

格力电器

000651

增持/ 维持评级

2009/07/14	
RMB22.84	
总股本 (百万股)	1879
流通 A 股 (百万股)	1879
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)	42907

市净率 (X)	5.43
TRACING P/E (X)*	19.38
EPS (元)	0.3
股息率 (%)	1.31

*最近四季盈利计算。

《Q1 业绩真的有惊喜》

2009/04/30

《行业困境下的高成长》

2009/04/21

《Q1 业绩或有惊喜》

2009/03/24

陈伟彦

+755-82492946

chenwy@lhq.com

中报仍或有惊喜

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	42032.4	9032.7	41287.5	47656.6	52422.3
(+/-%)	10.6	-16.2	-1.8	15.4	10.0
归属母公司净利润(百万元)	2102.7	554.2	2635.7	3063.1	3517.0
(+/-%)	65.6	25.1	25.3	16.2	14.8
EPS(元)	1.12	0.30	1.40	1.63	1.87
P/E(倍)	20.4	77.4	16.4	14.1	12.3

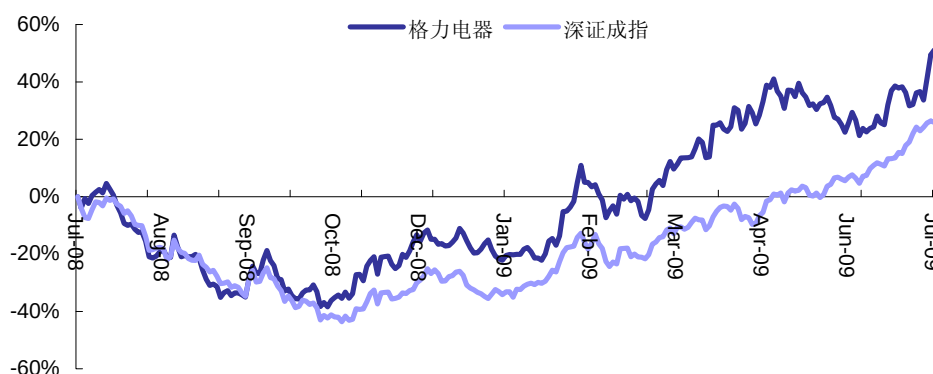
■ 继 09 年 Q1 业绩大幅超出市场预期之后，我们认为公司 09 年中期业绩或再次大幅超出市场预期：5 月空调行业内销首次同比增长、6 月后成长将加速；公司内销市场份额提升；Q2 毛利率虽低于 Q1，但同比提升明显。我们的预测模型表明：基于一些核心假设，预计公司 09 年上半年 EPS 为 0.76-0.83 元，净利润同比增长 42%-55%。

■ 我们仍延续下半年行业策略报告中的观点：看好近期白电龙头企业的投资机会（需求反弹空间大、估值修复和中报业绩向好），考虑到中报超预期幅度和估值水平，格力仍是我们近期重点推荐品种。

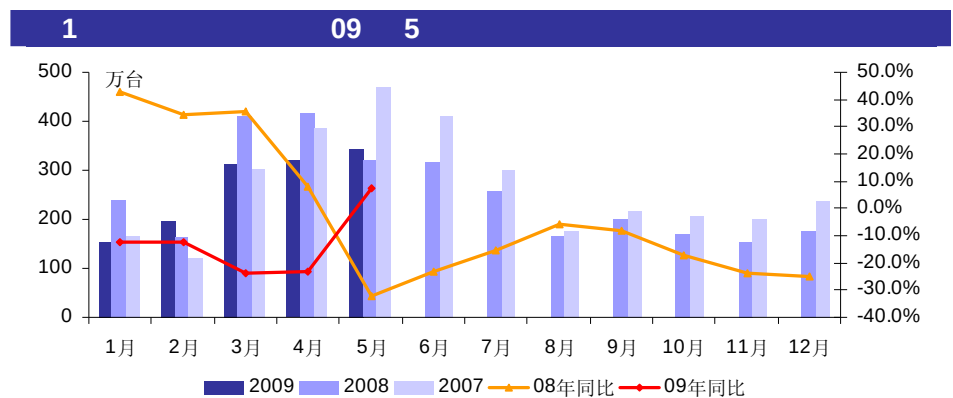
■ 我们上调盈利预测，预计 09-11 年 EPS 分别为 1.40 元、1.63 元、1.87 元，分别较之前上调 9%、5%、5%。随着 09 年净利率达 6.4%，公司未来 2 年业绩弹性变小，但仍可保持稳定成长（行业成长+规模效应驱动费用率下降+产业升级加速+与大金合作凸现技术和产业链优势），预计未来 2 年净利润年增长为 15%。考虑到公司未来成长性和市场估值水平，09 年 20 倍 PE 应属合理水平，合理内在价值为 28 元。

■ 对大股东减持的看法：市场倾向于将公司大股东减持视为负面因素，我们认为：大股东减持是基于国有资本退出竞争性行业的考虑，股权结构的多元化符合大股东、管理层和机构投资者等各方利益。

52

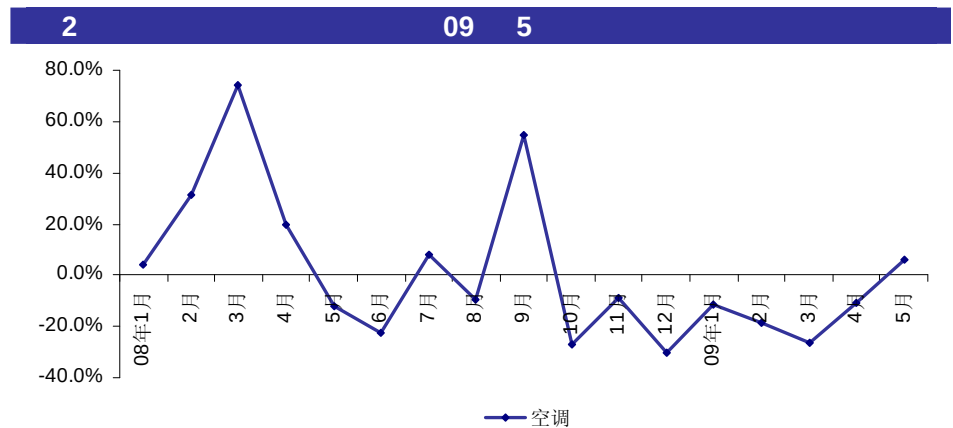


行业需求反弹，且可持续。从 08 年 5 月以后，空调行业内销一直处于下滑趋势，无论是企业出货量还是零售量都呈大幅下滑趋势，09 年 5 月首次反弹：内销出货量同比增长 8%；城市零售量同比增长 6%。而且从近期行业和企业运营情况看，6、7 月成长在加速。空调行业开始扭转前期大幅下滑趋势，进入持续快速增长通道。行业销量的反弹企业业绩和对投资者信心都是很大提升。



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

备注：考虑春节时间差异对企业出货量的影响，1/2 月同比增速取两个月平均值。



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

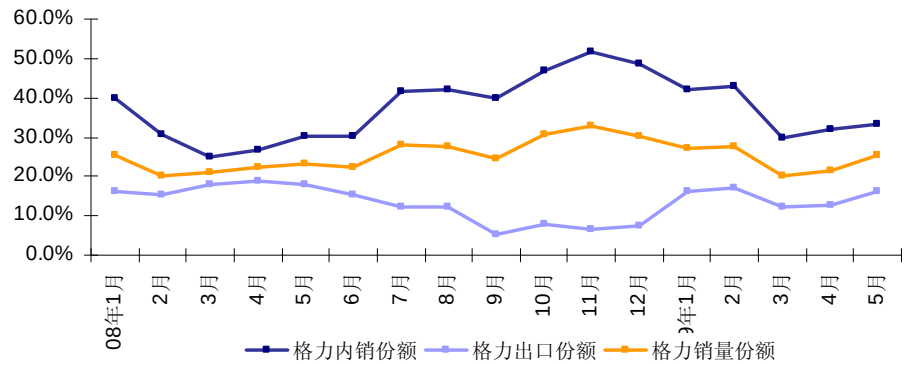
备注：08 年 9 月同比增长是由于国庆促销提前所致。

格力的市场份额在提升。无论在行业景气高点，或行业低谷，格力的市场份额一直在提升，且行业低谷期间提升还更明显：

- 09 年 1-5 月，格力空调城市零售量份额为 22.8%（仅反映连锁、百货等渠道，不包括专卖店），同比 08 年（20.8%）提升 2 个百分点。
- 09 年 1-5 月，格力空调内销量份额为 34.9%（包括全部出货量，来自对上游的监测推测），同比 08 年（29.4%）提升 5.6 个百分点。

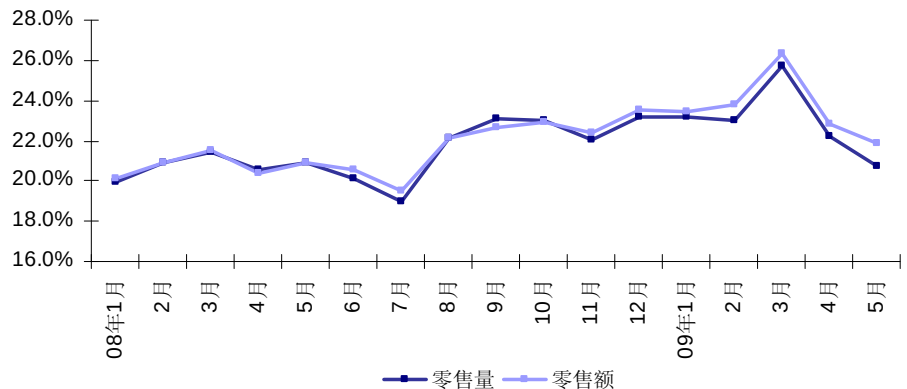
■ 在空调行业景气度最低的 08 年下半年,格力的市场份额提升最明显。

3



数据来源: 产业在线, 联合证券研究所。

4



数据来源: 中怡康, 联合证券研究所。

Q2

我们认为, 由于 2 季度旺季需求的反弹和高毛利率, 公司 09 年 Q2 和中期业绩可在 Q1 同比增长 25% 的基础上加速增长。我们的预测模型表明: 公司 09 年上半年 EPS 为 0.76-0.83 元, 净利润同比增长 42%-55%。

我们的核心假设如下:

- 1、09 年 Q2 收入降幅收窄, 09 年上半年收入同比下降 4-10%
- 2、由于原材料成本上升和降价促销, 09 年 Q2 毛利率低于 Q1 (24.4%), 但仍远高于 08 年 Q2 (18.5%), 预计为 22%
- 3、09 年 Q2 销售费用率和管理费用率与 08 年 Q2 持平

1 09									
	09Q1	09Q2	09H1	08Q1	08Q2	08H1	09Q1 同比	09Q2 同比	09H1 同比
营业收入	90.7	142.3	233.0	107.9	142.3	250.2	-16.0%	0.0%	-6.9%
毛利额	22.1	31.3	53.4	19.8	26.3	46.2	11.5%	18.9%	15.7%
毛利率	24.4%	22.0%	22.9%	18.4%	18.5%	18.5%	32.6%	18.9%	24.2%
销售费用	11.7	14.9	26.6	9.9	14.9	24.8	17.8%	0.0%	7.1%
管理费用	2.3	2.7	5.0	2.7	2.6	5.3	-12.1%	1.9%	-5.2%
财务费用	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.6	-46.2%	6.0%	-23.3%
期间费用	14.2	17.9	32.1	12.9	17.8	30.7	9.8%	0.4%	4.4%
期间费用率	15.6%	12.6%	13.8%	12.0%	12.5%	12.3%	30.7%	0.4%	12.1%
利润总额	6.8	11.5	18.3	5.5	7.0	12.5	24.2%	64.0%	46.6%
所得税	1.3	2.1	3.4	1.0	1.3	2.3	27.5%	59.6%	46.0%
净利润	5.5	9.4	14.9	4.5	5.7	10.1	23.5%	65.0%	46.7%
少数股东权益	-0.03	0.00	-0.03	0.04	0.07	0.11	-173.1%	-100.0%	-123.8%
母公司净利润	5.5	9.4	14.9	4.4	5.6	10.0	25.1%	67.2%	48.6%
净利润率	6.1%	6.6%	6.4%	4.1%	3.9%	4.0%	48.8%	67.2%	59.6%
全面摊薄 EPS	0.30	0.50	0.79	0.24	0.30	0.53	25.1%	67.2%	48.6%

数据来源：联合证券研究所预测。

我们上调盈利预测，预计 09-11 年 EPS 分别为 1.40 元、1.63 元、1.87 元，分别较之前上调 9%、5%、5%。随着 09 年净利率达 6.4%，公司未来 2 年业绩弹性变小，但仍可保持稳定成长（行业成长+规模效应驱动费用率下降+产业升级加速+与大金合作凸现技术和产业链优势），预计未来 2 年净利润年增长为 15%。考虑到公司未来成长性和市场估值水平，09 年 20 倍 PE 应属合理水平，合理内在价值为 28 元。

对大股东减持的看法：市场倾向于将公司大股东减持视为负面因素，我们认为：大股东减持是基于国有资本退出竞争性行业的考虑，股权结构的多元化符合大股东、管理层和机构投资者等各方利益。

经济增速大幅低于预期影响消费信心

凉夏导致空调需求短期内低于预期

2

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	23277	21854	24842	27225	营业收入	42032	41288	47657	52422
现金	3666	5327	7636	9808	营业成本	33733	32187	37363	41099
应收账款	566	768	896	986	营业税金及附加	363	352	406	448
其它应收款	64	104	117	121	营业费用	4403	4313	4817	5193
预付账款	897	813	896	937	管理费用	1271	1271	1322	1402
存货	4790	4506	4809	4883	财务费用	85	29	-33	-62
其他	13295	10335	10489	10490	资产减值损失	3	20	20	20
非流动资产	7523	6253	6422	6586	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	4304	4641	4862	4788	营业利润	2339	3115	3761	4323
无形资产	450	590	730	870	营业外收入	83	60	60	60
其他	2768	1021	829	928	营业外支出	16	30	30	30
资产总计	30800	28107	31264	33811	利润总额	2406	3145	3791	4353
流动负债	23069	17993	19087	19279	所得税	278	472	682	783
短期借款	8	0	0	0	净利润	2128	2673	3109	3569
应付账款	8443	9656	9341	8220	少数股东损益	25	38	45	52
其他	14618	8337	9746	11060	归属于母公司净利润	2103	2636	3063	3517
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	2769	3531	4170	4743
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.68	1.40	1.63	1.87
其他	3	2	2	2					
负债合计	23073	17995	19089	19281	主要财务比率				
少数股东权益	250	287	333	385	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1252	1879	1879	1879	成长能力				
资本公积	779	153	153	153	营业收入	10.6%	-1.8%	15.4%	10.0%
留存收益	5469	7732	9741	12033	营业利润	70.1%	33.2%	20.7%	14.9%
归属母公司股东权益合计	7478	9824	11843	14144	净利润	65.6%	25.3%	16.2%	14.8%
负债和股东权益	30800	28107	31264	33811	获利能力				

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	28.1%	26.8%	25.9%	24.9%
经营活动现金流	369	2725	4049	3826	ROIC	153.6%	80.9%	99.5%	113.1%
净利润	2128	2673	3109	3569	偿债能力				
折旧摊销	345	387	441	482	资产负债率	74.9%	64.0%	61.1%	57.0%
财务费用	85	29	-33	-62	净负债比率				
投资损失	-9	0	0	0	流动比率	1.01	1.21	1.30	1.41
营运资金变动	-1360	-2011	364	-23	速动比率	0.80	0.96	1.05	1.16
其它	-820	1646	167	-141	营运能力				
投资活动现金流	369	-651	-720	-490	总资产周转率	1.49	1.40	1.61	1.61
资本支出	1022	590	562	332	应收账款周转率	53	57	54	52
长期投资	-2	-80	0	0	应付账款周转率	3.89	3.56	3.93	4.68
其他	1388	-141	-158	-158	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-296	-413	-1021	-1163	每股收益	1.12	1.40	1.63	1.87
短期借款	8	-8	0	0	每股经营现金流	0.20	1.45	2.16	2.04
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.98	5.23	6.30	7.53
普通股增加	417	626	0	0	估值比率				
资本公积增加	-410	-626	0	0	P/E	20.50	16.4	14.1	12.3
其他	-312	-404	-1021	-1163	P/B	5.77	4.39	3.64	3.05
现金净增加额	-892	1661	2308	2173	EV/EBITDA	14	11	10	8

数据来源: 联合证券研究所。

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

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

5047	10	68	17
518001		200120	
TEL: (86-755) 8249 3870	FAX: (86-755) 8249 2062	TEL: (86-21) 5010 6028	FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhq.com		E-MAIL: lzrd@lhq.com	

“ ”