

沧海横流方显英雄本色

预增公告：

- ❖ 2009 年 1 月 10 日，格力电器发布 2008 年全年业绩预增公告，称 2008 年全年将实现净利润约 19.50 亿元，合每股收益 1.55 元左右。业绩变动的原因主要是两点：1、成本下降；2、具有自主知识产权的高科技新产品销售大幅增长。

研究结论：

- ❖ 2008 年以来，我国家用空调行业受房地产成交量大幅下滑、海外需求不振及凉夏等诸多负面因素的影响，销量增速出现下滑，从 5 月开始甚至陷入连续 7 个月的同比负增长。公司作为行业龙头，逆势而上，三季度销售收入同比增长 8.7% 的基础上，四季度净利润水平基本没有下降，显示了强大的竞争力。预计 2009 年空调行业很难有很明显的好转，但格力电器表现仍将大大好于行业。
- ❖ 格力电器净利润保持快速增长的基础仍然是销售收入稳步增长。在行业面临困境时，众多中小品牌开始退出市场，行业集中度迅速提高。格力电器做为行业绝对龙头，凭借其技术实力、品牌优势和强大的销售网络，市场占有率不断提高，零售量占有率提高 3.46 个百分点至 22.08%，零售额占有率提升 3.86 个百分点至 22.36%，行业地位更加巩固。
- ❖ 根据公司的三季度，毛利率得到了显著提升，同时销售费用率也在明显下降。三季度毛利率为 20.5%，同比提高 1.3 个百分点，销售费用率为 11.85%，同比降低约 1.1 个百分点。在抵消管理费用率和财务费用率的小幅上升后，两者合计提升营业利润率近 2 个百分点。是公司净利润增速大大高于销售收入增速的最主要原因。根据全年业绩预告和行业增长情况，我们预测公司四季度销售销售收入同比将小幅下滑，但净利润率基本维持不变，主要也是来自于净利润率水平的提升。
- ❖ 凭借强大的研发能力，公司新产品占销售收入的比重上半年就突破了 20%。新产品的不断丰富和加入是公司毛利率提高的重要原因，也是公司市占率提高的利器。
- ❖ 我们调整格力电器 2008 年全年每股收益预测为 1.54 元，调整未来两年每股收益至 1.75 元和 2.32 元。目前股价对应未来 08、09 和 10 年 EPS 的估值水平分别为 11.85、10.40 和 7.81 倍，已经处于历史低位。我们认为相对于 2009 年 EPS 13x PE 的估值水平较为合理，6 个月目标价为 20.76 元，维持“增持”的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

廖欣宇

家电行业分析师

8621-63325888 × 6090

liaoxy@orientsec.com.cn

张小嘎

家电、传媒行业资深分析师

8621-63325888 × 6091

zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 1 月 9 日) 18.21 元

目标价格 (6 个月) 20.76 元

总股本/A 股 (万股) 125240/125240

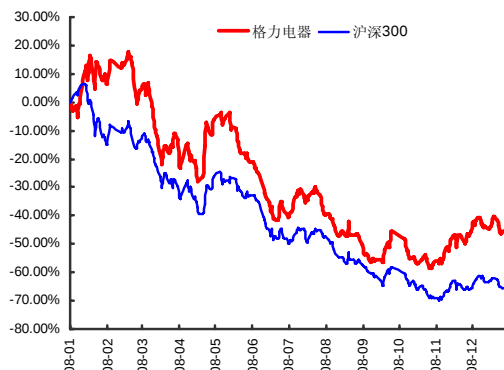
A 股市值 (百万元) 22806

国家/地区 中国

行业 家电

报告日期 2009 年 1 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(6.62)	11.86	(46.51)
相对表现 (%)	(0.88)	15.33	17.56

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万)	38009	45012	49535	59443
同比 (%)	44.3%	18.4%	10.0%	20.0%
归属母公司净利润	1270	1925	2193	2919
同比 (%)	84%	52%	14%	33%
毛利率 (%)	18.1%	19.0%	19.3%	19.7%
ROE (%)	22.6%	26.5%	24.2%	25.1%
每股收益 (元)	1.52	1.54	1.75	2.33

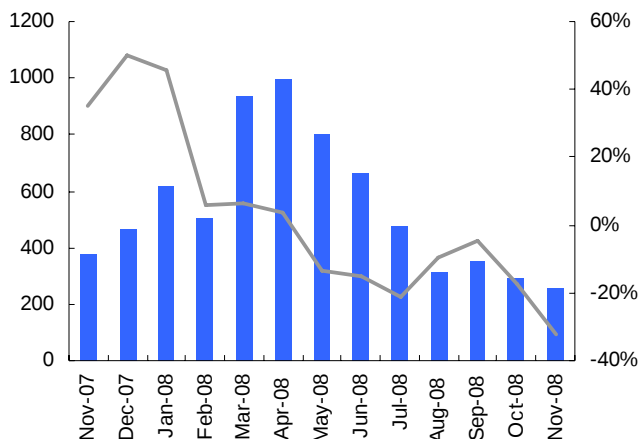
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

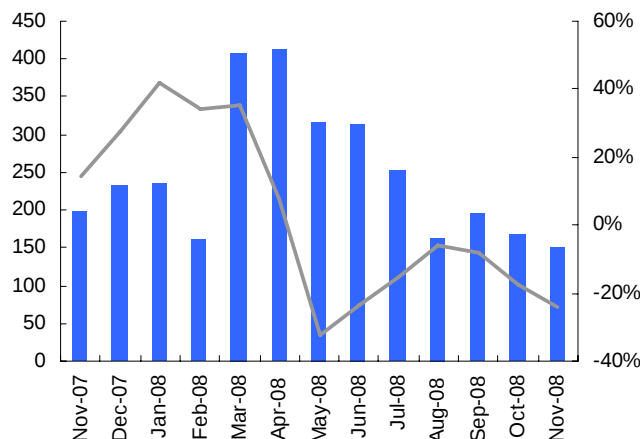
近一年来,受宏观经济和房地产成交量低迷的影响,我国家用空调行业销量增速不断下滑。到 2008 年 5 月,空调销量和内销量单月同步增速均已进入负增长,并延续至 11 月份。11 月,空调销量同比下滑 32%,达到近期低点。

近一年我国家用空调销量变化



资料来源:产业在线,东方证券研究所

近一年我国家用空调内销量变化

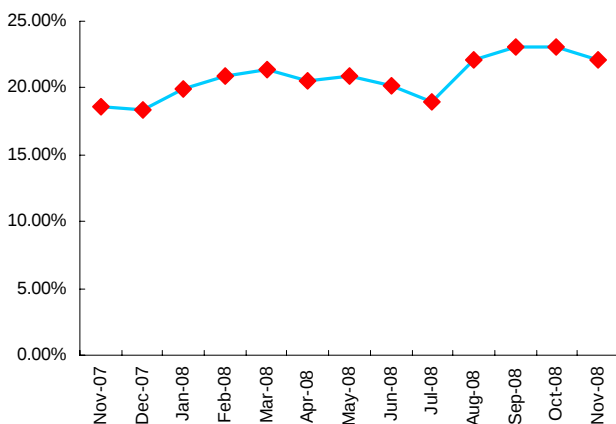


资料来源:产业在线,东方证券研究所

在行业陷入寒冬时,格力电器更凸显强大的龙头地位。凭借其专注空调的优秀品质和强大的渠道网络,格力空调内销零售量占有和内销零售额占有均明显提升。零售占有率从 2007 年 11 月的 18.62%提升 3.46 个百分点至 22.08%,零售额占有率提升 3.86 个百分点至 22.36%。

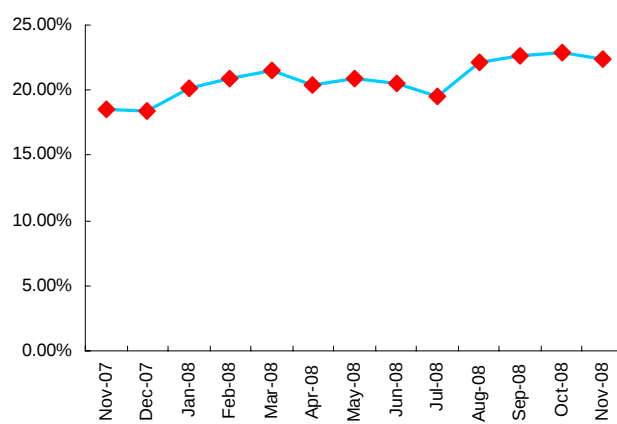
市占率的提升,有力抵消了行业下滑对格力电器的负面影响。从公司公布的季报来看,销售收入仍然同比累计上升 19%,三季度单季度同比增长 8.7%。我们维持公司全年销售收入增长为 18.4%,四季度基本和去年一致,略有下滑。

近一年格力空调内销零售量占有率变化



资料来源:产业在线,东方证券研究所

近一年格力空调内销零售额占有率变化



资料来源:产业在线,东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	21010	25696	28256	33736	营业收入	38009	45012	49535	59443
现金	4131	4892	5384	6460	营业成本	31117	36465	39975	47752
应收账款	895	1550	1334	1597	营业税金及附加	317	383	421	505
其它应收款	160	152	165	185	营业费用	4349	4794	5251	6242
预付账款	1188	1094	1399	1671	管理费用	869	1029	1133	1359
存货	7226	8331	9324	11042	财务费用	-10	-55	-21	-111
其他	7410	9678	10650	12780	资产减值损失	15	12	11	12
非流动资产	4538	4076	4550	4885	营业利润	1375	2383	2764	3683
固定资产	2706	3004	3354	3651	营业外收入	64	75	83	100
无形资产	438	438	438	438	营业外支出	12	58	63	76
其他	1395	634	758	797	利润总额	1426	2401	2783	3707
资产总计	25548	29772	32806	38621	所得税	139	444	557	741
流动负债	19685	22276	23469	26677	净利润	1287	1957	2227	2965
应付账款	8901	10210	11193	13371	少数股东损益	17	32	34	46
其他	10784	12066	12276	13307	归属母公司净利润	1270	1925	2193	2919
非流动负债	3	-27	-36	-19	EBITDA	1648	2567	3029	3908
负债合计	19688	22249	23432	26658	EPS (元)	1.52	1.54	1.75	2.33
少数股东权益	233	264	298	344	主要财务比率				
股本	835	1252	1252	1252	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	1189	772	772	772	营业收入	44.3%	18.4%	10.0%	20.0%
留存收益	3558	5235	7051	9595	营业利润	66.2%	73.3%	16.0%	33.3%
归属母公司股东权益	5628	7259	9076	11619	归属于母公司净利润	83.6%	51.6%	13.9%	33.1%
负债和股东权益	25548	29772	32806	38621	毛利率	18.1%	19.0%	19.3%	19.7%
现金流量表					净利率	3.3%	4.3%	4.4%	4.9%
单位:百万元					ROE	22.6%	26.5%	24.2%	25.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	资产负债率	77.1%	74.7%	71.4%	69.0%
经营活动现金流	2793	-663	2211	3170	净负债比率	0.00%	9.64%	6.48%	1.21%
净利润	1287	1957	2227	2965	流动比率	1.07	1.15	1.20	1.26
折旧摊销	282	239	286	337	速动比率	0.70	0.77	0.80	0.84
财务费用	-10	-55	-21	-111	总资产周转率	1.83	1.63	1.58	1.66
营运资金变动	1559	-3598	-272	-72	应收账款周转率	39	34	31	36
其它	-326	794	-9	51	应付账款周转率	3.98	3.82	3.74	3.89
投资活动现金流	-1136	-526	-739	-636	每股经营现金流	2.23	-0.53	1.77	2.53
资本支出	964	530	738	635	每股净资产	4.49	5.80	7.25	9.28
筹资活动现金流	1070	1950	-980	-1457	P/E	11.97	11.85	10.40	7.81
短期借款	-51	2144	-626	-1195	P/B	2.70	3.14	2.51	1.96
其他	1121	-194	-354	-262	EV/EBITDA	11	7	6	5
现金净增加额	2726	761	492	1077					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

廖欣宇：家电行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张小嘎：家电、传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn