

地产调控对公司业绩影响非常有限

格力电器 (000651.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景

近期,国务院出台“新国五条”进行地产调控,市场对下一阶段地产销售预期悲观,造成公司股价出现一定调整。

2. 我们的分析与判断

(一) 地产销售对空调销量影响有限

国务院“新国五条”出台,若新政全面执行,市场预计短期内地产成交量会有所下降,进而影响家电销售。我们认为,房地产销售同空调销售存在一定关联度,但关联性有限。地产销售拉动空调销售占空调销售总量 12%左右,新房产政策主要打压投机性需求,短期将造成地产销售下降,剔除其中投资性需求,真正影响家电销售量的非常小。

(二) 龙头竞争优势明显,逆势增长超越行业

公司业绩快报披露 2012 年收入 1000 亿元,增长 19.8%;净利润 73.8 亿元,增长 40.9%,净利率 7.4%。2012 年公司空调总销量份额 35.8%,提升 4 个百分点。其中内销份额 44.8%,提升 6 个百分点。空调寡头格局进一步加强。公司在高端产品上具有较强号召力,2013 年新冷年,公司推出多款新品,均价有明显提升。在量价双提升拉动下,推动空调均价提升,盈利水平创新高。

(三) 增长未到天花板

1. 空调市场还有较大增长空间。目前我国空调居民保有量仍较低,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. 2012 年末公司单月内销份额突破 50% (全年内销份额 35%)。未来空调需求中更新需求逐渐增多,更有利于公司发挥产品和品牌优势。出口方面公司优势尚有较大提升空间。

3. 高端产品优势明显,均价提升空间大。

4. 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。

5. 行业生态优化,产品升级加快,公司盈利水平稳步提升。

3. 投资建议

受地产调控预期影响,公司股价出现一定波动。我们认为,地产对空调销量影响有限,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,凭借自身在规模、品牌、渠道、技术等优势,拓展三四级渠道,提升高端产品占比,能够实现超越行业增长,空调市场份额以及产品均价都还有增长空间。同时,公司中央空调及小家电业务稳健增长,提供增长新动力。综合考虑,预计公司 2013/2014 年 EPS 分别为 2.95 元/3.50 元。目前股价对应 2013 年业绩 PE 估值约 9 倍左右,具备较强安全边际,维持“推荐”评级。

4. 风险提示: 海外经济恢复低预期,原材料价格大幅波动。

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)

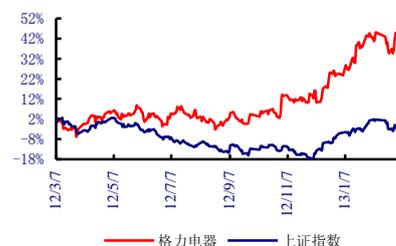
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.03.06

A 股收盘价(元)	27.96
A 股一年内最高价(元)	29.99
A 股一年内最低价(元)	19.50
上证指数	2347.18
市净率	4.78
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)	828.92

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、地产销售对空调销量影响有限：

2013年3月，国务院出台“新国五条”进行地产调控，对二手房销售征收20%所得税。若新政全面执行，市场预计短期内地产成交量会有所下降，进而影响家电销售。

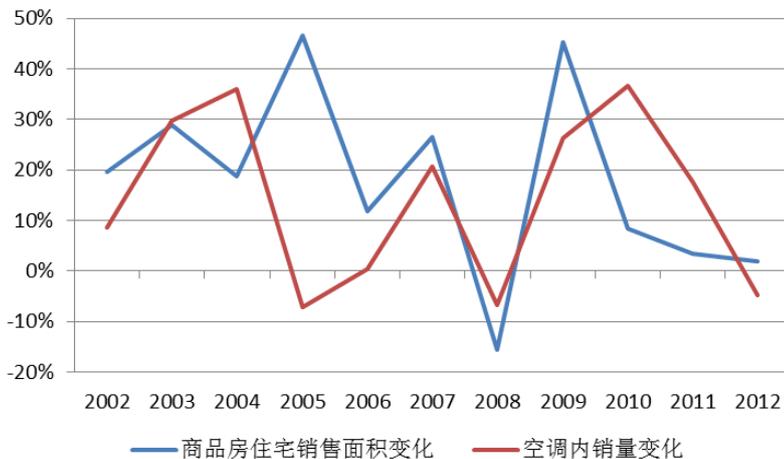
我们认为，房地产销售同空调销售存在一定关联度，但关联性有限。地产调控更多是对投资和投机性地产需求的抑制，而与空调等家电产品关联的是刚性需求，而且由地产销售产生的家电销售量占总量比重较低，地产调控对家电销售影响有限。

（一）空调销售的波动幅度小于地产销售波动幅度

随着人们生活水平提升，购置新房后，相应会购置主要家电。从逻辑上分析，地产销售与空调等家电销售存在一定关联度。其中，空调相比冰洗产品，与房地产销售的关联度更大。相比之下，厨电产品具有一定家具属性，与地产关联度更大（关联度约0.7左右）。

我们做个简单测算，考察历年来我国地产销售面积与空调国内销售量之间关系。根据我们的测算，剔除统计数据自相关，地产销售与空调销售之间关联度约在0.3左右。

图 1：2002 至 2012 我国商品房住宅销售与空调销售增量对比（%）



数据来源：国家统计局，产业在线，中国银河证券研究部

由于商品房住宅销售中，存在投资性购买需求，宏观经济及国家政策调控对地产销售影响的波动幅度更大。而空调需求，主要对应其中刚性需求，对宏观经济以及政策的敏感性较弱。因此，我们从地产销售变化与空调销量变化的对比图上看，过往时间，空调销售的波动幅度较地产销售波动幅度更小。

（二）地产销售拉动空调销量占空调总销量 12%左右

根据我们地产研究团队分析观点，目前我国住宅地产销售中，约 70%为刚性需求，30%为投资性需求。2012 年我国商品房住宅销售面积约为 9.8 亿平方米，假设户均面积 90 平米，一年约成交套数 1000 万套。假设平均每户住宅拉动空调销售 1.2 台，一年拉动空调总销量 1200 万台。

2012 年我国空调销量约 1 亿台，其中国内空调销量约 6000 万台，由地产销售拉动销量占空调总销量约 12%左右，约占内销量 20%左右。

新房产政策主要打压投机性需求，若新政全面执行，短期将造成地产销售下降，剔除其中投资性需求，真正影响家电销售量的非常小。

二、龙头竞争优势明显，增长超越行业：

（一）收入破千亿，份额不断提升

公司已发布 2012 年业绩快报，预计 2012 年公司实现收入 1000 亿元，同比增长 19.8%；实现净利润 73.8 亿元，同比增长 40.9%，EPS 2.45 元。

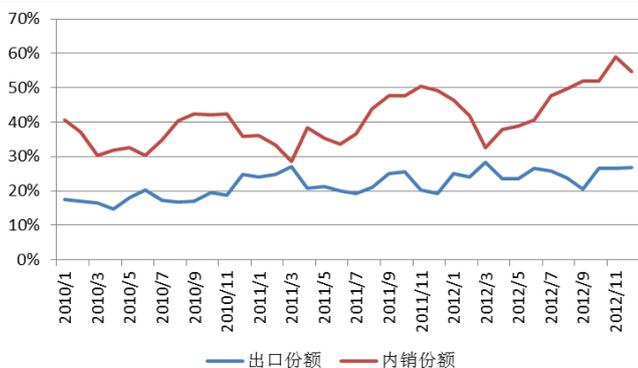
2012 年空调行业需求低迷，根据产业在线数据，全行业实现销量约 1 亿台，同比下滑 4%，其中内销近 6000 万台，同比下降 5%，出口 4000 多万台，同比下降 3%。

行业受宏观经济周期影响，景气度下降，公司逆势增长，其中预计内销收入实现 20%以上增长。空调产品市场份额持续提升，寡头地位巩固。

产业在线数据显示，2012 年，公司销量总份额 35.8%，同比提升 4 个百分点。其中内销份额 44.8%，同比提升 6 个百分点。2012 年年末，公司内销份额突破 50%，接近 60%的份额。空调寡头格局进一步加强，公司凭借优秀的口碑、卓越的产品品质，形成了较好的美誉度。未来空调需求中更新需求逐渐增多，公司份额提升仍有空间。

相比国内较高市场份额，公司出口份额优势尚不明显。2013 年以来，美国地产成交量恢复，空调出口价格上升，格力出口竞争力不断提升，未来公司出口份额还有较大提升空间。

图 2: 格力电器空调出口及内销市占率 (%)



数据来源：产业在线，中国银河证券研究部

(二) 高端市场竞争力强，盈利水平创新高

2012 年原材料均价相比 2011 年有较大幅度下滑，减轻家电企业成本压力。

同时，主要竞争对手“转型”，不再发起价格战，进一步优化行业竞争，有利于行业整体盈利水平提升，格力受益最为明显。

2013 新冷年，公司推出多款新品，均价有明显提升。在量价双提升拉动下，推动空调均价提升，盈利水平创新高。

消费升级下，产品升级加快。公司在变频、高能效等高端产品技术能力强，品牌号召力强，产品均价和毛利率提升明显，预计全年毛利率提升 7 个百分点。盈利水平稳步提升，预计四季度公司净利率 8.9%，年度净利率 7.4%，均创下季度、年度净利率新高。

