

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 22.77 元
目标(人民币): 27.70-30.40 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,779.99
总市值(百万元)	64,163.33
年内股价最高最低(元)	24.07/11.82
沪深 300 指数	3299.94
深证成指	12708.42



相关报告

1. 《业绩再三超预期,看好增长再次上调预测 8%》, 2011.3.24
2. 《看好行业未来增长,上调公司明后年业绩》, 2010.11.24

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

行业性成本压力其实有利于格力扩张份额

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	3.489	3.414	1.943	2.340	2.884
每股净资产(元)	5.31	4.72	6.66	8.30	10.32
每股经营性现金流(元)	5.03	0.22	4.65	2.97	3.26
市盈率(倍)	14.14	5.69	11.55	9.59	7.78
行业优化市盈率(倍)	46.92	20.19	20.19	20.19	20.19
净利润增长率(%)	39.36%	46.76%	28.03%	20.46%	23.25%
净资产收益率(%)	29.22%	32.15%	29.16%	28.19%	27.95%
总股本(百万股)	834.93	1,252.40	2,817.89	2,817.89	2,817.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 格力电器公布季报, 1Q 营业收入 172.7 亿元、同比增 69%; 净利率%; EPS, 净利润增速 47%, 基本符合我们的预期。

经营分析

- 收入增速高达 69%略超预期, 行业性成本压力其实有利于格力扩张份额, 全年增速或将超过我们 35%的预期: 产业在线数据显示格力 1Q 销量同比增长 55%, 其中内销量增 19%、外销量增 123% (公司自去年起调整出口策略由只求利润变为更重规模后, 出口持续高速增长), 增长势头强劲 (图表 1)。再加上成本上涨带来提价、1Q10 因为补贴基数较低 (同期因补贴降价影响收入约 6.8 亿, 本期小于 6 亿), 进一步推高收入增速至 69%。我们看好今年的空调行业, 在出口带动下年增速可达 20%; 而且要素成本上涨推动行业洗牌, 尤其出口份额将向龙头企业集中, 有利于格力扩张份额。
- 毛利率同比和环比下降都有产品结构不同和节能补贴影响因素: 1Q 毛利率 17%, 同比下降 5 个点、环比下降 9 个点。同比下降一方面去年同期出口比重小于今年, 另一方面去年同期尚不知补贴政策如何调整, 因此销售政策 (2Q10 毛利率便大幅下降, 因此我们认为用 1H10 数据比较更准确。考虑出口增长, 如按 1H10 内外销毛利率和 1Q11 内外销收入占比计算的 1Q11 毛利率将为 15%, 而实际更高; 另外 1Q11 和 1Q10 的毛利率与销售费用率之差都是 7%, 说明盈利能力同比并未下降, 图表 3)。环比下降与产品结构有关, 下半年以冷暖、变频等产品为主, 毛利率高于上半年毛利率是惯例。随着新品推出, 预计二季度毛利率压力将有所减小。
- 1Q 获得 5 亿元节能补贴, 估计二季度还可以继续收到 6 亿元左右的较高补贴: 因公司 2010 年末尚未收到的补贴愈十亿元。

盈利预测及投资建议

- 维持前期盈利预测: 预计 2011-2013 年收入分别为 821、1022、1234 亿元, 增速 35%、24.5%、20%; EPS 分别为 1.94、2.34、2.88 元, 净利润增速 28.0%、20.5%、23.3%。
- 我们认为公司在暖通空调及制冷领域的发展道路还有很大空间 (家用+商用), 未来五年复合增速 15-18%完全可期; 预计公司的中报将继续交出亮丽的业绩。按增发可能扩大股本除权后 11 年 EPS 预计为 1.85 元, 6-12 个

图表1：产业在线口径的格力空调产销数据（单位：万台）

月份	产量			销量			内销			出口			库存			库存/销量			库存/内销		
	11年	10年	同比	11年	10年	同比	11年	10年	同比	11年	10年	同比	11年	10年	同比	11年	10年	同比	11年	10年	同比
1月	300	172	74%	280	170	65%	150	117	28%	130	53	145%	312	262	19%	1.1	1.5	-0.4	2.1	2.2	-0.2
2月	210	141	49%	210	138	52%	100	86	16%	110	52	112%	312	265	18%	1.5	1.9	-0.4	3.1	3.1	0.0
3月	350	232	51%	355	236	50%	175	153	14%	180	83	117%	307	261	18%	0.9	1.1	-0.2	1.8	1.7	0.1
小计	860	545	58%	845	544	55%	425	356	19%	420	188	123%									

