

家用电器

2009 年 7 月 9 日



公司研究

公司点评

首次评级：短期—强烈推荐，长期—A

格力电器（000651）：专业化造就时代强者，投资价值全面显现

核心观点

1、三大政策影响各异，节能补贴受益最多。公司进入农村市场较早，销售网点覆盖范围在业内最广，“家电下乡”仅是在原有的基础上增加了部分销量，同时因下乡产品的利润率偏低，空调销售难以快速放量，政策对公司销售和业绩的拉动有限。而“以旧换新”是未来推动空调销售的驱动力之一，但长期效果大于短期，且空调在拆解方面存在难度。相比之下，公司更看好“节能补贴”政策，因为公司是国内最早启动节能技术研究的企业，平均每周推出一款节能产品，G-Matrick 直流变频技术、智能化霜技术和舒适省电技术均处于领先水平，截止到 09 年 2 月公司通过国家节能认证的产品已达 830 个，其中家用 571 个，商用 259 个，近期公司又成为了国内家电厂商中唯一入选的“十佳节能减排标志企业”。目前公司二级能效等级以上产品的销售占比在 20%-30%之间，4、5 高能耗产品处于限产状态。

2、雄厚的技术实力是公司专业化道路的根基。公司每年研发费用投入 10 亿元以上，拥有 3 个基础研究院和 300 多个实验室、2000 多项专利（其中发明专利 300 多项），此外公司日前刚刚成立了业内唯一的国家工程技术研究中心，并与华中科技大学在技术创新和人才培养方面达成合作意向。

3、1 季度出口下滑幅度小于行业，自主品牌拓展顺利。公司出口收入的比重在 20%左右，受出口下滑的影响相对较小，1 季度行业出口下滑 28%左右，公司放弃了来自伊莱克斯的 OEM 订单，出口下滑幅度在 20%-25%之间。另外，公司出口地区主要在南美、东欧、中东、东南亚和澳洲，与各地区经销商的合作关系在不断增强，出口中自有品牌销售的比重为 30%，主要销往发展中国家，而欧美地区自有品牌进入难度大，基本以 OEM 生产为主，公司目前拥有巴西、巴基斯坦和越南三大海外生产基地，未来有望进一步开拓印度和俄罗斯市场。

4、内销状况良好，全年收入有望小幅增长。1 季度公司收入下降 16%并不代表市场销售不好，终端安装卡仍有 10%以上的增长，与去年相比，今年经销商不断去库存，提货相对谨慎，未来几个月补库存可能性较大。公司 2 季度内销情况较好，6、7 月份的表现有望超过 5 月份，预计全年收入增速将在 5%-8%之间。值得注意的是，公司预计即将出台的能效标准定在三级的可能性更大，目前开始以三级能效空调开拓市场，在低端需求爆发的环境下，市场份额有望进一步提高。

公司股价走势：



公司主要指标：

指 标	数 值
总股本	187,859 万股
流通 A 股	185,121 万股
EPS (09 年 1 季度)	0.44 元
每股净资产	6.31 元
净利率 (09 年 1 季度)	6.08%

研究员：王京乐

电话：010—84183317

E-mail: wangjingle@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

5、价格保持高位，1 季度毛利率难以维持。公司认为如果降价并不能够带来销量的大幅增加，将继续保持高价精品策略。1 季度公司产品价格未作调整，在成本下降、出口收入下滑的情况下，毛利率达到 24.4%，预计后几个季度毛利率将小幅下降，全年毛利率仍有上升。

6、变频空调有望上量，中央空调厚积薄发。公司认为目前变频市场宣传力度不足，产能未能跟上，国内消费者的生活方式不能保证变频空调效果得以充分体现，未来 3-5 年变频空调才能成为市场的主流产品，预计今年目标销量 100 万台。目前公司生产的变频空调与其它竞争对手的产品相比优势突出，其中具有自主知识产权的 G-Matrick 系列产品能够达到 15 赫兹运行，在节能和舒适度上效果更好，公司最近已经开始与大金共同开发 10-12 赫兹的变频空调。在中央空调方面，公司大中小型产品均有，以小型螺杆机和多联机为主，国内市场份额在 4%-6%之间，08 年销售收入约 20 亿元。公司中央空调的技术主要靠自主研发，在离心机、螺杆机等方面已达到国内领先水平，但整体技术较国外厂商仍有差距。未来随着技术的逐渐成熟，大金等国外厂商的市场份额将向国内厂商转移，公司在政府采购方面具备优势，并且通过与国外经销商的密切关系有望获得更多的出口大单，此外公司与大金的合作拓展到中央空调领域也存在可能。

7、空调行业不存在发展瓶颈，业务拓展空间广阔。公司并不认同空调行业存在发展瓶颈的说法，未来仍将致力于在空调制冷领域做大做强，冷冻车、冷库、变频或中央空调压缩机、变频电机和各类模具等都有可能成为未来的利润增长点。此外，公司的小家电业务是从集团承接过来的，目前在中山有一个生产基地，年收入不到 10 亿元，公司一直没有停止对小家电的研发投入，但未来小家电利润贡献度的提升仍有待时日。

8、对外合作占据主动权，产能将进一步转移。最初大金有意收购格力电器的股权，但由于某种原因未能成功，此次大金主动提出与公司合作并且新成立的两家工厂均由中方控股，意味着公司在与大金的合作上已占得主动，未来随着大金逐步关闭在日本、泰国和马来西亚的工厂，转移的产能将在目前 50 万台的基础上不断增加，公司获得订单的毛利率也高于一般的 OEM 订单。

9、给予公司“短期-强烈推荐，长期 A”的投资评级。我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 1.22 元和 1.39 元，以 7 月 9 日收盘价 21.35 元计算，对应 PE 为 17.5 倍和 15.4 倍，估值仍处于较低处平，鉴于公司具备较强的品牌、渠道、定价和技术优势，以及长期来看公司在制冷行业广阔的拓展空间和变频、中央空调市场的巨大潜力，我们给予公司“短期-强烈推荐，长期-A”的评级。

表1：格力电器盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	3,804,131	4,219,971	4,456,829	4,917,573
营业收入	3,800,918	4,203,238	4,447,915	4,907,738
营业收入增长率	44.33%	10.58%	5.82%	10.34%
毛利率	18.13%	19.74%	20.86%	20.91%
二、营业总成本	3,666,549	3,986,984	4,182,865	4,605,502
其中：营业成本	3,111,709	3,373,319	3,520,171	3,881,702
营业税金及附加	31,680	36,264	38,451	42,426
期间费用	520,856	575,897	623,956	681,084
其中：销售费用	434,931	440,262	477,772	525,197
管理费用	86,899	127,136	138,162	147,527
财务费用	-974	8,499	8,022	8,360
费用率	13.69%	13.65%	14.00%	13.85%
资产减值损失	1,537	273	287	290
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-94	941	0	0
汇兑净收益	-7	-10	0	0
四、营业利润	137,481	233,919	273,964	312,071
营业利润增长率	66.2%	70.1%	17.1%	13.9%
加：营业外收入	6,371	8,314	8,000	8,000
减：营业外支出	1,215	1,607	1,600	1,600
五、利润总额	142,637	240,625	280,364	318,471
利润总额增长率	68.05%	68.70%	16.51%	13.59%
减：所得税	13,913	41,441	47,662	54,140
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
六、净利润	128,724	199,185	232,702	264,331
净利润增长率	83.36%	54.74%	16.83%	13.59%
净利润率	3.39%	4.74%	5.23%	5.39%
减：少数股东损益	1,748	2,533	2,909	3,304
归属于母公司所有者的				
净利润	126,976	196,652	229,794	261,027
七、每股收益：				
稀释每股收益(元)	1.58	1.68	1.22	1.39

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。