

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

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

蒋毅

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

董事会换届不影响经营，份额反而可能超预期

事件

格力电器于2012年5月5日发布公告: 公司第八届董事会任期届满, 第九届董事会董事候选人分别为股东格力集团推荐的董明珠、周少强、鲁君四、黄辉, 股东京海担保推荐的张军督, 股东耶鲁大学 (Yale University)、鹏华基金管理有限公司推荐的冯继勇。即, 格力电器创始人朱江洪先生不再在第九届董事会董事候选人名单中。

评论

朱江洪董事长已超龄服务两届董事会, 卸任在情理之中: 根据年报披露, 朱江洪董事长已66岁, 此时卸任在情理之中。

分析候选人构成, 董明珠总裁获选第九届董事会董事长的可能性较大: 比较第九届董事会候选人与第八届董事会可见 (图表1), 董事长从股东格力集团推荐的4位候选人中选出是大概率, 其中周少强先生即将上任集团党委书记、总裁, 鲁君四先生是集团旗下另一家上市公司格力地产的董事长兼总经理, 黄辉先生是格力电器的总工, 因此董明珠总裁获选第九届董事会董事长的可能性较大。

图表1: 格力电器第八届董事会及第九届董事会候选人比较

董事会	第八届董事会	第九届董事会		任职情况
		候选人	推荐方	
董事	朱江洪		股东珠海格力集团有限公司	上市公司董事长; 珠海格力集团有限公司董事长、总裁、法定代表人、党委书记
	董明珠	董明珠		上市公司总裁; 珠海格力集团有限公司董事
	鲁君四	鲁君四		珠海格力集团有限公司董事; 格力地产股份有限公司董事长、总经理
	孙蒋涛			恒富(珠海)置业有限公司董事长
		周少强		2012年5月拟任珠海格力集团有限公司党委书记、总裁
		黄辉		上市公司副总裁、总工程师
	郭书战		股东河北京海担保投资有限公司	河北京海担保投资有限公司董事长
		张军督	浙江通诚格力电器有限公司董事长; 浙江格力小家电销售有限公司董事长	
独董		冯继勇	股东耶鲁大学、鹏华基金管理有限公司	北京中伦律师事务所合伙人。
	朱恒鹏	朱恒鹏	上市公司董事会	
	钱爱民	钱爱民		
	贺小勇	贺小勇		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

从四个方面分析, 董事会换届不会影响经营, 反而格力今年市场份额的增长可能超预期:

- 1) 新一届董事会的构成将继续保证股东、公司、管理层、经销商利益的一致性。如果两家机构投资者推荐的外部股东能够获选, 还将更加优化公司治理。
- 2) 格力的商业模式简单而又稳定, 竞争壁垒靠多年积淀而成, 不会轻易因为创始人的卸任就削弱。所谓简单而又稳定, 是指专注于空调、多年秉承品质和技术已积累起优良消费者口碑, 定价上在内资品牌中能给予上下游合作伙伴行业最好的利润空间, 从而使公司上下游占款能力业内最强、ROE 保持高水平。

3) 2011年珠海市GDP为1403亿元(YoY+11.3%)，格力电器收入为831亿(YoY+37.6%)，后者占前者的比重高达近60%，当然格力有在外地投建的生产基地，但也足可见格力电器的稳健发展对珠海市之重要。2012年珠海市GDP的增速目标为11%，而因此确保公司在董事会换届年平稳过渡、实现既定增长目标是当务之急，各方利益一致。

4) 今年正好是美的的战略调整年，从市场份额的跟踪来看(图表2、3)，今年一季度格力的出货量份额上升了2.6个百分点，4月可能进一步拉大，格力今年市场份额的增长可能超预期。从而带来2012年业绩的确定性，甚至不排除超预期的可能性。

盈利预测及投资建议:

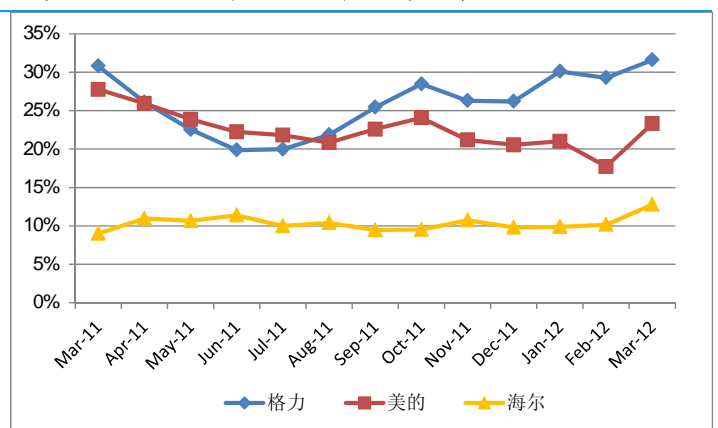
维持前期盈利预测: 预计公司2012-2014年收入为987、1137、1306亿元，增速为18.1%、15.2%、14.8%; 按增发后股本EPS为2.147、2.61、3.11元，净利润增速为22.9%、21.6%、19.1%。

投资建议: 格力质地优秀已毋庸赘言。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。一季报略超预期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10.3X12PE，估值水平还能随着市场整体估值的上行而向上(去年上调业绩前曾经到过15X)，6-12个月合理估值12X12PE/10X13PE，即25.77-26.13元，维持“买入”评级。另外，近期全国开始入夏，北方明显比往年提前(图表4)，有利于空调企业的旺季出货和短期股价表现。

图表2: 格力的出货量份额在上升

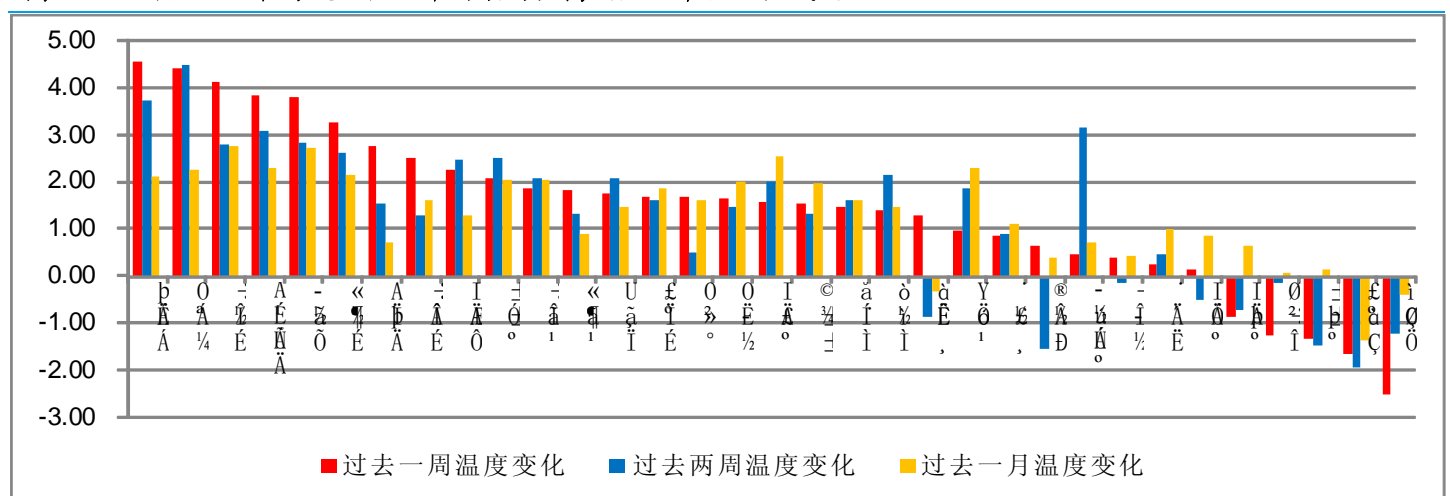
品牌	产业在线销量(出货量)份额		份额变化
	1Q11	1Q12	
格力	28.4%	31.0	+2.6
美的	28.4%	26.0%	-2.4
海尔	6.7%	7.5%	+0.9
志高	5.0%	4.7%	-0.3
海信科龙	3.7%	3.5%	-0.2
CR3	63.4%	64.5%	+1.1
CR5	72.1%	72.7%	+0.6

图表3: 格力月零售量份额在上升(中怡康)



来源: 产业在线, 中怡康, 国金证券研究所

图表4: 全国各地平均气温较上年同期的提高度数(单位: 摄氏度)



图表5: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	42,458	60,432	83,155	98,703	113,702	130,552
增长率		42.3%	37.6%	18.1%	15.2%	14.8%
主营业务成本	-31,956	-47,409	-68,132	-77,792	-89,172	-101,757
%销售收入	75.3%	78.5%	81.9%	78.8%	78.4%	77.9%
毛利	10,502	13,022	15,023	20,911	24,530	28,795
%销售收入	24.7%	21.5%	18.1%	21.2%	21.6%	22.1%
营业税金及附加	-403	-539	-498	-592	-682	-783
%销售收入	1.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-5,798	-8,410	-8,050	-10,166	-11,598	-13,382
%销售收入	13.7%	13.9%	9.7%	10.3%	10.2%	10.3%
管理费用	-1,567	-1,978	-2,783	-3,109	-3,525	-4,047
%销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	2,734	2,095	3,692	7,043	8,726	10,583
%销售收入	6.4%	3.5%	4.4%	7.1%	7.7%	8.1%
财务费用	97	309	453	290	602	672
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-29	-100	21	-42	-42	-49
公允价值变动收益	2	69	-58	-58	-58	0
投资收益	7	62	91	95	100	100
%税前利润	0.2%	1.3%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
营业利润	2,811	2,436	4,199	7,328	9,328	11,306
营业利润率	6.6%	4.0%	5.0%	7.4%	8.2%	8.7%
营业外收支	406	2,310	1,786	500	200	170
税前利润	3,217	4,746	5,985	7,828	9,528	11,476
利润率	7.6%	7.9%	7.2%	7.9%	8.4%	8.8%
所得税	-449	-753	-1,031	-1,331	-1,620	-2,066
所得税率	13.9%	15.9%	17.2%	17.0%	17.0%	18.0%
净利润	2,768	3,993	4,954	6,498	7,909	9,410
少数股东损益	18	27	60	39	47	56
归属于母公司的净利润	2,750	3,965	4,893	6,459	7,861	9,354
净利率	6.5%	6.6%	5.9%	6.5%	6.9%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,932	4,303	5,297	6,498	7,909	9,410
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	441	548	612	670	719	763
非经营收益	-327	-567	-198	-232	50	1,711
营运资金变动	6,377	-3,693	-2,359	2,786	1,009	3,789
经营活动现金净流	9,423	592	3,353	9,722	9,687	15,673
资本开支	-716	-2,481	-4,772	100	-600	-230
投资	-758	-415	1,074	-35	-35	-35
其他	-1,619	1,010	930	37	42	100
投资活动现金净流	-3,093	-1,887	-2,767	102	-593	-165
股权募资	466	0	0	3,199	0	0
债权募资	956	2,217	3,296	-654	0	0
其他	-1,487	-3,709	-4,257	-306	-293	-1,797
筹资活动现金净流	-66	-1,492	-961	2,239	-293	-1,797
现金净流量	6,265	-2,787	-375	12,063	8,801	13,712

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	22,905	15,166	16,041	30,063	38,864	52,576
应收款项	11,909	23,567	35,526	39,699	45,732	51,203
存货	5,824	11,559	17,503	15,403	17,172	19,320
其他流动资产	1,623	2,894	2,685	6,193	6,853	7,583
流动资产	42,260	53,186	71,756	91,358	108,621	130,682
%总资产	85.4%	84.8%	84.2%	87.8%	89.4%	93.4%
长期投资	879	1,287	215	263	298	333
固定资产	4,821	5,629	9,881	7,205	7,069	6,600
%总资产	9.7%	9.0%	11.6%	6.9%	5.8%	4.7%
无形资产	508	1,066	1,670	1,937	2,196	2,351
非流动资产	7,253	9,510	13,456	12,695	12,853	9,287
%总资产	14.6%	15.2%	15.8%	12.2%	10.6%	6.6%
资产总计	49,514	62,696	85,212	104,053	121,475	139,969
短期借款	962	1,900	4,916	0	0	0
应付款项	29,822	35,736	49,370	52,590	60,487	69,290
其他流动负债	7,999	10,580	9,656	16,412	18,029	19,813
流动负债	38,782	48,217	63,942	69,002	78,515	89,104
长期贷款	0	1,854	2,582	5,854	5,854	5,854
其他长期负债	38	64	59	85	85	85
负债	38,821	50,134	66,583	74,941	84,454	95,042
普通股股东权益	9,966	13,298	17,601	25,357	31,714	39,563
少数股东权益	683	709	770	843	891	947
负债股东权益合计	49,470	64,142	84,955	104,053	121,475	139,969

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.464	1.407	1.737	2.147	2.613	3.110
每股净资产	5.305	4.719	6.246	8.430	10.544	13.153
每股经营现金净流	5.030	0.219	1.191	3.232	3.220	5.211
每股股利	0.500	0.300	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	27.59%	29.82%	27.80%	25.47%	24.79%	23.64%
总资产收益率	5.56%	6.18%	5.76%	6.39%	6.72%	6.90%
投入资本收益率	20.21%	9.90%	11.79%	18.19%	18.79%	18.68%
增长率						
主营业务收入增长率	1.01%	42.33%	37.60%	18.07%	15.20%	14.82%
EBIT增长率	20.83%	-23.36%	76.18%	61.11%	23.89%	21.29%
净利润增长率	41.18%	44.19%	23.41%	21.54%	21.71%	18.99%
总资产增长率	62.07%	29.66%	32.45%	21.51%	16.74%	15.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.4	6.4	5.3	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	60.6	66.9	77.8	73.0	71.0	70.0
应付账款周转天数	114.8	97.9	78.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	39.6	33.4	33.8	24.1	21.5	17.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-206.08%	-81.99%	-46.59%	-92.66%	-101.44%	-115.49%
EBIT利息保障倍数	-28.2	-6.8	-8.2	-24.3	-14.5	-15.8
资产负债率	78.47%	78.16%	78.37%	74.09%	72.14%	70.11%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-24	买入	22.44	27.70 ~ 30.40
2	2011-07-27	买入	23.75	28.60 ~ 29.60
3	2011-09-19	买入	19.33	28.40 ~ 29.40
4	2011-10-28	买入	19.87	26.00 ~ 26.00
5	2012-01-11	买入	17.95	23.80 ~ 25.80
6	2012-03-08	买入	21.28	N/A
7	2012-04-25	买入	21.53	25.77 ~ 26.13
8	2012-04-27	买入	21.89	25.77 ~ 26.13

来源：国金证券研究所



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	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