

格力电器(000651.sz)

2010 年业绩非常好，未来会更好

惠毓伦 分析师

电话: 020-87555888-615

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010003

业绩超预期，两点因素要留意

公司 2010 年实现收入 608 亿，增长 42.6%，归属母公司净利润 42.8 亿，同比增长 45.1%，EPS1.52 元，ROE 高达 36.5%，高于市场预期。主要是收入略高于市场预期，另外销售利润率有所提高，达到 7.1%，节能补贴和利息收入很给力。值得注意的是：1.由于公司节能补贴实行收付实现制，公司 10 年所计补贴收入实际上对应 09 年下半年到 10 年上半年空调销售产生的补贴，实际上是延迟确认了 09 年的部分收益。但是 10 年下半年补贴减少以后，公司产品提价，存在半年的双重受益。2.公司正积极筹划公开增发事宜，未来存在释放业绩的动能。

扣除节能补贴影响，全年毛利率变化不大

2010 年公司综合毛利率为 21.5%，比去年下降 3.2 个百分点，将补贴收入加回后综合毛利率为 24.2%，略有下降。这符合我们一贯的判断。我们一直反复强调：白电龙头具有很强的成本转嫁能力。在空调双寡头的背景下我们毋庸担心要素成本上涨。特别是格力，品牌号召力强，目标客户价格敏感度低。公司 2010 年销售费用增长 45%，基本与收入增长同步。管理费用增长 26%，远低于收入增长，体现了明显的规模效用。

天花板还远

主要原因有：(1) 空调总需求空间还很大；(2) 市场份额也有上升空间。(3) 空调内销双寡头的品牌、渠道、规模等要素构建的软壁垒已经形成，护城河保证了高额利润的可持续性。(4) 公司的销售净利润率未来还有提升空间。

盈利预测与估值

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 2.00 元、2.55 元。按 11 年 EPS 16 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价为 32 元，维持“买入”评级。

风险提示

阶段性销售低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	42,457.77	60,431.63	84655.5	110952.	142263.
增长率(%)	1.01%	42.33%	39.22%	31.06%	28.22%
EBITDA(百万元)	3,704.56	5,191.01	6378.48	9182.57	11909.7
净利润(百万元)	2,913.45	4,275.72	5530.08	7193.71	9447.28
增长率(%)	48.15%	46.76%	29.34%	30.08%	31.33%
每股收益(元)	1.551	1.517	2.00	2.55	3.35
市盈率	18.66	11.95	12.80	9.84	7.49
市净率	5.45	3.84	3.35	2.58	1.95
EV/EBITDA	8.94	7.77	7.40	4.26	2.27

数据来源:珠海格力电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	23.96
目标价格(元)	32.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.03%	32.30%	33.46%
沪深 300	3.03%	4.16%	0.59%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

2,817.89/2,779.99

主要股东:

珠海格力集团有限公司

主要股东持股比例

19.45%

财务比率

ROE	32.14%
ROA	8.11%
资产负债率	78.64%
每股净资产(元)	4.72

2010 年报数据

业绩超预期，两点因素要留意

公司2010年实现收入608亿，增长42.6%，归属母公司净利润42.8 亿，同比增长45.1%，EPS1.52元，ROE高达36.5%，高于市场预期。主要是收入略高于市场预期，另外销售利润率有所提高，达到7.1%，节能补贴和利息收入很给力。

全年实现空调销售551亿，小家电销售7.9亿，主营分内外销来看，内销实现466亿，增长40.2%，外销实现97.5亿，增长67.1%。

值得注意的是：1.由于公司节能补贴实行收付实现制，公司10年所计补贴收入实际上对应09年下半年到10年上半年空调销售产生的补贴，实际上是延迟确认了09年的部分收益。但是10年下半年补贴减少以后，公司实行了产品提价，这里存在半年的双重受益。2.公司正在积极筹划公开增发事宜，未来存在释放业绩的动能。

表 1: 格力销售分产品数据 (单位: 亿元)

	2010		2009	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
空调及配件	551.10	426.86	383.29	288.00
漆包线	2.84	2.61	1.70	1.59
压缩机	0.60	0.53	0.01	0.01
电容	0.43	0.37	0.33	0.30
小家电	7.87	6.91	5.35	4.60
合计	0.70	0.52	390.69	294.50

数据来源：公司公告

表 2: 格力销售内外销数据 (单位: 亿元)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2008)	收入占比 构成
内销	466.0	82.7%	40.2%	332.3	85%	12.1%	296.3	76%
外销	97.5	17.3%	67.1%	58.4	15%	-38.3%	94.6	24%
合计	563.5	100.0%	44.3%	390.7	100%	-0.1%	390.9	100%

数据来源：公司公告

扣除节能补贴影响，全年毛利率变化不大

2010年公司综合毛利率为21.5%（简单测算），比去年下降3.2个百分点，但是将补贴收入加回后综合毛利率为24.2%，比去年略有下降。考虑到本来出口增加更多，毛利率总体上维持稳定。原材料、劳动力价格波动并没有给公司盈利带来压力，这符合我们一贯的判断。我们一直反复强调：白电龙头具有很强的成本转嫁能力。在空调双寡头

的背景下我们毋庸担心要素成本上涨。这在过往多年的实证中都得到检验。特别是格力，品牌号召力强，目标客户价格敏感度低。

公司2010年销售费用增长45%，基本与收入增长同步。管理费用增长26%，远低于收入增长，体现了明显的规模效用。（销售费用率从3.7%下降到3.3%）。财务费用为负3.1亿，主要是手持百亿现金，全年利息收入就达到4.9亿。（不考虑财务公司的利息收入，详见年报107页）

公司营业外收入23.5亿，其中节能补贴21.5亿。（上年度确认2.4亿，详见年报109页）5.公司实际所得税率为14.9%，比去年上升1.3个百分点。

公司其他流动负债88.6亿，增加27亿，其中销售返利增加21亿，安装维修费增加5.5亿。（详见年报103页）

全年经营活动现金流净额10.6亿，低于公司净利润

与去年经营活动现金流110亿形成鲜明对比。主要是公司应收票据没有实现贴现，大幅增加80亿，另外公司为了应当存货上涨，采取高存货策略，存货增加47亿。但是公司预收帐款增加49亿，应付帐款增加36亿，能够大量占用上下游资源，加上强大的盈利能力，所以全年经营活动现金流仍然为正数。

公司分配预案：每10股派现金3元。

公司与行业的天花板皆远未到来

格力的年报常常是超预期的，但是对格力面临天花板的质疑从来没有停止过。但是我们认为天花板还远。

空调总需求空间还很大

- 1、 三四级市场方兴未艾。
- 2、 城镇化持续推进。
- 3、 工程机市场潜力很大。
- 4、 家电出口大有可为。

公司的市场份额也有上升空间

双寡头有助于高利润率的持续

格力、美的已经形成空调内销的双寡头（合计份额63%），而中国空调产能占全球的80%以上，基于品牌、渠道、规模等要素构建的软壁垒已经形成，尽管格力的ROE

持续在30%以上，但护城河保证了高额利润的可持续性。

公司的销售净利润率已经从百分之四点几提高到了7%，未来还有提升空间。

盈利预测与估值

短期来看，通胀背景下，成本转嫁能力最强的企业最值得重点投资。而目前PE估值仅11倍。我们预计公司2011-2012年EPS分别为2.00元、2.55元。按11年EPS 16倍PE估值，公司6个月目标价为32元，维持“买入”评级。

风险提示

阶段性销售低于预期。

附录

表 3：历年分季营业收入

	亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	102	148	190	168	608
	占全年比例	16.7%	24.3%	31.3%	27.7%	100.0%
	同比增长率	12%	35%	80%	42%	43%
2009 年	营业收入	90	110	106	119	425
	占全年比例	21.3%	25.8%	24.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	-16%	-23%	5%	67%	1%
2008 年	营业收入	108	142	101	71	422
	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%
2007 年	营业收入	70	130	93	87	380
	占全年比例	18.5%	34.3%	24.5%	22.8%	100.0%
2006 年	营业收入	44	88	63	68	263
	占全年比例	16.7%	33.3%	24.0%	26.0%	100.0%

数据来源：公司公告

表 4：历年分季净利润

	(亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	6.4	9.3	13.2	13.9	42.8
	占全年比例	14.9%	21.8%	30.8%	32.5%	100.0%
	对应 EPS	0.23	0.33	0.47	0.49	1.52
	同比增长率	16%	38%	73%	51%	47%
2009 年	普通股利润	5.5	6.8	7.6	9.2	29.1
	占全年比例	18.9%	23.3%	26.1%	31.7%	100.0%
	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
2006 年	普通股利润	1.2	1.9	1.7	2.1	6.9
	占全年比例	17.4%	27.5%	24.6%	30.4%	100.0%
	对应 EPS	0.04	0.07	0.06	0.07	0.24

数据来源：公司公告

资产负债表

单位：百万元

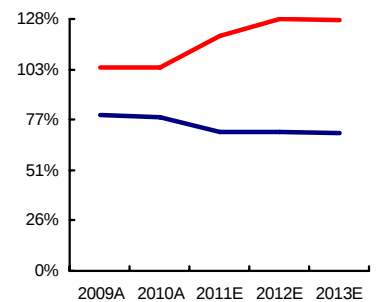
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	42,611	54,533	66,718	87,477	114,706
货币资金	22,905	15,166	25,438	33,510	45,552
应收及预付	13,398	26,127	30,336	39,734	50,942
存货	5,824	11,559	10,872	14,161	18,140
其他流动资产	485	1,680	72	72	72
非流动资产	8,919	11,072	8,641	9,875	10,079
长期股权投资	7	22	26	31	38
固定资产	4,609	5,528	6,005	7,039	7,022
在建工程	211	101	116	100	100
无形资产	508	1,066	1,148	1,230	1,310
其他长期资产	3,584	4,356	1,346	1,475	1,610
资产总计	51,530	65,604	75,359	97,352	124,786
流动负债	40,839	49,675	51,474	66,923	85,210
短期借款	962	1,900	0	0	0
应付及预收	31,562	37,365	51,474	66,923	85,210
其他流动负债	8,315	10,409	0	0	0
非流动负债	38	1,918	1,854	1,854	1,854
长期借款	0	1,854	1,854	1,854	1,854
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	64	0	0	0
负债合计	40,878	51,593	53,328	68,777	87,064
股本	1,879	2,818	2,954	2,954	2,954
资本公积	183	191	3,268	3,268	3,268
留存收益	7,870	10,266	14,910	21,218	30,075
归属母公司股东权益	9,970	13,303	21,136	27,444	36,301
少数股东权益	683	709	750	804	875
负债和股东权益	51,530	65,604	75,215	97,026	124,240

利润表

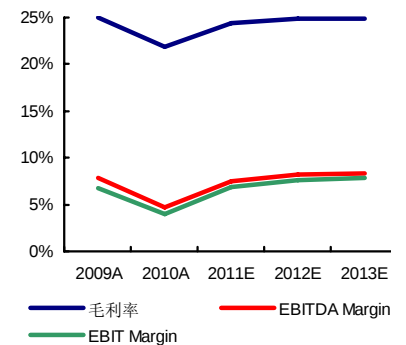
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	42637	60807	84656	110952	142263
营业成本	31972	47474	64003	83368	106794
营业税金及附加	403	539	753	987	1266
销售费用	5798	8410	11449	14779	18779
管理费用	1567	1978	2660	3344	4268
财务费用	-97	-309	-199	-417	-598
资产减值损失	29	100	144	183	219
公允价值变动收益	2	69	86	129	135
投资净收益	7	62	50	50	50
营业利润	2975	2747	5980	8887	11721
营业外收入	418	2353			
营业外支出	12	44			
利润总额	3380	5056	6712	9060	11898
所得税	449	753	1141	1812	2380
净利润	2932	4303	5571	7248	9518
少数股东损益	18	27	41	54	71
归属母公司净利润	2913	4276	5530	7194	9447
EBITDA	3328	2855	6378	9183	11910
EPS (元)	1.55	1.52	2.00	2.55	3.35

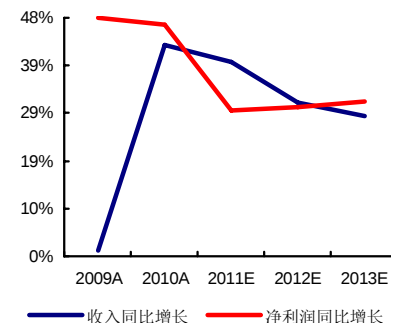
资产负债率趋势



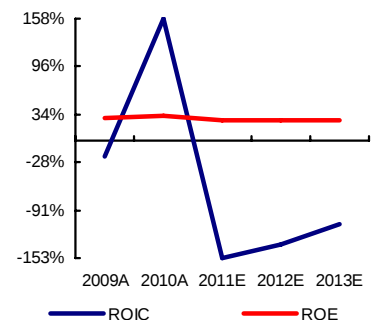
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

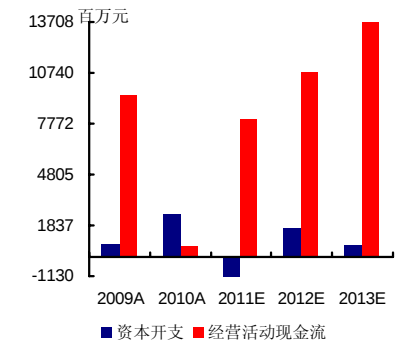
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	9,450	616	7,979	10,663	13,636
净利润	2,932	4,303	5,571	7,248	9,518
折旧摊销	431	449	589	709	753
营运资金变动	6,377	-3,693	901	2,762	3,395
其它	-290	-443	918	-55	-30
投资活动现金流	-3,093	-1,887	1,181	-1,592	-595
资本支出	-716	-2,481	1,130	-1,637	-639
投资变动	-757	-379	-35	-84	-91
其他	-1,619	973	86	129	135
筹资活动现金流	-66	-1,492	1,113	-999	-999
银行借款	1,023	3,579	-1,900	0	0
债券融资	-67	-1,362	-10	0	0
股权融资	466	0	3,213	0	0
其他	-1,487	-3,709	-190	-999	-999
现金净增加额	6,291	-2,763	10,272	8,072	12,042
期初现金余额	3,666	22,905	15,166	25,438	33,510
期末现金余额	9,957	20,142	25,438	33,510	45,552

主要财务比率

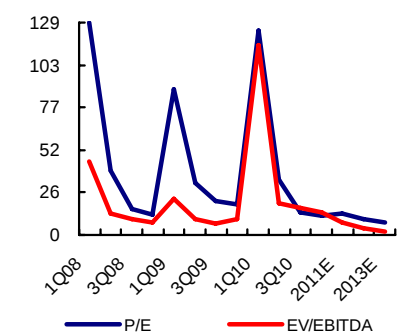
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	1.0%	42.6%	39.2%	31.1%	28.2%
营业利润	27.2%	-7.7%	117.7%	48.6%	31.9%
归属于母公司净利润	48.2%	46.8%	29.3%	30.1%	31.3%
获利能力					
毛利率	25.0%	21.9%	24.4%	24.9%	24.9%
净利率	6.9%	7.1%	6.6%	6.5%	6.7%
ROE	29.2%	32.1%	26.2%	26.2%	26.0%
ROIC	-20.7%	158.2%	-152.9%	-136.0%	-108.3%
偿债能力					
资产负债率	79.3%	78.6%	70.9%	70.9%	70.1%
净负债比率	-206.0%	-82.0%	-108.1%	-112.3%	-117.7%
流动比率	1.04	1.10	1.30	1.31	1.35
速动比率	0.86	0.81	1.02	1.03	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.04	1.20	1.28	1.28
应收账款周转率	57.62	57.54	57.94	57.94	57.94
存货周转率	6.02	5.46	5.89	5.89	5.89
每股指标 (元)					
每股收益	1.55	1.52	1.87	2.44	3.20
每股经营现金流	5.03	0.22	2.70	3.61	4.62
每股净资产	5.31	4.72	7.16	9.29	12.29
估值比率					
P/E	18.7	11.9	12.8	9.8	7.5
P/B	5.5	3.8	3.3	2.6	1.9
EV/EBITDA	9.7	13.9	7.4	4.3	2.3

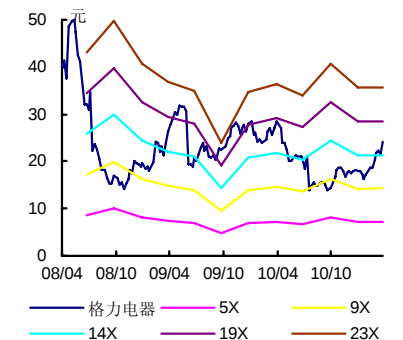
资本支出与经营活动现金流



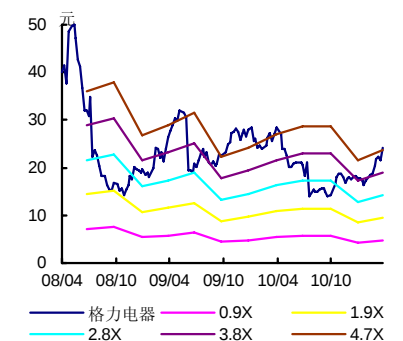
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

袁浩然，研究助理，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yhr@gf.com.cn，0755-82784042。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjs2@gf.com.cn，020-87555888-615。

相关研究报告

格力电器(000651.sz)_中报点评	王俊爽	2010-08-19
格力电器(000651.sz)_公司调研简报	王俊爽	2010-06-08
格力电器(000651.sz)_公司调研简报	周瑾	2009-05-05

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。