

毕岩
 0755-82943231
 biyan@cmschina.com.cn

2009年5月6日

格力电器(000651.SZ)/31.62元

“天地股”模型预计09年内销增长有望超预期

可选消费·家电

目标估值: 34.5-38.0元

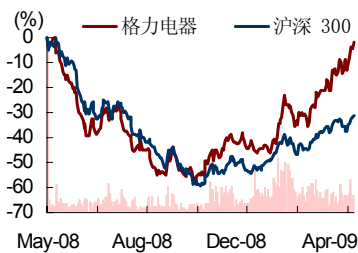
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2567
总股本(万股)	125240
已上市流通股(万股)	123550
总市值(亿元)	396
流通市值(亿元)	391
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	28.1
资产负债率	75.9%
主要股东	珠海格力集团公司
主要股东持股比例	22.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	114	-1
相对表现	12	53	31



相关报告

- 1、《格力电器—龙头宣言，中国空调业全面进入变频时代(格力-大金战略合作发布会纪要)》2009/02/19
- 2、《格力电器—高管交流会议纪要》2008/11/10
- 3、《格力电器—现金流、存货、预收账款指标全面向好》2008/11/03
- 4、《格力电器—体现出卓越的抗风险能力和良好的盈利能力》2008/08/28

本报告在空调内销“天地股”模型的基础上，预测公司全年内销增长有望超市场预期。同时认为公司通过产品创新、低价锁定原材料和控制终端售价等办法，有望保持高利润率水平，上调盈利预测。

- 根据空调内销“天地股”模型及一季度数据，格力年度内销增长有望超预期：内销是格力绝对优势的市场，我们对天气、地产销售、股市财富与空调销量的关系构建模型，预计行业年度内销下降8%以内。行业统计显示，格力内销出货市占率已从35%提升至43%，按照这样的趋势推演全年内销增速将有望同比增长5%以上（已考虑格力淡季工厂出货比例较高）；
- 利润率仍将维持在高位：08Q4与09Q1公司的利润率达到历史高位（分别为7.4%和6.1%），主要得益于公司向商用空调、热泵热水器等高利润暖通产品延伸；铜、钢材等原料价格底部大量采购；同时通过全面更换家用空调新品和对渠道的控制实现价格体系的稳定。我们认为以公司的能力完全可实现年度利润的保障，我们预计年度利润率水平在5.5%左右；
- 上调09、10年每股收益预测至1.90元、2.11元：同比分别增长20%和11%；
- 对09年业绩进行敏感性分析：我们的业绩预测考虑了年度价格10%左右的降幅以及促销带来的费用的上升，若通胀抬头，我们认为业绩将可能靠向敏感区间上限，我们将视旺季销售及宏观经济情况进行业绩预测调整；
- 风险提示：天气若反常偏冷将对销量产生负面影响；市价已经接近大股东承诺的最低减持价，34元以上存在一定减持压力；国内外宏观经济低于预期；
- 重申“强烈推荐”投资评级：半年来的历次报告里，我们一直在强调格力的成长模式将发生质变，09年这种变化仍将淋漓尽致的体现。目前市场整体PE水平已脱离低估值区间，但在经济触底回升的阶段，空调作为先导性消费品将走在曲线之前。我们建议价值型投资者在DCF内在价值中枢35.9元（10.6%的风险回报）以下买入，趋势型投资者跟随市场积极增持。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	38041	42200	43166	47081	51387
同比增长	44%	11%	2%	9%	9%
营业利润(百万元)	1383	2352	2805	3111	3433
同比增长	67%	70%	19%	11%	10%
净利润(百万元)	1277	1979	2379	2638	2902
同比增长	85%	55%	20%	11%	10%
每股收益(元)	1.53	1.58	1.90	2.11	2.32
PE	20.7	20.0	16.6	15.0	13.6
PB	4.7	5.4	4.2	3.3	2.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、格力年度内销增长有望超预期	3
1、构建空调内销“天地股模型”，预计行业内销降幅小于 8%	3
2、按市占率提升速度推算，格力年度内销增长有望超过 5%	4
3、高毛利率原因：高毛利新产品占比提升、年初低价锁定原材料	5
二、09 年收入将实现正增长，业绩有望超市场预期	6
1、历史经营状况回顾	6
2、盈利预测假设	6
3、DCF 内在价值中枢 35.9 元	7
4、历史 PE-PB Band	8
5、结论与投资建议	8

