

市价(人民币): 17.95元
目标(人民币): 18.90-21.10元

长期竞争力评级: 高于行业均值

3Q超预期印证对行业及公司看好, 上调预测

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.504	2.326	1.407	1.689	1.967
每股净资产(元)	5.97	5.31	4.77	5.95	7.33
每股经营性现金流(元)	0.29	5.03	0.67	1.57	2.06
市盈率(倍)	19.71	8.36	12.76	10.63	9.12
行业优化市盈率(倍)	46.92	20.19	20.19	20.19	20.19
净利润增长率(%)	64.63%	39.36%	36.11%	20.03%	16.46%
净资产收益率(%)	27.97%	29.22%	29.52%	28.39%	26.85%
总股本(百万股)	834.93	1,252.40	2,817.89	2,817.89	2,817.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 格力电器前三季度实现收入 443 亿、同比增长 44% (单季度收入增长 80%); 净利润 28.9 亿、同比增长 45%, 净利率 6.5%; EPS1.03 元; 超过我们 55% 单季度收入增长和前三季度 EPS0.93 元的预期, 超出市场预期幅度也在 10% 以上。因此我们再度上调全年盈利预测。

经营分析

- **超预期一方面是 3Q 单季度收入增长 80%, 说明公司出厂提价幅度超过 20%:** (图表 1-3) 我们在季报前瞻中已经考虑到空调行业内外销量均超预期 (详见月报), 公司 3Q 单季度销量增长约在 50% 左右, 但对出厂价的提升程度预计不足。公司出厂提价程度超过 20%, 又有两方面因素——1) 由于公司的销售政策是在出厂价中扣除节能补贴金额 (对区域销售公司有利, 而上市公司的主营收入会因此看起来减少), 因此 6 月 1 日空调节能补贴程度及额度减小后公司的出厂价表现上升 5% 以上; 2) 另一因素是实实在在的新冷冻年度提价和产品结构上升带来的均价提升, 估计在 15% 的水平。这再次证明公司凭借技术实力和品质口碑, 在需求增长旺盛的空调内销市场上的提价能力之强。
- **超预期的另一方面是提价能力带来净利率环比上半年上升明显 (从 6.25% 提高到 6.88%):** 单季毛利率环比大幅提高 12 个 (图表 4) 正是提价带来的变化; 由于新冷冻年度提价后公司对于销售公司的销售支持投入增加, 本期销售费用率由 2Q8.1% 的较低水平回归至 17.6%; 这是销售政策 (经营策略) 上的变化, 我们可以用 “毛利率-销售费用率” 抵消销售政策变化的影响, 3Q 单季度 “毛利率-销售费用率” 较 2Q 单季度环比提高 1.7 个百分点, 说明盈利能力的明显提升。
- **公司具有清晰的成长主线, 推动业绩长期稳定增长:** 我们一直认为格力是一家经营作风稳健、成长逻辑清晰的家电企业, 这样的企业随着行业增长以及自身在新领域业务的拓展, 未来业绩还将持续稳定增长:
 - 1) 将分享家用空调普及所带来的业绩增长机会: 国内城市空调保有量还在继续提升, 而农村空调普及处于启动时期。今年空调内外销均超预期的原因——由房地产驱动变为极端性气候下低保有量地区保有量的提升: 国内市场城市和农村家庭的空调保有量都还有很大提升空间

相关报告

1. 《经营作风稳健、成长逻辑清晰》, 2010.9.27
2. 《中报及公增预案点评, 上调盈利预测》, 2010.8.19
3. 《年报及一季报业绩说明电话会议纪要》, 2010.5.4

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青 联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

(2009年全国城镇空调保有量为百户106.8台、农村为12.2台；而日本1989年保有量已达到百户113台，1994年达到166台，2004年已达到235台；从这个角度看，空调城镇空调的保有量达到200台我们都认为是合理的。从中怡康1-8月各省份空调销量增速差异也可以看出，宁夏、内蒙古等空调保有量较低的省份成为增长最多的地区。)我们测算国内空调市场未来2年将保持10%以上复合增速，2010-2020年的复合增速也能达到7%，家电产品中长期看空调行业持续增长的时间最长。因此长期看在较大普及需求的支撑下，格力也将充分享受由此带来的业绩增长机会。

- **2) 将分享空调出口市场增长带来的业绩增长机会：**低保有量地区空调开始加速普及在国内市场如此，海外市场也是如此。1-8月出口至西欧、日韩、东欧、拉美地区的累积销量增速分别为83%、70%、105%、131%，主要是由于海外一些地区仍处于空调普及期，正如90年代时期的中国一样，快速而强大的普及需求可为空调行业带来较大增量；而中国作为全球最大的空调生产基地，行业出口增长今年以来一直有不错的表现，而我们认为至少这种出口较好的趋势（不包含突发性事件）还能够得到延续。格力作为国内空调龙头企业，可充分享受空调出口市场增长带来的业绩增长机会。
- **3) 将分享国内商用空调市场增长带来的成长机会：**随着国内人均收入水平的提高，以及写字楼的不断发展，商用空调内销增长表现抢眼，即便在2008年经济危机年份中，商用空调行业依然保持了41%的增速，商用空调为空调厂家提供了新的业绩增长点；随着格力在商用空调技术领域的不断突破以及本身较高的品牌认知度，商用空调产品将成为格力电器未来业绩增长的主要推动力之一。

盈利预测、估值和投资建议

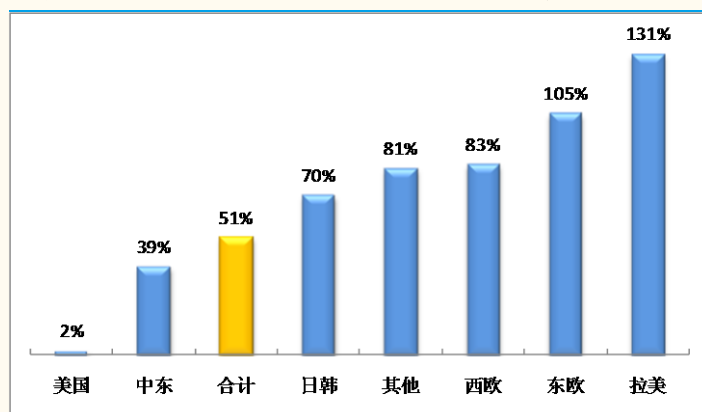
- **上调盈利预测 7%：**由于收入增长和盈利能力环比提升超预期，而且4季度预计还将继续收到补贴；我们上调公司盈利预测，预计2010-2012年收入分别为537、656、756亿元，同比增长26%、22%、15%；EPS分别为1.047、1.689、1.967元，净利润增速36%、20%、16.5%。
- **投资建议：**我们9月30日在对河南销售公司关联交易公告点评（详见国金晨讯和邮件）中开始将格力作为10月份的首推品种，至今涨幅已达30%。不过上调盈利预测后，公司目前动态PE依然不到13倍，估值依然很低，我们认为3-6个月公司合理估值为15X10PE-16X11PE（11年为摊薄后EPS），即18.9-21.1元，维持买入评级。

图表1: 空调行业累计增长及格力份额变化表

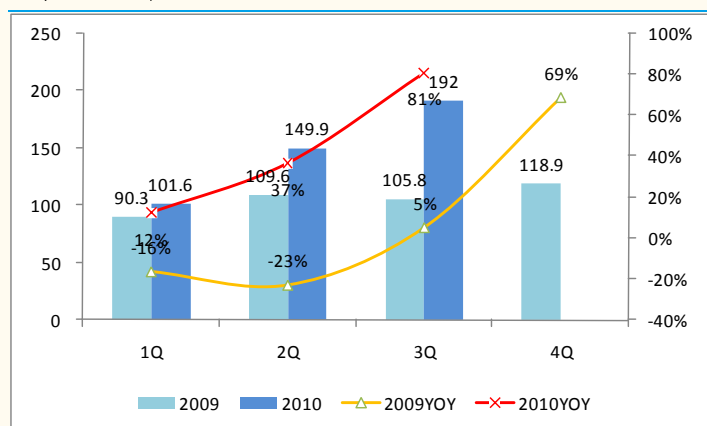
		2009年 1-9月	2010年 1-9月	变化
统计局	产量	6,564.44	8,536.40	30%
产业在线	总销	5171	7331	42%
	内销	2879	3881	35%
	外销	2292	3450	51%
格力销量- 产业在线	总销	1369	1952	43%
	内销	1060	1361	28%
	外销	309	591	91%
格力份额- 产业在线	总销	%	27%	0.2
	内销	37%	35%	-1.8
	外销	13%	17%	3.6

来源: 海关总署, 国家统计局, 产业在线, 国金证券研究所

图表2: 1-8月空调分地区出口除美国外都有不错增长

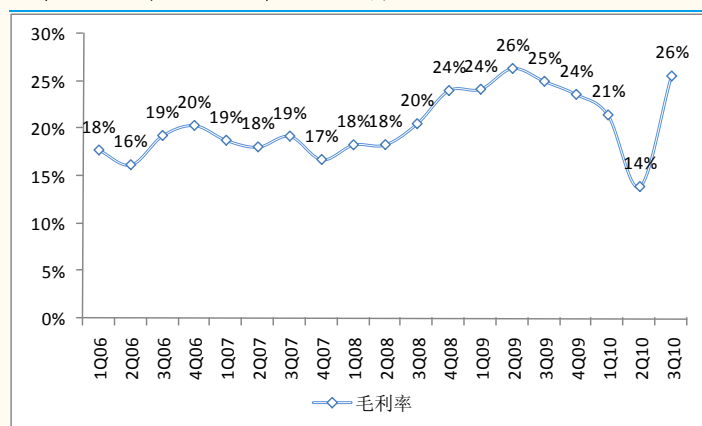


图表3: 分季度收入及同比变化(亿元)



来源: 国金证券研究所

图表4: 分季度毛利率变化趋势



图表5: 利润表各项变动及说明(百万元)

	2009年 1-9月	2010年 1-6月	2010年 1-9月	同比变化 (百分 点)	环比变化 (百分 点)	变动原因
营业收入(百万元)	30676	25145	44297	44%		
-营业成本	75%	83%	79%			原材料同比增长导致毛利率同比下滑, 但单季毛利率上升明显。
=毛利	25%	17%	21%	-4.9	3.8	
-营业税金及附加	0.8%	0.8%	0.8%	0.0	0.0	内销、出口收入增长所致
-销售费用	14%	11%	14%	-0.5	2.9	销售费用增速小于收入增速
-管理费用	2.9	2.8%	2.6%	-0.2	-0.2	规模扩张带来的管理费用增长幅度小于销售增速
-财务费用	-0.1%	-0.8%	-0.5%	-0.4	0.3	
-资产减值损失	0.1%	0.3%	0.1%	0.0	-0.2	
+公允价值变动损益	0.0%	0.3%	0.1%	0.1	-0.2	
+投资收益	0.0%	0.1%	0.1%	0.1	0.0	
+营业外收支	0.3%	4.4%	3.9%	3.6	-0.5	营业外收入较上年同期增长了1748.51%, 主要是节能惠民补贴款增加所致
=利润总额	7.7%	7.6%	7.8%	0.1	0.2	
-所得税费用	1.2%	1.3%	1.2%	0.1	-0.1	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	6.5%	6.3%	6.5%	0.0	0.3	