公司行业寡头低位稳固，拥有领先的技术优势、品牌优势以及全产业链等优势，享有寡头垄断盈利水平。预计公司较高盈利水平能够维持。

表 1: 利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	1,174	1,698	2,461	2,046	7,379
	对应 EPS	0.39	0.56	0.82	0.68	2.45
	占全年比例	15.9%	23.0%	33.4%	27.7%	100.0%
	同比增长率	25.6%	33.4%	57.3%	39.7%	40.9%
2011 年	普通股利润	935	1,273	1,565	1,464	5,237
	对应 EPS	0.31	0.42	0.52	0.49	1.74
	占全年比例	17.8%	24.3%	29.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	46.3%	36.3%	18.8%	5.7%	22.5%
2010 年	普通股利润	639	934	1,317	1,386	4,276
	对应 EPS	0.21	0.31	0.44	0.46	1.42
	占全年比例	14.9%	21.8%	30.8%	32.4%	100.0%
	同比增长率	15.3%	37.8%	73.3%	50.4%	46.8%
2009 年	普通股利润	554	677	760	922	2,913
	占全年比例	19.0%	23.3%	26.1%	31.6%	100.0%
	对应 EPS	0.18	0.23	0.25	0.31	0.97
	同比增长率	25.1%	32.8%	69.1%	63.5%	48.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 净利率分季度 (单位: %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	销售净利率	5.8%	6.0%	8.5%	8.9%	7.4%
	同比增长率	0.43%	0.48%	2.0%	1.4%	1.1%
2011 年	销售净利率	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	6.3%
	同比增长率	-0.9%	-0.8%	-0.4%	-0.9%	-0.8%
2010 年	销售净利率	6.3%	6.3%	6.9%	8.4%	7.1%
	同比增长率	0.2%	0.1%	-0.3%	0.7%	0.2%
2009 年	销售净利率	6.1%	6.2%	7.2%	7.7%	6.9%
	同比增长率	2.0%	2.6%	2.7%	-0.2%	2.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、公司增长未到天花板

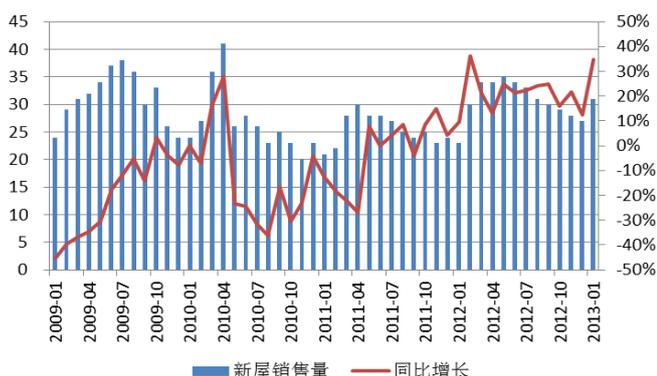
(一) 空调市场还有较大增长空间。

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。

目前，我国空调出口主要以亚洲、美洲和欧洲为主。2012 年以来，发展中国家需求向好，美国新屋销售持续恢复增长，有利于空调出口销售。预计 2013 年空调出口增长将有所恢复。

图 3: 美国新屋销售情况 (千套, %)



数据来源：中怡康，中国银河证券研究部

(二) 内销份额仍有提升空间，出口增长或超预期。

产业在线数据显示，2012 年，公司销量总份额 35.8%，同比提升 4 个百分点。其中内销份额 44.8%，同比提升 6 个百分点。2012 年年末，公司内销份额突破 50%，接近 60% 的份额。空调寡头格局进一步加强，公司凭借优秀的口碑、卓越的产品品质，形成了较好的美誉度。未来空调需求中更新需求逐渐增多，公司份额提升仍有空间。

相比国内较高市场份额，公司出口份额优势尚不明显。2013 年以来，空调出口价格上升，格力出口竞争力不断提升，未来公司出口份额还有较大提升空间。

表 3: 格力空调市场份额 (%)

	总销量	国内销量	出口销量
2010	28.0%	36.4%	18.0%
2011	31.7%	39.0%	22.5%
同比增长	3.7%	2.6%	4.5%
2012	35.8%	44.8%	24.7%
同比增长	4.1%	5.8%	2.2%

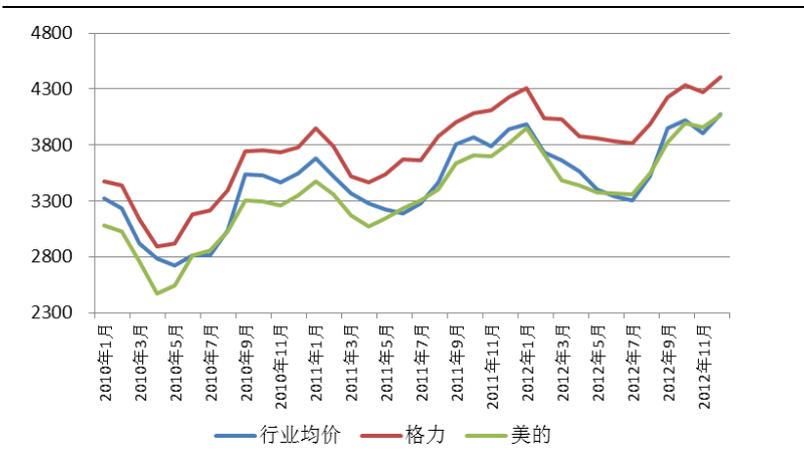
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

(三) 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顺应的。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。

图 4: 空调国内销售终端均价 (元/台)



数据来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

(四) 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, 预计公司中央空调收入 80 亿元左右, 同比增长 30%, 市占率突破 10%, 居国内行业第一。公司凭借在空调领域强大的规模优势, 持续坚持研发投入, 在多联机、水机等高端领域拥有较强技术积累。目前中央空调已进入部分专卖店, 预计 2013 年实现 40% 左右增长。

小家电方面, 公司目前已推出空气净化器、净水器等产品, 在产品设计、性能、外观等方

面取得行业领先。其中，公司空气净化器为大金代工，技术能力强，随着市场对空气、水质量的关注，公司在小家电领域还大有作为。

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。

（五）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。

2013 年以来，美国经济持续好转，美元升值，造成大宗原材料价格有所下降。预计 2013 年原材料价格维持相对较低水平，也利于龙头企业盈利能力的提升。

四、公司估值与投资建议

受地产调控预期影响，公司股价出现一定波动。我们认为，地产对空调销量影响有限，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，凭借自身在规模、品牌、渠道、技术等优势，拓展三四级渠道，提升高端产品占比，能够实现超越行业增长，空调市场份额以及产品均价都还有增长空间。同时，公司中央空调及小家电业务稳健增长，提供增长新动力。综合考虑，预计公司 2013/2014 年 EPS 分别为 2.95 元/3.50 元。目前股价对应 2013 年业绩 PE 估值约 9 倍左右，具备较强安全边际，维持“推荐”评级。

表 4: 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	2014 年 E
一、营业总收入	60,807	83,517	100,057	120,230	140,939
其中: 营业收入	60,431	83,155	99,319	119,283	139,918
营业收入增长率	42.3%	37.6%	19.4%	20.1%	17.3%
利息收入及其它	376	362	737	947	1,021
二、营业总成本	58,191	79,008	92,028	109,693	128,310
其中: 营业成本	47,409	68,132	73,868	88,472	103,750
毛利率(简单测算)	21.5%	18.1%	25.6%	25.8%	25.9%
利息支出、手续费、佣金	65	18.08	173	196	215
营业税金及附加	539	498	513	616	722
销售费用	8410	8050	14,355	16604	19238
销售费用率	13.8%	9.6%	14.3%	13.8%	13.7%
管理费用	1978	2783	3,681	4352	4905
管理费用率	3.3%	3.3%	3.7%	3.6%	3.5%
财务费用	-309	-453	-519	-607	-580
资产减值损失	100	-21	-42	60	60
加: 公允价值变动收益	69	-58	63	65	60
投资收益及其它	62	91	-33	40	50
汇兑收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	2,747	4,542	8,058	10,641	12,740
加: 营业外收入	2,353	1846	768	120	80
减: 营业外支出	44	60	25	20	20
四、利润总额	5,056	6,329	8,801	10,741	12,800
减: 所得税费用	753	1031	1,334	1824	2196
综合所得税率	14.9%	16.9%	16.9%	17.0%	17.2%
五、净利润	4,303	5,297	7,467	8,917	10,603
归属于母公司净利润	4,276	5,237	7,378	8,861	10,534
净利润率	7.0%	6.3%	7.4%	7.4%	7.5%
少数股东损益	28	60	88	57	69
少数股东损益占比	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	1.42	1.74	2.45	2.95	3.50
净利润增长率	46.8%	22.5%	40.9%	20.1%	18.9%

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