

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 28.40元

当前股价: 17.95元

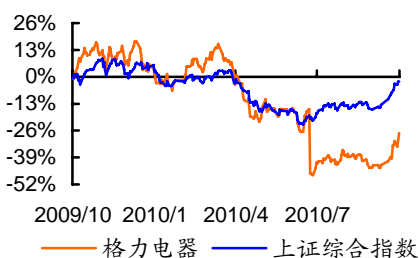
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2983.53 |
| 总股本(百万) | 2818 |
| 流通股本(百万) | 2780 |
| 流通市值(亿) | 499 |
| 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 | 26.86 | 24.39 | 13.61 |
| 上证综合指数 | 15.13 | 17.68 | -1.64 |



相关报告

- 《格力电器-掌握核心技术 增产扩能转化生产力》2010-9-30
- 《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

000651

强烈推荐

收入增八成远超预期, 利润增七成明显有保留

投资要点:

- **收入增长远超市场预期。**第三季度本属空调淡季, 公司却实现营业收入 191.5 亿元, 创历史新高, 同比增长 80%, 环比传统旺季 Q2 增长 28%; 单季净利润 13.2 亿元, EPS 0.47 元, 同比增长 73%。当期利润增长低于收入增速, 主要是销售费用增长较多, 会计上采用了十分谨慎的做法。1-9 月公司实现营业收入 443 亿元, 同比增长 44%; 实现净利润 28.9 亿元, 同比增长 45%, EPS 1.03 元。
- **内外销同步增长, 三季度内销表现更旺。**1) 三季度外销延续上半年高速增长势头, 主要由于外围经济转暖以及全球变暖环境下, 国外空调需求增加, 同时公司加大出口渠道建设, 出口订单大幅增长。2) 国内市场, 按传统 8 月开始步入空调淡季, 但公司销售持续火爆, 多因素推动了空调行业整体持续高速增长。根据产业在线的数据, 1-9 月全行业空调销量 7331 万台, 同比增长 41.8%; 格力 1-9 月空调销售近 2000 万台, 同比增长 42.6%, 下半年公司市占率持续增长, 由于淡季消费者更在乎品牌, 需求更为高端, 由格力的品牌号召力和产品特性决定公司在淡季表现出更强的竞争力, 市场份额更高。3) 收入大幅增长还源于公司产品结构优化, 高端产品占比更高。另外, 下半年空调补贴下调后, 空调厂商提价成功, 产品均价提高。
- **毛利率回归合理水平。**三季度公司综合毛利率 25.6%, 比去年同期略高, 基本回归合理盈利水平。上半年毛利率之所以那么低(16.3%)有多方面的原因: 1) 本年度因为节能补贴形成营业外收入大增, 上半年就有 11 亿元, 而收入虚低, 毛利率极不真实。2) 相对去年上半年, 本年原材料成本有所上升, 负面影响了毛利率。3) 上半年国家能效比政策大幅度的调整干扰了正常的企业经营决策, 诱发了价格战, 也负面影响当期毛利率。
- **1-9 月公司销售费用 33.8 亿元, 销售费用率同比增长 4 个百分点达 17.6%, 主要由于公司加大产品促销和宣传推广力度所致。销售费用大幅增长另一个重要原因是, 公司采取了相对保守的会计处理, 当期公司其他流动负债 85 亿元, 相比中期期末增加 19 亿元, 相比去年同期增加 23 亿元。反映出公司利润释放有所保留。**
- **1-9 月公司管理费用率 (2.6%) 同比减少 0.3 个百分点, 体现了一定的规模效益。**
- **盈利预测与公司估值:** 我们上调公司 2010-2011 年 EPS 为 1.42 元、1.85 元。前期市场给予格力低估值主要是担心公司增长不足, 但从实际业绩来看, 城镇化以及消费升级的推动市场容量增长, 在近似寡头垄断背景下, 公司盈利水平稳步提升, **家电行业龙头将会迎来盈利和估值的双调升。**按 10 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 28.4 元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 地产调控阶段性影响公司销售。

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 | 60,477 | 70,378 |
| 同比(%) | 11% | 1% | 42% | 16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,967 | 2,913 | 4,015 | 5,219 |
| 同比(%) | 55% | 48% | 38% | 30% |
| 毛利率(%) | 19.7% | 24.7% | 21.4% | 24.0% |
| ROE(%) | 30.4% | 33.5% | 35.7% | 37.1% |
| 每股收益(元) | 0.70 | 1.03 | 1.42 | 1.85 |
| P/E | 26 | 17 | 13 | 10 |
| P/B | 6.3 | 6.6 | 4.8 | 3.6 |

资料来源: 中投证券研究所

一、三季度利润表对比

表 1: 三季度利润表对比 (单位: 百万, %)

| 科目(单位: 百万) | 2010Q3 | 2009Q3 | 同比 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 19,152 | 10,619 | 80.4% |
| 其中: 营业收入 | 19,047 | 10,575 | 80.1% |
| 利息收入及其它 | 103 | 43 | 140.1% |
| 二、营业总成本 | 18,204 | 9,750 | 86.7% |
| 其中: 营业成本 | 14,249 | 7,937 | 79.5% |
| 毛利率(简单测算) | 25.6% | 25.3% | 0.3% |
| 利息支出、手续费、佣金 | 19 | 0 | - |
| 营业税金及附加 | 164 | 108 | 51.2% |
| 销售费用 | 3,377 | 1,441 | 134.3% |
| 销售费用率 | 17.6% | 13.6% | 4.1% |
| 管理费用 | 459 | 336 | 36.5% |
| 管理费用率 | 2.4% | 3.2% | -0.8% |
| 财务费用 | -23 | -35 | |
| 资产减值损失 | -39 | -38 | |
| 加: 公允价值变动收益 | -33 | 0 | |
| 投资收益及其它 | 22 | 1 | |
| 三、营业利润 | 937 | 870 | 7.7% |
| 加: 营业外收入 | 614 | 23 | |
| 减: 营业外支出 | 9 | 1 | |
| 四、利润总额 | 1,543 | 892 | 73.0% |
| 减: 所得税费用 | 219 | 128 | 70.9% |
| 综合所得税率 | 14.2% | 14.4% | -0.2% |
| 五、净利润 | 1,323 | 764 | 73.3% |
| 净利润率 | 6.9% | 7.2% | -0.3% |
| 归属于母公司净利润 | 1,317 | 760 | 73.3% |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | |
| 少数股东损益占比 | 0.0% | 0.4% | |
| 六、总股本 | 2,818 | 2,818 | |
| 七、按期末股数简单每股收益: | 0.47 | 0.27 | |
| 毛利率减销售费用率 | 8.0% | 11.7% | -3.7% |

资料来源: 公司三季报、中投证券研究所

二、1-3 季度利润表对比

表 2: 1-3 季度利润表对比 (单位: 百万, %)

