



具有估值优势的大白马

——格力电器（000651）分析报告

中原证券研究所 胡铸强

证券投资咨询业务职业资格编号：S0730209120121

Huzq@ccnew.com

021-50588666-8023

投资要点

- **2010年营业收入和利润有望保持20%左右的增幅**
 - 2010年空调内需有望增长17%
 - 公司海外订单有望恢复到2008年的水平
 - 公司具有市场定价权，转嫁通胀能力业内最强

- **估值具有优势：**
 - 2009年PE16倍
 - 2010年PE14倍
 - 安全边际高

- **2010年可能出现的部分交易性投资机会**
 - 多元化经营的动力开始发酵
 - 尚不确定的气候因素可能带来惊喜

目录

- 行业综述
- 公司主营业务分析
- 困扰公司股价的主要原因
- 盈利预测、估值及投资建议
- 风险提示

2009年空调需求内热外冷

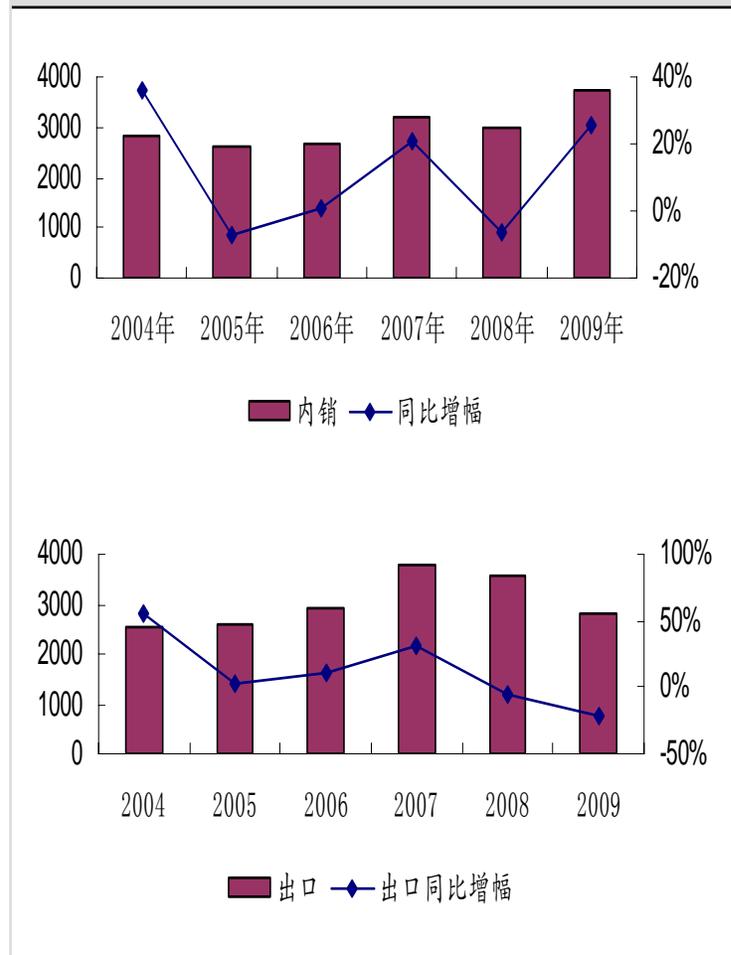
■ 2009年内销同比增长25%

- 家电下乡和以旧换新是内需快速增长最主要的内因

■ 外销同比大幅下降21%

- 出口欧洲同比下降68%
- 出口美国同比下降23%
- 出口亚洲同比下降15%

2009年内、外销情况 单位：万台/%



资料来源：Wind

行业综述----内需增长强劲

■ 2010年空调内销增幅17%

- 家电下乡销量有望翻番
- 2009年下半年房地产市场火爆，足以支撑2010冷年的空调需求
- 房地产市场调控将挤出投资需求，提高新房的空调安装率

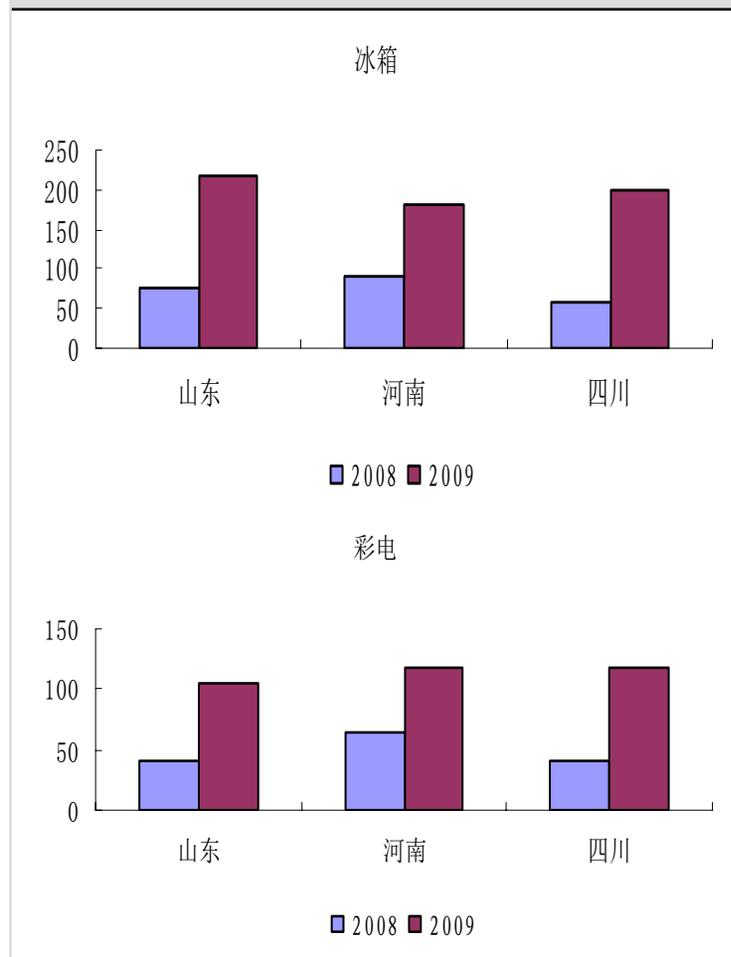
■ 2010年家电下乡政策加强版

- 变频空调纳入补贴范围

■ 建材下乡将为空调下乡开更广阔的市场空间

- 当前农村每百户空调保有量仅有9.82台，远低于城市家庭水平（100台）

试点省份08、09年家电下乡销量对比 单位：万台

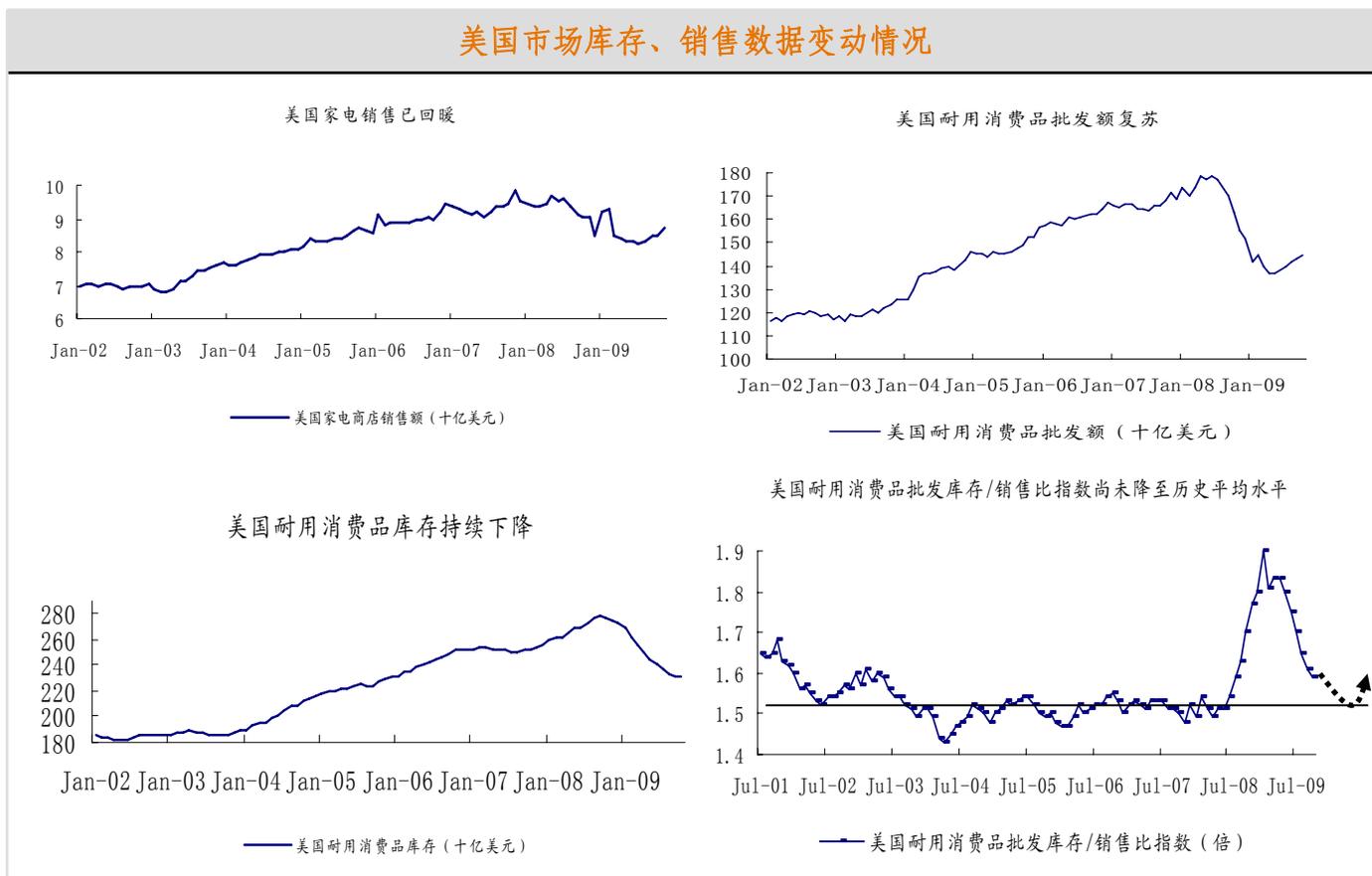


资料来源：Wind

行业综述----外需恢复增长

■ 2010年欧美市场有望进入加库存周期

美国市场库存、销售数据变动情况



资料来源: BLOOMBERG

主要原材料价格将反弹

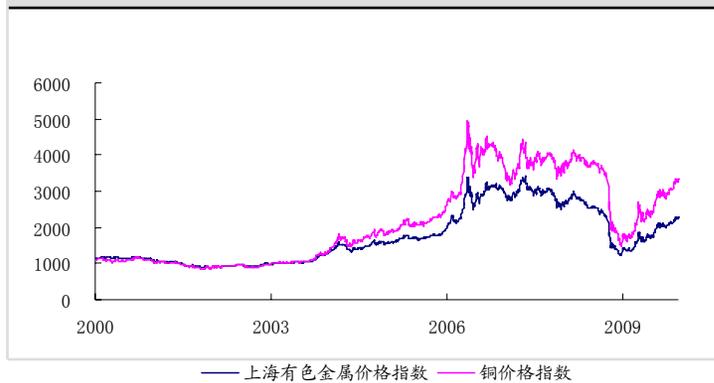
■ 主要原材料价格快速反弹

- 铜SMMI价格同比上涨52%
- 铝SMMI价格指数上涨17%

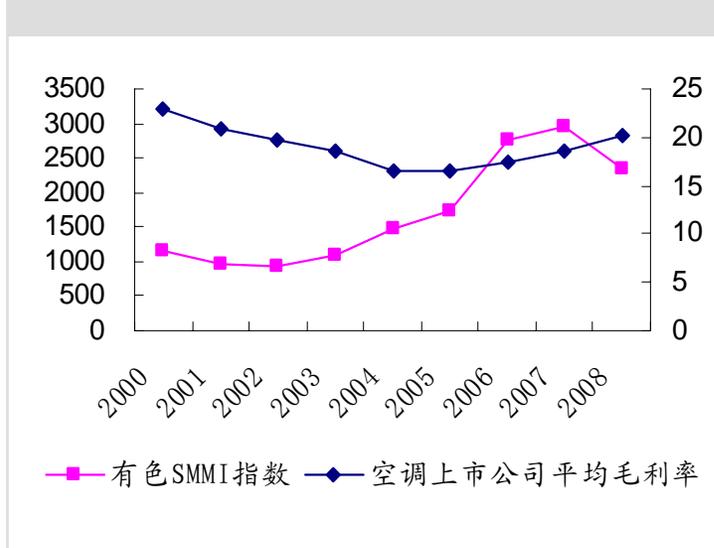
■ 寡头垄断基本形成，转嫁本能力较强

- 前三强市场占有率达到54%
- 龙头公司（格力）市场占有率达到23%

2009年有色价格涨幅较大



2005年后有色价格对空调行业毛利率影响较小



资料来源：Wind

目录

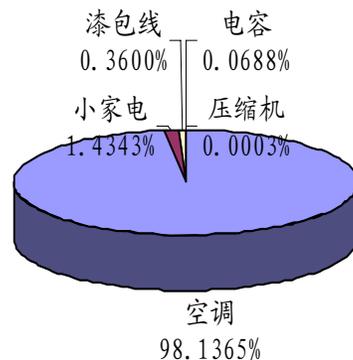
- 行业综述
- 公司主营业务分析
- 困扰公司股价的主要原因
- 盈利预测、估值及投资建议
- 风险提示

公司简介

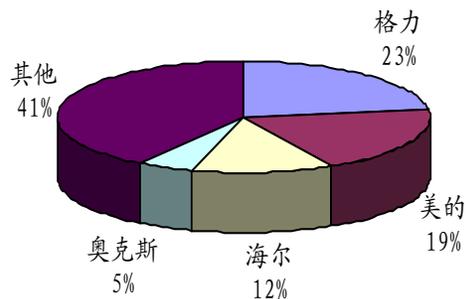
■ 公司是全球家用空调龙头

- 行业地位：连续5年空调销量全球第一
- 品牌价值：公司空调产品国内品牌中销售均价最高
- 质量：出口OEM产品返修率低于日本大金
- 研发：拥有国家级制冷实验室
- 海外业务：收入80亿元，占主营业务收入19.22%

