

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

目标价: 21.78 元

当前股价: 14.15 元

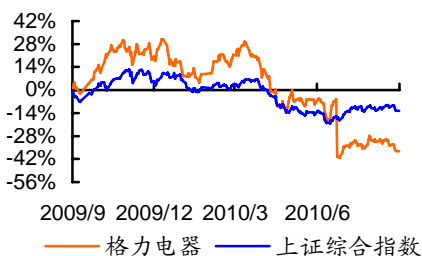
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2588.71
总股本(百万)	2818
流通股本(百万)	2780
流通市值(亿)	386
EPS (TTM)	1.15
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	-9.88	5.52	-20.79
上证综合指数	-2.03	3.00	-15.62



相关报告

- 《格力电器-中报略超预期 增发提示增长空间》2010-8-19
- 《格力电器-增持反映经销商信心》2010-7-9
- 《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

000651

强烈推荐

掌握核心技术 增产扩能转化生产力

投资要点:

- 公司9月20日召开临时股东大会, 审议并通过了A股增发预案, 拟公开增发不超过25,000万股, 募集资金不超过32.6亿元, 用于中央空调和家用空调扩张等项目。
- **增发不是简单的产能的增长, 而是在实现技术上突破后, 转化成生产力的扩展, 抓住变频空调和中央空调发展的良机。**格力秉持专业做空调理念, 重视核心竞争力的培养, 未来空调的增长点主要包括: 1. 中央空调在突破了核心技术力后, 产能扩充, 未来增长空间巨大。2. 公司品牌的市场地位和知名度提高带来市场份额增加, 销售增长。3. 市场容量仍有提升空间: 三四级市场家用空调需求不断释放; 一二级市场商用空调需求的不断增加。
- **中央空调的市场未来增长空间巨大, 格力作为一个专业化龙头企业, 有能力最大化分享行业的增长。**公司在中央空调上的目标定在几百亿的增长空间。1. 过去近几年我国中央空调增长迅猛, 增速远大于家用空调。2. 中央空调市场潜力巨大。随着城镇化建设的加强, 城市写字楼、商贸以及个人别墅等对中央空调的需求将不断加大。3. 未来随着技术的不断完善, 国内厂商将拥有更强的竞争力。市场上对国产品牌的歧视正不断减少, 未来国产中央空调市场份额会持续增加。
- **家用空调同样也有很大的增长空间。**根据产业在线数据, 8月份家用空调行业总体同比增长81.2%, 1-8月累积增长41.9%, 全年至少有30%的增长。目前, 国内家用空调发展的早, 技相比中央空调术较成熟, 价格相对便宜, 产品销售量较多, 三四级市场是空调增长的重要点。格力作为行业龙头, 8月空调销量同比增长88.8%, 1-8月累计增长43.3%, 市占率25.9%, 居行业首位。
- **变频市场发展迅猛, 近几年100%以上的增长。**去年全年变频空调销量占空调总销量20%。今年上半年变频销量占比已达30%, 且随着6月份后针对定频空调的补贴降低, 定频空调的价格优势减小, 变频空调销量猛增。下游需求旺盛, 主要空调厂商均面临严重产能供应不足的问题。公司表示, 明年的生产任务已经较难安排, 此次增资扩展主要应对产能不足, 同时更重要的是要把压缩机产量提高。
- 公司拟投资5.6个亿成立首个设在企业的工程中心。公司多次表示, 加大投入, 不是低技术的盲目扩大。节能环保工程中心旨在服务于技术研发支持下的产能扩展。
- **增发与分红并不矛盾。**公司坚持对投资者负责, 认为上市公司需要为投资者提供效益和利润的任务, 分红是必须坚持的。同时, 公司已经到了发展的关键时刻。投资已经开始比较集中。拥有的较多的技术需要尽快的转化成产品, 否则机会就快就流失。此次拟通过增发投入的32亿远远不够。除公开募集资金外, 还有大量的自筹资金投入。
- **盈利预测与公司估值:**综合目前经济发展形势, 我们预测公司2010-2011年EPS为1.21元、1.50元。按10年EPS 18倍PE估值, 公司6-12个月目标价为21.78元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**地产调控政策加码, 压抑股价。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	42.200	42.637	48.774	56.278
同比(%)	11%	1%	14%	15%
归属母公司净利润(百万元)	1,967	2,913	3,417	4,227
同比(%)	55%	48%	17%	24%
毛利率(%)	19.7%	24.7%	18.7%	23.6%
ROE(%)	30.4%	33.5%	30.4%	30.1%
每股收益(元)	0.70	1.03	1.21	1.50
P/E	20	14	12	9
P/B	6.3	5.2	3.8	2.9

资料来源: 中投证券研究所

一、为何要进行投资扩产

本次融资扩产主要是公司将目前拥有的多项先进技术转化为产品，抓住变频空调和中央空调发展的良机。这是与公司近几年在科技、研发上高投入是一致的，符合公司一直以来专业做空调战略。

增发不是简单的产能的增长，而是在实现技术上突破后，转化成生产力的扩展。格力秉持专业做空调理念，重视核心竞争力的培养，未来空调的增长点主要包括：

1. 中央空调在突破了核心技术力后，产能扩充，未来增长空间巨大。
2. 公司品牌的市场地位和知名度提高带来市场份额增加，销售增长。
3. 市场容量仍有提升空间：三四级市场家用空调需求不断释放；一二级市场商用空调需求的不断增加。

公司已有 4 项国际领先，1 项国际先进水平技术。目前，已公布三项国际领先水平，分别是：

- 1) 中央空调的离心机技术；
- 2) 定频空调的超高效压缩机技术；
- 3) 变频空调的低温变频技术。

此次募集也正是在技术基础上，实现产品和技术的经济效益。

二、主要募投项目

2.1 中央空调

中央空调的市场未来增长空间巨大。格力作为一个专业化企业，有能力最大化分享行业的增长。公司在中央空调上的目标定在几百亿的增长空间。

- 1) 过去近几年我国中央空调增长迅猛，增速远大于家用空调。
- 2) 中央空调市场潜力巨大。随着城镇化建设的加强，城市写字楼、商贸以及个人别墅等对中央空调的需求将不断加大。
- 3) 未来随着技术的不断完善，国内厂商将拥有更强的竞争力。市场上对国产品牌的歧视正不断减少，未来国产中央空调市场份额会持续增加。

公司在中央空调上拥有较强的竞争力。公司在中央空调上拥有的离心机作为压缩机的核心技术，效率能够提高 30-50%。公司中央空调上近几年都有较高的增速，产能严重不足。募投项目投资后，新增产能 32 亿，仍不能满足订单需求，未来目标定位在 100 亿。当前公司在中央空调上的投资主要在科研和生产。未来也会对中央空调的渠道进行加强。目前渠道由各地的销售公司派生出专门的部门负责。

格力中央空调与国外知名中央空调相比的各有优势。

1. 抑制中国中央空调发展的主要因素还在核心技术—压缩机上。格力经过多年积累，已逐步掌握了这些技术。格力中央空调的两项国际领先技术：

- 1) 离心机技术，节能功效。
- 2) 一拖多，低温制热技术。

2. 与国外国外中央空调厂商比，国内企业在品牌知名度、市场认可度上仍有较大差距，并且也缺乏长期制造的经验。

通过扩大产品系列，创造下游需求

相比比家用空调，我国商用空调发展历史短，商用机的产品种类增加技术难度高。对国内企业，尚处在切入阶段，产品推出频率要慢很多。公司经过多年的研究和发展，现有的中央空调产品已经相对成熟。

2.2 家用定频空调

家用空调同样也有很大的增长空间。根据产业在线数据，8月份家用空调行业总体同比增长81.2%，1-8月累积增长41.9%，全年至少有30%的增长。目前，国内家用空调发展的早，技相比中央空调术较成熟，价格相对便宜，产品销售量较多，三四级市场是空调增长的重要点。格力作为行业龙头，8月空调销量同比增长88.8%，1-8月累计增长43.3%，市占率25.9%，居行业首位。

定频空调的主要核心也是体现在节能，目前实现空调能效升级主要通过两种途径，一是加大两器的使用率，二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，比如2级空调用2排，现在要增加1排到3排来实现能效升级，以加大空调热交换，这种方法首先的问题是成本增加，再有就是增加的两器使用的铝箔、钢管等也是一种非节能的表现（耗能的方式来节能）。第二种方法，直流代交流，成本将上升80元左右，且受制于电机供应商。而格力可以通过新的超高效压缩机，直接升级能效比。（不改变体积，不改变成本的情况下，只要安装超高效压缩机，提高能效级别）

2.3 变频空调。

变频市场发展迅猛，近几年100%以上的增长。去年全年变频空调销量占空调总销量20%。今年上半年变频销量占比已达30%，且随着6月份后针对定频空调的补贴减低，定频空调的价格优势降低，变频空调销量猛增。下游需求旺盛，主要空调厂商均面临严重产能供应不足的问题。公司表示，此次增资扩展主要应对产能不足，明年的生产任务已经较难安排，同时更重要的是要把压缩机产量提高。

变频空调主要体现在频率改变，输出功率改变，以达到节能功效。定频空调只能在设定温度，开开停停，耗能较大。而变频在设定温度后，并不停机，而是通过功率调节，达到恒温效果，并实现节能功效。真正变频对频度的变化幅度范围有一定要求。只有在达到一定较大的频率变化范围后，才能真正实现恒温，特别是低频要低到一定程度。目前只有格力能做到这样的低温变频的技术。同时需要配合的控制器和电机，才能实现。

2.4 节能环保工程中心服务于技术研发支持下的产能扩展

公司拟投资 5.6 个亿成立首个设在企业的工程中心。科技部把中心放在格力，打破了传统，也承受了一定压力。（将工程中心放在企业的好处：1.企业有基金，不比研究所，资金使用相对自由。2.企业机制比科研院所灵活。有较好的激励机制促进研发。3.企业更懂得研究的方向，切合实际，能最快的把研究成果转化成生产力。）

公司多次表示，加大投入，不是低技术的盲目扩大。工程中心就是服务于技术研发（成果）支持下的产能扩展。现在既定目标是要每年平均至少有一项达到国际领先水平。目前公司已经有环保（冷媒）产品取得欧洲的认可。

三、 内外销情况

3.1 出口仍有较大增长空间

目前公司出口产品中 35%属于格力自有品牌，65% 属于 OEM。

短期看，自有品牌不一定有很高的净利润率，要有渠道和营销。但长远看，净利润率肯定是高。出口和内销差异主要是在技术。技术有所不同，价格当然也有所不同。

上半年出口收入增长 74%，毛利率下降 6 个多点仅 5%。主要因为产品结构问题。出口机型包括，窗机，分体机，移动空调，以及大型机。窗机量增长较高，由于成本也较高，带动收入增长较多，但拉低整体毛利率。

公司出口增势明显，根据产业在线数据，1-8 月格力空调出口销量增长 88.5%。公司也表示未来出口还会有进一步增长，已经布置了明年的出口规划，预计明年出口量和出口额会比今年有比较大的增长。

3.2 内销竞争是常态

格力在三四线产品是竞争力较强。国内空调销售市场旺盛，众多品牌加入到三四级市场竞争当中。公司表示竞争存在是常态，格力经过多年的历练已经占据了技术和品牌的优势。近几年格力的主要是把握住对消费者的诚信。

