

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 增持 维持评级

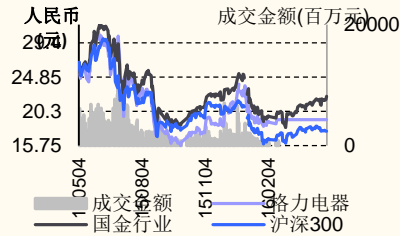
公司点评

市场价格 (人民币): 19.22 元
 目标价格 (人民币): 20.20-20.40 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 5,972.12 |
| 总市值(百万元) | 115,622.35 |
| 年内股价最高最低(元) | 30.86/15.75 |
| 沪深 300 指数 | 3156.75 |
| 深证成指 | 10141.54 |



相关报告

1. 《阳光总在风雨后，乌云上有晴空-格力电器 2015 年年报点评》，2016.4.29
2. 《“调整年”基调奠定，静待休整后成效显著》，2015.11.3
3. 《格力电器公司研究简报》，2015.7.27

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人
 (8621)60230218
 sunjj@gjzq.com.cn

韬光养晦会有时，静待厚积薄发时

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 4.192 | 2.083 | 2.362 | 2.696 | 3.216 |
| 每股净资产(元) | 11.50 | 6.76 | 9.78 | 11.36 | 14.08 |
| 每股经营性现金流(元) | 6.30 | 3.15 | -8.75 | 2.46 | 3.03 |
| 市盈率(倍) | 8.85 | 10.73 | 8.14 | 7.13 | 5.98 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.16 | 29.47 | 25.92 | 25.92 | 25.92 |
| 净利润增长率(%) | 30.22% | -11.47% | 13.39% | 14.15% | 19.27% |
| 净资产收益率(%) | 40.93% | 30.81% | 24.15% | 23.73% | 22.84% |
| 总股本(百万股) | 3,007.87 | 6,015.73 | 6,015.73 | 6,015.73 | 6,015.73 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告 2016 年一季度财务报告: 2016 年一季度公司实现营业收入 246.41 亿, 同比增长 0.56%; 实现归属于上市公司股东的净利润 31.60 亿, 同比增长 13.85%。2016 年一季度实现 EPS0.53 元。

经营分析

- **韬光养晦成效显著:** 2016 年 Q1 公司收入端改善明显: 出现同比正增长 (+0.56%), 相较于 2015 年公司整体收入端同比下滑 29%, 大幅改善。从之前草根调研及监测终端的情况, 我们认为主要是以下几个原因: 1、2015 年去库存较为得利, 去库存在一方面短期影响公司的收入, 另一方面去库存成效显著, 直接反映在 16 年一季度财报数据上。2、终端需求有明显回暖迹象: 在之前的报告中, 我们反复强调和提到过一季度空调终端生态情况明显改善: 1) 终端均价企稳回升态势确定 (每台机型 16 年以来涨幅高达 150-230 元); 2) 安装卡增速转正。终端情况的改善, 量价的提升, 无疑为公司收入改善奠定厚实的基础。在库存持续向好以及终端情况逐渐回暖的情况下, 我们认为, 公司全年收入增速有望维持稳定的增长。

- **毛利净利水平稳健, 盈利能力彰显:** 报告期内, 公司毛利率、净利率都有稳步提升: 毛利率同比提升 1.04% 至 33.25%、净利率提升 1.50% 至 12.82%。我们认为, 毛利率的提升主要是来自于两方面因素: 1、产品结构优化, 高毛利产品占比提升; 2、原材料价格下降。虽销售费用有略微上升, 但财务费用的减少, 使得净利率提升。我们认为, 毛利率净利率可保持在稳定良好的水平上。

- **静待厚积薄发时:** 虽然 2015 年公司受到空调行业整体不景气影响, 收入净利有所下滑; 但阳光总在风雨后。公司在行业平淡的背景下, 选择韬光养晦的战略, 无疑是为今后更加长远的发展作规划。16 年一季报已经印证了公司这一战略的正确性, 韬光养晦战略成效显著, 静待厚积薄发时。

盈利调整

- 考虑到当下空调行业整体情况以及公司发展战略，预计 16-18 年收入分别为 1028.80、1138.45、1312.71 亿元，同比增速 5.3%、10.70%、15.30%，净利润 142.10、162.21、193.47 亿元，同比增速 13.39%，14.15%、19.27%。摊薄后 EPS 为 2.36、2.70、3.22 元。

投资建议

- 目前股价为 19.22 元，对应 16 年 PE8.14 倍。
基于对于公司今后发展展望，给予 16 年 9.9-10.0 倍市盈率，对应目标价区间为 20.20-20.40 元。维持“增持”评级。

图表 1: 分项销售预测表

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

| 项 目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 空 调 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 105,487.90 | 93,717.93 | 95,142.44 | 104,656.69 | 120,355.19 |
| 增长率 (YOY) | 18.68% | -11.16% | 8.00% | 10.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 34.51% | 39.80% | 36.50% | 38.00% | 38.00% |
| 销售成本 (百万元) | 69,084.03 | 53,581.50 | 60,415.45 | 64,887.15 | 74,620.22 |
| 增长率 (YOY) | 7.25% | -22.44% | 10.61% | 7.40% | 15.00% |
| 毛利 (百万元) | 36,403.87 | 30,136.43 | 34,726.99 | 39,769.54 | 45,734.97 |
| 增长率 (YOY) | 48.77% | -17.22% | 3.74% | 14.52% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 97.63% | 95.70% | 92.48% | 91.93% | 91.68% |
| 占主营业务利润比重 | 98.83% | 74.35% | 97.29% | 97.05% | 96.13% |
| 小 家 电 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1,617.93 | 1,522.67 | 1,926.18 | 2,215.10 | 2,547.37 |
| 增长率 (YOY) | 11.35% | -5.89% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 19.86% | 23.34% | 20.00% | 23.00% | 23.00% |
| 销售成本 (百万元) | 1,296.61 | 1,209.46 | 1,540.94 | 1,705.63 | 1,961.47 |
| 增长率 (YOY) | 15.32% | -6.72% | 20.26% | 10.69% | 15.00% |
| 毛利 (百万元) | 321.32 | 313.21 | 385.24 | 509.47 | 585.90 |
| 增长率 (YOY) | -2.23% | -2.52% | -2.13% | 32.25% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 1.50% | 1.55% | 1.87% | 1.95% | 1.94% |
| 占主营业务利润比重 | 0.87% | 0.77% | 1.08% | 1.24% | 1.23% |
| 所 有 其 他 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 947.02 | 2,690.36 | 5,811.18 | 6,973.41 | 8,368.10 |
| 增长率 (YOY) | 4.16% | 184.09% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 11.52% | 15.22% | 10.00% | 10.00% | 15.00% |
| 销售成本 (百万元) | 837.92 | 2,606.39 | 5,230.06 | 6,276.07 | 7,112.88 |
| 增长率 (YOY) | 0.45% | 211.05% | 27.06% | 20.00% | 13.33% |
| 毛利 (百万元) | 109.10 | 83.97 | 581.12 | 697.34 | 1,255.21 |
| 增长率 (YOY) | 45.45% | -23.03% | -20.00% | 20.00% | 80.00% |
| 占总销售额比重 | 0.88% | 2.75% | 5.65% | 6.13% | 6.37% |
| 占主营业务利润比重 | 0.30% | 0.21% | 1.63% | 1.70% | 2.64% |
| 销售总收入 (百万元) | 108052.85 | 97930.96 | 102879.80 | 113845.20 | 131270.66 |
| 销售总成本 (百万元) | 71218.56 | 57397.35 | 67186.45 | 72868.85 | 83694.57 |
| 毛利 (百万元) | 36834.29 | 40533.61 | 35693.34 | 40976.36 | 47576.08 |
| 平均毛利率 | 34.09% | 41.39% | 34.69% | 35.99% | 36.24% |

来源: 公司年报, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 118,628 | 137,750 | 97,745 | 102,880 | 113,845 | 131,271 |
| 增长率 | | 16.1% | -29.0% | 5.3% | 10.7% | 15.3% |
| 主营业务成本 | -80,386 | -88,022 | -66,017 | -67,186 | -72,869 | -83,695 |
| %销售收入 | 67.8% | 63.9% | 67.5% | 65.3% | 64.0% | 63.8% |
| 毛利 | 38,242 | 49,728 | 31,728 | 35,693 | 40,976 | 47,576 |
| %销售收入 | 32.2% | 36.1% | 32.5% | 34.7% | 36.0% | 36.2% |
| 营业税金及附加 | -956 | -1,362 | -752 | -514 | -569 | -656 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.0% | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营业费用 | -22,509 | -28,890 | -15,506 | -17,387 | -17,475 | -19,691 |
| %销售收入 | 19.0% | 21.0% | 15.9% | 16.9% | 15.4% | 15.0% |
| 管理费用 | -5,090 | -4,818 | -5,049 | -5,658 | -5,692 | -6,564 |
| %销售收入 | 4.3% | 3.5% | 5.2% | 5.5% | 5.0% | 5.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 9,687 | 14,658 | 10,421 | 12,134 | 17,240 | 20,666 |
| %销售收入 | 8.2% | 10.6% | 10.7% | 11.8% | 15.1% | 15.7% |
| 财务费用 | 137 | 942 | 1,929 | 2,016 | 2,231 | 2,573 |
| %销售收入 | -0.1% | -0.7% | -2.0% | -2.0% | -2.0% | -2.0% |
| 资产减值损失 | -192 | -398 | -86 | -17 | -2 | -3 |
| 公允价值变动收益 | 991 | -1,382 | -1,010 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 717 | 724 | 97 | 88 | 88 | 88 |
| %税前利润 | 6.0% | 4.8% | 0.8% | 0.6% | 0.4% | 0.4% |
| 营业利润 | 11,340 | 14,544 | 11,350 | 14,221 | 19,557 | 23,324 |
| 营业利润率 | 9.6% | 10.6% | 11.6% | 13.8% | 17.2% | 17.8% |
| 营业外收支 | 629 | 663 | 1,393 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 11,969 | 15,207 | 12,743 | 14,224 | 19,560 | 23,327 |
| 利润率 | 10.1% | 11.0% | 13.0% | 13.8% | 17.2% | 17.8% |
| 所得税 | -1,956 | -2,499 | -2,286 | 0 | -3,325 | -3,966 |
| 所得税率 | 16.3% | 16.4% | 17.9% | 0.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 10,013 | 12,708 | 10,457 | 14,224 | 16,235 | 19,361 |
| 少数股东损益 | 65 | 98 | 91 | 14 | 14 | 14 |
| 归属于母公司的净利润 | 9,948 | 12,610 | 12,532 | 14,210 | 16,221 | 19,347 |
| 净利率 | 8.4% | 9.2% | 12.8% | 13.8% | 14.2% | 14.7% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 10,936 | 14,253 | 14,253 | 14,224 | 16,235 | 19,361 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 1,423 | 1,755 | 1,755 | 1,517 | 1,591 | 1,675 |
| 非经营收益 | -3,677 | -1,636 | -1,636 | 6,611 | -2,103 | -2,412 |
| 营运资金变动 | 4,289 | 4,567 | 4,567 | -75,011 | -908 | -392 |
| 经营活动现金净流 | 12,970 | 18,939 | 18,939 | -52,658 | 14,814 | 18,232 |
| 资本开支 | -2,460 | -1,775 | -1,775 | -423 | -1,206 | -1,095 |
| 投资 | -377 | -1,669 | -1,669 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 651 | 581 | 581 | 88 | 88 | 88 |
| 投资活动现金净流 | -2,186 | -2,862 | -2,862 | -336 | -1,118 | -1,007 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | -3,707 | 0 |
| 债权募资 | -1,246 | 2,576 | 2,576 | -8,680 | 0 | 1 |
| 其他 | -1,649 | -4,406 | -4,406 | 8,789 | -995 | -687 |
| 筹资活动现金净流 | -2,895 | -1,830 | -1,830 | 108 | -4,703 | -686 |
| 现金净流量 | 7,889 | 14,247 | 14,247 | -52,886 | 8,994 | 16,539 |
| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 28,944 | 38,542 | 88,820 | 35,934 | 44,928 | 61,467 |
| 应收款项 | 36,057 | 48,493 | 18,013 | 32,792 | 36,287 | 41,841 |
| 存货 | 17,235 | 13,123 | 9,474 | 11,523 | 12,498 | 14,354 |
| 其他流动资产 | 2,851 | 3,575 | 3,643 | 1,010 | 1,095 | 1,257 |
| 流动资产 | 85,088 | 103,733 | 119,949 | 81,259 | 94,807 | 118,920 |
| %总资产 | 79.1% | 77.6% | 78.5% | 77.9% | 80.7% | 84.3% |
| 长期投资 | 2,880 | 5,972 | 3,292 | 3,293 | 3,292 | 3,292 |
| 固定资产 | 15,005 | 15,902 | 17,499 | 17,144 | 16,820 | 16,299 |
| %总资产 | 13.9% | 11.9% | 11.5% | 16.4% | 14.3% | 11.6% |
| 无形资产 | 1,683 | 2,413 | 2,664 | 2,600 | 2,544 | 2,491 |
| 非流动资产 | 22,479 | 29,970 | 32,876 | 23,038 | 22,658 | 22,084 |
| %总资产 | 20.9% | 22.4% | 21.5% | 22.1% | 19.3% | 15.7% |
| 资产总计 | 107,567 | 133,702 | 152,825 | 104,297 | 117,465 | 141,003 |
| 短期借款 | 6,034 | 4,240 | 8,680 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 52,720 | 52,445 | 42,449 | 36,951 | 40,157 | 46,602 |
| 其他流动负债 | 20,076 | 39,806 | 59,732 | 7,438 | 7,881 | 8,620 |
| 流动负债 | 78,830 | 96,491 | 110,862 | 44,389 | 48,038 | 55,221 |
| 长期贷款 | 984 | 1,375 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 172 | 369 | 244 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 79,987 | 98,235 | 111,106 | 44,389 | 48,038 | 55,222 |
| 普通股股东权益 | 26,743 | 34,583 | 40,674 | 58,849 | 68,355 | 84,694 |
| 少数股东权益 | 837 | 884 | 1,045 | 1,059 | 1,073 | 1,087 |
| 负债股东权益合计 | 107,567 | 133,702 | 152,825 | 104,297 | 117,465 | 141,003 |
| 比率分析 | | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 3.307 | 4.192 | 2.083 | 2.362 | 2.696 | 3.216 |
| 每股净资产 | 8.891 | 11.497 | 6.761 | 9.782 | 11.363 | 14.079 |
| 每股经营现金净流 | 4.312 | 6.297 | 3.148 | -8.753 | 2.463 | 3.031 |
| 每股股利 | 0.500 | 0.300 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 40.65% | 40.93% | 30.81% | 24.15% | 23.73% | 22.84% |
| 总资产收益率 | 10.11% | 10.59% | 8.20% | 13.62% | 13.81% | 13.72% |
| 投入资本收益率 | 23.31% | 29.58% | 16.89% | 20.25% | 20.61% | 20.00% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 19.44% | 16.12% | -29.04% | 5.25% | 10.66% | 15.31% |
| EBIT增长率 | 41.60% | 51.31% | -28.91% | 16.44% | 42.08% | 19.87% |
| 净利润增长率 | 59.46% | 30.22% | -11.47% | 13.39% | 14.15% | 19.27% |
| 总资产增长率 | 26.24% | 24.30% | 14.30% | -31.75% | 12.63% | 20.04% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 4.2 | 4.4 | 8.8 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 存货周转天数 | 78.9 | 62.9 | 62.5 | 62.6 | 62.6 | 62.6 |
| 应付账款周转天数 | 87.0 | 103.9 | 144.4 | 116.0 | 116.0 | 118.0 |
| 固定资产周转天数 | 39.1 | 37.2 | 57.6 | 53.2 | 46.4 | 38.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -80.45% | -96.35% | -192.09% | -59.98% | -64.71% | -71.65% |
| EBIT利息保障倍数 | -70.5 | -15.6 | -5.4 | -6.0 | -7.7 | -8.0 |
| 资产负债率 | 74.36% | 73.47% | 72.70% | 42.56% | 40.90% | 39.16% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2014-08-26 | 买入 | 29.33 | N/A |
| 2 | 2014-09-01 | 买入 | 28.44 | N/A |
| 3 | 2014-10-31 | 买入 | 27.07 | N/A |
| 4 | 2015-01-20 | 买入 | 40.03 | N/A |
| 5 | 2015-07-27 | 增持 | 24.06 | 25.68~28.20 |
| 6 | 2015-11-03 | 增持 | 17.64 | N/A |
| 7 | 2016-04-29 | 增持 | 19.22 | 20.20~20.40 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD