

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490510120018

联系人： 徐 春 (8621) 68751711 xuchun0406@gmail.com

增速依旧抢眼，长期持续看好

事件描述

格力电器今日披露了其 2011 年中期财务报告，主要内容如下：

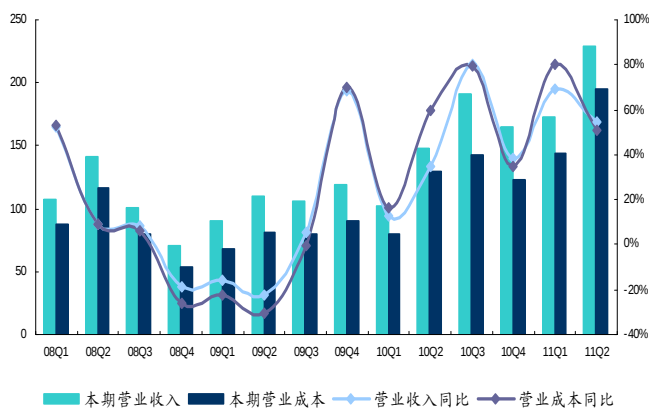
- 公司上半年共实现营业总收入 402.39 亿元，同比增长 60.03%；实现营业利润 15.45 亿元，较上年同期增长 93.43%；实现基本每股收益 0.7834 元，同比增长 40.37%，其中二季度实现 EPS 0.4517 元；报告期内，公司内、外销收入分别为 288.06、92.91 亿元，分别较上年同比增长 61.91%、61.78%；
- 公司作为国内空调行业龙头，其管理层清晰的发展战略以及稳健的经营方式使得我们看好公司未来的发展。且随着公司增发产能的逐步释放以及中央空调业务的持续开拓，公司业绩增长空间增大，我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.98、2.38 元，对应目前股价 PE 分别为 11.56、9.61 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一、内外销同时发力，上半年公司主营增长明显

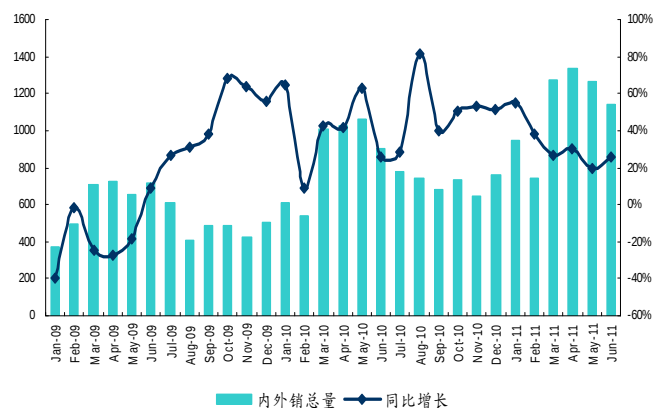
公司上半年共实现营业收入 402.39 亿元，同比增长达 60.03%，远高于行业 30.24% 的销量增速；其中二季度实现营业收入 228.49 亿元，同比增长 54.41%。报告期内公司主营保持了快速、健康的发展态势，行业龙头地位更加突出，市占率得到进一步提升。

图 1：上半年公司主营增长达 60.03%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：上半年空调行业内外销增速为 30.24%

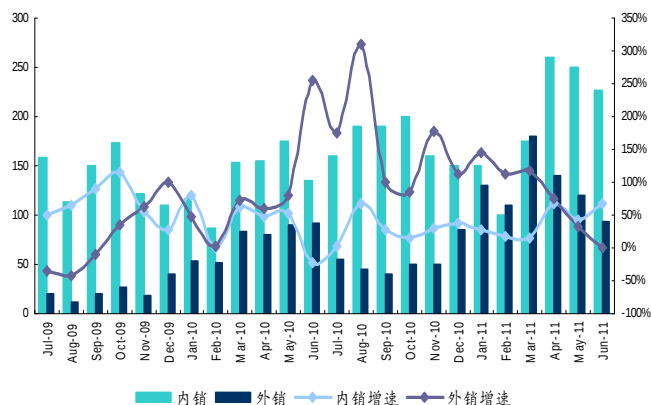


资料来源：产业在线，长江证券研究部

公司上半年主营快速增长的主要原因在于以下两个方面：一方面，在国内“家电下乡”、“以旧换新”以及“节能惠民”

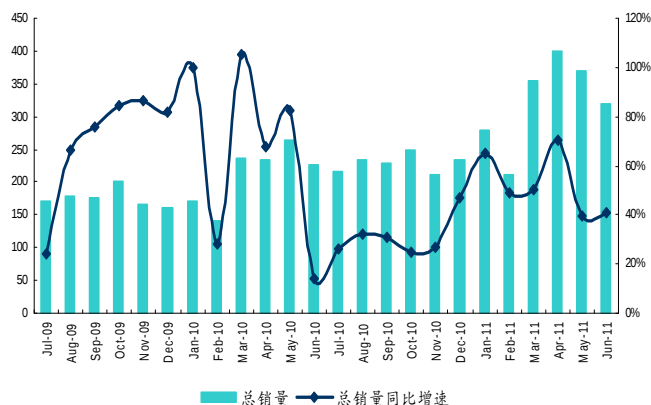
等利好政策刺激下，国内空调行业整体销量依旧旺盛，上半年内销增速达 34.44%。公司作为国内空调行业龙头，上半年内销增速高于行业增速，达到 41.53%；另一方面，随着新兴国家市场需求的逐步打开以及部分发达国家经济的持续复苏，上半年海外市场需求依然保持旺盛的局面，行业出口增速达到 26.29%，而公司出口增速更是达到 71.60%。分季度来看，公司一季度主营增速主要来自于外销，而二季度随着国内市场销售旺季的到来，公司销售重心逐渐向国内转移，二季度内销增速达到 58.49%；除此之外，上半年公司中央空调业务的强势表现也是使得其主营得到明显提升的主要原因之一。

图 3：公司按月度内外销销量及增速一览



资料来源：产业在线，长江证券研究部

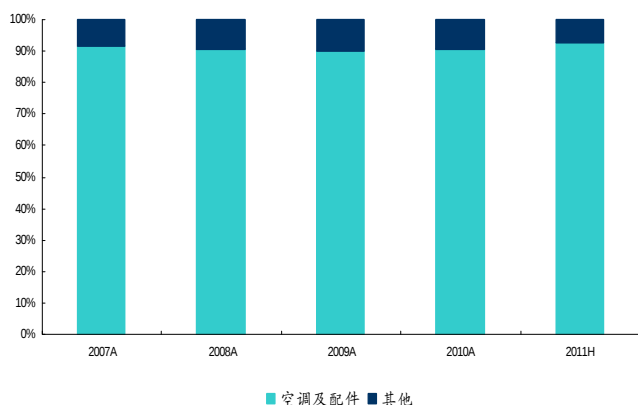
图 4：公司按月度总销量及增速一览



资料来源：产业在线，长江证券研究部

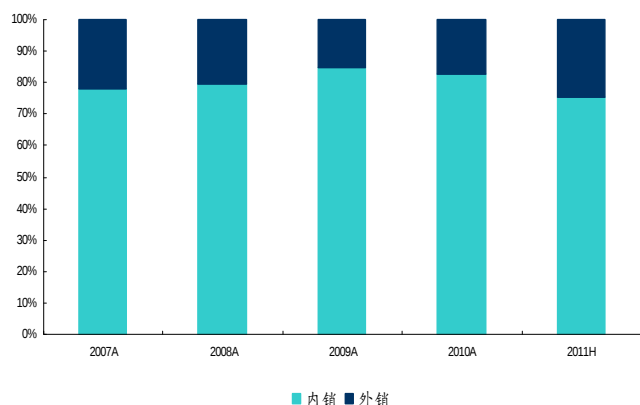
公司始终专注于空调生产及核心技术研发，同时也正从深度及广度两个维度向专业化中的多元化方向进行拓展：在深度方面，公司寻求产业纵深一体化，并专注于对产业链的进一步挖掘，向上游压缩机及高频电容等核心零部件拓展；在广度方面，公司追求产品多元化及精品化，以自主研发制造高精尖产品为主线，除了家用空调之外，公司目前已经在商用领域拥有了全线的自主研发产品。目前空调业务依旧是公司的核心主业，目前在主营中占比超过 90%。

