安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　格力电器(000651)

维持评级

家用电器/家庭耐用消费品

业绩超预期增长，现金流优势明显

——格力电器 2012 年 1 季报点评

报告关键点:

- 收入稳定增长，盈利快速提升
- 受政策和成本影响，毛利率显著提升
- 预收账款维持高位，现金流格局更显优化

报告摘要:

- **事件:** 格力电器2012年1季度实现销售收入201亿元，同比增长了16%；实现净利润约12亿元，同比增长了26%；全面摊薄的EPS为0.39元。公司业绩略超市场预期。

- **收入稳定增长，盈利快速提升。**据产业在线数据统计，2012年1季度，格力电器销售空调870万台，同比增长3%，其中内销增长了15%，出口下滑了9%。在空调行业增速低迷的大环境下，公司依然实现了16%的收入增长，大大超越行业下滑5%的平均水平。由于2012年1季度，空调核心原材料铜价同比显著下滑，公司盈利能力出现回升，净利润同比增长了26%，约12亿元。

- **受政策和成本影响，毛利率显著提升。**去年同期，由于节能惠民政策仍在执行期，格力电器销售产品毛利率显著下调，而政策补贴收入以营业外收入的方式记入报表。2012年公司回归正常的记账方式，因此，毛利率提升了6个百分点，达到23%。同期，销售费用率和管理费用率分别提升了2个和1个百分点，营业外收入从去年同期的约5亿元下降到1亿元。最终，公司实现净利润率5.84%，比去年同期提升了0.4个百分点。

- **预收账款维持高位，现金流格局更显优化。**截至2012年1季度末，格力电器预收账款约166亿元，同比增长了110%，体现了经销商旺季销售的热情。经营性现金流量净额约172亿元，同比增长了29%，现金流保持充沛且富余程度在逐季提升。此外，公司销售商品提供劳务收到的现金流与购买商品接受劳务支出的现金流差异越来越大，说明公司在上下游之间的议价能力在逐步增强。

- **投资建议。**尽管空调行业一季度增速放缓，格力电器还是实现了较显著的超越行业的增长。我们看好公司的龙头地位，预计公司2012-2014年的收入增速分别为21%、24%和22%，EPS分别为2.27元、2.79元和3.43元，对应的PE分别为10倍、8倍和6倍。维持买入-A的投资评级，6个月目标价26元。

- **风险提示:** 国内经济长期低迷；铜价持续上涨；海外市场需求惨淡。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	60,807.2	83,517.3	100,709.1	124,576.6	151,774.0
Growth(%)	*42.6%*	*37.3%*	*20.6%*	*23.7%*	*21.8%*
净利润	4,275.7	5,236.9	6,835.9	8,395.7	10,314.5
Growth(%)	*46.8%*	*22.5%*	*30.5%*	*22.8%*	*22.9%*
毛利率(%)	22.0%	18.4%	21.1%	21.1%	21.2%
净利润率(%)	7.0%	6.3%	6.8%	6.7%	6.8%
每股收益(元)	1.42	1.74	2.27	2.79	3.43
每股净资产(元)	4.42	5.85	9.14	11.61	14.72
市盈率	15.2	12.4	9.5	7.7	6.3
市净率	4.9	3.7	2.4	1.9	1.5
净资产收益率(%)	30.7%	28.8%	24.3%	23.6%	23.0%
ROIC(%)	-28.9%	-1535.9%	68.1%	51.2%	42.4%
EV/EBITDA	12.7	8.6	6.8	5.3	4.5
股息收益率	1.4%	0.0%	1.2%	1.4%	1.2%

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 26.00 元

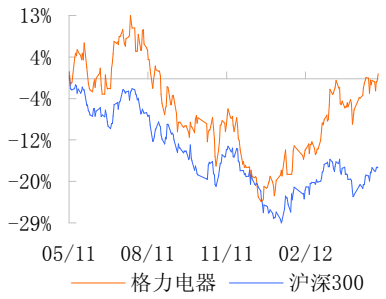
期限: 6 个月　上次预测: 26.00 元

现价（2012 年 04 月 27 日）: 21.89 元

报告日期: 2012-05-02

总市值(百万元)	65,842.17
流通市值(百万元)	62,909.56
总股本(百万股)	3,007.87
流通股本(百万股)	2,873.90
12 个月最低/最高	16.16/24.61 元
十大流通股东(%)	40.16%
股东户数	77,230

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.69	11.17	18.76
绝对收益	7.67	19.29	1.01

衡昆　首席行业分析师
010-66581658　hengkun@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511020004

报告联系人
杨爱琳　021-68765335　yangal@essence.com.cn

前期研究成果

格力电器：业绩稳定增长，龙头地位强化　2012-04-25

格力电器：收入快速增长，盈利能力略有下滑　2012-03-08

格力电器：上下游增持，份额价格双增长　2012-01-12

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-05-01

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**60,807.2**	**83,517.3**	**100,709.1**	**124,576.6**	**151,774.0**
减: 营业成本	47,409.2	68,132.1	79,419.2	98,353.2	119,673.8
营业税费	538.8	497.9	815.2	951.6	1,097.6
销售费用	8,410.1	8,050.4	9,748.6	11,959.4	14,615.8
管理费用	1,978.1	2,783.3	3,152.2	3,737.3	4,613.9
财务费用	-309.0	-452.7	-426.1	-312.2	-226.4
资产减值损失	99.6	-20.6	284.7	136.9	15.3
加: 公允价值变动收益	69.2	-57.5	13.9	9.3	-10.8
投资和汇兑收益	62.2	91.0	53.3	68.8	71.1
营业利润	**2,746.8**	**4,542.3**	**7,782.5**	**9,828.5**	**12,044.1**
加: 营业外净收支	2,309.5	1,786.3	250.0	35.0	75.0
利润总额	**5,056.3**	**6,328.6**	**8,032.5**	**9,863.5**	**12,119.1**
减: 所得税	753.1	1,031.2	1,151.9	1,415.4	1,740.3
净利润	**4,275.7**	**5,236.9**	**6,835.9**	**8,395.7**	**10,314.5**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	15,166.1	16,040.8	22,888.7	24,523.1	25,384.1
交易性金融资产	72.2	16.5	30.4	39.7	28.8
应收帐款	1,511.4	1,861.3	2,427.0	2,958.3	3,548.1
应收票据	22,055.8	33,665.1	41,387.3	49,489.3	61,125.4
预付帐款	2,559.8	2,315.6	3,309.1	4,342.6	5,117.9
存货	11,559.2	17,503.1	18,009.4	23,645.7	28,734.0
其他流动资产	1,608.2	353.2	7,230.0	20,595.8	34,194.5
可供出售金融资产	1,093.9	-	617.1	570.4	395.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	21.8	16.9	16.9	16.6	16.5
投资性房地产	171.5	197.6	161.1	176.7	178.5
固定资产	5,528.0	7,709.1	8,287.3	8,580.7	8,723.7
在建工程	100.5	2,171.7	1,522.1	1,072.9	808.1
无形资产	1,049.5	1,622.2	1,588.7	1,576.1	1,583.0
其他非流动资产	1,544.9	1,738.5	1,479.0	1,614.1	1,626.8
资产总额	**65,604.4**	**85,211.6**	**110,029.9**	**140,081.2**	**172,116.8**
短期债务	1,900.4	2,739.3	2,300.0	2,200.0	2,000.0
应付帐款	14,785.7	18,972.8	23,924.0	31,538.9	35,917.2
应付票据	8,944.6	10,644.1	13,177.1	16,827.8	19,701.9
其他流动负债	13,634.5	19,802.6	28,131.8	36,908.8	48,654.2
长期借款	1,853.8	2,582.2	2,082.2	2,282.2	2,482.2
其他非流动负债	63.9	59.2	174.1	234.7	317.1
负债总额	**51,592.7**	**66,834.4**	**81,709.8**	**104,299.8**	**126,915.6**
少数股东权益	**709.2**	**770.3**	**815.0**	**867.4**	**931.7**
股本	2,817.9	2,817.9	3,007.9	3,007.9	3,007.9
留存收益	10,457.3	14,766.7	24,497.3	31,906.1	41,261.6
股东权益	**14,011.7**	**18,377.2**	**28,320.1**	**35,781.4**	**45,201.2**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	4,303.2	5,297.3	6,835.9	8,395.7	10,314.5
加: 折旧和摊销	448.9	632.7	545.1	592.9	635.4
资产减值准备	99.6	-20.6	284.7	136.9	15.3
公允价值变动损失	-69.2	57.5	13.9	9.3	-10.8
财务费用	42.7	-16.1	-426.1	-312.2	-226.4
投资收益	-62.2	-91.1	-53.4	-68.9	-71.1
少数股东损益	27.5	60.4	44.7	52.4	64.3
营运资金的变动	-12,102.4	-1,429.6	1,477.0	-6,493.3	-9,148.1
经营活动产生现金流量	**616.0**	**3,356.2**	**8,721.9**	**2,312.8**	**1,573.1**
投资活动产生现金流量	**-1,887.1**	**-2,767.3**	**-1,207.9**	**-413.7**	**-313.5**
融资活动产生现金流量	**-1,415.2**	**-794.6**	**394.7**	**-574.6**	**-732.7**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	42.6%	37.3%	20.6%	23.7%	21.8%
营业利润增长率	-7.7%	65.4%	71.3%	26.3%	22.5%
净利润增长率	46.8%	22.5%	30.5%	22.8%	22.9%
EBITDA 增长率	-11.1%	60.2%	67.4%	27.9%	23.2%
EBIT 增长率	-13.5%	64.1%	79.1%	29.4%	24.2%
NOPLAT 增长率	40.9%	21.3%	34.5%	25.6%	24.5%
投资资本增长率	-97.7%	-3134.6%	66.8%	50.4%	46.4%
净资产增长率	31.5%	31.2%	54.1%	26.3%	26.3%
利润率					
毛利率	22.0%	18.4%	21.1%	21.1%	21.2%
营业利润率	4.5%	5.4%	7.7%	7.9%	7.9%
净利润率	7.0%	6.3%	6.8%	6.7%	6.8%
EBITDA/营业收入	4.8%	5.7%	7.8%	8.1%	8.2%
EBIT/营业收入	4.1%	4.9%	7.3%	7.6%	7.8%
运营效率					
固定资产周转天数	30	29	29	24	21
流动营业资本周转天数	-85	-26	-1	21	41
流动资产周转天数	288	272	299	319	336
应收帐款周转天数	6	5	6	6	6
存货周转天数	52	63	64	61	63
总资产周转天数	347	325	349	361	370
投资资本周转天数	-42	20	46	58	70
投资回报率					
ROE	30.7%	28.8%	24.3%	23.6%	23.0%
ROA	6.6%	6.2%	6.3%	6.0%	6.0%
ROIC	-28.9%	-1535.9%	68.1%	51.2%	42.4%
费用率					
销售费用率	13.8%	9.6%	9.7%	9.6%	9.6%
管理费用率	3.3%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
财务费用率	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.1%
三费/营业收入	16.6%	12.4%	12.4%	12.3%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	78.6%	78.4%	74.3%	74.5%	73.7%
负债权益比	368.2%	363.7%	288.5%	291.5%	280.8%
流动比率	1.10	1.12	1.20	1.23	1.27
速动比率	0.86	0.84	0.97	1.00	1.04
利息保障倍数	8.10	9.07	17.27	30.49	52.21
分红指标					
DPS(元)	0.31	-	0.26	0.31	0.26
分红比率	22.0%	0.0%	11.6%	11.2%	7.6%
股息收益率	1.4%	0.0%	1.2%	1.4%	1.2%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	1.42	1.74	2.27	2.79	3.43
BVPS(元)	4.42	5.85	9.14	11.61	14.72
PE(X)	15.2	12.4	9.5	7.7	6.3
PB(X)	4.9	3.7	2.4	1.9	1.5
P/FCF	-10.1	-71.6	-24.3	145.1	-78.5
P/S	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	12.7	8.6	6.8	5.3	4.5
CAGR(%)	25.2%	25.1%	21.9%	21.5%	20.1%
PEG	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	-3.0	-158.9	7.0	5.3	4.4
REP	39.8	-	0.5	0.4	0.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005 年～2009 年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034