中国平安 PING AN 平安证券公司

家电

2011 年 10 月 27 日

格力电器 (000651)

毛利率如期提升，预收账款创历史新高

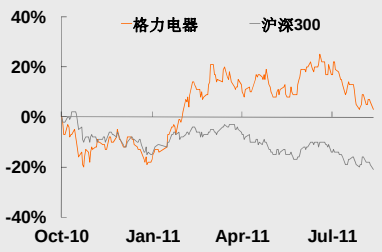
强烈推荐（维持）

现价：19.68 元

主要数据

行业	家电
公司网址	www.gree.com.cn
大股东/持股	格力集团/19.45%
实际控制人/持股	珠海市国资委/20.08%
总股本(百万股)	2,818
流通 A 股(百万股)	2,780
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	554.00
流通 A 股市值(亿元)	546.55
每股净资产(元)	5.2
资产负债率(%)	76.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政 S1060511010023

021-33830521

zhuzheng003@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩符合预期

1-9 月公司收入 637 亿，同比增长 45%，归属于母公司净利润 37.7 亿，同比增长 30.5%，实现 EPS 为 1.34 元，符合预期。

■ 预收账款创新高，四季度收入有保障

三季度公司收入增速为 24.6%，二季度为 54.4%，收入增速有所放缓。空调行业最近几个月销量增速回落到个位数，公司的情况与行业相符。空调增速的回落与去年同期的高基数有较大关系，去年同期空调旺季延后，渠道持续缺货到 10 月份，去年的淡季不淡增加了今年淡季的增长压力。

公司本期末的预收账款达到了 229 亿，创下历史新高，四季度的收入已有保证。公司预收账款的大幅增长主要是空调提价使得经销商提前拿货。本期末应收票据达到 364 亿，显示渠道打款主要以票据为主。

总体来讲，公司四季度的收入已有保证，明年一季度的收入增长需要关注渠道库存的消化情况。

■ 提价顺利，毛利率如期回升

公司三季度毛利率为 20.46%，环比提升了 5.66 个百分点，在节能补贴取消后，公司于 8 月份对产品进行了提价，符合我们中报的判断，四季度的毛利率应当仍有一定提升空间，主要考虑一方面成本有所下降，另一方面，三季度提价只受益两个月，四季度实际可受益三个月。

由于公司采用收付实现制，四季度仍有一部分补贴可以到账，预计比前三个季度少，我们目前预测是 3 亿。

■ 维持“强烈推荐”评级

维持公司的业绩预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.91 元、2.36 元、2.90 元，对应前日收盘价 PE 为 10 倍、8 倍、7 倍，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：宏观政策持续紧缩

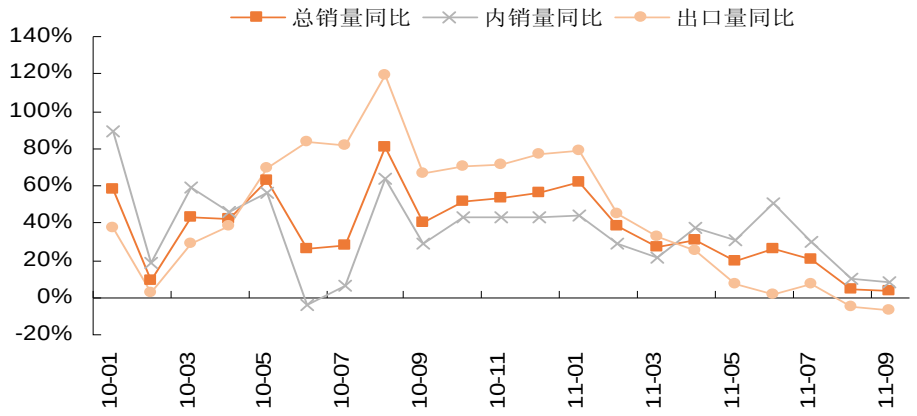
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	42,458	60,432	84,630	103,049	116,592
YoY(%)	1.0	42.3	40.0	21.8	13.1
净利润(百万元)	2,913	4,276	5,391	6,662	8,175
YoY(%)	48.2	46.8	26.1	23.6	22.7
毛利率(%)	24.7	21.5	18.9	21.0	21.3
净利率(%)	6.9	7.1	6.4	6.5	7.0
ROE(%)	29.2	32.1	30.2	28.4	27.0
EPS(摊薄/元)	1.03	1.52	1.91	2.36	2.90
P/E(倍)	19.0	13.0	10.3	8.3	6.8
P/B(倍)	5.6	4.2	3.1	2.4	1.8