| 科目(单位: 百万) | 2010 | 2009 | 同比 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 44,297 | 30,676 | 44.4% |
| 其中: 营业收入 | 44,004 | 30,566 | 44.0% |
| 利息收入及其它 | 291 | 110 | |
| 二、营业总成本 | 42,663 | 28,396 | 50.2% |
| 其中: 营业成本 | 35,146 | 22,867 | 53.7% |
| 毛利率(简单测算) | 20.7% | 25.5% | -4.80% |
| 利息支出、手续费、佣金 | 48 | 9 | |
| 营业税金及附加 | 366 | 256 | |
| 销售费用 | 6,127 | 4,397 | 39.4% |
| 销售费用率 | 13.8% | 14.3% | -0.5% |
| 管理费用 | 1,169 | 879 | 33.0% |
| 管理费用率 | 2.6% | 2.9% | -0.2% |
| 财务费用 | -218 | -30 | |
| 资产减值损失 | 24 | 19 | |
| 加: 公允价值变动收益 | 45 | 0 | |
| 投资收益及其它 | 56 | -0 | |
| 三、营业利润 | 1,736 | 2,280 | -23.9% |
| 加: 营业外收入 | 1,743 | 94 | |
| 减: 营业外支出 | 30 | 9 | |
| 四、利润总额 | 3,449 | 2,365 | 45.8% |
| 减: 所得税费用 | 552 | 364 | |
| 综合所得税率 | 16.0% | 15.4% | 0.6% |
| 五、净利润 | 2,897 | 2,001 | 44.7% |
| 净利润率 | 6.5% | 6.5% | 0.0% |
| 归属于母公司净利润 | 2,890 | 1,992 | 45.1% |
| 少数股东损益 | 7 | 10 | |
| 少数股东损益占比 | 0.2% | 0.5% | |
| 六、总股本 | 2,817 | 2,817 | |
| 七、按期末股数简单每股收益: | 1.03 | 0.71 | |
| 毛利率减销售费用率 | 6.8% | 11.1% | -4.3% |

资料来源: 公司半年报、季报, 中投证券研究所

三、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 | 190 | | 440 |
| | 同比增长率 | 12% | 35% | 80% | | 44% |
| 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 | 13.2 | | 28.9 |
| | 对应 EPS | 0.23 | 0.33 | 0.47 | 0.00 | 1.03 |
| | 同比增长率 | 16% | 38% | 73% | - | - |
| 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

四、上半年销售收入分地区

表 5: 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 6: 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

五、长期尚存较大成长空间

前期市场给予格力等家电股较低估值主要是担心公司增长不足, 但从实际业绩来看, 城镇化以及消费升级的推动市场容量增长, 家电行业龙头拥有较强的盈利和抗风险能力。在近似寡头垄断背景下, 公司盈利水平稳步提升, **家电龙头企业将会迎来盈利和估值的双调升**, 具体可拓展的领域包括:

5.1 家用空调尚有较大拓展空间, 无论是在城镇, 农村还是在出口领域。

1) 城镇市场。首先从城镇家用空调的总需求来讲, 未来仍然还有一定的空间。**居民收入增长水平的提高为空调的销售提供了坚实的基础**。全国每百户空调保有量不到 100 台, 而广州等大城市都在 200 台以上, 说明空调的增量市场仍然非常广阔。

中国的城镇化建设远没有结束, 为空调销售提供更多新增需求。(尽管房地产市场短期会影响城镇空调销售, 但是中长期的空调总需求并不会因此而改变。)

与此同时, **空调行业更新需求将会大幅增长**, 从 2001 年第一次空调消费高峰以来, 已经有十年之久, 大量空调进入换代期, 整个行业将逐步迎来大面积的**更新换代需求**。

消费升级推动下, 工程机市场蓬勃发展, 如学生宿舍, 汉庭如家等商务酒店, 小餐馆, 娱乐场所, 各种站场等, 目前这些场所空调需求增长很快。

2) 农村市场。一直以来, 我们都认为农村空调市场启动尚需时日启动, 但从实践来看, 在社会主义新农村建设推动下, 农民实际可支配收入逐步提升, 在家电下乡推动下, 农村空调需求远超出市场预期, 空调下乡自 09 年 4 月份实施以来, 受到了农民的热烈欢迎, 三四级市场销量水涨船高。为此, 格力推

出了吉祥号，鸿运风，如意岛，五彩祥云，鸿运满堂，风和日丽等几大系列，目前，格力在农村市场的月销售已经超过5个亿，份额比城镇市场还高，凭借格力强大的品牌拉力、卓越的品质以及宽泛的渠道，销量节节攀高，去年四季度以来连续居于销售冠军，以超过40%的份额遥遥领先于其它空调企业。目前农村销售已经成为格力的重要增量，未来尚有较大发展空间。

