

2009 年 01 月 04 日

市场数据(人民币)

市价(元)	19.44
已上市流通A股(百万股)	909.19
总市值(百万元)	24,346.56
年内股价最高最低(元)	40.51/14.10
沪深 300 指数	1817.72
深证成指	6485.51
2007 年股息率	0.84%


相关报告

- 1 《公司对近期媒体负面报道作出澄清公告》，2008.12.17
- 2 《行业销量不会大幅下滑，公司龙头地位更突出》，2008.12.15

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

格力电器 (000651.SZ)

——公司进入高新技术企业公示名单，空调下乡将启动

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.407	0.502	1.014	1.519	1.725	1.962
净利润增长率	21.11%	23.26%	102.14%	49.82%	13.60%	13.69%
先前预期每股收益(元)				1.519	1.725	1.962
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.470	1.700	2.107
市盈率(倍)	10.93	15.22	32.45	12.48	10.99	9.67
行业优化市盈率(倍)	14.70	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	0.52	0.65	0.32	0.25	0.81	0.71
已上市流通A股(百万股)	212.94	405.65	522.32	909.19	909.19	909.19
总股本(百万股)	536.94	805.41	834.93	1,252.40	1,252.40	1,252.40

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件

- 1 月 5 日格力电器发布《关于申报高新技术企业认定进展情况的公告》，在 2008 年 12 月 31 日发布的《关于公示广东省 2008 年第二批拟认定高新技术企业名单的通知》中，公司及两家子公司格力电工、凌达压缩机均进入高新技术企业公示名单。根据相关规定，若上述三家企业获得高新技术企业认定资格后三年内（含 2008 年），可享受按 15% 的比例缴纳企业所得税的税收优惠政策。目前上述三家企业所得税税率均按 18% 执行。
- 08 年 12 月 31 日国务院办公厅《关于搞活流通扩大消费的意见》【国办发〔2008〕134 号】中提出全面推进家电下乡工作，从 2009 年 2 月 1 日起，将家电下乡从 12 个省（区、市）推广到全国。同时，把摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调等产品列入家电下乡政策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。

点评

- 公司四季度收入增长很可能低于我们预期，但高新技术企业的税收优惠政策将提高公司的净利润水平，两因素相抵后 08 年净利润还可能略超我们预期。
- ◆ 格力电器本次进入高新技术企业公示名单的三家公司分别是母公司和两家子公司格力电工、凌达压缩机；两家子公司均为 100% 控股，分别经营漆包线和压缩机业务。只要在 15 个工作日的公示期内没有异议，进入公示名单的公司都能获得确认，从 2008 年-2010 年都能享受 15% 的所得税率。

- ◆ 根据 2007 年报及本次公告，格力电器母公司占公司主营业务收入和净利润的比重分别为 96.4%和 80.3%（图表 1）；因此其所得税率从 18%降低为 15%，公司实际所得税率也将应有接近 3 个百分点的降幅。2008 年前三季度公司的实际所得税率分别为 19.45%、18.70%、18.59%；我们预计 08 全年可以降低到 15.6%（不考虑递延所得税费用冲减所得税使得实际所得税率进一步降低的可能性）。

图表1：格力电器母公司的收入利润占比（2007 年）

2007 年	格力电器	母公司	母公司占比
主营业务收入 (亿元)	380.41	366.55	96.36%
净利润 (亿元)	12.70	10.19	80.25%

来源：公司报告，国金证券研究所

图表2：2008 年公司实际所得税率

	1-3 月	1-6 月	1-9 月	全年 E
实际所得 税率	19.45%	18.70%	18.59%	15.6%

- ◆ 由于进入 11 月后空调行业的销售下滑程度超出我们的预期，我们在 08 年 12 月 14 日的公司研究报告中对公司 08 年的销售预测可能偏高，对此我们进行了调整，下调主营业务收入预测 3.3%（图表 3）。

图表3：公司 2008 年收入预测调整

	2008E 调整前	2008E 调整后	变化幅度
行业内销量（万台）	2990	2960	-1.00%
格力内销份额	35.5%	35%	-0.5 个百分点
格力内销量（万台）	1061.5	1036.0	-2.40%
格力内销均价（元）	2770	2770	——
格力内销收入（亿元）	294.03	286.98	-2.40%
格力内销收入增幅	11.73%	9.05%	-2.6 个百分点
行业出口量（万台）	3674	3550	-3.38%
格力出口份额	18%	17%	-1 个百分点
格力出口量（万台）	661.3	603.5	-8.74%
格力出口均价（元）	1325	1325	——
格力出口收入（亿元）	87.65	79.99	-8.74%
格力出口收入增幅	33%	22%	-11 个百分点
格力销量合计（万台）	1722.8	1639.5	-4.83%
格力收入合计（亿元）	381.68	366.97	-3.85%
格力平均单价（元）	2216	2238	1.03%
主营业务收入	446.98	432.26	-3.29%

来源：国金证券研究所

- ◆ 综合所得税率下降和下调收入预测两方面因素，我们测算 2008 年的净利润预计为 19.27 亿元，每股收益将达到 1.539 元，略高于我们前次 1.519 元的预测。但由于公司仍旧处在高新技术企业的公示期，因此我们暂不调整盈利预测，待公司披露公示结果后再进行调整。
- 根据国务院办公厅文件，空调将于今年 2 月 1 日起纳入家电下乡全国推广的产品范围，这对于格力电器今后的收入增长将能起到一定的促进作用，但幅度不大。
 - ◆ 目前农村空调需求量占空调总体需求量的比重仅约为 5-6%、占国内市场需求量的比重在 11%左右；即便格力电器的内销收入比重超过 75%，而且专卖店渠道是公司的强项；假设农村空调销量增长 30%的情况下，对公司的收入贡献估计约为 2-2.5%，贡献幅度不大。
 - ◆ 目前尚不明确空调下乡的具体方案，包括哪些省市会选择增加空调为补贴品种、招标限价是多少等等，我们会继续跟踪进展情况。

■ 我们继续给予公司买入评级。

附录1：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	18,248	26,358	38,041	44,698	48,336	52,397
增长率		44.4%	44.3%	17.5%	8.1%	8.4%
主营业务成本	-14,875	-21,525	-31,125	-36,200	-39,038	-42,149
% 销售收入	81.5%	81.7%	81.8%	81.0%	80.8%	80.4%
毛利	3,373	4,833	6,917	8,497	9,298	10,247
% 销售收入	18.5%	18.3%	18.2%	19.0%	19.2%	19.6%
营业税金及附加	-52	-227	-317	-371	-387	-419
% 销售收入	0.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-2,313	-2,948	-4,349	-4,649	-4,979	-5,397
% 销售收入	12.7%	11.2%	11.4%	10.4%	10.3%	10.3%
管理费用	-579	-802	-869	-1,050	-1,136	-1,231
% 销售收入	3.2%	3.0%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	429	856	1,381	2,428	2,797	3,200
% 销售收入	2.4%	3.2%	3.6%	5.4%	5.8%	6.1%
财务费用	-88	4	10	-78	-96	-52
% 销售收入	0.5%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	0	-33	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	0	-1	0	0	0
% 税前利润	0.9%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	346	827	1,375	2,349	2,701	3,148
营业利润率	1.9%	3.1%	3.6%	5.3%	5.6%	6.0%
营业外收支	265	22	52	30	35	40
税前利润	612	849	1,426	2,379	2,736	3,188
利润率	3.4%	3.2%	3.7%	5.3%	5.7%	6.1%
所得税	-119	-147	-139	-452	-547	-701
所得税率	19.4%	17.3%	9.8%	19.0%	20.0%	22.0%
净利润	493	702	1,287	1,927	2,189	2,487
少数股东损益	31	10	17	25	28	30
归属于母公司的净利润	462	692	1,270	1,902	2,161	2,457
净利率	2.5%	2.6%	3.3%	4.3%	4.5%	4.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	510	628	1,287	1,927	2,189	2,487
少数股东损益	7	5	0	0	0	0
非现金支出	295	249	292	343	408	447
非经营收益	13	36	-300	-221	91	40
营运资金变动	-51	836	1,511	-3,399	-1,444	-1,306
经营活动现金净流	774	1,753	2,790	-1,350	1,243	1,668
资本开支	-644	-503	-963	-883	-175	-420
投资	-35	-51	-179	0	0	0
其他	3	0	6	0	0	0
投资活动现金净流	-676	-554	-1,136	-883	-175	-420
股权募资	6	0	1,137	0	0	0
债权募资	54	-325	-51	2,463	-762	-736
其他	-192	-211	-16	-160	-506	-513
筹资活动现金净流	-132	-536	1,070	2,302	-1,268	-1,248
现金净流量	-35	663	2,724	69	-200	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	573	1,277	4,131	4,200	4,000	4,000
应收款项	5,068	5,370	8,465	11,040	12,687	14,039
存货	3,173	5,157	7,226	7,934	8,556	9,238
其他流动资产	1,035	935	1,188	1,629	1,952	1,897
流动资产	9,848	12,739	21,010	24,803	27,195	29,174
% 总资产	77.7%	79.6%	82.2%	79.0%	82.2%	83.1%
长期投资	374	396	7	7	7	7
固定资本	2,392	2,758	3,247	3,827	3,636	3,656
% 总资产	18.9%	17.2%	12.7%	12.2%	11.0%	10.4%
无形资产	67	102	446	436	429	422
非流动资产	2,833	3,255	4,538	6,602	5,905	5,917
% 总资产	22.3%	20.4%	17.8%	21.0%	17.8%	16.9%
资产总计	12,681	15,994	25,548	31,405	33,099	35,092
短期借款	376	51	0	2,463	1,700	964
应付款项	8,788	12,023	15,777	16,406	16,975	17,561
其他流动负债	702	761	3,908	5,170	5,301	5,448
流动负债	9,866	12,835	19,685	24,039	23,976	23,972
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	13	3	3	3	3
负债	9,872	12,848	19,688	24,042	23,979	23,976
普通股股东权益	2,722	3,113	5,628	7,106	8,835	10,800
少数股东权益	88	33	233	258	286	316
负债股东权益合计	12,681	15,994	25,548	31,405	33,099	35,092

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.860	0.859	1.521	1.519	1.725	1.962
每股净资产	5.069	3.865	6.740	5.674	7.054	8.624
每股经营现金净流	1.441	2.176	3.345	-1.078	0.993	1.332
每股股利	0.400	0.000	0.300	0.304	0.345	0.392
回报率						
净资产收益率	18.72%	22.22%	22.56%	26.77%	24.46%	22.75%
总资产收益率	4.02%	4.32%	4.97%	6.06%	6.53%	7.00%
投入资本收益率	18.05%	22.14%	21.26%	20.00%	20.67%	20.66%
增长率						
主营业务收入增长率	31.92%	44.44%	44.33%	17.50%	8.14%	8.40%
EBIT增长率	61.41%	19.89%	61.43%	75.72%	15.23%	14.39%
净利润增长率	21.11%	35.74%	83.56%	49.82%	13.60%	13.69%
总资产增长率	-0.62%	26.12%	59.73%	22.93%	5.39%	6.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	13.7	8.4	12.0	14.0	16.0
存货周转天数	82.2	70.6	72.6	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	122.2	98.7	91.6	90.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	46.2	35.6	26.0	27.6	25.6	23.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.00%	-38.97%	-70.49%	-23.59%	-25.21%	-27.31%
EBIT利息保障倍数	8.1	-192.7	-141.8	31.1	29.1	62.1
资产负债率	77.84%	80.33%	77.06%	76.55%	72.45%	68.32%

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	5	10	25	38
买入	0	3	5	13	20
持有	0	2	2	3	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.70	1.59	1.51	1.47

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 2008-12-15	买入	18.96	21.27~22.43
2 2008-12-17	买入	19.27	21.27~22.43

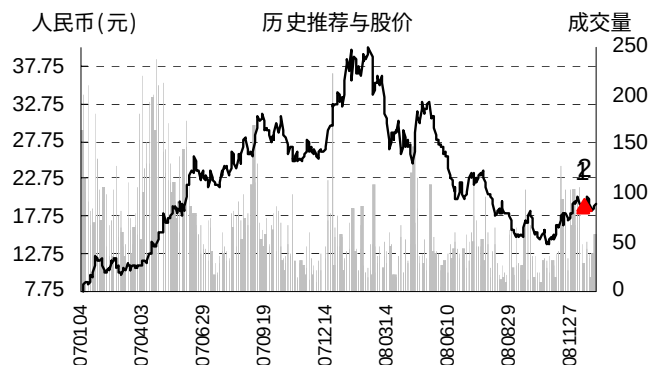
来源：国金证券研究所

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。