



买入

21%↑

目标价格: 人民币 28.00

原目标价格: 人民币 25.00

000651.CH

价格: 人民币 23.07

目标价格基础: 10倍13年市盈率

板块评级: 中立

格力电器

逆势中稳定增长

公司前三季度实现营业收入 765.9 亿元, 同比增长 20%, 实现归属于母公司的净利润 53.3 亿元, 同比增长 41.3%, 实现每股收益 1.79 元, 业绩表现领先于行业。我们将 12-14 年每股盈利预测上调至 2.417 元、2.807 元和 3.339 元, 将目标价从 25.00 元上调至 28.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **小家电的发展策略:** 由于基数较低, 公司小家电业务增速较快, 公司要按照空调的标准来做。尽管小家电行业比空调行业竞争还要激烈, 但公司通过推出包括空气能热水器、空气净化器等产品, 有望实现持续快速增长。
- **晶弘冰箱纳入销售渠道:** 之前格力经销商的渠道产品太单一, 不利于淡旺季因素的调节。公司同意经销商卖晶弘冰箱, 主要是希望经销商全年的销售和盈利更好, 至于冰箱的销量以及销售额和格力没有任何关系。而且, 晶弘冰箱之前主要是做出口, 品牌质量较好, 不会对格力的品牌带来负面影响。
- **今年以及明年目标以及增长点:** 我们预计, 公司制定的今年 1,000 亿元销售目标有望顺利完成。明年的收入规模有望达到 1,200 亿元, 实现 20% 以上的稳健增长。在家用空调稳健增长的基础上, 未来商用空调的市场空间较大, 公司希望未来商用空调和家用空调占比各占一半。去年格力商用空调总销售额约为 60 亿元, 收入占比不到 10%。格力的商用空调起步比较晚, 过去主要以政府采购为主, 外资品牌占比比较高。但是今年上半年格力在国内商用空调的市场占比达到 12-13%, 已经跃居到行业第一(美的大概 11-12%)。商用空调目前每年的市场空间大约 600-700 亿元, 行业比较分散, 集中度有待进一步提高, 公司会着力抓住这一机遇, 实现快速增长。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32	6	13	28
相对新华富时 A50 指数	37	11	16	40

发行股数(百万)	3,008
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	59,108
3个月日均交易额(人民币 百万)	257
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
珠海格力集团	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 21 日收市价为标准

评级面临的主要风险

- 房地产市场调控持续抑制需求。
- 海外经济不景气影响出口。

估值

- 我们将 12-14 年每股盈利预测分别从 2.18 元、2.545 元和 2.934 元上调至 2.417 元、2.807 元和 3.339 元, 将目标价从 25.00 元上调至 28.00 元, 维持对其的买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	60,807	83,517	101,439	116,221	129,632
变动(%)	43	37	21	15	12
净利润(人民币 百万)	4,341	4,995	7,269	8,444	10,044
全面摊薄每股收益(人民币)	1.540	1.772	2.417	2.807	3.339
变动(%)	48.2	15.1	36.3	16.2	18.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.284	2.709	3.216
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.180	2.545	2.934
调整幅度(%)	-	-	10.8	10.3	13.8
核心每股收益(人民币)	0.851	1.246	2.281	2.680	3.217
变动(%)	(7.8)	46.5	83.7	17.5	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	14.8	12.9	9.5	8.1	6.8
核心市盈率(倍)	26.9	18.3	10.0	8.5	7.1
每股现金流量(人民币)	0.22	1.19	0.42	1.32	2.14
价格/每股现金流量(倍)	104.5	19.2	54.0	17.3	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	14.2	7.9	6.7	5.3
每股股息(人民币)	0.300	0.534	0.604	0.702	0.835
股息率(%)	1.3	2.3	2.6	3.1	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

三季度表现超预期

公司前三季度实现营业收入 765.9 亿元，同比增长 20%，实现归属于母公司的净利润 53.3 亿元，同比增长 41.3%，实现每股收益 1.79 元，业绩表现领先于行业。毛利率从去年同期的 17.35% 大幅提升至当期的 24.81%，管理费用率和销售费用率同比均有一定程度上升，分别从 2.81% 和 9.99% 上升至 3.36% 和 14.49%。净利率从去年前三季度的 5.91% 提升至当期的 6.96%。

单季度来看，3 季度实现营业收入 286.7 亿元，同比增长 20.8%，增速较上半年略有提高，实现净利润 24.6 亿元，同比增长 57.3%。毛利率达到 28.08%，较去年同期的 20.46% 提升 7.62 个百分点，较上半年的 22.86% 提升 5.22 个百分点。管理费用率从去年同期的 3.08% 上升至当期的 3.19%，低于上半年 3.47% 的水平；销售费用率达到了 17.58%，较去年同期的 11.65% 提升 5.93 个百分点，较上半年的 12.64% 提升 4.94 个百分点。净利率达到 8.58%，较去年同期的 6.6% 提升 1.98 个百分点，较上半年的 5.99% 提升 2.59 个百分点。

利润率进一步提升

前三季度收入保持增长主要由于：一方面市场竞争形势变化，格力依靠品牌和技术优势获得了良好的产品销售，进一步提升市场份额；另一方面，公司加大促销力度，使得销售费用率上升明显，仅 3 季度单季销售费用同比增幅达到 82.3%。毛利率持续改善主要因为：1) 产品结构调整，高效节能产品占比不断提升；2) 原材料价格持续走低推升了毛利率。

我们预计，4 季度在节能惠民补贴政策以及公司加大促销力度的作用下，公司销售将保持稳定增长，在去年同期较差基数的影响下，今年 4 季度营收增速有望略高。高效节能产品占比的不断提高有助于保持稳定的毛利率水平，但考虑到原材料价格进一步下跌的可能性不大，因而该因素提升毛利率的贡献作用已不大。费用率总体较去年会有所上升。综合判断，全年净利率水平有望达到 6.5% 的水平。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比(%)
营业收入	63,791.60	76,591.36	20.06
营业成本	52,723.00	57,585.90	9.22
毛利润	11,068.60	19,005.46	71.71
营业税金及附加	418.69	413.04	(1.35)
管理费用	1,791.32	2,577.16	43.87
销售费用	6,371.77	11,099.39	74.20
经营利润	2,486.82	4,915.88	97.68
资产减值	78.97	10.93	(86.16)
财务费用	(508.41)	(756.15)	(48.73)
公允价值变动损益	(30.71)	60.10	(295.71)
投资收益	68.57	(45.29)	(166.04)
营业外收入	1,732.35	711.64	(58.92)
营业外支出	27.73	16.37	(40.97)
税前利润	4,658.74	6,371.18	36.76
所得税	852.26	986.84	15.79
少数股东损益	33.92	52.15	53.75
归属于母公司的净利润	3,772.55	5,332.18	41.34
基本每股收益(元)	1.34	1.79	33.58

资料来源：公司数据

小家电的发展策略

由于基数较低，公司小家电业务增速较快，公司希望做精、做强、做大。这一块业务是历史沿袭下来的，公司要按照空调的标准来做。尽管小家电行业比空调行业竞争还要激烈，但公司通过推出包括空气能热水器、空气净化器等产品，有望实现持续快增长。

晶弘冰箱纳入销售渠道

之前格力经销商的渠道产品太单一，不利于淡旺季因素的调节。公司同意经销商卖晶弘冰箱，主要是希望经销商全年的销售和盈利更好，至于冰箱的销量以及销售额和格力没有任何关系。而且，晶弘冰箱之前主要是做出口，品牌质量较好，不会对格力的品牌带来负面影响。

销售的区域性

今年河南、安徽、重庆相对更突出一些，格力单一品牌在当地市场占比50-60%，甚至60%-70%。相对比较低的是上海市场，品牌占比比较分散，格力只有约10%的市场份额，占比较小。上海市场对于外资品牌比较推崇，国内品牌单个占比都不高。

今年以及明年目标以及增长点

我们预计，公司制定的今年1,000亿元销售目标有望顺利完成。明年的收入规模有望达到1,200亿元，实现20%以上的稳健增长。在家用空调稳健增长的基础上，未来商用空调的市场空间较大，公司希望未来商用空调和家用空调占比各占一半。去年格力商用空调总销售额约为60亿元，收入占比不到10%。格力的商用空调起步比较晚，过去主要以政府采购为主，外资品牌占比较高。但是今年上半年格力在国内商用空调的市场占比达到12-13%，已经跃居到行业第一（美的大概11-12%）。商用空调目前每年的市场空间大约600-700亿元，行业比较分散，集中度有待进一步提高，公司会着力抓住这一机遇，实现快速增长。

估值

我们将12-14年每股盈利预测分别从2.18元、2.545元和2.934元上调至2.417元、2.807元和3.339元，将目标价从25.00元上调至28.00元，维持对其的**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	60,807	83,517	101,439	116,221	129,632
销售成本	(47,409)	(68,132)	(78,427)	(89,418)	(99,119)
经营费用	(10,483)	(10,718)	(14,342)	(16,714)	(18,552)
息税折旧前利润	2,915	4,667	8,670	10,088	11,961
折旧及摊销	(444)	(614)	(667)	(714)	(758)
经营利润(息税前利润)	2,471	4,054	8,003	9,374	11,203
净利息收入/(费用)	309	192	231	303	407
其他收益/(损失)	2,341	1,840	506	476	457
税前利润	5,121	6,086	8,740	10,153	12,067
所得税	(753)	(1,031)	(1,398)	(1,624)	(1,931)
少数股东权益	(27)	(60)	(73)	(84)	(94)
净利润	4,341	4,995	7,269	8,444	10,044
核心净利润	2,397	3,511	6,861	8,061	9,677
每股收益(人民币)	1.540	1.772	2.417	2.807	3.339
核心每股收益(人民币)	0.851	1.246	2.281	2.680	3.217
每股股息(人民币)	0.300	0.534	0.604	0.702	0.835
收入增长(%)	43	37	21	15	12
息税前利润增长(%)	(15)	64	97	17	20
息税折旧前利润增长(%)	(13)	60	86	16	19
每股收益增长(%)	48	15	36	16	19
核心每股收益增长(%)	(8)	46	83	17	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,121	6,086	8,740	10,153	12,067
折旧与摊销	444	614	667	714	758
净利息费用	(309)	(192)	(231)	(303)	(407)
运营资本变动	(13,066)	(2,120)	(6,483)	(4,944)	(4,035)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	8,426	(1,032)	(1,419)	(1,644)	(1,950)
经营活动产生的现金流	616	3,356	1,274	3,975	6,433
购买固定资产净值	(2,482)	(4,778)	(1,300)	(1,050)	(700)
投资减少/增加	1	6	0	0	0
其他投资现金流	594	2,004	40	38	35
投资活动产生的现金流	(1,887)	(2,767)	(1,260)	(1,012)	(665)
净增权益	0	0	3,190	20	21
净增债务	2,217	3,296	(1,000)	(1,300)	(1,300)
支付股息	(930)	(845)	(1,504)	(1,817)	(2,111)
其他融资现金流	(2,702)	(3,100)	231	303	409
融资活动产生的现金流	(1,415)	(650)	917	(2,794)	(2,981)
现金变动	(2,686)	(61)	931	169	2,787
期初现金	9,473	6,711	6,339	7,270	7,439
公司自由现金流	(1,156)	654	193	3,101	5,913
权益自由现金流	903	3,901	(755)	1,966	4,876

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	6,783	6,355	7,286	7,455	10,241
应收帐款	23,567	35,526	43,150	49,438	55,143
库存	11,559	17,503	20,148	22,972	25,464
其他流动资产	12,623	12,371	12,726	13,107	13,446
流动资产总计	54,533	71,756	83,310	92,971	104,293
固定资产	5,629	9,881	10,490	10,801	10,717
无形资产	1,049	1,622	1,622	1,622	1,622
其他长期资产	4,394	1,952	1,952	1,952	1,952
长期资产总计	11,072	13,456	14,065	14,376	14,291
总资产	65,604	85,212	97,375	107,347	118,585
应付帐款	34,746	46,033	49,411	52,986	56,452
短期债务	1,900	4,916	4,416	3,616	2,816
其他流动负债	13,029	13,244	13,999	14,962	15,984
流动负债总计	49,675	64,193	67,826	71,564	75,252
长期借款	1,854	2,582	2,082	1,582	1,082
其他长期负债	64	59	59	59	59
股本	2,818	2,818	3,008	3,008	3,008
储备	10,485	14,789	23,556	30,206	38,162
股东权益	13,303	17,607	26,563	33,214	41,170
少数股东权益	709	770	844	928	1,021
总负债及权益	65,604	85,212	97,375	107,347	118,585
每股帐面价值(人民币)	4.72	6.25	8.83	11.04	13.69
每股有形资产(人民币)	4.35	5.67	8.29	10.50	13.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.05)	0.41	(0.26)	(0.74)	(2.10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	5.6	8.5	8.7	9.2
息税前利润率(%)	4.1	4.9	7.9	8.1	8.6
税前利润率(%)	8.4	7.3	8.6	8.7	9.3
净利率(%)	7.1	6.0	7.2	7.3	7.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	13.5	97.9	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	6.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	14.8	12.9	9.5	8.1	6.8
核心业务市盈率(倍)	26.9	18.3	10.0	8.5	7.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	26.1	17.8	9.7	8.3	6.9
市净率(倍)	4.8	3.7	2.6	2.1	1.7
价格/现金流(倍)	104.5	19.2	54.0	17.3	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	14.2	7.9	6.7	5.3
周转率					
存货周转天数	66.9	77.8	87.6	88.0	89.2
应收帐款周转天数	106.5	129.1	141.5	145.4	147.2
应付帐款周转天数	191.1	176.5	171.7	160.8	154.1
回报率					
股息支付率(%)	19.5	30.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	37.3	32.3	32.9	28.3	27.0
资产收益率(%)	3.6	4.5	7.4	7.7	8.3
已运用资本收益率(%)	20.2	19.6	27.5	26.3	26.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371