3) 出口仍有较大增长空间

尽管海外经济出现波动，人民币持续升值，国际贸易环境有所恶化，国内劳动力等要素成本不断增加，中国家电企业的某些竞争优势正在弱化，中国家电企业出口面临一定的压力，但是我们仍然认为：**家电出口不但不会萎缩，而且大有可为。**一方面，家电产品单位价值量较低，与宏观经济环境联系不紧密，更具有消费品而非耐用品特征。另一方面，我国家电具有多方面长期竞争力，轻易不会丧失。市场担心的劳动力成本上升、出口退税减少、人民币汇率升值以及贸易摩擦等对我国家电出口的实际上负面影响有限。因为我国家电竞争力不单单表现在低廉的劳动力，还具备以下几个优势：依托巨大的国内家电市场，规模优势明显；具有比较完整的产品集群和产品配套；适应于劳动力密集型行业，拥有较高的组织管理水平和上佳的营商环境。上述优势是短期内不可复制或转移的。

目前空调行业整体还是以出口代工为主，金融危机以来甚至代工都承受了较大压力。但是，以欧美市场为主的OEM出口恢复性增长势头很好。作为低端耐用消费品，有其特定的市场需求，而空调制造中国企业具有天然的优势，（最重要的是成本优势和产业配套优势，以及业已形成的规模优势。）OEM会维持一个均衡的水平。

目前公司出口产品中35%属于格力自有品牌，65%属于OEM。

应当承认，在传统的OEM环节，格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势，渠道优势都不能发挥作用。这也是在该领域，格力并没有太大起色的重要原因，当然格力会有自己的一席之地。特别是同大金合资后，随着大金逐步关闭日本、泰国、马来西亚的工厂，未来格力可能会承接更多的OEM订单，而且这些订单的毛利水平会远高于一般的OEM订单。

作为自有品牌这一块，公司领导反映，以东南亚、中东、拉美、南亚等地区为主格力自有品牌销售已经有了蓬勃发展，公司的格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势逐步在发挥效用，以成龙作为品牌代言人为契机，出口销售市场很猛。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。

放眼未来，随着中国国际地位的提高，“MADE IN CHINA”中国制造这一整体品牌的提升，民族空调品牌会有广阔的发展空间。格力作为空调行业民族品牌的龙头，通过持续努力，在国际市场是可能达到今天国内这样的综合竞争能力，也会拥有非常强的市场地位和经营主动权，相信这不久的将来就能够看到，这也是公司未来努力的目标。

4) 对于新的市场热点，变频空调，公司在和大金强强联合之下，公司的变频空调产品既具有技术优势也具有成本优势，在这样的高端领域，公司会保持更高的市场份额。

5.2 未来格力产品平均单价会不断上升。

中长期来看，格力等行业龙头空调产品单价将会逐渐上升。

首先,随着消费升级以及节能减排政策要求,推动行业整体产品结构升级,家用空调平均单价,特别是行业龙头企业产品平均单价将会上升。

其次,随着行业品牌集中度不断加强,龙头企业拥有很强的成本转移能力。成本刚性也会推动家电产品价格提升。

经过多年的惨烈竞争,目前行业竞争格局基本稳定,包括品牌、渠道、规模、研发等竞争因素在内,家电行业已经形成了一定的软壁垒,没有新的资本能够或者愿意寻求进入家电行业,特别是白电领域,在行业集中度不断提高的背景下,白电龙头企业对上游和终端的掌控能力已经非常强,具有很强的成本转嫁能力和抗风险能力。未来白电龙头的市场份额会更高,产品平均单价会不断上升,综合盈利水平会稳步向上。

5.3 中央空调上,公司目前发展势头良好。

过往一年,公司的中央空调业务无论是技术沉淀上,市场开拓上都取得了长足进步,而这些发展还是在很不好的市场环境下取得的。

公司认为:未来中央空调的市场总容量最终目标会超过家用空调,公司非常看好未来的中央空调市场,对这一领域的研发投入也较多,也取得非常大的进步,目前又从整机研发延伸到中央空调的心脏——压缩机,本来公司已经研发出来螺杆机的压缩机样机,能效比、工艺水平丝毫不亚于德国和意大利的产品,随着技术的逐步进步成熟势必转化为未来的市场优势。过往公司中央空调领域已经取得了像北京奥运村、南非世界杯场馆等大型项目的订单,市场反应良好,未来会成为超过家用空调的新的重点领域。至于同外资品牌的竞争,目前一些国内用户对国产中央空调存在一定的偏见(或者是下意识的不信任),多倾向于采购国际大品牌,实际上格力在技术上同国外品牌并无明显差距,只是品牌认知上处于下风。公司作为民族空调业巨头,董明珠作为全国人大代表,都在各个场合,呼吁有关方面不再歧视国产品牌,目前也有一些正面的回应。未来公司中央空调的市场环境会慢慢向好。在内外环境的优化下,公司中央空调的发展机遇很大。公司相信,以格力为代表的民族品牌也会象当初家用空调一样逐步挤占外资品牌的市场份额。

5.4 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。

公司领导层表示,公司目前还是强调“专业化”,只不过不是局限在狭义上的“专业化”,而是制冷产业链上的“专业化”。近期将重点考虑在上游产品上进行拓展。包括漆包线、电容、电机、变频压缩机、各类模具、中央空调压缩机等。公司有志向也有能力做大做强。

1)关于漆包线。漆包线目前收入占比不足1%,但公司有较强的技术积累,生产的漆包线有较好的耐腐蚀性,专业性较强,适用于多种电器产品,现已销售给三洋、日立、三菱等空调厂商。公司计划在马鞍山扩建工厂,生产、销售漆包线。

2)电容。公司过去电容主要依靠外购,但常面临质量不过关的现象,价格也很贵。现在公司已开始大量生产电容产品,自用之外也有外销,市场空间也比较大,关键是质量好,竞争对手少,毛利率很高。

3)电机。高效压缩机主要是高效电机推动,包括冰箱和洗衣机等产品。公司将全面介入家电电机甚至工业电机,已经有良好的技术储备,市场也不愁销路。

5.5 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头

公司对自己的定位，其实不仅仅是一个家用空调制造商，而是更高远的制冷产业巨头，放眼整个制冷产业，诸如冷柜、冷藏车、冷库等等，公司还有广阔的发展空间，目前只是精力有限，先把手头的东西做好，然后一步一个台阶，适时介入其他制冷产业。对此，公司会作精心的准备，包括必要的技术储备，严谨的市场调研，审慎选择商业模式和介入方式等等。

5.6 不排除横向拓展

对于是否介入冰箱等行业，公司领导层表示，不排除这方面的想法。可能会在冰箱、冰柜、冷藏等方面有些动作，要看环境和机会再做决定。

六、拥有核心技术保证公司持续领先，充分享

受行业增长

公司作为专业性的空调制造商，凭借多年的技术积累，产品创新能力非常强，2008 年以来推出大量新品，在不利的市场环境下保持非常好的产品竞争力；另外公司的品牌价值持续提升，保证了公司的市场份额、毛利率同时上升；公司的渠道渗透能力非常强，面对市场总量有限，公司充分发挥渠道优势，利用对手的困难，内销市场份额仍然在持续提高。全国范围内，公司综合市场份额应该有可能还能上一个较大的台阶，公司决不满足于目前四成的市场份额。

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。

公司拥有的核心技术加上公司业已形成的品牌优势和渠道优势保证其持续领先，充分享受行业增长。

七、主要募投项目介绍

公司在 8 月底宣布了再融资计划，拟增发不超过 25,000 万股，募集资金不超过 32.6 亿元，用于中央空调扩产和郑州家用空调项目。我们认为：1) 公司实行增发，首先是向市场发出非常积极的信号，以后会更加关注资本市场，愿意释放利润。2) 增发表明，公司未来存在较大的发展空间，部分消除投资者对公司发展瓶颈的担心。3) 募投项目中央空调是公司发展的重要方向。目前公司中央空调发展势头也非常好，预计今年有 50% 以上的增长。另外，公司在郑州建厂，一方面缓解公司的产能不足的问题，同时可以优化公司的生产布局。合肥投产就为公司节省物流成本 1 亿多元，为了支持蓬勃发展的北方市场，郑州项目也将会产生良好的效益。综合来看，宣布增发对公司属于重大利好。

