

空调

署名人: 袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 21.78元

当前股价: 15.97元

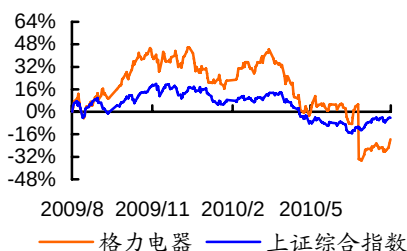
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2666.30
总股本(百万)	2818
流通股本(百万)	2780
流通市值(亿)	444
EPS (TTM)	1.06
每股净资产(元)	3.78
资产负债率	79.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格力电器	22.75	24.71	0.00
上证综合指数	9.98	2.76	0.00



相关报告

《格力电器-增持反映经销商信心》

2010-7-9

《格力电器-短期存压力 全年能增长 长期有期待》2010-6-14

《格力电器-收入四季度大增长, 全年盈利超预期》2010-4-28

格力电器

000651

强烈推荐

中报略超预期 增发提示增长空间

- 上半年公司实现营业收入 251.5 亿元, 同比增长 25.4%, 其中二季度实现收入 149.2 亿元, 同比增长 35.8%, 增速明显高于一季度 (Q1 收入增长仅 12.5%)。上半年实现净利润 15.73 亿元, 同比增长 27.7%, 基本每股收益 0.56 元(按最新股本 28.18 亿股)。其中二季度实现利润 9.34 亿元, 同比增长 37.8%, EPS 0.33 元。整体好于一季度, 这里既有季节性因素, 也因为体现了补贴收入 (公司采取收付实现制来结转补贴收入)。公司二季度的经营情况略超预期, 特别是收入增长。
- 收入分内外销来看, 上半年内销 177.9 亿元, 增长 11.6% (如果加回补贴 20 亿, 内销增长 24%), 总体上得益于行业需求旺盛, 市场份额增长并不显著。公司在销售上的亮点体现在外销增长迅猛, 上半年公司出口收入 57.4 亿元, 同比大幅增长 73.9%。增长一方面源自外国经济复苏, 需求恢复。另一方面, 公司今年加大了出口销售力度, 借助品牌代言人成龙的国际知名度, 提升品牌价值。此外通过和大金的合作, 综合促进出口收入快速增长。期间, 公司自有品牌的增加比较明显。
- 上半年公司综合毛利率大幅下降 9 个百分点至 16.3%。但是公司净利润基本维持在 6.3% 左右的水平。这说明公司的盈利能力并没有真正下降, 毛利率大幅下跌有多方面的原因: 1) 本年度因为节能补贴, 形成营业外收入大增, 上半年就有 11 亿元, 而收入虚低, 毛利率极不真实。2) 相对去年上半年, 本年原材料成本有所上升, 负面影响了毛利率。3) 上半年国家能效比政策大幅度的调整干扰了正常的企业经营决策, 诱发了价格战, 也负面影响当期毛利率。
- 展望未来, 由于房地产的滞后效应, 空调需求经过前期高增长之后会有所回落, 加上 09 年下半年空调销售非常好, 估计今年下半年同比增长会降至个位数, 但空调行业全年至少会有 25% 以上的增长。6 月份以来的高温为空调清库存带来了良好的机会, 也使得企业有底气直接提价以覆盖政府补贴的减少。这再次证实, 随着品牌集中度的提高, 加上格力本身的行业地位和品牌号召力, 公司具有较强的成本转嫁能力。另外, 经过漫长的地产成交低迷之后, 市场普遍认为: 下一阶段 (特别是所谓金九银十), 房地产会呈现价跌量增势头, 这将有效消除市场对空调销售的悲观预期。
- 公司在公报中报的同时, 同时宣布了再融资计划, 拟公开增发不超过 25,000 万股, 募集资金不超过 32.6 亿元, 用于中央空调扩产和郑州家用空调项目。我们认为: 1) 公司实行增发, 首先是向市场发出非常积极的信号, 以后会更加关注资本市场, 愿意释放利润。2) 增发表明, 公司未来存在较大的发展空间, 部分消除投资者对公司发展瓶颈的担心。3) 募投项目中央空调是公司发展的重要方向。目前公司中央空调发展势头也非常好, 预计今年有 50% 以上的增长。另外, 公司在郑州建厂, 一方面缓解公司的产能不足的问题, 同时可以优化公司的生产布局。合肥投产就为公司节省物流成本 1 亿多元, 为了支持蓬勃发展的北方市场, 郑州项目也将会产生良好的效益。综合来看, 宣布增发对公司属于重大利好。
- **盈利预测与公司估值:** 综合目前经济发展形势, 我们预测公司 2010-2011 年 EPS 为 1.21 元、1.50 元。按 10 年 EPS 18 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 21.78 元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 下半年空调销售低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	42,200	42,637	48,774	56,278
同比(%)	11%	1%	14%	15%
归属母公司净利润(百万元)	1,967	2,913	3,417	4,227
同比(%)	55%	48%	17%	24%
毛利率(%)	19.7%	24.7%	18.7%	23.6%
ROE(%)	30.4%	33.5%	30.4%	30.1%
每股收益(元)	0.70	1.03	1.21	1.50
P/E	23	15	13	11
P/B	6.3	5.9	4.3	3.2

