

白色家电行业

格力电器 (000651)

年报点评

评级: 买入 首次

收盘价(元) 22.70

目标价(元)

实现 2010 业绩高增长，
行业龙头未来发展可期

市场数据

52 周最高/最低(元) 28.99/12.65

市盈率 14.88

总股本(亿) 28.18

总市值(亿) 636.28

股价表现



相关研究

本报告导读：10年公司业绩符合预期，11年公司业务将继续看好。在3000万保障房的建设支撑下，城镇升级换代需求将成为业绩爆发点；中央空调，变频空调业务蓄势待发，将带动整体业绩提升。

事项：格力电器3月23日晚间公布2010年年报，2010年，公司实现营业总收入608.07亿元，同比增长42.62%；公司2010年实现净利润42.76亿元，同比增长46.76%。每股收益1.52元，同比增长47.57%。公司拟每10股派发现金3.00元（含税）。

点评：

➤ 国内市场销售收入增长40.23%，国外市场销售收入增长67.12%。

2010年，在家电行业扶持政策如家电下乡、以旧换新、节能惠民等的推动下，公司通过统筹城乡区域协调发展与推进城镇化的有效结合，内需消费带动2010年空调业绩增长。同时由于新兴国家市场的需求使得空调出口快速增长。

➤ 公司长期股权投资较期初增加210.54%。2010年，公司新增3000万元在郑州与武汉设立产业园，其中，部分项目于2011年底可先期投产。预计2014年全部投产后，产业园年产值将超过150亿元。

➤ 公司存货较期初增加98.49%。2010年，公司为了应对材料价格波动，主动调整生产计划，在国际形势的复杂2011年，公司必将有效规避原材料波动风险，毛利率稳步提升可以预期。

盈利预测：

综合分析之后，我们认为11年和12年公司营业收入增长将分别达到23.44%和27.39%，给予11年和12年EPS分别为1.87元和2.21元。给予11年和12年动态的PE分别为12.14和10.27，给予“买入”评级。

表1：未来两年盈利预测

盈利预测值	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	60431.62	75539.53	95935.20
增长率(%)	42.00	23.44	27.39%
归属母公司股东的净利润(百万元)	4275.72	5287.76	6235.78
增长率(%)	31.80	11.36	17.93
EPS	1.52	1.87	2.21

投资要点:

- **保障房加速城镇消费升级:** “十二五”时期, 国家将建设3600 万套城镇保障性安居工程, 保障性住房覆盖率达到20%左右。而2011 年国家将完成1000 万套的开工建设任务, 保障性住房的建设将大大增加城镇居民空调更新换代的需求量, 而以旧换新政策将进一步促进更新换代的程度, 城镇市场2011将实现22%左右的增长。
- **收入增7%推动农村新增需求:** “十二五”时期, 国家将努力实现农村居民人均纯收入年均实际增长超过7%, 农村市场庞大的潜在需求有望得到提前释放, 且到2013 年超过30%的普及速度。目前公司销售网络已经遍布全国乡镇, 其品牌影响力和渠道反映速度也是其他厂商难以相比的。农村市场2011将实现15%左右的增长。
- **变频化率快速提升, 提高整体毛利率:** 变频空调是节能时代下空调产品的发展趋势, 公司新推出的超薄U 酷变频空调采用国际领先的“G10 低频控制技术”和世界首创的第二代无缝蒸发器, 估计毛利率能达到30%以上。目前, 公司变频空调销量占比已经上升至30%左右, 高于行业水平, 未来变频空调的占比提升也将显著提高公司总体的毛利率。
- **中央空调是重要增长亮点:** 10年公司国内商用空调销售收入约为40 亿, 净利润占比在20%左右; 公司计划未来3 年做到100 亿, 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, 我们预计随着公司增发项目中商用空调技改扩产项目及武汉商用空调建设项目的产能释放, 公司中央空调业务收入将实现55%左右的增长。

联系人
胡蓓蓓
8621-68761616-8559
hubb@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

表 2: 公司未来两年主营业务增长预测

分类	占营业收入比重	主营业务市场	2010	2011		2012	
			占营业收入比重	预测单项市场增长率	折合总营业收入增长率	预测单项市场增长率	折合总营业收入增长率
内销	83%	商用空调 (中央空调)	8.30%	60.20%	5.00%	56.00%	4.65%
		城镇市场	42.00%	22.00%	9.24%	30.00%	12.60%
		农村市场	33.00%	15.00%	4.95%	23.00%	7.59%
出口	17%	出口	17.00%	25.00%	4.25%	15.00%	2.55%
总营业收入增长率				23.44%		27.39%	

表 3: 公司 2010 年主要投资项目

序号	公司名称	注册地	注册资本	持股比例 (100)	主营业务
1	格力电器 (郑州) 有限公司	郑州	人民币2000万元	100	生产及销售空调
2	格力电器 (武汉) 有限公司	武汉	人民币1000万元	100	生产及销售空调
合计			人民币 3000 万元		

资料来源: 公司公告, 德邦研究

● 保障房带动全国空调更新需求快速上升:

随着经济的快速、平稳发展,我国城镇化进程大大加快;但与发达国家、世界平均城镇化水平相比较,中国的城镇化水平仍有巨大的发展潜力。由于城镇居民可支配收入的增加以及城镇化所带来的消费渠道的丰富,城镇居民消费能力和消费意愿均远强于农村居民。因此,城镇化进程的持续深化即意味着国内总体消费能力的增加。

同时,“十二五”时期,国家将建设3600万套城镇保障性安居工程,保障性住房覆盖率达到20%左右。而2011年国家将完成1000万套的开工建设任务,保障性住房的建设将大大增加城镇居民空调更新换代的需求量,而以旧换新政策将进一步促进更新换代的程度,2010年前三季度,我国城镇居民人均可支配收入累计达1.43万元,累计同比增长10.49%,也几乎达到了5年前同期的两倍,我们预计2010年我国城镇居民人均可支配收入将超过18000元。预计城镇市场2011将实现22%左右的增长。

● 收入增7%推动农村新增需求:

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。

从公司目前的销售区域来看,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,公司空调内销总量中有40%来自于三、四级市场,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。公司非常看好三四级市场,目前公司在二、三级市场与三、四级市场占比约6:4。其品牌影响力和渠道反映速度也是其他厂商难以相比的。农村市场2011将实现15%左右的增长。

● 新兴市场兴起,出口有望保持25%左右的较好增长态势:

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,未来,公司自主品牌出口占比将会有进一步提升,出口产品盈利能力也将随之逐步增强,我们预计未来几年公司出口业务将保持较好25%以上的较好增长态势。但考虑到在国内扩内需政策的刺激下,以及国际局势的复杂性,预计2011年出口占营业收入比重会有所下降。

● 中央空调是重要增长亮点:

目前公司中央空调市场占有率约8%-10%,公司的目标是做到40%的市场份额,其中央空调销售仍主要依靠家用空调渠道,政府项目也较多,公司商用空调销售与部分地产公司建立了合作关系。我们认为随着国内中央空调在别墅及家用住宅的快速普及,公司在家用空调上的良好品牌以及口碑将促进公司中央空调业务的拓展,中央空调业务必将成为家用空调外新的业绩增长点。

10年公司国内商用空调销售收入约为40亿,净利润占比在20%左右;公司计划未来3年做到100亿,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,我们预计随着公司增发项目中商用空调技改扩产项目及武汉商用空调建设项目的产能释放,公司中央空调业务收入将实现55%左右的增长。

● 变频化率快速提升,提高整体毛利率:

变频空调是节能时代下空调产品的发展趋势,公司新推出的超薄U酷变频空调采用国际领先的“G10低频控制技术”和世界首创的第二代无缝蒸发器,估计毛利率能达到30%以上。目前,公司变频空调销量占比已经上升至30%左右,高于行业水平,未来变频空调的占比提升也将显著提高公司总体的毛利率。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。