图表目录

图 1：空调内销量与房地产销售面积关系	3
图 2：格力今年以来工厂出货份额变化图	4
图 3：格力各季度毛利率	5
图 4：格力各季度净利率	5
图 3：格力各季度收入情况	6
图 4：格力各季度净利润情况	6
图 7：格力电器历史 PE Band	8
图 8：格力电器历史 PB Band	8
 表 1：影响空调销量的“天地股”三大因素分析	 3
表 2：盈利预测简表	6
表 3：格力电器 09 年 EPS 敏感性分析	7
表 4：格力电器 DCF 内在价值敏感性分析	7
附：财务预测表	9

一、格力年度内销增长有望超预期

1、构建空调内销“天地股模型”，预计行业内销降幅小于 8%

我们通过对历史数据进行数学分析，构建出影响空调销售的“**天地股模型**”，以下是其中主要因素：**天气 (t)**、**地产 (r)**、**股市财富 (s)** 与空调月度内销量增速 (A) 之间的关系。该模型的详细分析我们将在后续专题报告中进行说明。

表 1：影响空调销量的“天地股”三大因素分析

影响因素	时间性	相关性	说明
天气	同步指标	大	直接正相关
股市收益	同步指标	中等	直接正相关
房地产销售	长期领先指标	中等	正相关，房地产销售领先空调销售较长时间

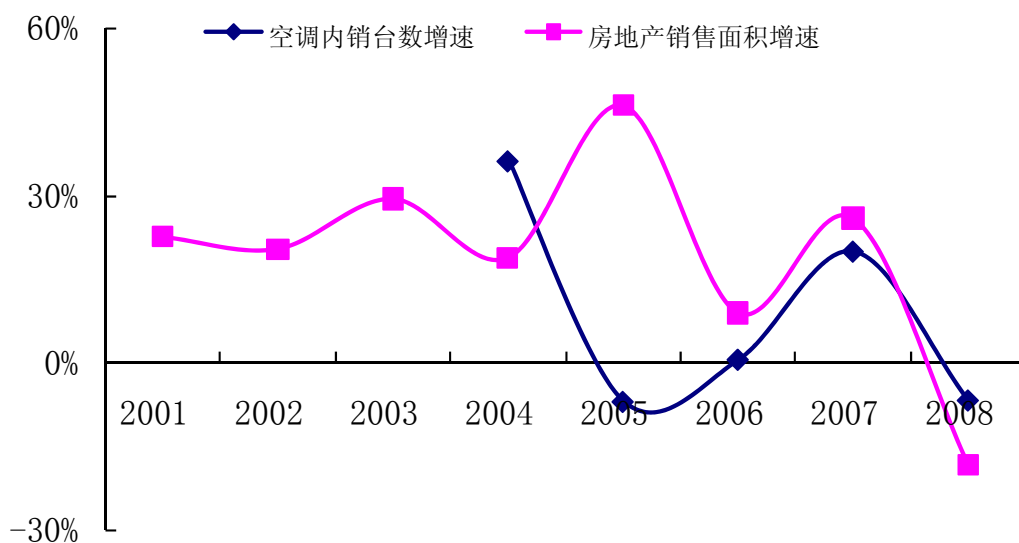
资料来源：招商证券

其中气温与空调销售增速相关系数在所有指标中最高；股市收益率与空调销售增速相关系数最低；房地产销售与空调销售增速相关系数波动幅度较大，但是在滞后 13-15 个月时，相关系数最大（我们认为这体现了从交楼到装修再到购置家电中的时间）。

定性解释：

- 1、气温是最重要的因素，同步或短期先行指标（一个月），温度在 25℃ 以上时，温度越高，居民购买空调动力越大。
- 2、股市财富是判断消费方向的辅助性指标，纸上财富缩水将抑制居民购买空调的动力。
- 3、而地产与空调的销售从统计性质上看相关性并不高，但最近两年的图示显示出较高的一致性。
- 4、空调销售基本上受到装修和天气两个季节性因素影响。

图 1：空调内销量与房地产销售面积关系



资料来源：招商证券研发中心

预测假设:

- 1、气温回到过去 7 年的平均温度;
- 2、年内上证指数在 2500 点附近;
- 3、8-12 月销售量为过去 5 年平均值。

输出结果:

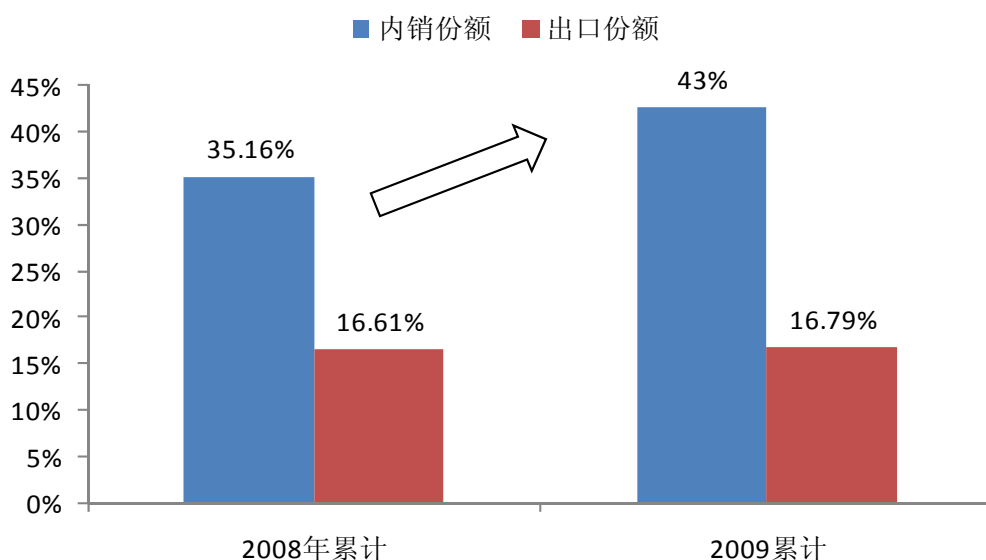
09 年空调行业年度内销同比下降幅度可控制在 8%以内。

由于近期地产销售数据回暖，未来将对空调销售产生正向影响。

2、按市占率提升速度推算，格力年度内销增长有望超过 5%

格力想保持内销不下降，市占率只需提升 3 个点至 38%，而按照产业在线统计的工厂出货份额（已提升至 43%）推算，年度销量将增长 13%，考虑到格力淡季出货比例一般都比较大，适度调低预测，我们认为年度内销增速超过 5%的可能性很大。

图2：格力今年以来工厂出货份额变化图



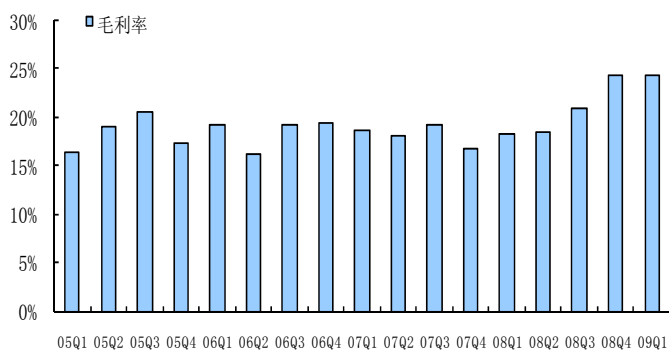
资料来源：招商证券研发中心，产业在线

3、高毛利率原因：高毛利新产品占比提升、年初低价锁定原材料

公司加大了热泵热水器、商用空调等暖通制冷产品的开发和销售，加上向变频空调、定频空调高端品的快速调整，销售均价和毛利率获得提升。

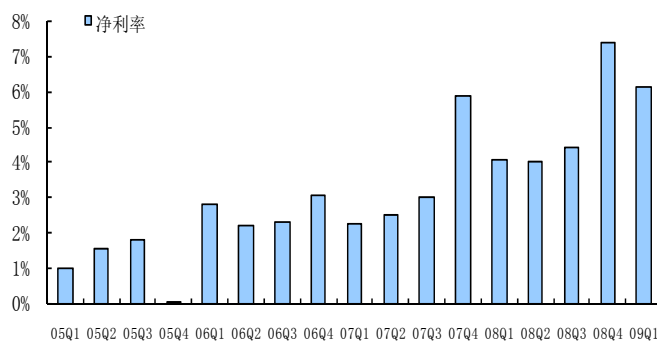
空调龙头公司普遍在年初进行了大量的原材料采购，价格较市价低很多，在原材料价格回升中仍然具备成本优势，同时若通胀抬头，则可能产成品终端价格会低于我们预计的下降幅度。格力对渠道和价格体系的控制是所有公司中最强的，我们对其利润获取能力持乐观态度。

图3：格力各季度毛利率



资料来源：招商证券研发中心

图4：格力各季度净利率



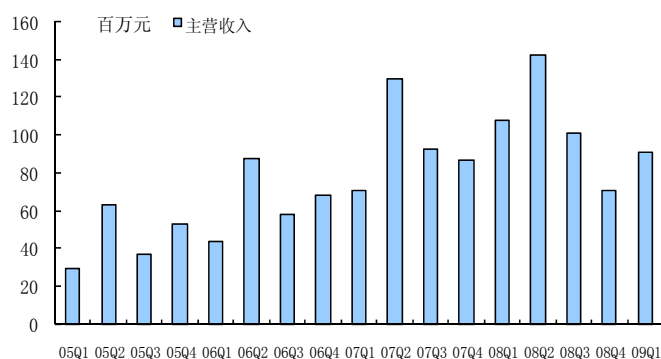
资料来源：招商证券研发中心

二、09 年收入将实现正增长，业绩有望超市场预期

1、历史经营状况回顾

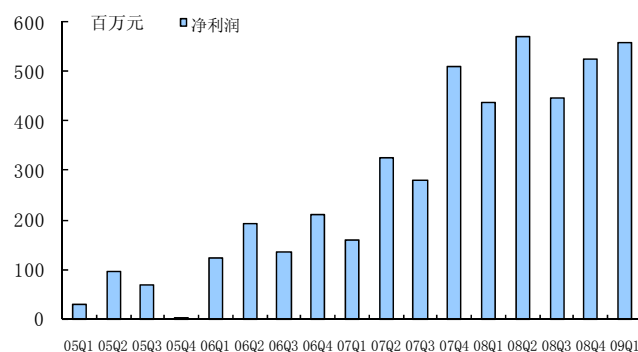
对各季度收入利润进行考核，目前基本处于近年来最好的盈利水平上，收益主要来自于内生性的利润增长。

图3：格力各季度收入情况



资料来源：招商证券研发中心

图4：格力各季度净利润情况



资料来源：招商证券研发中心

2、盈利预测假设

- 1、行业内销量下降 8%，出口下降 20%；
 - 2、公司内销市场占有率提升至 40%，出口市场占有率提升至 18%；
 - 3、毛利率和营销费用同时提升，净利率 5.5%；
- 在我们以上收入假设下，全年收入将实现 2.5% 的增长，实现利润 23.8 亿。

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	38041	42200	43166	47081	51387
营业成本	31117	33733	33280	35942	39215
营业税金及附加	317	363	371	405	442
营业费用	4349	4403	5396	6215	6783
管理费用	869	1271	1300	1418	1548
财务费用	(10)	85	13	(11)	(35)
资产减值损失	15	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	9	0	0	0
营业利润	1383	2352	2806	3112	3434
营业外收入	64	83	40	40	30
营业外支出	12	16	10	8	5
利润总额	1434	2419	2836	3144	3459

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	139	414	425	472	519
净利润	1295	2004	2410	2672	2940
少数股东损益	17	25	30	34	37
归属于母公司净利润	1277	1979	2380	2639	2903
EPS (元)	1.53	1.58	1.90	2.11	2.32

资料来源: 招商证券

由于投入进渠道的资源是进入收入备抵账户还是记做费用可能会存在一定不确定性, 我们建议将成本和销售费用项加成考虑格力的利润水平。

我们对 09 年 EPS 进行了敏感性分析, 如果地产销售持续火爆, 股市流动性仍然很充沛, 我们认为公司的业绩将向敏感性区域上限靠拢。

表 3、格力电器 09 年 EPS 敏感性分析

		收入增长率						
09EPS=	1.900	-0.7%	0.3%	1.3%	2.3%	3.3%	4.3%	5.3%
营业成本+ 销售费用率	90.2%	1.677	1.694	1.711	1.728	1.745	1.762	1.779
	90.0%	1.734	1.751	1.769	1.786	1.804	1.821	1.839
	89.8%	1.790	1.808	1.826	1.844	1.862	1.880	1.898
	89.6%	1.846	1.865	1.884	1.902	1.921	1.940	1.958
	89.4%	1.903	1.922	1.941	1.960	1.980	1.999	2.018
	89.2%	1.959	1.979	1.999	2.019	2.038	2.058	2.078
	89.0%	2.016	2.036	2.056	2.077	2.097	2.117	2.138

资料来源: 招商证券研发中心

3、DCF 内在价值中枢 35.9 元

主要假设:

- 1、WACC: 10.6%
- 2、永续增长率 2%
- 3、10 年内价值占总价值 48%

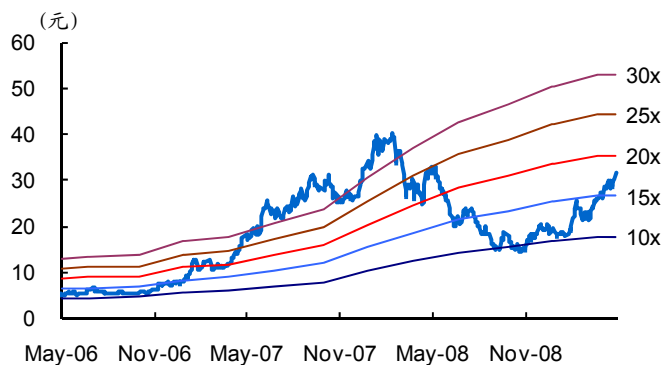
表 4、格力电器 DCF 内在价值敏感性分析

		WACC				
初始股价=	35.9	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
Growth	1.0%	37.9	35.9	34.1	32.4	31.0
	1.5%	39.1	36.9	34.9	33.2	31.6
	2.0%	40.4	38.0	35.9	34.0	32.3
	2.5%	41.9	39.3	37.0	34.9	33.1
	3.0%	43.6	40.7	38.2	35.9	34.0

资料来源: 招商证券研发中心

4、历史 PE-PB Band

图7：格力电器历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图8：格力电器历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

5、结论与投资建议

半年来的历次报告里，我们一直在强调格力的成长模式将发生质变，09 年这种变化仍将淋漓尽致的体现。目前市场整体 PE 水平已脱离低估值区间，但在经济触底回升的阶段，空调作为先导性消费品将走在曲线之前。预测 09-10 年的 EPS 为 1.90 元/2.11 元同比增长 20%和 11%。按主营（09 年 18X-20XPE，我们预计主营贡献 EPS1.78 元）和财务公司（2XPB）分别估值，合理股价区间为 34.5-38.0 元。我们建议价值型投资者在 DCF 内在价值中枢 35.9 元（10.6%的风险回报）以下买入，趋势型投资者跟随市场积极增持。

参考报告：

1、《格力电器—龙头宣言，中国空调业全面进入变频时代（格力-大金战略合作发布会纪要）》2009/02/19

现场记录空调巨头的强强合作案例，再次强调公司走在蜕变之路上。

2、《格力电器—高管交流会议纪要》2008/11/10

首次提出公司增长模式将发生质变，利润率水平将不断超越预期，并从估值与公司内在价值角度提出买入时机到来。

3、《格力电器—现金流、存货、预收账款指标全面向好》2008/11/03

从资产负债表指标深入解读公司经营，对于公司经营的理解有别于市场一般认识。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	21010	23277	24887	29495	34556
现金	4131	3666	6876	8494	11637
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7410	13277	10791	11770	12847
应收款项	895	566	998	1088	1188
其它应收款	160	64	65	71	78
存货	7226	4790	5272	7117	7765
其他	1188	914	885	955	1042
非流动资产	4538	7288	6792	6402	6049
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	2706	4304	3855	3507	3191
无形资产	438	450	405	364	328
其他	1394	2533	2532	2530	2529
资产总计	25548	30565	31679	35897	40606
流动负债	19685	22970	21997	23619	25614
短期借款	0	8	100	100	100
应付账款	8901	8443	8330	8996	9815
预收账款	4613	5829	4992	5391	5882
其他	6171	8690	8575	9132	9817
长期负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	3	3	3	3
负债合计	19688	22974	22000	23623	25617
股本	835	1252	1252	1252	1252
资本公积金	1189	779	779	779	779
留存收益	3558	5333	7390	9952	12629
少数股东权益	233	250	280	314	351
母公司所有者权益	5628	7341	9398	11960	14637
负债及权益合计	25548	30565	31679	35897	40606

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2793	369	3474	1703	3355
净利润		1979	2380	2639	2903
折旧摊销		0	460	417	379
财务费用		0	13	(11)	(35)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	516	(1398)	58
其它		(1610)	106	57	50
投资活动现金流	(1136)	(942)	(20)	(20)	(20)
资本支出		0	(20)	(20)	(20)
其他投资		(942)	0	0	0
筹资活动现金流	1070	(296)	(244)	(66)	(192)
借款变动		0	92	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(323)	(77)	(226)
其他		(296)	(13)	11	35
现金净增加额	2726	(870)	3210	1618	3144

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	38041	42200	43166	47081	51387
营业成本	31117	33733	33280	35942	39215
营业税金及附加	317	363	371	405	442
营业费用	4349	4403	5396	6215	6783
管理费用	869	1271	1300	1418	1548
财务费用	(10)	85	13	(11)	(35)
资产减值损失	15	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	9	0	0	0
营业利润	1383	2352	2806	3112	3434
营业外收入	64	83	40	40	30
营业外支出	12	16	10	8	5
利润总额	1434	2419	2836	3144	3459
所得税	139	414	425	472	519
净利润	1295	2004	2410	2672	2940
少数股东损益	17	25	30	34	37
母公司所有者净利润	1277	1979	2380	2639	2903
EPS (元)	1.53	1.58	1.90	2.11	2.32

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	44%	11%	2%	9%	9%
营业利润	67%	70%	19%	11%	10%
净利润	85%	55%	20%	11%	10%
获利能力					
毛利率	18.2%	20.1%	22.9%	23.7%	23.7%
净利率	3.4%	4.7%	5.5%	5.6%	5.6%
ROE	22.7%	27.0%	25.3%	22.1%	19.8%
ROIC	21.2%	26.6%	24.5%	21.3%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	77.1%	75.2%	69.4%	65.8%	63.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
存货周转率	4.9	5.6	6.6	5.8	5.3
应收帐款周转率	47.9	57.8	55.2	45.1	45.2
应付帐款周转率	4.0	3.9	4.0	4.1	4.2
每股资料(元)					
每股收益	1.53	1.58	1.90	2.11	2.32
每股经营现金	3.34	0.29	2.77	1.36	2.68
每股净资产	6.74	5.86	7.50	9.55	11.69
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.06	0.18
估值比率					
PE	20.7	20.0	16.6	15.0	13.6
PB	4.7	5.4	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA	29.3	17.4	14.6	13.6	12.7

分析师简介

毕岩：香港中文大学 MBA（在读），清华大学经济管理学院经济学学士（金融专业）。具有证券投资咨询执业资格，五年证券从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。