

# 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

## 二股东减持与公司业绩无关, 调整是买入机会

### 事件

2012年12月7日公司发布公告: 公司第二大股东河北京海担保投资有限公司因自身资金需要, 自2012年11月1日起通过竞价交易累计卖出2733.5万股, 均价23.209元, 合计金额约6.34亿元。2012年12月5日因工作人员失误, 将卖出误操作而买入股票4.56万股, 随后又卖出3.81万股, 构成短线交易, 特向投资者致歉。

### 评论

二股东京海担保是格力主要经销商为股东的投资公司, 在过去已经既有增持又有减持, 我们认为日后不可能大规模减持, 依然有可能小规模波段交易。

- 河北京海担保投资有限公司的主要股东都是格力电器主要的销售公司, 分别是重庆、河南、山东、北京、河北、浙江、江西、湖南、四川、天津销售公司(根据2007年4月公司公告); 2010年7月京海担保的股权结构(图表1)。其中河南销售公司是格力第一大客户, 占格力全部销售收入的比例约为7%, 其负责人郭书战现任格力电器监事(曾任董事); 浙江销售公司是格力第三大客户, 占格力全部销售收入的比例约为4%, 其负责人张君督现任格力电器董事。作为一家捆绑厂商之间战略伙伴关系的持股公司, 我们认为日后不可能大规模减持。
- 尽管是以主要经销商为股东的公司, 毕竟也是一家投资公司, 因此2007年至今京海担保对公司既有增持也有减持(图表3), 2011年上半年也曾有一次减持, 但2012年初又有增持。本次减持前后京海担保的持股比例分别为9.38%和8.46%, 下降0.92个百分点。作为一家投资公司, 我们认为公司日后依然可能小规模波段交易。

二股东减持并非公司基本面发生变化, 净利润今年35%、明年20%增长确定性强。我们在10月8日公司深度报告《今年三成、明年两成净利润增长确定性强》已经阐述了对于格力今明两年增长确定性的信心。公司1-3Q12的收入(YoY+20%)、利润(YoY+41%)为全年超预期增长奠定基础; 近期我们组织联合调研, 跟踪到公司4Q以来出货、零售均保持较快增速, 2012年全年收入实现1000亿较有把握。展望明年, 公司凭借强大的产品力和渠道控制力可实现家用空调内销14%左右的增长; 中央空调的技术突破使其在外资具有优势的大型冷水机组等领域获得更多份额, 预计明年可实现40%的高增长; 外销方面, 公司具备一定定价权, 明年需求一旦有所好转, 公司可实现收入快速增长; 基于以上原因, 我们认为公司明年20%的收入增长具备较高确定性。

### 投资建议

**维持前期盈利预测:** 预计2012-2014年公司收入为1009、1197、1403亿元, 增速为20.9%、18.6%、17.2%; EPS为2.361、2.848、3.384元, 净利润增速为35.6%、20.6%、18.8%。

**维持“买入”评级。** 格力今年绝对股价涨幅达到30%以上, 相对大盘的超额收益更是显著, 也是机构重仓持有品种, 因此考虑到本次二股东减持的负面信息以及年底机构为业绩排名的博弈, 短期股价回调的可能性大。但公司明年20%增长确定性强、到2014年复合增速18%以上也完全可期, 现价估值10X12PE/8.3X13PE、13年PE/G仅为0.39; 作为竞争优势还在扩大的空调龙头, 我们相信股价调整幅度不会超过10%, 因此如果股价回调其实是买入获取明年确定性收益的好机会。12个月合理价格为10X13PE, 即28.48元。

**图表1: 河北京海担保投资有限公司主要股东 (2010/7/8 格力简式权益变动公告)**

股东	持股比例
河北格力电器营销有限公司 (徐自发持股 100%)	28%
重庆精信格力中央空调工程有限公司	19%
河南诚信格力电器市场营销有限公司	17%
山东格力电器市场营销有限公司	10%
浙江通诚格力电器有限公司	10%
其他股东	16%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表2: 本次减持前后公司股权结构变化**

	京海减持前	京海减持后 (2012/12/6)
珠海格力集团有限公司	18.22%	18.22%
河北京海担保投资有限公司	9.38%	8.46%
珠海格力房产有限公司	1.15%	1.15%
其他社会公众股	71.25%	72.17%

**图表3: 京海担保持股比例历史变化**

(万股)	格力总股本	总股本变动原因	京海担保交易类型	股份变动前	股份变动后	变动后占总股本比例
2007/5/16	80541		格力集团持有股权转让	0	8054	10.00%
2008/1/21	83493	法人股配售		8054	8054	9.65%
2008/12/31	125240	10 转增 5	期间二级市场增持	8054	12189	9.73%
2009/6/30	187859	10 转增 5	期间二级市场增持(也曾因误操作导致短线交易)	12189	18454	9.82%
2010/6/30	187859		5-6 月二级市场增持	18454	19315	10.28%
2011/6/30	281789	2010 年 10 送 5	期间二级市场减持	19315	27910	9.90%
2012/1/30	300787	公开增发	期间二级市场增持	27910	28210	9.38%
2012/12/7	300787		期间二级市场减持	28210	25443	8.46%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 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	42,637	60,807	83,517	100,949	119,681	140,310
增长率		42.6%	37.3%	20.9%	18.6%	17.2%
主营业务成本	-31,972	-47,474	-68,150	-75,578	-91,220	-108,032
%销售收入	75.0%	78.1%	81.6%	74.9%	76.2%	77.0%
毛利	10,665	13,333	15,367	25,371	28,461	32,278
%销售收入	25.0%	21.9%	18.4%	25.1%	23.8%	23.0%
营业税金及附加	-403	-539	-498	-505	-598	-702
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-5,798	-8,410	-8,050	-14,133	-14,661	-16,486
%销售收入	13.6%	13.8%	9.6%	14.0%	12.3%	11.8%
管理费用	-1,567	-1,978	-2,783	-3,533	-3,949	-4,350
%销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.5%	3.3%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	2,898	2,406	4,035	7,200	9,253	10,740
%销售收入	6.8%	4.0%	4.8%	7.1%	7.7%	7.7%
财务费用	97	309	453	378	654	1,035
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-29	-100	21	-27	-36	-40
公允价值变动收益	2	69	-58	80	0	0
投资收益	7	62	91	10	11	12
%税前利润	0.2%	1.2%	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	2,975	2,747	4,542	7,640	9,881	11,747
营业利润率	7.0%	4.5%	5.4%	7.6%	8.3%	8.4%
营业外收支	406	2,310	1,786	800	300	350
税前利润	3,380	5,056	6,329	8,440	10,181	12,097
利润率	7.9%	8.3%	7.6%	8.4%	8.5%	8.6%
所得税	-449	-753	-1,031	-1,266	-1,527	-1,815
所得税率	13.3%	14.9%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,932	4,303	5,297	7,174	8,654	10,282
少数股东损益	18	27	60	72	87	104
归属于母公司的净利润	2,913	4,276	5,237	7,102	8,567	10,178
净利率	6.8%	7.0%	6.3%	7.0%	7.2%	7.3%

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	7,174	8,654	10,282
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	441	548	612	752	832	884
非经营收益	-327	-567	-198	1,015	-182	-233
营运资金变动	6,377	-3,693	-2,359	3,210	1,849	1,264
经营活动现金净流	9,423	592	3,353	12,152	11,153	12,198
资本开支	-716	-2,481	-4,772	-2,352	-100	-450
投资	-758	-415	1,074	-1,659	-35	-35
其他	-1,619	1,010	930	90	11	12
投资活动现金净流	-3,093	-1,887	-2,767	-3,922	-124	-473
股权募资	466	0	0	3,199	0	0
债权募资	956	2,217	3,296	-4,922	0	0
其他	-1,487	-3,709	-4,257	-185	-130	-1,634
筹资活动现金净流	-66	-1,492	-961	-1,908	-130	-1,634
现金净流量	6,265	-2,787	-375	6,323	10,900	10,091