资料来源: 中投证券研究所

一、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	25,145	20,057	25.4%
其中: 营业收入	24,957	19,990	
利息收入及其它	188	67	
二、营业总成本	24,459	18,646	31.2%
其中: 营业成本	20,897	14,930	40.0%
毛利率(简单测算)	16.3%	25.3%	-9.1%
利息支出、手续费、佣金	29	9	
营业税金及附加	202	148	
销售费用	2,751	2,955	-6.9%
销售费用率	10.9%	14.7%	-3.8%
管理费用	710	543	30.9%
管理费用率	2.8%	2.7%	0.1%
财务费用	-195	5	
资产减值损失	64	57	
加: 公允价值变动收益	78	0	
投资收益及其它	34	-1	
三、营业利润	799	1,410	-43.4%
加: 营业外收入	1,129	72	
减: 营业外支出	21	9	
四、利润总额	1,906	1,473	29.4%
减: 所得税费用	333	236	41.3%
综合所得税率	17.5%	16.0%	1.5%
五、净利润	1,573	1,238	27.1%
净利润率	6.3%	6.2%	0.09%
归属于母公司净利润	1,573	1,232	27.7%
少数股东损益	1	6	
少数股东损益占比	0.0%	0.5%	
六、总股本	2,818	2,818	
七、按期末股数简单每股收益:	0.56	0.44	
毛利率减销售费用率	5.3%	10.6%	-5.3%

资料来源: 公司半年报

二、二季度利润表对比

表 2：二季度利润表对比（单位：百万，%）

科目(单位：百万)	2010Q2	2009Q2	同比
一、营业总收入	14,919	10,988	35.8%
其中：营业收入	14,798	10,958	35.0%
利息收入及其它	120	31	292.4%
二、营业总成本	14,584	10,246	42.3%
其中：营业成本	12,913	8,075	59.9%
毛利率(简单测算)	13.4%	26.5%	-13.1%
利息支出、手续费、佣金	20	5	321.0%
营业税金及附加	99	84	18.5%
销售费用	1,210	1,790	-32.4%
销售费用率	8.1%	16.3%	-8.2%
管理费用	382	309	23.6%
管理费用率	2.6%	2.8%	-0.3%
财务费用	-46	-14	
资产减值损失	6	-3	
加：公允价值变动收益	53	0	
投资收益及其它	20	0	
三、营业利润	408	742	-45.1%
加：营业外收入	738	57	
减：营业外支出	20	3	
四、利润总额	1,126	796	41.5%
减：所得税费用	193	109	76.6%
综合所得税率	17.2%	13.7%	3.4%
五、净利润	933	686	35.9%
净利润率	6.3%	6.2%	0.1%
归属于母公司净利润	934	677	37.8%
少数股东损益	0	9	
少数股东损益占比	0.0%	1.3%	
六、总股本	2,818	2,818	
七、按期末股数简单每股收益：	0.33	0.24	
毛利率减销售费用率	5.3%	10.2%	-4.9%