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。

7.1 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。募投资项目投资后，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所长。

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。

7.2 家用定频空调

如前述，家用空调同样也有很大的增长空间。根据产业在线数据，-9 月全行业空调销量 7331 万台，同比增长 41.8%；格力 1-9 月空调销售近 2000 万台，同比增长 42.6%。

7.3 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。

公司在和大金强强联合之下，公司的变频空调产品既具有技术优势也具有成本优势，在这样的高端领域，公司会保持更高的市场份额。

7.4 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.企业机制比研究所灵活。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）产品取得欧洲的认证。

八、盈利预测与估值

表 7: 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 | 60,477 | 70,378 |
| 其中: 营业收入 | 42,032 | 42,458 | 60,031 | 69,816 |
| 营业收入增长率 | 10.6% | 1.0% | 41.4% | 16.3% |
| 利息收入及其它 | 167 | 180 | 446 | 562 |
| 二、营业总成本 | 39,870 | 39,672 | 57,781 | 64,767 |
| 其中: 营业成本 | 33,733 | 31,956 | 47,179 | 53,035 |
| 毛利率(简单测算) | 19.7% | 24.7% | 21.4% | 24.0% |
| 利息支出、手续费、佣金 | 12 | 16 | 70 | 91 |
| 营业税金及附加 | 363 | 403 | 524 | 613 |
| 销售费用 | 4,403 | 5798 | 8554 | 9360 |
| 销售费用率 | 10.4% | 13.6% | 14.1% | 13.3% |
| 管理费用 | 1,271 | 1567 | 1681 | 1935 |
| 管理费用率 | 3.0% | 3.7% | 2.8% | 2.8% |
| 财务费用 | 85 | -97 | -237 | -328 |
| 资产减值损失 | 3 | 29 | 10 | 60 |
| 加: 公允价值变动收益 | 1 | 2 | 40 | 0 |
| 投资收益及其它 | 9 | 7 | 9 | 9 |
| 三、营业利润 | 2,340 | 2,975 | 2,745 | 5,620 |
| 加: 营业外收入 | 83 | 418 | 1993 | 560 |
| 减: 营业外支出 | 16 | 12 | 40 | 50 |
| 四、利润总额 | 2,407 | 3,380 | 4,698 | 6,130 |
| 减: 所得税费用 | 416 | 449 | 664 | 889 |
| 综合所得税率 | 17.3% | 13.3% | 14.1% | 14.5% |
| 五、净利润 | 1,991 | 2,932 | 4,034 | 5,241 |
| 净利润率 | 4.7% | 6.9% | 6.7% | 7.4% |
| 归属于母公司净利润 | 1,967 | 2,913 | 4,015 | 5,219 |
| 少数股东损益 | 24 | 18 | 19 | 22 |
| 少数股东损益占比 | 1.2% | 0.6% | 0.5% | 0.4% |
| 六、总股本 | 2,818 | 2,818 | 2,818 | 2,818 |
| 七、按期末股数简单每股收益: | 0.70 | 1.03 | 1.42 | 1.85 |
| 净利润增长率 | 54.9% | 48.1% | 37.8% | 30.0% |

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

我们上调公司 2010-2011 年 EPS 为 1.42 元、1.85 元。前期市场给予格力低估值主要是担心公司增长不足，但从实际业绩来看，城镇化以及消费升级的推动市场容量增长，在近似寡头垄断背景下，公司盈利水平稳步提升，家电行业龙头将会迎来盈利和估值的双调升。按 10 年 EPS 20 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 28.4 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

分析师简介

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。

免责声明

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