

动态报告/公司快评

家用电器

格力电器 (000651)

推荐

空调

关联交易点评

(维持评级)

2010年2月9日

财务公司关联交易风险可控、有助盈利增厚

分析师: 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

事项:

公司控股子公司格力集团财务公司与公司控股股东格力集团签订《金融服务框架协议》，授信额度为32亿元。

评论:

■ 风险可控，无需担忧

1、基于对管理层的信任和经营风格的了解，我们认为此项关联交易风险可控

2008年1月，公司单方面出资12.2亿元，将财务公司注册资本由3.5亿元增加到15亿元，公司持有财务公司股权比率由49.92%增加到88.31%。增资将使得原有控股的财务公司的业务范围得到拓宽，包括：

- ✓ 经批准发行财务公司债券
- ✓ 成员单位的企业债券
- ✓ 对金融机构的股权投资
- ✓ 有价证券投资
- ✓ 成员单位产品消费信贷、买方信贷及融资租赁业务☆

(我国对企业财务公司管理办法中规定：从事成员单位产品消费信贷、买方信贷及融资租赁业务的，注册资本金不低于5亿元人民币。)

自此之后财务公司实际上可以对成员单位进行信贷业务，公司可以结合金融资本的力量来促进产品销售，增加资金的收益。而实际上财务公司的经营非常保守，2009年财务公司将大量的资金约65亿元人民币用于金融机构同业存放。从我们对财务公司过去一贯的保守经营风格和管理层的了解而言，我们认为此次对格力集团的《金融服务框架协议》风险是可控的，主要基于对公司管理层的信任和经营风格。

2、集团授信项目风险可控

授信项目主要是格力集团及其下属的房地产业、仓储码头和建筑施工业。地产项目当中，“格力海岸”项目位于珠海高新产业开发区情侣北路（南段），规划总用地面积为34万平方米，建筑面积达89万平方米，项目地块背山面海，景观资源得天独厚。格力地产2009年12月3号以66亿元拍得该地块。该项目计划年中开始建设，考虑到未来港珠澳大桥的开通以及珠海的旅游资源，加上均有相应的抵押资产，我们认为集团将进行的项目风险均为可控。

3、需经股东大会表决通过。

表 1: 财务公司授信格力集团明细一览表 (亿元)

项目	2009 年已授信	2010 年授信额度预测	总体授信规模
房地产业	2.1	6.04	8.14
格力广场一期	2.1	0.04	2.14
格力香樟美筑		2	2
格力海岸一期		4	4
港珠澳大桥人工岛		8	8
东澳岛旅游开发项目		3	3
仓储码头	1.86	1	2.86
仓储码头二期		1	1
中化格力仓储	1.12		1.12
中化格力港务	0.74		0.74
建筑安装项目		4	4
广州天之城项目		1.6	1.6
金峰航电源科技生产基地		0.6	0.6
星河蓝湾		0.8	0.8
大理海东新城区道路工程		1	1
格力集团	4	2	6
合计	7.96	24.04	32

资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所

附: 相关担保条件如下:

1、以格力集团及其下属公司的存款或格力电器、*ST 海星股权质押, 质押价格按二级市场 90 日均价的 50% 计算; (除银行存款外, 截止公告日格力集团及其下属公司在财务公司的集中存款逾 9 亿元; 此外仅格力集团可质押 ST 海星股份 1.5 亿股, 担保额度约 10 亿元。)

2、以格力集团及其下属公司拥有的土地使用权抵押担保, 抵押价格按专业评估机构评估价格的 70% 计算; (格力集团下属公司珠海格力房产有限公司中标的 33.96 万平方米的地块, 成交价格 66.15 亿元, 可分块出证, 总担保额度约 46 亿元。)

3、财务公司视实际情况在符合国家有关法律、法规的前提下可接受的足值、有效的其他抵、质押物。

■ 维持对公司“推荐”评级

市场对公司所处行业前期主要担忧为地产销售放缓和上游原材料成本上涨。大宗商品从近期价格来并没有进一步大幅上扬趋势, 反而有下跌或是调整迹象。市场前期的下跌也已经对这两个主要担忧因素做了非常充分的释放。

市场对公司的主要担忧是公司当前的净利润率在同类公司中最高, 担心没有进一步上升空间, 且市场份额进一步上升存在疑虑。我们认为公司在 2010 年完全有望在变频空调、高效能空调销售比率进一步提升的趋势下获得净利润率的保持, 而收入方面则有望在 2010 年有效的份额提升策略实施下获得增速提升, 在内销和出口方面均会有明显体现。从我们近期对公司的跟踪来看, 公司在珠海、合肥、重庆的各项投资均在增加, 包括对上游配套变频压缩机、电机、商用空调等等, 以我们对公司一向谨慎经营的风格来看, 公司这些举动非常明显的反映了其对未来成长的信心。2010 年公司还有望在已有较为完备的销售体系上获得费用/收入比率的下降, 进而获得业绩的超预期增长。此次财务公司的经营调整, 还将有利于公司业绩的增厚, 由于进展时间还不明朗, 我们暂时不因此调整业绩预测。

我们预期公司 2009、2010、2011 年每股收益 1.50、1.80、2.03 元。维持对公司的“推荐”评级, 建议现价买入。

表 2: 公司盈利预测表 (百万元)

科目	2008 年	2009 年	2010 年
一、营业总收入	42,200	40,562	48,378
利息收入	130	140	180
二、营业总成本	39,968	37,475	44,680
其中: 营业成本	34,106	30,494	36,743
利息支出	10	50	70
营业税金及附加	380	411	476
销售费用	4,393	5,271	5,957
管理费用	991	1,189	1,343
财务费用	85	50	80
资产减值损失	3	10	10
三、营业利润	2,362	3,227	3,878
加: 营业外收入	60	40	30
减: 营业外支出	15	15	15
其中: 非流动资产处置损失	2	2	2
四、利润总额	2,407	3,252	3,893
减: 所得税费用	277	390	467
五、净利润	2,130	2,862	3,426
归属于母公司所有者的净利润	1,966	2,823	3,379
少数股东损益	29	39	47
每股收益 (元)	1.05	1.50	1.80

数据来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所

从空调的消费结构来说, 我们参考 2009 年的数据, 2100 元以下的空调销售金额占到市场总量的 20% (中怡康数据), 消费这部分空调的人群是对价格比较敏感的。而变频空调 2009 年占到销售金额的 20%, 再加上 2010 年国家对于高效能空调销售补贴政策的持续, 我们认为公司完全有可能通过变频空调和高效能空调销售比率的提升、费用的控制来达到 2010 年利润率的保持。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。