资料来源：公司半年报、季报，中投证券研究所

三、长期尚存较大成长空间

市场上普遍对格力的发展空间充满争议。本次股东大会无可避免地讨论了这个问题。公司认为在许多领域尚有较大空间，我们也基本认同，具体可拓展的领域包括：

3.1 家用空调尚有一定的拓展空间，无论是在城镇，农村还是在出口领域。

1) 城镇市场。首先从城镇家用空调的总需求来讲，未来仍然还有一定的空间。**居民收入增长水平的提高为空调的销售提供了坚实的基础。**全国每百户空调保有量不到 100 台，而广州等大城市都在 200 台以上，说明空调的增量市场仍然非常广阔。

中国的城镇化建设远没有结束，为空调销售提供更多新增需求。

从 2001 年第一次空调消费高峰以来，已经有十年之久，大量空调进入换代期，整个行业将逐步迎来大面积的**更新换代需求**。（尽管房地产市场短期会影响城镇空调销售，但是中长期的空调总需求并不会因此而改变）。

公司作为专业性的空调制造商，凭借多年的技术积累，产品创新能力非常强，2008 年以来推出大量新品，在不利的市场环境下保持非常好的产品竞争力；另外公司的品牌价值持续提升，保证了公司的市场份额、毛利率同时上升；公司的渠道渗透能力非常强，面对市场总量有限，公司充分发挥渠道优势，利用对手的困难，内销市场份额仍然在持续提高。全国范围内，公司综合市场份额应该有可能还能上一个较大的台阶，公司决不满足于目前四成的市场份额。

2) 农村市场。一直以来，我们都认为农村空调市场启动尚需时日启动，但从实践来看，在社会主义新农村建设推动下，农民实际可支配收入逐步提升，在家电下乡推动下，农村空调需求远超出市场预期，空调下乡自 09 年 4 月份实施以来，受到了农民的热烈欢迎，三四级市场销量水涨船高。为此，格力推出了吉祥号，鸿运风，如意岛，五彩祥云，鸿运满堂，风和日丽等几大系列，经过一段时间的努力，格力在农村市场的月销售已经超过 5 个亿，份额比城镇市场还高，凭借格力强大的品牌拉力、卓越的品质以及宽泛的渠道，销量节节攀高，去年四季度以来连续居于销售冠军，以超过 40% 的份额遥遥领先于其它空调企业。目前农村销售已经成为格力的重要增量，未来尚有较大发展空间。

3) 在出口领域，

目前空调行业整体还是以出口代工为主，金融危机以来甚至代工都承受了较大压力。但是随着外围复苏，以欧美市场为主的 OEM 出口恢复性增长势头很好。作为低端耐用消费品，有其特定的市场需求，而空调制造中国企业具有天然的优势，（最重要的是成本优势和产业配套优势，以及业已形成的规模优势。）OEM 会维持一个均衡的水平。

应当承认，在传统的 OEM 环节，格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势，渠道优势都不能发挥作用。在也是在该领域，格力并没有太大起色的重要原因，当然格力肯有自己的一席之地。特别是同大金合资后，随着大金逐步关闭日本、泰国、马来西亚的工厂，未来格力可能会承接更多的 OEM 订单，而且这些订单的毛利水平会远高于一般的 OEM 订单。

作为自有品牌这一块，公司领导反映，以东南亚、中东、拉美、南亚等地区为主格力自有品牌销售已经有了蓬勃发展，公司的格力本身的技术优势，产品优势，品牌优势逐步在发挥效用，以成龙作为品牌代言人为契机，出口销售

市场很猛。放眼未来，随着中国国际地位的提高，“MADE IN CHINA”中国制造这一整体品牌的提升，民族空调品牌会有广阔的发展空间。格力作为空调行业民族品牌的龙头，通过持续努力，在国际市场是可能达到今天国内这样的综合竞争能力，也会拥有非常强的市场地位和经营主动权，相信这不久的将来就能够看到，这也是公司未来努力的目标。

4) 对于新的市场热点，变频空调，公司在和大金强强联合之下，公司的变频空调产品既具有技术优势也具有成本优势，在这样的高端领域，公司会保持更高的市场份额，但是大规模放量要在 2010 年以后。

3.2 中央空调上，公司目前发展势头良好。

过往一年，公司的中央空调业务无论是技术沉淀上，市场开拓上都取得了长足进步，而这些发展还是在很不好的市场环境下取得的。

公司认为：未来中央空调的市场总容量最终目标会超过家用空调，公司非常看好未来的中央空调市场，对这一领域的研发投入也较多，也取得非常大的进步，目前又从整机研发延伸到中央空调的心脏——压缩机，本来公司已经研发出来螺杆机的压缩机样机，能效比、工艺水平丝毫不亚于德国和意大利的产品，随着技术的逐步进步成熟势必转化为未来的市场优势。过往公司中央空调领域已经取得了像北京奥运村、南非世界杯场馆等大型项目的订单，市场反应良好，未来会成为超过家用空调的新的重要领域。至于同外资品牌的竞争，目前一些国内用户对国产中央空调存在一定的偏见（或者是下意识的的不信任），多倾向于采购国际大品牌，实际上格力在技术上同国外品牌并无明显差距，只是品牌认知上处于下风。公司作为民族空调业巨头，董明珠作为全国人大代表，都在各个场合，呼吁有关方面不再歧视国产品牌，目前也有一些正面的回应。未来公司中央空调的市场环境会慢慢向好。在内外环境的优化下，公司中央空调的发展机遇很大。公司相信，以格力为代表的民族品牌也会象当初家用空调一样逐步挤占外资品牌的市场份额。

3.3 公司在整个空调产业链上会进一步延伸。

公司领导层表示，公司目前还是强调“专业化”，只不过不是局限在狭义上的“专业化”，而是制冷产业链上的“专业化”。近期将重点考虑在上游产品上进行拓展。包括漆包线、电容、电机、变频压缩机、各类模具、中央空调压缩机等。公司有志向也有能力做大做强。

1) 关于漆包线。漆包线目前收入占比不足 1%，但公司有较强的技术积累，生产的漆包线有较好的耐腐蚀性，专业性较强，适用于多种电器产品，现已销售给三洋、日立、三菱等空调厂商。公司计划在马鞍山扩建工厂，生产、销售漆包线。

2) 电容。公司过去电容主要依靠外购，但常面临质量不过关的现象，价格也很贵。现在公司已开始大量生产电容产品，自用之外也有外销，市场空间也比较大，关键是质量好，竞争对手少，毛利率很高。

3) 电机。高效压缩机主要是高效电机推动，包括冰箱和洗衣机等产品。公司将全面介入家电电机甚至工业电机，已经有良好的技术储备，市场也不愁销路。

3.4 从家用空调巨头发展到制冷产业巨头

公司对自己的定位，其实不仅仅是一个家用空调制造商，而是更高远的制冷产业巨头，放眼整个制冷产业，诸如冷柜、冷藏车、冷库等等，公司还有广

阔的发展空间，目前只是精力有限，先把手头的事情做好，然后一步一个台阶，适时介入其他制冷产业。对此，公司会作精心的准备，包括必要的技术储备，严谨的市场调研，审慎选择商业模式和介入方式等等。

3.5 不排除横向拓展

对于是否介入冰箱等行业，公司领导层表示，不排除这方面的想法。可能会在冰箱、冰柜、冷藏等方面有些动作，要看环境和机会再做决定。

四、销售收入、净利润分季度列示

表 3：营业收入分季度（单位：亿元，%）

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	102	148			250
	同比增长率	12%	35%			-18%
	营业收入	90	110	106	119	425
2009 年	占全年比例	21.3%	25.8%	24.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	-16%	-23%	5%	67%	21%
	营业收入	108	142	101	71	422
2008 年	占全年比例	25.5%	33.7%	24.0%	16.8%	100.0%
	同比增长率	53%	9%	9%	-18%	11%
	营业收入	70	130	93	87	380
2007 年	占全年比例	18.5%	34.3%	24.5%	22.8%	100.0%
	营业收入	44	88	63	68	263
2006 年	占全年比例	16.7%	33.3%	24.0%	26.0%	100.0%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 4: 净利润分季度 (单位: 亿元, 元, %)

	(亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	6.4	9.3			15.7
	对应 EPS	0.23	0.33	0.00	0.00	0.56
	同比增长率	16%	38%	-	-	-
2009 年	普通股利润	5.5	6.8	7.6	9.2	29.1
	对应 EPS	0.20	0.24	0.27	0.33	1.03
	同比增长率	29%	30%	69%	77%	48%
2008 年	普通股利润	4.3	5.2	4.5	5.2	19.7
	占全年比例	22.8%	28.5%	22.5%	26.2%	100.0%
	对应 EPS	0.15	0.19	0.16	0.18	0.70
	同比增长率	181%	76%	59%	1%	55%
2007 年	普通股利润	1.6	3.2	2.8	5.1	12.7
	占全年比例	12.6%	25.2%	22.0%	40.2%	100.0%
	对应 EPS	0.06	0.11	0.10	0.18	0.45

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

五、销售收入分产品、地区

表 5: 销售收入分产品 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
空调及配件	22,972	97.6%	21.7%	18,884	98.1%
小家电	408	1.7%	47.8%	276	1.4%
漆包线	120	0.5%	72.6%	69	0.4%
电容	21	0.1%	55.1%	13	0.1%
压缩机	1	0.0%	699.0%	0.1	0.0%
电机	13	0.1%	-	0	0.0%
合计	23,534	100.0%	22.3%	19,243	100.0%

资料来源: 公司半年报

表 6: 销售收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
内销	17,791	76%	11.6%	15,939	83%
外销	5,743	24%	73.9%	3,303	17%
合计	23,534	100%	22.3%	19,242	100%

资料来源: 公司半年报

表 7: 加回补贴 20 亿, 销售收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比构 成
内销	19,791	78%	24.2%	15,939	83%
外销	5,743	22%	73.9%	3,303	17%
合计	25,534	100%	32.7%	19,242	100%

资料来源: 公司半年报

六、产品毛利率变化

表 8: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
空调及配件	16.3%	25.9%	-9.6%
小家电	7.2%	6.7%	0.4%
漆包线	8.5%	1.0%	7.5%
电容	12.8%	14.0%	-1.2%
压缩机	16.4%	15.0%	1.4%
电机	9.7%	-	-
合计	16.1%	25.5%	-9.4%

资料来源: 公司半年报

表 9: 分地区毛利率变化 (单位: %)

分地区	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
内销	19.5%	28.3%	-8.8%
外销	5.5%	11.9%	-6.4%
合计	16.1%	25.5%	-9.4%

资料来源: 公司半年报

七、盈利预测与估值

表 10: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	42,200	42,637	48,774	56,278
其中: 营业收入	42,032	42,458	48,385	55,788
营业收入增长率	10.6%	1.0%	14.0%	15.3%
利息收入及其它	167	180	389	490
二、营业总成本	39,870	39,672	46,994	51,872
其中: 营业成本	33,733	31,956	39,331	42,625
毛利率(简单测算)	19.7%	24.7%	18.7%	23.6%
利息支出、手续费、佣金	12	16	62	91
营业税金及附加	363	403	472	552
销售费用	4,403	5798	5923	7221
销售费用率	10.4%	13.6%	12.1%	12.8%
管理费用	1,271	1567	1512	1651
管理费用率	3.0%	3.7%	3.1%	2.9%
财务费用	85	-97	-394	-328
资产减值损失	3	29	88	60
加: 公允价值变动收益	1	2	0	0
投资收益及其它	9	7	9	9
三、营业利润	2,340	2,975	1,789	4,415
加: 营业外收入	83	418	2236	580
减: 营业外支出	16	12	20	25
四、利润总额	2,407	3,380	4,005	4,970
减: 所得税费用	416	449	569	721
综合所得税率	17.3%	13.3%	14.2%	14.5%
五、净利润	1,991	2,932	3,436	4,249
净利润率	4.7%	6.9%	7.0%	7.6%
归属于母公司净利润	1,967	2,913	3,417	4,227
少数股东损益	24	18	19	22
少数股东损益占比	1.2%	0.6%	0.6%	0.5%
六、总股本	2,817	2,817	2,817	2,817
七、按期末股数简单每股收益:	0.70	1.03	1.21	1.50
净利润增长率	54.9%	48.1%	17.3%	23.7%

资料来源: 公司半年报

综合目前经济发展形势，我们预测公司 2010-2011 年 EPS 为 1.21 元、1.50 元。按 10 年 EPS 18 倍 PE 估值，公司 6-12 个月目标价为 21.78 元，维持“强烈推荐”评级

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434