

淡季增速放缓，全年经营目标未变

格力电器 (000651.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景：公告一季度业绩快报

公司发告 2013 年一季度业绩快报，预计 2013 年一季度收入 223 亿元，同比增 11%，实现净利润 13.4 亿元，同比增 14.3%，EPS 0.45 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 一季度销售淡季，单季增速不代表全年增速

2013 年一季度公司收入增长 11%，净利润增长 14.3%，相比 2012 年全年收入、利润增长，增速有所放缓。主要由于一季度国内外经济仍在缓慢复苏中，需求整体不足。

一季度为空调销售淡季，从公司过往数据来看，一季度收入占全年比重在 20% 左右，利润占全年比重在 15% 左右。一季度业绩对全年业绩影响有限，单季度增速不代表全年增速。公司全年经营增长目标不变。

(二) 大宗原材料价格低迷，盈利水平稳中有升

一季度，公司销售净利率 6%，相比去年同期提升 0.2 个百分点，考虑到 2012 年一季度仍有 1 亿左右补贴，盈利水平还在稳步提升。

空调一般在三季度新冷年推出新品，公司在高端产品上具有较强号召力，年内还将有多款新品推出，有助于提升均价，提高净利率水平。

2013 年以来，大宗原材料受需求低迷影响价格有所回落，铜价相比 2012 年末下滑 6% 左右。预计 2013 年原材料维持低位，也有利于公司盈利能力不断提升。

(三) 增长未到天花板

1. 空调市场还有较大增长空间。目前我国空调居民保有量仍较低，主要以新增需求为主，空调保有量提升后，大量替换需求还值得期待。

2. 随着消费升级，公司国内份额还有提升空间。出口方面公司优势尚未充分发挥，未来出口增长将成为新亮点。

3. 高端产品优势明显，均价提升空间大。

4. 公司积极孕育新增长点，中央空调、小家电等产品保持较高增长，提供增长新动力。

5. 行业生态优化，产品升级加快，公司盈利水平稳步提升。

3. 投资建议

2012 年以来，公司盈利保持增长保持较高增速，但估值水平一直较低，最高时也未超过 10 倍。我们认为，在较低估值下，不应强求公司过高增速。考虑到一季度空调淡季，单季度增长不能代表全年增速，公司全年增长目标也未作调整。股价经过调整后，已充分反应市场悲观情绪。2013 年空调行业仍是白电各子行业中增长最有可能超预期的领域，格力作为空调龙头，凭借自身在规模、品牌、渠道、技术等优势，能够实现超越行业增长。同时，公司中央空调及小家电业务稳健增长，提供增长新动力。预计公司 2013/2014 年 EPS 分别为 2.93 元/3.45 元。目前股价对应 2013 年业绩 PE 估值约 9 倍左右，维持“推荐”评级。

4. 风险提示：海外经济恢复低预期，原材料价格大幅波动。

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

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

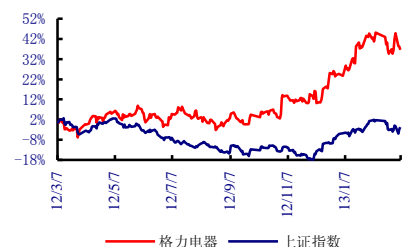
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.04.11

A 股收盘价(元)	26.72
A 股一年内最高价(元)	29.99
A 股一年内最低价(元)	19.50
上证指数	2219.55
市净率	3.01
总股本(万股)	300786.54
实际流通 A 股(万股)	296466.29
限售的流通 A 股(万股)	4320.25
流通 A 股市值(亿元)	828.92

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

一、一季度销售淡季，单季增速不代表全年增速：

2013 年一季度公司收入增长 11%，净利润增长 14.3%，相比 2012 年全年收入、利润增长，增速有所放缓。主要由于一季度国内外经济仍在缓慢复苏中，需求整体不足。

一季度为空调销售淡季，从公司过往季度数据来看，一季度收入占全年比重在 20% 左右，利润占全年比重在 15% 左右。一季度业绩对全年业绩影响有限，单季度增速不代表全年增速。公司全年经营增长目标不变。

表 1：公司收入分季度（单位：百万元，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	营业收入	22,293				
	同比增长率	11.0%				
2012 年	营业收入	20,088	28,215	28,861	22,919	100,084
	占全年比例	20.1%	28.2%	28.8%	22.9%	100.0%
	同比增长率	16.3%	22.9%	21.1%	17.9%	19.8%
2011 年	营业收入	17,274	22,965	23,835	19,443	83,517
	占全年比例	20.7%	27.5%	28.5%	23.3%	100.0%
	同比增长率	70.0%	55.2%	25.1%	18.4%	38.2%
2010 年	营业收入	10,158	14,798	19,046	16,427	60,432
	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%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：利润分季度（单位：百万元，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	普通股利润	1,341				
	对应 EPS	0.45				
	同比增长率	14.3%				
2012 年	普通股利润	1,174	1,698	2,461	2,046	7,379
	对应 EPS	0.39	0.56	0.82	0.68	2.45
	占全年比例	15.9%	23.0%	33.4%	27.7%	100.0%
	同比增长率	25.6%	33.4%	57.3%	39.7%	40.9%
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%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、大宗原材料价格低迷，盈利水平稳中有升

一季度，公司销售净利率 6%，相比去年同期提升 0.2 个百分点，考虑到 2012 年一季度仍有 1 亿左右补贴，盈利水平还在稳步提升。

空调一般在三季度新冷年推出新品，公司在高端产品上具有较强号召力，年内还将有多款新品推出，有助于提升均价，提高净利率水平。

2013 年以来，大宗原材料受需求低迷影响价格有所回落，铜价相比 2012 年末下滑 6% 左右。预计 2013 年原材料维持低位，也有利于公司盈利能力不断提升。

表 3：净利率分季度（单位：%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	销售净利率	6.0%				
	同比增长率	0.2%				
2012 年	销售净利率	5.8%	6.0%	8.5%	8.9%	7.4%
	同比增长率	0.43%	0.48%	2.0%	1.4%	1.1%
2011 年	销售净利率	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	6.3%
	同比增长率	-0.9%	-0.8%	-0.4%	-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%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、2012 年经营情况简介

（一）收入破千亿，份额不断提升

公司已发布 2012 年业绩快报，预计 2012 年公司实现收入 1000 亿元，同比增长 19.8%；实现净利润 73.8 亿元，同比增长 40.9%，EPS 2.45 元。

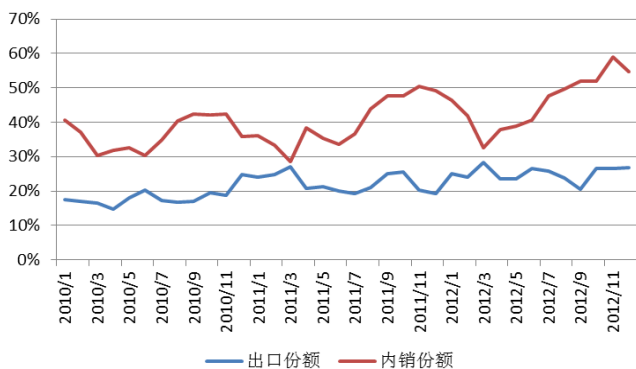
2012 年空调行业需求低迷，根据产业在线数据，全行业实现销量约 1 亿台，同比下滑 4%，其中内销近 6000 万台，同比下降 5%，出口 4000 多万台，同比下降 3%。

行业受宏观经济周期影响，景气度下降，公司逆势增长，其中预计内销收入实现 20% 以上增长。空调产品市场份额持续提升，寡头地位巩固。

产业在线数据显示，2012 年，公司销量总份额 35.8%，同比提升 4 个百分点。其中内销份额 44.8%，同比提升 6 个百分点。2012 年年末，公司内销份额突破 50%，接近 60% 的份额。空调寡头格局进一步加强，公司凭借优秀的口碑、卓越的产品品质，形成了较好的美誉度。未来空调需求中更新需求逐渐增多，公司份额提升仍有空间。

相比国内较高市场份额，公司出口份额优势尚不明显。2013 年以来，美国地产成交量恢复，空调出口价格上升，格力出口竞争力不断提升，未来公司出口份额还有较大提升空间。

图 1: 格力电器空调出口及内销市占率 (%)



数据来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

(二) 高端市场竞争力强, 盈利水平创新高

2012 年原材料均价相比 2011 年有较大幅度下滑, 减轻家电企业成本压力。

同时, 主要竞争对手“转型”, 不再发起价格战, 进一步优化行业竞争, 有利于行业整体盈利水平提升, 格力受益最为明显。

2013 新冷年, 公司推出多款新品, 均价有明显提升。在量价双提升拉动下, 推动空调均价提升, 盈利水平创新高。

消费升级下, 产品升级加快。公司在变频、高效等高端产品技术能力强, 品牌号召力强, 产品均价和毛利率提升明显, 预计全年毛利率提升 7 个百分点。盈利水平稳步提升, 预计四季度公司净利率 8.9%, 年度净利率 7.4%, 均创下季度、年度净利率新高。

公司行业寡头低位稳固, 拥有领先的技术优势、品牌优势以及全产业链等优势, 享有寡头垄断盈利水平。预计公司较高盈利水平能够维持。

四、公司增长未到天花板

(一) 空调市场还有较大增长空间。

2011 年底, 我国城镇居民空调每百户 122 台, 相比 2010 年提升 10 台/百户; 农村居民空调每百户 23.6 台, 相比 2010 年提升 6.6 台/百户。由于空调一户多机的特点, 我国空调的保有量还有较大提升空间。

目前空调销售仍以新增需求为主, 虽然短期受多方因素影响, 同比增速下滑, 但我国空调保有量无论是城镇还是农村, 相比发达国家都还较低, 随着居民收入的增加和城镇化推进, 空调保有量还有较大提升空间。目前空调主要以新增需求为主, 空调保有量提升后, 大量替换需求还值得期待。

目前, 我国空调出口主要以亚洲、美洲和欧洲为主。2012 年以来, 发展中国家需求向好, 美国新屋销售持续恢复增长, 有利于空调出口销售。预计 2013 年空调出口增长将有所恢复。

（二）内销份额仍有提升空间，出口增长或超预期。

产业在线数据显示，2012年，公司销量总份额35.8%，同比提升4个百分点。其中内销份额44.8%，同比提升6个百分点。2012年年末，公司内销份额突破50%，接近60%的份额。空调寡头格局进一步加强，公司凭借优秀的口碑、卓越的产品品质，形成了较好的美誉度。未来空调需求中更新需求逐渐增多，公司份额提升仍有空间。

相比国内较高市场份额，公司出口份额优势尚不明显。2013年以来，空调出口价格上升，格力出口竞争力不断提升，未来公司出口份额还有较大提升空间。

表4：格力空调市场份额（%）

	总销量	国内销量	出口销量
2010	28.0%	36.4%	18.0%
2011	31.7%	39.0%	22.5%
同比增长	3.7%	2.6%	4.5%
2012	35.8%	44.8%	24.7%
同比增长	4.1%	5.8%	2.2%

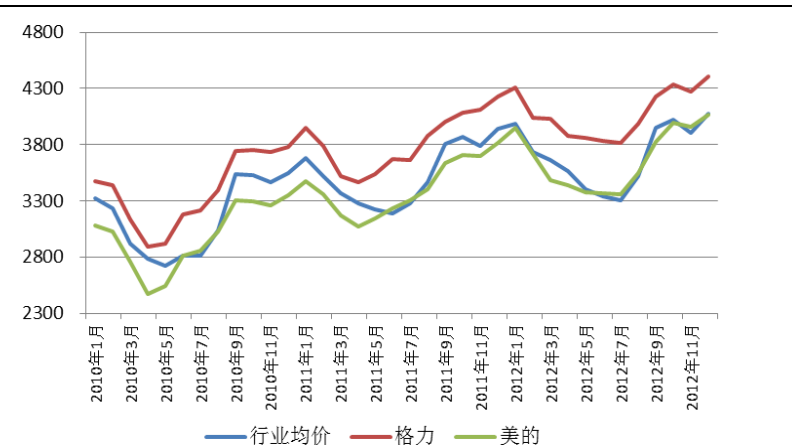
资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

（三）公司产品结构优化，均价提升空间大。

消费升级趋势下，家电产品升级方向主要是节能化、智能化，这都是与我国经济改革方向相相应的。空调向节能、变频方向升级，不会受到政策、环保以及住房空间等问题阻碍，升级趋势更为顺畅。

目前我国空调行业已基本形成寡头垄断，行业集中度高，竞争格局优良。格力作为空调寡头，具有产业链话语权，随着更新需求占比逐步提升，格力凭借较高的产品力，拥有更高的美誉度和更广的客户群，产品均价还有较大提升空间。

图2：空调国内销售终端均价（元/台）



数据来源：中怡康，中国银河证券研究部

（四）积极培养新增长点。

公司积极孕育新增长点，中央空调、小家电等产品保持较高增长，提供增长新动力。

2012年，预计公司中央空调收入80亿元左右，同比增长30%，市占率突破10%，居国内行业第一。公司凭借在空调领域强大的规模优势，持续坚持研发投入，在多联机、水机等高端领域拥有较强技术积累。目前中央空调已进入部分专卖店，预计2013年实现40%左右增长。

小家电方面，公司目前已推出空气净化器、净水器等产品，在产品的设计、性能、外观等方面取得行业领先。其中，公司空气净化器为大金代工，技术能力强，随着市场对空气、水质量的关注，公司在家电领域还大有作为。

公司管理层曾公开表示，计划未来五年公司规划实现2000亿规模。我们历来认为公司远未到增长天花板。目前我国空调保有量还很低，总需求空间还很大，公司规模增长还有较大上升空间。

（五）行业生态优化，产品升级加快，公司盈利水平稳步提升。

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。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。美的进行战略转型，不过分追求收入增长，不打价格战，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。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。

下一阶段，消费升级下，产品升级特征明显，高端需求占比提升。目前公司在高端空调市场产品号召力逐步加强，产品均价和毛利率稳步提升。

2013年以来，美国经济持续好转，美元升值，造成大宗原材料价格有所下降。预计2013年原材料价格维持相对较低水平，也利于龙头企业盈利能力的提升。

五、公司估值与投资建议

2012年以来，公司盈利保持增长保持较高增速，但估值水平一直较低，最高时也未超过10倍。我们认为，在较低估值下，不应强求公司过高增速。考虑到一季度空调淡季，单季度增长不能代表全年增速，公司全年增长目标也未作调整。股价经过调整后，已充分反应市场悲观情绪。2013年空调行业仍是白电各子行业中增长最有可能超预期的领域，格力作为空调龙头，凭借自身在规模、品牌、渠道、技术等优势，能够实现超越行业增长。同时，公司中央空调及小家电业务稳健增长，提供增长新动力。预计公司2013/2014年EPS分别为2.93元/3.45元。目前股价对应2013年业绩PE估值约9倍左右，维持“推荐”评级。

表 5: 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	2014 年 E
一、营业总收入	60,807	83,517	100,084	120,014	140,686
其中: 营业收入	60,431	83,155	99,346	119,067	139,665
营业收入增长率	42.3%	37.6%	19.5%	19.9%	17.3%
利息收入及其它	376	362	737	947	1,021
二、营业总成本	58,191	79,008	92,056	109,493	128,218
其中: 营业成本	47,409	68,132	73,888	88,312	103,562
毛利率(简单测算)	21.5%	18.1%	25.6%	25.8%	25.9%
利息支出、手续费、佣金	65	18.08	173	196	215
营业税金及附加	539	498	513	615	721
销售费用	8410	8050	14,358	16574	19204
销售费用率	13.8%	9.6%	14.3%	13.8%	13.7%
管理费用	1978	2783	3,682	4344	5037
管理费用率	3.3%	3.3%	3.7%	3.6%	3.6%
财务费用	-309	-453	-516	-608	-580
资产减值损失	100	-21	-42	60	60
加: 公允价值变动收益	69	-58	63	85	60
投资收益及其它	62	91	-33	40	50
汇兑收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	2,747	4,542	8,058	10,645	12,578
加: 营业外收入	2,353	1846	769	120	80
减: 营业外支出	44	60	25	20	20
四、利润总额	5,056	6,329	8,801	10,745	12,638
减: 所得税费用	753	1031	1,334	1825	2169
综合所得税率	14.9%	16.9%	16.9%	17.0%	17.2%
五、净利润	4,303	5,297	7,467	8,921	10,469
归属于母公司净利润	4,276	5,237	7,378	8,826	10,364
净利润率	7.0%	6.3%	7.4%	7.4%	7.4%
少数股东损益	28	60	89	95	105
少数股东损益占比	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	1.42	1.74	2.45	2.93	3.45
净利润增长率	46.8%	22.5%	40.9%	19.6%	17.4%

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

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn