

湘财证券研究所
家电行业
刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

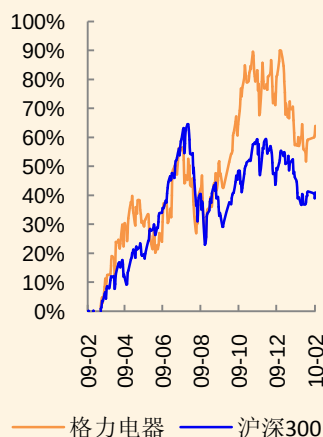
E-Mail: lfy2840@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

公司股价最近一年走势:



□ **空调销售淡季不淡** 2009 年公司调整产品结构, 加大消化库存, 三季度公司主营收入增速实现转正。预计 2009 年全年公司销售收入基本与 2008 年持平, 但净利润将会有较大幅度增长, 主要在于公司 2009 年推出了包括高能效空调等较多的科技创新产品, 得到了消费者的认可, 销售强劲; 此外 2009 年原材料价格较为平缓, 没有大起大落, 使公司保证了一定的毛利率水平, 我们预计 2009 年公司毛利率有望达到近几年的高位。

□ **市场份额依然领先** 根据国家电网的数据, 2009 年 12 月, 格力空调终端零售量占有率达 23.5%, 全年的份额均高于美的、海尔, 位居首位。根据历史数据, 格力一向在淡旺季的市场份额差异较大, 其淡季的占有率一般高于旺季。我们认为主要是由于, 旺季时空调需求量大, 需求一般在短时间内集中释放, 众多中小品牌活跃竞争。而淡季时, 空调需求的重心逐渐转移至中高端产品, 格力作为强势品牌的优势得以显现。

□ **产品结构优化** 目前公司只生产三类产品: 一是家电下乡产品; 二是 1、2 级高能效产品; 三是变频空调。3 级低能效空调主要依靠订单制生产。09 年以来, 公司根据市场需求逐步加大的变频空调的生产量, 变频空调的销量比重逐步上升, 目前公司变频空调的销量占比约为 10%。与大金公司达成合作后, 强强联合为公司带来了每年 50 万变频空调的 OEM 订单, 更重要的是公司获得了变频空调的核心技术。公司认为中央空调的潜力大于家用空调, 目前中国的重要空调市场主要被极国外品牌占据, 对于国内企业而言, 中央空调生产企业都是从家用空调发展起来的, 相对外资品牌历史较短, 但国内企业具有本土化的优势及渠道优势。公司将在中央空调业务上加大投入, 并逐渐培养更多具有中央空调安装资质的经销商。

□ **盈利预测** 我们预计公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 1.51 元、1.83 元和 2.19 元, 根据 2 月 25 日收盘价 25.98 元, 对应的市盈率分别为 17.21 倍、13.89 倍和 11.86 倍, 我们认为公司 6-12 个月的目标价为 36.5 元较为合理, 维持公司“买入”评级。

□ **风险提示** 空调相关政策存在不确定性。

盈利预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	38,009.2	42,032.4	42,717.6	50,463.3	57,825.5
增长率 YOY (%)	44.33%	10.58%	1.63%	18.13%	14.59%
净利润(百万元)	1,269.8	2,102.7	2,837.4	3,433.5	4,115.5
增长率 YOY (%)	83.56%	65.60%	34.94%	21.01%	19.86%
EPS (元)	1.52	1.68	1.51	1.83	2.19

数据来源: 湘财证券研究所

空调销售淡季不淡

受金融危机影响，公司前三季度销售情况并不太理想，但进入新的冷冻年后，公司空调销售有较大增长，市场占有率也有所提升。由于整个空调业受金融危机影响较大，行业淡季打款压货的高库存运营模式受到了挑战，各空调厂商、渠道纷纷致力于去库存。2009 年公司调整产品结构，加大消化库存，三季度公司主营收入增速实现转正。预计 2009 全年公司销售收入基本与 2008 年持平，但净利润将会有较大幅度增长，主要在于公司 2009 年推出了包括高效空调等较多的科技创新产品，得到了消费者的认可，销售强劲；此外 2009 年原材料价格较为平缓，没有大起大落，使公司保证了一定的毛利率水平，我们预计 2009 年公司毛利率有望达到近几年的高位。

图 1 公司单季度营业收入变化

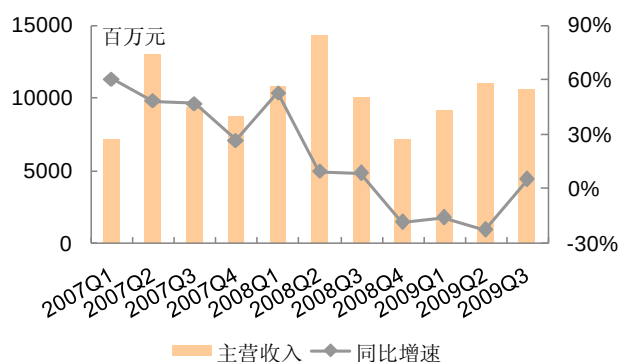
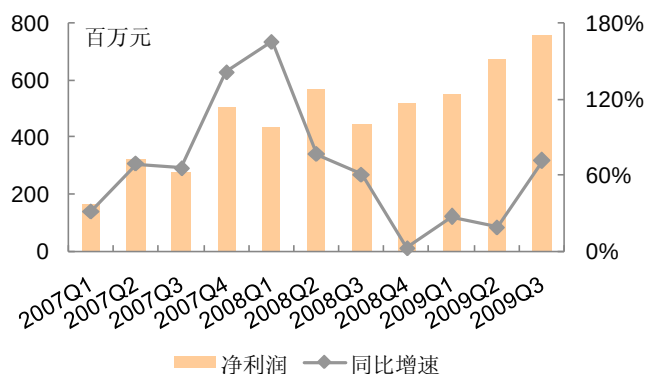
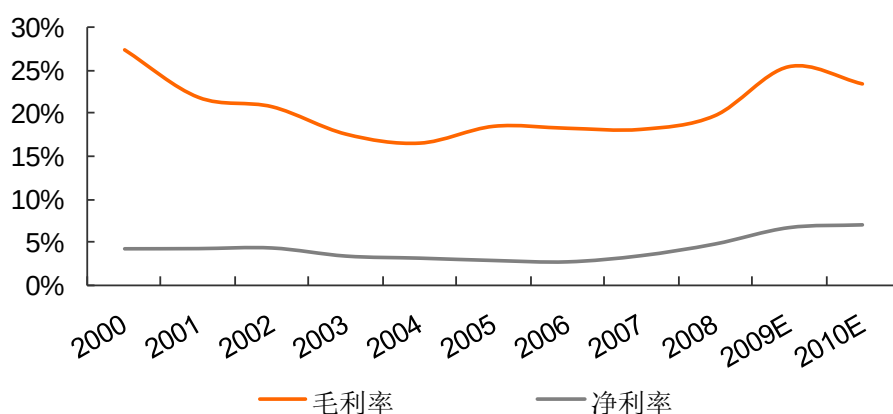


图 2 公司单季度净利润变化



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 3 公司最近几年毛利率和净利率变化



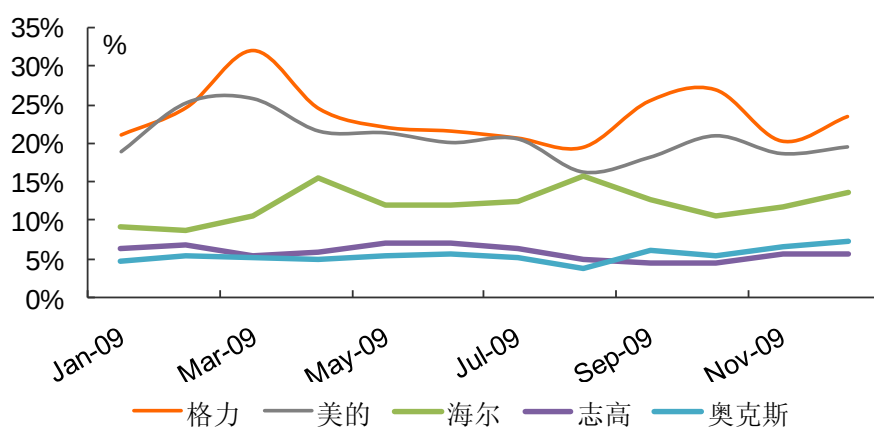
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

根据国家电网的数据，2009 年 12 月，格力空调终端零售量占有率达 23.5%，全年的份额均高于美的、海尔，位居首位。根据历史数据，格力一向在淡季的市

场份额差异较大，其淡季的占有率一般高于旺季。我们认为主要是由于，旺季时空调需求量大，需求一般在短时间内集中释放，众多中小品牌活跃竞争。而淡季时，空调需求的重心逐渐转移至中高端产品，格力作为强势品牌的优势得以显现。

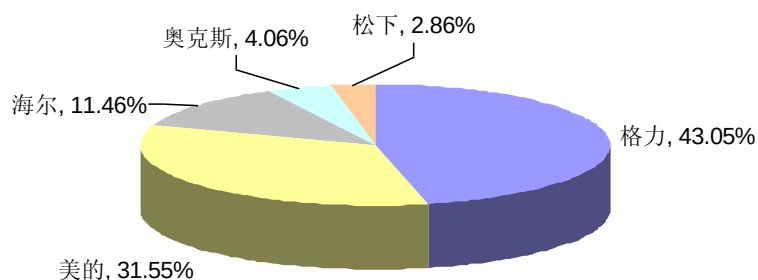
在空调下乡的销售中，格力的品牌优势更加明显。2009年1-9月空调下乡数据显示，格力空调市场占有率高达43.05%，位居首位；比位居第二位的美的电器高12.4个百分点。空调在农村的保有量相对较低，对于农村消费者而言，空调尚属于奢侈生活家电，我们认为农村消费者在选购空调时更加注重品牌知名度，格力电器作为十几年专注于空调发展的空调制冷业的龙头，在农村市场已经得到广泛认可。

图4 2009年主要空调品牌市场份额变化



数据来源：中国家电网，湘财证券研究所

图5 2009年1-9月空调下乡销售结构



数据来源：家电下乡信息管理系统，湘财证券研究所

产品结构逐渐优化

公司二级以下能效空调库存较少，四五级产品已基本清空。目前公司只生产三类产品：一是家电下乡产品；二是1、2级高能效产品；三是变频空调。其中1、2级空调产品线不断丰富，3级定频空调主要依靠订单制生产。预计上半年空调市场几乎全部成为高能效等级产品。09年以来，公司根据市场需求逐步加大的变频空调的生产量，变频空调的销量比重逐步上升，目前公司变频空调的销量占比约为10%。长期来看，公司将主打变频系列，虽目前高能效定频空调享受国家补贴，但补贴仅有3年，3年后变频空调的优势更加明显。与大金公司达成合作后，强强联合为公司带来了每年50万变频空调的OEM订单，更重要的是公司获得了变频空调的核心技术，在产品开发上将会更胜一筹。

公司认为中央空调的潜力大于家用空调，很多高档住宅楼盘也开始用小型的中央空调。目前中国的重要空调市场主要被极大国外品牌占据，对于国内企业而言，中央空调生产企业都是从家用空调发展起来的，相对外资品牌历史较短，但国内企业具有本土化的优势及渠道优势。公司将在中央空调业务上加大投入，并逐渐培养更多具有中央空调安装资质的经销商。

出口业务增长将大于内销

2009年受国外消费不振的影响，公司空调出口业务有较大下滑，其中1/3的空调是以自有品牌出口，2/3是OEM。2010年公司将加大自主品牌建设，不断提高自主品牌比例，以提高出口业务的综合毛利率。预计今年出口收入的增长将大于内销，是恢复性的增长，增速有望达40%以上，对2010年全年的销售额将有较大贡献。

房地产对公司空调销售的影响有限

目前市场上一致看淡2010年的房地产市场，公司认为，房地产市场的低迷对公司空调销售的影响并不太大，这与我们在2010年度策略报告中的观点是一致的。根据我们测算的结果，对于空调而言，房地产带动的新房新置需求在空调总增长中的比重仅占9.6%的比例；而且房地产对空调的拉动是滞后的，我们认为2010年空调的新房新置需求主要来自2008-2009年新房销售的带动。综上我们认为，房地产市场对公司空调业务的销售有限。

中国空调市场的刚性需求是非常大的，城镇市场的空调保有量较高，2008年城镇每百户家庭空调的保有量已超过100台。城镇空调在2002年出现一轮新置高峰，而根据国家标准化委员会的标准，空调的安全使用年限为8-10年，由此测算这批空调目前已达到安全使用年限，面临更新换代的需求，尤其是很大一部分老式窗机的急需更新。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 1.51 元、1.83 元和 2.19 元，根据 2 月 25 日收盘价 25.98 元，对应的市盈率分别为 17.21 倍、13.89 倍和 11.86 倍，我们认为公司 6-12 个月的目标价为 36.5 元较为合理，维持公司“买入”评级。

表 1 盈利预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	38,009.2	42,032.4	42,717.6	50,463.3	57,825.5
增长率 YOY (%)	44.33%	10.58%	1.63%	18.13%	14.59%
净利润(百万元)	1,269.8	2,102.7	2,837.4	3,433.5	4,115.5
增长率 YOY (%)	83.56%	65.60%	34.94%	21.01%	19.86%
EPS (元)	1.52	1.68	1.51	1.83	2.19

数据来源：湘财证券研究所

风险提示

空调相关政策存在不确定性。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。