2008年公司主营业务情况



2009年国内空调市场占有率情况



资料来源：WIND、中怡康

近五年公司保持了高速增长

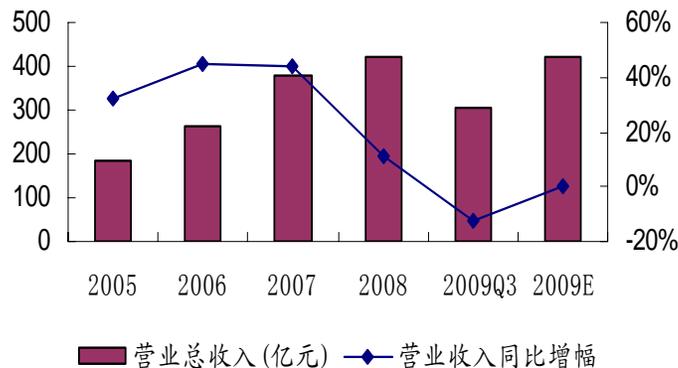
■ 2005-2008营业收入复合增长率：32%

■ 2005-2008净利率复合增长率46%

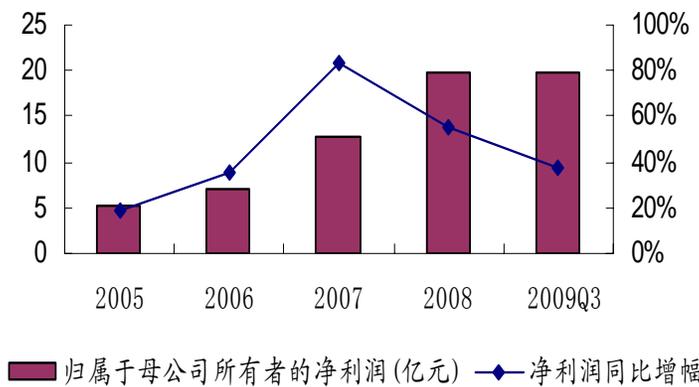
■ 主要生产基地：

- 珠海
- 重庆
- 合肥
- 巴西
- 巴基斯坦
- 越南

公司近5年营业收入增长情况



公司近5年净利润增长情况



资料来源：WIND、中怡康

公司内销竞争激烈

■ 2009年营业收入与2008年持平

- 2009年实现空调销售2000万台左右
- 变频空调占比提高到15-20%
- 出口萎缩：上半年出口营业收入降幅达48.38%

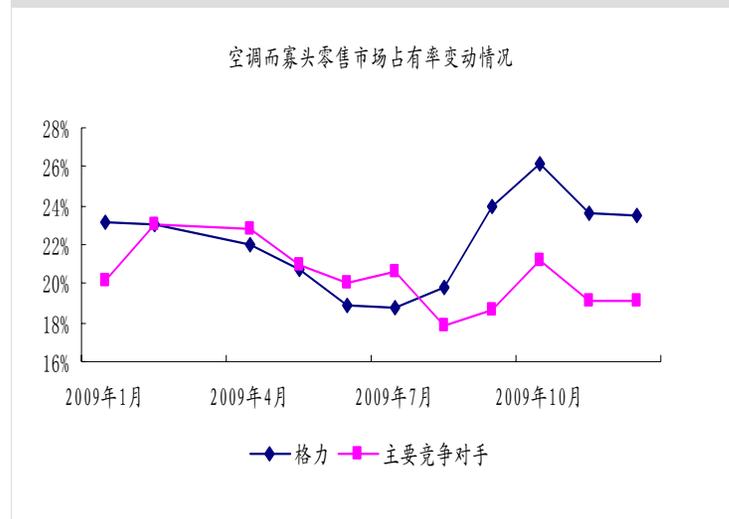
■ 2009年空调市场竞争激烈

- 2009年年中数月美的零售量超越公司
- 农村市场渠道优势是公司获胜关键
- 下半年公司在家电下乡空调产品中市场占有率达到50.43%

■ 2010年营业收入增幅有望超过20%

- 家电下乡销量有望翻番
- 公司判断出口有望恢复到2008年的水平

2009年公司与主要竞争对手市场占有率变动情况



资料来源：中怡康

经销商为核心的营销模式

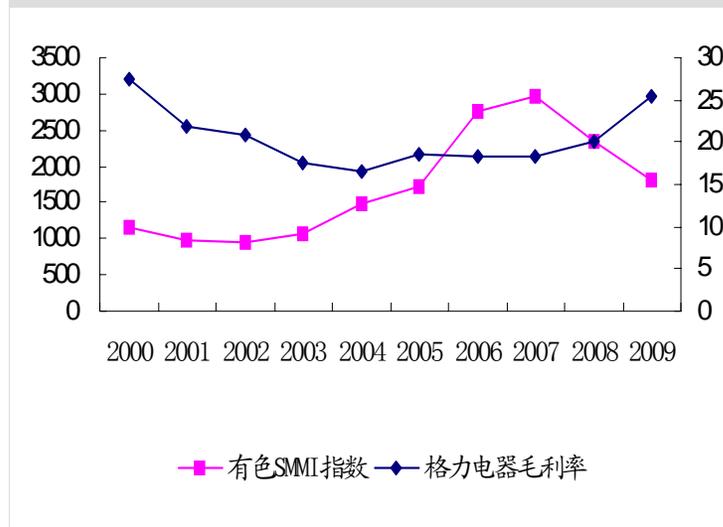
- 强化与经销商的利益绑定
 - 绑定利益，避免博弈，激励最大化
 - 降低销售费用
 - 推广专卖店模式深入农村三四级市场
 - 与国美分手事件彰显公司营销理念
- 公司经销商、专卖店认定具有品牌排他性
- 公司渠道运营模式长期为主要竞争对手所效仿

资料来源：公司公告

转嫁成本能力业内最强

- 公司国内市场占有率第一，市场话语权行业内最大
 - 零售价格与主要竞争对手价差超过**100元**
- 2004年后原材料价格上涨对公司毛利率负面影响较小
- 产品结构改善有助于提高公司盈利能力
 - 变频空调占比有望达到**25%**
 - 中央空调产能将提高**100%**
 - 小家电营业收入将翻番

有色价格指数对毛利率影响较小 单位：%



资料来源：中华商务网

大金模具及机电合资公司将投产

- 格力大金精密模具有限公司
 - 2009年2月成立
 - 预计2010年一季度投产
 - 总投资5800万美元，格力占比51%
 - 投产后，年总产值2.24亿元，净利润1430万元
- 格力大金机电设备有限公司
 - 2009年2月成立
 - 预计2010年一季度投产
 - 总投资7583万美元，格力占比51%
 - 投产后年产变频压缩机150万台/年
- 与大金合作建立零部件和产品开发平台
 - 大金OEM产品净利率超过9%，高于公司平均水平将近50%

公司空调业务盈利能力业内最强

- 公司空调毛利率上市公司中最高
- 公司净资产收益率上市公司中最高

大白电上市公司盈利能力比较（1H2009）

单位：%

公司	毛利率		期间费用率		净利润率		净资产收益率	
	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3
美菱电器	21.92	29.60	20.97	26.50	0.50	4.45	1.75	6.77
ST科龙	15.90	19.31	16.01	16.76	0.64	2.46	/	/
美的电器	19.28	22.24	13.85	15.74	4.71	5.56	26.36	22.34
格力电器	18.89	25.19	13.19	17.16	4.18	6.52	23.07	23.46
青岛海尔	22.47	27.12	17.76	21.94	3.69	4.38	11.78	12.87
小天鹅A	18.55	22.87	14.74	16.66	3.42	4.64	6.68	7.12
合肥三洋	37.01	41.17	23.91	28.14	11.22	11.91	13.60	21.06

资料来源：WIND

公司净利润增速龙头公司中最强

- 产品单一导致公司营业收入增速业内较低
 - 冰箱市场火爆一定程度上弥补了空调需求萎缩对美的、海尔的影响
- 营业利润和净利润同比增速龙头公司中最高

大白电上市公司成长能力比较（2009Q3）							单位：%
公司	营业收入增速		营业利润增速		净利润增速		
	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	
美菱电器	18.53	10.00	16.14	1373.68	172.76	367.07	
ST科龙	1.16	-0.11	-257.91	1103.10	-125.39	1672.89	
美的电器	31.17	-4.51	19.42	15.58	35.93	20.91	
格力电器	19.25	-12.64	98.29	27.62	93.70	33.84	
青岛海尔	9.57	2.36	72.08	14.15	47.96	19.47	
小天鹅A	-16.22	-14.79	-32.13	-3.39	60.84	10.32	
合肥三洋	78.41	80.37	82.53	76.10	88.64	80.92	

资料来源：WIND

营业收入下降拖累公司运营效率

- 2009年营业收入同比下降拖累公司运营效率
 - 2010年总资产周转率有望止跌回升
- 应收账款周转率逆势提高显示公司收入质量较高

大白电上市公司运营能力比较 (2009Q3)						单位: %
公司	总资产周转率		存货周转率		应收账款周转率	
	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3
美菱电器	1.15	1.05	4.00	5.83	11.99	14.45
ST科龙	1.78	1.88	7.60	10.56	11.01	9.85
美的电器	1.74	1.34	4.61	6.38	15.88	10.54
格力电器	1.25	0.72	4.77	5.52	26.62	40.91
青岛海尔	2.19	1.82	7.69	11.34	31.61	28.48
小天鹅A	0.91	0.86	3.73	4.10	6.78	6.13
合肥三洋	0.84	0.91	2.47	2.33	12.37	10.54

资料来源: WIND

公司资产负债率龙头公司中最高

- 预收账款暴增导致工资资产负债率快速上升
- 资产负债率较高时公司多元化道路上的阻碍

大白电上市公司偿债能力比较（2009Q3）

单位：%/倍

公司	资产负债率		流动比率		速动比率	
	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3	2008Q3	2009Q3
美菱电器	70.36	70.58	0.81	0.83	0.48	0.68
ST科龙	114.12	115.78	0.46	0.46	0.30	0.33
美的电器	68.88	59.59	0.95	1.11	0.59	0.90
格力电器	76.87	82.62	1.01	1.04	0.81	0.96
青岛海尔	38.44	48.80	1.76	1.50	1.27	1.31
小天鹅A	50.96	47.16	1.39	1.53	0.94	1.28
合肥三洋	35.66	57.41	2.14	1.44	1.45	1.11

资料来源：WIND

目录

- 行业综述
- 公司主营业务分析
- 当前困扰公司股价的主要原因
- 盈利预测、估值及投资建议
- 风险提示

当前困扰公司股价的主要问题

■ 格力集团公司减持

- 格力集团减持，回笼资金投资珠海航空产业园
- 3年内减持超过5000万股需报国家发改委批准
- 未来2年（2010、2011年）减持空间为322万股

2009年格力集团及其关联公司减持格力电器股票情况

减持日期	减持公司	减持数量（万股）	减持价格（元）	减持方式	备注
2009年2月	珠海格力集团有限公司	1604.25	/	转让给管理层	股权激励
2009年7月	珠海格力集团有限公司	384.93	22.90-24.26	集中竞价交易	/
2009年11月	珠海格力集团有限公司	1523.4	25.51-29.10	集中竞价交易	/
2009年12月	珠海格力集团有限公司	30.00	26.75-26.80	集中竞价交易	/
2009年7-11月	珠海格力房产有限公司	1134.79	/	集中竞价交易	/

资料来源：中原证券研究所、公司公告

当前困扰公司股价的主要问题

- 产品线过于单一，相对于竞争对手缺乏协同优势
 - 主要竞争对手冰洗业务对空调的支撑力度有限，短期内（1年）尚无法调整公司的渠道优势
 - 公司对多元化战略发生改变：公司管理层对此问题有所考虑，但尚未提上议事日程
 - 我们认为公司要保持渠道优势，存在多元化需求
 - 多产品线对经销商更有吸引力，渠道存在产品线延伸的需求
 - 白电行业内产品线延伸有利于发挥公司渠道优势
 - 有利于增加新的利润增长点
 - 资产负债率过高是多元化道路上的障碍

当前困扰公司股价的主要问题

- 原材料价格上升导致公司盈利能力下降
 - 历史数据显示2004年后原材料价格对公司盈利能力影响迅速有所递减
 - 2009年四季度财务表现对2010年盈利能力具有指标性意义

目录

- 行业综述
- 公司主营业务分析
- 困扰公司股价的主要原因
- 盈利预测、估值及投资建议
- 风险提示

盈利预测

盈利预测					单位: 亿元
	2008A	2009E	2010E	2011E	
营业收入	422.00	420.02	504.03	579.63	
营业成本	337.33	311.83	384.57	442.26	
营业税费	3.63	3.61	4.33	4.98	
销售费用	44.03	58.80	60.48	69.56	
管理费用	12.71	12.60	15.12	17.39	
财务费用	0.85	-1.91	-2.72	-2.45	
资产减值损失	0.03	1.85	2.07	2.38	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.09	0.00	0.00	0.04	
营业利润	23.39	33.54	39.66	45.05	
营业外收入	0.83	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.16	0.00	0.00	0.00	
利润总额	24.06	33.54	39.66	45.05	
所得税	4.14	5.03	5.95	6.76	
净利润	19.92	28.51	33.72	38.29	
少数股东权益	0.25	0.23	0.27	0.31	
归属母公司净利润	19.67	28.28	33.45	37.99	
EPS (元)	1.68	1.50	1.78	2.02	

数据来源: 相关公司年报/中原证券研究所

估值比较

■ 市盈率业内最低

- 预计公司2009年、2010年的每股收益为1.50元和1.78元，对应PE分别为16.27倍和13.71倍，处于估值洼地，给予“买入”投资评级

公司简称	每股收益			每股净资产 2009Q3	收盘价	市盈率			市净率 2009Q3
	2008	2009E	2010E			2008	2009E	2010E	
格力电器	1.68	1.50	1.78	4.80	24.40	14.52	16.27	13.71	5.08
美的电器	0.55	0.90	1.09	4.37	19.78	35.96	21.98	18.15	4.53
青岛海尔	0.57	0.87	1.12	5.64	20.64	36.21	23.72	18.43	3.66
美菱电器	0.06	0.60	0.71	3.10	11.16	186.00	18.60	15.72	3.60
小天鹅	0.07	0.36	0.58	3.24	14.50	207.14	40.28	25.00	4.48
合肥三洋	0.35	0.66	0.99	2.23	24.58	70.23	37.24	24.83	11.02
苏泊尔	0.53	0.70	0.89	4.60	18.42	34.75	26.31	20.70	4.00
海信电器	0.46	0.88	1.15	6.51	25.59	55.63	29.08	22.25	3.93
TCL集团	0.19	0.13	0.17	1.69	5.58	29.37	42.92	32.82	3.30
深康佳	0.21	0.16	0.24	3.18	7.27	34.62	45.44	30.29	2.29

数据来源: 相关公司年报/中原证券研究所

投资建议

- 预计公司**2009年、2010年**的每股收益为**1.50元**和**1.78元**，对应**PE**分别为**16.27倍**和**13.71倍**，公司当前的市场估值较低，已经充分反映了原材料价格上涨和房地产调控政策对公司成长空间的压制担心和大股东减持的负面影响，当前股价的安全边际较高，给予“买入”的投资评级

数据来源: 相关公司年报/中原证券研究所

目录

- 行业综述
- 公司主营业务分析
- 当前困扰公司股价的主要原因
- 盈利预测、估值及投资建议
- 风险提示

风险提示

- 原材料涨价超出预期，毛利率快速下降
- 公司农村市场渠道优势迅速丧失

免责声明

■行业投资评级：

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上

■公司投资评级：

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上

■免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用



谢 谢

Q&A

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122