胡铸强
执业证书编号：S0730209120121
021-50588666-8023
Huzq@ccnew.com

技术优势明显，实际利润增速超预期

——格力电器（000651）调研报告

研究报告-调研报告 **买入（维持）**

发布日期：2010年8月24日

报告关键要素：

由于二季度节能补贴未入账，公司上半年实际利润增速远高于半年报增速。半年报数据显示，公司极好的消化了原材料价格上涨因素，下半年仍有望维持较高的利润增速。受益技术优势，增发募投项目盈利能力较强，特别是商用空调项目，有望成为公司新的利润增长点。

事件：

- 8月20日，我们调研了公司，与公司证券法律事务部负责人就公司增发和半年报情况进行了交流。

点评：

- **销售快速增长，产能矛盾显现。**本冷冻年度（2009年9月-2010年8月）公司内销同比增长了40%左右，外销增长了80%。市场需求快速增长，公司目前产能无法满足需求。由于产能不足，公司大部分生产线开足马力生产，但部分产品仍旧脱销严重。同样的问题也出现在商用空调部分机型上。

- **募集项目具有技术优势明显。**近年来公司通过技术攻关取得了一批国际上具有领先优势的技术成果，包括（1）大型中央空调节能技术，可比目前主流产品节能30%-50%，一年通过节电就能节约上百万运营费用；（2）高效定频压缩机，在不改变普通定频空调其他配套零部件的基础上，使用高效定频压缩机，可使空调节能标准提高一个级别；（3）领先的变频空调技术，可实现最低1赫兹的低频运行。此次增发主要为的高效节能空调、压缩机和中央空调的产能扩展募集资金，使上述核心技术尽快形成产能。

- **商用空调有望成为新的业务增长点。**上半年公司商用空调实现营业收入超过20亿元，全年商用空调营业收入有望超过50亿元，商用空调净利率高达15%左右，远高于公司平均净利润水平（上半年为6.28%）。募投项目投产后，商用空调的产能将每年增加32亿元，有望成为新的利润增长点。

- **实际业绩增速惊人。**由于竞争激烈，几乎全部空调厂商都将节能补贴让利给消费者，公司也不例外。导致公司上半年内销营业收入增速和毛利率水平有所下降。公司半年报中披露获得10.4亿元节能补贴，若按照权责发生制，将上半年实际发生的补贴全部调回营业收入，公司内销营业收入同比增速约为25%-30%；毛利率水平能提高10个百分点左右。这意味着公司上半年公司实际发生的补贴金额超过20亿元。若将上半年实际发生的所有补贴金额全部计入公司利润，公司上半年利润总额的增速将超过90%。

- **维持“公司”买入的评级。**预测公司2010年和2011年公司的每股收益1.18元和1.36元，对应的动态市盈率分别为13.49倍和11.74倍，低于家电板块平均估值水平。**中报显示原材料价格上涨对公司盈利能力影响非常有限，而此次增发方案公布后公司存在提升业绩动力，增发可能成为公司估值修复的诱因，维持“买入”的投资评级。**

盈利预测

资产负债表			(亿元)
	2009	1010	2011
流动资产	**340.45**	**391.39**	**443.40**
现金	200.12	163.00	172.09
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收票据	63.00	126.01	144.91
应收款项	12.47	15.14	17.41
存货	46.34	57.18	65.68
其他	18.50	30.06	43.32
非流动资产	73.91	75.57	77.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
固定资产	45.33	47.40	49.24
无形资产	4.05	3.64	3.28
其他	24.53	24.53	24.53
资产总计	**414.36**	**466.96**	**520.45**
流动负债	212.78	231.76	246.62
短期借款	20.00	20.00	20.00
应付帐款	78.02	96.27	110.57
预收帐款	58.29	58.29	58.29
其他	56.47	57.20	57.77
长期负债	91.21	91.21	91.21
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	91.21	91.21	91.21
负债合计	303.99	322.97	337.83
股本	18.79	18.79	18.79
资本公积金	7.79	7.79	7.79
未分配利润	63.91	97.27	135.59
少数股东权益	2.73	2.99	3.30
母公司所有者权益	107.65	141.00	179.32
负债及权益合计	**414.36**	**466.96**	**520.46**

现金流量表			(亿元)
	2009	1010	2011
经营活动现金流	139.63	-35.24	11.20
净利润	28.47	33.63	38.63
资产减值准备	1.85	2.07	2.38
折旧摊销	3.16	3.34	3.52
财务费用	-2.11	-3.12	-2.84
投资收益	0.00	0.00	0.04
营运资金变动	108.26	-71.15	-30.45
投资活动现金流	-4.19	-5.00	-4.96
资本支出	-5.00	-5.00	-5.00

利润表			(亿元)
	2009	1010	2011
营业收入	420.02	504.03	579.63
营业成本	312.08	385.08	442.26
营业税费	3.61	4.33	4.98
销售费用	58.80	60.48	69.56
管理费用	12.60	15.12	17.39
财务费用	-2.11	-3.12	-2.84
资产减值损失	1.85	2.07	2.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.04
营业利润	33.49	39.56	45.44
营业外收入	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00
利润总额	33.49	39.56	45.44
所得税	5.02	5.93	6.82
净利润	28.47	33.63	38.63
少数股东权益	0.23	0.27	0.31
归属母公司净利润	28.24	33.36	38.32
EPS（元）	1.50	1.18	1.36

主要财务比率			
	2009	1010	2011
每股指标			
每股收益	1.50	1.18	1.36
每股经营现金	8.72	-1.32	0.32
每股净资产	5.73	5.00	6.36
增长率			
营业收入增长率	-0.47%	20.00%	15.00%
营业利润增长率	43.16%	18.13%	14.87%
净利润增长率	43.59%	18.13%	14.87%
获利能力			
毛利率	25.70%	23.60%	23.70%
净利率	6.72%	6.62%	6.61%
ROE	26.23%	23.66%	21.37%
ROIC	-89.09%	72.54%	46.70%
偿债能力			
资产负债率	65.10%	62.05%	58.81%
流动比率	1.60	1.69	1.80
速动比率	1.38	1.44	1.53
营运能力			
资产周转率	1.17	1.14	1.17

其他投资	0.81	0.00	0.04	存货周转率	6.53	7.36	7.13
筹资活动现金流	28.29	3.12	2.84	应收帐款周转率	49.43	40.16	39.19
借款变动	0.00	0.00	0.00	**估值比率**			
其他	28.29	3.12	2.84	PE	10.62	13.49	11.74
现金净增加额	**163.73**	**-37.11**	**9.08**	PB	2.79	3.19	2.51

资料来源：中原证券研究所

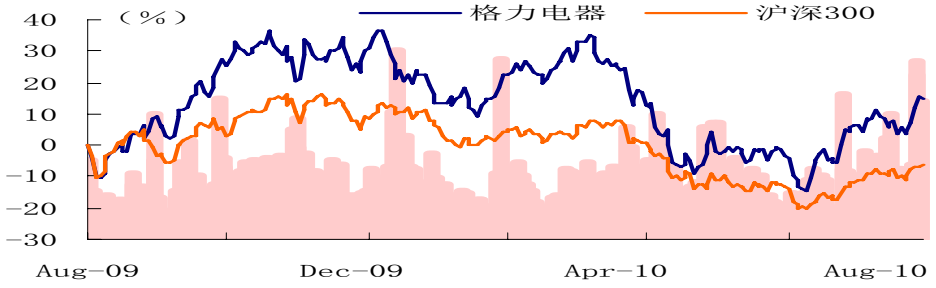
市场数据（2010年08月20日）

收盘价（元）	15.39
一年内最高/最低（元）	29.61/12.65
沪深300指数	2898.33
市净率（倍）	2.73
流通市值（亿元）	427.84

基础数据（2010年06月30日）

每股净资产（元）	5.64
每股经营现金流（元）	1.02
毛利率（%）	16.26
净资产收益率（%）	14.85
资产负债率（%）	77.16
总股本/流通股（万股）	187,859/185,122
B股/H股（万股）	/0

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100208_格力电器分析报告：具有估值优势的大白马……2010 年 2 月 2 日

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。

免责条款

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。