四、 增资扩产有募集资金也有自有资金

1. 针对市场上普遍关心的，为何要在分红后重新募集资金的问题，公司表示，上市公司需要为投资者提供效益和利润的任务，分红和增发是两码事。无论融资与有否，都需要对投资者负责。分红是必须要坚持的。

2. 公司已经到了发展的关键时刻。投资已经开始比较集中。拥有的较多的技术需要尽快的转化成产品，否则机会就快就流失。

目前产能普遍紧张，拟通过增发投入的 32 亿远远不够。除公开募集资金外，还有大量的自筹资金投资。

五、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	25,145	20,057	25.4%
其中: 营业收入	24,957	19,990	
利息收入及其它	188	67	
二、营业总成本	24,459	18,646	31.2%
其中: 营业成本	20,897	14,930	40.0%
毛利率(简单测算)	16.3%	25.3%	-9.1%
利息支出、手续费、佣金	29	9	
营业税金及附加	202	148	
销售费用	2,751	2,955	-6.9%
销售费用率	10.9%	14.7%	-3.8%
管理费用	710	543	30.9%
管理费用率	2.8%	2.7%	0.1%
财务费用	-195	5	
资产减值损失	64	57	
加: 公允价值变动收益	78	0	
投资收益及其它	34	-1	
三、营业利润	799	1,410	-43.4%
加: 营业外收入	1,129	72	
减: 营业外支出	21	9	
四、利润总额	1,906	1,473	29.4%
减: 所得税费用	333	236	41.3%
综合所得税率	17.5%	16.0%	1.5%
五、净利润	1,573	1,238	27.1%
净利润率	6.3%	6.2%	0.09%
归属于母公司净利润	1,573	1,232	27.7%
少数股东损益	1	6	
少数股东损益占比	0.0%	0.5%	
六、总股本	2,818	2,818	
七、按期末股数简单每股收益:	0.56	0.44	
毛利率减销售费用率	5.3%	10.6%	-5.3%

资料来源: 公司半年报

六、二季度利润表对比

表 2: 二季度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010Q2	2009Q2	同比
一、营业总收入	14,919	10,988	35.8%
其中: 营业收入	14,798	10,958	35.0%
利息收入及其它	120	31	292.4%
二、营业总成本	14,584	10,246	42.3%
其中: 营业成本	12,913	8,075	59.9%
毛利率(简单测算)	13.4%	26.5%	-13.1%
利息支出、手续费、佣金	20	5	321.0%
营业税金及附加	99	84	18.5%
销售费用	1,210	1,790	-32.4%
销售费用率	8.1%	16.3%	-8.2%
管理费用	382	309	23.6%
管理费用率	2.6%	2.8%	-0.3%
财务费用	-46	-14	
资产减值损失	6	-3	
加: 公允价值变动收益	53	0	
投资收益及其它	20	0	
三、营业利润	408	742	-45.1%
加: 营业外收入	738	57	
减: 营业外支出	20	3	
四、利润总额	1,126	796	41.5%
减: 所得税费用	193	109	76.6%
综合所得税率	17.2%	13.7%	3.4%
五、净利润	933	686	35.9%
净利润率	6.3%	6.2%	0.1%
归属于母公司净利润	934	677	37.8%
少数股东损益	0	9	
少数股东损益占比	0.0%	1.3%	
六、总股本	2,818	2,818	
七、按期末股数简单每股收益:	0.33	0.24	
毛利率减销售费用率	5.3%	10.2%	-4.9%

资料来源: 公司半年报、季报, 中投证券研究所

七、销售收入、净利润分季度列示

表 3: 营业收入分季度 (单位: 亿元, %)

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	102	148			250
	同比增长率	12%	35%			-18%
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%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 4: 净利润分季度 (单位: 亿元, 元, %)

	(亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	6.4	9.3			15.7
	对应 EPS	0.23	0.33	0.00	0.00	0.56
	同比增长率	16%	38%	-	-	-
2009 年	普通股利润	5.5	6.8	7.6	9.2	29.1
	对应 EPS	0.20	0.24	0.27	0.33	1.03
	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	0.15	0.19	0.16	0.18	0.70
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	0.06	0.11	0.10	0.18	0.45

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

八、销售收入分产品、地区

表 5: 销售收入分产品 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
空调及配件	22,972	97.6%	21.7%	18,884	98.1%
小家电	408	1.7%	47.8%	276	1.4%
漆包线	120	0.5%	72.6%	69	0.4%
电容	21	0.1%	55.1%	13	0.1%
压缩机	1	0.0%	699.0%	0.1	0.0%
电机	13	0.1%	-	0	0.0%
合计	23,534	100.0%	22.3%	19,243	100.0%

资料来源: 公司半年报

表 6: 销售收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
内销	17,791	76%	11.6%	15,939	83%
外销	5,743	24%	73.9%	3,303	17%
合计	23,534	100%	22.3%	19,242	100%

资料来源: 公司半年报

表 7: 加回补贴 20 亿, 销售收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
内销	19,791	78%	24.2%	15,939	83%
外销	5,743	22%	73.9%	3,303	17%
合计	25,534	100%	32.7%	19,242	100%

资料来源: 公司半年报

九、产品毛利率变化

表 8: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
空调及配件	16.3%	25.9%	-9.6%
小家电	7.2%	6.7%	0.4%
漆包线	8.5%	1.0%	7.5%
电容	12.8%	14.0%	-1.2%
压缩机	16.4%	15.0%	1.4%
电机	9.7%	-	-
合计	16.1%	25.5%	-9.4%

资料来源: 公司半年报

表 9: 分地区毛利率变化 (单位: %)

分地区	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
内销	19.5%	28.3%	-8.8%
外销	5.5%	11.9%	-6.4%
合计	16.1%	25.5%	-9.4%

资料来源: 公司半年报

十、盈利预测与估值

表 10: 盈利预测 (单位: 百万, %)

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	48,774	56,278
其中: 营业收入	42,032	42,458	48,385	55,788
营业收入增长率	10.6%	1.0%	14.0%	15.3%
利息收入及其它	167	180	389	490
二、营业总成本	39,870	39,672	46,994	51,872
其中: 营业成本	33,733	31,956	39,331	42,625
毛利率(简单测算)	19.7%	24.7%	18.7%	23.6%
利息支出、手续费、佣金	12	16	62	91
营业税金及附加	363	403	472	552
销售费用	4,403	5,798	5,923	7,221
销售费用率	10.4%	13.6%	12.1%	12.8%
管理费用	1,271	1,567	1,512	1,651
管理费用率	3.0%	3.7%	3.1%	2.9%
财务费用	85	-97	-394	-328
资产减值损失	3	29	88	60
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	1,789	4,415
加: 营业外收入	83	418	2,236	580
减: 营业外支出	16	12	20	25
四、利润总额	2,407	3,380	4,005	4,970
减: 所得税费用	416	449	569	721
综合所得税率	17.3%	13.3%	14.2%	14.5%
五、净利润	1,991	2,932	3,436	4,249
净利润率	4.7%	6.9%	7.0%	7.6%
归属于母公司净利润	1,967	2,913	3,417	4,227
少数股东损益	24	18	19	22
少数股东损益占比	1.2%	0.6%	0.6%	0.5%
六、总股本	2,817	2,817	2,817	2,817
七、按期末股数简单每股收益:	0.70	1.03	1.21	1.50
净利润增长率	54.9%	48.1%	17.3%	23.7%

资料来源: 公司半年报

综合目前经济发展形势，我们预测公司 2010-2011 年 EPS 为 1.21 元、1.50 元。按 10 年 EPS 18 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 21.78 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

研究团队简介

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。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责条款

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