来源：产业在线，国金证券研究所

图表2：财务报表分项点评

（金额单位：百万元）	1Q10	1H10	4Q10	Q11	1Q11 同比	1Q11 环比	点评
营业收入	10227	25145	16510	17274	68.9%	4.6%	1Q 销量同比增速 55%+均价上涨+1Q10 基数因补贴更多（同期因补贴降价影响收入约 6.8 亿，本期小于 6 亿）而偏低
毛利率	22%	17%	26%	17%	-5.1	-8.9	我们认为用 1H10 的数据估算更准确。考虑出口增长，如按照 1H10 内外销毛利率和 1Q11 内外销收入占比计算，毛利率应为 15%；而实际上是高于 15%的。 环比下降与产品结构的季节性和内外销比率不同有关，一般下半年毛利率都高于上半年毛利率。
销售费用率	15%	11%	14%	10%	-5.3	-4.1	出口占比高，拉低销售费用率
毛利率-费用率	7%	6%	12%	7%	0	-5	毛利率与销售费用率之差可以剔除内外销结构变化和因补贴而带来销售政策变化的影响，更准确地反映公司盈利能力，1Q11 同比变化为 0 表明公司盈利能力并无明显下降。
管理费用率	3%	3%	5%	3%	-0.4	-2.1	绝对值上升，由于收入增长快而占比下降
财务费用率	-1%	-1%	-1%	-1%	0.9	0.0	
-资产减值损失	57	64	75	107	85.8%	41.6%	
+公允价值变动收益	25	78	24	-12	-149.3%	-151.5%	
+投资收益	14	34	6	4	-72.6%	-32.6%	
+营业外收支	390	1108	597	504	29.3%	-15.5%	公司 2010 年末尚未收到的补贴逾十亿元，1Q11 收到约 5 亿元，因此估计二季度还可以继续收到 6 亿元左右的较高补贴
利润总额	781	1906	1607	1116	4 .9%	-30.6%	
-所得税费用	140	333	201	168	19.9%	-16.4%	
-少数股东损益	0	1	2090	662	-	-68.3%	
归属于母公司所有者净利润	639	1573	1386	941	47.3%	-32.1%	
净利率	6.2%	6.3%	8.4%	5.4%	-0.8%	-2.9%	

* 同比环比中有%的表示百分比，无%表示变化的百分点。

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表3：用 1H10 数据估算，毛利率同比并未下降

	1H10 毛利率	1Q11 销售额占比
内销	19%	70%
外销	6%	30%
估算毛利率		15%
实际毛利率	16%	17%

来源：聚源数据，国金证券研究所

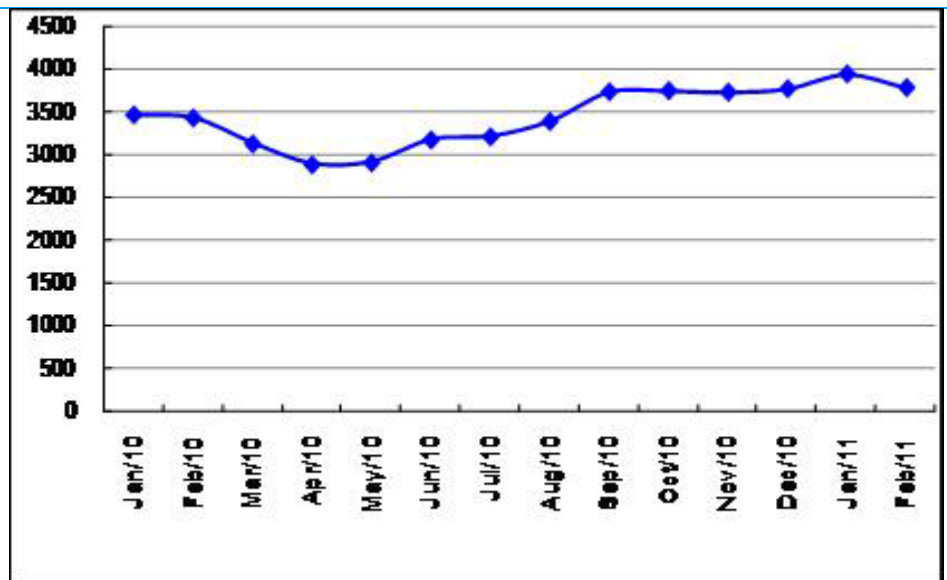
图表4：格力电器下半年毛利率高于上半年毛利率

	1H10			2H10		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
内销	17791	14327	19%	28812.5	20567.2	29%
外销	5743	5425	6%	4008.1	3461.9	14%

单位：百万元

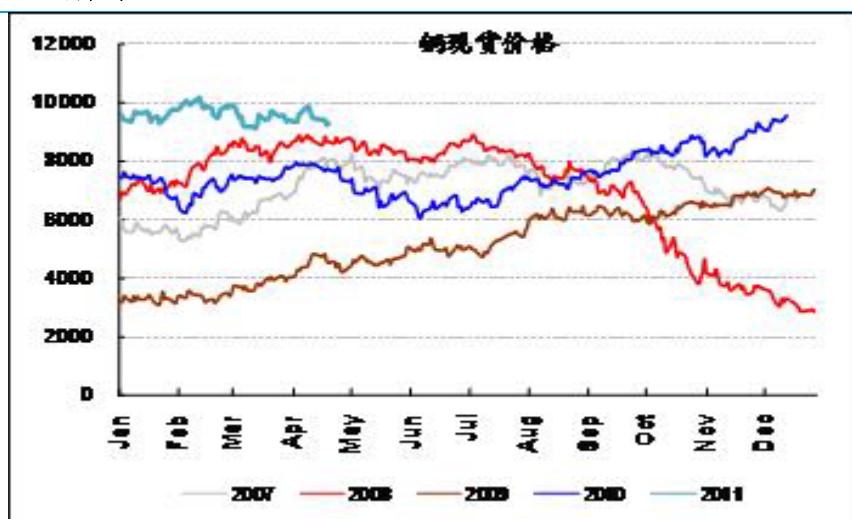
来源：聚源数据，国金证券研究所

图表5：格力空调 1Q11 单价上涨



来源：中怡康，国金证券研究所

图表6: 铜价同比上涨 33%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7：公司三张报表及预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	42,200	42,637	60,807	82,122	102,230	123,242	货币资金	3,666	22,905	15,166	23,869	30,880	39,444
增长率		1.0%	42.6%	35.1%	24.5%	20.6%	应收款项	13,907	11,909	23,567	32,104	40,938	50,517
主营业务成本	-33,758	-31,972	-47,474	-63,338	-78,218	-94,047	存货	4,790	5,824	11,559	10,308	12,729	15,305
%销售收入	80.0%	75.0%	78.1%	77.1%	76.5%	76.3%	其他流动资产	914	1,973	4,240	3,489	4,220	4,965
毛利	8,442	10,665	13,333	18,784	24,013	29,195	流动资产	23,277	42,611	54,533	69,770	88,767	110,231
%销售收入	20.0%	25.0%	21.9%	22.9%	23.5%	23.7%	%总资产	75.6%	82.7%	83.1%	86.8%	89.3%	91.0%
营业税金及附加	-363	-403	-539	-739	-920	-1,109	长期投资	81	879	1,287	1,322	1,357	1,392
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	4,573	4,821	5,629	6,649	6,655	6,769
营业费用	-4,403	-5,798	-8,410	-10,840	-12,830	-15,467	%总资产	14.8%	9.4%	8.6%	8.3%	6.7%	5.6%
%销售收入	10.4%	13.6%	13.8%	13.2%	12.6%	12.6%	无形资产	458	508	1,066	1,058	1,067	1,075
管理费用	-1,271	-1,567	-1,978	-2,464	-3,067	-3,697	非流动资产	7,523	8,919	11,072	10,629	10,679	10,836
%销售收入	3.0%	3.7%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	24.4%	17.3%	16.9%	13.2%	10.7%	9.0%
息税前利润（EBIT）	2,405	2,898	2,406	4,741	7,196	8,921	资产总计	30,800	51,530	65,604	80,399	99,446	121,068
%销售收入	5.7%	6.8%	4.0%	5.8%	7.0%	7.2%	短期借款	8	1,212	1,900	0	0	0
财务费用	-85	97	309	71	413	574	应付款项	17,627	29,822	35,736	46,914	58,191	69,851
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	5,434	9,806	12,038	12,928	16,942	19,170
资产减值损失	-3	-29	-100	-13	-54	-57	流动负债	23,069	40,839	49,675	59,842	75,133	89,021
公允价值变动收益	0	2	69	0	0	0	长期贷款	0	0	1,854	954	54	55
投资收益	9	7	62	30	50	0	其他长期负债	3	38	64	85	85	85
%税前利润	0.4%	0.2%	1.2%	0.5%	0.6%	0.0%	负债	23,073	40,878	51,593	60,881	75,272	89,161
营业利润	2,327	2,975	2,747	4,829	7,605	9,438	普通股股东权益	7,475	9,970	13,298	18,772	23,388	29,077
营业利润率	5.5%	7.0%	4.5%	5.9%	7.4%	7.7%	少数股东权益	250	683	709	33	73	138
营业外收支	67	406	2,310	1,650	200	200	负债股东权益合计	30,800	51,530	65,604	80,399	99,446	121,068
税前利润	2,394	3,380	5,056	6,479	7,805	9,638	比率分析						
利润率	5.7%	7.9%	8.3%	7.9%	7.6%	7.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-278	-449	-753	-972	-1,171	-1,446	每股指标						
