

公司重大事项

家电行业

空调

格力电器（000651）

推荐

（维持评级）

2009年2月19日

变频节能方向的升华

✎ 家用电器行业首席分析师：王念春

事项：

公司于2009年2月18日召开了“格力——大金全球战略发布会”。双方将通过以下5个方面展开战略合作：

- ✓ 设立珠海格力大金精密模具有限公司，投资5796万美元，公司与大金分别占51%和49%的股份比率，以现金出资。开发生产空调所需模具。
- ✓ 设立珠海格力大金机电设备有限公司，投资7483万美元，公司与大金分别占51%和49%的股份比率，以现金出资。开发生产空调所需变频压缩机，预期规模100-150万台。
- ✓ 大金委托公司加工生产销往日本的变频家用空调，08年下半年已开始执行订单量为50万台。
- ✓ 联合采购原材料以减低成本。
- ✓ 技术上联合开发更为节能、环保的变频家用空调。

评论：

■ 战略合作将带来公司在变频家用空调领域的全面升华

公司最早开始变频空调的研发始于1998年，2003和2004年逐渐获得突破，到目前来说，公司已经有了相当程度的技术积累。站在这样的技术积累上，加上全球首屈一指的制造规模，成为与大金能够进行战略合作的基础，才能使得公司在与大金设立合资公司时形成公司持有控股权的局面。虽然说公司在变频技术上已获得突破，但比起大金来说，其实现成本、批量生产控制还是有些差距。大金在变频技术上是全球领先的，公司可以从与大金的战略合作中获得变频空调关键技术的提升，而大金则可以获得公司的低成本制造、零部件地价采购能力。更重要的是这一次的联合可以使得双方获得在全球变频空调市场上领先的技术、规模、成本控制优势，超越其他竞争对手，成为这一次强强联合的魅力所在。

我们在目前这个时点上还不能很好的来推断公司会获得多少变频空调的销售量，但可以肯定的是，公司在2010年将在变频空调的关键技术、产销规模上获得较大突破性进展。从目前变频空调在全球的应用比率来看，日本最高，达到95%以上的使用比率，欧洲大约20%，中国大约7-10%。

■ 变频空调实现成本的不同导致利润率的差异

当前空调的节能技术中，从压缩机的角度而言，有数码涡旋技术和变频技术两大主流，数码涡旋技术以美国谷轮为代表，变频技术则是以大金为代表，可以说是各有优势。我们且不去考虑这两种技术的差异和各自的优点，现实的情况是变频技术已经获得了很好的应用，因此我们首先不需要担心变频技术是不是很快被其他的节能技术所替

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

代。

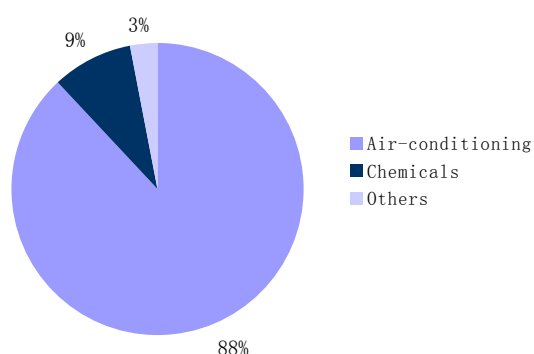
另外更重要的是按照公司的介绍，虽然公司在变频空调上的关键技术上都已经获得了突破，但从实现的成本上来说，比如变频压缩机上，并不如大金的实现成本低。格力大金机电设备公司成立以后，公司自然获得比当前更低成本的压缩机应用，有利于公司获取更好的利润率。

■ 双方经营理念的近似：专业化、技术推动的价值经营

大金成立于 1924 年，发展至今，是以各种类型空调及压缩机、冷媒为主业的公司，我们从公司的主营业务构成（图 1）可以看到其经营以专业化为导向。大金在变频技术、冷媒方面的不断突破是公司业绩持续增长的主要推动力。2008 年财年（07 年 4 月至 08 年 3 月）公司收入 956 亿人民币，出口占到公司收入的 66%（图 2），在全球经济不景气的影响下，近期各项业务收入增长受阻，盈利能力受到较大削弱（表 1、2 的比较），更加表明急需借助格力的低成本制造和零部件采购来降低成本。

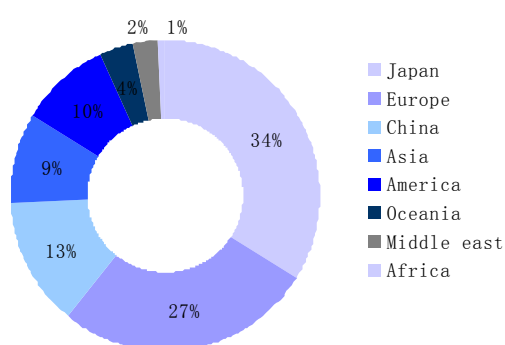
大金预期 08 年 4 月到 09 年 3 月主营收入合计将同比下降 7%，营业利润下降 53%，净利润下降 67%至 18.5 亿人民币。

图 1：大金 2008 年 4 月至 12 月主营收入构成比率（%）



资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 2：大金 08 年 4-12 月空调销售收入区域分布（%）



资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

表 1：大金 2007/03 和 2008/03 两个年度的分产品经营表现（亿元、%）

	2008/03	同比增速	2007/03	同比增速
收入	956	41.53%	676	15.04%
Air Conditioning	839	50.39%	558	-98.83%
Chemical	86	-0.34%	86	-98.92%
Other	32	-0.05%	32	-99.02%
利润率	5.83%		5.00%	
营业利润率	9.95%	12.17%	8.87%	4.88%
Air Conditioning	11.01%	22.65%	8.97%	0.84%
Chemical	3.01%	-70.97%	10.36%	3.47%
Other	0.93%	-69.85%	3.10%	--

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

注：财年为 4 月—后一年的 3 月 表格中的亿元均指人民币

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

表 2: 08 年三季度和 1-3 季度分产品收入增速表现 (亿元、%)

收入	3Q (10-12 月)			1-3Q (4-12 月)		
	FY07	FY08	同比增速	changes	FY07	同比增速
Air-conditioning	192	179	-6.41%	623	615	-1.43%
Chemicals	19	17	-13.69%	62	62	0.00%
Others	9	7	-17.39%	20	21	4.83%
Total	220	203	-7.45%	705	697	-1.12%
营业利润率	FY07	FY08	同比增速	changes	FY07	同比增速
Air-conditioning	8.96%	3.96%	-58.62%	11.79%	8.60%	-28.13%
Chemicals	-1.90%	-21.59%	--	5.50%	-1.31%	--
Others	0.87%	-3.16%	--	-0.74%	-2.13%	--
Total	7.72%	1.60%	-80.79%	10.88%	7.39%	-32.82%

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

■ 维持对公司的“推荐”评级

公司 08、09、2010 年每股收益 1.55、1.73 元、2.07, 考虑到变频产品在刚推向市场需要的销售费用可能增加, 我们暂时不调整公司的盈利预期。公司与大金的强强联合将获得相互之间的优势放大, 公司的变频以及其他节能产品预期在 2010 年获得较快增长, 维持对公司的“推荐”评级。获利能力的提升是我们获得超额收益的最大来源。

盈利预测表

表3: 公司盈利预测表 (百万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
一、营业总收入	38,041	44,971	48,765	56,792
利息收入	32	130	200	260
二、营业总成本	36,665	42,825	46,407	54,018
其中: 营业成本	31,117	36,656	39,696	46,239
利息支出	8	10	50	70
营业税金及附加	317	380	411	476
销售费用	4,349	4,697	5,073	5,834
管理费用	869	982	1,046	1,203
财务费用	-10	80	116	140
资产减值损失	15	20	20	20
三、营业利润	1,375	2,276	2,554	3,071
加: 营业外收入	64	60	40	30
减: 营业外支出	12	15	15	15
四、利润总额	1,426	2,321	2,579	3,086
减: 所得税费用	139	348	387	463
五、净利润	1,287	1,973	2,192	2,623
归属于母公司所有者的净利润	1,270	1,946	2,162	2,587
少数股东损益	17	27	30	35
六、每股收益 (元)	1.01	1.55	1.73	2.07

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上