

利润增长快于收入增长

推荐 维持评级分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010 年 4 月 27 日格力电器 (000651.SZ) 公布了 2009 年年报, 公司 2009 年营业收入达到 424.58 亿元, 同比增长 1.04%; 营业利润为 29.75 亿元, 同比增长 27.18%, 归属上市公司股东净利润为 29.13 亿元, 同比大幅增长 48.15%。稀释每股收益为 1.55 元。全面摊薄净资产收益率 33.48 为%, 每股经营活动产生的现金流净额为 5.03 元, 同比大幅增长 1634.48%, 每股净资产 5.31 元。2009 年公司的利润分配预案为: 以公司总股本 187,859.25 万股为基数, 每 10 股派 5 元 (含税), 并向全体股东每 10 股送红股 5 股。

2. 我们的分析与判断

格力电器 (000651.SZ) 是我国空调行业的龙头企业, 在 2009 年全球经济危机的环境下, 公司收入和利润保持了增长, 公司的经营基本符合我们的预期。

格力电器 (000651.SZ) 2009 年实现了 1.04% 的微幅增长, 与我们的预期相比, 营业收入 424.58 亿元略超出预期 (我们预计收入为 391 亿元)。2009 年前两个季度公司营业收入下降, 但进入到三季度和四季度后, 收入快速增长, 尤其是四季度公司销售收入大幅增长 68.79% (具体参见表 1), 基本上与行业的销售节奏相同 (具体参见图 1 和图 2)。公司目前依然占据着行业第一的位置, 在营销、产品设计、生产等各个方面处于领先地位。从收入的内销和出口分布来看, 国内销售占据了总收入的 85.06%, 销售收入增速为 12.16%; 出口占据总收入的 14.94%, 收入增速为 -38.34%。从 2010 年第一季度行业增长来看, 国内行业销售增长达到 51.41%, 出口增速也反弹至 27.45%, 形势不错, 我们预计 2010 年空调行业销售有可能好于 09 年, 公司有望保持较高的增速。

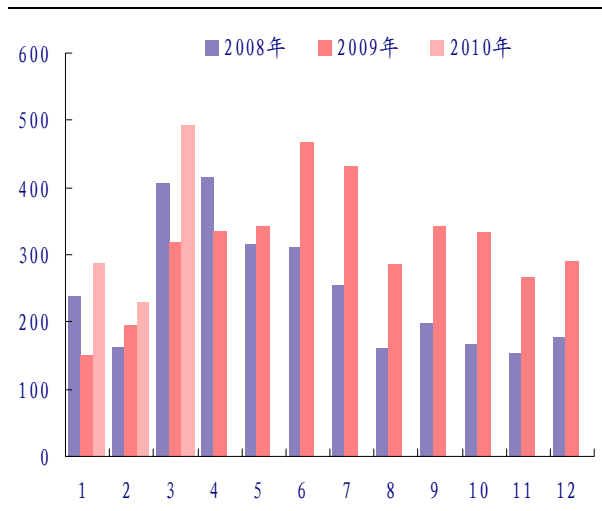
公司销售收入虽然放缓, 但是盈利却增长强劲。在 2009 年的四个季度中, 公司毛利率和净利率保持在高位 (具体参见表 1)。从外部环境看, 这主要得益于大宗原材料价格回落至低位; 从公司内部来看, 公司加大了技术投入和创新, 2009 年公司推出新品月亮女神 G-Matrik 直流变频空调和“王者独尊”节能柜机等产品提高了产品的盈利能力。公司在 2009 年也加大了市场投入, 我们看到公司的销售费用和管理费用同比分别增长了 31.69% 和 23.25%, 费用率也同步上升, 所以导致净利率的增长低于毛利率的增长。在 2010 年 3 月 3 日, 国家相关管理部门发布了新的《房间空气调节器能效限定值及能效等级》强制性国家标准, 高效能、低能耗的定频空调和变频空调将逐渐成为市场主流, 目前, 公司在这些方面有较好的储备, 将有助于未来公司利润率的提升。

凭借着良好的品牌吸引力, 格力电器 (000651.SZ) 年末预收账款达到 88.72 亿元, 依然处于高位。公司经营活动现金流净额增长较快。经营活动产生的现金流净额达到 94 亿元, 同比大幅增长 2464.06%, 也远远高于收入和利润的增速, 显示出公司对下游渠道良好的控制能力, 公司收入和利润增长有良好的现金流支撑。另外, 2009 年公司收到节能补贴 (2.41 亿元) 等各种补助共 3.4 亿元。

3. 投资建议

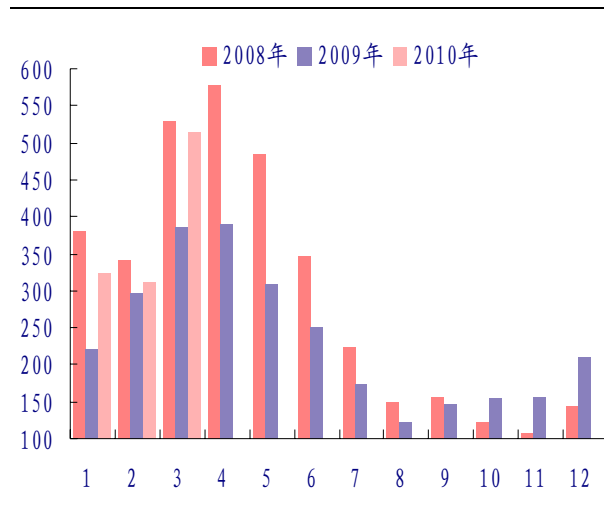
虽然收入有所放缓, 但是格力电器 (000651.SZ) 利润依然保持了高速的增长。从长期来看, 公司拥有雄厚的技术实力和渠道整合能力, 在空调领域有着强大的核心竞争力, 随着行业逐步复苏, 公司将恢复增长。我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 1.79 元和 2.08 元, 维持给予公司“推荐”评级。

图 1: 2008-2010 年中国空调内销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 2: 2008-2010 年中国空调外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

表 1 格力电器 (000651.SZ) 分季度数据对比表

单位: 亿元	2009 4Q	增长率	2009 3Q	增长率	2009 2Q	增长率	2009 1Q	增长率	2008 4Q	2008 3Q	2008 2Q	2008 1Q
营业收入	118.92	68.79%	105.75	5.38%	109.58	-22.72%	90.33	-16.15%	70.45	100.35	141.79	107.73
营业成本	90.9	69.70%	79.37	-0.55%	80.75	-30.32%	68.54	-22.18%	53.57	79.81	115.89	88.07
毛利率	23.56%	-	24.95%	-	26.31%	-	24.12%	-	23.97%	20.47%	18.27%	18.25%
营业税金及附加	1.47	109.99%	1.08	-22.30%	0.84	-3.45%	0.64	-4.48%	0.70	1.39	0.87	0.67
销售费用	14.02	91.87%	14.41	21.19%	17.9	19.81%	11.65	17.80%	7.31	11.89	14.94	9.89
销售费用率	11.79%	-	13.63%	-	16.34%	-	12.90%	-	10.37%	11.85%	10.54%	9.18%
管理费用	6.88	44.09%	3.36	25.37%	3.09	18.39%	2.34	-12.03%	4.77	2.68	2.61	2.66
管理费用率	5.79%	-	3.18%	-	2.82%	-	2.59%	-	6.78%	2.67%	1.84%	2.47%
财务费用	-0.67	-	-0.35	-	-0.14	-	0.19	-47.22%	-0.64	0.84	0.28	0.36
资产减值损失	0.1	-132.36%	-0.38	-70.08%	-0.03	-104.35%	0.6	-34.78%	-0.31	-1.27	0.69	0.92
投资净收益	0.07	-36.00%	0.01	-150.00%	0	-	-0.01	-	0.11	-0.02		
营业利润	6.95	25.81%	8.7	56.19%	7.42	6.61%	6.68	25.09%	5.52	5.57	6.96	5.34
营业外收入	3.23	604.84%	0.23	475.00%	0.57	216.67%	0.15	0.00%	0.46	0.04	0.18	0.15
营业外支出	0.03	-150.19%	0.01	-87.50%	0.03	-72.73%	0.05	66.67%	-0.06	0.08	0.11	0.03
利润总额	10.14	67.82%	8.92	61.30%	7.96	13.23%	6.78	24.18%	6.04	5.53	7.03	5.46
净利润	9.3	77.23%	7.64	69.03%	6.86	19.10%	5.52	25.45%	5.25	4.52	5.76	4.4
归属母公司净利润	9.22	77.77%	7.6	71.17%	6.77	19.19%	5.54	27.06%	5.19	4.44	5.68	4.36
净利率	7.75%	-	7.19%	-	6.18%	-	6.13%	-	7.36%	4.42%	4.01%	4.05%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 2 格力电器（000651.SZ）年度财务指标对比

单位：亿元	2009	增长率	2008	增长率	2007	增长率	2006
营业收入	424.58	1.01%	420.32	10.58%	380.09	44.33%	263.34
营业成本	319.56	-5.27%	337.33	8.41%	311.17	44.56%	215.25
毛利率	24.74%	4.99%	19.74%	1.61%	18.13%	-0.13%	18.26%
营业税金及附加	4.03	11.13%	3.63	14.47%	3.17	39.47%	2.27
销售费用	57.98	31.69%	44.03	1.23%	43.49	47.53%	29.48
销售费用率	13.66%	3.18%	10.47%	-0.97%	11.44%	0.25%	11.20%
管理费用	15.67	23.25%	12.71	46.30%	8.69	8.37%	8.02
管理费用率	3.69%	0.67%	3.02%	0.74%	2.29%	-0.76%	3.04%
财务费用	-0.97	-	0.85	-	-0.10	-	-0.04
资产减值损失	0.29	962.17%	0.03	-82.24%	0.15	-53.14%	0.33
投资净收益	0.07	-25.67%	0.09	-	-0.01	-	0.00
营业利润	29.75	27.18%	23.39	70.15%	13.75	66.20%	8.27
营业外收入	4.18	402.79%	0.83	30.49%	0.64	88.52%	0.34
营业外支出	0.12	-25.31%	0.16	32.21%	0.12	-0.90%	0.12
利润总额	33.80	40.47%	24.06	68.70%	14.26	68.05%	8.49
净利润	29.32	47.20%	19.92	54.74%	12.87	83.36%	7.02
归属母公司的净利润	29.13	48.13%	19.67	54.87%	12.70	83.56%	6.92
净利率	6.86%	2.18%	4.68%	1.34%	3.34%	0.71%	2.63%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908