

上半年受益空调行业景气

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年半年度报告。上半年, 收入同比增长 60%; 归属母公司净利润同比增长 40%; 实现每股收益 0.78 元。

◆收入快速增长胜过成本压力

上半年, 公司受益于空调行业景气, 收入同比增长 60%, 超市场预期; 但受原材料成本压力影响, 公司毛利率 15.9%, 同比下降一个百分点, 略低于市场预期; 此外, 公司通过对销售费用的控制以及规模增长对管理费用的摊薄, 费用率得到有效降低。总体而言, 公司正面因素强于负面因素, 归属母公司净利润同比增长 40%, 业绩符合预期。

当前空调行业依然处于高速增长阶段。从驱动因素看, 农村市场增长已经取代出口市场增长, 成为最主要的增长动力。上半年公司龙头优势得到明显加强, 收入增长明显高于行业, 市场集中度不断提升。公司出口和内销有同比例的大幅增长。

由于金属成本维持在高位, 以及制冷剂和稀土价格的快速攀升, 公司内销和出口毛利率都出现下滑, 处于阶段性底部位置。随着价格调整效果的逐渐体现, 预期下半年度业务毛利率将回升。

◆继续加强技术优势和产业链优势

公司在继续加强技术优势和产业链优势。公司推出集装箱空调、物联网空调等新产品, 建设全球首条碳氢制冷剂 R290 分体式空调示范生产线。同时, 原先依赖进口的压缩机、高频电容等核心部件实现自主研发生产。

◆维持公司盈利预测和“买入”评级

维持公司盈利预测, 不考虑增发摊薄, 预计 11-13 年 EPS 为 2.00/2.42/3.00 元。维持目标价 28 元和“买入”评级。预计下半年可实现每股收益 1.22 元, 同比增长 27%。

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	83,485	101,947	122,858
营业收入增长率	1.04%	42.62%	37.29%	22.12%	20.51%
净利润 (百万元)	2,913	4,276	5,622	6,824	8,448
净利润增长率	48.15%	46.76%	31.49%	21.38%	23.80%
EPS (元)	1.03	1.52	2.00	2.42	3.00
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.22%	32.14%	31.14%	29.44%	28.56%
P/E	22	15	11	9	8

买入 (维持)

当前价/目标价: 22.90/28.00 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@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 28.18

总市值(亿元): 645.30

一年最低/最高(元): 13.63/24.61

近 3 月换手率: 42.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.01	12.24	52.14
绝对	-1.63	3.87	58.75

相关研报

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

盈利能力凸出, 业绩增长可持续

2011-03-24

一季度需求旺盛, 收入利润齐增长

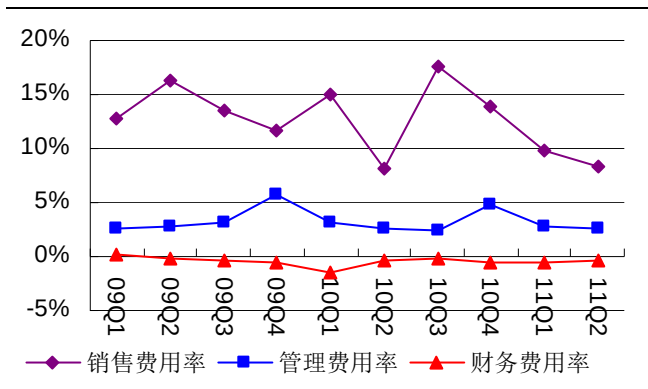
2011-04-22

图表 1：公司业务表现

百万元	09H1		09H2		10H1		10H2		11H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
空调	18,884	26%	19,446	24%	22,972	16%	32,138	27%	37,204	15.3%
漆包线	69	1%	101	10%	120	8%	165	8%	222	7.9%
压缩机	0	15%	1	14%	1	16%	60	11%	24	13.6%
电容	13	14%	20	10%	21	13%	23	16%	24	14.0%
小家电	276	7%	259	22%	408	7%	379	18%	603	8.2%
模具							70	26%	19	16.7%
国内	15,939	28%	17,295	23%	17,791	19%	28,812	29%	28,806	18.5%
国外	3,303	12%	2,532	27%	5,743	6%	4,008	14%	9,291	4.8%
合计	19,242	25%	19,827	24%	23,534	16%	32,821	27%	38,097	15.2%
YoY										
空调	-19%		32%		22%		65%		62%	
漆包线	-63%		-19%		73%		63%		86%	
压缩机	-93%		32%		699%		5568%		4553%	
电容	-39%		-13%		55%		13%		15%	
小家电	-16%		16%		48%		47%		48%	
模具										
国内	-9%		29%		12%		67%		62%	
国外	-48%		51%		74%		58%		62%	
合计	-20%		31%		22%		66%		62%	

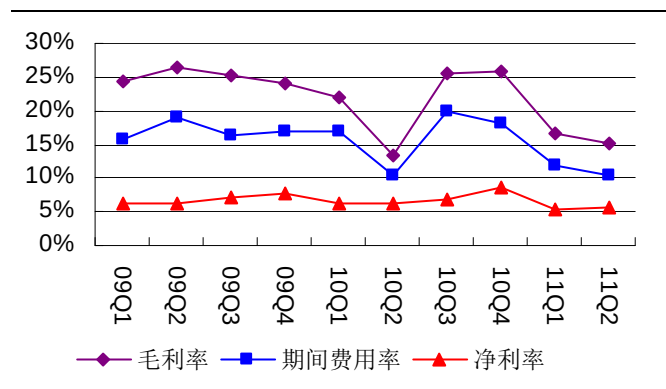
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2：公司费用率



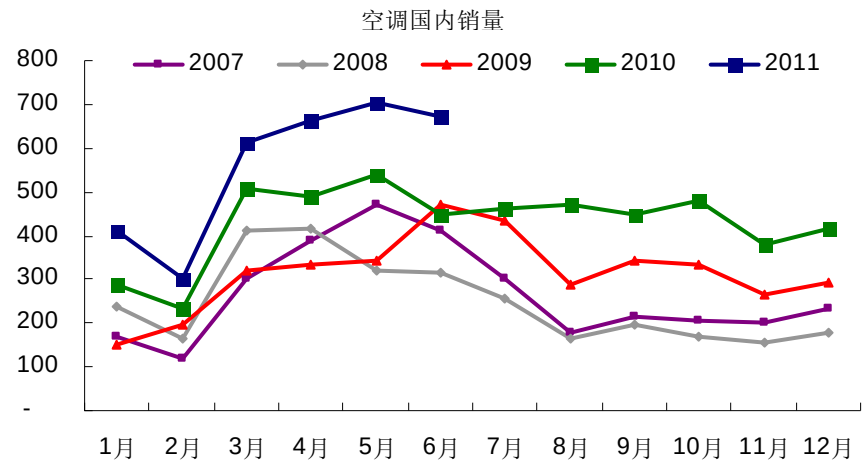
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 3：公司毛利率、期间费用率、净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 4：空调国内销量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图表 5：现金流量表

(百万元)	2011H1	2010H1	注释
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	28,657	21,284	票据结算占比增加
经营活动现金流入小计	29,574	26,877	
经营活动现金流入小计 / 营业收入	0.71	0.85	
经营活动现金流出小计	23,926	24,954	
经营活动产生的现金流量净额	5,648	1,923	
经营活动产生的现金流量净额 / 净利润	2.54	1.22	
二、投资活动产生的现金流量：			
投资活动现金流入小计	1,790	1,053	募投项目投资自有资金垫付
投资活动现金流出小计	2,189	1,150	
投资活动产生的现金流量净额	-399	-97	
三、筹资活动产生的现金流量：			
筹资活动现金流入小计	4,778	1,788	
筹资活动现金流出小计	5,726	1,799	
筹资活动产生的现金流量净额	-948	-10	
五、现金及现金等价物净增加额	4,238	1,804	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 6：资产负债表

