



家用电器业/可选消费品

格力电器 (000651)

启动公开增发，重新探讨空调行业周期性

——格力电器公开增发公告点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
编号 S0880511010048

本报告导读：

格力启动公开增发，增发估值国际接轨同时增长稳健，建议积极申购。2012 冷年空调行业将完成调整，2013 冷年预期不错，下半年回暖较确定。维持盈利预测与评级。投资要点：

- 格力电器公布公开增发招股意向书，拟以 17.16 元/股增发不超过 189,976,689 股，募集资金不超过 32.6 亿元。其中，原股东优先配售比例 10:0.3，最多可优先认购 84,536,662 股，占最高发行量的 44.50%；剩余发行量将在网上与网下分别发行 50%，申购日 1 月 13 日。
- 格力启动增发符合预期，建议积极申购。公司 1 月 10 日收盘价为 18.60 元，比前 20 日均价 17.16 元超出 8.4%。按照最高发行量计算，摊薄幅度约 6.7%，小于增发折价幅度。我们建议积极申购，主要理由：1. 增发后 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 1.81 元、2.20 元与 2.59 元，对应增发价的动态 PE 分别为 9.5x、7.8x 与 6.6x，已和国际白电企业充分接轨。（惠而浦 2011-2012 年动态 PE 分别为 5.1x 与 7.7x，伊莱克斯分别为 11.3x 与 8.9x。）2. 业绩增长稳健性依然较强，来自：家用空调市场空间仍大；商用空调市场份额持续提升，冷链进一步渗透；“品”“质”突出、上游降本与物流节省望带动盈利能力再创新高。
- 看起来 2009-2011 年空调行业已保持了 3 年的较高增长，而目前空调行业销量较为低迷，市场并未对 2012 财年的行业增长体现出信心。我们将空调行业的年度周期由财年转换至冷年，可以看到由于天气与库存、政策与房地产影响下，2012 冷年将显著体现调整；而 2013 年在政策重启、保障房交房与房地产周期回暖等因素驱动下，将会有不错的增长预期。下半年空调行业的回暖是比较确定的。
- 公司 2012 年千亿收入目标完成较有信心。我们认为公司出货节奏较好，增长比较稳健。维持盈利预测与“增持”评级，建议积极申购。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	42,637	60,807	84,439	100,398	119,220
(+/-)%	1.0%	42.6%	38.9%	18.9%	18.7%
经营利润 (EBIT)	2,731	2,195	4,066	7,067	8,371
(+/-)%	19.7%	-19.7%	85.2%	73.8%	18.4%
净利润	2,913	4,276	5,456	6,604	7,788
(+/-)%	48.2%	46.8%	27.6%	21.0%	17.9%
每股净收益 (元)	0.97	1.42	1.81	2.20	2.59
每股股利 (元)	0.50	0.30	0.58	0.70	0.83

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	6.4%	3.6%	4.8%	7.0%	7.0%
净资产收益率 (%)	29.2%	32.1%	31.9%	30.4%	28.6%
投入资本回报率 (%)	-19.7%	610.9%	-153.4%	-166.9%	-205.4%
EV/EBITDA	10.0	14.4	7.8	4.5	3.8
市盈率	19.2	13.1	10.3	8.5	7.2
股息率 (%)	2.7%	1.6%	3.1%	3.8%	4.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：24.15

上次预测：29.00

当前价格：18.60

2012.01.12

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.90-24.61
总市值 (百万元)	52,413
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,818/2,780
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	13
日均成交值 (百万元)	245

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,107
每股净资产	5.72
市净率	3.3
净负债率	48%

EPS (元)	2010	2011E
Q1	0.21	0.31
Q2	0.31	0.42
Q3	0.44	0.52
Q4	0.46	0.56
全年	1.42	1.81

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-6%	10%
相对指数	14%	3%	35%

相关报告

- 《内销出货慢于打款，期待四季度放量》
2011.10.27
- 《新冷年开局大超预期，技术支撑盈利提升》
2011.09.19
- 《中报符合预期，期待利润率复苏》
2011.07.27
- 《收入增长超预期，二季度盈利复苏》
2011.04.21
- 《业绩再超预期，调高盈利预测》
2011.03.24

