

空调



格力电器（000651）

强烈推荐

行业增长无忧，龙头业绩可期

市场数据

报告日期	2010-12-26
收盘价(元)	18.11
总股本(百万股)	2817.89
流通股本(百万股)	2780.01
总市值(百万元)	51031.97
流通市值(百万元)	50346.06
净资产(百万元)	11971.16
总资产(百万元)	63117.46
每股净资产	4.25

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	42458	57576	75280	89010
同比增长(%)	1.0%	35.6%	30.8%	18.2%
净利润(百万元)	2913	4001	5254	6283
同比增长(%)	48.2%	37.3%	31.3%	19.6%
毛利率(%)	24.7%	19.9%	21.6%	22.2%
净利率(%)	6.9%	6.9%	7.0%	7.1%
净资产收益率(%)	29.2%	30.8%	30.8%	30.3%
每股收益(元)	1.03	1.42	1.86	2.23
每股经营现金流(元)	3.35	0.57	2.78	3.18

相关报告

投资要点

- **淡季不淡，四季度公司产销依然旺盛。**公司维持了其一贯的淡季优势，四季度产销依然两旺。全年空调业务实现 500 亿的销售目标没有问题，我们预计公司全年实现营业总收入约 575 亿元，同时空调能效补贴约 18 亿元计入营业外收入。
- **未来增长无忧，存在不断超预期可能。**1、内销上，三四级市场以及农村市场面临爆发，将推动空调行业进入一个新的增长阶段。同时，一、二级市场的更新需求亦不可小觑；2、随着新兴市场的兴起，公司将主动提高出口业务的比重；3、中央空调出现国产化、进口替代趋势，龙头企业受益于市场的扩大，公司计划三年内实现 100 亿的收入规模。
- **受益龙头地位，公司盈利能力不断增强。**寡头垄断的市场地位使公司对上下游都有很强的议价能力，公司盈利能力稳中有升。在行业龙头格力和美的的共同推进下，变频空调迅速普及。公司变频空调最近几个月的出货比例已经达到 50%，预计明年占比提高到 50-60%，将带动公司毛利水平的提高。

● 盈利预测、估值和投资建议

预计 10-12 年公司收入分别为 575 亿、753 和 890 亿，增速分别为 35.6%、30.8% 和 18.2%；净利润为 40 亿、52 亿、63 亿，增速分别为 37.3%、31.3%和 19.6%。按摊薄前股本计算，10-12 年的 EPS 分别为 1.42、1.86 和 2.23。按目前股价计算，公司又到明年 10 倍 PE 的历史低估值区间，给予强烈推荐。

姚永华

021-38565940

yaoyh@xyzq.com.cn

陈宇

S0190210070001

021-38565860

cheny@xyzq.com.cn

目 录

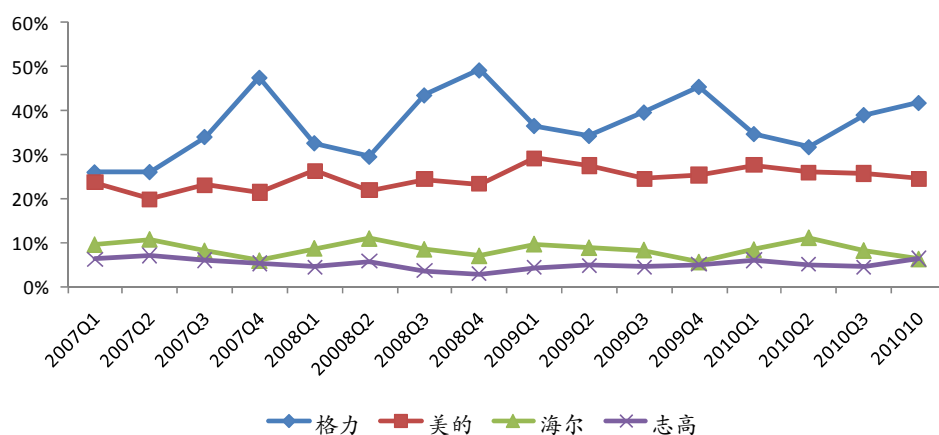
1、淡季不淡，公司维持其一贯的淡季优势.....	- 3 -
2、未来行业增长无忧，存在不断超预期可能.....	- 4 -
2.1 三四级市场推动内销增长，空调保有量提升空间巨大.....	- 4 -
2.2 新兴市场逐步兴起，推动行业外销增长.....	- 5 -
2.3 技术突破，商用空调业务发展值得期待.....	- 6 -
3、行业地位决定其盈利能力不断增强	- 7 -
4、盈利预测与估值	- 7 -
图 1、公司淡季的内销市场占有率有明显优势.....	- 3 -
图 2、公司 2010 年各月产量情况	- 3 -
图 3、公司 2010 年各月库存情况	- 3 -
图 4、公司 2010 年各月内销情况	- 4 -
图 5、公司 2010 年各月外销情况	- 4 -
图 6、日本家庭空调保有量(单位: 台/百户).....	- 4 -
图 7、中国城镇空调保有量(单位: 台/百户).....	- 5 -
图 8、中国农村空调保有量(单位: 台/百户).....	- 5 -
图 9、中国各省份每百户空调保有量(单位: 台/百户).....	- 5 -
图 10、空调出口区域构成	- 5 -
图 11、各出口区域近三年复合增长率.....	- 5 -
图 12、2009 年商用空调市场份额分布	- 6 -
图 13、格力电器的销售净利率在 05 年优势确立以后呈上升趋势.....	- 7 -
表 1、公司盈利预测结果	- 7 -
附表	- 8 -

1、淡季不淡，公司维持其一贯的淡季优势

从这次调研的实际情况来看，公司四季度依然产销两旺。目前公司订单排得很满，生产线上的工人依旧忙碌。一方面，家用空调内销市场依旧旺盛，据公司管理层估计，公司 10 年家用空调销量增速 40%，快于行业增速 35%，市占率继续提升；另一方面，家用空调外销市场增长显著，公司预计 2010 年家用空调外销收入约 110 亿，2009 年为 58 亿元，增速约为 85%，行业增速约为 50%。

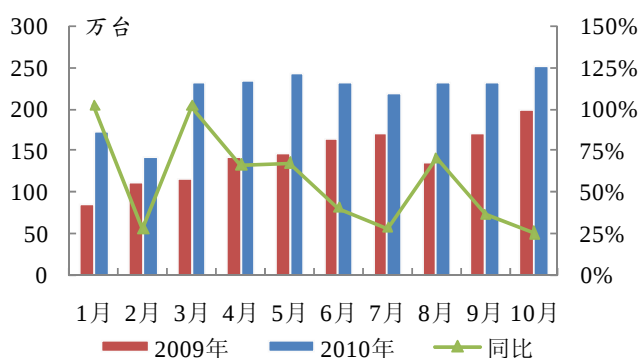
从产业在线的数据来看，公司依旧维持其在国内市场的淡季优势，显示出其强大的行业龙头优势，我们对公司四季度的销售业绩仍持积极态度。

图 1、公司淡季的内销市场占有率有明显优势



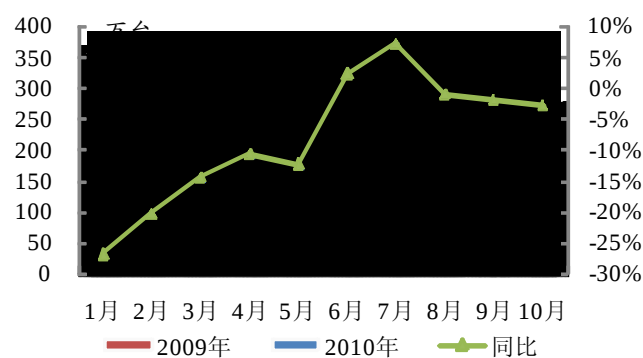
数据来源：产业在线，兴业证券研究所

图 2、公司 2010 年各月产量情况



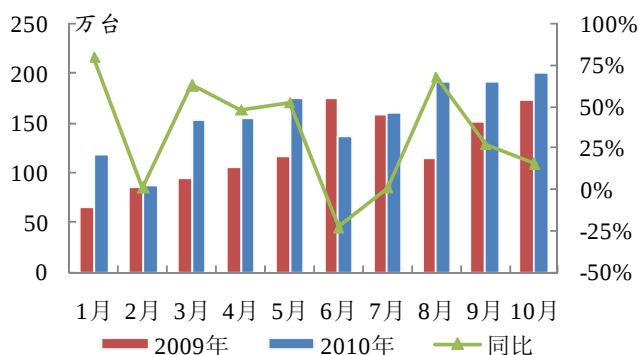
数据来源：产业在线，兴业证券研究所

图 3、公司 2010 年各月库存情况



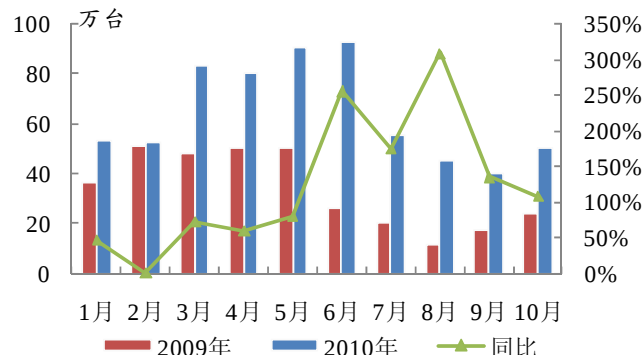
数据来源：产业在线，兴业证券研究所

图 4、公司 2010 年各月内销情况



数据来源：产业在线，兴业证券研究所

图 5、公司 2010 年各月外销情况



数据来源：产业在线，兴业证券研究所

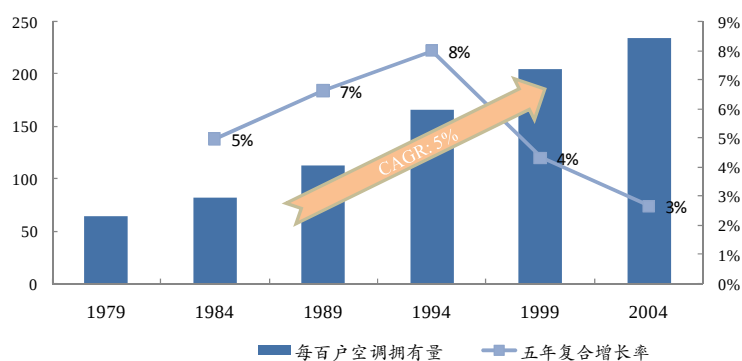
2、未来行业增长无忧，存在不断超预期可能

2.1 三四级市场推动内销增长，空调保有量提升空间巨大

2010 年公司一二线城市销售占比约为 70%，增速 30%，三四线城市销售占比约为 30%，增速 65%。从公司目前的销售区域来看，一线城市增速基本没有什么增长，主要依靠更新换代需求推动；二线城市销售比较火爆，尤其是中西部的二线城市，像合肥、武汉、长沙等；三四线城市增速很快，一方面源于收入水平的提高，另一方面三四级市场房地产的开发也推动了空调销量的增加。同时，公司认为农村市场面临爆发，超出了公司年初的预期。

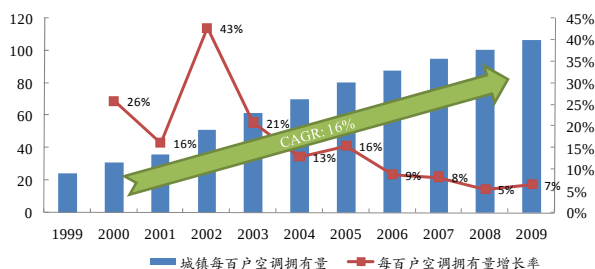
从空调的保有量上看，2009 年城镇空调保有量为每百户 107 台，农村空调保有量为每百户 12 台。若以日本为参照，日本 1989 年每百户保有量为 113 台，2004 年已达到 235 台，从这个角度讲，空调行业长期来看，还有很大的发展空间。同时，我国各个地区不同的保有量水平又为我国空调行业的持续发展奠定了基础。

图 6、日本家庭空调保有量(单位：台/百户)



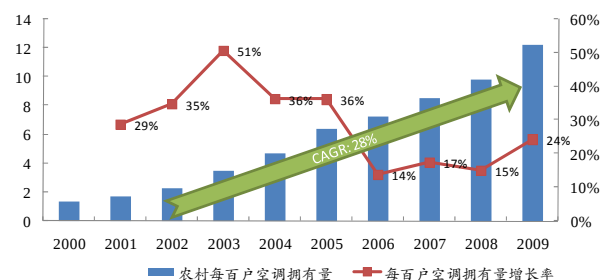
数据来源：日本国家统计局，兴业证券研究所

图 7、中国城镇空调保有量(单位: 台/百户)



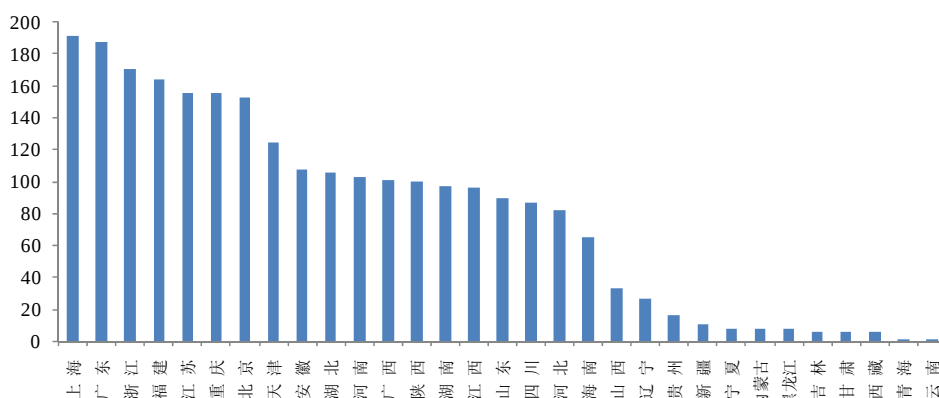
数据来源: 中国国家统计局、兴业证券研究所

图 8、中国农村空调保有量(单位: 台/百户)



数据来源: 中国国家统计局、兴业证券研究所

图 9、中国各省份每百户空调保有量(单位: 台/百户)

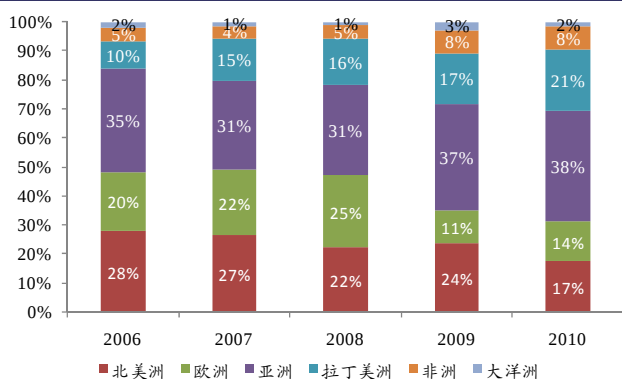


数据来源: 中国国家统计局、兴业证券研究所

2.2 新兴市场逐步兴起, 推动行业外销增长

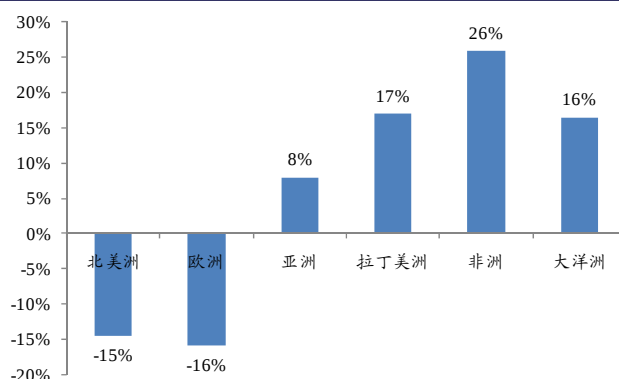
出口方面, 全球空调产能 75% 以上集中在中国, 国际上并不存在太多的竞争对手, 使得中国厂商在面临新兴市场兴起时有可能获得更多的机会。目前, 行业出口增速主要来自亚洲、拉丁美洲等新兴市场, 格力类似。

