

农村空调旺销 利好公司

事件

商务部最新发布数据显示，3月国家下乡产品销售1471.5万台，实现销售额344.8亿元，同比分别增长135%和179%，其中，空调产品3月份实现销售额36.8亿元，同比增长398%，成为家电下乡新的增长亮点。

我们的观点

- **家电下乡空调销售数据亮眼** 2011年家电下乡销售收入持续高增长，下乡拉动农村空调市场普及。2011年3月，家电下乡空调销售额同比增长398%，远高于整体家电下乡市场的179%，成为农村市场增速最快的家电品类。而从2010年家电下乡数据来看，空调销售增速（125%）低于整体家电下乡市场（186%），近期农村空调的加速增长进一步验证了我们对于行业的判断。
- **农村市场是未来空调行业最主要的增长点** 空调农村市场保有量在传统四大件中最低，09年仅为12.2%，家电下乡中空调销量仅占9%左右，政策还远没有释放农村需求。根据苏宁电器发布的《2009中国农村家电消费调查报告》，农村居民空调购买意愿达到了18.5%，农村居民空调购置意愿渐显，并且农村空调销售正在提速，我们认为农村空调普及是未来行业最主要的增长点，预计未来3年农村市场保持50%左右的增速。
- **凭借渠道优势领跑农村市场** 格力通过20多年的经营，在全国建立了3万多个销售网点，专卖店近1万家，遍布全国乡镇，三四级渠道下沉优势明显。凭借渠道及产品优势，格力在农村市场占据44%左右的份额，是未来空调农村市场快速增长的最大受益者。预计公司农村市场的收入未来3年能保持50%左右的增长。
- **增长明确，估值优势明显，目标价30.24元。**根据我们的预测，公司11-13年的EPS分别为1.68、2.09、2.51元，给予2011年18倍PE，对应目标价30.24元，维持公司买入评级。
- **风险因素：**房地产调控风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

家电行业资深分析师
8621-63325888-6073
guoyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120214

联系人

唐思宇
8621-63325888-6082
tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2011年4月6日）	22.53元				
目标价格	30.24元				
总股本/A股（百万股）	2817.89				
A股市值（亿元）	634.87				
国家/地区	中国				
行业	家电行业				
报告发布日期	2011年4月7日				

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	60807	770880	95722	115553
同比(%)	42.6%	26.8%	24.2%	20.7%
归属母公司净利	4267	4744	5889	7067
同比(%)	46.8%	11.0%	24.1%	20.0%
毛利率(%)	21.9%	22.4%	22.5%	22.4%
ROE(%)	32.1%	26.3%	25.6%	24.5%
每股收益(元)	1.52	1.68	2.09	2.51
P/E(倍)	14.85	13.38	10.78	8.98
P/B(倍)	4.77	3.52	2.76	2.20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

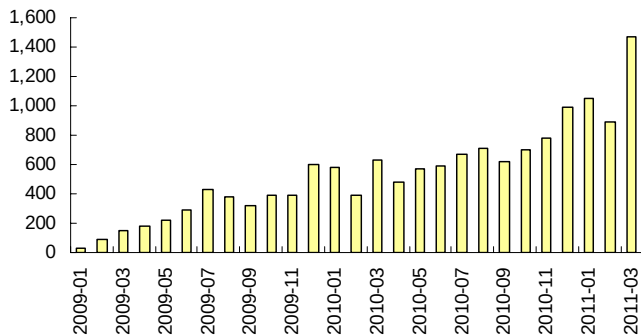
相关研究报告

《空调龙头 农村市场增长最大受益者》 2011-03-24

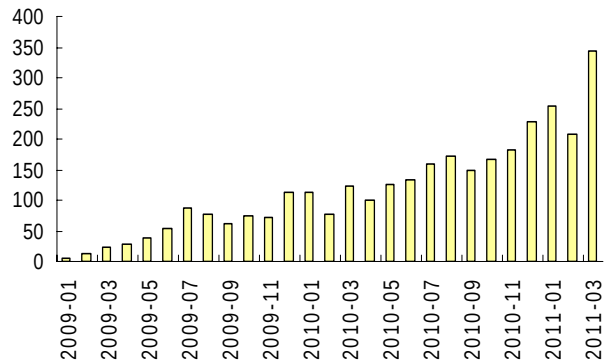
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

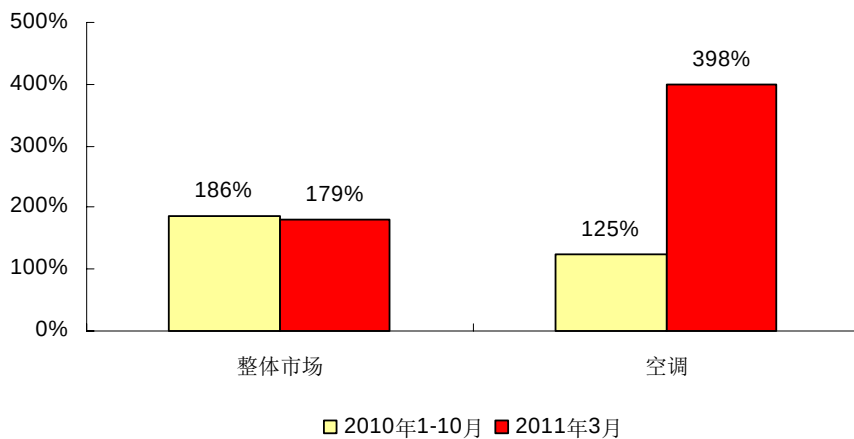
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图表 家电下乡销量（万台）


资料来源：家电下乡信息系统、东方证券研究所

图表 家电下乡销售额（亿元）


资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

图表 家电下乡家电销售额同比增速


资料来源：家电下乡信息系统、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
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	54,533	69,403	80,487	100,686	营业收入	60,807	77,088	95,722	115,553
现金	15,166	43,441	52,301	64,655	营业成本	47,474	59,852	74,144	89,651
应收账款	1,199	1,404	1,677	2,064	营业税金及附加	539	655	814	982
其它应收	312	221	252	318	营业费用	8,410	9,251	11,487	13,866
预付账款	2,560	2,487	2,896	3,614	管理费用	1,978	2,390	2,967	3,524
存货	11,559	10,209	12,299	15,082	财务费用	(309)	(277)	(628)	(813)
其他	23,736	11,641	11,062	14,953	资产减值损失	100	23	19	21
非流动资产	11,072	11,666	12,426	12,066	公允价值变动收益	69	-	-	-
长期投资	22	25	25	25	投资净收益	62	-	-	-
固定资产	5,528	8,169	9,008	8,656	营业利润	2,747	5,195	6,919	8,321
无形资产	1,049	1,037	1,025	1,011	营业外收入	2,353	450	90	90
其他	4,472	2,435	2,369	2,374	营业外支出	44	19	21	28
资产总计	65,604	81,069	92,913	112,752	利润总额	5,056	5,626	6,989	8,383
流动负债	49,675	60,422	67,114	80,947	所得税	753	844	1,048	1,257
短期借款	1,900	2,000	1,000	1,000	净利润	4,303	4,782	5,940	7,126
应付账款	13,795	20,101	23,842	29,469	少数股东损益	27	38	51	59
其他	33,980	38,321	42,271	50,478	归属于母公司净利	4,276	4,744	5,889	7,067
非流动负债	1,918	1,877	2,038	2,095	EBITDA	2,887	5,555	7,140	8,454
长期借款	1,854	1,854	2,018	2,074	EPS (元)	1.52	1.68	2.09	2.51
其他	64	23	20	21	主要财务比率				
负债合计	51,593	62,299	69,151	83,042	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权	709	747	798	857	成长能力				
股本	2,818	2,818	2,818	2,818	营业收入	42.6%	26.8%	24.2%	20.7%
资本公积	191	191	191	191	营业利润	-7.7%	89.1%	33.2%	20.3%
留存收益	10,266	15,015	19,956	25,845	归属于母公司净利	46.8%	11.0%	24.1%	20.0%
归属母公司	13,303	18,024	22,964	28,853	获利能力				
负债和股东	65,604	81,069	92,913	112,752	毛利率	21.9%	22.4%	22.5%	22.4%
现金流量表					净利率	7.0%	6.2%	6.2%	6.1%
单位:百万元					ROE	32.1%	26.3%	25.6%	24.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	12.5%	19.7%	21.1%	20.3%
经营活动现	616	31,016	11,664	13,229	偿债能力				
净利润	4,303	4,782	5,940	7,126	资产负债率	78.6%	76.8%	74.4%	73.7%
折旧摊销	449	637	849	946	净负债比率				
财务费用	(309)	(277)	(628)	(813)	流动比率	1.10	1.15	1.20	1.24
投资损失	(62)	-	-	-	速动比率	0.86	0.98	1.01	1.06
营运资金变	(12,613)	23,767	5,407	5,911	营运能力				
其它	8,848	2,107	96	59	总资产周转率	1.04	1.05	1.10	1.12
投资活动现	(1,887)	(3,100)	(1,646)	(567)	应收账款周转率	53	54	57	56
资本支出	(2,482)	(3,211)	(1,640)	(560)	应付账款周转率	3.73	3.53	3.37	3.36
长期投资	(415)	135	-	-	每股指标 (元)				
其他	1,010	(24)	(6)	(7)	每股收益	1.52	1.68	2.09	2.51
筹资活动现	(1,415)	359	(1,158)	(308)	每股经营现金流	0.22	11.01	4.14	4.69
短期借款	939	100	(1,000)	-	每股净资产	4.72	6.40	8.15	10.24
长期借款	1,854	-	164	56	估值比率				
普通股增	939	-	-	-	P/E	14.85	13.38	10.78	8.98
资本公积	7	-	-	-	P/B	4.77	3.52	2.76	2.20
其他	(5,154)	259	(322)	(364)	EV/EBITDA	18.01	9.36	7.28	6.15
现金净增加	(2,763)	28,275	8,860	12,354					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn