

场有风险，投资需谨慎。

调研简报

格力电器 (000651)

推荐 (维持)

具备安全边际，维持“推荐”评级

2010年1月20日

分析师

蔡大贵

caidagui001@pingan.com.cn

联系人

朱政

021-62486940

zhuzheng003@pingan.com.cn

事项

近日，我们调研了格力电器，与证券部负责人进行了交流。

主要观点

近期公司经营动态。公司09Q4的经营，有以下几方面值得我们关注：

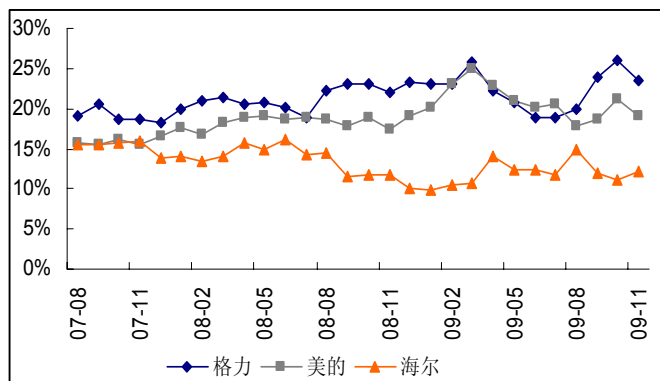
1.策略调整：09冷年旺季，公司主要以消化4、5级空调的渠道库存为主，并未力推高效空调。10冷年开盘后，公司销售的基本都是1、2级能效空调，销售策略也较为激进，主推的2级能效产品的售价直接与5级产品看齐。同时，公司力推变频空调，在国庆期间大力促销，变频空调占比迅速提升，部分地区节假日的变频销售占比已经上升到50%。公司策略调整后，09Q4的市场占有率迅速与对手拉开，竞争力可见一斑。

2.渠道补库存：09年旺季，公司着力于消化低能效空调的渠道库存，停产了4、5级空调，经销商要想卖4、5级空调，只能从别的经销商那边进货，使得渠道库存消化的很彻底。新冷年以来，经销商补库存意愿强烈。

3.淡季优势：从中怡康的零售数据来看，公司往往在淡季与竞争对手拉开差距，而淡季产品售价较高，多以新产品以及中高端产品为主，体现了公司较高的品牌美誉度。

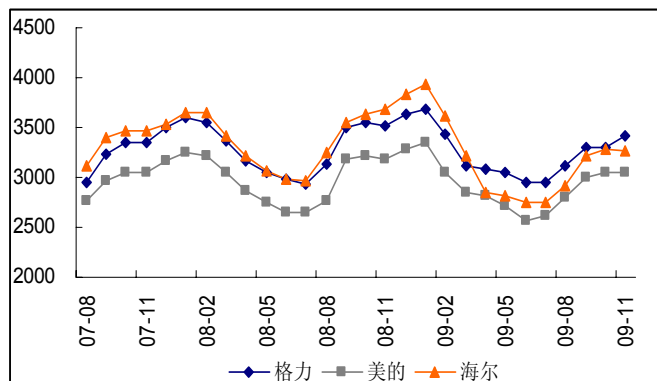
预计09Q4收入同比增长60%以上，全年收入有望同比持平。

图表1 格力09Q4终端市场占有率回升



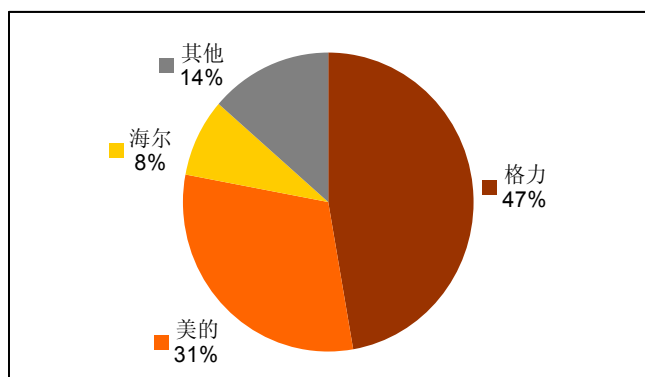
资料来源：中怡康

图表2 格力均价略高于竞争对手



资料来源：中怡康

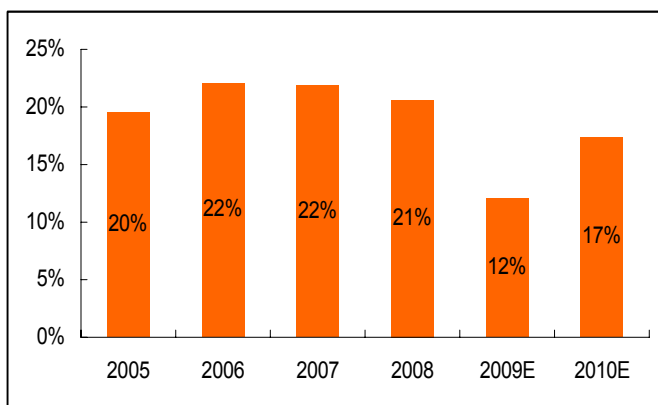
图表3 公司家电下乡份额大幅领先



资料来源：家电下乡信息系统

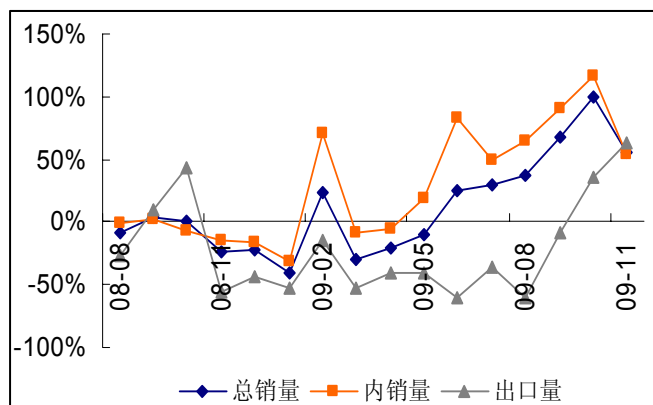
公司对2010年销售抱有较大信心。2010年的增长将主要来自出口的复苏，中央空调和小家电的发力。2010冷年以来，公司出口增长较好，得益于，一方面，行业出口逐渐恢复，另一方面，公司调整了销售策略，以前流失的一些客户开始回流。预计2010年出口有望恢复到08年水平。而中央空调和小家电业务前期投入较多，存在一定提升空间。

图表4 公司出口占比将逐步回升



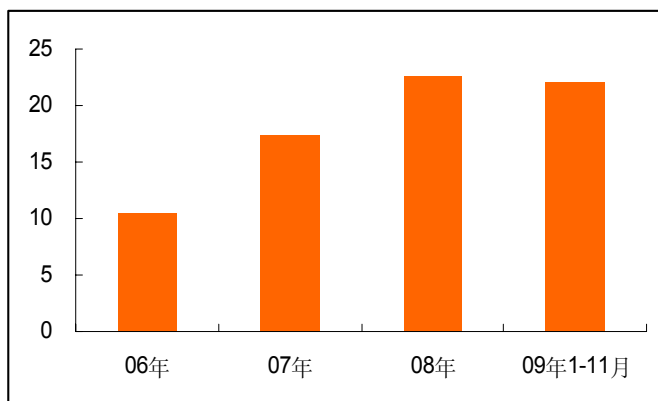
资料来源：公司定期报告，平安证券

图表5 公司内外销出货增速均转正



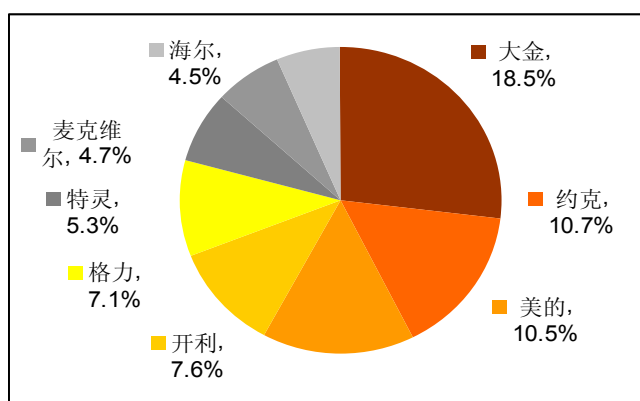
资料来源：产业在线

图表6 公司中央空调出货量稳步提升 单位：亿元



资料来源：产业在线

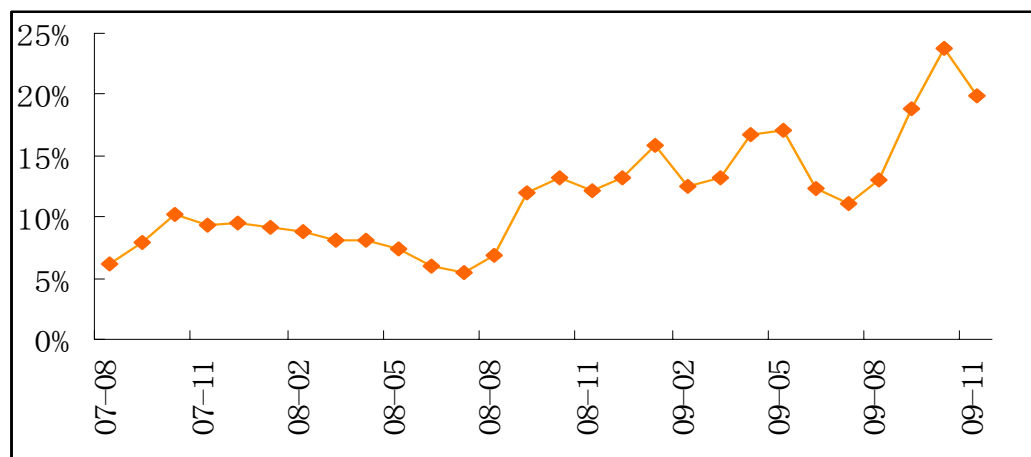
图表7 中央空调市场竞争格局



资料来源：产业在线

产品结构逐步优化，保证利润率水平。09 年旺季公司清空了 4、5 级定频空调的渠道库存，目前公司的产品结构中以 1、2 级定频空调为主。另外，公司 09 年的变频空调出货量占比 15%-20%，2010 年有望快速提升。产品结构的逐步优化，有利于维持目前已经较高的利润率水平。

图表 8 行业变频空调销量比重逐步上升

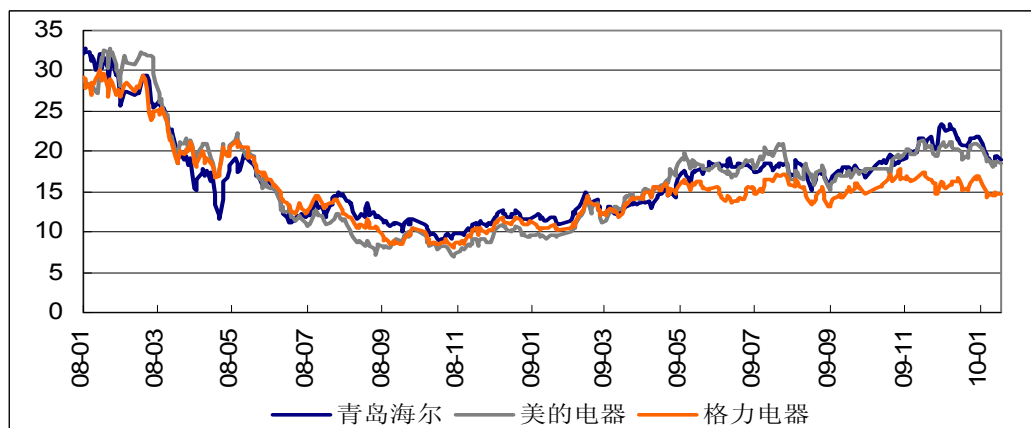


资料来源：中怡康

大股东减持接近尾声。由于格力集团目前是国有独资企业（2009 年 4 月 18 日公告），在国资委颁布的《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》中明确规定了总股本超过 10 亿股的上市公司，国有控股股东在连续三个会计年度内累计净转让股份的数量达到 5000 万股或累计净转让股份的比例达到上市公司总股本的 3%，应将转让方案逐级报国务院国有资产监督管理机构审核批准后实施。以 5000 万股作为减持上限，格力集团及其一致行动人格力地产，目前 10、11 年减持空间仅剩 400 万股左右，减持已经基本接近尾声。

估值及投资建议。预计公司 09 年、10 年、11 年的 EPS 为 1.47 元、1.75 元、2.05 元，对应的 PE 为 17 倍、15 倍和 12 倍。近期，公司的估值相对于其他白电企业偏低，我们认为增长空间、大股东减持、房地产是压制估值的原因。

图表9 近期格力估值低于美的、海尔

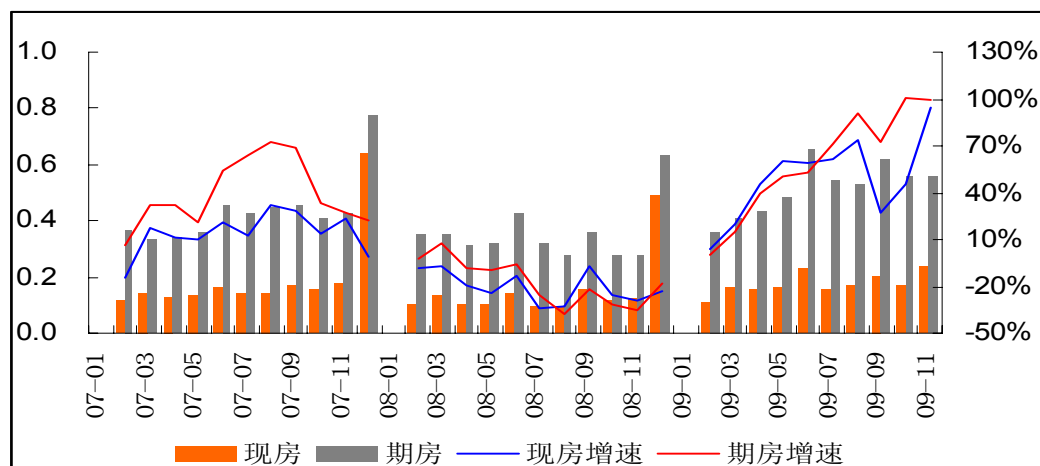


资料来源：朝阳永续一致预期

大股东减持的负面影响将会逐步消退；关于房地产，股价中已包含了一定程度的悲观预期，而我们认为现房、二手房销量下滑对空调的短期需求有一定影响，但房屋销售中占比更大的期房（一般交房时间在1年半），使得09年部分自住需求在2010年才会释放，房地产的实际影响可能没有市场预期的那么悲观；关于增长空间，公司的家用空调内销依然会稳步增长，出口业务比例不高，有进一步提升的空间，中央空调和小家电进入高速增长期。同时，我们认为公司在空调领域的制冷技术积累，非常有利于其向制冷产业进行延伸，未来增长空间可期，估值水平有望随之提升。目前，公司股价已经具备一定安全边际，我们暂时维持“推荐”评级。

图表10 全国现房和期房月度销售面积

单位：亿平方米



资料来源：国家统计局

盈利预测表

12月31日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	26,334	38,009	42,032	42,063	50,293	58,107
同比增长率（%）		44.3%	10.6%	0.1%	19.6%	15.5%
归属母公司净利润（百万）	641	1,245	1,812	2,718	3,245	3,791
同比增长率（%）		94.4%	45.5%	50.0%	19.4%	16.8%
每股盈利（元）	0.35	0.67	0.98	1.47	1.75	2.05
市盈率（倍）	74.9	38.5	26.5	17.6	14.8	12.7
市净率（倍）	14.5	8.5	6.5	4.9	3.9	3.2
市销率（倍）	1.82	1.26	1.14	1.14	0.95	0.83
股息率	0.00%	1.16%	0.58%	1.70%	2.03%	2.37%

资料来源：平安证券，按最新股本摊薄

近期相关报告

预收账款创历史新高，维持“推荐”评级——2009年10月30日

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257