

毕岩
 0755-82943231
 biyan@cmschina.com.cn

2009年7月8日

格力电器(000651.SZ)/20.20 元

集团减持压力或有降低，估值长期压抑需要修正

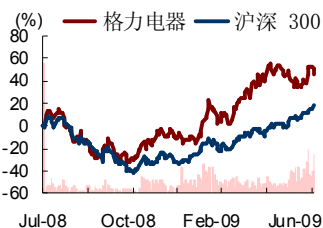
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 25-26 元

基础数据

总股本(万股)	187859
流通股本(万股)	185122
总市值(亿元)	374
流通市值(亿元)	368
52 周股价	14.1-35.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	55	49
相对表现	-17	-25	27



相关报告

- 1、《格力电器——“天地股”模型预计 09 年内销增长有望超预期》2009/05/06
- 2、《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
- 3、《格力电器——高管交流会议纪要》2008/11/10
- 4、《格力电器——现金流、存货、预收账款指标全面向好》2008/11/03
- 5、《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

本文重点通过分析公司公告修正了我们对集团减持的预期，而之前由此造成的公司估值水平的长期压抑则为股价的上涨提供了充裕的空间。我们维持对年度 EPS1.27 元的预测（有超预期的可能），并认为估值水平应该得到修正，相对大盘的估值系数应回到 0.8 以上，目标价格 25 元。

□ **集团减持压力或有降低：**我们在《“天地股”模型预计 09 年内销增长有望超预期》的报告中，根据对空调销售相关因素天气、地产、股市收益的估计，认为公司基本面将会继续超预期。同时也提示了可能的三点风险因素：1、天气反常偏冷，2、国内外宏观经济低于预期，3、大股东承诺最低减持价格可能造成股价天花板压力。目前看来积极的因素都在兑现，而提示的风险则被一一化解。天气炎热和宏观经济转暖不需再说，我们将对集团减持的预期略做修正；

公司 2008 年 5 月 15 日发布《关于控股股东珠海格力集团公司出售股份的提示性公告》中称，格力集团计划在 2008 年内通过证券交易系统出售本公司股份 4027.05 万股（折合目前 9060 万股），占总股本 4.82%，拟出售价格不低于 51.66 元（折合目前 23 元）。我们之前一直认为存在减持压力，但仔细推敲发现：一、原公告称出售时间在 2008 年内，实际并未发生，原公告及批文已作废；二、公司 4 月 18 日公告称大股东格力集团从集体企业变更为国有，由国资委 100%控股。按照《上市公司国有股转让暂行办法》规定，总股本 10 亿股以上的公司，企业减持的自主权为“一次减持不超过 5000 万股，且三年内减持股份不超过 3%”。我们认为减持压力大大降低，同时由于格力集团的性质已发生变化，减持与否已与集团之前的意志无关，不能根据之前的公告判断国资委有减持格力的意愿；

□ **公司的估值水平长期压抑，为股价上涨提供了充裕空间：**市场可能过于担忧大小非的减持压力而忽视了基本面的好转。目前的相对 PE 已接近历史五年低点。基于我们对公司的持续跟踪，对公司经营管理能力和渠道销售能力的认可，我们认为任何一次错杀都可以成为长线资金进场的合适时机；

□ **经销商增持侧面验证了基本面的全面转暖：**我们从公司了解到生产方面的情况恢复良好，尤其六月以来的炎热天气使得工厂满产，生产紧张。6 月底一则公告称经销商在 6 月上旬增持上市公司 170 万股股份，亦侧面反映出经销商库存消化的力度可能较大，体现了经销商对旺季销售和公司经营的信心。而根据我们的草根调研，六月份湖北、湖南、河南、安徽、山东、江苏等格力销售的传统优势区域均由于天气暴热导致空调旺销，原有 4、5 级能效库存大量消耗，一扫经销商心头的阴霾。我们认为收入的回暖也将扫去投资人心中的阴霾；

□ **维持盈利预测和“强烈推荐 A”的投资评级：**我们维持 09、10 年 1.27 元和 1.41 元的业绩预测，尽管之前有对大宗商品涨价的担忧，但近期的销售回暖力度超出我们预期，加上天气、地产、股市收益的上行风险，公司业绩仍存在超预期的可能。综上所述，我们不认为大股东减持将对股价造成实质性冲击，相反长久以来压抑的估值水平为股价提供了很高的安全边际。重申“强烈推荐 A”，目标价格 25-26 元。

格力的估值水平应该得到修正

本文一个最核心的观点就是格力的估值水平应该得到修正，理由：

一、集团减持压力或有降低（摘要已述）

二、公司的估值水平长期压抑，为股价上涨提供了充裕空间

我们考察了格力电器上市以来的估值水平与大盘估值水平的关系，我们注意到，今年4月份以来格力的估值较大盘估值折价越来越严重，已接近04年中期以来的低点。在公司基本面依然处在良性态势下，我们不认为应继续下行，相反在周期的繁荣或复苏阶段，格力的相对PE有上行的风险。我们认为相对PE水平应回到0.8以上，对应21倍PE（TTM）以上，较目前价格有至少25%的涨幅，目标价格25元。

图1：格力电器估值水平相对全部A股估值水平



资料来源：招商证券；注：盈利采用 TTM 数据，已剔除负值

三、经销商增持侧面验证了基本面的转暖（摘要已述）

参考报告：

1、《格力电器—“天地股”模型预计09年内销增长有望超预期》2009/05/06

首次介绍我们的“天地股”模型，根据对影响空调销售因素“天气、地产、股市收益”的分析，提前预计到内销将好于市场预期。

2、《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。

3、《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。

4、《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。

分析师简介

毕岩：清华大学经济学学士，香港中文大学 MBA 在读。具有证券投资咨询执业资格，五年证券从业经验，两年家电行业研究经验。

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

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±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

免责声明

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。