

格力电器 (000651.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

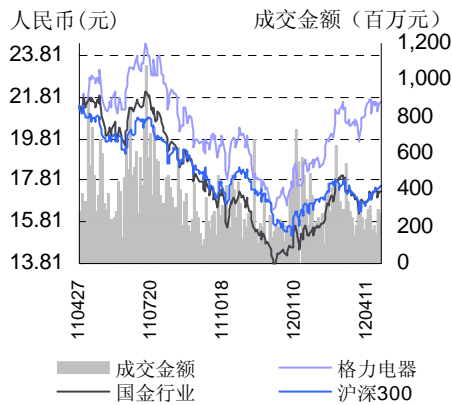
业绩点评

市价(人民币): 21.57元
目标(人民币): 25.77-26.13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)	2,873.90
总市值(百万元)	64,879.66
年内股价最高最低(元)	24.40/16.39
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《年报点评: 为今年扩大龙头优势做好准备》, 2012.4.25
2. 《4Q 补贴未如期到账,或将增厚今年1Q业绩》, 2012.3.8
3. 《公开增发价 17.16 元,建议积极参与》, 2012.1.11

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

确定的 20%增长, 10 倍 PE 还有向上弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.551	1.517	1.886	2.147	2.613
每股净资产(元)	5.31	4.72	6.11	8.43	10.54
每股经营性现金流(元)	5.03	0.22	0.20	3.23	3.22
市盈率(倍)	18.66	11.95	9.17	10.05	8.25
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	39.36%	46.76%	24.28%	21.54%	21.71%
净资产收益率(%)	29.22%	32.15%	30.89%	25.47%	24.79%
总股本(百万股)	1,878.59	2,817.89	2,817.89	3,007.87	3,007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 格力电器 2012 年第一季度实现营业收入 200.9 亿元, 同比增长 16.29%; 归属于上市公司股东的净利润为 11.7 亿, 同比增长 25.56%; EPS 为 0.39 元。公司收入略超预期, 净利润与我们预期一致, 总体略超市场预期。

经营分析

- 内外销份额提升, 行业下滑下公司收入仍保持较快增长。从已披露格力美的的海尔的一季报以及日常跟踪测算, 三家公司的空调业务一季度合计下降 11%, 而格力增长 16% (图表 1)。我们估计其中内销收入增长约 14%、出口收入增长约 22%; 内外销增长都是量、价、份额齐升的结果。更可贵的是, 一季度公司零售端均价提升幅度在 10%左右 (图表 2), 说明内销市场份额的提升并非让价换来, 彰显其品牌力的强大。
- “毛利率-销售费用率”同比提高 3.7 个百分点, 因节能补贴仍未收到, 净利率小幅上升 0.4 个百分点。由于补贴政策退出和市场竞争态势的变化 (美的为追求利润不再大幅促销), 公司的销售政策从 2011 年的低毛利率低销售费用率逐季转向今年的高毛利率较高销售费用率, 因此看“毛利率-销售费用率”指标最可比。销售政策作此改变的基础是品牌力强, 好处是提升收入规模和盈利能力。4Q11 就应收到的约 4 亿元节能补贴 (详见我们的业绩快报和年报点评) 在一季度仍未收付实现, 使营业外收入同比下降 80%; 最终净利率依然同比上升 0.4 个百分点 (图表 4)。
- 经营活动现金净流量多达 186 亿, 预收款项仍有 166 亿, 继续负财务费用, 其他流动负债同比环比均增长, 反映公司极其充沛的现金流和超强占款能力; 存货也较年初下降 17%。经营活动现金净流量同比增加 488%, 主要是因为销售商品提供劳务收到的现金高达 321 亿元 (超过一季度收入, 因为有票据到期承兑)。预收款项同比增长 110%, 达 166 亿, 说明经销商对销售公司产品信心十足。存货 146 亿尽管同比还增长 28%, 但较年初已下降 17%, 我们在年报点评中已述, 这是公司今年为扩大龙头优势的战略举措。
- 公司处于市场主动地位, 全年 20%以上增长无忧。竞争对手收缩情况下, 公司掌握市场主动: 一方面公司市场库存健康, 当旺季来临终端需求提升时, 充足的货源能更好满足需求; 另一方面公司高毛利率的销售策略, 可以在市场需求不好时增加销售费用从而提高市场份额, 获得超行业水平增长。

盈利调整及投资建议

- 维持前期预测：预计公司 2012-2014 年收入为 987、1137、1306 亿元，增速为 18.1%、15.2%、14.8%；按增发后股本 EPS 为 2.147、2.61、3.11 元，净利润增速为 22.9%、21.6%、19.1%。
- 格力质地优秀已毋庸置疑。短期看，公司在行业增速放缓下竞争力更加突出，内外销市场份额持续上升，今年以来在行业下滑的情况下保持逆势增长；长期看，公司在暖通空调及制冷领域还有大空间（家用+商用），到 2015 年复合增速 18% 完全可期。这份略超预期的季报会令市场增强对格力今年增长 20% 以上的信心，甚至开始考虑超预期的可能性。现价对应 9.9X12PE，估值水平还能随着市场整体估值的上行而向上（牛市下 15X 也合理），6-12 个月合理估值 12X12PE/10X13PE，即 25.77-26.13 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 凉夏或多雨将影响空调需求。

图表1：格美海一季度空调业务收入合计下降约 11%

(亿元)	1Q11	1Q12 YoY	1Q12
格力	172	+16%	200
美的	214	-36%	137
海尔	26	+20%	32
合计：	412	-11%	368

来源：公司财报，公司调研，中怡康，国金证券研究所

图表2：中怡康空调城市零售均价同比 YoY

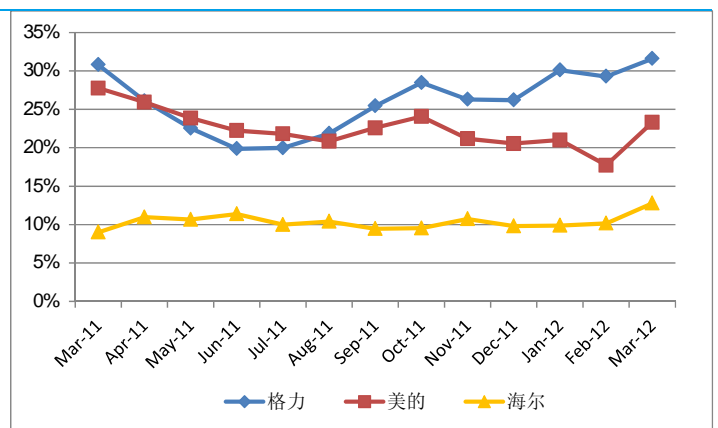
均价 YoY	1 月	2 月	3 月
整体市场	9%	7%	9%
格力	9%	7%	15%
美的	14%	11%	10%
海尔	7%	5%	-1%

图表3：格力的销量份额在上升

品牌	产业在线销量份额		份额变化
	1Q11	1Q12	
格力	28.4%	31.0%	+2.6
美的	28.4%	26.0%	-2.4
海尔	6.7%	7.5%	+0.9
志高	5.0%	4.7%	-0.3
海信科龙	3.7%	3.5%	-0.2
CR3	63.4%	64.5%	+1.1
CR5	72.1%	72.7%	+0.6

来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表4：格力月零售量份额在上升（中怡康）



图表5：利润表分项指标及点评

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	1Q12 同比	1Q12 环比	点评
单季收入及增速	营业收入（百万元）	17274	22965	23835	19443	20088	16.3%	3.3%	份额提升，出口增速好于内销
	收入YoY	68.9%	53.9%	24.5%	17.8%	16.3%			
利润表结构百分比	毛利率	16.4%	14.8%	20.5%	20.5%	22.5%	6.1	2.0	原材料成本下降，销售策略转向高毛利高费用率
	-营业税金及附加	0.6%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	-0.2	0.0	
	-销售费用率	9.8%	8.4%	11.6%	8.6%	12.1%	2.3	3.5	对应高毛利率，销售策略变化
	毛利率-销售费用率	6.7%	6.4%	8.9%	11.9%	10.4%	3.7	-1.5	市场竞争理性，去年同期竞争非常激烈
	-管理费用率	2.8%	2.5%	3.1%	5.1%	3.9%	1.1	-1.2	规模上升导致费用增加
	-财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-1.1%	-0.4%	0.2	0.7	
	-资产减值损失	0.6%	-0.1%	0.0%	-0.5%	0.2%	-0.4	0.7	
	+公允价值变动收益	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1	0.1	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0	-0.1	
	+营业外收支	2.9%	2.8%	2.3%	0.4%	0.5%	-2.4	0.1	节能补贴款还未收到
	=利润总额	6.4%	6.9%	8.2%	8.6%	7.2%	0.8	-1.4	
	-所得税费用	1.0%	1.3%	1.6%	0.9%	1.3%	0.3	0.4	
-少数股东损益	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1	-0.0		
归属于母公司所有者净利润率	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	5.8%	0.4	-1.7	盈利能力增强，“毛利率-销售费用率”大幅上升	
单季净利润及增速	净利润（百万元）	935	1273	1565	1464	1174			
	净利润YoY	46.3%	36.3%	18.8%	7.0%	25.6%			

来源：公司财报，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
强买	13	15	30	30	65
买入	4	4	6	6	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.24	1.22	1.19	1.19	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-24	买入	22.19	27.70 ~ 27.70
2 2011-04-24	买入	22.44	27.70 ~ 30.40
3 2011-07-27	买入	23.75	28.60 ~ 29.60
4 2011-09-19	买入	19.33	28.40 ~ 29.40
5 2011-10-28	买入	19.87	26.00 ~ 26.00
6 2012-01-11	买入	17.95	23.80 ~ 25.80
7 2012-03-08	买入	21.28	N/A
8 2012-04-25	买入	21.53	25.77 ~ 26.13

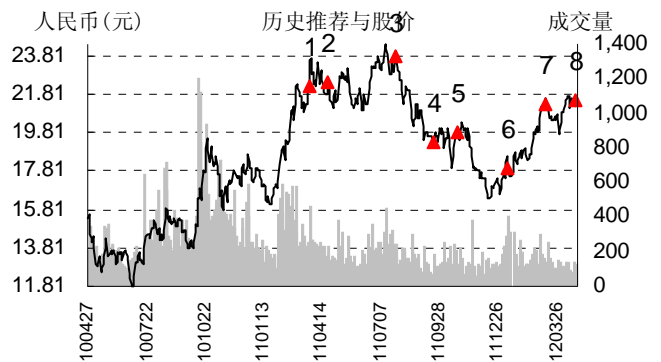
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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为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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B