(68,132)	(73,428)	(83,309)	(92,337)
经营费用	(10,483)	(10,718)	(13,340)	(15,425)	(17,090)
息税折旧前利润	2,915	4,667	7,899	8,889	10,392
折旧及摊销	(444)	(614)	(667)	(714)	(758)
经营利润(息税前利润)	2,471	4,054	7,232	8,175	9,634
净利息收入/(费用)	309	192	231	407	519
其他收益/(损失)	2,341	1,840	506	476	457
税前利润	5,121	6,086	7,969	9,058	10,609
所得税	(753)	(1,031)	(1,275)	(1,449)	(1,698)
少数股东权益	(27)	(60)	(68)	(78)	(87)
净利润	4,341	4,995	6,626	7,531	8,826
核心净利润	2,397	3,511	6,218	7,148	8,459
每股收益(人民币)	1.540	1.772	2.203	2.504	2.934
核心每股收益(人民币)	0.851	1.246	2.067	2.376	2.812
每股股息(人民币)	0.300	0.534	0.551	0.626	0.734
收入增长(%)	43	37	13	14	11
息税前利润增长(%)	(15)	64	78	13	18
息税折旧前利润增长(%)	(13)	60	69	13	17
每股收益增长(%)	48	15	24	14	17
核心每股收益增长(%)	(8)	46	66	15	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,121	6,086	7,969	9,058	10,609
折旧与摊销	444	614	667	714	758
净利息费用	(309)	(192)	(231)	(407)	(519)
运营资本变动	(13,066)	(2,120)	(2,846)	(3,983)	(3,389)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	8,426	(1,032)	(1,296)	(1,469)	(1,717)
经营活动产生的现金流	616	3,356	4,262	3,913	5,744
购买固定资产净值	(2,482)	(4,778)	(1,300)	(1,050)	(700)
投资减少/增加	1	6	0	0	0
其他投资现金流	594	2,004	40	38	35
投资活动产生的现金流	(1,887)	(2,767)	(1,260)	(1,012)	(665)
净增权益	0	0	3,190	20	21
净增债务	2,217	3,296	(1,000)	(1,300)	(1,300)
支付股息	(930)	(845)	(1,504)	(1,656)	(1,883)
其他融资现金流	(2,702)	(3,100)	231	407	520
融资活动产生的现金流	(1,415)	(650)	917	(2,529)	(2,642)
现金变动	(2,686)	(61)	3,920	371	2,437
期初现金	9,473	6,711	6,339	10,258	10,630
公司自由现金流	(1,156)	654	3,181	3,142	5,335
权益自由现金流	903	3,901	2,234	2,007	4,297

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	6,783	6,355	10,275	10,646	13,082
应收帐款	23,567	35,526	40,269	45,780	50,968
库存	11,559	17,503	18,864	21,402	23,721
其他流动资产	12,623	12,371	12,556	12,899	13,216
流动资产总计	54,533	71,756	81,964	90,727	100,987
固定资产	5,629	9,881	10,490	10,801	10,717
无形资产	1,049	1,622	1,622	1,622	1,622
其他长期资产	4,394	1,952	1,952	1,952	1,952
长期资产总计	11,072	13,456	14,065	14,376	14,291
总资产	65,604	85,212	96,029	105,103	115,279
应付帐款	34,746	46,033	48,630	52,032	55,393
短期债务	1,900	4,916	4,416	3,616	2,816
其他流动负债	13,029	13,244	14,082	15,079	16,141
流动负债总计	49,675	64,193	67,128	70,727	74,349
长期借款	1,854	2,582	2,082	1,582	1,082
其他长期负债	64	59	59	59	59
股本	2,818	2,818	3,008	3,008	3,008
储备	10,485	14,789	22,913	28,810	35,777
股东权益	13,303	17,607	25,921	31,818	38,785
少数股东权益	709	770	839	917	1,003
总负债及权益	65,604	85,212	96,029	105,103	115,279
每股帐面价值(人民币)	4.72	6.25	8.62	10.58	12.89
每股有形资产(人民币)	4.35	5.67	8.08	10.04	12.36
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.05)	0.41	(1.25)	(1.81)	(3.05)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	5.6	8.3	8.3	8.7
息税前利润率(%)	4.1	4.9	7.6	7.6	8.0
税前利润率(%)	8.4	7.3	8.4	8.4	8.9
净利率(%)	7.1	6.0	7.0	7.0	7.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	13.5	97.9	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	6.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	14.0	12.2	9.8	8.6	7.4
核心业务市盈率(倍)	25.4	17.3	10.4	9.1	7.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.1	17.8	10.7	9.3	7.9
市净率(倍)	4.6	3.5	2.5	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	98.7	18.1	15.2	16.6	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	13.4	7.8	6.8	5.5
周转率					
存货周转天数	66.9	77.8	90.4	88.2	89.2
应收帐款周转天数	106.5	129.1	146.1	145.9	147.4
应付帐款周转天数	191.1	176.5	182.5	170.7	163.6
回报率					
股息支付率(%)	19.5	30.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	37.3	32.3	30.4	26.1	25.0
资产收益率(%)	3.6	4.5	6.7	6.8	7.3
已运用资本收益率(%)	20.2	19.6	25.2	24.0	24.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371