

2011年3月25日

格力电器

空调市场繁荣的最大受益者

2010年,公司实现营业收入608.1亿元,同比增长42.6%;实现净利润42.8亿元,同比增长46.8%;实现每股收益1.5元,业绩基本符合我们此前的预期。我们对11-13年每股盈利预测分别为1.924元、2.166元和2.385元,基于15倍11年市盈率,我们维持28.5元的目标价,并维持对其买入评级。

A
买入

000651.SZ - 人民币 22.52

目标价格:人民币 28.50

刘会明

(8610)6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S 1300210030001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	24	15	24	22
相对新华富时A50指数(%)	21	12	23	33

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	2,81	8
流通股(%)	99	
流通股市值(人民币 百万)	62,8	27
3个月日均交易额(人民币 百万)	534	
净负债比率(%) (2011E)		净现金
主要股东(%)		
烟台万华集团	19	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 2010年,空调销量达到9,472万台,创出历史新高,同比大幅增长43.8%;其中内销5,157万台,同比增长36.9%,出口4,315万台,同比增长53.1%。11年前两个月,空调市场持续旺盛,销量达到1,694万台,同比增长50.2%;其中内销710万台,同比增长36.6%;出口984万台,同比增长61.7%。
- 随着家电下乡政策的继续深入,以及欧美市场的持续回暖和新兴市场需求的逐步释放,空调市场今年仍将处于较高景气水平。我们预计空调市场销量全年增长将超过20%。格力作为空调行业的龙头企业将继续受益,保持较快增长速度。
- 公司一直以来致力于家用和商用空调产品和技术的研究,在国内空调市场一直处于领先地位,根据最新数据显示,公司在国内空调市场占有率约28%。未来,中央空调的广阔市场将为公司提供新的发展机遇。

评级面临的风险因素

- 人民币升值和国际经济形势的不确定性对公司出口影响不确定。
- 原材料价格上涨过快可能挤压公司利润率。
- 家电行业政策的不确定性。

估值

- 我们上调了公司11、12年的每股盈利预测,分别从1.778元和1.991元上调到1.924元和2.166元,对2013年每股盈利预测为2.385元。公司目前仅12倍的11年市盈率,远低于行业平均20倍的水平,较美的和海尔等行业龙头也有约20%的折价,估值具有较大吸引力。基于15倍11年市盈率,我们维持28.50元的目标价,并维持对其买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
销售收入(人民币 百万)	42,6	37	60,807	72,6	12	81,317	89,422
变动(%)		1	43	19	12	10	
净利润(人民币 百万)	2,92	9	4,341	5,42	0	6,104	6,722
全面摊薄每股收益(人民币)	1,040	1,540	1,92	4	2,166	2,385	
变动(%)		(36.8)	48.2	24.9	12.6	10.1	
市场预期每股收益(人民币)-		1,348	1,62	7	1,931	-	
先前预测每股收益(人民币)			1,77	8	1,991		
调整幅度(%)				8.2	8.5		
全面摊薄市盈率(倍)	21.6	14.6	1.1	1.7	10.4	9.4	
每股现金流量(人民币)	3.35	0.22	1.26		1.72	2.07	
价格/每股现金流量(倍)	6.7	102.7	17.8		13.0	10.9	
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	20.9	9.6		7.7	6.8	
每股股息(人民币)	0.50	0	0.300	0.65	4	0.758	0.835
股息率(%)	2.2	1.3	2.9		3.4	3.7	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩表现强劲

2010年，公司实现营业收入608.1亿元，同比增长42.6%；实现净利润42.8亿元，同比增长46.8%；实现每股收益1.5元，业绩基本符合我们此前的预期。公司通过良好的成本控制，使管理费用率从09年的3.7%下降到10年的3.2%。销售费用率为13.8%，较为稳定。我们认为，11年公司将继续加强品牌和渠道等方面的投入，同时也可以实现良好的成本控制，总体费用率水平将保持稳定。

图表 2. 年报摘要

(人民币, 百万)	09年	10年	同比变动(%)
营业收入	42,637.3	60,807.2	42.6
营业成本 31,9	71.7	47,474.0	48.5
营业税金及附加	403.4	538.8	33.6
毛利润 10,2	62.2	12,794.4	24.7
管理费用	1,566.6	1,978.1	26.3
销售费用 5,79	7.9	8,410.1	45.1
经营利润	2,897.7	2,406.3	(17.0)
资产减值 29.1		99.6	242.4
财务费用	(97.0)	(309.0)	218.5
公允价值变动收益 2.3		69.2	2,899.2
投资收益	6.8	62.2	818.7
营业外收入 417.	5	2,353.3	463.6
营业外支出	11.8	43.8	271.2
税前利润 3,38	0.5	5,056.6	49.6
所得税	448.6	753.1	67.9
少数股东损益 18.2		27.5	50.9
归属于母公司的净利润	2,913.7	4,276.0	46.8
每股收益	1.0	1.5	47.6

资料来源：公司数据

毛利率下降，净利率稳定

公司90%的业务收入来自于空调业务，10年，综合毛利率从09年的25.1%下降到22%，这是由于：一方面，原材料价格上涨降低了利润率水平；另一方面，节能惠民政策的实施部分挤压了毛利率水平。而考虑到补贴收入后，公司的净利率水平则较为稳定，从09年的6.8%小幅提高至10年的7%。我们认为，尽管原材料价格水平仍处于相对高位，但作为空调业的龙头企业，公司具有较强的议价能力。另外，通过采取积极推出新产品等措施，将使公司今年的总体利润率水平保持稳定。

应收票据和存货大幅提高

截至 10 年末，公司的应收票据为 220.6 亿元，同比大幅增长 103.5%，这主要是因为随着销量的大幅提高，经销商以银行承兑汇票的形式预付货款和预售款项大幅增长所致。同时，公司的存货为 115.6 亿元，同比增长 98.5%，主要由于公司为应对原材料价格上涨而增加的库存量。

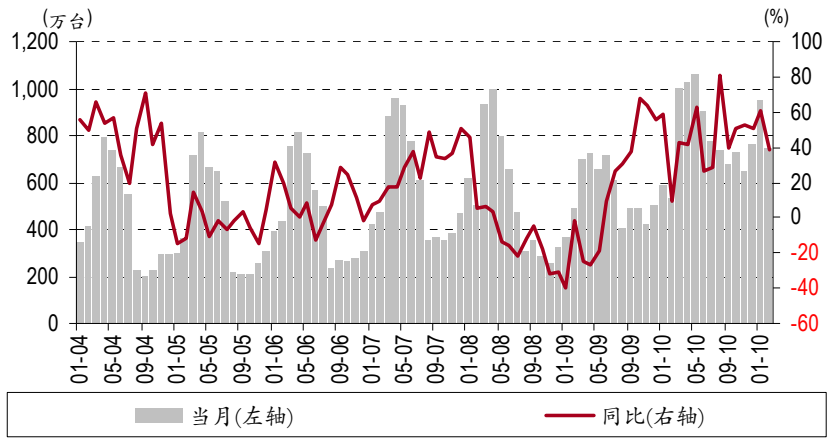
多项政策助推空调市场繁荣

自 2009 年以来，包括家电下乡和节能惠民等在内的多项家电行业扶持政策有效推动了国内空调市场的持续繁荣，加上全球经济不断复苏和新兴市场的强劲需求使 2010 年空调市场增长强劲。2010 年，空调销量达到 9,472 万台，创出历史新高，同比大幅增长 43.8%；其中内销 5157 万台，同比增长 36.9%，出口 4,315 万台，同比增长 53.1%。同期，公司空调销售收入达到 551.1 亿元，同比增长 43.8%。其中实现内销 466 亿元，占比约 82.7%，同比增长 40.2%；实现出口 97.5 亿元，占比为 17.3%，同比增长 67.1%。

11 年前两个月，空调市场持续旺盛，销量达到 1,694 万台，同比增长 50.2%；其中内销 710 万台，同比增长 36.6%；出口 984 万台，同比增长 61.7%。我们认为，随着家电下乡政策的继续深入，以及欧美市场的持续回暖和新兴市场需求的逐步释放，空调市场今年仍将处于较高景气水平。我们预计空调市场销量全年增长将超过 20%。格力作为空调行业的龙头企业将继续受益，保持较快增长速度。

