

## 超越行业增长，巩固寡头地位

格力电器（000651.SZ）

**推荐** 维持评级

### 核心观点：

#### 1. 报告背景：公司披露 2012 年中报

2012 年上半年，公司实现收入 483 亿元，同比增 20%；实现净利润 28.7 亿元，同比增长 30.1%，EPS 0.95 元。其中，二季度实现收入 282 亿元，同比增长 22.9%，实现净利润 17 亿元，同比增长 33.4%。

收入增长主要受益于内销大幅增长，上半年内销同比增 20.6%，达 348 亿元；出口 93 亿元，同比持平。

公司综合毛利率 22.3%，同比大幅增长 7.4 个百分点。主要由于产品结构优化、“全产业链”制造节省成本，以及原材料价格回落。

上半年，公司加大市场拓展，销售费用有所上升，销售费用率 12.5%，同比提升 3.6 个百分点。管理费用率 3.4%，同比略增 0.8 个百分点。

上半年实现经营活动现金流净额 157 亿元

6 月末预收账款 87.5 亿元，较去年同期增加 22 亿元。通过先款后货形式，公司能够大量占用上下游资源，提高资金运营效率。6 月年末，其他流动负债 114 亿元，相比年初增加 18 亿元，其中销售返利增加 16 亿元，安装维修费增加 2 亿元，反映了公司较为谨慎的会计处理方式。

#### 2. 我们的分析和判断

##### （一）经济下行，公司实现逆势增长，领先优势逐步扩大。

2012 年空调市场受经济周期以及高基数等因素影响，行业整体增长乏力。格力抓住竞争对手战略调整机会，加快市场布局，逆势增长。上半年公司市占率 32% 左右，高出第二名 8 个百分点，领先优势逐步扩大。7 月公司空调安装卡预计增长两成，终端保持稳健增长。

##### （二）下半年空调淡季，公司竞争优势加强，份额还将稳步提升。

格力凭借较高的产品力和品牌美誉度，在淡季拥有更强的竞争力。特别在竞争对手转型期间，下半年，预计公司市场份额同比还将进一步提升。从过往历史来看，一般格力下半年收入约占全年收入 53% 以上。公司正向全年收入过千亿的目标大步跨进。我们历来认为公司远未到增长天花板。空调总需求空间还很大，公司的市场份额也有上升空间。

##### （三）产品结构优化，原材料价格低位，促进盈利水平再上新台阶。

上半年公司优化产品结构，毛利率大幅提升 7 个百分点。预计下半年随着家电高效补贴政策实施，高端产品占比还将进一步提升，一方面提升产品均价，推动规模增长；另一方面，也促进公司毛利率提升。

同时，原材料价格维持低位，也有利于公司盈利水平提升。

#### 3. 投资建议

2012 年，公司在增发完成后，进一步补充资本金。2012 年上半年，公司销量增长、均价提升以及盈利水平提升，实现逆势增长，市场份额持续扩大，龙头地位巩固。2012 年下半年公司在规模和盈利上都有望再超预期。综合考虑，预计公司 2012/2013 年 EPS 分别为 2.26/2.73 元。目前股价对应 2012 年业绩不足 9 倍估值，维持“推荐”评级。

#### 4. 风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求增长不足。

### 分析师

袁浩然

☎：0755-82830346

✉：yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030002

郝雪梅

☎：0755-82838453

✉：haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512070002

### 市场数据

时间 2012.08.23

A 股收盘价(元)	19.91
A 股一年内最高价(元)	23.95
A 股一年内最低价(元)	16.16
上证指数	2113.07
市净率	3.78
总股本(万股)	300786.54
实际流通 A 股(万股)	296999.10
限售的流通 A 股(万股)	3787.44
流通 A 股市值(亿元)	656.67

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

## 目录

一、份额持续提升，收入稳定增长：	2
二、产品结构优化，原材料价格下降，提升盈利水平：	3
（一）产品结构优化，毛利率大幅提升：	3
（二）加大市场拓展，费用率有所提升：	3
三、资产负债表揭示的重要信息：	4
四、上半年经营活动现金流净额 157 亿元。	4
五、上半年利润表项目比较（2012H1 同比 2011H1）：	5
六、单季度利润表项目比较（2012Q2 同比 2011Q2）：	6
七、收入分季度	7
八、利润分季度	7
九、中期观点	8
（一）2012 年行业增长不必过分悲观：	8
（二）主要竞争对手战略收缩，格力份额稳步提升	8
（三）原材料价格维持低位，有利于缓解成本压力	9
（四）主要竞争对手“转型”优化行业良性竞争，行业整体盈利能力稳步提升，格力受益最为明显	10
（五）明确 2012 年千亿收入目标，增长远未到天花板。	10
十、盈利预测及估值	11

## 图表目录

表 1: 收入分地区（单位：百万，%）	2
表 2: 收入分地区（单位：百万，%）	3
表 3: 毛利率分产品（单位：百万，%）	3
表 4: 2012H1 同比 2011H1 利润表项目比较（单位：百万，%）	5
表 5: 二季度利润表项目比较（单位：百万，%）	6
表 6: 主营业务收入分季度（单位：亿元，%）	7
表 7: 利润分季度（单位：百万，%）	7
表 8: 净利率分季度（单位：%）	8
图 1: 主要品牌市占率变化（%）	2
图 2: 油价与钢材价格（单位：美元/桶，元/吨）	9
图 3: 铜价与铝价（单位：美元/吨）	9
图 4: 均价变化（元/台）	10

## 一、份额持续提升，收入稳定增长：

2012 年上半年，公司实现收入 483 亿元，同比增长 20%。其中，二季度实现收入 282 亿元，同比增长 22.9%。

2012 年空调行业需求低迷。公司凭借强大的产品优势和品牌优势，实现逆势增长。上半年，公司空调实现收入 428 亿元，同比增长 15.1%，小家电销售 79 亿元，同比增长 30.3%。

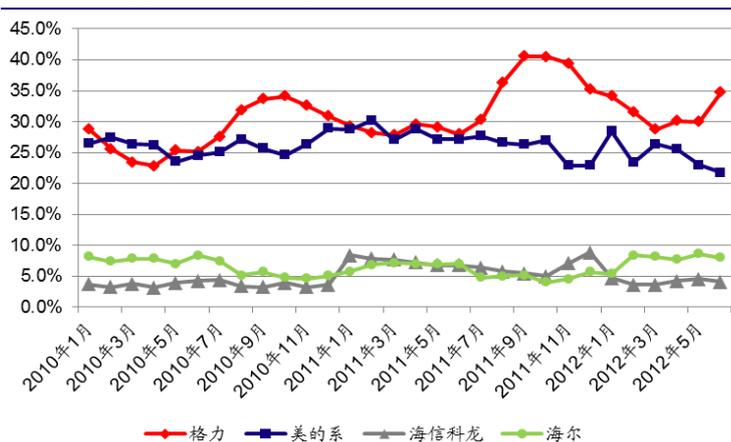
表 1：收入分地区（单位：百万，%）

分产品	营业收入 (2012H1)	收入占 比构成	营业收入 同比	营业收入 (2011H1)	收入占 比构成
空调	42,826	97.2%	15.1%	37,205	97.7%
小家电	786	1.8%	30.3%	603	1.6%
漆包线	169	0.4%	-23.8%	222	0.6%
压缩机	150	0.3%	512.7%	24	0.1%
电容	21	0.0%	-9.6%	24	0.1%
电机	56	0.1%	-	-	0.0%
模具	35	0.1%	80.9%	19	0.1%
合计	44,044	100.0%	15.6%	38,098	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

根据产业在线报告，2012 年上半年，行业总出货量 6322 万台，同比下滑 6.2%；其中，内销 3164 万台，同比下滑 6.7%，出口 3158 万台，同比下滑 5.8%。格力实现总销量 2002 万台，同比增长 3.5%，市占率 31.7%，提升 3 个百分点。内销实现销量 1227 万台，同比增长 5.6%，内销市占率 38.8%，同比提升 4.5 个百分点。出口 775 万台，同比微升 0.3%，市占率 24.5%，同比提升 1.4%。公司市场份额持续提高，大幅超越行业，龙头寡头地位巩固。

图 1：主要品牌市占率变化（%）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

上半年，主营业务实现内销收入 348 亿元，同比增长 20.6%，出口收入 93 亿元，与去年同期持平。公司在严峻经济环境下，国内市场保持稳健增长。目前公司空调终端仍保持较好增长态势，7 月空调安装增长约两成。

**表 2: 收入分地区 (单位: 百万, %)**

分产品	营业收入 (2012H1)	收入占比构成	营业收入 同比	营业收入 (2011H1)	收入占 比构成
国内	34,752	78.9%	20.64%	28,806	75.6%
国外	9,292	21.1%	0%	9,291	24.4%
合计	44,044	100.0%	15.6%	38,097	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、产品结构优化, 原材料价格下降, 提升盈利水平:

### (一) 产品结构优化, 毛利率大幅提升:

2012 年上半年, 公司综合毛利率 22.3%, 同比大幅增长 7.4 个百分点。其中, 二季度毛利率 23.1%, 同比大幅增长 8.3 个百分点。

公司毛利率大幅提升, 主要得益于公司“全产业链”制造, 通过整合上游压缩机等核心零部件, 解决了全功率铁氧体的技术替代问题, 大幅节省变频空调成本。目前, 公司变频空调占比约占 50% 左右。格力凭借在高端产品上的技术和成本优势, 实现空调毛利率大幅提升 8.6 个百分点, 达 23.9%。

同时, 2012 年以来, 经济持续低迷, 大宗原材料价格相比 2011 年上半年大幅回落, 有利于家电制造业盈利水平的提升。

**表 3: 毛利率分产品 (单位: 百万, %)**

分产品	毛利率 (2012H1)	毛利率 (2011H1)	毛利率 同比
空调	23.9%	15.3%	8.56%
小家电	22.9%	8.2%	14.70%
漆包线	6.0%	7.9%	-1.97%
压缩机	9.7%	13.6%	-3.92%
电容	14.9%	14.0%	0.93%
电机	17.3%	17.3%	
模具	18.7%	16.7%	2.03%
合计	23.7%	15.2%	8.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (二) 加大市场拓展, 费用率有所提升:

上半年, 公司加大市场拓展以及对经销商的激励政策, 销售费用同比上升 68%, 达 61 亿元, 销售费用率 12.5%, 同比提升 3.6 个百分点。

管理费用 16.6 亿元, 同比增长 56.9%, 管理费用率 3.4%, 同比略增 0.8 个百分点。

2011 年 6 月, 空调节能惠民补贴结束, 收到补贴款 11.3 亿元。2012 年上半年并未此项收入, 造成营业外收入下滑 86%。公司仍有 4 亿元左右补贴款, 预计下半年能够收回。

公司所得税率 16.9%，同比提升 2 个百分点。

以上综合形成公司净利率 5.9%，同比增长 0.5 个百分点。

下半年为空调销售淡季，淡季空调消费者更加注重产品品质和品牌，格力在品牌和产品品质上的优势在淡季能够最大化发挥。新冷年来临后，公司新品推出，优化产品结构，提升产品均价，预计盈利水平还将稳步提升。

### 三、资产负债表揭示的重要信息：

2012 年 6 月底公司预收账款余额 87.5 亿元，由于空调产品较强季节性特征，我们比较去年同期（2011 年 6 月底）预收账款 65.4 亿元，增加 22 亿元。反应经销商对未来格力销售充满信心。（通过先款后货形式，公司能够大量占用上下游资源，也有利于提高资金运营效率，提升 ROE 水平。）

2012 年 6 月末，公司其他流动负债 114 亿元，相比年初增加 18 亿元（相比去年同期增加 20 亿元），其中销售返利增加 16 亿元，安装维修费增加 2 亿元，反应了公司较为谨慎的会计处理方式。

### 四、上半年经营活动现金流净额 157 亿元。

上半年，受票据到期承兑所致，经营活动现金流净额 157 亿元，相比年初增加 100 亿元。

2012 年 6 月末应收票据 130 亿元，比年初减少 207 亿元。应收账款 28 亿元，比年初减少 16 亿元。6 月末货币资金 343 亿元，比年初增加 182 亿元。

## 五、上半年利润表项目比较 (2012H1 同比 2011H1):

表 4: 2012H1 同比 2011H1 利润表项目比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012H1	2011H1	同比
一、营业总收入	48,303	40,239	20.0%
其中: 营业收入	47,923	40,062	19.6%
营业收入增长率	19.6%		
利息收入及其它	380	178	
二、营业总成本	45,010	38,692	16.3%
其中: 营业成本	36,967	33,848	9.2%
毛利率(简单测算)	22.9%	15.5%	7.35%
利息支出、手续费、佣金	56	16	
营业税金及附加	233	273	
销售费用	6,058	3,607	68.0%
销售费用率	12.5%	9.0%	3.58%
管理费用	1,662	1,059	56.9%
管理费用率	3.4%	2.6%	0.81%
财务费用	-73	-192	
资产减值损失	108	80	
加: 公允价值变动收益	4	-0	
投资收益及其它	-33	-2	
汇兑收益(损失以“-”号填列)	0	-0	
三、营业利润	3,264	1,545	111.3%
加: 营业外收入	162	1,173	-86.2%
减: 营业外支出	13	20	
四、利润总额	3,412.50	2,697	26.5%
减: 所得税费用	510	471	8.4%
综合所得税率	15.0%	17.5%	-1.8%
五、净利润	2,902	2,226	30.4%
归属于母公司净利润	2,871	2,208	30.1%
净利润率	5.9%	5.5%	0.5%
少数股东损益	31	19	
少数股东损益占比	1.8%	1.5%	
六、总股本	3008	3008	
七、按期末股数简单每股收益:	0.95	0.73	
毛利率减销售费用率	12.1%	11.9%	0.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 六、单季度利润表项目比较（2012Q2 同比 2011Q2）：

**表 5：二季度利润表项目比较（单位：百万，%）**

科目(单位：百万)	2012Q2	2011Q2	同比
一、营业总收入	28,215	22,965	22.9%
其中：营业收入	27,939	22,849	22.3%
营业收入增长率			
利息收入及其它	276	116	
二、营业总成本	26,270	22,031	19.2%
其中：营业成本	21,477	19,467	10.3%
毛利率(简单测算)			
利息支出、手续费、佣金	53	11	
营业税金及附加	150	172	
销售费用	3,630	1,922	88.8%
销售费用率	12.9%	8.4%	4.49%
管理费用	888	578	53.4%
管理费用率	3.1%	2.5%	0.63%
财务费用	7	-93	
资产减值损失	66	-26	
加：公允价值变动收益	7	12	
投资收益及其它	-43	-6	
汇兑收益（损失以“-”号填列）	0	-0	
三、营业利润	1,909	939	103.2%
加：营业外收入	56	653	-91.5%
减：营业外支出	1	5	
四、利润总额	1,963	1,588	23.6%
减：所得税费用	253	303	-16.6%
综合所得税率			
五、净利润	1,711	1,285	33.1%
归属于母公司净利润	1,697	1,273	33.4%
净利润率			
少数股东损益	13	12	
少数股东损益占比			
六、总股本	3008	3008	
七、按期末股数简单每股收益：	0.56	0.42	
毛利率减销售费用率		11.9%	-11.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 七、收入分季度

表 6: 主营业务收入分季度 (单位: 亿元, %)

		Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	201	282			
	同比增长率	16.3%	22.9%			
2011 年	营业收入	173	230	237	195	835
	占全年比例	20.7%	27.5%	28.5%	23.4%	100.0%
	同比增长率	69.4%	54.4%	24.6%	18.4%	37.7%
2010 年	营业收入	102	148	190	164	604
	占全年比例	16.8%	24.5%	31.5%	27.2%	100.0%
	同比增长率	12.5%	35.0%	80.1%	38.1%	42.3%
2009 年	营业收入	90	110	106	119	425
	占全年比例	21.3%	25.8%	24.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	-16%	-23%	5%	69%	1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 八、利润分季度

表 7: 利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	1,174	1,698			
	对应 EPS	0.39	0.56			
	同比增长率	25.6%	33.4%			
2011 年	普通股利润	935	1,273	1,565	1,464	5,237
	对应 EPS	0.31	0.42	0.52	0.49	1.74
	占全年比例	17.8%	24.3%	29.9%	28.0%	100.0%
	同比增长率	46.3%	36.3%	18.8%	5.7%	22.5%
2010 年	普通股利润	639	934	1,317	1,386	4,276
	对应 EPS	0.21	0.31	0.44	0.46	1.42
	占全年比例	14.9%	21.8%	30.8%	32.4%	100.0%
	同比增长率	15.3%	37.8%	73.3%	50.4%	46.8%
2009 年	普通股利润	554	677	760	922	2,913
	占全年比例	19.0%	23.3%	26.1%	31.6%	100.0%
	对应 EPS	0.18	0.23	0.25	0.31	0.97
	同比增长率	25.1%	32.8%	69.1%	63.5%	48.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 8: 净利率分季度 (单位: %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	销售净利率	5.8%	6.0%			
	同比增长率	0.46%	0.48%			
2011 年	销售净利率	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	6.3%
	同比增长率	-0.9%	-0.7%	-0.3%	-0.9%	-0.8%
2010 年	销售净利率	6.3%	6.3%	6.9%	8.4%	7.1%
	同比增长率	0.2%	0.1%	-0.3%	0.7%	0.2%
2009 年	销售净利率	6.1%	6.2%	7.2%	7.7%	6.9%
	同比增长率	2.0%	2.6%	2.7%	-0.2%	2.2%
2008 年	销售净利率	4.1%	3.6%	4.5%	8.0%	4.7%
	同比增长率	1.7%	1.1%	1.4%	2.3%	1.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 九、中期观点

### (一) 2012 年行业增长不必过分悲观:

经过前两年的高速增长后, 2012 年空调行业需求低迷。空调销售短期缺少持续增长动力。

但中期来看, 家电需求, 特别是空调需求不必过分悲观, 对于中国 13 亿人口所蕴含的市场需要更大的想象力, 我国家电行业空间远未到增长天花板。支持家电需求进一步增长的潜力依然存在: 1) 空调产品在农村市场渗透率还很低, 2011 年农村居民空调每百户 23.6 台, 相比城镇居民空调每百户 122 台, 还有较大空间; 2) 居民收入还在提升, 城镇化并没有结束, 空调等家电产品消费升级也没有结束; 3) 空调产品的“必须”消费属性越来越强, 周期性已经很弱, 替代需求强劲, 越来越成为后续增长的主要动力; 4) 空调出口市场, 中长期来看还有较大增长空间。

### (二) 主要竞争对手战略收缩, 格力份额稳步提升

7 月以来, 行业内外销均呈下降趋势, 公司抓住竞争对手战略调整的机会, 逆势而上, 市占率大幅提升。

根据产业在线数据 2012 年前七个月, 行业总出货量 7168 万台, 同比下滑 6.7%; 其中, 内销 3672 万台, 同比下滑 8.0%, 出口 3496 万台, 同比下滑 5.3%。1-7 月, 格力实现总销量 2332 万台, 同比增长 5.0%, 市占率 32.5%, 提升 3.6 个百分点。内销实现销量 1470 万台, 同比增长 6.4%, 内销市占率 40%, 同比提升 5.4 个百分点, 提升幅度较上个月放大。出口 862 万台, 同比提升 2.7%, 市占率 24.7%, 同比提升 2%。

上半年, 公司实现收入增长 20%, 7 月份, 内销安装卡同比增长二成以上, 延续较好增长态势。展望下一阶段, 随着美的转型以及空调行业集中趋势的不断加强, 格力作为空调龙头, 市场份额还有进一步提升空间:

(一) 下半年空调淡季, 格力在淡季中拥有更强竞争力。

8 月后，随着天气转凉，进入空调销售淡季。淡季空调购买者主要购买冷暖空调，更加注重产品品牌、质量、品质，而对价格的关注有限。格力经过多年的市场培育和技术积累，在品质和品牌上，享有较好的口碑。因此，一般而言，下半年收入占比以及市场份额要比上半年更高。

(二) 消费层次提升，更新需求中，格力会获得更高的市场份额

我国城镇化进程还在推进中，人们收入水平不断增加，推动消费层次不断升级，对产品品牌、品牌的要求也不断提升。

随着早几年空调逐步进入更新期，替换需求占比将不断增加。更新需求消费者更为理性成熟，对空调产品、空调品牌的认识也更为深刻，消费能力也更强。格力以其质量、品牌、口碑一定可以获得更高的市场份额。

格力以严格质量控制保证产品高品质，良品率很高，客户使用体验较好。经过产品体验后，加深对格力品牌的认知，口碑效应能够进一步加大市场份额。另一方面，近些年加大品牌宣传和推广，格力空调赢得了更广泛消费者的认同。

(三) 在非强势区域占有率尚有提升空间。

格力空调产销多年居全国第一。在部分区域，安徽、河南、湖南等强势地区市占率能达到 60% 以上，局部非强势地区保有量不足 30%。全国来看，目前 38% 市场份额肯定还有较大提升空间。

(四) 海外拓展渐强，全球布局提升空间

新兴市场蓬勃发展之后中国厂商在当地已经有很好的布局，依托中国强大的本土市场所形成的特定优势，加上中国综合国力，文化品牌软实力的提升，格力在世界范围内的市场份额也有较大提升空间。

**(三) 原材料价格维持低位，有利于缓解成本压力**

图 2: 油价与钢材价格 (单位: 美元/桶, 元/吨)

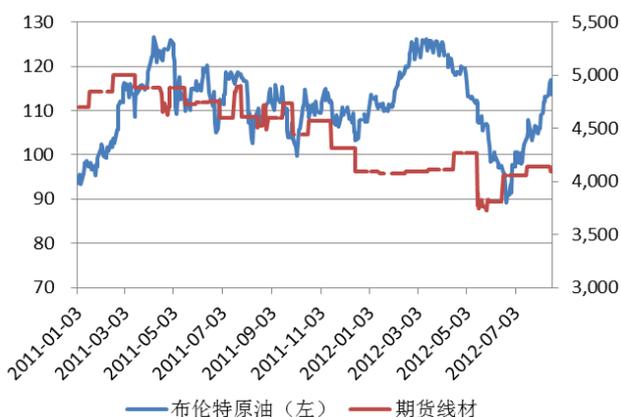


图 3: 铜价与铝价 (单位: 美元/吨)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

目前市场对未来经济预期依然较差，预计大宗原材料依然维持低位。虽然短期制造企业也面临需求不足影响，但较低原材料价格有利于家电企业提升盈利水平。家电企业的盈利水平提升，部分对冲需求下降，销售增长放缓下仍能实现利润的稳定增长。

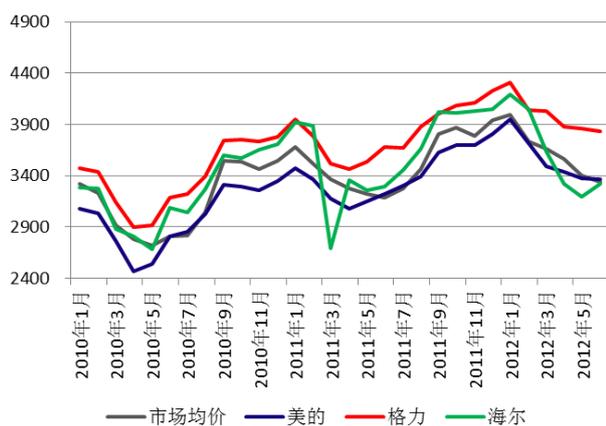
#### （四）主要竞争对手“转型”优化行业良性竞争，行业整体盈利能力稳步提升，格力受益最为明显

去年中期，随着行业环境变化，空调销量增长放缓。行业另一龙头美的电器开始进行经营战略转变，从过去强调规模增长，转变到利润优先。

美的电器过往经营策略较为激进，通过低价策略，对行业整体及其他竞争对手形成压制。美的战略收缩，对整个行业均价提升和盈利能力提升都能够形成一定利好。

中怡康数主要反应国内一二线城市家电销售情况。从数据上看，格力空调均价稳步提升。8月新冷年后，随着新品推出，产品结构高端化，空调产品均价还将逐步提升。

图 4: 均价变化 (元/台)



资料来源：产业在线，中怡康，中国银河证券研究部

产品结构上看，格力凭借技术优势，在变频空调电机上，解决了全功率铁氧体的技术替代问题。在变频空调上相比其他竞争对手拥有更强的成本优势。目前，公司变频空调占比预计2011年全年约占30%左右。预计2012年全年占比提高到50%左右。格力凭借在高端产品上的技术和成本优势，相比行业内其他竞争对手，盈利提升更为明显。

#### （五）明确2012年千亿收入目标，增长远未到天花板。

公司年报中历数了公司的核心竞争优势，市场也普遍认同：通过多年的积累，格力已经确立了牢固的领先优势，同对手的差距正在扩大。

但是关于格力的成长空间以及未来增速，市场担心比较多，这也是市场只愿意给10倍估值的原因。过去的历史反复证明了这种担心过于狭隘，公司年报中也明确提出了2012年1000亿元收入目标。我们历来认为公司远未到增长天花板。空调总需求空间还很大，公司的市场份额也有上升空间。

## 十、盈利预测及估值

2012年,公司在增发完成后,进一步补充资本金。2012年上半年,公司销量增长、均价提升以及盈利水平提升,实现逆势增长,市场份额持续扩大,龙头地位巩固。2012年下半年公司在规模和盈利上都有望再超预期。综合考虑,预计公司2012/2013年EPS分别为2.26/2.73元。目前股价对应2012年业绩不足9倍估值,公司业绩增长确定性强,估值具有安全边际,维持“推荐”评级。

表6: 盈利预测表(单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010年A	2011年A	2012年E	2013年E
一、营业总收入	60,807	83,517	100,879	119,663
其中: 营业收入	60,431	83,155	100,352	119,007
<b>营业收入增长率</b>	<b>42.3%</b>	<b>37.6%</b>	<b>20.7%</b>	<b>18.6%</b>
利息收入及其它	376	362	527	655
二、营业总成本	58,191	79,008	93,310	110,186
其中: 营业成本	47,409	68,132	77,830	92,255
<b>毛利率(简单测算)</b>	<b>21.5%</b>	<b>18.1%</b>	<b>22.4%</b>	<b>22.5%</b>
利息支出、手续费、佣金	65	18.08	62	96
营业税金及附加	539	498	918	1089
销售费用	8410	8050	11349	12924
<b>销售费用率</b>	<b>13.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.8%</b>
管理费用	1978	2783	3349	3880
<b>管理费用率</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>
财务费用	-309	-453	-298	-167
资产减值损失	100	-21	100	110
加: 公允价值变动收益	69	-58	50	65
投资收益及其它	62	91	50	40
汇兑收益	0	0	0	0
三、营业利润	2,747	4,542	7,669	9,582
加: 营业外收入	2,353	1846	580	340
减: 营业外支出	44	60	50	30
四、利润总额	5,056	6,329	8,199	9,892
减: 所得税费用	753	1031	1353	1632
<b>综合所得税率</b>	<b>14.9%</b>	<b>16.9%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.5%</b>
五、净利润	4,303	5,297	6,846	8,260
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,276</b>	<b>5,237</b>	<b>6,802</b>	<b>8,207</b>
<b>净利润率</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.9%</b>
少数股东损益	28	60	44	53
<b>少数股东损益占比</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	<b>1.42</b>	1.74	2.26	2.73
<b>净利润增长率</b>	<b>46.8%</b>	<b>22.5%</b>	<b>29.9%</b>	<b>20.7%</b>

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区：傅楚雄

010-83574171

[fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)