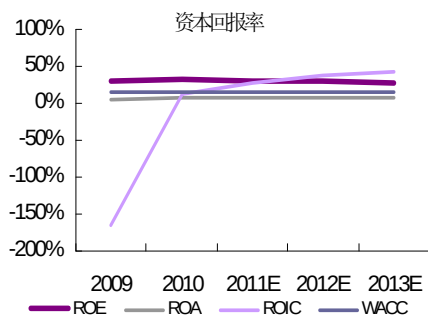
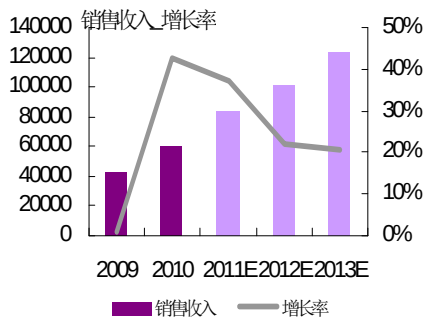
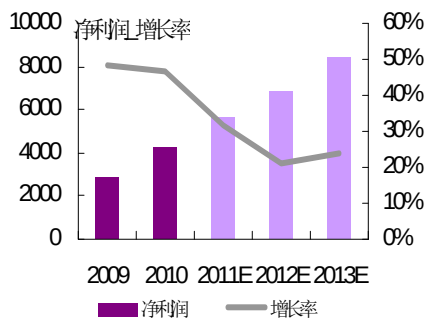
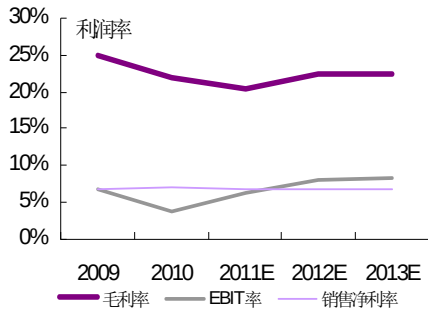
(百万元)	2011.6.30	占比	增加	2010.12.31	占比	注释
货币资金	23,119	35%	52%	15,166	23%	货币资金、应收票据、应收账款合计增加5%，内部结构变化属于合理现象
应收票据	14,044	21%	-36%	22,056	34%	
应收账款	2,825	4%	136%	1,199	2%	
预付款项	2,730	4%	7%	2,560	4%	
其他应收款	501	1%	60%	312	0%	主要是原材料增加
存货	12,277	19%	6%	11,559	18%	
长期股权投资	18	0%	-19%	22	0%	
固定资产	6,046	9%	9%	5,528	8%	
在建工程	1,404	2%	1297%	101	0%	
无形资产	1,167	2%	11%	1,049	2%	
递延所得税资产	1,585	2%	4%	1,529	2%	
资产总计	66,263	100%	1%	65,604	100%	
短期借款	3,039	5%	60%	1,900	3%	以定期存单质押的外汇借款增加
应付票据	9,316	14%	4%	8,945	14%	
应付账款	15,518	23%	12%	13,795	21%	季节性变化
预收款项	6,545	10%	-45%	12,006	18%	
应付职工薪酬	508	1%	-34%	773	1%	质押借款增加
其他应付款	1,581	2%	60%	991	2%	
长期借款	5,075	8%	174%	1,854	3%	
长期应付款	-	0%	#DIV/0!	-	0%	
预计负债	-	0%	#DIV/0!	-	0%	
递延所得税负债	49	0%	-8%	54	0%	
负债合计	50,879	77%	-1%	51,593	79%	
实收资本	2,818	4%	0%	2,818	4%	
资本公积金	172	0%	-10%	191	0%	
未分配利润	9,393	14%	17%	8,030	12%	
少数股东权益	729	1%	3%	709	1%	
母公司所有者权益	14,655	22%	10%	13,303	20%	
所有者权益	15,383	23%	10%	14,012	21%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 7：利润表

(百万元)	2011H1	2010H1	2011Q2	2011Q1	注释
一、营业总收入	40,239	25,145	22,965	17,274	上半年内销、出口均衡增长
YoY	60%		54%	69%	
二、营业总成本	38,692	24,459	22,031	16,660	
营业成本	33,848	20,897	19,467	14,381	
销售费用	3,607	2,751	1,922	1,684	
管理费用	1,059	710	578	481	
财务费用	-192	-195	-93	-99	
资产减值损失	80	64	-26	107	
三、其他经营收益	-3	112	6	-8	
四、营业利润	1,545	799	939	605	
YoY	93%		130%	55%	
加：营业外收入	1,173	1,129	653	519	上半年享受高能效空调补贴 11.4 亿元
减：营业外支出	20	21	5	15	
五、利润总额	2,697	1,906	1,588	1,109	
YoY	41%		41%	42%	
减：所得税	471	333	303	168	
六、净利润	2,226	1,573	1,285	941	
减：少数股东损益	19	1	12	7	
母公司所有者净利润	2,208	1,573	1,273	935	
YoY	40%		36%	46%	
完全摊薄 EPS(元)	0.78	0.56	0.45	0.33	
毛利率	15.9%	16.9%	15.2%	16.7%	原材料成本压力偏大，毛利率低于预期
销售费用率	9.0%	10.9%	8.4%	9.8%	销售费用率控制有效
管理费用率	2.6%	2.8%	2.5%	2.8%	销售规模增加摊薄管理费用率
财务费用率	-0.5%	-0.8%	-0.4%	-0.6%	
营业利润率	3.8%	3.2%	4.1%	3.5%	
净利润率	5.5%	6.3%	5.6%	5.4%	
少数股东损益占比	0.8%	0.0%	0.9%	0.7%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	42,637	60,807	83,485	101,947	122,858
营业成本	31,956	47,409	66,357	79,067	95,213
折旧和摊销	382	387	330	365	400
营业税费	403	539	668	885	1,074
销售费用	5,798	8,410	9,016	11,214	13,514
管理费用	1,567	1,978	2,221	2,447	2,703
财务费用	-97	-309	129	37	-5
公允价值变动损益	2	69	0	0	0
投资收益	7	62	0	0	0
营业利润	2,975	2,747	5,029	8,246	10,334
利润总额	3,380	5,056	6,808	8,246	10,334
少数股东损益	18	27	28	20	25
归属母公司净利润	2,913.45	4,275.72	5,622.34	6,824.12	8,448.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	51,530	65,604	69,445	82,310	97,984
流动资产	42,611	54,533	60,899	73,530	89,004
货币资金	22,905	15,166	25,628	33,261	43,196
交易型金融资产	2	72	0	0	0
应收账款	915	1,199	1,477	1,803	2,173
应收票据	10,837	22,056	16,697	18,351	19,657
其他应收款	158	312	238	291	373
存货	5,824	11,559	12,619	15,045	18,141
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	50,655	58,372	67,625
无息负债	39,916	47,838	48,801	56,518	65,771
有息负债	962	3,754	1,854	1,854	1,854
股东权益	10,653	14,012	18,789	23,939	30,359
股本	1,879	2,818	2,818	2,818	2,818
公积金	2,151	2,427	3,274	4,301	5,572
未分配利润	5,902	8,030	11,960	16,062	21,186
少数股东权益	683	709	737	758	783

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	9,450	616	12,626	9,964	12,584
净利润	2,913	4,276	5,622	6,824	8,448
折旧摊销	382	387	330	365	400
净营运资金增加	-16,714	16,236	630	1,897	1,512
其他	22,868	-20,283	6,044	878	2,224
投资活动产生现金流	-3,093	-1,887	738	-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	138	-1,200	-1,200
融资活动现金流	-81	-1,415	-2,902	-1,732	-2,049
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	963	7,716	9,254
净现金流	6,291	-2,763	10,462	7,633	9,935

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%	37.29%	22.12%	20.51%
净利润增长率	48.15%	46.76%	31.49%	21.38%	23.80%
EBITDA 增长率	19.68%	-15.54%	98.95%	57.58%	24.06%
EBIT 增长率	18.84%	-17.78%	117.49%	60.59%	24.70%
估值指标					
PE	22	15	11	9	8
PB	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	10	25	11	7	5
EV/EBIT	11	29	12	7	5
EV/NOPLAT	13	34	15	9	7
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	-21	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	25.05%	22.03%	20.52%	22.44%	22.50%
EBITDA 率	7.66%	4.54%	6.57%	8.48%	8.73%
EBIT 率	6.76%	3.90%	6.18%	8.12%	8.41%
税前净利润率	7.93%	8.32%	8.15%	8.09%	8.41%
税后净利润率 (归属母公	6.83%	7.03%	6.73%	6.69%	6.88%
ROA	5.69%	6.56%	8.14%	8.32%	8.65%
ROE (归属母公司) (摊	29.22%	32.14%	31.14%	29.44%	28.56%
经营性 ROIC	-165.33%	12.27%	26.98%	38.20%	42.97%
偿债能力					
流动比率	1.04	1.10	1.25	1.30	1.35
速动比率	0.90	0.87	0.99	1.03	1.08
归属母公司权益/有息债务	10.37	3.54	9.74	12.50	15.95
有形资产/有息债务	51.97	16.78	36.92	43.89	52.37
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	1.03	1.52	2.00	2.42	3.00
每股红利	0.33	0.30	0.60	0.73	3.01
每股经营现金流	3.35	0.22	4.48	3.54	4.47
每股自由现金流(FCFF)	7.04	-4.63	1.22	1.70	2.41
每股净资产	3.54	4.72	6.41	8.23	10.50
每股销售收入	15.13	21.58	29.63	36.18	43.60

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

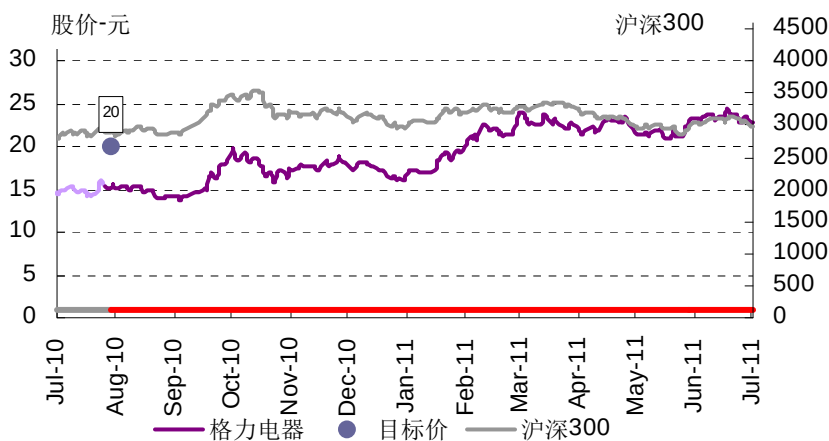
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。2011年2月精准抓住家电行情主升浪。

投资建议历史表现图

格力电器（000651）



日期	股价	目标	评级
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
2011-04-21	22.13	28.00	买入
2011-05-08	21.81	28.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com