

格力电器

000651

增持/ 维持评级

股 价	2009/01/09
RMB 18.21	

基础数据

总股本（百万股）	1252
流通 A 股（百万股）	896
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	16319

财务数据

市净率 (X)	3.35
TRACING P/E (X)*	11.67
EPS (元)	1.16
股息率 (%)	1.65

*最近四季盈利计算。

相关研究

《成长超越行业 资金优势稳固》

2008/11/04

《行业低谷中的稳定增长》

2008/10/15

《其实一切很正常》

2008/06/23

分 析 师

陈伟彦

+755 - 82492946

chenwy@lhzq.com

行业低谷时的稳定成长

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	38009.2	34987.0	44527.9	45874.6	52755.8
(+/-%)	44.3	19.3	17.2	3.0	15.0
归属母公司净利润(百万元)	1269.8	1447.9	1957.3	2162.5	2776.6
(+/-%)	83.6	86.4	54.2	10.5	28.4
EPS(元)	1.01	1.16	1.56	1.73	2.22
P/E(倍)	18.0	15.8	11.7	10.5	8.2

■ 事件：公司 12 日公告 08 年净利润预增 50%以上。

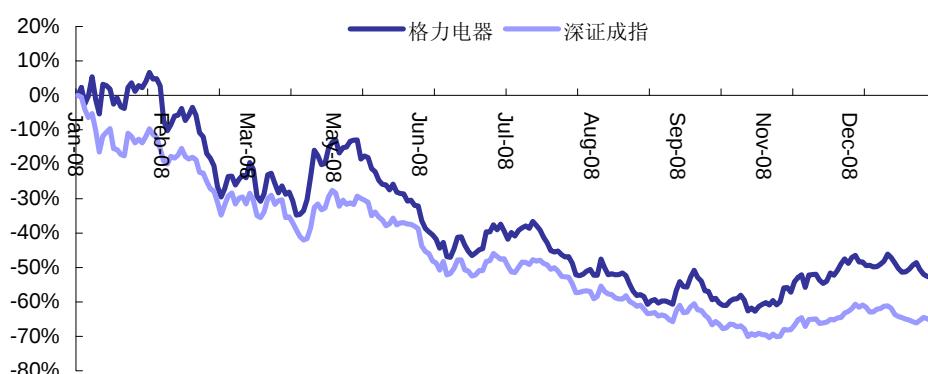
■ 此次业绩预增略超出市场预期，主要原因在于 08 年 Q4 原材料大幅降价但终端销售价格并未同步下调。在 08 年空调行业低谷时，公司仍快速成长——收入和净利润同比增长 17%、50%，均远高于行业水平。驱动因素是：领先的品质和品牌溢价（毛利率提升）、对下游渠道的强大整合能力（行业低谷时收入仍可快速增长）、以及稳健而简单的运营模式（费用率下降）。

■ 09 年空调行业收入预计同比下滑 10-15%。预计 09 年空调内销同比持平或略有增长，但出口下滑 5-10%；同时，需求低迷和原材料大幅下降必将导致 09 年空调价格的大幅下滑，预计 09 年空调整体均价同比下降 10-15%。

■ 09 年格力电器净利润增速将明显下降，但仍可稳定成长，主要来源于收入略有增长和毛利率略有提升的基础上期间费用率的下降，尤其是财务费用有约 1 亿元的下降空间，但全年业绩将呈前低后高的走势，09 年 Q1 面临较大的下滑压力。

■ 我们预计格力电器 08-10 年 EPS 分别为 1.56 元、1.73 元、2.22 元，考虑到公司的稳定成长前景和空调行业中长期成长前景依然良好，维持“增持”评级。但提请关注 09 年 Q1 公司业绩下滑和行业短期竞争加剧带来的估值压力。

最近 52 周股价表现



08 年：行业低谷时的快速成长

08 年空调行业进入低谷。08 年 Q2 后，空调行业遭遇近年来最大的困境：房地产市场下滑、经济低迷、凉夏、出口下滑等导致需求低迷，原材料成本从 08 年 10 月前的大幅上升到急剧下跌，空调行业结束了自 07 年以来的短短快速成长势头，进入需求低迷和洗牌加剧的时期：08 年 1-11 月，空调销量同比下降 4.5%，增速比 07 年下降 28 个百分点。

表 1、08 年空调行业销售情况

	产量	销量	出口	万台 内销
08 年 1-11 月	5979	6197	3418	2778
08 年同比	-7.7%	-4.5%	-3.8%	-5.4%
07 年 1-11 月	6477	6491	3553	2938
07 年同比	25.7%	23.8%	27.8%	19.2%
08 年增速下降	-33.4%	-28.3%	-31.6%	-24.6%

数据来源：产业在线，联合证券研究所。

格力逆市快速成长的表现和原因。在 08 年空调行业低谷之时，格力仍然取得了快速成长：收入和净利润分别同比增长 17%、50%，均远高于行业平均水平。格力 08 年的成长从财务上表现在：在收入增长同时，毛利率提升（0.8 个百分点）、销售费用率下降（1.3 个百分点），财务费用率上升（0.4 个百分点），净利润增长快于收入增长，净利润率从 07 年的 3.3% 提升到 08 年的 4.3%。格力为什么能在行业低谷时仍取得如此快速的成长？这种成长在 09 年行业寒冬之时能否持续？我们认为：领先的品质（高毛利的高端产品占比提升）、对上游供应商和下游渠道的强大整合能力、以及稳健而简单的运营模式，这些才是格力能逆市增长的关键原因，这些共同导致了格力在行业低谷时的快速成长。

表 2、格力电器 08 年分季度收入和利润

表 2、格力电器 08 年分季度收入和利润							亿元
收入							
	Q1	Q2	Q3	Q4E	H1	1-9 月	全年
2008	107.7	141.8	100.4	95.4	249.5	349.9	445.3
2007	70.6	129.9	92.9	86.7	200.5	293.4	380.1
同比	52.5%	9.2%	8.1%	10.0%	24.4%	19.3%	17.1%
净利润							
	Q1	Q2	Q3	Q4E	H1	1-9 月	全年
2008	4.4	5.7	4.4	5.1	10.0	15.8	19.6
2007	1.6	3.2	2.8	5.1	4.9	7.6	12.7
同比	165.8%	76.7%	60.4%	0.0%	106.8%	106.8%	54.0%
EPS							
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	1-9 月 E	全年
2008	0.35	0.45	0.35	0.41	0.80	1.26	1.56
2007	0.13	0.26	0.22	0.41	0.39	0.61	1.01

数据来源：WIND，联合证券研究所预测。

09 年：行业寒冬时的稳定成长

09 年空调行业收入同比下滑 10-15%

09 年空调行业销量下滑。09 年空调行业需求并不乐观，不过由于 08 年气候原因导致空调需求超预期下降，在 09 年气候正常的假设下，09 年空调行业需求有望同比持平或略有下滑，根据我们的情景预测：09 年空调行业内销量同比增长为-3.5-5.3%，09 年空调行业出口量同比下降 5-10%。考虑到 08 年空调内销和出口量分别占整体的 45%、55%，09 年空调行业销量同比下降幅度为-0.4-7.1%。

09 年空调价格将大幅下滑。在销量下滑同时，空调价格将面临较大下滑压力：虽然高能效空调和变频空调占比提升有助整体均价上升，但由于原材料价格大幅下降的风险将在 09 年充分释放，且能效标准提升的政策迟迟未能推出，在需求低迷的背景下，预计 09 年高能效空调和变频空调虽有明显增长，但占比提升有限，对整体均价的提升也影响相对有限。我们预计 09 年空调整体均价同比下降 10-15%。综合考虑销量、单价和产品结构变化，预计 09 年空调行业收入同比下降 10-15%。

根据我们近期对行业调研了解的情况，虽然国内空调价格整体尚未大幅下降，但已有所松动，尤其是近一段时间，二线空调品牌的空调出口价格相比前期高位水平已下调了 20%，格力等龙头企业凭借品质和稳定运营的优势，价格下调幅度相对较小，但也有 10%左右的下调。

关于 09 年空调内销量情景预测，具体请参见我们 09 年家电行业策略报告《等待“剩者为王”时代》。

表 3、09 年空调行业出口量预测

	08 年占比	08 年出口量	09 年同比(假设 A)	09 年出口量	09 年同比(假设 B)	09 年出口量
北美	24%	860	-10.0%	774	-15.0%	731
欧洲	28%	990	-10.0%	891	-15.0%	842
亚洲（除日本）	22%	780	0.0%	780	-5.0%	741
日本	8%	290	-5.0%	276	-10.0%	261
拉丁美洲	14%	490	0.0%	490	-5.0%	466
非洲	4%	160	10.0%	176	5.0%	168
大洋洲	1%	30	0.0%	30	-5.0%	29
合计	100.0%	3600	-5.1%	3417	-10.1%	3237

数据来源：中华商务网，联合证券研究所预测。

09 年稳定成长：规模稳定成长、费用率下降

我们认为：09 年格力电器净利润仍可稳定成长，成长的主要来源是：在收入略有增长的同时，成本下降和品牌溢价驱动毛利率可维持基本稳定，出口毛利率还有望有所提升，同时期间费用率有所下降（由于稳定而简单的运营模式，销售费用和管理费用率可稳定下降，而人民币升值趋缓和汇率的稳定使财务费用有 1 亿元的下降空间）。

收入增速明显放缓、09 年略有增长。由于 09 年空调行业收入预计将同比下

降 10-15%，在洗牌加速、中高端产品占比继续提升等影响下，格力 09 年的收入增长虽仍将好于行业，但增速明显放缓。预计格力 09 年家用空调内销收入同比增长 5-10%，出口收入同比下降 5-10%，如 09 年与大金合作进展加快，变频空调出口大幅增长，将有助于出口收入增速的提升。我们在盈利预测时取中性预测：09 年整体收入预计同比增长为 3.0%。

表 4、格力电器营业收入预测
亿元

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入				
合计	380	445	459	530
空调	349	410	420	483
家用空调内销	261	306	322	370
家用空调外销	71	78	70	77
商用空调内销	10	15	16	21
商用空调外销	7	11	12	15
小家电	4	7	9	13
零部件	5	5	6	7
材料销售等	22	24	25	27
收入增长				
合计	42.5%	17.1%	3.0%	15.5%
空调	46.6%	17.4%	2.5%	15.2%
家用空调内销	45.6%	17.6%	5.0%	15.0%
家用空调外销	46.0%	10.0%	-10.0%	10.0%
商用空调内销	57.8%	45.0%	10.0%	30.0%
商用空调外销	81.1%	45.0%	10.0%	30.0%
小家电	67.1%	60.0%	30.0%	50.0%
零部件等其他主营	11.1%	10.0%	5.0%	15.0%
材料销售等其他业务	2.2%	5.0%	5.0%	10.0%

数据来源：联合证券研究所。

备注：零部件等其他主营指：压缩机、电容、漆包线等零部件对外销售；材料销售等其他业务指公司部分零部件采取外包生产，公司先将原材料销售给外包供应商再回购零部件，这不属于主营业务，归属为营业总收入中的其他业务收入。

毛利率略有提升。格力电器 09 年内外销毛利率应均可略有提升，出口提升幅度有望大于内销，主要影响因素是：

1、由于原材料大幅降价，09 年国内空调市场上降价是必然趋势，虽然 09 年上半年由于行业竞争激烈有可能导致价格战短期趋于激烈，但以全年而论，凭借品牌溢价和对终端价格的强大引导和掌控能力，格力可一定程度分享成本下降带来的收益。

2、08 年高毛利率的高端机型——1/2 级能耗定频空调和变频空调价格在 08 年底出现较大幅下调，这意味着 09 年依靠国内市场上产品升级获取毛利率大幅提升的空间在 09 年将缩小，但由于这些高端机型的毛利率仍将高于普通机型，

毛利率整体下滑的压力较小，仍处于上升趋势。综合考虑，内销毛利率有望维持稳定，略有提升，盈利预测取同比提升 0.1 个百分点。

3、出口市场的毛利率有望提升。(1) 和我们 07 年底预期一致的是，08 年行业困境导致空调出口行业快速整合，尤其是 08 年三线品牌空调出口同比下降达 22%，出口市场的快速整合使海外客户在选择供应商时除考虑成本外，对供应商的稳定运营更加重视，这种市场格局对以品质、成本见长的格力是最有利的；(2) 09 年人民币升值明显趋缓，有利于 OEM 订单的毛利率提升；(3) 出口退税率提升虽会较大程度为海外需求疲弱所抵消，但格力仍可部分受益。

表 5、格力电器毛利率预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
合计	18.2%	19.0%	19.4%	19.6%
空调	18.3%	19.2%	19.7%	19.9%
家用空调内销	20.6%	21.5%	21.6%	21.5%
家用空调外销	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%
商用空调内销	30.0%	28.0%	28.0%	30.0%
商用空调外销	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
小家电	10.3%	9.0%	9.0%	15.0%
零部件等其他主营业务	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
材料销售等其他业务	20.5%	21.0%	20.0%	20.0%

数据来源：联合证券研究所。

财务费用下降空间较大、销售管理费用略有下降。09 年公司费用率降低的最大空间在于财务费用，销售和管理费用应可略下降：

1、格力稳定而简单的运营模式是费用率能持续下降的关键原因，我们预计格力 09 年家用空调内销的销售费用率可略下降，其余业务的销售费用率同比持平，不过考虑到费用率极低的出口下滑幅度大于内销，内外销结构变化将导致综合销售费用率略有提升（内外销结构变化也同时导致毛利率略有提升）。同时，公司的管理费用应可同比持平甚至略有下降。

2、财务费用有约 1 亿元的下降空间。08 年 1-9 月财务费用仍高达 1.5 亿元，同比增长 1.2 亿元，而同期由于财务公司的运作和良好的现金流，利息收入大幅增长。财务费用的增长主要来自人民币升值导致的汇兑损失大幅增长和格力巴西公司的汇兑损失大幅增长：08 年 8 月后巴西本币雷亚尔大幅贬值导致格力巴西分公司（生产和销售均在巴西）带来的汇兑损失大幅增长。09 年随着人民币升值明显趋缓，甚至有可能转向贬值，格力的汇兑损失将大幅减少，虽然同时利息收入也将减少，但财务费用仍有望大幅降低（约 1 亿元），占 08 年净利润的 5%。

表 6、格力电器财务费用

	2006FY	2007FY	07H1	08H1	08 年 1-9 月
利息支出	1,387	470	252	3,775	
减：利息收入	4,771	7,923	2,044	4,090	
汇兑损失	2,107	5,191	2,245	6,437	
其他	834	1,287	758	317	
财务费用	-444	-974	1,210	6,439	14,865

数据来源：WIND，联合证券研究所。

投资建议和盈利预测

09 年业绩呈前低后高的态势。由于 08 年 Q1 为格力的景气高点：收入和净利润分别同比增长 52.5%、166%，而 09 年 Q1 为空调行业最艰难之时，需求低迷、竞争加剧，因此我们预计 09 年格力的业绩将呈前低后高的水平，预计 09 年 Q1 收入和利润下滑压力较大，之后有望进入增长通道。

我们预计格力电器 08-10 年 EPS 分别为 1.56 元、1.73 元、2.22 元，09 年净利润同比增长 10%，考虑到公司在行业的稳定成长前景和空调行业中长期成长前景依然良好，维持“增持”评级。从配置角度考虑，提请关注 09 年 Q1 业绩下滑压力和空调行业短期竞争加剧对估值带来的压力。

风险提示

09 年 H1 国内空调市场竞争加剧

库存跌价的风险

如经济恶化急剧和房地产成交加速下滑，09 年空调行业需求将低于预期

表 7、盈利预测表
百万元
资产负债表

单位: 百万元

利润表

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	21695	21734	24304	营业收入	38009	44528	45875	52756
现金	4131	3910	4045	4856	营业成本	31117	36039	36987	42369
应收账款	895	1242	1294	1240	营业税金及附加	317	335	366	416
其它应收款	160	156	162	191	营业费用	4349	4497	4679	5381
预付账款	1188	1307	1274	1387	管理费用	869	1025	1025	1077
存货	7226	7928	8056	9228	财务费用	-10	150	51	57
其他	7410	7151	6904	7402	资产减值损失	15	90	120	50
非流动资产	4538	4762	5128	5555	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	2706	3405	3972	4247	营业利润	1375	2392	2646	3406
无形资产	438	578	718	858	营业外收入	64	60	60	60
其他	1394	779	438	449	营业外支出	12	30	30	30
资产总计	25548	26457	26863	29859	利润总额	1426	2422	2676	3436
流动负债	19685	18842	17826	18860	所得税	139	436	482	619
短期借款	0	0	0	0	净利润	1287	1986	2195	2818
应付账款	8901	10812	9247	8474	少数股东损益	17	29	32	41
其他	10784	8031	8580	10386	归属于母公司净利润	1270	1957	2163	2777
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	1648	2814	3044	3873
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.56	1.73	2.22
其他	3	2	2	2					
负债合计	19688	18844	17828	18862	主要财务比率				
少数股东权益	233	262	294	335	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	835	1252	1252	1252	成长能力				
资本公积	1189	772	772	772	营业收入	44.3%	17.2%	3.0%	15.0%
留存收益	3558	5267	6647	8558	营业利润	66.2%	74.0%	10.6%	28.7%
归属母公司股东权益合计	5628	7351	8741	10662	净利润	83.6%	54.2%	10.5%	28.4%
负债和股东权益	25548	26457	26863	29859	获利能力				

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	毛利率	18.1%	19.1%	19.4%	19.7%
经营活动现金流	2793	1131	1954	2527	净利率	3.3%	4.4%	4.7%	5.3%
净利润	1287	1986	2195	2818	ROE	22.6%	26.6%	24.7%	26.0%
折旧摊销	282	273	347	410	ROIC	151.0%	77.0%	55.6%	58.2%
财务费用	-10	150	51	57	偿债能力				
投资损失	1	0	0	0	资产负债率	77.1%	71.2%	66.4%	63.2%
营运资金变动	1559	-1768	-990	-738	净负债比率				
其它	-327	490	351	-18	流动比率	1.07	1.15	1.22	1.29
投资活动现金流	2793	-953	-986	-796	速动比率	0.70	0.73	0.76	0.79
资本支出	964	801	828	638	营运能力				
长期投资	-59	-6	0	0	总资产周转率	1.83	1.71	1.72	1.86
其他	3697	-158	-158	-158	应收账款周转率	39	39	34	39
筹资活动现金流	1070	-399	-833	-921	应付账款周转率	3.98	3.66	3.69	4.78
短期借款	-51	0	0	0	每股指标 (元)				
长期借款	0	0	0	0	每股收益	1.01	1.56	1.73	2.22
普通股增加	30	417	0	0	每股经营现金流	2.23	0.90	1.56	2.02
资本公积增加	1008	-417	0	0	每股净资产	4.49	5.87	6.98	8.51
其他	84	-399	-833	-921	估值比率				
现金净增加额	2726	-221	135	811	P/E	19.23	12.48	11.29	8.80
					P/B	4.34	3.32	2.79	2.29
					EV/EBITDA	12	7	7	5

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。