

2011-04-22

家电行业

格力电器 000651-SZ

一季度需求旺盛，收入利润齐增长

◇ 事件：公司公布 2011 年一季度

◆ 一季度需求旺盛，收入利润齐增长

公司一季度收入 173 亿元，同比增长 69%；归属母公司净利润 9.3 亿元，同比增长 46%；实现每股收益 0.33 元。公司收入增长超市场预期，利润增长略低于市场预期。由于 2010 年第一季度部分业绩因节能补贴原因计入第二季度，基数较低，市场对利润增长有更高的预期。

产业在线数据显示，公司一季度总体销量增长 55%，高于行业 39% 的增长。一季度是空调出口旺季，公司对出口业务的关注度显然有所提升，增长动力更多的来自于出口销售。

◆ 毛利率下降，净利润率创下新低，销售结构改变是主因

公司一季度毛利率 16.7%，相比 2010 年同期下降 5 个百分点，相比上一季度下滑 9 个百分点。一季度净利润率 5.5%，创下金融危机以来的新低。主要原因在于低毛利的出口销量占比大幅提高，从 2010 年一季度的 35% 提升至 2011 年一季度的 50%。此外两个重要原因是原材料成本上涨，而产品销售价格上调有所滞后；以及为争取在高能效空调补贴退出前尽可能提高销量而加强淡季压货力度。

◆ 技术领先，产品竞争力持续提升

公司持续专注于技术领先的战略。2010 年公司中央空调技术获得重大突破，市场占有率一跃成为行业第二，国内品牌第一。第二十二届中国制冷展上公司展示了自主研发的集装箱空调、新型高效离心式冷水机组、直流变频多联空调热水机组、变频多联新风处理机组等众多行业领先产品。这有助于持续提升公司业绩。

◆ 增长明确，维持“买入”评级

公司业绩增长明确，预计 2011-2013 年 EPS 为 1.85/2.23/2.61 元。目前公司 2011 年 PE 估值仅 12X，具有安全边际。维持公司“买入”评级，目标价格 28 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	42,637	60,807	76,855	92,700	109,574
营业收入增长率	1.04%	42.62%	26.39%	20.62%	18.20%
净利润（百万元）	2,913	4,276	5,204	6,275	7,350
净利润增长率	48.15%	46.76%	21.70%	20.59%	17.13%
EPS（元）	1.03	1.52	1.85	2.23	2.61
ROE（归属母公司） （摊薄）	29.22%	32.14%	29.51%	28.09%	26.44%
P/E	21	15	12	10	8
P/B	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	9	23	10	7	5

维持

买入

当前价格	22.14 元
目标价格	28.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

联系人：何伟

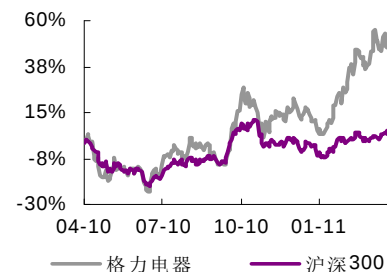
021-22169108

hewei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,818
总市值(百万元)	62,388
流通比例(%)	98.66%
12 个月最高/最低(元)	25.19/12.65
近 3 月日均成交量(百万股)	27.90
主要股东	珠海格力集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.15	24.52	38.30
绝对收益	3.31	37.17	42.84

相关报告：

家电龙头，业绩金牛

2010-08-22

再次上演业绩超市场预期大戏

2010-10-22

春节备年货，二月超配家电板块

2011-01-31

盈利能力凸出，业绩增长可持续

2011-03-24

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：一季度公司空调销量情况

		2011Q1	同比	环比	2010Q4	2010Q1
内销	格力	425	19%	-17%	510	356
	行业	1322	29%	31%	1009	1027
出口	格力	420	123%	127%	185	188
	行业	1645	49%	43%	1153	1107
合计	格力	845	55%	22%	695	544
	行业	2967	39%	37%	2162	2134

