

空调

袁浩然 S0960210010337

0755-82026810
yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅

0755-82026732
haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 33.00元

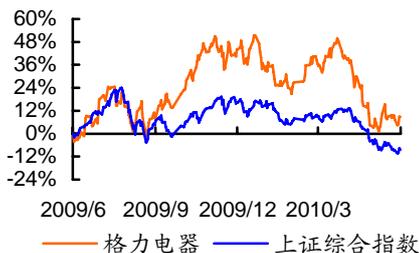
当前股价: 20.90元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2569.94
总股本(百万)	1879
流通股本(百万)	1851
流通市值(亿)	387
EPS (TTM)	1.60
每股净资产(元)	5.67
资产负债率	79.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格力电器	5.88	-19.37	-24.30
上证综合指数	-2.93	-15.78	-20.86



格力电器

000651

强烈推荐

短期存压力 全年能增长 长期有期待

投资要点:

- 短期存压力。从2010年6月1日起实施的新的节能惠民补贴政策，补贴额度大幅调低，原来的能效比2级空调不再享受补贴，而按照新能效比标准的1级，2级空调补贴标准从原先的300-850元下调至150-250元。本身对行业短期为重大利空，而且能效比政策大幅度的调整干扰了正常的企业经营决策，诱发了价格战，此前的混乱局面对于格力这样的优秀企业影响较大。由于新标出台有些仓促，企业需要用非常短的时间去应对，包括前期的清理库存，未来适应高能效的同时管理好成本，重新梳理产品线，理顺价格体系都需要时间，费尽心思。从中期来看，因为能效升级提高而形成的成本上升迟早会通过涨价来转嫁给消费者，但是，短期不可能马上涨价，而从政府获得的补贴大量减少企业只能自己承受利润损失。加上“天公不作美”，至少从目前看有点凉夏的味道，对公司的短期销售有影响。外围情况也不妙，希腊主权债务危机对空调出口也蒙上了一层阴影。所以公司讲，“短期有压力”。但是上述压力基本已经在前期股价的调整中反应。
- 但是中期看，公司的利好因素不少。全年能稳健增长，公司全年收入能够突破500亿。1) 实现新的补贴政策后，产品价格迟早会涨，以格力的市场竞争力，会使用多方面手段尽快实现毛利率的稳定。2) 作为一把双刃剑，新政给竞争对手带来了更大的压力，有少数中小空调企业还没有足够的适应能力，很可能被直接踢出局。目前整个行业的竞争格局非常明确，就是双寡头垄断。对公司的盈利水平和市场份额不必过分担心。3) 公司通过多年积累研制出超高效压缩机，能够在不增加成本的情况下实现空调能效升级。从而取得新能效比时代的技术和成本领先。4) 变频新能效时代，公司在变频领域机会凸显。
- 长期有期待 1) 家用空调尚有一定的拓展空间，无论是在城镇，农村还是在出口领域。市场总容量还有较大发展，不断的城镇化，更新需求，农村市场启动，自有品牌出口等方面都有期待。公司也并不满足于40%的市场份额 2) 中央空调上，公司目前发展势头良好，未来空间巨大。3) 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。近期将重点考虑在上游产品上进行拓展。包括漆包线、电容、电机、变频压缩机等。4) 不排除横向拓展。要看环境和机会再做决定是否介入冰箱等行业。
- 盈利预测和估值。综合目前经济发展形势，预计公司10年、11年EPS分别为1.83元、2.00元，按10年EPS 18倍PE估值，公司6-12个月目标价为33元，维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008年A	2009年A	2010年A	2011年E
营业收入(百万元)	42,200	42,637	50,168	57,840
同比(%)	11%	1%	18%	15%
归属母公司净利润(百万元)	1,967	2,913	3,443	3,755
同比(%)	55%	48%	18%	9%
毛利率(%)	19.7%	24.7%	22.3%	23.3%
ROE(%)	30.4%	33.5%	30.6%	31.6%
每股收益(元)	1.05	1.55	1.83	2.00
P/E	20	13	11	10
P/B	4.4	3.7	3.5	3.2

