



上市公司年报点评

证券研究报告
家电行业

买入 维持

格力电器 (000651)

2011 年 03 月 24 日

4Q 业绩再超预期，净利率创历史新高

2011 年 3 月 23 日收盘价：22.44 元 6 个月目标价：32.00 元

家电行业分析师：陈子仪
SAC 执业证书编号：S0850210050002
chenzy@htsec.com
021-232199244
联系人：孔维娜
kongwn@htsec.com
021-23219223

事件：格力电器今日发布年报。报告期内，公司实现营业收入 608.07 亿元，同比增长 42.62%；利润总额 50.56 亿元，同比增长 49.58%；实现净利润 42.76 亿元，同比增长 46.76%，对应每股收益 1.52 元；扣非后净利润 40.27 亿元，对应每股收益 1.43 元，同比增长 46.15%。报告期内公司经营活动产生的现金流量净额 6.16 亿元，对应每股 0.22 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金 3.00 元（含税）。

表 1 格力电器 2010 年主要经营指标及同比变化

	2009	2010	变动情况		2009	2010	变动情况
营业收入（亿元）	426.37	608.07	42.62%	综合毛利率（%）	25.01	21.93	-3.09
营业利润（亿元）	29.75	27.47	-7.66%	三项费用率（%）	17.04	16.58	-0.47
归属于母公司股东的净利润（亿元）	29.13	42.76	46.76%	销售净利率（%）	6.83	7.03	0.20
归属于母公司所有者权益（亿元）	99.70	133.03	33.43%	全面摊薄 ROE（%）	29.22	32.14	2.92
总资产（亿元）	515.30	656.04	27.31%	存货周转天数	59.78	66.00	6.21
经营活动产生的现金流净额（亿元）	94.50	6.16	-93.48%	应付账款周转天数	113.18	96.61	-16.57
基本每股收益（元）	1.03	1.52	46.76%	流动比率	1.04	1.10	0.05
归属于母公司股东的每股净资产（元）	18.71	24.97	33.43%	速动比率	0.90	0.87	-0.04
每股经营活动现金流（元）	3.35	0.22	-93.48%	资产负债率（%）	79.33	78.64	-0.69

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司四季度业绩再次超出我们及市场预期，2011 年一季度行业数据很好，预计公司一季报仍将报喜。我们重申前期观点，认为目前我国城镇家庭空调保有量水平相较日本等发达国家仍有翻倍以上的增长空间，农村空调普及刚刚启动，海外发展中国家消费需求呈现高速增长，发达国家更新需求稳定，受全球极端天气频发影响，空调消费必然大幅增加。由于行业及公司数据均好于我们此前预期，我们上调公司 2011-13 年收入规模至 787 亿元、940 亿元、1088 亿元，3 年收入复合增速约 21%；同期盈利预测为 49 亿元、61 亿元、73 亿元，3 年业绩复合增速约为 20%，对应 EPS 分别为 1.75 元、2.18 元、2.58 元，6 个月目标价 32.00 元。公司昨日收盘价 22.44 元，对应 2011 年 PE 不足 13 倍，距目标价仍有 40+% 空间，维持“买入”评级。

四季度收入略超预期，净利润率创历史新高。公司全年主营业务收入实现 563.54 亿元，同比增长 44.24%，超额完成年初 500 亿元的销售目标，略超我们 555.15 亿元的预期。其中，公司四季度实现营业收入 165.10 亿元，同比增长 38.04%。

在原材料成本上涨压力下，四季度公司综合毛利率达到 25.62%，环比提升 0.12 个百分点。毛利率提升一方面是由于今年 6 月新能效标准施行后节能补贴减少，营业收入相应增加；另一方面在新能效标准下行业及公司产品结构均发生了变化，变频空调占比大幅上升，产品结构优化亦促使毛利率随之提高。

另外，四季度管营费用率控制较好，销售费用率环比下降 3.81 个百分点，管理费用率年末虽环比提升，但管营费用率合计环比下降 1.30 个百分点。在毛利率提升、费用率下降双重作用下，公司四季度净利润率高达 8.39%，创下历史新高。四季度靓丽的业绩帮助公司全年达到 7.03% 的净利润率水平，连续第五年实现净利润率的提升。