图 5：空调业务始终是公司的核心主业



资料来源：公司中报，长江证券研究部

图 6：上半年公司外销占比略有提升



资料来源：公司中报，长江证券研究部

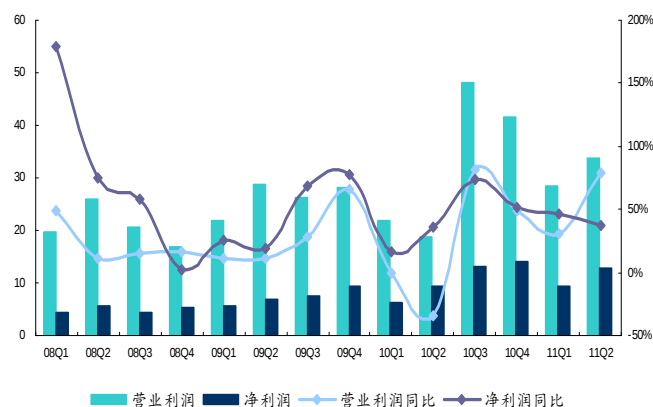
第二、二季度业绩依旧抢眼，盈利能力环比略有提升

报告期内，公司共实现营业利润 15.45 亿元，同比增长 93.43%；实现归属于上市公司股东净利润 22.07 亿元，同比增长 40.37%。由于报告期内公司期间费用及减值准备增速并未与主营增速同步，从而使得公司在上半年主营增长仅 60.03% 的情况下，营业利润增速达到 93.43%。

另一方面，由于受国家“节能惠民”补助政策影响，公司降低产品出厂价以销售定频空调产品，从而使得原本应计入

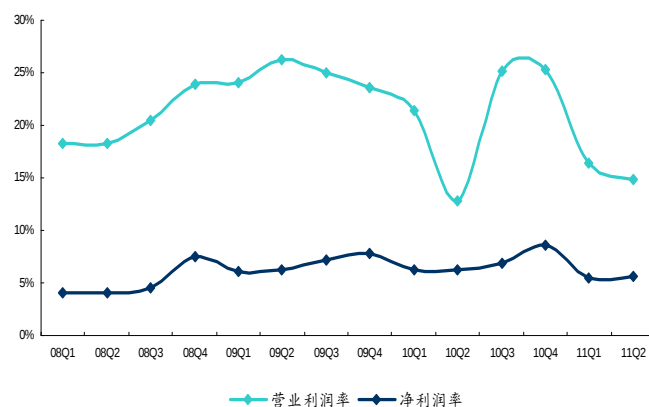
营业利润的收益通过补贴形式进入营业外收入，这在一定程度上使得公司的营业利润率得到低估。考虑到公司采用收付实现制计量“政策补助”收益，从而使得公司业绩很难与实际报告期对应，若忽略该误差影响，仅将当期营业外收入计入主营以计算销售净利率，报告期内调整后的销售净利率为 5.35%，较去年同期的 6.03%略有下滑。

图 7：公司分季度营业利润及净利润增速一览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：二季度净利润率环比小幅回升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

分季度看，在二季度营业利润率环比小幅下滑的情况下，公司净利率仍有小幅回升，由一季度的 5.47% 提升至 5.62%，若考虑“节能惠民”政策补助对主营的影响，调整后的净利率则由一季度的 5.31% 上升至 5.47%。

第三、毛利率同比小幅下滑，“毛销差”同比有所改善

报告期内，公司综合毛利率小幅下滑，由 10 年同期的 16.21% 下滑至 15.57%，下降 0.76 个百分点。在上半年“节能惠民”补贴额度明显下降的情况下，我们认为公司上半年毛利率同比下滑的主要原因在于以下三个方面：首先，上半年出口占比较去年略有提升，而出口较低的毛利率水平导致公司整体毛利率略有下滑；其次，上半年原材料成本价格持续高位，公司提价与原材料采购之间会有一定的时间延迟；最后，“节能惠民”补贴取消前定频的加速出货也会使得整体毛利率有所下滑。

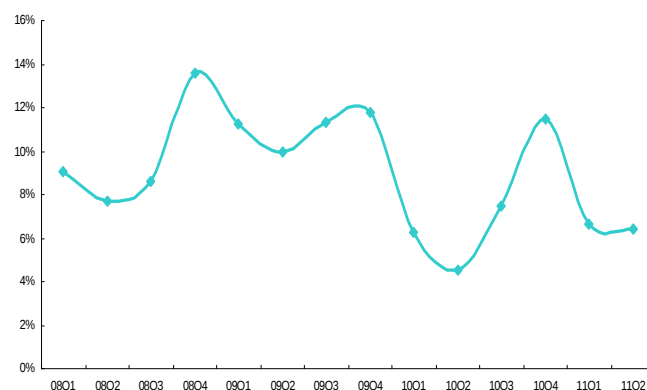
不过考虑到部分家电企业各季度毛利率与结算方式之间具有较强的关联性，单独对各期间的销售毛利率进行比较可能会产生较大的数据误差，我们通过计算“毛利率”减“销售费用率”以消除结算方式对毛利率的影响，计算出的上半年“毛销差”实际上同比有所提升，由去年同期的 5.33% 上升至报告期内的 6.55%。而从季度间“毛销差”也可以发现，公司二季度主营盈利能力基本与一季度持平。

图 9：二季度名义毛利率环比略有下滑，同比有所提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：“毛利率-销售费用率”同比有所提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

在上半年大宗原材料价格依旧处于高位且行业竞争加剧的情况下，公司盈利能力并未出现明显下滑在一定程度上也体现了公司较强的产品定价能力及成本转移能力。公司作为空调行业龙头，我们始终认为大宗原材料价格上涨对公司毛利率影响不会很大。一方面，公司产品推出速度及定价能力均较强，原材料价格的波动能够较快的体现在终端产品的价格上。另一方面，公司也采取了少量的套期保值措施以规避原材料价格波动风险。同时，目前很多公司在提高能效比上进入了误区，在提高能效比的同时也大幅提升了铜、铝等原材料的使用量，使得经济意义及环保意义降低，而公司则在提高压缩机能效和产品开发设计上走轻薄路线以节省原材料，也在一定程度上也增强了公司的成本控制能力。

在假设公司维持稳定的毛利率下，我们就原材料价格上涨对公司家用空调价格的影响作了简单的测算，在钢、铜等大宗原材料价格分别上涨 20%、10% 的情况下，公司维持 20% 左右的毛利率需要提高产品售价 297 元。在目前的情况下，公司依靠行业龙头定价优势，同时通过调整产品结构以及及时推出新品完全可以消化掉原材料的价格上涨。

表 1：家用空调成本测算一览

	上涨前价格（元）	成本占比	涨幅	上涨金额	上涨后价格
空调价格	3000		9.92%	297.60	3297.60
空调毛利	600				659.52
毛利率(%)	20.00%				20.00%
空调成本	2400	100%			2638.08
原材料					
钢					
空调用钢	240	10%	20%	48.00	288.00
压缩机用钢	360	15%	20%	72.00	432.00
电机用钢	120	5%	20%	24.00	144.00
铜	480	20%	10%	48.00	528.00
铝	144	6%	5%	7.20	151.20
塑料	240	10%	5%	12.00	252.00
其他	600	25%	3%	18.00	618.00
人工成本	120	5%	5%	6.00	126.00
制造费用	96	4%	3%	2.88	98.88

资料来源：长江证券研究部测算

分季度看，二季度公司毛利率为 14.80%，环比一季度略有下滑，但从我们之前分析的“毛销差”看，二季度“毛销差”基本与一季度环比持平。在二季度原材料价格持续高位且部分原材料价格持续上涨的背景下，公司“毛销差”得以维持也印证了我们之前关于公司能够较快的消化原材料成本上涨压力的结论。六月份“节能惠民”政策取消后，随着“政策补助”取消后的价格调整以及公司产品结构的逐步改善，公司下半年毛利率会有明显的提升空间。

分产品看，由于公司其他业务占比较低，导致公司上半年名义毛利率下滑的主要原因依旧在于空调产品毛利率的下滑。除空调外，上半年公司小家电、压缩机及漆包线业务毛利率均有所下滑，而电容业务毛利率则有所提升。

表 2：分产品毛利率变动一览

分产品	毛利率	毛利率变动	营业收入占比
空调	15.34%	-0.93%	97.66%
漆包线	7.93%	-0.55%	0.58%
压缩机	13.58%	-2.86%	0.06%
电容	13.97%	1.13%	0.06%
小家电	8.23%	-1.07%	1.58%
合计			100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四、期间费用率控制良好，二季度环比持续下滑

报告期内公司期间费用率略有下降，由 10 年的 13.09% 下降至上半年的 11.17%，下降 1.92 个百分点。使得公司上半年期间费用率下滑的主要原因在于规模摊薄效应下销售费用率的下滑，虽然报告期内公司因加大产品促销力度及运费增加等因素使得销售费用较去年同期增长 31.12%，但仍远低于 60% 的主营增速。

分季度看，公司二季度期间费用率环比持续下滑，由一季度的 12.01% 下降至 10.54%，在二季度管理费用率及财务费用率波动不大的情况下，使得期间费用率下滑的主要原因在于销售费用率的明显下滑。二季度销售费用率由一季度的 9.79% 下滑至 8.41%。

图 11：二季度期间费用率环比持续下滑

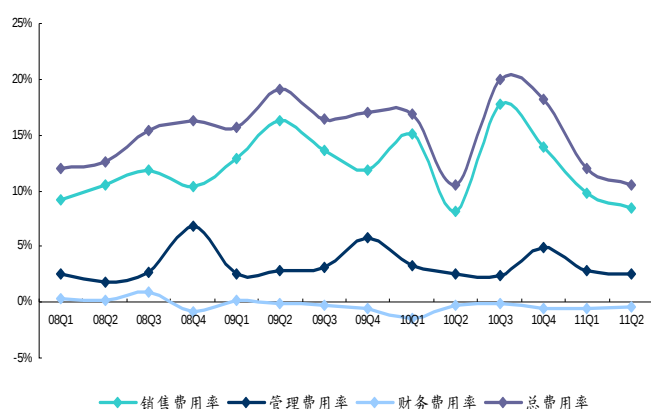
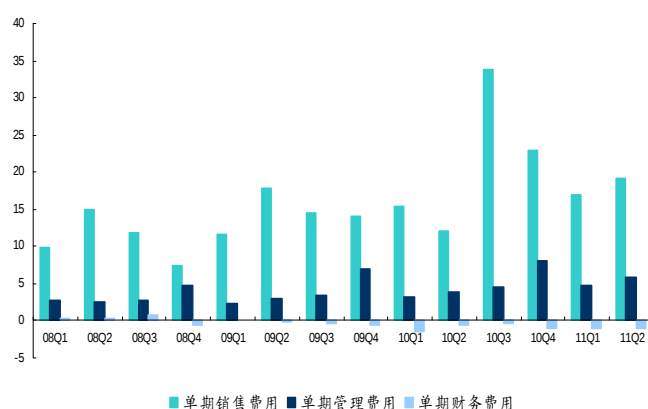


图 12：公司期间费用绝对额一览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除销售费用率环比明显下滑外，二季度管理费用率也有小幅下滑，由一季度的 2.79% 下滑至 2.53%，但同比基本持平，从长期看，公司除历年四季度由于季节性因素导致管理费用率偏高外，其他季度期间费用率波动幅度不大。

第五、中央空调项目成为公司未来新的业绩增长点

目前中国家庭户式中央空调的使用率仅占空调行业的 5% 左右。而在美国，这个数字已经超过 70%，在日本也超过 50%，而且这个数字还在不断攀升，未来国内中央空调市场前景广阔。公司目前也正积极扩大研发和产能投入，预计 11 年中央空调业务能实现 80-100 亿的销售额。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的逐步释放，公司中央空调产能会有明显的提升。

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公司新的业绩增长点。

表 3：公司增发项目一览

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金投资额	建设期
1	总部商用空调技改扩产项目	60003	60000	2 年
2	武汉商用空调建设项目	56067	50000	2 年
3	郑州家用空调建设项目	76295	70000	1 年
4	年产 600 万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118000	90000	2 年
5	节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目	56000	56000	2 年

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六、维持“推荐”评级

公司作为国内空调行业龙头，其管理层清晰的发展战略以及稳健的经营方式使得我们看好公司未来的发展。且随着公司增发产能的逐步释放以及中央空调业务的持续开拓，公司业绩增长空间增大，我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.98、2.38 元，对应目前股价 PE 分别为 11.56、9.61 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011A	2012A	2013A		2010A	2011A	2012A	2013A
营业收入	60807	81597	102984	125990	货币资金	15166	21929	29779	39002
营业成本	47409	63401	79813	97643	交易性金融资产	72	72	72	72
毛利	13398	18196	23171	28348	应收账款	1511	2028	2560	3132
% 营业收入	22.0%	22.3%	22.5%	22.5%	存货	11559	15458	19458	23805
营业税金及附加	539	723	913	1116	预付账款	2560	3423	4309	5272
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	1608	1920	2328	2789
销售费用	8410	9955	12152	14489	流动资产合计	54533	74427	95860	119771
% 营业收入	13.8%	12.2%	11.8%	11.5%	可供出售金融资产	1094	1094	1094	1094
管理费用	1978	2448	2884	3528	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	3.0%	2.8%	2.8%	长期股权投资	22	22	22	22
财务费用	-309	115	27	-3	投资性房地产	171	171	171	171
% 营业收入	-0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	5628	5999	6738	7497
资产减值损失	100	45	46	50	无形资产	1049	997	947	900
公允价值变动收益	69	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	62	0	0	0	递延所得税资产	1529	7	7	7
营业利润	2812	4910	7149	9168	其他非流动资产	1578	1578	1578	1578
% 营业收入	4.6%	6.0%	6.9%	7.3%	资产总计	65604	84294	106417	131039
营业外收支	2310	1700	800	300	短期贷款	1900	0	0	0
利润总额	5056	6610	7949	9468	应付款项	22739	30409	38279	46830
% 营业收入	8.3%	8.1%	7.7%	7.5%	预收账款	12006	16111	20334	24876
所得税费用	753	991	1192	1420	应付职工薪酬	773	1033	1301	1591
净利润	4303	5618	6757	8048	应交税费	856	1135	1394	1680
归属于母公司所有者					其他流动负债	11401	14949	18703	22806
的净利润	4275.7	5582.4	6713.8	7996.5	流动负债合计	49675	63638	80011	97784
少数股东损益	27	36	43	51	长期借款	1854	1854	1854	1854
EPS（元/股）	1.52	1.98	2.38	2.84	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	54	0	0	0
	2010A	2011A	2012A	2013A	其他非流动负债	10	10	10	10
经营活动现金流净额	616	10432	10115	11728	负债合计	51593	65502	81875	99648
取得投资收益	37	0	0	0	归属于母公司	13303	18048	23754	30551
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	709	745	788	840
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	14012	18793	24543	31391
固定资产投资	-2481	-816	-1230	-1310	负债及股东权益	65604	84294	105417	131039
其他	594	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1887	-816	-1230	-1310		2010A	2011A	2012A	2013A
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.517	1.981	2.383	2.838
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.72	6.40	8.43	10.84
银行贷款增加（减少）	2217	-1900	0	0	PE	15.09	11.56	9.61	8.07
筹资成本	964	-953	-1034	-1196	PEG	0.65	0.50	0.41	0.35
其他	-4596	0	0	0	PB	4.85	3.58	2.72	2.11
筹资活动现金流净额	-1415	-2853	-1034	-1196	EV/EBITDA	18.03	8.05	4.74	2.80
现金净流量	-2686	6763	7850	9222	ROE	32.1%	30.9%	28.3%	26.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。