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《格力电器-收入四季度大增长，全年盈利超预期》2010-4-28

1、短期存压力

根据财政部、发改委此前通知，新的节能惠民补贴政策从2010年6月1日起实施，持续到2011年5月31日，但补贴额度大幅调低，原来的能效比2级空调不再享受补贴，而按照新能效比标准的1级，2级空调补贴标准从原先的300-850元下调至150-250元。

公司认为，本身节能惠民政策是“惠民”而非“惠企业”。而且能效比政策大幅度的调整干扰了正常的企业生产，诱发了价格战，此前的混乱局面对格力这样的优秀企业影响较大。

由于新标准出台实施有些仓促，用非常短的时间去应对有难度，包括前期的清理库存，未来适应高能效的同时管理好成本，重新梳理产品线，理顺价格体系都需要时间，费尽心思。

从中期来看，因为能效升级提高而形成的成本上升迟早会通过涨价来转嫁给消费者，但是，短期不可能马上涨价，而从政府获得的补贴大量减少企业只能自己承受利润损失，而且前期为了消化库存，本身在价格战中也产生了部分损失。

加上“天公不作美”，至少从目前看有点凉夏的味道，对公司的短期销售有影响。外围情况也不妙，希腊主权债务危机对空调出口也蒙上了一层阴影。

所以公司讲，“短期有压力”。

2、全年能增长

但是中期看，公司的利好因素不少。

1) 实现新的补贴政策后，产品价格一定都会涨，但至于如何涨？涨多少？各个厂家可能不尽相同。有的通过直接提价，有的通过推新品变相涨价，基本还是会把压力传导出来。以格力的市场竞争力，会使用多方面手段尽快实现毛利率的稳定。公司希望能够在1,2个月内消化，平衡过往的库存，实现新旧交接。特别是在推新品方面，格力在技术、在工艺控制方面的核心竞争力会明显体现。以推新品的速度为例，从设计到开模，原来需要8个月推一个新品，现在只需要2,3个月。为应对能效比标准以及政府补贴下降，格力现在已经有多个新品等待较好的时机推出。

2) 为了达到新的空调一级能效比要求，目前实现能效升级主要通过两种途径，一是加大两器的使用率，一是使用直流电机替代交流电机。第一种方法，增加蒸发器和冷凝器的数量，以增加面积，直接会增加成本，而且可能导致箱体增大，形成另外的成本增加。而使用直流电机替代交流电机，成本也会上升80元左右。——公司通过多年的技术积累研制出超高效压缩机，能够在不增加成本的情况下实现空调能效升级。从而取得新能效比时代的技术领先和成本领先。

3) 对新能效比标准的适应方面，有少数中小空调企业还没有足够的适应能力，即使能生产出新能效比1级，2级产品，成本上升很多，很可能要亏本。未来它们可能直接被新标准踢出局。目前整个行业的竞争格局非常明确，就是双寡头垄断。

4) 随着6月1日补贴新政出台,终端的售价迟早会提上来,这将进一步缩小定速与变频之间的价差,在消费意识及市场价格导向的双重作用之下,变频空调产品或将以此为始点,迎来国内市场的全面发力。而这又将是主流厂商的机遇,格力的市场份额会进一步上升。事实上,仅2010年1-4月份,苏宁全国渠道中变频空调出货量与去年同期相比,增幅达到了80%左右,也显现出了这一苗头。

5) 公司在技术创新和质量管理上一直保有行业领先水平。09年推出大量高端产品,“睡梦宝”、“王者至尊”等产品得到消费者认可,10年的销售形势仍然不错。另外,在变频等多项技术的突破使得格力拥有空调产品的核心技术。(变频空调今年每天销量突破1万台)。

公司明确指出:公司全年收入能够突破500亿,盈利能力也不会低于去年。

3、长期有期待

市场上普遍对格力的发展空间充满争议。本次股东大会无可避免地讨论了这个问题。公司认为在许多领域尚有较大空间,我们也基本认同,具体可拓展的领域包括:

3.1 家用空调尚有一定的拓展空间,无论是在城镇,农村还是在出口领域。

1) 城镇市场。首先从城镇家用空调的总需求来讲,未来仍然还有一定的空间。居民收入增长水平的提高为空调的销售提供了坚实的基础。全国每百户空调保有量不到100台,而广州等大城市都在200台以上,说明空调的增量市场仍然非常广阔。

中国的城镇化建设远没有结束,为空调销售提供更多新增需求。

从2001年第一次空调消费高峰以来,已经有十年之久,大量空调进入换代期,整个行业将逐步迎来大面积的更新换代需求。(尽管房地产市场短期会影响城镇空调销售,但是中长期的空调总需求并不会因此而改变)。

公司作为专业性的空调制造商,凭借多年的技术积累,产品创新能力非常强,2008年以来推出大量新品,在不利的市场环境下保持非常好的产品竞争力;另外公司的品牌价值持续提升,保证了公司的市场份额、毛利率同时上升;公司的渠道渗透能力非常强,面对市场总量有限,公司充分发挥渠道优势,利用对手的困难,内销市场份额仍然在持续提高。全国范围内,公司综合市场份额应该有可能还能上一个较大的台阶,公司决不满足于目前四成的市场份额。

2) 农村市场。一直以来,我们都认为农村空调市场启动尚需时日启动,但从实践来看,在社会主义新农村建设推动下,农民实际可支配收入逐步提升,在家电下乡推动下,农村空调需求远超出市场预期,空调下乡自09年4月份实施以来,受到了农民的热烈欢迎,三四级市场销量水涨船高。为此,格力推出了吉祥号,鸿运风,如意岛,五彩祥云,鸿运满堂,风和日丽等几大系列,经过一段时间的努力,格力在农村市场的月销售已经超过5个亿,份额比城镇市场还高,凭借格力强大的品牌拉力、卓越的品质以及宽泛的渠道,销量节节攀高,去年四季度以来连续居于销售冠军,以超过40%的份额遥遥领先于其它空调企业。目前农村销售已经成为格力的重要增量,未来尚有较大发展空间。

3) 在出口领域,

目前空调行业整体还是以出口代工为主，金融危机以来甚至代工都承受了较大压力。但是随着外围复苏，以欧美市场为主的 OEM 出口恢复性增长势头很好。作为低端耐用消费品，有其特定的市场需求，而空调制造中国企业具有天然的优势，（最重要的是成本优势和产业配套优势，以及业已形成的规模优势。）OEM 会维持一个均衡的水平。

应当承认，在传统的 OEM 环节，格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势，渠道优势都不能发挥作用。在也是在该领域，格力并没有太大起色的重要原因，当然格力肯有自己的一席之地。特别是同大金合资后，随着大金逐步关闭日本、泰国、马来西亚的工厂，未来格力可能会承接更多的 OEM 订单，而且这些订单的毛利水平会远高于一般的 OEM 订单。

作为自有品牌这一块，公司领导反映，以东南亚、中东、拉美、南亚等地区为主格力自有品牌销售已经有了蓬勃发展，公司的格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势逐步在发挥效用，以成龙作为品牌代言人为契机，出口销售市场很猛。放眼未来，随着中国国际地位的提高，“MADE IN CHINA”中国制造这一整体品牌的提升，民族空调品牌会有广阔的发展空间。格力作为空调行业民族品牌的龙头，通过持续努力，在国际市场是可能达到今天国内这样的综合竞争能力，也会拥有非常强的市场地位和经营主动权，相信这不久的将来就能够看到，这也是公司未来努力的目标。

4) 对于新的市场热点，变频空调，公司在和大金强强联合之下，公司的变频空调产品既具有技术优势也具有成本优势，在这样的高端领域，公司会保持更高的市场份额，但是大规模放量要在 2010 年以后。

3.2 中央空调上，公司目前发展势头良好。

过往一年，公司的中央空调业务无论是技术沉淀上，市场开拓上都取得了长足进步，而这些发展还是在很不好的市场环境下取得的。

公司认为：未来中央空调的市场总容量最终目标会超过家用空调，公司非常看好未来的中央空调市场，对这一领域的研发投入也较多，也取得非常大的进步，目前又从整机研发延伸到中央空调的心脏——压缩机，本来公司已经研发出来螺杆机的压缩机样机，能效比、工艺水平丝毫不亚于德国和意大利的产品，随着技术的逐步进步成熟势必转化为未来的市场优势。过往公司中央空调领域已经取得了像北京奥运村、南非世界杯场馆等大型项目的订单，市场反应良好，未来会成为超过家用空调的新的重要领域。至于同外资品牌的竞争，目前一些国内用户对国产中央空调存在一定的偏见（或者是下意识的不信任），多倾向于采购国际大品牌，实际上格力在技术上同国外品牌并无明显差距，只是品牌认知上处于下风。公司作为民族空调业巨头，董明珠作为全国人大代表，都在各个场合，呼吁有关方面不再歧视国产品牌，目前也有一些正面的回应。未来公司中央空调的市场环境会慢慢向好。在内外环境的优化下，公司中央空调的发展机遇很大。公司相信，以格力为代表的民族品牌也会象当初家用空调一样逐步挤占外资品牌的市场份额。

3.3 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。

公司领导层表示，公司目前还是强调“专业化”，只不过不是局限在狭义上的“专业化”，而是制冷产业链上的“专业化”。近期将重点考虑在上游产品上进行拓展。包括漆包线、电容、电机、变频压缩机、各类模具、中央空调压缩机等。公司有志向也有能力做大做强。

1) 关于漆包线。漆包线目前收入占比不足 1%，但公司有较强的技术积累，生产的漆包线有较好的耐腐蚀性，专业性较强，适用于多种电器产品，现已销售给三洋、日立、三菱等空调厂商。公司计划在马鞍山扩建工厂，生产、销售漆包线。

2) 电容。公司过去电容主要依靠外购，但常面临质量不过关的现象，价格也很贵。现在公司已开始大量生产电容产品，自用之外也有外销，市场空间也比较大，关键是质量好，竞争对手少，毛利率很高。

3) 电机。高效压缩机主要是高效电机推动，包括冰箱和洗衣机等产品。公司将全面介入家电电机甚至工业电机，已经有良好的技术储备，市场也不愁销路。

3.4 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头

公司对自己的定位，其实不仅仅是一个家用空调制造商，而是更高远的制冷产业巨头，放眼整个制冷产业，诸如冷柜、冷藏车、冷库等等，公司还有广阔的发展空间，目前只是精力有限，先把手头的事情做好，然后一步一个台阶，适时介入其他制冷产业。对此，公司会作精心的准备，包括必要的技术储备，严谨的市场调研，审慎选择商业模式和介入方式等等。

3.5 不排除横向拓展

对于是否介入冰箱等行业，公司领导层表示，不排除这方面的想法。可能会在冰箱、冰柜、冷藏等方面有些动作，要看环境和机会再做决定。

4、公司 2009 年收入内外销构成

表 1: 销售收入增长及构成 (单位: 亿元)

分产品	营业收入 (2009)	收入占比构 成	营业收入比 同比	营业收入 (2008)	收入占比 构成
内销	33,233.8	85%	12.2%	29,631.1	76%
外销	5,835.1	15%	-38.3%	9,463.8	24%
合计	39,068.9	100%	-0.1%	39,094.9	100%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

5、损益表同比

表 2: 利润表数据同比

科目(单位: 百万)	2009 年 A	2008 年 A	同比
一、营业总收入	42,637	42,200	1.0%
其中: 营业收入	42,458	42,032	1.0%
营业收入增长率	1.0%	10.6%	
利息收入及其它	180	167	
二、营业总成本	39,672	39,870	-0.5%
其中: 营业成本	31,956	33,733	-5.3%
毛利率(简单测算)	24.7%	19.7%	5.0%
利息支出、手续费、佣金	16	12	
营业税金及附加	403	363	
销售费用	5798	4,403	31.7%
销售费用率	13.6%	10.4%	3.2%
管理费用	1567	1,271	23.3%
管理费用率	3.7%	3.0%	0.7%
财务费用	-97	85	
资产减值损失	29	3	
加: 公允价值变动收益	2	1	
投资收益及其它	7	9	
三、营业利润	2,975	2,340	27.1%
加: 营业外收入	418	83	403.1%
减: 营业外支出	12	16	
四、利润总额	3,380	2,407	40.5%
减: 所得税费用	449	416	7.8%
综合所得税率	13.3%	17.3%	-4.0%
五、净利润	2,932	1,991	47.3%
净利润率	6.9%	4.7%	2.2%
归属于母公司净利润	2,913	1,967	48.1%
少数股东损益	18	24	
少数股东损益占比	0.6%	1.2%	
六、总股本	1,879	1,878	
七、按期末股数简单每股收益:	1.55	1.05	
毛利率减销售费用率	11.1%	9.3%	1.8%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

6、销售，净利润分季度列示

考虑到公司销售存在较强季节性，将公司营业收入，净利润分季节特别列示如下：

表 3: 营业收入分季度

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2009 年	营业收入	90	110	106	119	425
	占全年比例	21.3%	25.8%	24.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	-16%	-23%	5%	67%	21%
2008 年	营业收入	108	142	101	71	422
	占全年比例	25.5%	33.7%	24.0%	16.8%	100.0%
	同比增长率	53%	9%	9%	-18%	11%
2007 年	营业收入	70	130	93	87	380
	占全年比例	18.5%	34.3%	24.5%	22.8%	100.0%
2006 年	营业收入	44	88	63	68	263
	占全年比例	16.7%	33.3%	24.0%	26.0%	100.0%

表 4: 利润分季度

	(亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2009 年	普通股利润	5.5	6.8	7.6	9.2	29.1
	对应 EPS	0.29	0.36	0.40	0.49	1.55
	同比增长率	29%	30%	69%	77%	48%
2008 年	普通股利润	4.3	5.2	4.5	5.2	19.7
	占全年比例	22.8%	28.5%	22.5%	26.2%	100.0%
	对应 EPS	0.23	0.28	0.24	0.28	1.02
	同比增长率	181%	76%	59%	1%	55%
2007 年	普通股利润	1.6	3.2	2.8	5.1	12.7
	占全年比例	12.6%	25.2%	22.0%	40.2%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.17	0.15	0.27	0.68

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

7. 盈利预测和估值

表 6: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	42,200	42,637	50,168	57,840
其中: 营业收入	42,032	42,458	49,899	57,534
营业收入增长率	10.6%	1.0%	17.5%	15.3%
利息收入及其它	167	180	269	307
二、营业总成本	39,870	39,672	47,442	53,897
其中: 营业成本	33,733	31,956	38,750	44,105
毛利率(简单测算)	19.7%	24.7%	22.3%	23.3%
利息支出、手续费、佣金	12	16	18	19
营业税金及附加	363	403	472	552
销售费用	4,403	5,798	6,674	7,542
销售费用率	10.4%	13.6%	13.3%	13.0%
管理费用	1,271	1,567	1,756	1,967
管理费用率	3.0%	3.7%	3.5%	3.4%
财务费用	85	-97	-264	-328
资产减值损失	3	29	35	40
加: 公允价值变动收益	1	2	0	0
投资收益及其它	9	7	9	9
三、营业利润	2,340	2,975	2,735	3,952
加: 营业外收入	83	418	1,320	490
减: 营业外支出	16	12	20	25
四、利润总额	2,407	3,380	4,035	4,417
减: 所得税费用	416	449	573	640
综合所得税率	17.3%	13.3%	14.2%	14.5%
五、净利润	1,991	2,932	3,462	3,777
净利润率	4.7%	6.9%	6.9%	6.5%
归属于母公司净利润	1,967	2,913	3,443	3,755
少数股东损益	24	18	19	22
少数股东损益占比	1.2%	0.6%	0.5%	0.6%
六、总股本	1,878	1,878	1,878	1,878
七、按期末股数简单每股收益:	1.05	1.55	1.83	2.00
净利润增长率	54.9%	48.1%	18.2%	9.0%

综合目前经济发展形势, 预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.83 元、2.00

袁，按 10 年 EPS 18 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 33 元，维持“强烈推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434