图表1 季度数据分析 单位：百万元

	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q	
营业收入	17,212.59	22,849.05	23,729.97	
同比(+/-%)	69.43%	54.41%	24.59%	面临高基数，收入增速回落
减：营业成本	14,381.05	19,466.71	18,875.25	
销售毛利率(%)	16.45%	14.80%	20.46%	受益新冷年提价，毛利率如期提升
减：营业费用	1,684.45	1,922.34	2,764.99	
/营业收入(%)	9.79%	8.41%	11.65%	
减：管理费用	480.91	578.46	731.96	
/营业收入(%)	2.79%	2.53%	3.08%	
减：财务费用	-98.84	-93.37	-50.67	
/营业收入(%)	-166.61%	-302.42%	-315.95%	
减：资产减值损失	106.69	-26.20	-1.52	
加：公允价值变动净收益	-12.29	11.85	-30.27	
加：投资净收益	3.85	-6.09	70.83	
营业利润	605.30	939.46	1,409.35	
/营业收入(%)	3.52%	4.11%	5.94%	
加：营业外收入	519.46	653.20	559.69	收付实现制计入政府节能补贴，预计四季度仍有部分补贴到账
减：营业外支出	15.48	4.77	7.48	
减：所得税	167.94	303.01	381.32	
/利润总额(%)	15.14%	19.08%	19.44%	
净利润	941.34	1,284.89	1,580.24	
/营业收入(%)	5.47%	5.62%	6.66%	
归属母公司净利润	934.72	1,272.80	1,565.03	
同比(+/-%)	46.27%	36.34%	18.79%	
/营业收入(%)	5.43%	5.57%	6.60%	

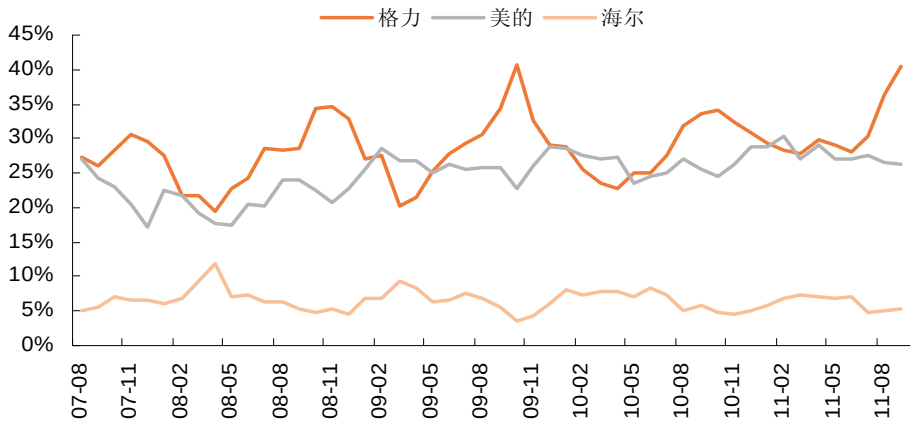
资料来源：平安证券研究所

图表2 空调行业销量增速



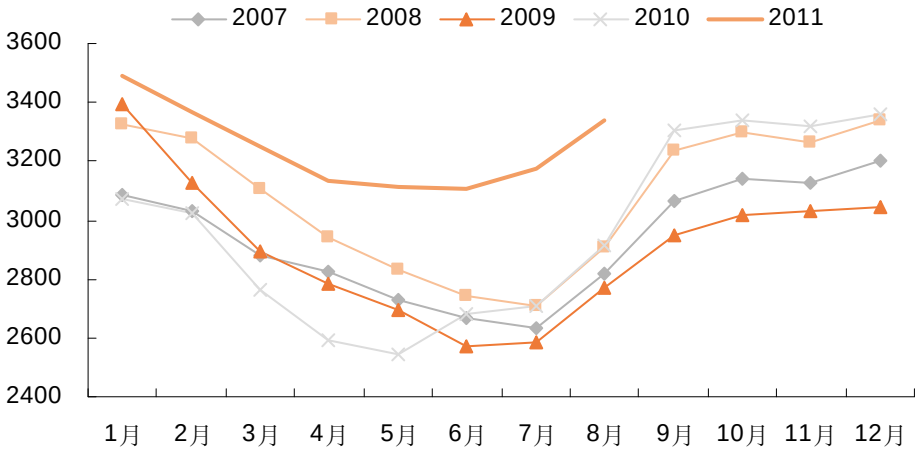
资料来源：产业在线

图表3 空调市场份额



资料来源：产业在线

图表4 空调均价走势 单位：元



资料来源：中怡康

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	54533	75552	91361	103466
现金	15166	21239	25861	29477
应收账款	1199	1679	2044	2313
其他应收款	312	438	533	603
预付账款	2560	3706	4396	4954
存货	11559	16736	19851	22370
其他流动资产	23736	31754	38676	43750
非流动资产	11072	11707	13558	15115
长期投资	22	22	22	22
固定资产	5528	7571	9293	10808
无形资产	1049	1097	1143	1190
其他非流动资产	4472	3018	3100	3096
资产总计	65604	87259	104919	118581
流动负债	49675	66773	78797	85564
短期借款	1900	2478	3111	0
应付账款	13795	19973	23690	26696
其他流动负债	33980	44322	51996	58868
非流动负债	1918	1899	1904	1905
长期借款	1854	1854	1854	1854
其他非流动负债	64	45	50	51
负债合计	51593	68672	80701	87469
少数股东权益	709	744	787	839
股本	2818	2818	2818	2818
资本公积	191	191	191	191
留存收益	10266	14816	20400	27242
归属母公司股东权益	13303	17843	23432	30272
负债和股东权益	65604	87259	104919	118581

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	616	7563	7372	10164
净利润	4303	5425	6705	8227
折旧摊销	449	587	799	1006
财务费用	-309	-224	-273	-457
投资损失	-62	0	0	0
营运资金变动	-12613	1450	148	1333
其他经营现金流	8848	324	-7	55
投资活动现金流	-1887	-1441	-2578	-2563
资本支出	2482	2501	2500	2500
长期投资	-415	-1094	0	0
其他投资现金流	180	-34	-78	-63
筹资活动现金流	-1415	-49	-171	-3986
短期借款	939	578	633	-3111
长期借款	1854	0	0	0
普通股增加	939	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	-5154	-627	-804	-875
现金净增加额	-2763	6073	4622	3615

利润表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	60432	84630	103049	116592
营业成本	47409	68643	81416	91747
营业税金及附加	539	767	936	1055
营业费用	8410	8378	10099	11309
管理费用	1978	2539	2988	3265
财务费用	-309	-224	-273	-457
资产减值损失	100	100	100	100
公允价值变动收益	69	0	0	0
投资净收益	62	0	0	0
营业利润	2747	4426	7782	9573
营业外收入	2353	2000	150	150
营业外支出	44	44	44	44
利润总额	5056	6383	7888	9679
所得税	753	957	1183	1452
净利润	4303	5425	6705	8227
少数股东损益	27	35	43	53
归属母公司净利润	4276	5391	6662	8175
EBITDA	2887	4790	8308	10122
EPS（元）	1.52	1.91	2.36	2.90

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.3%	40.0%	21.8%	13.1%
营业利润	-7.7%	61.2%	75.8%	23.0%
归属于母公司净利润	46.8%	26.1%	23.6%	22.7%
获利能力				
毛利率(%)	21.5%	18.9%	21.0%	21.3%
净利率(%)	7.1%	6.4%	6.5%	7.0%
ROE(%)	32.1%	30.2%	28.4%	27.0%
ROIC(%)	-105.7%	-235.8%	16958.4%	3613.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	78.6%	78.7%	76.9%	73.8%
净负债比率(%)	7.28%	6.31%	6.15%	2.12%
流动比率	1.10	1.13	1.16	1.21
速动比率	0.86	0.88	0.91	0.95
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.11	1.07	1.04
应收账款周转率	52	54	51	49
应付账款周转率	3.73	4.07	3.73	3.64
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.91	2.36	2.90
每股经营现金流(最新摊	0.22	2.68	2.62	3.61
每股净资产(最新摊薄)	4.72	6.33	8.32	10.74
估值比率				
P/E	12.97	10.29	8.32	6.78
P/B	4.17	3.11	2.37	1.83
EV/EBITDA	15	9	5	4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257