

格力电器（000651） 家用电器

——经营管理能力超强，龙头地位更加巩固

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 15.97 元

事件：

公司今日发布 2010 年中期财务报告，报告称，报告期公司实现营业收入 249.57 亿元，较上年同期增加 24.85%，实现归属于母公司所有者的净利润 15.73 亿元，较上年同期增长 27.68%，实现基本每股收益 0.84 元，按 7 月 13 日最新股本计算，公司上半年实现基本每股收益 0.65 元。

结论：

公司上半年业绩略高于我们此前的预期。上半年，受天气因素、水灾较多等因素的影响，我们对空调上半年销量情况预计不是很乐观，但公司上半年收入仍同比增长超越预期。同时，节能惠民政策依然延续，以及原材料价格上涨等因素，使得公司报告期内毛利率同比下滑 9 个百分点。根据我们的简单策算，剔除节能惠民补贴政策的影响，公司上半年毛利率仍同比下滑 4.5 个百分点。原材料价格上涨是公司毛利率下滑的主要原因。作为行业内龙头企业，公司上半年的经营情况验证了我们此前对家电行业上半年整体经营情况的担忧：家电企业上半年收入同比大幅增长，但原材料价格上涨使企业的盈利能力下降。

正文：

- ◆ **经营管理能力超强，行业龙头地位巩固**，公司报告期内毛利率同比下滑 9 个百分点。公司毛利同比大幅下滑主要原因是节能惠民政策延续，公司产品让利消费者，产品实施降价。根据我们的简单测算，剔除节能惠民补贴收入的影响，公司上半年毛利率仍同比下滑 4.5 个百分点。同时，公司加强费用控制，报告期内，三项费用率同比下降约 4 个百分点，净利率水平同比持平。在上半年价格战的激烈竞争与成本上涨压力共存的情况下，公司超强的经营管理能力得到体现，公司的行业龙头地位进一步得到巩固。我们认为，作为行业龙头企业，公司的中期报告，令我们对行业未公布中期业绩上市公司的业绩担忧，预计上半年受成本压力影响，家电上市公司盈利能力都将下滑。
- ◆ **增发方案公布，发力商用空调与上游** 公司今日发布中报的同时，发布非公开增发方案，增发募投项目主要是商用空调与环保空调零配件扩技改扩产。近几年商用空调需求快速增长，公司商用空调近两年翻倍增长，产能扩张要求迫切，公司发力商用空调与上游，向专注制冷王国的目标在一步一步迈进，公司在制冷行业的地位更加巩固。
- ◆ **估值与投资建议** 我们调整对公司 2010/2011/2012 年每股收益分别为 1.29/1.56/1.77 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 12/10/9 倍，公司估值水平仍处于行业与历史低点，维持公司推荐的投资评级。

2010 年 8 月 18 日

联系方式

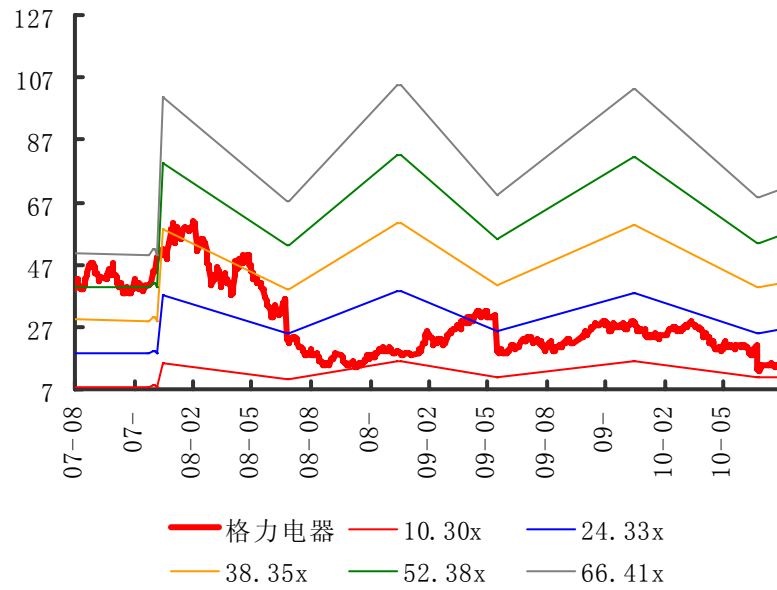
研究员： 邹翠利
执业证书编号： S0020109061421
电 话： 021-51097188-1922
电 邮： zoucuili@gyzq.com.cn
联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路
179 号（230001）

附表 财务估值报表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	42611	53616	53500	61222	营业收入	42458	50949	56044	64451		
现金	22905	30000	27635	31452	营业成本	31956	39740	43154	49627		
应收账款	915	960	1106	1253	营业税金及附加	403	438	499	567		
其它应收款	158	150	179	201	营业费用	5798	5329	5851	6716		
预付账款	1488	1586	1818	2054	管理费用	1567	1767	1985	2267		
存货	5824	6707	7477	8524	财务费用	-97	-196	-165	-142		
其他	11321	14213	15285	17738	资产减值损失	29	20	23	22		
非流动资产	8919	8635	9129	9258	公允价值变动收	2	2	2	2		
长期投资	7	5	5	5	投资净收益	7	8	7	7		
固定资产	4608	5043	5300	5463	营业利润	2975	3860	4706	5403		
无形资产	505	535	569	603	营业外收入	418	306	343	331		
其他	3799	3052	3255	3187	营业外支出	12	13	13	13		
资产总计	51530	62251	62629	70480	利润总额	3380	4153	5036	5721		
流动负债	40839	48853	45782	49862	所得税	449	480	582	661		
短期借款	962	9613	1451	714	净利润	2932	3673	4454	5060		
应付账款	11650	12974	14637	16622	少数股东损益	18	29	61	69		
其他	28227	26266	29694	32525	归属母公司净利润	2913	3643	4393	4991		
非流动负债	38	30	33	32	EBITDA	3308	4114	5061	5843		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.55	1.29	1.56	1.77		
其他	38	30	33	32	主要财务比率						
负债合计	40878	48883	45814	49893	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
少数股东权益	683	712	773	842	成长能力						
股本	1879	2818	2818	2818	营业收入	1.0%	20.0%	10.0%	15.0%		
资本公积	183	183	183	183	营业利润	27.2%	29.8%	21.9%	14.8%		
留存收益	7870	9638	13016	16719	归属于母公司净利润	48.2%	25.0%	20.6%	13.6%		
归属母公司股东权益	9970	12656	16042	19745	获利能力						
负债和股东权益	51530	62251	62629	70480	毛利率	24.7%	22.0%	23.0%	23.0%		
现金流量表		单位:百万元				净利率	6.9%	7.2%	7.8%	7.7%	
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	29.2%	28.8%	27.4%	25.3%		
经营活动现金流	9450	-117	7383	6426	ROIC	-19.2%	-36.3%	-35.6%	-38.9%		
净利润	2932	3673	4454	5060	偿债能力						
折旧摊销	431	450	519	582	资产负债率	79.3%	78.5%	73.2%	70.8%		
财务费用	-97	-196	-165	-142	净负债比率	2.35%	19.67%	3.17%	1.43%		
投资损失	-7	-8	-7	-7	流动比率	1.04	1.10	1.17	1.23		
营运资金变动	16615	-4589	2839	889	速动比率	0.90	0.96	1.00	1.05		
其它	-10424	553	-257	45	营运能力						
投资活动现金流	-3093	-695	-736	-726	总资产周转率	1.03	0.90	0.90	0.97		
资本支出	716	691	681	684	应收账款周转率	52	50	50	50		
长期投资	-758	-17	0	-1	应付账款周转率	3.18	3.23	3.13	3.18		
其他	-3135	-21	-55	-43	每股指标 (元)						
筹资活动现金流	-81	7907	-9012	-1883	每股收益(最新摊薄)	1.03	1.29	1.56	1.77		
短期借款	953	8652	-8162	-737	每股经营现金流(最新摊)	3.35	-0.04	2.62	2.28		
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.49	5.69	7.01		
普通股增加	626	939	0	0	估值比率						
资本公积增加	-596	0	0	0	P/E	10.30	12.35	10.24	9.02		
其他	-1064	-1684	-850	-1146	P/B	3.01	3.56	2.81	2.28		
现金净增加额	6291	7095	-2365	3817	EV/EBITDA	7	6	5	4		

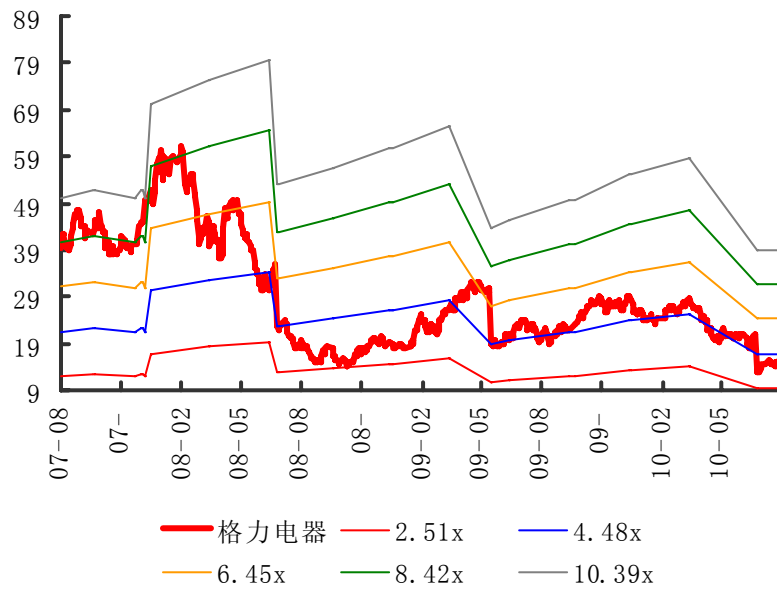
资料来源：国元证券研究中心

图 1 公司近三年 PE-BADN



资料来源：wind 国元证券研究中心

图 1 公司近三年 PE-BADN



资料来源：wind 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn