

湘财证券研究所

家电行业

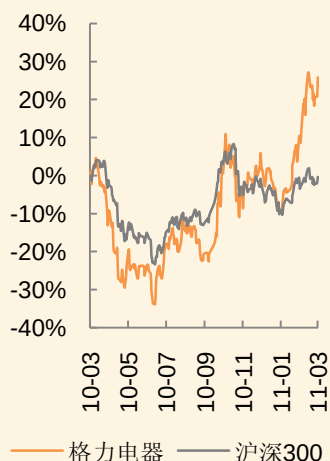
刘飞烨 分析师

执业编号：S0500511010006

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

公司股价最近一年走势：



核心观点

□ 业绩再超预期

公司 2010 年实现营业收入 608.07 亿元，同比增长 42.62%；实现归属于母公司净利润 4.28 亿元，同比增长 46.76%；基本每股收益为 1.52 元。公司全年业绩再次超预期。

□ 空调行业增长空间巨大

国内空调保有量目前有较强的提升空间，尤其是普及率较低的三四级市场，存在巨大的新增需求；而一二线城市在以旧换新政策的持续推动下，大量潜在的更新需求也将逐渐得到释放；加上保障房推进力度的加大，我们认为空调行业未来几年仍有望保持快速增长。

□ 龙头淡季优势明显，一季度有望再现高增长

根据产业在线数据，2010 年国内空调销量同比增长 23.52%；而格力电器出货量同比增长 31.8%，远高于行业增速。2011 年 1-2 月公司空调销量已达 490 万台，同比增长 59%，在去年基数较高的情况下继续出现高速增长，且增速继续高于行业，这也正是公司淡季优势的体现；考虑到目前行业涨价预期正逐步兑现，我们预计公司一季度销售收入和业绩将出现高增长。

□ 盈利能力有望保持稳定

2010 年公司销售收入的增速高于销量的增速，这也体现出 2010 年在节能补贴政策调整时公司较强的终端提价能力。对于 2011 年，原材料价格的高位运行、废弃电器处理基金的征收、6 月份节能补贴政策的取消都将给公司带来一定成本压力，但我们相信公司的提价能力可有效转嫁部分成本。另外，4 季度公司费用率已经出现下降趋势，加上公司通过变频空调比例的提升、中央空调规模的扩大使得产品结构不断优化，综上，我们认为公司作为行业龙头盈利能力有望保持稳定。

□ 盈利预测与估值

我们上调了公司的盈利预测，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.84 元、2.18 元和 2.60 元，按照昨日收盘价 22.44 元计算，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，虽然公司自 1 月底以来涨幅较大，但业绩的大幅增长使得公司估值依然在较低区间，维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 29.44 元。

□ 风险提示

原材料价格大幅波动的风险；消费意愿持续低迷的风险。

盈利预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	60432	75464	92090	110568
增长率 YOY（%）	42.3%	24.9%	22.0%	20.1%
净利润（百万元）	4276	5182	6155	7334
增长率 YOY（%）	46.8%	21.2%	18.8%	19.2%
摊薄 EPS（元）	1.52	1.84	2.18	2.60

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测表					利润表				
资产负债表		单位:百万元					单位:百万元		
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	54533	69019	82128	100768	营业收入	60432	75464	92090	110568
现金	15166	32818	38521	48542	营业成本	47409	58483	71209	85610
应收账款	1199	1588	1940	2227	营业税金及附加	539	619	737	885
其他应收款	312	246	291	360	营业费用	8410	9735	11603	13821
预付账款	2560	3801	4273	5137	管理费用	1978	2264	2763	3317
存货	11559	11580	13394	16103	财务费用	-309	-744	-1264	-1590
其他流动资产	23736	18986	23708	28399	资产减值损失	100	30	20	10
非流动资产	11072	8609	9027	8418	公允价值变动收益	69	50	50	50
长期投资	22	7	7	7	投资净收益	62	10	10	10
固定资产	5528	5121	4687	4236	营业利润	2747	5136	7082	8575
无形资产	1049	1134	1269	1404	营业外收入	2353	1000	200	100
其他非流动资产	4472	2346	3063	2770	营业外支出	44	15	12	12
资产总计	65604	77628	91154	109186	利润总额	5056	6121	7270	8663
流动负债	49675	56428	63710	74311	所得税	753	906	1076	1282
短期借款	1900	900	900	900	净利润	4303	5215	6194	7381
应付账款	13795	18130	21363	25683	少数股东损益	27	33	39	47
其他流动负债	33980	37398	41447	47728	归属母公司净利润	4276	5182	6155	7334
非流动负债	1918	1921	1921	1921	EBITDA	2887	4877	6306	7475
长期借款	1854	1854	1854	1854	EPS (元)	1.52	1.84	2.18	2.60
其他非流动负债	64	68	68	68	主要财务比率				
负债合计	51593	58349	65631	76232	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	709	742	781	828	成长能力				
股本	2818	2818	2818	2818	营业收入	42.3%	24.9%	22.0%	20.1%
资本公积	191	191	191	191	营业利润	-7.7%	87.0%	37.9%	21.1%
留存收益	10266	15453	21608	28941	归属于母公司净利润	46.8%	21.2%	18.8%	19.2%
归属母公司股东权益	13303	18536	24741	32125	获利能力				
负债和股东权益	65604	77628	91154	109186	毛利率(%)	21.5%	22.5%	22.7%	22.6%
现金流量表					净利率(%)	7.1%	6.9%	6.7%	6.6%
		单位:百万元			ROE(%)	32.1%	28.0%	24.9%	22.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	-105.7%	-28.7%	-37.4%	-38.2%
经营活动现金流	616	17505	4569	8559	偿债能力				
净利润	4303	5215	6194	7381	资产负债率(%)	78.6%	75.2%	72.0%	69.8%
折旧摊销	449	484	488	490	净负债比率(%)	7.28%	4.72%	4.20%	3.61%
财务费用	-309	-744	-1264	-1590	流动比率	1.10	1.22	1.29	1.36
投资损失	-62	-10	-10	-10	速动比率	0.86	1.02	1.08	1.14
营运资金变动	-12613	10672	-160	1934	营运能力				
其他经营现金流	8848	1887	-678	354	总资产周转率	1.03	1.05	1.09	1.10
投资活动现金流	-1887	406	-128	-128	应收账款周转率	52	50	48	49
资本支出	2482	1	0	0	应付账款周转率	3.73	3.66	3.61	3.64
长期投资	-415	-302	-30	-30	每股指标 (元)				
其他投资现金流	180	105	-158	-158	每股收益(最新摊薄)	1.52	1.84	2.18	2.60
筹资活动现金流	-1415	-258	1261	1590	每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	6.21	1.62	3.04
短期借款	939	-1000	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.72	6.58	8.78	11.40
长期借款	1854	0	0	0	估值比率				
普通股增加	939	0	0	0	P/E	14.79	12.20	10.27	8.62
资本公积增加	7	0	0	0	P/B	4.75	3.41	2.56	1.97
其他筹资现金流	-5154	742	1261	1590	EV/EBITDA	18	10	8	7
现金净增加额	-2763	17652	5703	10020					

数据来源: 湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