图 10、空调出口区域构成



数据来源: 产业在线、兴业证券研究所

图 11、各出口区域近三年复合增长率



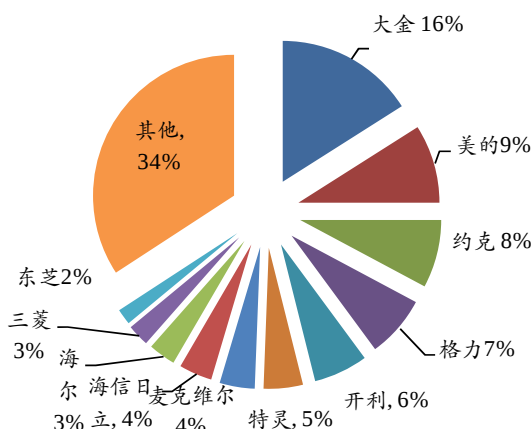
数据来源: 产业在线、兴业证券研究所

公司对于出口市场主要还是倾向于培养自主品牌, 目前占比 30%。公司出口销售

从产业在线的数据来看，2010年1-10月空调行业出口量为3706万台，同比增长52%；同期格力电器出口量为640万台，同比增长92%，增长迅速。

10 年公司国内商用空调销售收入约为 40 亿，公司计划未来 3 年做到 100 亿。公司认为未来几年，商用调的市场需求很大，政府的基建、新建的商用/高端住宅都是商用空调的潜在市场。2010 年商用空调的市场容量约为 400 亿。

图 12、2009 年商用空调市场份额分布



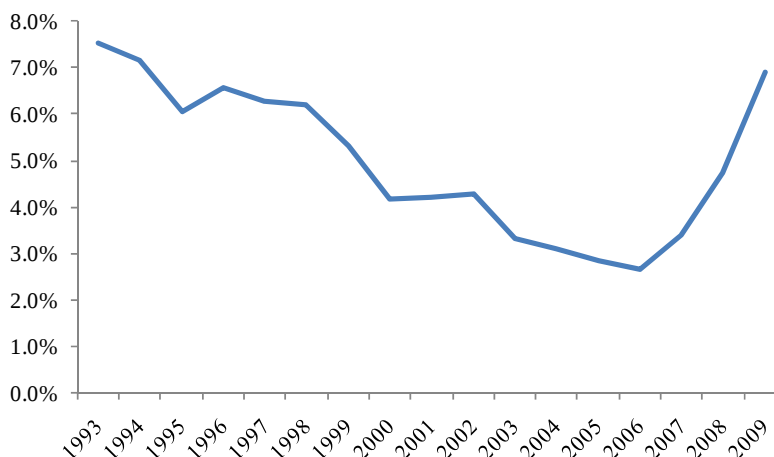
格力发展商用中央空调业务的信心来自于技术的积累。格力自 1996 年开始进入商用中央空调领域，长期以来核心的商用中央空调压缩机受制于人，缺乏核心竞争力。商用中央空调压缩机有适用于大功率商用中央空调的离心机和适用小功率商用中央空调的螺杆机。格力 2004 年开始研制离心压缩机，2005 年生产出第一台离心压缩机，2009 年离心压缩机技术达到国际领先。同样，公司的螺杆式压缩机也已经达到国际领先的水平。2010 年 5 月 28 日，公司离心式冷水机组和螺杆式冷水机组共 29 款水冷冷水机组全部通过了美国空调供热制冷协会 AHRI 认证，成为国内首家获得水冷冷水机组 AHRI 认证的中国空调生产商，也是目前唯一一家取得该认证的中国空调生产商。由此，公司大型商用机组将在国际市场上与国际品牌进行角逐。

可以说，格力在商用中央空调技术上已经具有充分的竞争力，未来有待将技术上的竞争力转化为市场上的竞争力，成为未来业绩增长的重要推动因素。

3. 行业地位决定其盈利能力不断增强

基于行业逐步走向寡头垄断，格力电器在空调行业内的超强地位促成了在空调产业链子中强大的上下游掌控能力。公司一方面有能力增加对上游的议价能力，在成本上下波动中始终处于主动有利的地位；另一方面，公司还可以通过改善产品结构不断提升公司的盈利能力。公司变频空调销售最近几个月的出货比例已经达到 50%，预计明年占比 50-60%。变频空调的高毛利将提升公司整体的盈利水平。

图 13、格力电器的销售净利率在 05 年优势确立以后呈上升趋势



数据来源：Wind，兴业证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计 10-12 年公司收入分别为 575 亿、753 和 890 亿，增速分别为 35.6%、30.8% 和 18.2%；净利润为 40 亿、52 亿、63 亿，增速分别为 37.3%、31.3% 和 19.6%。按摊薄前股本计算，10-12 年的 EPS 分别为 1.42、1.86 和 2.23。按目前股价计算，公司又到明年 10 倍 PE 的历史低估值区间，给予强烈推荐。

表 1、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	42458	57576	75280	89010
增长率 %	1.0%	35.6%	30.8%	18.2%
营业利润（万元）	2975	2910	6099	7285
增长率 %	27.2%	-2.2%	109.6%	19.5%
净利润（万元）	2913	4001	5254	6283
增长率 %	48.2%	37.3%	31.3%	19.6%
最新摊薄每股收益（元）	1.03	1.42	1.86	2.23
每股净资产（元）	3.54	4.61	6.05	7.35
动态市盈率（倍）	17.5	12.8	9.7	8.1
市净率（倍）	5.1	3.9	3.0	2.5

数据来源：兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	42611	52460	64941	76105
货币资金	22905	25953	30287	35273
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	915	1103	1430	1734
其他应收款	158	175	225	278
存货	5824	8172	10209	12183
非流动资产	8919	6562	7808	7788
可供出售金融资产	757	0	0	0
长期股权投资	7	3	4	4
投资性房地产	114	85	94	94
固定资产	4608	4655	4732	4796
在建工程	211	345	409	441
油气资产	0	0	0	0
无形资产	505	535	570	603
资产总计	51530	59023	72749	83893
流动负债	40839	44288	54911	62342
短期借款	962	1900	1000	0
应付票据	8393	7705	10852	13255
应付账款	11650	14460	18887	22526
其他	19834	20222	24172	26561
非流动负债	38	1016	19	20
长期借款	0	1000	0	0
其他	38	16	19	20
负债合计	40878	45304	54929	62362
股本	1879	2818	2818	2818
资本公积	183	183	183	183
未分配利润	5902	7778	11455	14668
少数股东权益	683	722	769	824
股东权益合计	10653	13718	17820	21531
负债及权益合计	51530	59023	72749	83893

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2913	4001	5254	6283
折旧和摊销	431	432	475	521
资产减值准备	23	83	71	63
无形资产摊销	21	20	20	20
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	-97	-241	-277	-318
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益	18	39	47	55
营运资金的变动	-16769	4428	-3321	-2205
经营活动产生现金流量	19846	1595	7821	8949
投资活动产生现金流量	-1184	224	-664	-654
融资活动产生现金流量	710	1228	-2823	-3309
现金净变动	19372	3048	4334	4986
现金的期初余额	3666	22905	25953	30287
现金的期末余额	23039	25953	30287	35273

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	42458	57576	75280	89010
营业成本	31956	46141	59034	69270
营业税金及附加	403	488	660	782
销售费用	5798	6423	7419	9221
管理费用	1567	1837	2326	2750
财务费用	-97	-241	-277	-318
资产减值损失	29	18	18	18
公允价值变动	2	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	2975	2910	6099	7285
营业外收入	418	1800	100	100
营业外支出	12	13	13	13
利润总额	3380	4697	6186	7372
所得税	449	658	884	1034
净利润	2932	4039	5301	6338
少数股东损益	18	39	47	55
归属母公司净利	2913	4001	5254	6283
EPS (元)	1.03	1.42	1.86	2.23

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	1.0%	35.6%	30.8%	18.2%
营业利润增长率	27.2%	-2.2%	109.6%	19.5%
净利润增长率	48.2%	37.3%	31.3%	19.6%
盈利能力(%)				
毛利率	24.7%	19.9%	21.6%	22.2%
净利率	6.9%	6.9%	7.0%	7.1%
ROE	29.2%	30.8%	30.8%	30.3%

偿债能力(%)

资产负债率	79.3%	76.8%	75.5%	74.3%
流动比率	1.04	1.18	1.18	1.22
速动比率	0.90	1.00	0.99	1.02

营运能力(次)

资产周转率	103.1%	104.2%	114.3%	113.6%
应收帐款周转率	5233.8	5214.3	5428.2	5138.6

每股资料(元)

每股收益	1.03	1.42	1.86	2.23
每股经营现金	3.35	0.57	2.78	3.18
每股净资产	3.54	4.61	6.05	7.35

估值比率(倍)

PE	17.5	12.8	9.7	8.1
PB	5.1	3.9	3.0	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。