表 2 格力电器报告期数据分析（%）

% of sales	2009	2010	同比 变化	利润率 贡献	4Q09	4Q10	同比 变化	利润率 贡献	3Q10	环比 变化	利润率 贡献
综合毛利	25.01	21.93	-3.09	-3.09	23.95	25.62	1.67	1.67	25.50	0.12	0.12
营业税金及附加	0.95	0.89	-0.06	0.06	1.23	1.05	-0.19	0.19	0.86	0.19	-0.19
销售费用	13.60	13.83	0.23	-0.23	11.71	13.83	2.11	-2.11	17.63	-3.81	3.81
管理费用	3.67	3.25	-0.42	0.42	5.75	4.90	-0.85	0.85	2.40	2.51	-2.51
财务费用	-0.23	-0.51	-0.28	0.28	-0.56	-0.55	0.01	-0.01	-0.12	-0.43	0.43
公允价值变动净收益	0.01	0.11	0.11	0.11	0.02	0.14	0.13	0.13	-0.17	0.32	0.32
资产减值损失	0.07	0.16	0.10	-0.10	0.08	0.46	0.37	-0.37	-0.21	0.66	-0.66
投资净收益	0.02	0.10	0.09	0.09	0.06	0.03	-0.02	-0.02	0.12	-0.08	-0.08
营业利润	6.98	4.52	-2.46	-2.46	5.80	6.12	0.32	0.32	4.89	1.23	1.23
营业外收入	0.98	3.87	2.89	2.89	2.70	3.69	0.99	0.99	3.21	0.49	0.49
营业外支出	0.03	0.07	0.04	-0.04	0.02	0.08	0.06	-0.06	0.05	0.03	-0.03
利润总额	7.93	8.32	0.39	0.39	8.49	9.74	1.25	1.25	8.05	1.68	1.68
所得税	1.05	1.24	0.19	-0.19	0.71	1.22	0.51	-0.51	1.14	0.07	-0.07
税后利润	6.88	7.08	0.20	0.20	7.78	8.52	0.74	0.74	6.91	1.61	1.61
少数股东损益	0.04	0.05	0.00	-0.00	0.07	0.13	0.05	-0.05	0.03	0.10	-0.10
归属于母公司所有者的 净利润	6.83	7.03	0.20	0.20	7.70	8.39	0.69	0.69	6.88	1.51	1.51

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 公司单季度数据对比（%）

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
营业总收入（亿元）	107.92	142.26	100.94	70.87	90.69	109.88	106.19	119.61	102.27	149.19	191.52	165.10
收入同比增长	52.79	9.53	8.45	-18.37	-15.97	-22.76	5.20	68.77	12.76	35.77	80.35	38.04
收入环比增长	24.30	31.82	-29.05	-29.79	27.96	21.16	-3.36	12.64	-14.50	45.88	28.38	-13.79
综合毛利率	18.38	18.52	20.92	24.34	24.38	26.46	25.26	23.95	21.83	13.31	25.50	25.62
销售费用率	9.17	10.50	11.78	10.31	12.85	16.29	13.57	11.71	15.06	8.11	17.63	13.83
管理费用率	2.46	1.83	2.65	6.74	2.58	2.81	3.16	5.75	3.21	2.56	2.40	4.90
财务费用率	0.33	0.20	0.83	-0.90	0.21	-0.13	-0.33	-0.56	-1.45	-0.31	-0.12	-0.55
营业利润率	4.95	4.89	5.52	7.79	7.37	6.75	8.19	5.80	3.82	2.73	4.89	6.12
税前利润率	5.06	4.94	5.48	8.53	7.48	7.24	8.40	8.49	7.63	7.55	8.05	9.74
所得税率	19.45	18.11	18.34	13.15	18.64	13.74	14.38	8.34	17.94	17.15	14.20	12.50
净利润率	4.04	3.99	4.40	7.32	6.11	6.17	7.16	7.70	6.25	6.26	6.88	8.39
净利润（亿元）	4.36	5.68	4.44	5.19	5.54	6.77	7.60	9.22	6.39	9.34	13.17	13.86
业绩同比增速	165.79	76.74	60.26	2.21	27.09	19.25	71.34	77.69	15.30	37.81	73.30	50.36

资料来源：公司公告，海通证券研究所

受政策而影响收入同比不具可比性，产能不足致销量增速低于行业平均，但城镇市场优势依然明显。自 2009 年 6 月 1 日起，国家对空调行业实行节能惠民补贴政策，空调企业的部分营业收入将以政府补贴营业外收入的形式体现；而 2010 年 6 月 1 日起国家空调新能效标准开始实行，相应的政府补贴减少，因此 2010 年和 2009 年的营业收入同比不完全可比。

据产业在线数据，2010 年公司空调实现内销 1871 万台，同比增长 27.76%，低于行业 36.67% 的增速；其中四季度销售空调 510 万台，同比增长 25.93%，低于同期 43.28% 的行业增速。

我们认为公司 2010 年内销量增速低于行业增长的主要原因是：在系列政策刺激以及极端气候的影响下，2010 年空调行业销量大幅超出市场预期，呈现爆发性增长，一方面包括公司在内的龙头企业自身受到产能瓶颈的制约，另一方面行业需求旺盛也使一些中小品牌市占率略有提升，公司市场份额因此有所下降。据产业在线数据，2010 年行业前三大品牌销量占比总计(CR3)由 2009 年的 74.44% 下降至 72.60%。

通过分析中怡康以及节能惠民销售数据，我们认为公司 2010 年丢失的份额主要来自农村市场，城镇市场的表现仍然可圈可点。中怡康数据显示，2010 年格力空调内销市场销量份额稳中有升，同比提升 0.44 个百分点至 21.99%；同时，根据 2011 年 2 月国家公布的高效节能空调推广情况，2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日期间，格力高效节能空调推广数量占全国总量的 31.00%，较第二位的美的（23.78%）高出超过 7 个百分点；由此可见在一二级市场，格力行业龙头的优势明显。

空调业务下半年增速显著高于上半年，成本压力下毛利率维持较高水平。公司下半年空调销售同比增长 65.27%，增速环比提升明显；空调毛利率下半年在原材料成本上涨的压力下大幅好转，环比、同比分别提升 11.74、3.14 个百分点。

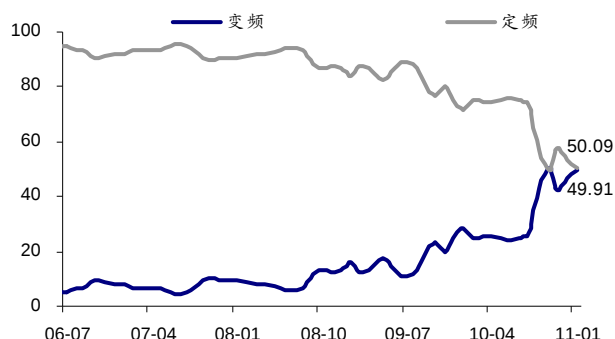
公司下半年空调收入增速以及毛利率明显提升主要有以下两个方面的原因：首先，2010 年 6 月以后施行空调新能效标准，节能补贴减少，营业收入环比上升，毛利率水平随之提升。第二，在新能效标准下，公司产品结构改善，变频空调比例明显提升（见图 1），产品单价随着结构的改变得以提高，因此毛利水平较高。据中怡康数据，2010 年 12 月格力产品零售均价较 5 月底提升了 29.44%（见图 2）。

表 4 格力电器分产品收入、增速及毛利率情况

	1H2009	1H2010	同比变动	2H2009	2H2010	同比变动	2009	2010	同比变动
收入（亿元）									
空调	188.84	229.72	21.65%	194.45	321.37	65.27%	383.29	551.10	43.78%
小家电	2.76	4.07	47.81%	2.59	3.79	46.51%	5.35	7.87	47.18%
漆包线	0.69	1.20	72.57%	1.01	1.65	63.41%	1.70	2.84	67.14%
电容	0.13	0.21	55.05%	0.20	0.22	13.36%	0.33	0.43	29.85%
压缩机	0.006	0.06	698.97%	0.01	0.59	5567.96%	0.01	0.60	5281.22%
主营业务收入	192.42	235.34	22.30%	198.27	328.21	65.54%	390.69	563.54	44.24%
毛利率（%）									
空调	25.87	16.27	-9.59	23.88	27.01	3.14	24.86	22.54	-2.32
小家电	6.71	7.16	0.45	21.86	17.59	-4.27	14.04	12.18	-1.86
漆包线	1.00	8.48	7.48	10.00	7.72	-2.28	6.33	8.04	1.71
电容	14.00	12.84	-1.16	10.31	15.98	5.67	11.77	14.49	2.73
压缩机	15.00	16.44	1.44	13.98	10.97	-3.01	14.04	11.02	-3.02
主营业务毛利率	25.50	16.07	-9.43	23.77	26.79	3.01	24.62	22.31	-2.31

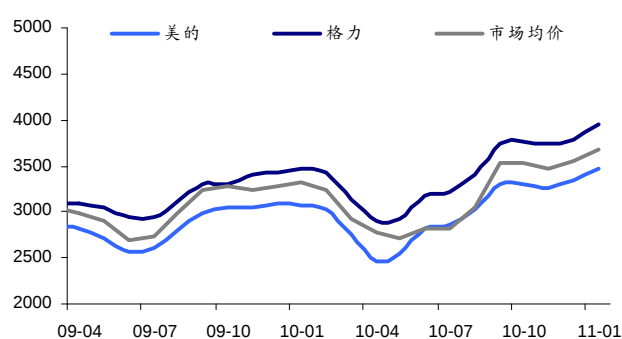
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 7M2006 - 2M2011 内销市场变频空调销售量占比（%）



资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 2 4M2009 - 2M2011 空调市场均价趋势（元）



资料来源：中怡康，海通证券研究所

外销增速高于内销，外销毛利下降明显。据产业在线数据，公司 2010 年共实现外销 784.5 万台，同比增长 99.36%，远高于行业 55.68% 的增速。其中上、下半年分别同比增长 76.05%、145.28%。公司外销增速显著高于行业平均，2010 年外销份额同比提升 3.92 个百分点。

在出口销量、销售额大幅增长的同时，外销毛利下滑明显。我们认为主要原因是金融危机时公司为保证现金流放弃了一部分高风险低附加值的出口订单，因此当期外销毛利水平较好；而在经济复苏以后公司调整外销策略，重视规模提升，出口业务毛利率因此有所下降；同时，原材料成本上升、人民币升值等因素也影响了外销的利润水平。

表 5 格力电器分地区收入、增速及毛利率情况

	1H2009	1H2010	同比变动	2H2009	2H2010	同比变动	2009	2010	同比变动
收入（亿元）									
国内	159.38	177.91	11.62%	172.95	288.12	66.59%	332.34	466.03	40.23%
国外	33.03	57.43	73.86%	25.32	40.08	58.32%	58.35	97.51	67.12%
主营业务收入	192.42	235.34	22.30%	198.27	328.21	65.54%	390.69	563.55	44.24%
毛利率（%）									
国内	28.31	19.47	-8.84	23.27	28.62	5.35	25.68	25.12	-0.56
国外	11.94	5.55	-6.39	27.22	13.63	-13.59	18.57	8.87	-9.70
主营业务毛利率	25.50	16.07	-9.43	23.77	26.79	3.01	24.62	22.31	-2.31

资料来源：公司公告，海通证券研究所

经营性现金同比大幅下降。经营活动产生的现金流量净额比上期减少 93.17%，主要是公司减少了票据贴现，同时前期应付票据大量到期增加了现金流出，导致经营活动产生的现金流量净额下降。

表 6 格力电器经营活动现金流情况（万元）

	2009	2010
净利润	293166.34	430320.55
资产减值准备	1056.32	9959.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	41012.27	42877.19
无形资产摊销	1118.81	1488.65
长期待摊费用摊销	931.19	521.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-51.19	416.14
财务费用	314.40	4268.83
投资损失	-677.02	-6219.77
递延所得税资产减少	-32133.48	-48271.41
递延所得税负债增加	2616.00	2420.62
存货的减少	-95511.04	-573552.30
经营性应收项目的减少	95203.50	-1292816.80
经营性应付项目的增加	1661834.39	605056.15
其他	-1023807.65	892049.93
经营活动产生的现金流量净额	944959.61	61599.50

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司四季度业绩再次超出我们及市场预期，2011 年一季度行业数据很好，预计公司一季报仍将报喜。我们重申前期观点，认为目前我国城镇家庭空调保有量水平相较日本等发达国家仍有翻倍以上的增长空间，农村空调普及刚刚启动，海外发展中国家消费需求呈现高速增长，发达国家更新需求稳定，受全球极端天气频发影响，空调消费必然大幅增加。由于行业及公司数据均好于我们此前预期，我们上调公司 2011-13 年收入规模至 787 亿元、940 亿元、1088 亿元，3 年收入复合增速约 21%；同期盈利预测为 49 亿元、61 亿元、73 亿元，3 年业绩复合增速约为 20%，对应 EPS 分别为 1.75 元、2.18 元、2.58 元，6 个月目标价 32 元。公司昨日收盘价 22.44 元，对应 2011 年 PE 不足 13 倍，距目标价仍有 40+% 空间，维持“买入”评级。

风险提示。原材料成本上涨风险；公司产品市占率下滑风险。

表 7 格力电器 2011E-2013E 盈利预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4219971.57	4263729.11	6080724.25	7869130.27	9396704.42	10882257.51
营业收入	4203238.80	4245777.29	6043162.61	7827812.46	9351251.89	10832253.17
利息收入	16724.22	17776.68	37293.42	41022.76	45125.04	49637.54
手续费及佣金收入	8.55	175.14	268.22	295.04	327.50	366.80
营业成本	3373319.09	3195597.94	4740918.71	6001411.31	7158873.88	8313450.33
利息支出	1219.84	1576.49	6482.33	7130.56	7843.61	8627.97
手续费及佣金支出	10.58	19.81	16.70	18.37	20.39	22.84
营业税金及附加	36263.56	40336.89	53881.54	69027.90	82718.33	96829.73
销售费用	440262.36	579785.84	841013.56	1015117.80	1193381.46	1360282.19
管理费用	127136.12	156660.45	197805.44	236073.91	272504.43	293820.95
财务费用	8499.54	-9702.19	-30896.95	-39345.65	-37586.82	-43529.03
资产减值损失	273.03	2908.88	9959.67	6348.61	7581.02	8779.53
投资收益	941.74	677.02	6219.77	2164.88	3110.79	4376.79
营业利润	233918.65	297452.53	274678.18	577377.72	717154.92	852072.88
营业外收入	8313.53	41754.46	235332.41	12923.42	15432.15	17871.86
减：营业外支出	1606.70	1179.43	4378.33	3402.75	4001.62	4865.81
利润总额	240625.48	338027.55	505632.26	586898.39	728585.44	865078.93
减：所得税	41440.53	44861.21	75311.71	88034.76	109287.82	129761.84
净利润	199184.96	293166.34	430320.55	498863.63	619297.63	735317.09
归属于母公司所有者的净利润	196651.89	291345.04	427572.16	493874.99	613104.65	727963.92
少数股东权益	2533.07	1821.30	2748.39	4988.64	6192.98	7353.17
EPS（元）	0.70	1.03	1.52	1.75	2.18	2.58

资料来源：海通证券研究所

表 8 格力电器 2010 年报主要经营指标（万元）

项目	2009 年	2010 年	同比增长	变动原因/注释
营业收入	4263729.11	6080724.25	42.62%	空调收入增长 43.78%；
营业成本	3195597.94	4740918.71	48.36%	主要系本期销售收入增长，大宗原材料价格持续高位运行，销售成本相应增加所致；
销售毛利	1068131.17	1339805.54	25.43%	空调毛利率下降 2.32 个百分点至 22.54%；
销售费用	579785.84	841013.56	45.06%	系因公司销售规模扩大，相应的市场投入增加所致；
管理费用	156660.45	197805.44	26.26%	
财务费用	-9702.19	-30896.95	218.45%	主要是公司银行存款利息增加所致；
归属于母公司所有者的净利润	291345.04	427572.16	46.76%	营业利润增加；另外，收到政府补助 2,243,641,446.48 元；
应收票据	1083655.13	2205581.93	103.53%	主要是原因是公司国内市场销售继续执行先收款后出货的销售政策，经销商以银行承兑汇票形式预付货款，预收款项大幅增长所致；
应收账款	91452.60	119892.49	31.10%	
预付账款	148844.45	255979.90	71.98%	预付供应商货款及基建设备款项增加所致；
存货	582364.43	1155916.73	98.49%	主要是公司为了应对材料价格波动，主动调整生产计划、原材料及成品库存量；
应付账款	1165013.23	1379491.44	18.41%	
预收账款	887194.68	1200621.09	35.33%	
应交税费	113378.69	85555.85	-24.54%	

资料来源：公司公告、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：格力电器（000651.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、美的电器（000527.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、美菱电器（000521.SZ）、小天鹅（000418.SZ）、海信电器（600060.SH）、TCL 集团（000100.SZ）、深康佳（000016.SZ）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。