来源: 国金证券研究所

图表6: 三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	42,200	42,637	53,715	65,611	75,584	货币资金	3,666	22,905	25,276	30,526	35,160
增长率	10.9%	1.0%	26.0%	22.1%	15.2%	应收款项	13,907	11,909	14,459	17,661	20,346
主营业务成本	-33,758	-31,972	-42,786	-50,838	-57,913	存货	4,790	5,824	7,033	8,356	9,519
%销售收入	80.0%	75.0%	79.7%	77.5%	76.6%	其他流动资产	914	1,973	1,714	1,782	2,029
毛利	8,442	10,665	10,928	14,773	17,671	流动资产	23,277	42,611	48,482	58,325	67,054
%销售收入	20.0%	25.0%	20.3%	22.5%	23.4%	%总资产	75.6%	82.7%	89.3%	90.1%	91.5%
营业税金及附加	-363	-403	-483	-590	-680	长期投资	81	879	879	879	879
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	4,573	4,821	4,450	4,017	3,864
营业费用	-4,403	-5,798	-6,446	-7,545	-8,314	%总资产	14.8%	9.4%	8.2%	6.2%	5.3%
%销售收入	10.4%	13.6%	12.0%	11.5%	11.0%	无形资产	458	508	493	478	464
管理费用	-1,271	-1,567	-1,719	-1,968	-2,192	非流动资产	7,523	8,919	5,822	6,373	6,207
%销售收入	3.0%	3.7%	3.2%	3.0%	2.9%	%总资产	24.4%	17.3%	10.7%	9.9%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	2,405	2,898	2,280	4,669	6,485	资产总计	30,800	51,530	54,303	64,698	73,261
%销售收入	5.7%	6.8%	4.2%	7.1%	8.6%	短期借款	8	1,212	0	0	0
财务费用	-85	97	215	303	366	应付款项	17,627	29,822	30,528	35,520	38,846
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	5,434	9,806	9,634	10,261	11,084
资产减值损失	-3	-29	-1	0	0	流动负债	23,069	40,839	40,162	45,782	49,930
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1
投资收益	9	7	75	75	75	其他长期负债	3	38	0	0	0
%税前利润	0.4%	0.2%	1.5%	1.3%	1.1%	负债	23,073	40,878	40,162	45,782	49,931
营业利润	2,327	2,975	2,569	5,047	6,926	普通股股东权益	7,475	9,970	13,431	16,763	20,643
营业利润率	5.5%	7.0%	4.8%	7.7%	9.2%	少数股东权益	250	683	27	62	108
营业外收支	67	406	2,300	800	60	负债股东权益合计	30,797	51,530	54,303	64,698	73,261
税前利润	2,394	3,380	4,869	5,847	6,986	比率分析					
利润率	5.7%	7.9%	9.1%	8.9%	9.2%		2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-278	-449	-876	-1,053	-1,397	每股指标					
所得税率	11.6%	13.3%	18.0%	18.0%	20.0%	每股收益	2.504	2.326	1.407	1.689	1.967
净利润	2,116	2,932	3,993	4,795	5,589	每股净资产	5.968	5.307	4.766	5.949	7.326
少数股东损益	25	18	27	35	45	每股经营现金净流	0.294	5.030	0.674	1.574	2.058
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	3,965	4,760	5,543	每股股利	0.000	0.300	0.500	0.507	0.590
净利率	5.0%	6.8%	7.4%	7.3%	7.3%	回报率					
						净资产收益率	27.97%	29.22%	29.52%	28.39%	26.85%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	6.79%	5.65%	7.30%	7.36%	7.58%
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	投入资本收益率	27.48%	21.13%	13.22%	20.24%	22.32%
净利润	2,116	2,932	3,993	4,795	5,589	增长率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	25.98%	22.15%	15.20%
非现金支出	348	441	505	510	526	EBIT增长率	74.11%	20.46%	-21.30%	104.77%	38.88%
非经营收益	-370	-327	-1,298	-875	-135	净利润增长率	64.63%	39.36%	36.11%	20.03%	16.46%
营运资金变动	-1,738	6,377	-1,301	7	-182	总资产增长率	20.56%	67.32%	5.38%	19.14%	13.24%
经营活动现金净流	368	9,423	1,899	4,437	5,798	资产管理能力					
资本开支	-996	-716	2,181	739	-300	应收账款周转天数	6.3	6.3	6.0	6.0	6.0
投资	-3	-758	0	0	0	存货周转天数	65.0	60.6	60.0	60.0	60.0
其他	57	-1,619	75	75	75	应付账款周转天数	93.8	114.7	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-942	-3,093	2,256	814	-225	固定资产周转天数	37.2	39.5	28.6	21.3	18.0
股权募资	1	466	939	0	0	偿债能力					
债权募资	8	956	-2,627	0	1	净负债/股东权益	-47.36%	-203.66%	-178.76%	-161.39%	-151.32%
其他	-327	-1,487	-95	-1	-940	EBIT利息保障倍数	28.3	-29.9	-10.6	-15.4	-17.7
筹资活动现金净流	-319	-66	-1,783	-1	-939	资产负债率	74.92%	79.33%	73.96%	70.76%	68.24%
现金净流量	-893	6,265	2,371	5,250	4,634						

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	20	44
买入	1	2	8	13	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.60	1.65	1.48	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-21	买入	12.79	31.50 ~ 33.90
2 2009-04-30	买入	13.09	N/A
3 2009-07-17	买入	14.60	N/A
4 2009-11-02	买入	17.86	29.80 ~ 32.80
5 2010-04-27	买入	15.39	32.50 ~ 32.90
6 2010-05-04	买入	14.16	32.50 ~ 32.90
7 2010-08-19	买入	15.85	18.90 ~ 20.50
8 2010-09-27	买入	14.20	18.90 ~ 20.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。