所得税率	11.6%	13.3%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.596	3.489	3.414	1.943	2.340	2.884
净利润	2,116	2,932	4,303	5,507	6,634	8,193	每股净资产	5.968	5.307	4.719	6.662	8.300	10.319
少数股东损益	25	18	27	33	40	66	每股经营现金净流	0.294	5.030	0.219	4.647	2.967	3.258
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	4,276	5,474	6,594	8,127	每股股利	0.400	0.000	0.300	0.000	0.702	0.865
净利率	5.0%	6.8%	7.0%	6.7%	6.5%	6.6%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	27.97%	29.22%	32.15%	29.16%	28.19%	27.95%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	6.79%	5.65%	6.52%	6.87%	6.68%	6.87%
净利润	2,128	2,932	4,303	5,507	6,634	8,193	投入资本收益率	27.47%	21.13%	11.49%	20.32%	25.92%	25.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	348	441	548	566	669	714	主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	42.62%	35.05%	24.49%	20.55%
非经营收益	-370	-327	-567	83	-216	-196	EBIT增长率	74.11%	20.46%	-16.96%	97.06%	51.76%	23.98%
营运资金变动	-1,738	6,377	-3,693	6,941	1,273	471	净利润增长率	64.63%	39.36%	46.76%	28.03%	20.46%	23.25%
经营活动现金净流	368	9,423	592	13,096	8,360	9,182	总资产增长率	20.56%	67.31%	27.31%	22.55%	23.69%	21.74%
资本开支	-996	-716	-2,481	85	-430	-580	资产管理能力						
投资	-3	-758	-415	-36	-35	-35	应收账款周转天数	6.3	6.7	6.9	6.3	6.3	6.3
其他	57	-1,619	1,010	30	50	0	存货周转天数	65.0	61.0	67.5	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-942	-3,093	-1,887	79	-415	-615	应付账款周转天数	93.8	114.7	97.8	100.0	100.0	100.0
股权募资	1	466	0	0	0	0	固定资产周转天数	37.4	39.5	33.2	28.9	23.3	19.8
债权募资	8	956	2,217	-4,259	-900	1	偿债能力						
其他	-327	-1,487	-3,709	-213	-34	-4	净负债/股东权益	-47.34%	-203.66%	-81.96%	-122.21%	-131.67%	-135.04%
筹资活动现金净流	-319	-66	-1,492	-4,472	-934	-3	EBIT利息保障倍数	28.3	-29.9	-7.8	-66.8	-17.4	-15.5
现金净流量	-893	6,265	-2,787	8,703	7,011	8,564	资产负债率	74.91%	79.33%	78.64%	76.40%	76.23%	75.32%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	14	33	34	35	40
买入	1	5	5	5	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.07	1.11	1.12	1.12	1.14

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-11-02	买入	17.86	29.80 ~ 32.80
2 2010-04-27	买入	15.39	32.50 ~ 32.90
3 2010-05-04	买入	14.16	32.50 ~ 32.90
4 2010-08-19	买入	15.85	18.90 ~ 20.50
5 2010-09-27	买入	14.20	18.90 ~ 20.50
6 2010-10-22	买入	17.95	18.90 ~ 21.10
7 2010-11-24	买入	17.11	21.10 ~ 23.90
8 2011-03-24	买入	22.52	27.70 ~ 27.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室