

格力电器

000651

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/23
RMB 25.05	

基础数据

总股本（百万股）	1252
流通 A 股（百万股）	909
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）	22770

财务数据

市净率 (X)	4.61
TRACING P/E (X)*	16.16
EPS (元)	1.16
股息率 (%)	1.25

*最近四季盈利计算。

相关研究

《与大金深度合作有助持续增长》

2009/02/19

《行业低谷时的稳定成长》

2009/01/12

《成长超越行业 资金优势稳固》

2008/11/04

分 析 师

陈伟彦

+755 - 82492946

chenwy@lhq.com

Q1 业绩或有惊喜

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	2866.5
(+/-%)	83.6	86.4	54.2	10.5	32.6
EPS(元)	1.01	1.16	1.56	1.73	2.29
P/E(倍)	18.0	15.8	16.0	14.5	10.9

■ **有别于大众的认识:** 目前市场一般从去库存化、房地产市场回暖和 2 季度旺季需求反弹角度看好空调行业和格力 2 季度的盈利前景,我们认为: Q2 空调行业需求确有反弹可能,但这种基于对气候的预期也存在不确定性;更关键的是,即使行业需求低迷,格力的毛利率大幅上升也可抵消收入下滑的影响, Q1 业绩或就有惊喜,利润有持续快速增长的可能。

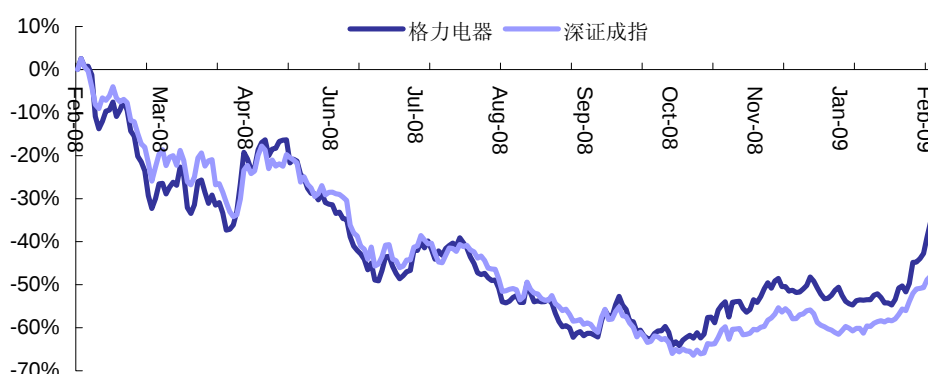
■ **09 年 1-2 月空调行业产销情况好于预期:** 产量和销量分别同比下降 32%、23%,虽然降幅较大,但比市场之前悲观的预期已有所好转,库存也创历史新低,在整体价格相对稳定情况下,库存清理取得阶段性成果。但需注意,2 月同比降幅大幅减缓主要是由于 08 年 2 月春节期间基数较小。

■ **格力 Q1 成长仍远超行业:** 1-2 月 Q1 格力在国内零售市场上仍同比增长,市场份额创历史新高;出口虽有下滑,但为大金代工的 40 万台变频空调可能可以平滑出口收入下滑压力。Q1 毛利率大幅上升促使利润可保持增长。

■ **投资建议:** 我们维持之前盈利预测: 08-10 年 EPS 为: 1.56/1.73/2.34 元, 09 年 PE 仅 14.5 倍,远低于目前市场平均水平。我们坚持一直以来的看法,稳固的持续发展能力和优秀的公司治理使格力可享有一定估值溢价,给予 09 年 18-20 倍 PE,合理内在价值为 31.1-34.6 元,维持“增持”评级。

■ **股价上涨的催化剂:** 旺季空调内需数据超预期; 欧美经济触底反弹促使空调出口反弹; 与大金的进一步合作展开; 政府加大对节能空调扶持力度。

最近 52 周股价表现



有别于大众的认识

1、目前市场一般从去库存化、房地产市场回暖和 2 季度旺季需求反弹角度看好空调行业和格力 2 季度的盈利前景，我们认为：Q2 空调行业需求确有反弹的可能，但这种基于对气候的预期也存在不确定性；更关键的是，即使行业需求低迷，格力的毛利率大幅上升也可抵消收入下滑的影响，Q1 业绩或就有惊喜，利润有继续快速增长的可能。

2、09 年 2 月空调行业产销同比降幅大幅减缓主要是由于 08 年 2 月春节期间基数较小，并不能说明 Q1 空调需求已回暖，只能说明行业需求超出市场之前过于悲观的预期。

3、考虑到空调出口需求对行业的影响较大，欧美经济能否触底反弹对 09 年空调行业需求和业绩成长有一定影响，近期来自欧洲的空调订单有所反弹，但尚需进一步观察是否形成趋势性反转，这也是我们持续关注的重点。

09 年 1-2 月空调行业产销情况好于预期

09 年 1-2 月产量和销量分别同比下降 32%、23%，虽然降幅较大，但比市场之前悲观的预期已有所好转，2 月末工业库存 841 万台也创历史新低，在整体价格相对稳定情况下，工厂库存和渠道清理取得阶段性成果。但需注意，2 月同比降幅大幅减缓主要是由于 08 年 2 月春节期间基数较小。

表 1、2009 年 2 月家用空调行业产销情况						万台
期间	项目	2009 年	2008 年	2007 年	09 年同比	08 年同比
2 月	产量	461	515	456	-10%	13%
	销量	495	504	477	-2%	6%
	内销	197	163	121	21%	34%
	出口	298	342	357	-13%	-4%
	在库	841	1174	1119	-28%	5%
	产销率	108%	98%	105%	10%	-6%
1-2 月	产量	792	1165	985	-32%	18%
	销量	870	1124	902	-23%	25%
	内销	352	402	289	-12%	39%
	出口	518	722	613	-28%	18%
	在库	841	1174	1119	-28%	5%
	产销率	110%	96%	92%	14%	5%

数据来源：产业在线，联合证券研究所。

格力 Q1 成长仍远超行业

09 年 Q1 收入成长超越行业。09 年 Q1，格力在国内零售市场上仍同比增长，市场份额创历史新高；出口虽有下滑，但为大金代工的 40 万台变频空调可能在 09 年 Q1 确认收入，这可平滑出口收入下滑的压力。但由于 08 年 Q1 基数较高（08 年 Q1 收入 107 亿元，同比增长 53%），以及均价同比有所下降，我们预计 09 年 Q1 格力的收入同比大幅下降约 30%，回复到 07 年 Q1 时水平。

09 年 Q1 毛利率大幅上升。由于原材料成本的大幅下降，预计 09 年 Q1 空调成本同比下降在 20%以上，而终端零售价并为同步下降，考虑到 09 年 Q1 的促销、高端产品占比降低，如果 09 年 Q1 格力的空调整体均价下降 10%。以此测算，考虑到海外收入比例、内销海外毛利率差异，整体毛利率将从 08 年 Q1 的 18.2%提升到 24.4%

09 年 Q1 净利润可能同比增长。在乐观假设下，考虑到收入下滑、毛利率上升和期间费用率的变化，如毛利率为 24.4%，则 09 年 Q1 格力的 EPS 为 0.44 元，可比同比增长为 25%。

业绩弹性较大。必需提请注意的是，家电企业的季度业绩弹性较大，以上测算是基于三个核心假设（09 年 Q1 成本下降 20%、出厂价下降 10%、期间费用率 13.8%），对 Q1 业绩的测算主要是反映趋势性变化。由于市场对格力 09 年 Q1 的业绩较为悲观（利润持平或下滑），即使格力 09 年 Q1 仅实现正增长，也已超出市场预期。

表 2、09Q1 格力电器的盈利预测（乐观假设）					亿元
	09Q1	08Q1	07Q1	08Q1 同比	09Q1 同比
营业收入	75.4	107.7	70.4	53.0%	-30.0%
毛利额	18.4	19.7	13.2	48.4%	-6.4%
毛利率	24.4%	18.2%	18.8%	-3.0%	33.7%
销售费用	8.0	9.9	7.5	31.5%	-19.1%
管理费用	2.0	2.7	2.0	35.6%	-24.7%
财务费用	0.4	0.4	0.0	-1404.8%	10.8%
期间费用	10.4	12.9	9.5	36.6%	-19.4%
期间费用率	13.8%	12.0%	13.4%	-10.7%	15.1%
利润总额	6.73	5.46	1.97	177.0%	23.2%
所得税	1.21	1.06	0.28	279.3%	14.0%
母公司净利润	5.47	4.36	1.68	159.7%	25.5%
EPS	0.44	0.52	0.20	159.7%	-16.3%

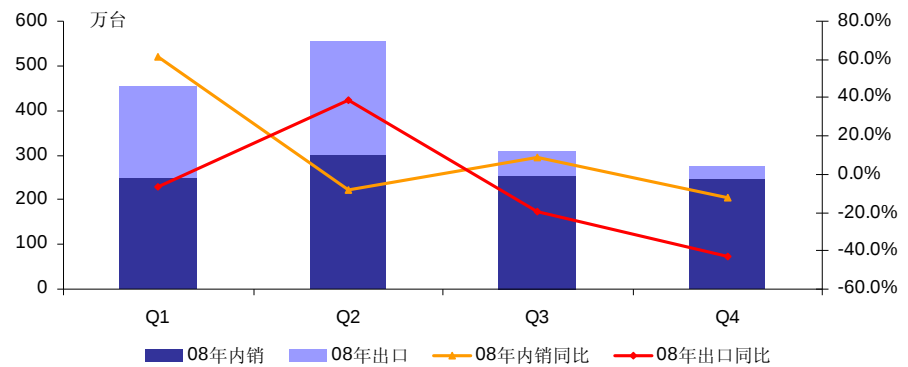
数据来源：联合证券研究所。

备注：08 年 7 月后股本由 8.34 亿股上升至 12.52 亿股

投资建议

我们维持之前盈利预测：08-10 年 EPS 为 1.56/1.73/2.34 元，09 年 PE 仅 14.5 倍，远低于目前市场平均水平。我们坚持一直以来的看法，稳固的持续发展能力和优秀的公司治理使格力可享有一定估值溢价，尤其是和大金的战略合作深化更是提供了持续快速发展的动力（这一点目前市场还未给予足够重视。而且，即使 09 年 Q1 行业需求持续低迷，从长期看，格力的估值也较低，安全边际较高。我们给予格力 09 年 18-20 倍 PE，合理内在价值为 31.1-34.6 元，维持“增持”评级。

图 1、格力 08 年各季度分区域空调销量



数据来源：联合证券研究所。

风险提示

09 年夏季南方雨水较多，空调需求持续低迷

短期内市场竞争加剧，价格大幅下降

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@lhqz.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@lhqz.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。