

又提供中长期投资机会

格力电器 (000651.SZ)

推荐

1. 报告背景:

格力发布公告,公司第二大股东“河北京海担保”于2012年11月起通过竞价交易累计卖出公司股票2700余万股。此次减持,不足公司股本1%,但因为交易员误做短线反向操作,公司发布公告。

2. 我们的分析和判断

(一) 二股东减持事出有因:

(1) 应公司大股东要求,希望二股东京海担保股权比例与大股东比例不要太接近。

(2) 二股东京海担保自身资金安排,需要部分减持部分股份变现。

(3) 历史上二股东也曾有增持和减持公司股票。2011年中曾减持1000万股,2012年初又增持300万股。此次减持量不足1%,减持完成后仍持有公司8.5%股权。

(4) 此次二股东减持基本结束,短期再次减持的概率较小。

(二) 关于股票走势,对于二股东减持市场有投资者作出谨慎解读。但减持仅为公司京海担保股东行为,不改变公司价值。格力这样的大白马,其中期走势,归根结底还是看公司的业务发展,我们对公司综合竞争实力,后续发展空间仍然抱有信心。我们认为,下一阶段如果股价大幅波动,正是中期布局的机会。

(三) 经营层面,公司目前销售状况尚好,预计四季度收入和利润保持稳健增长。预计2012年收入突破1000亿,公司管理层曾公开表示,计划未来五年公司规划实现2000亿规模。

(1) 公司远未到增长天花板。目前我国空调保有量还很低,总需求空间还很大,公司的市场份额也有上升空间。格力在高端品上品牌号召力强,产品均价提升空间大,公司规模增长还有较大上升空间。同时公司中央空调、小家电等业务保持较快增长,拓展新成长空间。

(2) 主要竞争对手“转型”进一步优化行业竞争,消费升级下,产品升级加快,公司盈利水平稳步提升。

(3) 原材料价格维持低位,有利于盈利水平提升。

3. 投资建议

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。预计公司2012/2013年收入分别为1008亿、1204亿,同比分别增长20.6%和19.5%;净利润分别为70.7亿和82.8亿元,同比分别增长35%和17%,约合EPS分别为2.35元、2.75元。目前股价对应2012年9.6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

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

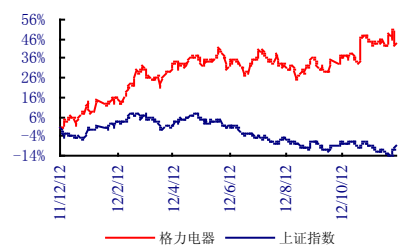
(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.12.10

A股收盘价(元)	22.54
A股一年内最高价(元)	24.13
A股一年内最低价(元)	16.16
上证指数	2083.77
市净率	3.85
总股本(万股)	300786.54
实际流通A股(万股)	296466.29
限售的流通A股(万股)	4320.25
流通A股市值(亿元)	668.24

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、二股东减持事出有因

2012年12月7日格力电器发布公告，公司第二大股东“河北京海担保”于2012年11月起通过竞价交易累计卖出公司股票2700余万股。此次减持，不足公司股本1%，但因为交易员误做短线反向操作，公司发布公告。

我们与公司沟通后了解，此次二股东减持，主要基于两个原因：

(1) 应公司大股东要求，希望二股东京海担保股权比例与大股东比例不要太接近。

按照珠海国资委要求，第一大股东（格力集团）跟第二大股东（京海）控股比例差异保持9.17%差额，并且在12年12月31日完成。

2012年初，公司进行了公开增发，增发完成后，大股东格力集团持有公司股权18.22%，公司第二大股东，“京海担保”持有公司股权9.38%。二者股权比例相差不足9.17%。二股东减持是在为与大股东股权保持一定差距背景之下。

(2) 二股东京海担保自身资金安排，需要部分减持部分股份变现。

二股东京海担保是由公司早前14家经销商合资成立的投资公司，并不承担具体的经营活动。其中一位经销商由于个人原因退休，离开格力经销体系已经有一、两年时间，曾多次要求减持。恰逢珠海国资委的此次要求，公司才同意该位经销商的减持，此次所减持行为纯属经销商个人原因。

我们认为：

1. 公司目前经营正常，销售状况尚好，预计四季度收入和利润保持稳健增长。
2. 历史上二股东也曾有增持和减持公司股票。2011年中曾减持1000万股，2012年初又增持300万股。此次减持量不足1%，减持完成后仍持有公司8.5%股权。
3. 此次二股东减持基本结束，短期再次减持的概率较小。

表1：2010年以来京海担保持有格力电器股本变动情况

时间	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本变动(股)	备注
2012/12/6	河北京海担保	254,429,476	8.46	-27,670,000	
2012 三季报	河北京海担保	282,099,476	9.38		
2012 中报	河北京海担保	282,099,476	9.38		
2012 一季报	河北京海担保	282,099,476	9.38	3,000,000	2012年初公司做公开增发，总股本变为30.08亿，新增股本1.9亿股
2011 年报	河北京海担保	279,099,476	9.90		
2011 三季报	河北京海担保	279,099,476	9.90		
2011 中报	河北京海担保	279,099,476	9.90	-10,630,420	
2011 一季报	河北京海担保	289,729,896	10.28		
2010 年报	河北京海担保	289,729,896	10.28		
2010 三季报	河北京海担保	289,729,896	10.28		每十股送五股
2010 中报	河北京海担保	193,153,264	10.28	8,612,714	
2010 一季报	河北京海担保	184,540,550	9.82		

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、减持不改变公司价值

此次二股东减持，纯属京海担保股东行为，减持不改变公司价值。二级市场对此次二股东减持解读不一，造成公司股价产生较大波动。我们认为，目前股价已充分反应市场悲观情绪，公司目前经营状况良好，作为空调龙头，公司增长还有很大空间。

（一）公司增长未到天花板。

（1）空调市场还有较大增长空间。

2011 年底，我国城镇居民空调每百户 122 台，相比 2010 年提升 10 台/百户；农村居民空调每百户 23.6 台，相比 2010 年提升 6.6 台/百户。由于空调一户多机的特点，我国空调的保有量还有较大提升空间。

目前空调销售仍以新增需求为主，虽然短期受多方因素影响，同比增速下滑，但目前我国空调保有量无论是城镇还是农村，相比发达国家都还较低，随着居民收入的增加和城镇化推进，空调保有量还有较大提升空间。目前空调主要以新增需求为主，空调保有量提升后，大量替换需求还值得期待。

（2）公司产品结构优化，均价提升空间大。

消费升级趋势下，家电产品升级方向主要是节能化、智能化，这都是与我国经济改革方向相相应的。空调向节能、变频方向升级，不会受到政策、环保以及住房空间等问题阻碍，升级趋势更为顺畅。

目前我国空调行业已基本形成寡头垄断，行业集中度高，竞争格局优良。格力作为空调寡头，具有产业链话语权，随着更新需求占比逐步提升，格力凭借较高的产品力，拥有更高的美誉度和更广的客户群，产品均价还有较大提升空间。

（3）积极培养新增长点。

公司积极孕育新增长点，中央空调、小家电等产品保持较高增长，提供增长新动力。

2012 年空调市场需求低迷，公司实现逆势大幅增长，预计 2012 年收入突破 1000 亿，公司管理层曾公开表示，计划未来五年公司规划实现 2000 亿规模。我们历来认为公司远未到增长天花板。目前我国空调保有量还很低，总需求空间还很大，公司规模增长还有较大上升空间。

（二）行业生态优化，产品升级加快，公司盈利水平稳步提升。

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。

下一阶段，消费升级下，产品升级特征明显，高端需求占比提升。目前公司在高端空调市场产品号召力逐步加强，产品均价和毛利率稳步提升。剔除 2012 年补贴影响，预计明年业绩增两成。

（三）原材料价格维持低位，有利于盈利水平提升。

未来即便需求持续低迷，相应的大宗原材料价格也难有上涨，有利于龙头企业盈利能力的提升。

三、公司估值与投资建议

2012年，公司在增发完成后，资本金充足。三季度收到5亿补贴款，造成三季度业绩略超预期。2012年以来，公司销量增长、均价和盈利水平稳步提升，实现逆势增长，市场份额持续扩大，龙头地位巩固。综合考虑，预计公司2012/2013年EPS分别为2.35元/2.75元。目前股价对应2012年业绩PE估值约9.6倍左右，维持“推荐”评级。

表1：盈利预测表（单位：百万，%）

科目(单位: 百万)	2010年A	2011年A	2012年E	2013年E
一、营业总收入	60,807	83,517	100,757	120,378
其中：营业收入	60,431	83,155	100,019	119,723
营业收入增长率	42.3%	37.6%	20.3%	19.7%
利息收入及其它	376	362	737	655
二、营业总成本	58,191	79,008	93,174	110,656
其中：营业成本	47,409	68,132	74,970	90,415
毛利率(简单测算)	21.5%	18.1%	25.0%	24.5%
利息支出、手续费、佣金	65	18.08	172	96
营业税金及附加	539	498	555	1095
销售费用	8410	8050	14,147	15144
销售费用率	13.8%	9.6%	14.0%	12.6%
管理费用	1978	2783	3,856	4023
管理费用率	3.3%	3.3%	3.8%	3.3%
财务费用	-309	-453	-496	-167
资产减值损失	100	-21	-29	50
加：公允价值变动收益	69	-58	80	65
投资收益及其它	62	91	-54	40
汇兑收益	0	0	0	0
三、营业利润	2,747	4,542	7,608	9,827
加：营业外收入	2,353	1846	808	240
减：营业外支出	44	60	25	30
四、利润总额	5,056	6,329	8,390	10,037
减：所得税费用	753	1031	1,239	1704
综合所得税率	14.9%	16.9%	16.9%	17.0%
五、净利润	4,303	5,297	7,151	8,333
归属于母公司净利润	4,276	5,237	7,068	8,280
净利润率	7.0%	6.3%	7.0%	6.9%
少数股东损益	28	60	83	53
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	2.35	2.75
净利润增长率	46.8%	22.5%	35.0%	17.1%

资料来源：公司年报，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；郝雪梅，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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn