

格力电器(000651)

推荐

——“技术&资源”巩固龙头地位，低估值凸显较高安全边际

上调评级

可选消费/家用电器

发布时间：2010-05-11

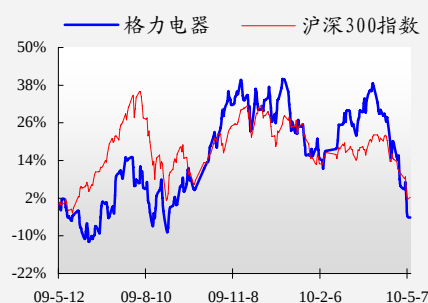
投资要点：

- 2009 年，公司内销额同比增长 12.16%，出口额同比下降 38.34%，其中一个重要原因是公司在 2009 年放弃了一些较大的出口订单；公司 2009 年市场龙头地位稳固，其中内销份额 39%，遥遥领先于行业内其他企业。
- 目前公司出口订单饱满，出现供不应求的良好局势；预计 2010 年公司出口会有 50%左右的增长，主要来自于印度、南非等新兴市场，自主品牌出口占比也会有所提升。
- 低成本效应和产品结构优化下，公司 2009 年销售毛利率也达到 24.73%的历史高点，较 2008 年提升 4.99 个百分点，但随着原材料价格上涨，未来毛利率下滑已不可避免。
- 在领先技术优势下，公司在变频空调领域的拓展步伐也将逐步加快，预计 2010 年公司变频空调销量将会超过 400 万台，所占其空调销量比重达到 20%以上。
- 目前公司拥有年产 1000 万台压缩机和 2000 万台电机的生产能力（珠海基地）；随着合肥项目的建成达产，公司配件自给能力将逐步增强，成本控制能力也越来越强，竞争优势更加突出。
- 公司继续加大对中央空调的投入力度，预计未来三年，公司中央空调销量每年会以 50%的速度增长，成为重要的利润增长点。
- 我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.79 元、2.06 元和 2.33 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 8 倍，估值优势明显，调高投资评级至“推荐”。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	4,245,777	1.01	291,345	48.15	1.55		12.73	
2010E	5031246	18.5	336395	15.46	1.79		11.02	
2011E	6004792	19.35	386633	14.93	2.06		9.59	
2012E	7038217	17.21	437120	13.06	2.33		8.48	

走势图



市场数据

2010-5-11

收盘价：	19.74 元
52 周最高价：	29.61 元
52 周最低价：	17.98 元
平均持仓成本：	25.48 元

基本数据

2010Q1

总股本（万股）：	187,859
流通 A 股（万股）：	187,859
每股收益（元）：	0.34
每股净资产（元）：	5.64
每股经营现金流（元）：	1.27
市净率：	3.50

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550108101210

TEL: (8621)63367000 - 270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

内容目录

一、 09 年公司销售情况回顾	3
(一) 市场销量份额连续 15 年国内第一	3
(二) 下半年转好促全年营收实现正增长	3
(三) 内外市场销售冰火两重天	4
(四) 毛利率创下九年来新高	4
(五) 营业费用率和管理费用率均有上升	5
二、 10 年高毛利率难维持，出口增长是亮点	5
(一) 内销增长低于预期，出口增长较为显著	5
(二) 毛利水平下降已不可避免	5
三、 “技术和资源”是其继续巩固龙头地位的两大法宝	6
(一) 公司拥有领先的变频技术	6
(二) 上游配件自供能力增强	6
(三) 与大金合作进入实际产出元年	6
(四) 小结	6
四、 中央空调成为公司未来重要利润增长点	7
五、 盈利预测和投资建议	7

图表目录

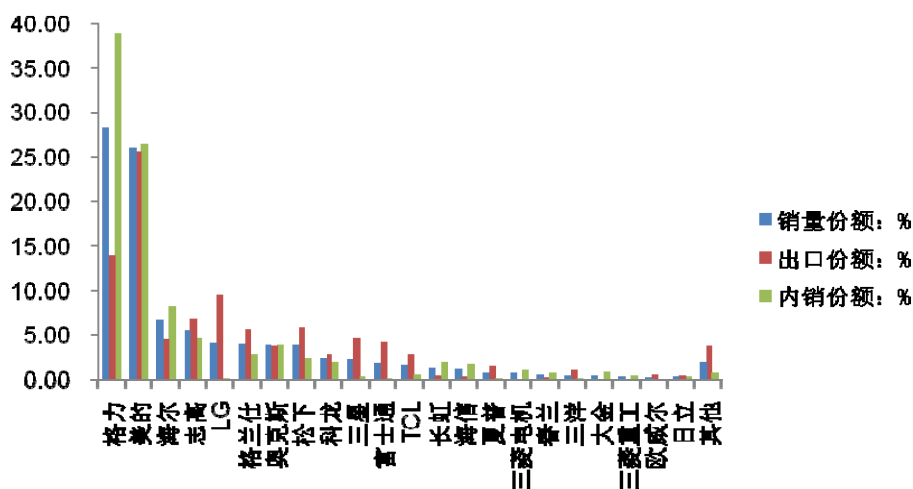
图 1: 2009 年主要空调企业销量份额基本概况	3
图 2: 近两年各个季度营收及增长情况	4
图 3: 公司内外销增长变化情况	4
图 4: 09 年毛利率创九年来新高	5
表 1: 利润预测表	7

一、2009 年公司销售情况回顾

(一) 市场销量份额连续 15 年国内第一

根据产业在线数据，2009 年，公司空调总产量 1766 万台，总销量 1858 万台，其中内销 1464.5 万台，出口 393.5 万台；市场份额来看，2009 年公司空调销量市场份额为 28.26%，稳固行业龙头地位；内销份额 39%，高出行业第二位的美的 12.53 个百分点，遥遥领先于行业内其他企业；出口份额 13.96%，低于美的 11.65 个百分点，位居第二。

图 1：2009 年主要空调企业销量份额基本概况



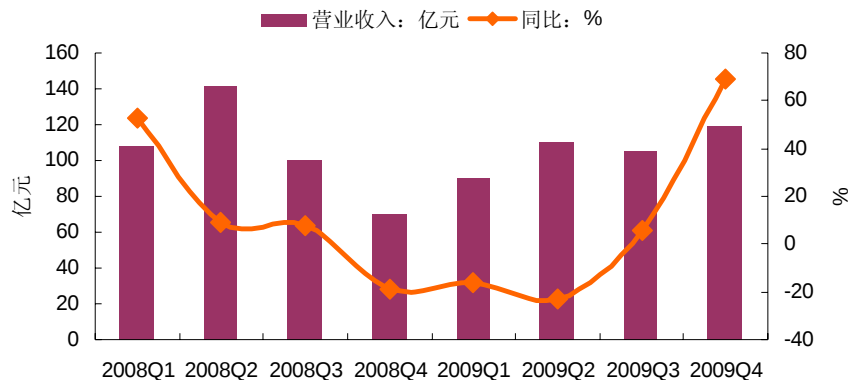
数据来源：产业在线，东北证券金融与产业研究所。

(二) 下半年转好促全年营收实现正增长

2009 年，公司实现营业总收入 426.37 亿元，比上年同比增长 1.04%，其中空调产品销售收入 383.29 亿元，同比增长 0.38%；实现利润总额 33.8 亿元，同比增长 40.48%。

受金融危机影响，公司业绩增速自 2008 年第四季度开始出现明显放缓，营业收入连续三个季度出现负增长，在“家电下乡”政策的推动下以及伴随宏观经济逐步摆脱低迷，2009 年第三季度空调行业开始出现好转，公司营业收入增长开始由负转正，且第四季度销售情况较前期相比可谓火爆，且在 2008 年第四季度较低基数的基础上，公司第四季度营业收入实现了高达 68.8% 的增长速度，致 2009 年全年营业收入实现了正增长。

图 2：近两年各个季度营收及增长情况

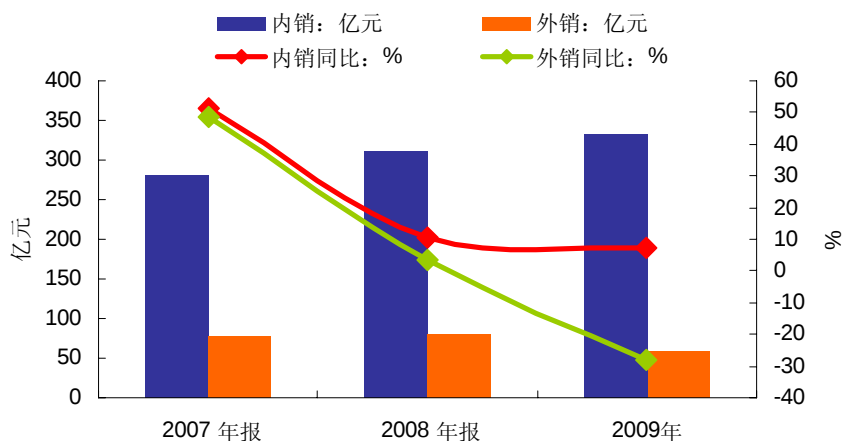


数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

（三） 内外市场销售冰火两重天

2009 年，公司国内市场实现销售收入 332.34 亿元，占销售总收入的比例为 85.06%，同比增长 12.16%；国外市场实现销售收入 58.35 亿元，占销售总收入比例为 14.94%，同比下降 38.34%，其中一个重要原因是公司在 2009 年放弃了一些较大的出口订单。

图 3：公司内外销增长变化情况

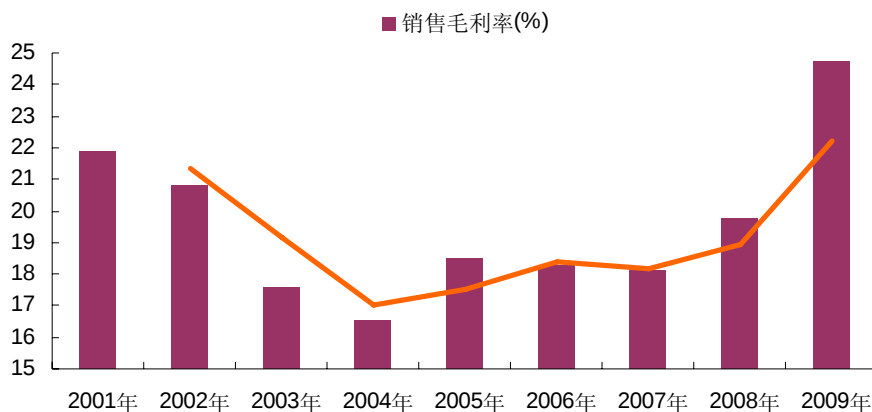


数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

（四） 毛利率创下九年来新高

在较低的原材料价格带来的低生产成本环境下，以及伴随公司产品结构的不断优化，公司 2009 年销售毛利率达到 24.73%，较 2008 年提升 4.99 个百分点；其中，空调及配件毛利率为 24.86%，比上年增加 4.43 个百分点。

图 4：2009 年毛利率创九年来新高



数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

(五) 营业费用率和管理费用率均有上升

2009 年，公司营业费用为 57.98 亿元，比上年同期增长 31.69%；公司营业费用率为 13.6%，比上年同期同比增加 3.16 个百分点。主要是 2009 年公司内销收入增长和国内市场渠道投入加大对应的销售费用增加；具体来看，2009 年，公司继续加大专卖店建设步伐，完善专卖店建设布局，借助“节能惠民工程”在中心城市建设格力标志性的形象旗舰店；在家电下乡政策下，进一步加快对三、四级市场的开发、建设和培育。

2009 年，公司管理费用为 15.67 亿元，同比增长 23.22%，管理费用率为 3.68%，同比增加 0.66 个百分点；主要是公司为加快空调产业升级，在 2009 年继续加大技术研发投入。

二、2010 年高毛利率难维持，出口增长是亮点

(一) 内销增长低于预期，出口增长较为显著

从公司披露数据来看，2010 年 1 季度，公司实现销售收入 102.27 亿元，同比增长 12.77%；其中 1 季度公司内销增长平稳，出口增长显著。

1 季度，公司销售收入增长幅度低于预期，主要是由于内销中涉及的补贴记账方式的影响。公司在 1 季度的销售中只能按照扣除补贴后的价格计算收入，等补贴拿到后再计入营业外收入，从而影响了公司 1 季度的营业收入增长。预计 2010 年全年公司内销会有超过 10% 的增长。

在 2009 年同期较低的基数影响下，公司 2010 年 1 季度出口增长显著。公司方面也表示，目前公司出口订单饱满，认为今年压缩机厂的压缩机都生产不过来，出口出现供不应求的良好局势。预计 2010 年公司出口会有 50% 左右的增长，主要来自于印度、南非等新兴市场，自主品牌出口占比也会有所提升（目前占比三分之一左右）。

(二) 毛利水平下降已不可避免

2009 年，受较低原材料价格影响，整个行业的毛利率都达到了前所未有的高点，

但未来这种较高毛利率水平是无法持续的。2010 年空调产品毛利率水平将受到两大主要方面因素的不利影响而下降，一个是在今年 6 月之前，空调厂商终端出货的压力很大（空调厂商的产品定价都是考虑能效补贴的，所以产品出去之后补贴没有收回来之前是不能随意调整价格的）；另外就是原材料价格的上涨的影响。

三、“技术和资源”是其继续巩固龙头地位的两大法宝

（一） 公司拥有领先的变频技术

变频技术包括变频压缩机的技术和控制器、电源模块方面的技术，公司目前已经掌握着一整套技术；此外，公司已经具备低频运转技术，这也是变频技术最为核心的特点，目前国内能够达到这一技术水准的只有公司一家。在领先技术优势下，公司在变频空调领域的拓展步伐也将逐步加快，预计 2010 年公司变频空调销量将会超过 400 万台，所占其空调销量比重达到 20% 以上。

（二） 上游配件自供能力增强

公司压缩机和电机目前有珠海和合肥两大生产基地；从产能上来看，目前珠海拥有年产 1000 万台压缩机和 2000 万台电机的生产能力；公司目前压缩机和电机自供比例约为 45%，其中包括与大金合作生产的压缩机中的 50%。另外，公司压缩机和电机合肥生产基地项目也已经开工建设，规划年产 500 万台变频压缩机和 1300 万台电机，其中一期工程规划年产能 1300 万台电机，预计今年 8 月份可以投产，9 月份可以量产；压缩机项目预计明年 3 月份投产，5 月份可以量产。

随着合肥项目的建成达产，公司配件自给能力越来越强，在原材料涨价趋势下，公司生产成本的控制能力也越来越强，竞争优势更加突出。

（三） 与大金合作进入实际产出元年

2010 年是公司与日本大金合作进入实际产出元年，除了压缩机、电机、模具等有形产品外，技术上联合开发将从零部件开发、产品设计、空调整机技术到生产工艺等全面深入展开，通过双方融合先进的生产工艺、技术和严格的质量管理体系，制造具有国际竞争力的产品，利用先进的节能技术，大幅度降低空调能耗，减缓地球温室化效应，为保护地球环境做出积极的贡献。同时联合采购也将尽显规模优势，降低原材料的价格波动风险，形成协同竞争的整合模式，有利于优势互补，共同推进空调事业，为全球消费者提供更环保、节能的专业产品。

（四） 小结

原材料成本低点已过，未来行业整体盈利能力下滑风险加剧。2010 年，原材料价格上涨将是家电制造企业需要面对的一个重要问题，这必将给家电行业带来新一轮的洗牌。对此，家电行业的“马太效应”在 2010 年将表现更为显著，具有较强综合实力的龙头企业而言无疑将会获取更多的市场份额。此外，上游配件自供能力较好的家电制造企业也具有较好的成本上升压力承受能力。同时，越来越严格的空调能效标准，考验的是空调企业的自主研发能力，该行业已经开始由劳动密集型向技术密集型转变；产业升级趋势下，技术已经成为企业参与竞争的一个重要筹码。

因此，格力作为空调行业的龙头企业，拥有行业内领先的技术水平和显著的规模优势，同时有着越来越强的资源自给（或者说配件自供）能力，其显著的竞争优势将继续巩固其行业龙头地位。

四、中央空调成为公司未来重要利润增长点

目前，公司在大型中央空调中的影响力逐步增强，据公司方面介绍，目前已经由最初的每月一个订单上升至每天一个订单了。作为公司 2010 年的战略发展重点，公司在中央（商用）空调、工业制冷领域将继续加大投入，对其实行独立核算，将在中央（商用）空调、工业制冷领域做强做大。预计未来三年，公司中央空调销量每年会以 50% 的速度增长，成为公司重要的利润增长点。

五、盈利预测和投资建议

结合前文分析，我们认为公司 2010 年、2011 年和 2012 年营业收入将以 18.5%、19.35% 和 17.21% 的速度增长，对应 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.79 元、2.06 元和 2.33 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 8 倍，估值优势明显，调高投资评级至“推荐”。

表 1：利润预测表

（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	42458	50312	60048	70382
减：营业成本	31956	38841	46597	54898
营业税金及附加	403	478	570	669
营业费用	5798	5786	6845	8045
管理费用	1567	1509	1681	1900
财务费用	-97	-284	-391	-494
资产减值损失	29	0	0	0
加：投资收益	7	0	0	0
公允价值变动损益	2	0	0	0
其他经营损益	164	0	0	0
营业利润	2975	3982	4745	5364
加：其他非经营损益	406	0	0	0
利润总额	3380	3982	4745	5364
减：所得税	449	597	854	966
净利润	2932	3385	3891	4399
减：少数股东损益	18	21	24	27
归属母公司股东净利润	2913	3364	3866	4371

数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。