

旺季产销持续火热, 价值期待理性回归

——格力电器(000651)调研简报

核心观点

7月14日,我们实地调研了格力电器,与公司证券部的王波和杨永兴先生就空调行业的运行和企业的生产经营情况进行了深入交流,并参观了家用和中央空调生产车间。

1、旺季生产始终紧张,库存明显不足。公司表示,二季度家用和中央空调始终处于高负荷满产状态,工人基本是两到三班倒,生产线24小时不间断排产,这样的状态可能会持续到8月份,同时厂商和渠道库存也都下降很快。在6月份新能效标准实施之后,公司的产品主要以原一级能效品种为主,库存中的原二级产品会慢慢消化,后期也会提价。

2、下半年空调价格持续上涨可能性大。上半年由于政策预期的存在,使得厂商和渠道加速处理老二级库存,产品均价逆原材料价格出现明显下滑,但下半年政策落实后,产品结构调整和原材料价格同比上升使得空调均价具备上涨动力,6月份同类型产品价格已经环比上涨了10%-20%,预计后面仍会有10%左右的空间,公司将始终保持与行业平均水平5%-10%左右的溢价,并针对市场变化灵活调整定价策略。

3、上游配件供应紧张,后期逐步提高自供比率。空调旺销也使得压缩机、电机等上游配件供应不足,目前公司旗下凌达压缩机产量为1000万台左右,预计三年内可能增加500万台,剩余部分仍会采用外购来满足。电机则来自公司旗下的凯迪电机,目前自供比率为50%,后期也会逐步提高。

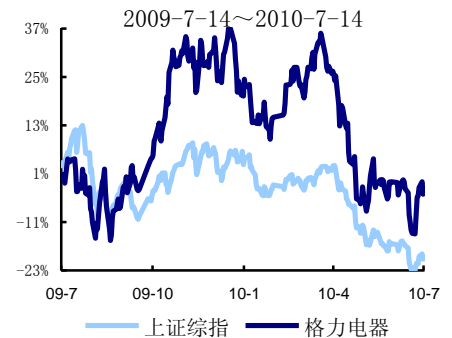
4、中央空调预计今年收入增长50%,业内优势突出。中央空调是公司未来最重要的业绩增长点,去年销售40亿元,今年计划达到60亿,产能后期也将扩充,现国内占有率排名仅次于美的。凭借强大的技术优势,公司在压缩机和节能领域的技术不断取得突破,配件自制也缩短了交货周期,随着市场逐步启动,竞争优势不容置疑。此外,公司正在逐步向工业制冷领域延伸,冷库、冷藏车等业务也会尽快推出。

5、与大金合作项目进展顺利,订单加速转移。上半年模具、变频压缩机工厂(年产150万台)已建成投产,今年返销日本订单也由去年50万台升至70万台,双方正在考虑将大金在欧洲的订单转移过来。

6、今年业绩可能呈现先低后高的态势。由于市场竞争加剧,节能补贴款未到位使得公司1季度的业绩增长低于预期,而二季度公司收入增长可能有所好转,但原材料成本略高,毛利率环比略有下降,同时销售费用中给经销商的返利仍会较多,部分1季度补贴和全部2季度补贴移到下半年,因此粗略计算,我们预计公司二季度业绩增长为21%,上半年增长18.5%,实现摊薄EPS0.52元。相比之下,下半年提价效应显现,节能补贴到位,销售费用率下降,毛利率回升则有助业绩改善。

7、二股东增持彰显信心,大股东减持动力不足。近日公司发布公告,以经销商为背景的二股东东海担保投资公司增持股份861万股,持股比例升至10.28%,后期仍会考虑继续增持。这实际充分体现了主要经销

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	281788.88
流通A股(万股)	278001.43
52周内股价区间(元)	13.06-29.61
总市值(亿元)	372.24
总资产(亿元)	515.30
每股净资产(元)	5.31
目标价	6个月 18.4
	12个月 21

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-格力电器:沉寂在价值洼地中的空调龙头》2010-04-27
- 2.《国都证券-公司研究-公司快评-格力电器(000651):格力电器近期经营情况电话会议纪要》2010-02-24

研究员:李元

电话: 84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人:王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,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。

商对公司销售状况和中长期业绩增长的信心，公司价值有望重新得到市场的认可。而大股东近年来则始终在减持公司股份，主要源于资金方面的需要，尚有 300 万股左右的空间，但股价大幅下跌，短期动力不足。

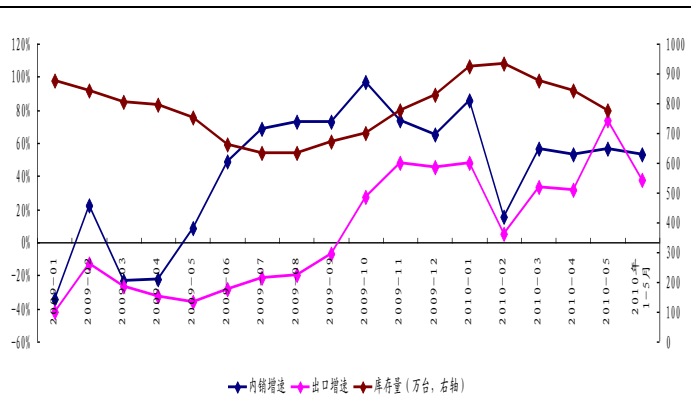
8、空调出口回到 08 年水平，全年前高后低。上半年公司空调出口明显好于行业平均水平，基本回到 08 年的水平，自去年以来策略上也有所调整：1)增加了业务人员的数量，2)提高了出口部门的管理效率，下半年订单依然非常饱满。目前公司在全球市场份额领先，自出品牌比重已升至 40%，技术和品质仍是未来海外市场拓展的最有力武器。

9、市场对行业的预期过于悲观。公司认为空调行业虽然是受房地产调控影响最大的子行业，但保障性住房和刚性需求的存在提供支撑，公司在二级市场的销售占比为 60%左右，农村市场受此影响较小，今年由于节能政策挤占了下乡的份额，实际农村销量超出预期，市场已经明显开始启动，均价稳定，盈利性可观，行业中长期成长空间广阔。

10、适时推出三大核心技术，彰显龙头本色。15 日，公司将在人民大会堂召开核心技术全球首发仪式，包括 G10 低频控制技术、高效离心冷水机组和新型超高效定速压缩机等三大技术，进一步体现了其在家用和中央空调领域的强大领先优势，扩大全球影响力，其中高效离心冷水机组是目前最节能的机型，新型超高效定速压缩机可将大幅度降低能效校准空调的制造成本，为后续的成长提供坚实保障。

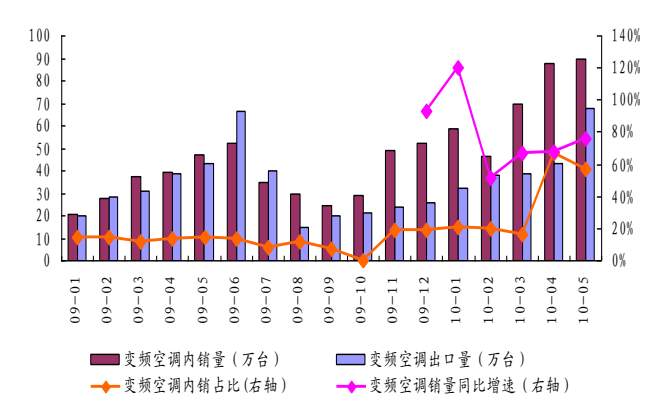
投资建议与估值：我们预计公司 10、11 年摊薄 EPS 分别为 1.25 元和 1.44 元，对应 PE 为 10 倍和 9 倍，估值优势已经非常明显。鉴于空调行业上下游基本面有所好转，负面影响已经充分消化，公司具备灵活的财务机制、突出的自主研发能力、强大的品牌、渠道优势以及稳固的行业地位，因此我们看好中长期公司的投资价值，维持“短期-强烈推荐，长期 A”的评级。

图 1：09-10 年空调内外销月度增长情况



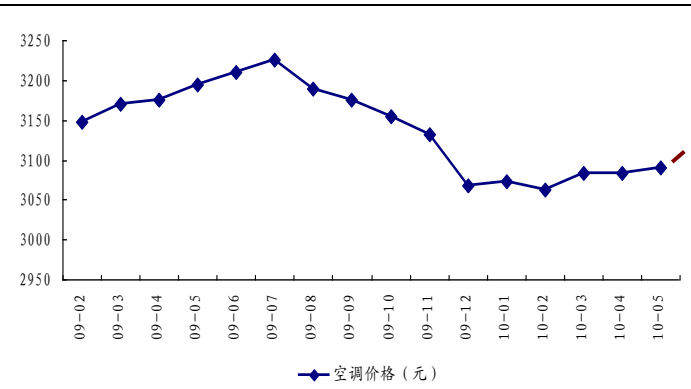
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 2：今年变频空调普及提速



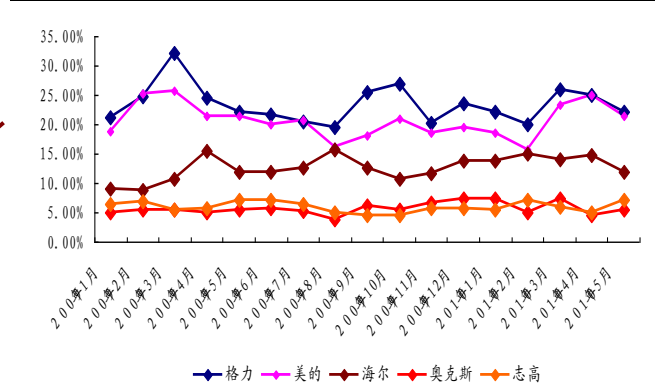
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 3：1.5 匹空调市场价格月度走势



资料来源：国家信息中心、国都证券研究所

图 4：国内主要家电企业市场份额变化



资料来源：国家信息中心、国都证券研究所

表 1: 格力电器盈利预测

单位: 元	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	42,199,715,680	42,637,291,053	50,095,915,047	58,198,454,340
营业收入	42,032,388,002	42,457,772,919	49,915,569,753	57,988,939,904
收入增长率	10.9%	1.0%	17.5%	16.2%
二、营业总成本	39,869,841,228	39,671,841,070	46,954,316,802	54,040,216,868
营业成本	33,733,190,877	31,955,979,369	38,127,416,570	44,018,443,031
毛利率	19.7%	24.7%	23.6%	24.1%
营业税金及附加	362,635,624	403,368,881	450,863,235	523,786,089
销售费用	4,402,623,635	5,797,858,392	7,263,907,682	8,147,783,608
管理费用	1,271,361,214	1,566,604,500	1,603,069,281	1,862,350,539
财务费用	84,995,446	(97,021,907)	(500,959,150)	(523,786,089)
资产减值损失	2,730,265	29,088,812	10,019,183	11,639,691
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	2,307,045	0	0
投资净收益	9,417,422	6,770,194	0	0
汇兑净收益	(105,393)	(1,935)	0	0
四、营业利润	2,339,186,481	2,974,525,288	3,141,598,245	4,158,237,472
加: 营业外收入	83,135,320	417,544,566	1,000,000,000	600,000,000
减: 营业外支出	16,066,954	11,794,319	20,000,000	20,000,000
五、利润总额	2,406,254,846	3,380,275,535	4,121,598,245	4,738,237,472
减: 所得税	414,405,268	448,612,150	564,658,960	649,138,534
加: 未确认的投资损失	0		0	
六、净利润	1,991,849,579	2,931,663,385	3,556,939,285	4,089,098,938
减: 少数股东损益	25,330,714	18,213,035	32,012,454	36,801,890
归属于母公司所有者的净利润	1,966,518,865	2,913,450,350	3,524,926,832	4,052,297,048
净利润增长率		48.2%	21.0%	15.0%
七、每股收益:				
摊薄每股收益	1.68	1.55	1.25	1.44

资料来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			