

格力电器(000651)调研报告

——新冷年开局良好，以科技降成本不断取得新突破

可选消费/家用电器

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 9 月 20 日

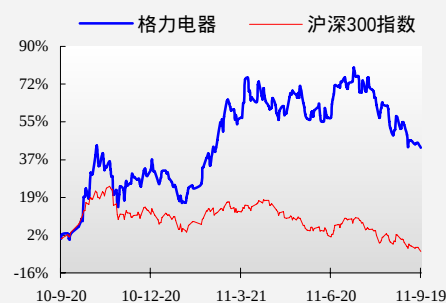
投资要点：

- 2012 新冷年开始，受出口产品结构和单价的调整，尽管公司空调出口数量增速有明显放缓，但出口额增速超过 40%，出口毛利率也开始有明显回升。
- 新冷年开始，公司经销商回款较上年同期同比增长超过 60%，较好地说明了经销商对新冷年终端市场销售依旧有着充足的信心；且新冷年至今，公司收到的安装卡也是增长的，这也表明渠道库存压力并不明显，终端零售市场依旧有较好的表现。
- 公司在变频空调技术领域的研究已经达到国际领先水平，为变频空调时代的到来做好了充足的技术储备，稀土价格大幅上涨成为当前变频空调企业遭遇的最大问题，公司基于自身较强的研发实力，已成功实现 1.5P 以下变频空调压缩机稀土元素的替代，并批量生产；并对 1.5P 以上的机型也已掌握替代技术，预计很快将开始批量生产。
- 盈利预测及投资建议：我们维持对公司的盈利判断，预测 2011-2013 年按照最新增发后的股本全面摊薄后，EPS 分别为：1.77 元、2.14 元和 2.45 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍，估值水平较低，维持“推荐”投资评级。
- 风险提示：原材料涨价等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母 公司净 利润	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈 率 (倍)	红利 收益 率(%)
2010	60,80,724	42.33	427,572	46.76	1.39	32.14	14	
2011E	78,22,886	28.65	543,100	27.02	1.93	31.78	11	
2012E	10,087,788	28.95	658,051	21.17	2.34	30.92	9	
2013E	11,679,703	15.78	750,488	14.05	2.66	29.58	8	

走势图



市场数据

2011/9/20

收盘价：	19.15 元
52 周最高价：	24.61 元
52 周最低价：	13.33 元
平均持仓成本：	21.09 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	281,789
流通 A 股（万股）：	281,789
每股收益（元）：	0.78
每股净资产（元）：	5.20
每股经营现金流（元）：	2.00
市净率：	3.68

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

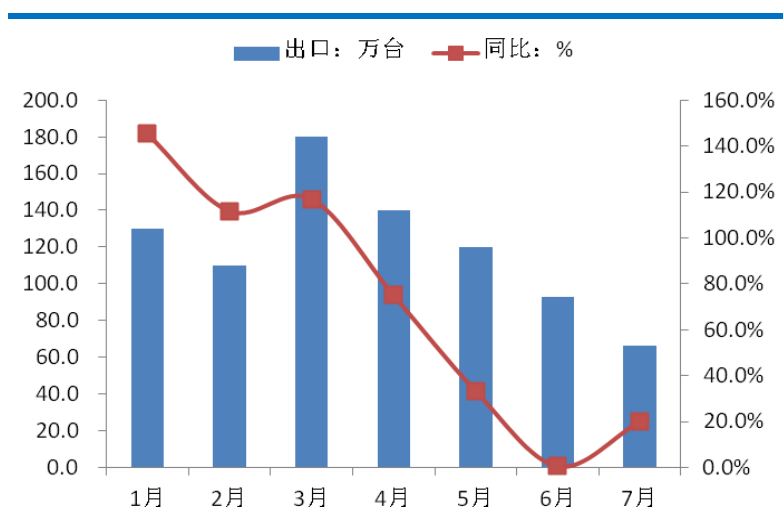
邮 编：200002

一、 当前经营现状及未来前景判断

1. 产品结构及单价调整使出口额增长显著，毛利率明显回升

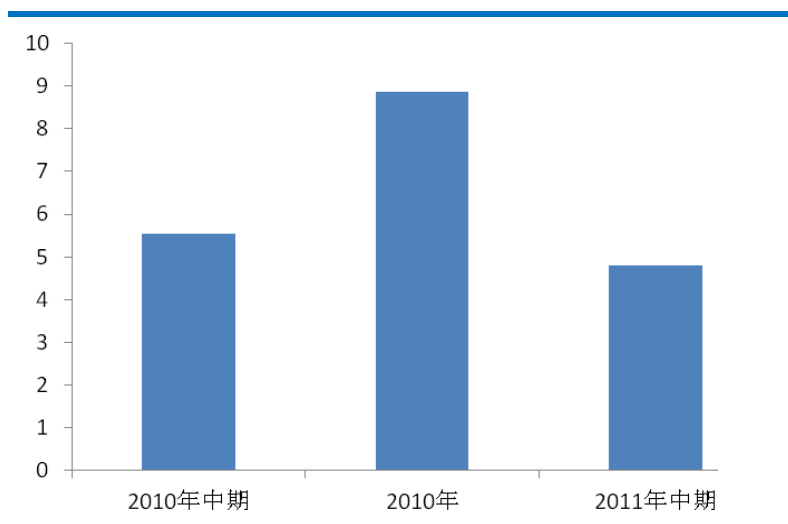
今年 8 月份开始，公司空调出口量增速不到 10%，而出口额增速超过 40%。主要原因在于公司出口产品结构和单价的调整，具体如下：1) 产品结构调整。过去公司出口产品中有相当大的一部分是低价的、利润较低的小窗机；新冷年开始，公司拒绝了这部分利润较低的出口订单，利润较高的移动空调和分体机出口订单占比明显提升。2) 单价的提升。去年，公司空调出口总量超过 1000 万套，但由于接订单之后原材料价格的大幅上涨而单价没有上调，使得出口毛利率较低；新冷年开始，公司按照新的原材料价格确定了新冷年的销售单价，也保证了新冷年的利润比较正常。综合上述两方面的因素，公司新冷年出口业务收入和利润增长势头良好。

图 1：公司空调出口及增长情况



数据来源：产业在线，东北证券。

图 2：近几期出口毛利率 (%)



数据来源：公司公开资料，东北证券。

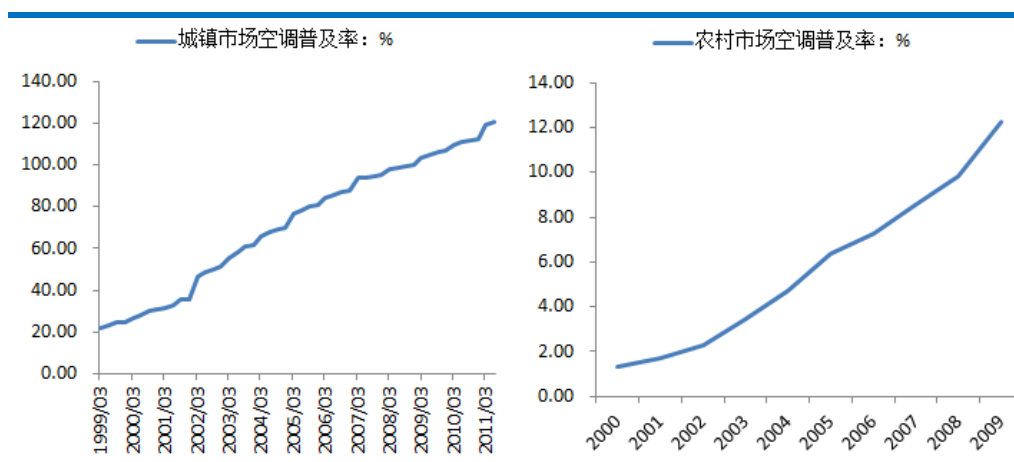
2. 新冷年开局回款数大增，渠道库存压力不明显

新冷年开局，公司来自经销商的提货量和回款数均呈现大幅增长，其中回款数额较去年同期同比增长超过 60%，较好地说明了经销商对新冷年终端市场销售依旧有着充足的信心。且新冷年至今，公司收到的安装卡也是增长的，这也表明渠道库存压力并不明显，终端零售市场依旧有较好的表现。

3. 农村市场需求前景广阔，新一轮的城镇更新需求正逐步兴起

农村市场空调普及率仍处于较低水平，农村家庭空调需求市场前景依然较为广阔。城镇空调市场，市场需求中的工程机占比相对较多，由于家庭普及率较高，家庭空调市场需求增长多以更新换代为主，且随着消费升级以及节能消费意识的增强，城镇市场新一轮的更新需求也将逐步兴起。除此之外，保障房、廉租房的建成也将带来较大规模的空调需求，按照到 2013 年建成 2000 万套保障房、廉租房，每套 2 台空调，仅这一部分将增加空调需求 4000 万台。

图 3：农村及城镇市场空调普及率



数据来源：国家统计局，东北证券。

4. 中央空调的黄金时期即将到来

国家 4 万亿投资中包含了较大一部分的商业地产，预计 2013 年开始这部分商业地产逐步建成后，国内中央空调市场将迎来 2013 年至 2015 年的黄金时期。2010 年，公司中央空调销售额超过 40 亿元，预计 2011 年将达到 60 亿元，未来几年有望持续保持年均 50% 左右的增长速度。

二、 掌握空调领域的核心技术，保障公司长期可持续发展

公司领导层提出这样的观点，即只有不好的企业，没有不好的行业，并进一步提出“科技救企业、质量促企业、效益兴企业”的观点。

1. 始终注重科技投入，科技成果业内领先

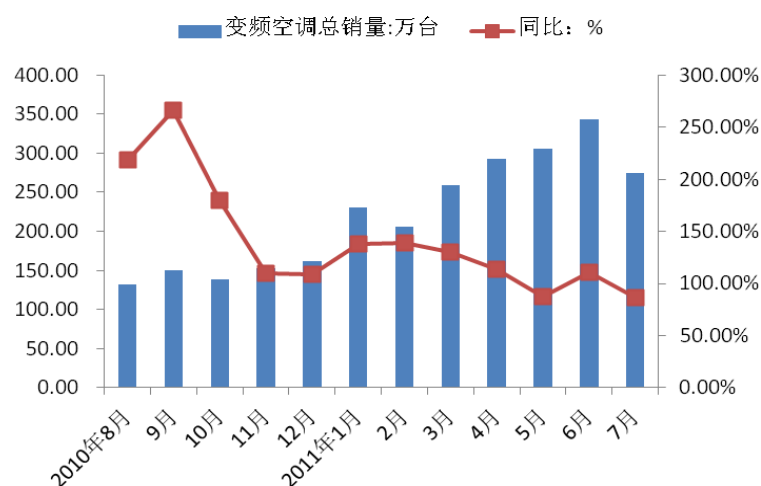
自成立以来，公司始终以“一个没有创新的企业是一个没有灵魂的企业”为座右铭，

致力于技术创新，以“掌握空调的核心科技”作为立足之本。目前，公司拥有一支拥有外国专家在内的 4500 多名专业人员的研发队伍，成立了制冷技术研究院、机电技术研究院和家电技术研究院 3 个基础性研究机构，拥有近 300 多个国家实验室。2010 年，公司技术研发投入超过 30 亿元。目前，公司在国内外累计拥有专利 3500 多项，其中发明专利 560 多项，是中国空调行业中拥有专利技术最多的企业，也是唯一不受制于外国技术的企业。

2. 占据变频空调技术领域的制高点，为变频时代的到来做足了准备

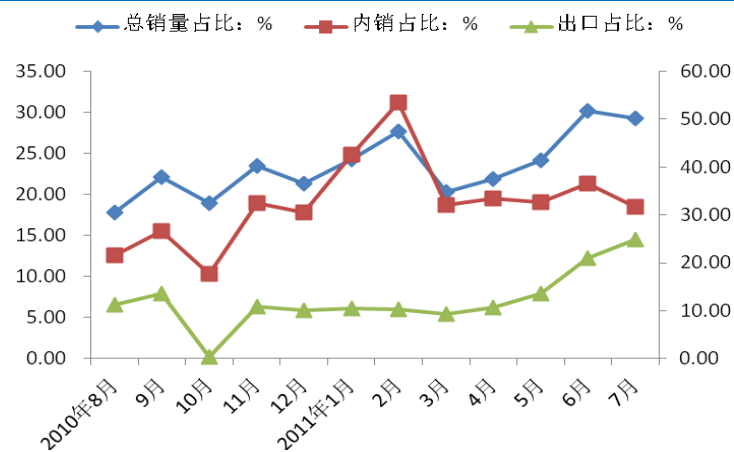
2011 冷年度，变频空调总销量超过 2600 万台，所占空调市场比例达到 23.62%；其中变频空调内销接近 2000 万台，占空调内销市场比例为 32.35%。2012 新冷年变频空调比例将会持续快速增长，预计将超过 40%，未来几年该比例会越来越高，变频时代已经到来。

图 4：变频空调销量及同比



数据来源：产业在线，东北证券。

图 5：内外销市场变频空调占比情况



数据来源：产业在线，东北证券。

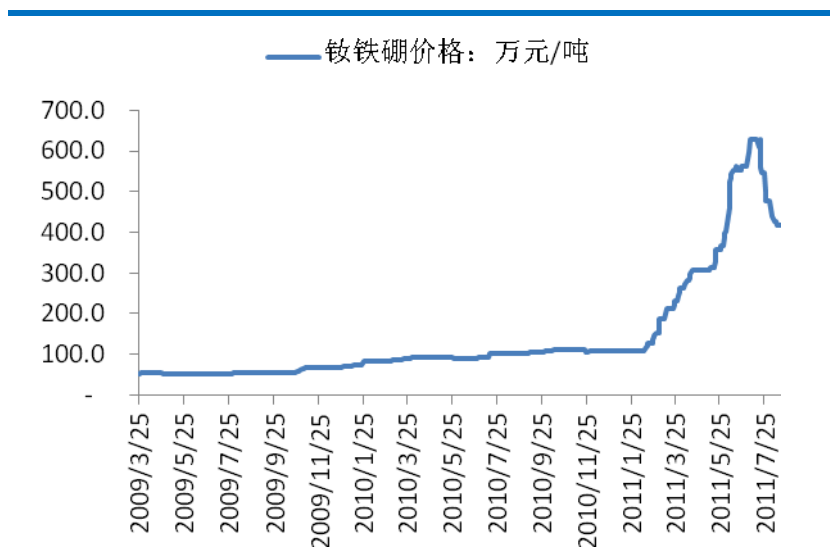
公司在变频空调技术领域的研究已经达到国际领先水平,为变频空调时代的到来做好了充足的技术储备;目前,公司变频技术、低频控制技术我们也已经申报了国家科技发展,也已经初步通过了。

变频空调的普及过程遭遇到的最大的问题就是稀土元素的大幅涨价。公司研究院早在两年前就针对变频空调压缩机稀土元素的替代问题进行了研究,并且目前已成功实现 1.5P 以下变频空调的稀土元素的替代,并已批量生产,目前掌握该技术的企业只有格力和在变频空调领域起步较早的部分日本企业。而对于在 1.5P 以上变频空调的稀土元素的替代技术方面,日本企业也至今尚未做到,但格力已经有了新发现,并预计将很快开始批量生产。公司变频空调压缩机材料替代技术的掌握,使其单台变频压缩机成本就下降了几百元。

除此之外,公司变频控制器技术也在不断取得新的突破,新冷年开始,公司每台变频控制器成本已经较之前降低 40-50 元。

目前,公司已经占据变频空调技术领域的制高点,并不断取得一项项新的突破,成功实现“以科技降成本”,产品市场竞争力持续提升。

图 6：稀土价格走势



数据来源：亚洲金属网，东北证券。

三、 盈利预测及投资建议

我们维持对公司的盈利判断,预测 2011 年、2012 年、2013 年营收增幅分别为 28.65%、28.95%和 15.78%,对应 EPS (按股本:28.18 亿)分别为 1.93 元、2.34 元和 2.66 元,按照最新增发后的股本(按股本 30.68 亿股)全面摊薄后, EPS 分别为:1.77 元、2.14 元和 2.45 元,对应动态 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍,估值水平较低,维持“推荐”投资评级。

四、 风险提示

出口环境恶化、原材料涨价等。

表 1：利润表（预测，百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	60807.24	78228.86	100877.88	116797.03
营业收入	60431.63	78026.86	100725.88	116645.03
利息收入	372.93	200.00	150.00	150.00
手续费及佣金收入	2.68	2.00	2.00	2.00
减：营业成本	47409.19	59027.32	76178.98	88300.29
利息支出	64.82	10.00	10.00	10.00
手续费及佣金支出	0.17	0.15	0.15	0.15
营业税金及附加	538.82	624.21	805.81	933.16
营业费用	8410.14	10533.63	13900.17	16097.01
管理费用	1978.05	2574.89	3354.17	3907.61
财务费用	-308.97	-390.13	-503.63	-583.23
资产减值损失	99.60	234.08	302.18	349.94
加：投资收益	62.20	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	69.19	0.00	0.00	
汇兑收益	-0.04	-0.08	-0.10	-0.15
营业利润	2746.77	5624.64	6839.95	7791.95
加：营业外收入	2353.32	800.00	944.00	1085.60
减：营业外支出	43.78	16	18.88	21.712
利润总额	5056.31	6408.64	7765.07	8855.84
减：所得税	753.12	961.30	1164.76	1328.38
净利润	4303.21	5447.34	6600.31	7527.46
减：少数股东损益	27.48	16.34	19.80	22.58
归属母公司股东净利润	4275.72	5431.00	6580.51	7504.88

数据来源：公司年报，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。