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	22,363	33,263	43,354
应收款项	11,909	23,567	35,526	40,449	47,954	56,220
存货	5,824	11,559	17,503	15,040	17,655	20,615
其他流动资产	1,973	4,240	2,685	3,394	4,019	4,692
流动资产	42,611	54,533	71,756	81,246	102,892	124,881
%总资产	87.0%	83.3%	84.4%	82.5%	85.9%	88.1%
长期投资	7	2,677	17	1,675	1,710	1,745
固定资产	4,821	5,629	9,881	11,895	11,144	10,852
%总资产	9.8%	8.6%	11.6%	12.1%	9.3%	7.7%
无形资产	508	1,066	1,670	2,085	2,439	2,687
非流动资产	6,382	10,900	13,258	17,255	16,894	16,885
%总资产	13.0%	16.7%	15.6%	17.5%	14.1%	11.9%
资产总计	48,993	65,433	85,014	98,501	119,786	141,766
短期借款	962	1,900	4,916	0	0	0
应付款项	29,822	35,736	49,370	54,596	65,311	76,986
其他流动负债	7,999	10,580	9,656	13,938	15,854	17,382
流动负债	38,782	48,217	63,942	68,534	81,166	94,368
长期贷款	0	1,854	2,582	2,582	2,582	2,582
其他长期负债	38	64	59	85	85	85
负债	38,821	50,134	66,583	71,201	83,833	97,035
普通股股东权益	9,966	13,298	17,601	26,398	33,461	42,135
少数股东权益	683	709	770	72	159	264
负债股东权益合计	49,473	64,142	84,959	98,501	119,786	141,766

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.551	1.517	1.858	2.361	2.848	3.384
每股净资产	5.305	4.719	6.246	8.776	11.124	14.008
每股经营现金净流	5.030	0.219	1.191	4.040	3.708	4.055
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	29.23%	32.15%	29.75%	26.90%	25.60%	24.16%
总资产收益率	5.89%	6.67%	6.16%	7.27%	7.29%	7.30%
投入资本收益率	21.58%	11.49%	13.03%	21.01%	21.68%	20.26%
增长率						
主营业务收入增长率	1.04%	42.62%	37.35%	20.87%	18.56%	17.24%
EBIT增长率	20.46%	-16.96%	67.72%	78.42%	28.50%	16.08%
净利润增长率	39.36%	46.76%	22.48%	35.61%	20.63%	18.81%
总资产增长率	62.07%	29.65%	32.45%	15.86%	21.61%	18.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.7	6.9	5.8	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	61.0	67.5	78.3	73.0	71.0	70.0
应付账款周转天数	114.7	97.8	78.8	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	39.7	33.2	33.7	30.8	25.6	21.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-206.02%	-81.99%	-46.58%	-74.78%	-91.29%	-96.19%
EBIT利息保障倍数	-29.9	-7.8	-8.9	-19.1	-14.2	-10.4
资产负债率	78.47%	78.16%	78.37%	72.89%	71.37%	69.59%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-04-25	增持	21.05	25.77 ~ 26.13
2	2012-04-27	增持	21.39	25.77 ~ 26.13
3	2012-05-07	增持	21.75	25.77 ~ 26.13
4	2012-05-28	增持	21.48	25.77 ~ 26.13
5	2012-07-17	增持	22.18	26.37 ~ 26.42
6	2012-08-24	买入	20.13	23.60 ~ 26.40
7	2012-10-08	买入	21.09	24.40 ~ 26.95
8	2012-10-31	买入	23.09	25.63 ~ 28.48

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**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为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