

稳健经营，市场竞争力持续提升

——格力电器 2012 年中报点评

报告关键点:

- 增速显著超越行业，内销表现胜过出口
- 受益于原材料价格下滑和价格调整，盈利能力显著提升
- 经营性现金流大幅增加，费用计提充分

报告摘要:

- 事件:** 格力电器2012年上半年实现销售收入483亿元，同比增长了20%；实现归属于母公司股东的净利润29亿元，同比增长30%；实现EPS0.96元。
- 增速显著超越行业，内销表现胜过出口。** 2012年上半年格力实现销量2002万台，同比增长了3%，同期行业销量下滑了6%。公司内销市场份额超过40%，比去年同期提升了6个百分点。格力内销实现收入348亿元，同比增长了20%；出口实现收入93亿元，同比基本持平。其中内销占比为79%，提升了3个百分点。在产品结构中，公司压缩机业务出现大幅增长，收入规模从去年同期的0.24亿元提升到1.50亿元。
- 受益于原材料价格下滑和价格调整，盈利能力显著提升。** 2012年上半年，铜价同比出现了显著的回调，加之节能惠民政策结束后终端价格出现了10%的提升，格力毛利率提高了7个百分点达到23%。考虑产业链上的利益分配，同期公司的销售费用率也提升了4个百分点，达到13%。归属于母公司股东的净利润率月6%，比去年同期提升了0.5%。
- 经营性现金流大幅增加，费用计提充分。** 2012年上半年，格力电器经营性现金流净额约157亿元，同比增长了177%。经营性现金流的大幅改善主要是受应收项目显著减少，应付项目相应增加的影响。可以看出在弱势市场中，格力的市场话语权在持续强化。上半年，在公司收入20%增长的情况下，公司预提费用增长了33%，预收款项增长了34%。因此，公司的费用计提较为充分，且经销商打款也是有保障的。
- 投资建议。** 在行业趋势下行的情况下，格力电器依然保持了快速增长。同时，公司上游的配套能力以及产业链中的话语权均处于持续攀升的阶段。我们对公司的长期发展依然看好。预计公司2012-2013年的收入增速分别为28%、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:** 原材料价格持续上涨；天气快速转凉；出口市场持续低迷。

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	107,152.6	132,792.1	161,829.7
Growth(%)	42.6%	37.3%	28.3%	23.9%	21.9%
净利润	4,275.7	5,236.9	6,820.0	8,386.7	10,315.1
Growth(%)	46.8%	22.5%	30.2%	23.0%	23.0%
毛利率(%)	22.0%	18.4%	21.1%	21.1%	21.2%
净利润率(%)	7.0%	6.3%	6.4%	6.3%	6.4%
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	9.02	11.28	14.06
市盈率	15.3	12.5	9.6	7.8	6.4
市净率	4.9	3.7	2.4	1.9	1.5
净资产收益率(%)	30.7%	28.8%	24.6%	24.3%	24.0%
ROIC(%)	-28.9%	-1535.9%	68.1%	42.3%	36.4%
EV/EBITDA	12.7	8.6	7.5	5.9	5.0

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

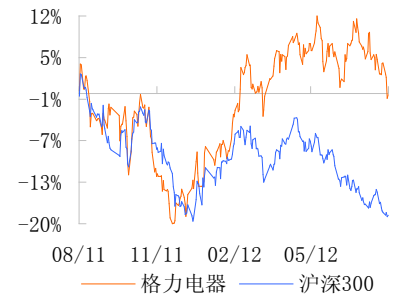
现价(2012年08月23日): 19.91元

报告日期:

2012-08-23

总市值(百万元)	59,886.60
流通市值(百万元)	59,133.70
总股本(百万股)	3,007.87
流通股本(百万股)	2,970.05
12个月最低/最高	16.16/22.94 元
十大流通股东(%)	38.86%
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	(4.08)	4.89	18.26
绝对收益	(6.75)	(7.13)	(0.13)

杨爱琳
021-68765335
执业证书编号

行业分析师
yangal@essence.com.cn
S1450512080008

前期研究成果

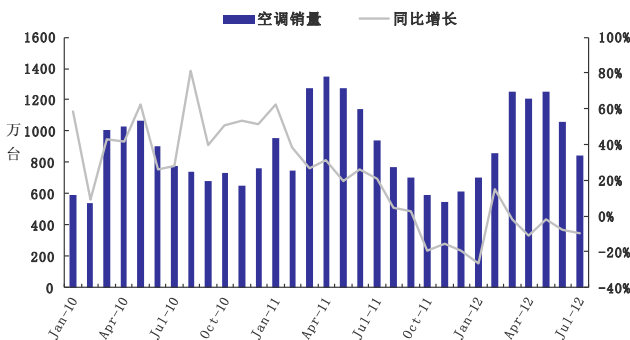
- 格力电器: 高增长预期兑现 2012-07-17
- 格力电器: 业绩超预期增长, 现金流优势明显 2012-05-02
- 格力电器: 业绩稳定增长, 龙头地位强化 2012-04-25

1. 增速显著超越行业，内销表现胜过出口

事件：格力电器 2012 年上半年实现销售收入 483 亿元，同比增长了 20%；实现归属于母公司股东的净利润 29 亿元，同比增长 30%；实现 EPS0.96 元。

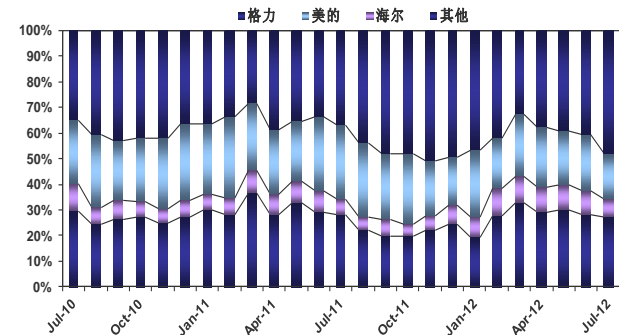
2012 年上半年格力实现销量 2002 万台，同比增长了 3%，同期行业销量下滑了 6%。公司内销市场份额超过 40%，比去年同期提升了 6 个百分点。格力内销实现收入 348 亿元，同比增长了 20%；出口实现收入 93 亿元，同比基本持平。其中内销占比为 79%，提升了 3 个百分点。在产品结构中，公司压缩机业务出现大幅增长，收入规模从去年同期的 0.24 亿元提升到 1.50 亿元。

图 1 空调行业销量及增速



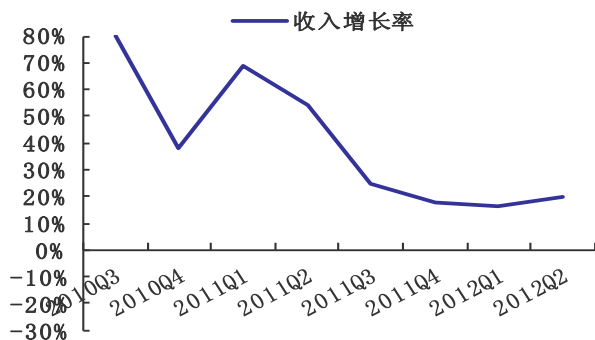
数据来源：产业在线，安信证券研究中心

图 2 空调行业内销市场格局



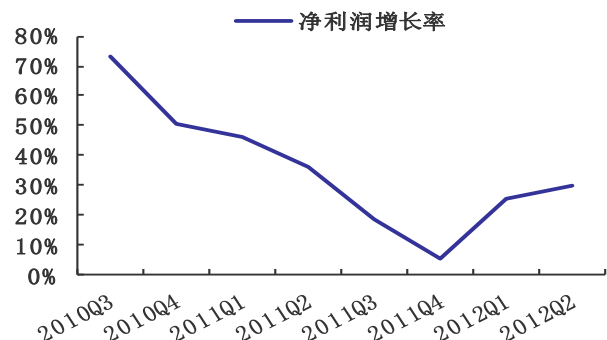
数据来源：产业在线，安信证券研究中心

图 3 格力电器收入季度同比增速



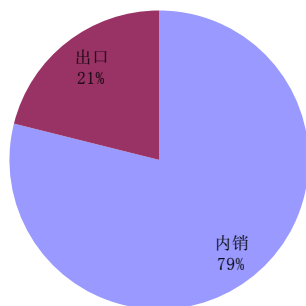
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4 格力电器净利润季度同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5 格力电器收入区域结构



数据来源：Wind，安信证券研究中心

2. 受益于原材料价格下滑和价格调整，盈利能力显著提升

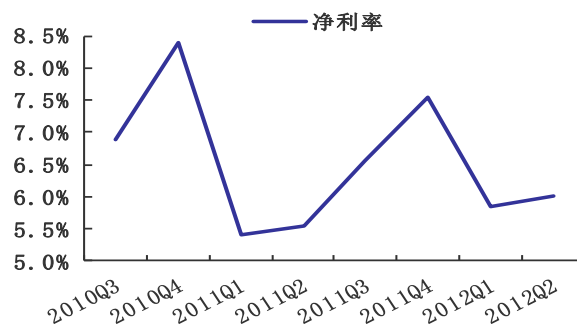
2012 年上半年，铜价同比出现了显著的回调，加之节能惠民政策结束后终端价格出现了 10% 的提升，格力毛利率提高了 7 个百分点达到 23%。考虑产业链上的利益分配，同期公司的销售费用率也提升了 4 个百分点，达到 13%。归属于母公司股东的净利润率月 6%，比去年同期提升了 0.5%。

图 6 格力电器季度毛利率



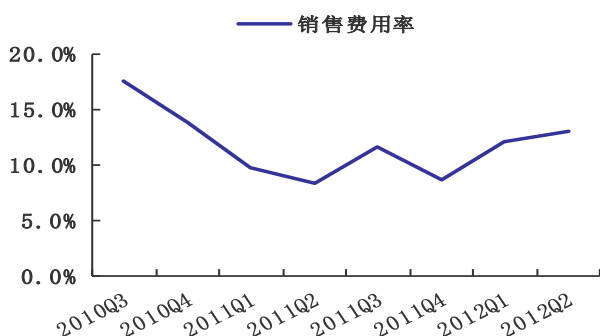
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7 格力电器季度净利润率



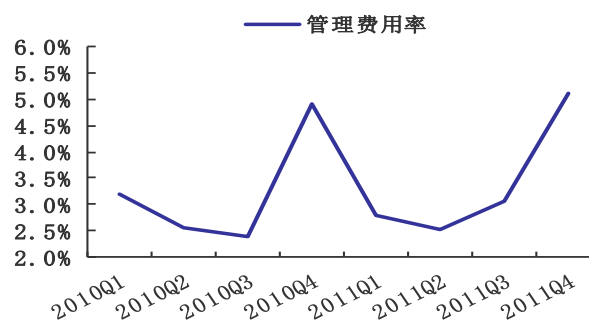
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8 格力电器季度销售费用率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9 格力电器季度管理费用率

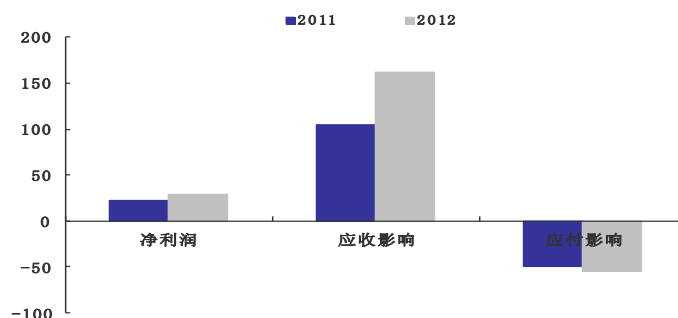


数据来源：Wind，安信证券研究中心

3. 经营性现金流大幅增加，费用计提充分

2012 年上半年，格力电器经营性现金流净额约 157 亿元，同比增长了 177%。经营性现金流的大幅改善主要是受应收项目显著减少，应付项目相应增加的影响。可以看出在弱势市场中，格力的市场话语权在持续强化。上半年，在公司收入 20% 增长的情况下，公司预提费用增长了 33%，预收款项增长了 34%。因此，公司的费用计提较为充分，且经销商打款也是有保障的。

图 10 经营性现金流影响分析

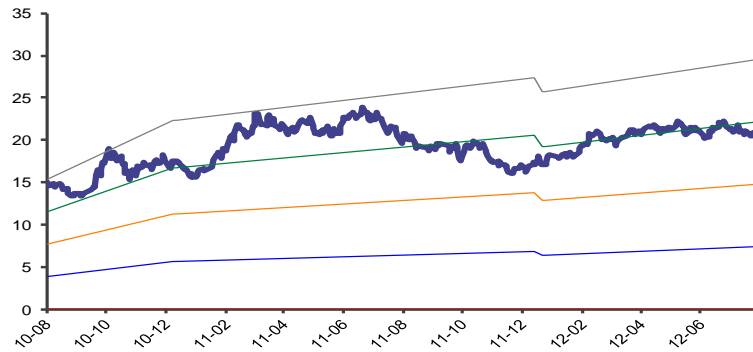


数据来源：Wind，安信证券研究中心

4. 投资建议

在行业趋势下行的情况下，格力电器依然保持了快速增长。同时，公司上游的配套能力以及产业链中的话语权均处于持续攀升的阶段。我们对公司的长期发展依然看好。预计公司 2012-2013 年的收入增速分别为 28%、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。

图 11 格力电器 PE-Band



数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-07-16
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	60,807.2	83,517.3	107,152.6	132,792.1	161,829.7	成长性					
减: 营业成本	47,409.2	68,132.1	84,500.6	104,839.3	127,602.7	营业收入增长率	42.6%	37.3%	28.3%	23.9%	21.9%
营业税费	538.8	497.9	867.3	1,014.4	1,170.3	营业利润增长率	-7.7%	65.4%	66.5%	29.8%	22.7%
销售费用	8,410.1	8,050.4	11,036.7	13,212.8	16,150.6	净利润增长率	46.8%	22.5%	30.2%	23.0%	23.0%
管理费用	1,978.1	2,783.3	3,353.9	4,090.0	5,049.1	EBITDA 增长率	-11.1%	60.2%	63.2%	31.8%	23.4%
财务费用	-309.0	-452.7	-401.1	-253.7	-147.4	EBIT 增长率	-13.5%	64.1%	74.4%	33.5%	24.4%
资产减值损失	99.6	-20.6	298.6	149.4	19.8	NOPLAT 增长率	40.9%	21.3%	34.6%	26.1%	24.7%
加: 公允价值变动收益	69.2	-57.5	13.9	9.3	-10.8	投资资本增长率	-97.7%	-3134.6%	102.9%	44.9%	42.3%
投资和汇兑收益	62.2	91.0	53.3	68.8	71.1	净资产增长率	31.5%	31.2%	52.0%	24.5%	24.2%
营业利润	2,746.8	4,542.3	7,563.8	9,818.0	12,044.8	利润率					
加: 营业外净收支	2,309.5	1,786.3	450.0	35.0	75.0	毛利率	22.0%	18.4%	21.1%	21.1%	21.2%
利润总额	5,056.3	6,328.6	8,013.8	9,853.0	12,119.8	营业利润率	4.5%	5.4%	7.1%	7.4%	7.4%
减: 所得税	753.1	1,031.2	1,149.2	1,413.9	1,740.4	净利润率	7.0%	6.3%	6.4%	6.3%	6.4%
净利润	4,275.7	5,236.9	6,820.0	8,386.7	10,315.1	EBITDA/营业收入	4.8%	5.7%	7.2%	7.6%	7.7%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	15,166.1	16,040.8	19,564.7	20,055.6	19,322.2	运营效率					
交易性金融资产	72.2	16.5	30.4	39.7	28.8	固定资产周转天数	30	29	27	23	19
应收帐款	1,511.4	1,861.3	2,582.3	3,153.4	3,783.2	流动营业资本周转天数	-85	-26	5	30	48
应收票据	22,055.8	33,665.1	44,035.3	52,753.0	65,175.3	流动资产周转天数	288	272	286	310	326
预付帐款	2,559.8	2,315.6	3,372.7	4,474.3	5,300.9	应收帐款周转天数	6	5	5	6	6
存货	11,559.2	17,503.1	19,161.6	25,205.1	30,637.7	存货周转天数	52	63	62	61	63
其他流动资产	1,608.2	353.2	9,807.4	24,165.5	38,684.3	总资产周转天数	347	325	333	349	357
可供出售金融资产	1,093.9	-	617.1	570.4	395.8	投资资本周转天数	-42	20	49	64	76
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	21.8	16.9	16.9	16.6	16.5	ROE	30.7%	28.8%	24.6%	24.3%	24.0%
投资性房地产	171.5	197.6	161.1	176.7	178.5	ROA	6.6%	6.2%	6.1%	5.8%	5.9%
固定资产	5,528.0	7,709.1	8,287.3	8,580.7	8,723.7	ROIC	-28.9%	-1535.9%	68.1%	42.3%	36.4%
在建工程	100.5	2,171.7	1,522.1	1,072.9	808.1	费用率					
无形资产	1,049.5	1,622.2	1,588.7	1,576.1	1,583.0	销售费用率	13.8%	9.6%	10.3%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	1,544.9	1,738.5	1,479.0	1,614.1	1,626.8	管理费用率	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
资产总额	65,604.4	85,211.6	113,302.4	144,333.3	176,916.5	财务费用率	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
短期债务	1,900.4	2,739.3	2,300.0	2,200.0	2,000.0	三费/营业收入	16.6%	12.4%	13.1%	12.8%	13.0%
应付帐款	14,785.7	18,972.8	25,454.6	33,618.8	38,296.8	偿债能力					
应付票据	8,944.6	10,644.1	14,020.1	17,937.6	21,007.3	资产负债率	78.6%	78.4%	75.3%	75.9%	75.6%
其他流动负债	13,634.5	19,802.6	28,595.0	37,964.0	50,502.8	负债权益比	368.2%	363.7%	305.5%	314.9%	309.3%
长期借款	1,853.8	2,582.2	2,082.2	2,282.2	2,482.2	流动比率	1.10	1.12	1.19	1.21	1.25
其他非流动负债	63.9	59.2	217.6	282.3	370.4	速动比率	0.86	0.84	0.95	0.97	1.01
负债总额	51,592.7	66,834.4	85,363.4	109,542.7	133,692.2	利息保障倍数	8.10	9.07	17.86	37.70	80.71
少数股东权益	709.2	770.3	814.9	867.2	931.6	分红指标					
股本	2,817.9	2,817.9	3,007.9	3,007.9	3,007.9	DPS(元)	0.31	0.28	0.39	0.51	0.59
留存收益	10,457.3	14,766.7	24,116.2	30,915.5	39,284.8	分红比率	22.0%	16.1%	17.0%	18.4%	17.2%
股东权益	14,011.7	18,377.2	27,939.0	34,790.6	43,224.2	股息收益率	1.4%	1.3%	1.8%	2.4%	2.7%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	4,303.2	5,297.3	6,820.0	8,386.7	10,315.1	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
加: 折旧和摊销	448.9	632.7	545.1	592.9	635.4	EPS(元)	1.42	1.74	2.27	2.79	3.43
资产减值准备	99.6	-20.6	298.6	149.4	19.8	BVPS(元)	4.42	5.85	9.02	11.28	14.06
公允价值变动损失	-69.2	57.5	13.9	9.3	-10.8	PE(X)	15.3	12.5	9.6	7.8	6.4
财务费用	42.7	-16.1	-401.1	-253.7	-147.4	PB(X)	4.9	3.7	2.4	1.9	1.5
投资收益	-62.2	-91.1	-53.4	-68.9	-71.1	P/FCF	-10.2	-72.2	-10.7	-276.2	-41.4
少数股东损益	27.5	60.4	44.6	52.3	64.4	P/S	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
营运资金的变动	-12,102.4	-1,429.6	-1,479.8	-7,039.6	-9,760.9	EV/EBITDA	12.7	8.6	7.5	5.9	5.0
经营活动产生现金流量	616.0	3,356.2	5,787.9	1,828.5	1,044.4	CAGR(%)	25.2%	25.1%	24.3%	25.0%	27.0%
投资活动产生现金流量	-1,887.1	-2,767.3	-1,207.9	-413.7	-313.5	PEG	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	-1,415.2	-794.6	4.7	-1,233.8	-1,798.4	ROIC/WACC	-3.0	-158.9	7.0	4.4	3.8
						REP	39.8	-	0.4	0.5	0.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨爱琳，家电行业分析师，毕业于上海财经大学证券投资专业，金融学硕士。2010年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

杨爱琳声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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