

空调

袁浩然 CPA

执业证书编号: S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 33.00元

当前股价: 20.15元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2421.12
总股本(百万)	2818
流通股本(百万)	2780
流通市值(亿)	560
EPS (TTM)	1.60
每股净资产(元)	3.78
资产负债率	79.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格力电器	0.20	-24.53	-23.06
上证综合指数	-3.61	-23.10	-24.17



相关报告

《格力电器-短期存压力 全年能增长 长期有期待》2010-6-14

《格力电器-收入四季度大增长, 全年盈利超预期》2010-4-28

《格力电器-收入增长, 毛利率维持高水平, 盈利超预期》2009-11-2

格力电器

000651

强烈推荐

增持反映经销商信心

事项: 公司经销商控股公司河北京海担保投资公司增持公司股份共计 861 万股, 增持比例为 0.46%, 持有公司股份比例从 9.82% 增至 10.28%, 同时也有意在未来 12 个月内继续增持。

- **重要经销商增持彰显了对公司业绩和长期发展的信心。** 京海担保主要股东均为公司重要渠道经销商。增持购入均价在 20.5 元左右, 高于当前股价, 且京海担保表示有意在未来 12 个月内继续增持。此次增持, 一方面彰显出经销商对公司业绩增长和盈利能力的认可, 另一方面, 加强公司与渠道之间长期战略合作关系。同时, 也从侧面反映出公司渠道和销售状况良好, 经销商对公司未来长期发展保持坚定的信心。
- **劳动力成本上升影响有限。** 我们并不同意市场流传的“劳动力成本上升是家电行业大利空”。一方面龙头公司具有一定的成本转嫁能力。另一方面劳动力成本占比本身就低, 家电产品原材料成本占比较大, 前几年原材料经历了大幅波动, 很多优质公司的盈利水平都是提升的。因此我们相信企业本身的产品竞争力更为关键。相反目前行业有两点有利因素: 大宗材料价格有所下降, 原材料成本上涨压力减轻, 家电制造业的毛利率能够得以维持; 北方持续高温, 华东暴雨过后, 高温来袭, 促进了空调销售。预计公司全年能稳健增长, 全年收入能够突破 500 亿。
- **长期来看, 格力作为家电龙头具备较强的盈利确定性和一定的成长性。** 从行业竞争来看, 家电行业是一个非常成熟的产业, 没有新的资本介入, 目前行业双寡头格局非常稳固, 格力、美的在各自优势领域份额只会增加不会减少, 销售收入具有一定保证。品牌更加集中的背景下, 公司对终端的掌控能力非常强, 成本可以顺利转嫁, 加上消费升级推动产品结构高端化, 公司的盈利能力也具有保障。中央空调上, 公司目前发展势头良好, 未来空间巨大。此外, 公司在整个空调产业链上会有进一步延伸。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。同时, 公司不排除横向拓展, 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E	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

1、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

2、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	5,798	4,403	31.7%
销售费用率	13.6%	10.4%	3.2%
管理费用	1,567	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

3、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

4. 盈利预测和估值

表 5: 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%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

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。

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。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

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: 518048
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