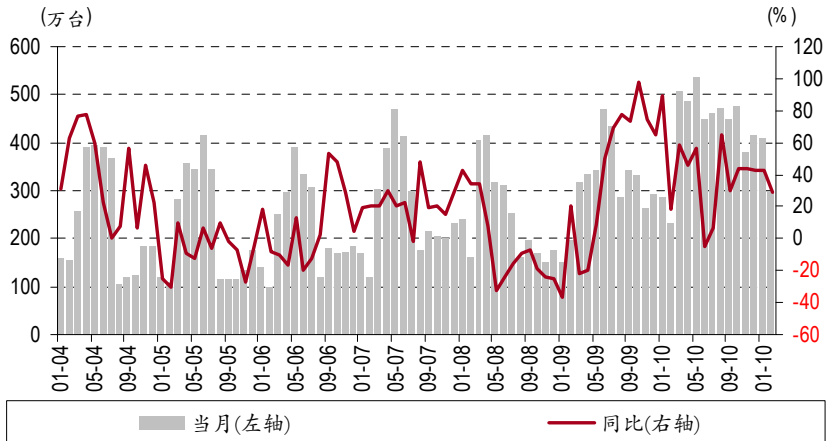
市场销售的火爆，加上为了应对原材料价格的不断上涨，从 10 年四季度以来，各家电企业纷纷调整了生产计划，增加产量以补充库存。11 年前 2 个月，空调产量为 1,753 万台，同比增长 44.6%。截至 2 月份，空调库存量接近 1,144 万台，较 1 月份环比上升 32.8%，处于历史较高水平。

图表 3. 空调销量



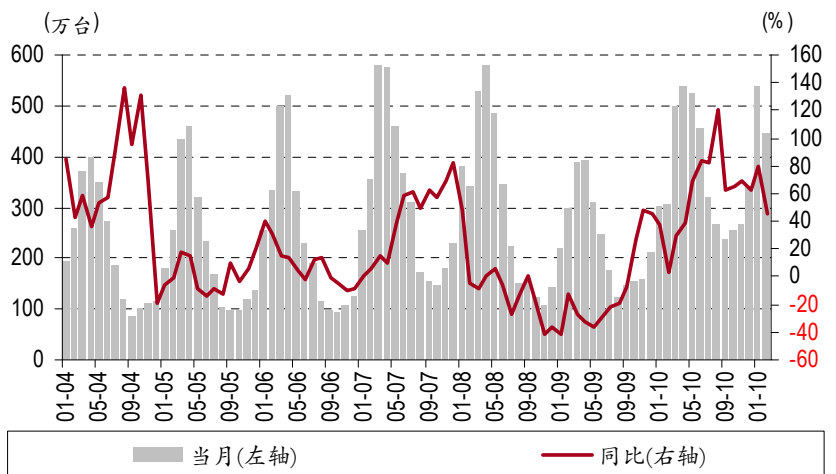
资料来源：公司数据

图表 4. 空调内销



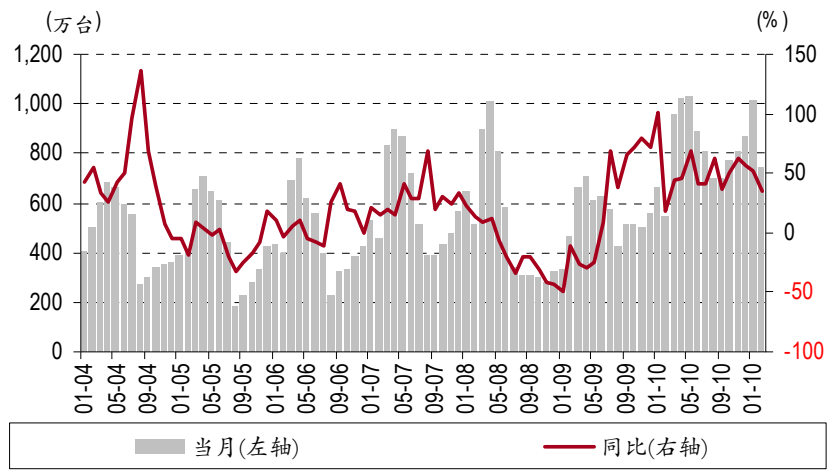
资料来源：公司数据

图表 5. 空调出口

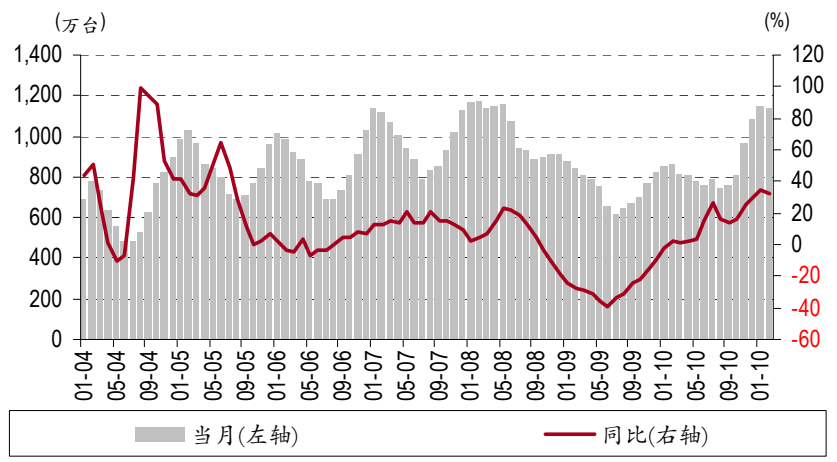


资料来源：公司数据

图表 6. 空调产量



图表 7. 空调库存



坚持技术创新

公司一直以来致力于家用和商用空调产品和技术的开发和研究, 在国内空调市场一直处于领先地位, 根据最新数据显示, 公司在国内空调市场占有率约 28%。

技术创新也是公司走在空调行业前列的关键，公司每年研发投入比例均保持在 3%，包括“新一代 G-Matrix 变频空调技术”和“热回收直流变频模块化多联机组”被认定为 2010 年度“国家火炬计划”；“直流变频多联热水机组”被列为国家重点新产品计划。同时，公司离心式冷水机组和螺杆式冷水机组共 29 款水冷冷水机组全部通过了美国空调供热制冷协会 AHRI 认证，使公司成为国内首家，也是目前唯一一家获得水冷冷水机组 AHRI 认证的中国空调生产商，填补了国内空白。美国空调供热制冷协会 (AHRI) 是目前国际制冷行业最高水平的行业组织，这就意味着公司的制冷产品打开了进军国际高端市场的大门。

看好公司增长潜力

我们认为，农村市场的巨大潜力和城镇市场的换代需求使我们对空调市场充满信心。作为国内空调行业的龙头企业，公司有望持续受益空调市场的繁荣发展。尽管受到人民币升值和国际经济形势不确定的影响，空调出口形势变数较大，但随着新兴市场的兴起，我们相信格力有能力抓住这一机遇，扩大出口量，提高自主品牌的出口占比，逐步发展成为具有国际竞争力的专业化空调企业。同时，在中央空调的巨大市场空间下，公司未来将加大在该领域的投入，而高于家用空调的利润率将增强公司的盈利能力。据了解，公司计划未来三年内使中央空调销售规模达到 100 亿元。

估值

由于仍然对今年的空调市场持乐观态度，公司将成为空调市场持续景气的最大受益者，我们上调了公司 11、12 年的每股盈利预测，分别从 1.778 元和 1.991 元上调到 1.924 元和 2.166 元，对 2013 年每股盈利预测为 2.385 元。我们认为，农村市场和海外新兴市场的巨大空间有望成为空调行业超预期的助推器。公司目前仅 12 倍的 11 年市盈率，远低于行业平均 20 倍的水平，较美的电器(000527.SZ/人民币 19,40, 买入)和青岛海尔(600690.SS/人民币 29,49, 买入)等行业龙头也有约 20% 的折价，估值具有较大吸引力。基于 15 倍 11 年市盈率，我们维持 28.50 元的目标价，并维持对其**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	42,637	60,807	72,612	81,317	89,422
销售成本	(31,956)	(47,409)	(55,179)	(61,233)	(67,391)
运营费用	(7,346)	(10,483)	(11,127)	(12,319)	(13,503)
营业利润 (息税前利润)	3,336	2,915	6,306	7,764	8,528
折旧与摊销	(422)	(444)	(553)	(762)	(881)
息税折旧前利润	2,913	2,471	5,753	7,003	7,646
净利息收入(费用) 97		309	236	221	320
其它盈利/(亏损) 386		2,341	503	86	85
税前利润	3,396	5,121	6,492	7,310	8,051
所得税	(449)	(753)	(1,039)	(1,170)	(1,288)
少数股东损益	(18)	(28)	(33)	(37)	(40)
净利润	2,929	4,341	5,420	6,104	6,722
核心净利润	2,600	2,397	5,021	6,049	6,668
每股收益 (人民币) 1.04	0	1.540	1.924	2.166	2.385
核心每股收益 (人民币) 0.92	3	0.851	1.782	2.147	2.365
每股派息 (人民币) 0.50	0	0.300	0.654	0.758	0.835
营收增长率 (%)	1	43	19	12	10
息税前利润增长率 (%)	20	(15)	133	22	9
息税折旧前利润增长率 (%)	21	(13)	116	23	10
每股收益增长率 (%)	(37)	48	25	13	10
核心每股收益增长率 (%)	(42)	(8)	110	20	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物 9,47	6	6,783	7,197	8,39	2 10,364
应收帐款 11,9	09	23,567	28,142	31,5	16 34,658
库存 5,82	4	11,559	13,454	14,9	30 16,431
其它流动资产 15,4	02	12,624	13,045	13,3	75 13,713
流动资产合计	42,611	54,533	61,838	68,213	75,166
固定资产 4,82	1	5,629	7,851	9,36	6 10,760
无形资产 505		1,050	1,050	1,05	0 1,050
其它长期资产 3,59	4	4,394	4,394	4,39	4 4,394
长期资产合计	8,919	11,072	13,294	14,809	16,203
总资产	51,530	65,604	75,132	83,022	91,369
应付账款 28,9	15	34,746	38,276	40,8	11 43,436
短期债 962		1,900	1,800	1,70	0 1,600
其它流动负债 10,9	62	13,029	14,198	15,0	32 15,906
流动负债合计	40,839	49,675	54,274	57,544	60,942
长期借款	0	1,854	2,154	2,45	4 2,754
其他长期负债 38		64	64	64	64
股本 1,87	9	2,818	2,818	2,81	8 2,818
储备 8,09	1	10,485	15,081	19,3	64 23,973
股东权益	9,970	13,303	17,899	22,182	26,791
少数股东权益 683		709	742	779	819
负债权益总计	51,530	65,605	75,132	83,022	91,370
每股账面价值 (人民币) 3.54		4.72	6.35	7.87	9.50
每股有形资产 (人民币) 3.36		4.35	5.98	7.50	9.13
每股净负债/(现金) (人民币) (3.02)		(1.05)	(1.13)	(1.48)	(2.11)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 3,39	6	5,121	6,492	7,310	8,051
折旧与摊销 422		444	553	762	881
净利息费用	(97)	(309)	(236)	(221)	(320)
营运资本变动 16,3	29	(13,066)	(2,191)	(1,808)	(1,479)
支付税金	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(10,601)	8,426	(1,067)	(1,191)	(1,308)
经营活动产生的现金流	9,450	616	3,551	4,852	5,826
固定资产净采购	(716)	(2,482)	(2,800)	(2,300)	(2,301)
投资减少/(增加)	0	1	0	0	0
其它投资现金流	(2,377)	594	50	41	39
投资活动产生的现金流	(3,093)	(1,887)	(2,750)	(2,259)	(2,262)
净资产增加 466		0	20	20	20
净负债增加 956		2,217	200	200	200
支付股息	(376)	(930)	(845)	(1,843)	(2,136)
其它筹资现金流	(1,127)	(2,702)	238	224	324
筹资活动产生的现金流	(81)	(1,415)	(387)	(1,399)	(1,593)
现金余额变动 6,27	6	(2,686)	415	1,195	1,972
年初现金 3,18	2	9,473	6,711	7,125	8,320
公司自由现金流 6,56	1	(1,156)	1,198	2,974	3,943
股权自由现金流 7,30	9	903	1,238	3,014	4,084

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	7.8	4.8	8.7	9.5	9.5
息税前利润率 (%) 6.8		4.1	7.9	8.6	8.6
税前利润率 (%) 8	.0	8.4	8.9	9.0	9.0
净利率 (%) 6	.9	7.1	7.5	7.5	7.5
流动性					
流动比率 (倍) 1.0		1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率 (倍) 13.0		13.5	35.5	34.8	43.9
净权益负债率 (%)		净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍) 0.9		0.9	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率 (倍) 21.6		14.6	11.7	10.4	9.4
核心业务市盈率 (倍) 24.3		26.4	12.6	10.5	9.5
目标价对应核心业务市盈率 (倍) 28.2		30.6	14.6	12.1	11.0
市净率 (倍) 6.3		4.8	3.5	2.9	2.4
价格/现金流 (倍) 6.7		102.7	17.8	13.0	10.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍) 16.6		20.9	9.6	7.7	6.8
周转率					
存货周转天数 60.6		66.9	82.7	84.6	84.9
应收帐款周转天数 110.	5	106.5	130.0	133.9	135.1
应付帐款周转天数 195.	9	191.1	183.5	177.5	171.9
回报率					
股息支付率 (%) 4	8.1	19.5	34.0	35.0	35.0
净资产收益率 (%)	33.8	37.3	34.7	30.5	27.5
资产收益率 (%)	6.2	3.6	6.9	7.4	7.4
已运用资本收益率 (%) 33.7		20.2	30.5	29.9	27.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371