

格力电器 (000651.sz)

竞争力突出而竞争策略有效、业绩有望稳健增长

周瑾 家庭耐用消费品 研究员

电话: 020-87555888-878

eMail: zi19@gf.com.cn

优良业绩体现出竞争力和竞争策略

公司是全球家用空调行业的龙头, 1993-2008 年连续盈利且期间营业收入、净利润年复合增长 32.1%、28.0%。近两季度经济环境恶劣而公司盈利水平、利润增速和资产负债项目均表现优秀, 更凸现其强劲的竞争力和有效的竞争策略。另外, 原材料价格下降、京海担保投资公司参股等对提升盈利也有所贡献。

竞争力主要体现在渠道、技术和品质等

渠道上: 内销占整体销售的约 80%。其中, 不足 10% 的销售经由国美、苏宁, 而且格力经销商主要采取买断方式与家电大型零售连锁商交易。值得注意的, 格力严格控制渠道价格, 保障大、小经销商利益, 从而吸引下游对格力的订货; 外销中自主品牌占 30% 的比例, 模式类似于国内做法, 这有利于保障盈利水平和订单稳定。

技术上: 大金是全球顶尖的空调制造商而以前从来没有 OEM。在委托格力代工后, 大金与格力加强合作、合资建厂却没有获得专利费和控股权, 体现出对格力在变频压缩机、控制器等技术的高度认可。品质上: 格力空调的品质深受消费者、经销商和维修工的广泛认可。格力的品质是建立在严格、有效的采购、检测、生产和安装上。而且, 竞争对手如谋求达到同等品质, 很可能价格要明显高于格力。

当前策略注重盈利, 未来适时可以改变

格力电器处于双寡头垄断位置, 2008 年市场占有率 41%。目前零售仍保持 10% 左右增长、出口方面则承受相当压力。格力在市场占有率不滑落的前提下保持较佳利润率, 以积累资源进行投资和储备。未来一段时间, 格力将采取价格跟随策略, 预计出货较为平稳但利润率较佳。当然, 如果竞争对手采取激进的低价策略, 格力将适时更变定价策略。考虑到空调降价容易涨价难, 而且近期原材料价格有所回升, 我们预计格力利润率中未来有所走低, 但有望 5% 左右。

家电下乡促进销量但盈利微薄

格力品质好然而价位高, 政府家电下乡的限价政策因而不利于格力空调推广。据了解, 格力农村销售的产品确实增长较佳, 但利润微薄。对于, 未来可能实施的“节能补贴”政策, 影响效果同样关键取决于定价机制---如果市场化定价则效果会较佳。

业绩稳健增长、估值水平合理

结合经济环境、产业结构、公司竞争力和近期财务表现等因素, 调高 2009 年-2011 年盈利预测至 2.05 元、2.35 元、2.70 元, 给予 16 倍市盈率, 目标价 32.80 元, 评级“持有”。

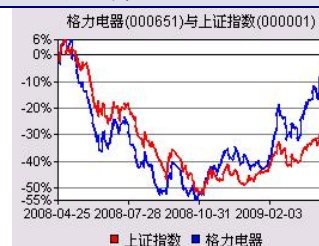
风险提示: 不排除夏季整体偏凉。

公司评级

持有

当前价格(元)	30.10
目标价格(元)	32.80
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.87%	68.91%	-3.41%
上证综指	8.47%	34.56%	-22.42%

股票数据

总股本(万股)	125,239.5
	0
流通 A 股(万股)	123,549.8
	1

主要股东:

	珠海格力集团公司
主要股东持股比例	22.58%
流通 A 股比例	98.65%

财务比率

ROE	28.12%
ROA	6.83%
资产负债率	74.91%
每股净资产(元)	5.97

2008 年报数据。

优良业绩凸现公司强劲竞争力和有效竞争策略

公司是全球家用空调行业的龙头，并专业从事空调行业。1993-2008年连续盈利且期间营业收入、净利润年复合增长 32.1%、28.0%。2008年4季度-2009年1季度经济环境恶劣背景下公司盈利水平、利润增长率和资产负债项目均表现优秀，更凸现出其强劲的竞争力和有效的竞争战略。当然，原材料价格下降、京海担保投资参股等对公司盈利也有所贡献。

表 1: 格力电器 2009 年 1 季度财务指标和主要项目及其同比、环比情况

	2008 第一季度	2008 第四季度	2009 第一季度
单季度财务指标			
销售毛利率(%)	18.25	23.97	24.12
销售净利率(%)	4.08	7.45	6.11
净资产收益率 ROE(%)	7.46	7.34	7.27
总资产净利率 ROA(%)	1.66	1.72	1.7
单季度财务摘要			
营业总收入(亿元)	107.92	70.87	90.69
营业总成本(亿元)	102.59	65.46	84
营业利润(亿元)	5.34	5.52	6.68
利润总额(亿元)	5.46	6.04	6.78
净利润(亿元)	4.4	5.25	5.52

数据来源: Wind

竞争力主要体现在渠道、技术和品质等

渠道上: 格力内销占整体销售的约 80%。其中, 不足 10%的销售经由国美、苏宁, 而且格力经销商主要采取买断方式与家电大型零售连锁交易。特别的, 家电大型零售连锁的格力空调存货受格力总公司严格监控以防止对市场冲击。值得注意的, 格力严格控制渠道价格, 并有效保障大、小经销商利益, 从而吸引下游对格力的订货; 外销中自主品牌占 30%的比例而模式类似于国内做法, 这有利于保障盈利水平和订单稳定。

技术上: 大金是全球顶尖的空调制造商而以前从来没有外包生产。在继委托格力代工 50 万台家用空调后, 2009 年初大金与格力进一步加强合作---合资建厂, 却没有获得专利费和控股权。这显现出大金对格力在变频压缩机、控制器等技术的高度认可和合作利益的深切诉求。

品质上: 格力空调的品质深受消费者、经销商和维修工的广泛认可, 这为公司产品溢价销售奠定了坚实基础。格力的品质是建立在严格、高效的采购、检测、生产和安装上, 需要系统化的运作而难以复制。值得注意的, 竞争对手如谋求达到同等品质, 很可能成本要明显高于格力。

当前策略侧重盈利, 未来适时可以改变

格力电器处于双寡头垄断位置, 2008 年市场占有率 41%。近期零售仍保持 10%左右增长、出口出货则承受相当压力。格力的竞争策略是在经济寒冬中, 只要市场占有率不滑落则侧重利润率, 以积累资源投资技术和设备等。而且, 格力规定的经销商批零价差也达到历史以来的最大值。这使得下游在经济寒冬中单店销量可能下滑, 然而利润率相当丰厚。

近期的高盈利水平并非依靠天然或行政垄断形成，而是基于消费者、经销商认同的结果，因而主动权相当程度上把握在格力手中。未来一段时间，格力将采取价格跟随策略，预计出货较为平稳但利润率较佳。当然，如果竞争对手采取激进的低价策略，格力将适时更变定价策略。

考虑到空调降价容易涨价难和近期原材料价格有所回升，我们预计格力的利润率中可能有所走低，但有望保持在 5% 左右。

家电下乡促进销量但盈利微薄

格力产品品质好然而价位高，政府家电下乡的限价政策不利于格力空调推广。据了解，格力家电下乡的产品确实增长较佳，但利润微薄。对于未来可能实施的“节能补贴”，对格力的影响效果同样关键取决于定价机制——如果市场化定价则会更加受益。

天气重复凉夏的概率小，可能会出乎实业界和资本市场预期

5-6 月份夏季可能释放抑制了一年的空调需求。据行业经验，只要持续数天最低温度超过 28 度，人们就会难以忍耐而迫切购买空调。而且，去年的凉夏是十年一遇的（前一次是 1996 年的），估计重现可能性小。

然而，实业界谨慎对待气候前景。即使当前零售实现同比增长，格力电器仍严格控制产业链库存。通过比较可以得出，2009 年 1 季度格力整条产业链新增库存同比下降约 200 万台。

因而，如果气候炎热而空调零售热销，空调企业出货量（相当于零售增长和库存增加之和，也是公司确认收入的依据）将加倍提升。2007、2008 年格力、美的股票走势与当年气候密切相关：2007 年全国普遍炎热夏天而期间格力、美的走势（剔去送股分红影响）均超过家电板块 40%，2008 年全国普遍凉夏而期间格力、美的的走势（剔去送股分红影响）只与家电板块相当。鉴于当前实业界和资本市场均对今年夏天气候谨慎，一旦空调销售形势超乎预期企业业绩和股票价格均将表现倍增。

值得注意的，苏宁电器 1 季度同店增长下滑 12%，然而 5.1 促销后已显现个位数增长，家电消费需求潜力仍值期待。

业绩稳健增长，估值水平合理

结合以下因素，

- 1、经济环境：空调消费将在震荡中恢复增长，预计整个行业零售量 2009-2011 年同比增长率为 -5%、+8%、+5%。
- 2、产业结构：格力 2008 年占 41% 的市场份额。随着格力经销商渠道网点的扩张和弱小企业的退出，格力未来三年市占率持续提高到 45%、47% 和 50%。
- 3、公司竞争力：公司良好的品牌和品质，使得产品有充分的溢价。而且，经销队伍稳固且受控于格力，因此格力的盈利能力主动性较佳。
- 4、竞争策略：格力近期愿意获取更高利润水平。我们认为，格力的市场份额已经相当高，只要竞争对手不激进的低价竞争，格力的定价战略预计还会持续，从而利润率保持 5% 左右。

我们预计 2009 年-2011 年公司营业收入 470 亿元、531 亿元和

589 亿元，净利润 25.66 亿元、29.42 亿元、33.80 亿元， 2009 年-2011 年每股收益预测至 2.05 元、2.35 元、2.70 元，给予 16 倍市盈率，目标价 32.80 元，评级“持有”。

风险提示： 不排除今年夏季整体偏凉。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

格力电器(000651)行情走势



相关研究报告

格力电器 (000651.sz) 调研简报-重发	周瑾	2007-01-23
格力电器 (000651.sz) 调研简报	周瑾	2007-01-23

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。