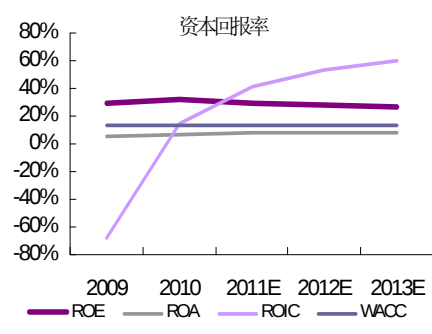
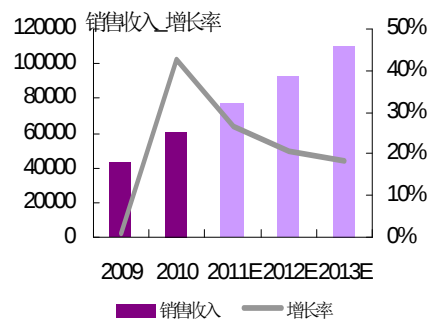
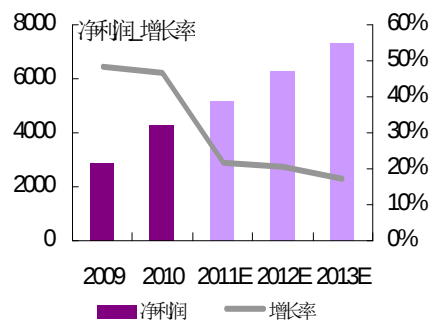
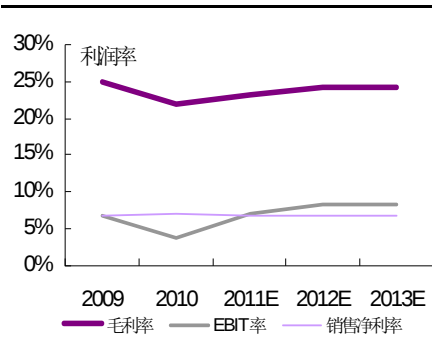
资料来源：产业在线、光大证券研究所

图表 2：公司利润表

(百万元)	2011Q1	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1	注释
一、营业总收入	17,274	16,510	19,152	14,919	10,227	出口销售增长更快
YoY	69%	38%	80%	36%	13%	
二、营业总成本	16,660	15,529	18,204	14,584	9,875	
营业成本	14,381	12,263	14,249	12,913	7,985	
销售费用	1,684	2,283	3,377	1,210	1,541	
管理费用	481	809	459	382	328	
财务费用	-99	-91	-23	-46	-148	
资产减值损失	107	75	-39	6	57	
三、其他经营收益	-	-	-	-	-	
四、营业利润	605	1,011	937	408	391	
YoY	55%	46%	8%	-45%	-41%	
加：营业外收入	519	610	614	738	391	
减：营业外支出	15	13	9	20	1	
五、利润总额	1,109	1,607	1,543	1,126	781	
YoY	42%	58%	73%	42%	15%	
减：所得税	168	201	219	193	140	
六、净利润	941	1,407	1,323	933	641	
减：少数股东损益	7	21	6	-1	1	
母公司所有者净利润	935	1,386	1,317	934	639	
YoY	46%	50%	73%	38%	15%	
完全摊薄 EPS(元)	0.33	0.49	0.47	0.33	0.23	
毛利率	16.7%	25.7%	25.6%	13.4%	21.9%	出口占比大幅提高导致 毛利率下降
销售费用率	9.8%	13.8%	17.6%	8.1%	15.1%	
管理费用率	2.8%	4.9%	2.4%	2.6%	3.2%	
财务费用率	-0.6%	-0.6%	-0.1%	-0.3%	-1.5%	
营业利润率	3.5%	6.1%	4.9%	2.7%	3.8%	
净利润率	5.4%	8.5%	6.9%	6.3%	6.3%	净利润率创下新低
少数股东损益占比	0.7%	1.5%	0.5%	-0.1%	0.2%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	42,637	60,807	76,855	92,700	109,574
营业成本	31,956	47,409	59,009	70,235	82,946
折旧和摊销	382	387	330	365	400
营业税费	403	539	653	834	997
销售费用	5,798	8,410	9,607	11,402	13,478
管理费用	1,567	1,978	2,152	2,503	2,958
财务费用	-97	-309	87	-19	-67
公允价值变动损益	2	69	0	0	0
投资收益	7	62	10	0	0
营业利润	2,975	2,747	5,307	7,698	9,243
利润总额	3,380	5,056	6,307	7,698	9,243
少数股东损益	18	27	31	38	44
归属母公司净利润	2,913.45	4,275.72	5,203.67	6,275.08	7,350.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	51,530	65,604	65,395	76,866	89,735
流动资产	42,611	54,533	56,850	68,086	80,754
货币资金	22,905	15,166	24,761	31,738	40,219
交易型金融资产	2	72	0	0	0
应收账款	915	1,199	1,359	1,640	1,938
应收票据	10,837	22,056	15,371	16,686	17,532
其他应收款	158	312	220	265	333
存货	5,824	11,559	11,210	13,352	15,789
可供出售投资	757	1,094	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	22	22	22	22
固定资产	4,608	5,528	5,875	6,183	6,447
无形资产	505	1,049	997	947	900
总负债	40,878	51,593	47,021	53,750	61,118
无息负债	39,916	47,838	45,167	51,896	59,264
有息负债	962	3,754	1,854	1,854	1,854
股东权益	10,653	14,012	18,374	23,116	28,617
股本	1,879	2,818	2,818	2,818	2,818
公积金	2,151	2,427	3,212	4,159	5,268
未分配利润	5,902	8,030	11,604	15,361	19,708
少数股东权益	683	709	740	778	822

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	9,450	616	11,707	9,129	10,908
净利润	2,913	4,276	5,204	6,275	7,350
折旧摊销	382	387	330	365	400
净营运资金增加	-16,735	15,328	-1,379	699	194
其他	22,890	-19,375	7,552	1,790	2,964
投资活动产生现金流	-3,093	-1,887	748	-600	-600
净资本支出	-505	-1,049	600	600	600
长期投资变化	7	22	0	0	0
其他资产变化	-2,595	-859	148	-1,200	-1,200
融资活动现金流	-81	-1,415	-2,860	-1,552	-1,827
股本变化	626	939	0	0	0
债务净变化	953	2,793	-1,900	0	0
无息负债变化	16,951	7,923	-2,671	6,728	7,369
净现金流	6,291	-2,763	9,595	6,977	8,481

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.04%	42.62%	26.39%	20.62%	18.20%
净利润增长率	48.15%	46.76%	21.70%	20.59%	17.13%
EBITDA 增长率	19.68%	-15.54%	107.15%	40.79%	19.03%
EBIT 增长率	18.84%	-17.78%	127.03%	42.64%	19.49%
估值指标					
PE	21	15	12	10	8
PB	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	9	23	10	7	5
EV/EBIT	10	27	10	7	5
EV/NOPLAT	11	31	13	8	6
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	-8	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	25.05%	22.03%	23.22%	24.23%	24.30%
EBITDA 率	7.66%	4.54%	7.43%	8.68%	8.74%
EBIT 率	6.76%	3.90%	7.01%	8.28%	8.37%
税前净利润率	7.93%	8.32%	8.21%	8.30%	8.44%
税后净利润率 (归属母公司)	6.83%	7.03%	6.77%	6.77%	6.71%
ROA	5.69%	6.56%	8.01%	8.21%	8.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.22%	32.14%	29.51%	28.09%	26.44%
经营性 ROIC	-68.63%	15.06%	41.32%	53.59%	60.45%
偿债能力					
流动比率	1.04	1.10	1.26	1.31	1.36
速动比率	90.08%	86.51%	101.07%	105.49%	109.64%
归属母公司权益/有息债务	10.37	3.54	9.51	12.05	14.99
有形资产/有息债务	51.97	16.78	34.74	40.95	47.92
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.03	1.52	1.85	2.23	2.61
每股红利	0.33	0.30	0.56	0.67	2.62
每股经营现金流	3.35	0.22	4.15	3.24	3.87
每股自由现金流(FCFF)	7.05	-4.30	2.00	1.92	2.47
每股净资产	3.54	4.72	6.26	7.93	9.86
每股销售收入	15.13	21.58	27.27	32.90	38.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

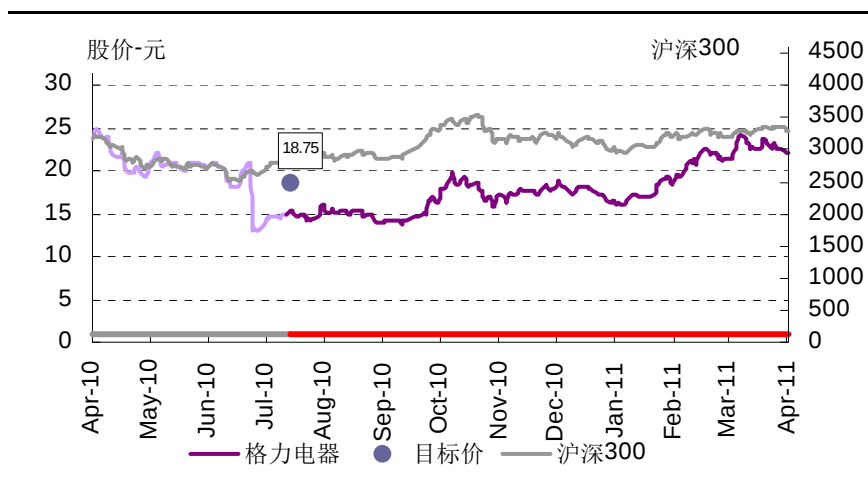
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

格力电器（000651）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-10-22	17.95	21.30	增持
2010-11-29	17.95	21.30	买入
2011-01-28	17.06	21.30	买入
2011-03-01	17.06	25.00	买入
2011-03-23	21.55	28.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。