模型更新时间: 2012.01.11

股票研究

可选消费品

家用电器业

格力电器 (000651)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.15

上次预测: 29.00

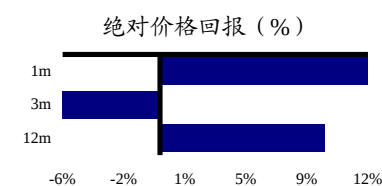
当前价格: 18.60

公司网址

www.gree.com.cn

公司简介

公司是目前中国乃至全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调企业。1995 年至今格力空调连续 11 年产销量、市场占有率均居行业第一。公司经过技术创新已开发出包括家用空调、商用空调在内的 20 大类、400 个系列、7000 多个品种规格的产品, 申请注册国家专利 700 多项, 成功研发出 GMV 数码多联一拖多、离心式中央空调等高端技术, 并全球首创国际领先的超低温热泵中央空调, 填补了国内空白, 打破了美、日等制冷巨头的技术垄断, 在国际制冷界赢得了广泛的知名

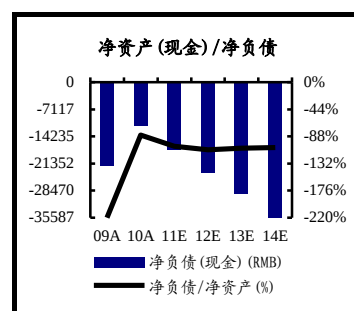
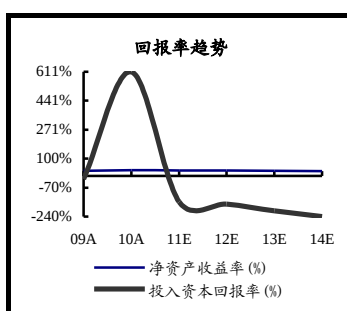
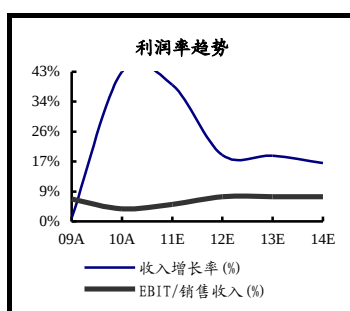


52 周价格范围 15.90-24.61

市值 (百万) 52,413

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	42,637	60,807	84,439	100,398	119,220	138,983
营业成本	31,956	47,409	68,015	78,786	93,757	109,485
税金及附加	403	539	664	789	937	1,093
营业费用	5,798	8,410	9,035	10,642	12,518	14,454
管理费用	1,567	1,978	2,660	3,112	3,636	4,170
EBIT	2,731	2,195	4,066	7,067	8,371	9,782
公允价值变动收益	2	69	50	50	50	50
投资收益	7	62	0	0	0	0
财务费用	-97	-309	-352	-397	-457	-511
营业利润	2,828	2,504	4,687	7,782	9,201	10,729
所得税	449	753	1,046	1,266	1,493	1,737
少数股东损益	18	27	35	42	50	58
净利润	2,913	4,276	5,456	6,604	7,788	9,064
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、交易性金融资产	22,907	15,238	19,686	25,679	31,051	37,455
其他流动资产	19,704	39,294	53,074	62,372	73,841	85,887
长期投资	7	22	22	22	22	22
固定资产合计	4,821	5,629	8,956	11,789	15,378	19,561
无形及其他资产	1,554	2,594	2,594	2,594	2,594	2,594
资产合计	51,530	65,604	87,158	105,284	125,713	148,346
流动负债	40,439	49,675	67,374	80,834	95,762	111,993
长期负债	9	1,864	1,864	1,864	1,864	1,864
股东权益	9,970	13,303	17,122	21,745	27,196	33,541
投入资本(IC)	-11,908	301	-2,193	-3,521	-3,391	-3,392
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	2,347	1,836	3,364	5,878	6,964	8,139
折旧与摊销	431	0	0	0	0	0
流动资金增量	15,316	(10,303)	5,820	4,162	3,458	4,185
资本支出	(1,083)	(1,905)	(3,327)	(2,834)	(3,588)	(4,184)
自由现金流	17,011	(10,372)	5,857	7,206	6,834	8,140
经营现金流	18,601	(6,340)	11,010	10,462	10,890	12,846
投资现金流	(1,869)	(2,295)	(3,305)	(2,884)	(3,638)	(4,234)
融资现金流	111	2,256	(3,186)	(1,584)	(1,880)	(2,209)
现金流净增加额	16,843	(6,379)	4,520	5,994	5,372	6,404
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性						
收入增长率	1.0%	42.6%	38.9%	18.9%	18.7%	16.6%
EBIT 增长率	19.7%	-19.7%	85.2%	73.8%	18.4%	16.9%
净利润增长率	48.2%	46.8%	27.6%	21.0%	17.9%	16.4%
利润率						
毛利率	25.1%	22.0%	19.5%	21.5%	21.4%	21.2%
EBIT 率	6.4%	3.6%	4.8%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润率	6.8%	7.0%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%
收益率						
净资产收益率(ROE)	29.2%	32.1%	31.9%	30.4%	28.6%	27.0%
总资产收益率(ROA)	5.7%	6.5%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%
投入资本回报率(ROIC)	-19.7%	610.9%	-153.4%	-166.9%	-205.4%	-239.9%
运营能力						
存货周转天数	61	67	72	76	75	75
应收账款周转天数	7	8	8	8	8	8
总资产周转天数	351	352	330	350	354	360
净利润现金含量	6.38	(1.48)	2.02	1.58	1.40	1.42
资本支出/收入	3%	3%	4%	3%	3%	3%
偿债能力						
资产负债率	79.2%	78.6%	79.5%	78.6%	77.7%	76.8%
净负债率	-220.1%	-85.8%	-104.1%	-109.6%	-107.4%	-106.1%
估值比率						
PE	19.2	13.1	10.3	8.5	7.2	6.2
PB	2.3	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	10.0	14.4	7.8	4.5	3.8	3.2
P/S	0.82	0.86	0.62	0.52	0.44	0.38
股息率	2.7%	1.6%	3.1%	3.8%	4.5%	5.2%



1. 启动公开增发，建议积极申购

格力在目前时点启动公开增发，基本符合预期，我们建议积极申购。

- 公开增发批文于 2011 年 9 月 20 日收到，有效期为半年。
- 1 月 10 日收盘价超过前 20 个交易日均价的幅度为 8.4%。对应增发摊薄业绩幅度 6.3%，价格差距较为合理。
- 考虑增发摊薄后，格力估值仍与国际白电企业充分接轨。2011-2013 年动态 PE 分别为 9.5x、7.8x 与 6.6x。惠而浦 2011-2012 年动态 PE 分别为 5.1x 与 7.7x，伊莱克斯分别为 11.3x 与 8.9x。
- 公司业绩增长稳健性较强，来自：1. 家用空调市场空间仍大，中西部地区城镇保有量与东部还有较大差距，农村渗透才刚刚开始。公司预计 2012 年内销量增长 5%、出口量增长 20% 即可完成千亿目标。2. 商用空调市场份额持续提升，冷链进一步渗透。3. 盈利能力望再创新高：“品”（产品外在特征，包括产品外观、类型结构等等）、“质”（产品内在特征，包括质量、能效、技术及后续服务等）非常突出，未来品牌定价能力还有提升空间；上游技改节省成本；中西部生产节省物流成本。目前出口毛利率已恢复至 10% 左右。
- 三花股份已公告 3 亿元参与格力增发的计划。

增发募集资金不超过 32.6 亿元，投向未变，包括：总部商用空调为技改扩产、武汉商用空调建设、郑州家用空调建设、合肥空调压缩机建设与节能环保研发中心改造建设 5 个项目。达产后预计新增营业收入 91.3 亿元，新增净利润 10.1 亿元，分别为公司 2010 年收入利润的 15% 与 24%。截至 2011 年 6 月 30 日，公司已以自有资金提前投入 12.9 亿元，约占项目总投资的 1/3。目前合肥压缩机项目已投产，武汉郑州一季度望投产。

表 1: 格力电器公开增发主要信息

增发要点	内容
增发价	17.16 元/股，比 1 月 10 日收盘价低 8.4%
增发数量	不超过 189,976,689 股，最多增加总股本 6.7%
原股东配售	优先配售比例 10:0.3，最多可优先认购 84,536,662 股，占最高发行量的 44.50%
网上发行	数量原则为优先配售剩余的 50%，申购下限 1 股
网下发行	数量原则为优先配售剩余的 50%，A 类申购下限 1500 万股并锁定 3 个月，B 类申购下限 50 万股
重要日期	股权登记日 1 月 12 日，网上网下申购日 1 月 13 日，刊登结果复牌日 1 月 18 日

数据来源：格力电器，国泰君安证券研究

表 2: 增发募集资金投向未变，约 1/3 已以自有资金提前投入

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额	建设期	提前投入截至 6 月 30 日	达产收入	达产净利润
1	总部商用空调技改扩产项目	60,003	60,000	2 年	278	179,600	25,124
2	武汉商用空调建设项目	56,067	50,000	2 年	8,726	146,500	23,103
3	郑州家用空调建设项目	76,295	70,000	1 年	32,893	384,500	23,070
4	年产 600 万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118,000	90,000	2 年	87,202	202,564	30,012
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	56,000	56,000	2 年	-	-	-
	合计	366,365	326,000		129,099	913,164	101,309

数据来源：格力电器，国泰君安证券研究

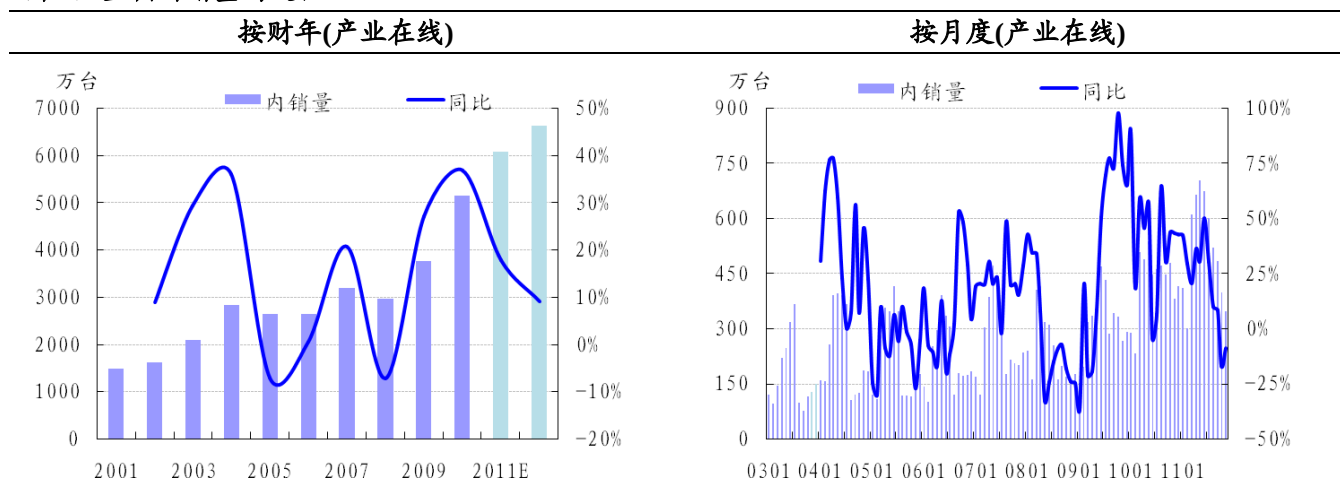
2. 重新探讨空调行业周期性：下半年回暖确定性强

我们估计 2012 财年空调行业内销量增长约 9%。看起来,似乎 2009-2011 年,空调行业已保持了 3 年的较高增长,增速依次约 27%、37%与 18%。而目前空调行业销量较为低迷,调整已经开始;因此,市场并未对 2012 财年的行业增长体现出信心。

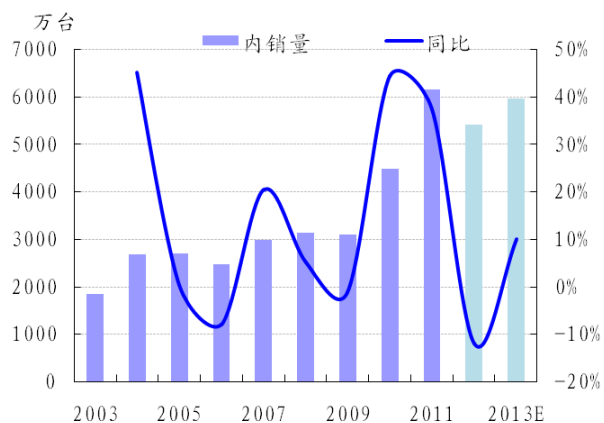
换个角度,我们将空调行业的年度周期由财年转换至冷年,可以看到由于天气及行业库存、行业政策及房地产周期的变化,2012 冷年将显著体现行业调整,而 2013 年将会有不错的增长预期。下半年空调行业的回暖是比较确定的。

- 即使是 2008-2009 年的金融危机与房地产调整,也只带来了 2008 财年销量的个位数下降,2009 冷年只略微下降。2009 年 6 月开始,受到夏季天气、节能补贴等政策的显著拉动,同时房地产成交量显著回暖,开始了连续几年的高增长。
- 从冷年看,2006 冷年和 2009 冷年出现了调整,其前一冷年结束时都是创历史新高的。而 2011 冷年结束时,同样也出现了类似情况:由于夏季大部分地区偏凉与阴雨天气、沿海发达省市房地产成交量在 2010 年已显著下降等因素,渠道库存偏高。2012 冷年还面临节能补贴政策退出与房地产成交量的持续低迷,成为调整年应该是非常明确的。
- 同样从冷年看,前一年度的高渠道库存导致下一冷年出货下降,但对第三年的增长可能反而是正面影响。2007 冷年与 2010 冷年的增长都很不错,可以期望 2013 冷年,在政策重启(可能推出对变频空调的补贴、保障房专项家电补贴等)、保障房交房(年底将有 300-400 万套交房,相当于房地产高峰期成交套数的 30%-40%)、房地产周期回暖(可期望在价格调整下,房地产成交量逐步回暖)等因素的拉动下,在不断上升的更新需求拉动下(2003 冷年内销量较上年高 400 万套),在 2012 冷年调整的基础上,实现相当不错的增长。
- 目前的渠道库存偏高与出货低迷的情况,充分体现了 2012 冷年行业调整的确定性,但对于 2013 冷年的较高增长将是动力。从月度看,调整与下降也基本上集中于同一冷年。因此,对于下半年行业销量的回暖应抱有信心。

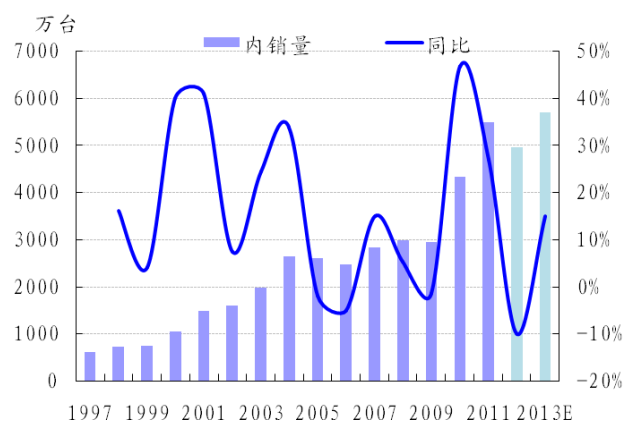
图 1: 空调内销量的变化



按冷年(产业在线)



按冷年 (艾肯家电网)



数据来源：产业在线，艾肯家电，格力电器，国泰君安证券研究

注：预测数据为国泰君安大致预期

作者简介：**方馨：**

执业资格证书编号：S0880511010048

电话：021-38676685

邮箱：fangxin@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		