

# 格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 26.72元  
目标(人民币): 31.55-32.34元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,964.66
总市值(百万元)	803.70
年内股价最高最低(元)	29.71/19.79
沪深 300 指数	2477.88
深证成指	8920.71



## 相关报告

- 《4Q12 净利率高达 8.9%, 业绩再超预期》, 2013.1.18
- 《二股东减持与公司业绩无关, 调整是买入机会》, 2012.12.7

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019  
(8621)61038318  
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiyr@gjzq.com.cn

## 1Q 低于预期主要因行业销售平淡, 期待旺季

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.517	1.858	2.453	2.939	3.506
每股净资产(元)	4.72	6.25	8.87	11.31	14.31
每股经营性现金流(元)	0.22	1.19	4.13	3.75	4.14
市盈率(倍)	11.95	9.30	10.40	9.10	7.63
行业优化市盈率(倍)	53.95	9.39	11.62	11.94	11.94
净利润增长率(%)	46.76%	22.48%	40.88%	19.83%	19.29%
净资产收益率(%)	32.15%	29.75%	27.66%	25.99%	24.50%
总股本(百万股)	2,817.89	2,817.89	3,007.87	3,007.87	3,007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 格力电器发布业绩快报: 1Q13 实现营业收入 222.9 亿元, 同比增长 11%; 归属于上市公司股东的净利润 13.4 亿元, 同比增长 14.3%。

### 经营分析

- **1Q 业绩低于我们及预期, 与行业增速不高及同业促销有关:** 公司 1Q13 收入增速不高的原因一是 1Q 淡季行业增速总体平淡(1-2 月产业在线口径内销出货量增 3.2%、出口量增 4.3%, 格力内销出货量增 8.6%、出口量增 1.4%; 中怡康口径空调零售量增 8.7%、零售额增 15.5%, 格力零售量增 0.2%、零售额增 6.4%; 不过中怡康仅能监测到格力内销量的 11%, 代表性不强), 二是 3 月南方多雨影响发货, 三是竞争对手海尔加大促销。
- **不必担心格力份额下降和价格战, 期待地产和天气拉动旺季销售, 维持全年收入 1195 亿元预期:** 尽管中怡康监测到的格力 1-2 月份额下降, 但从产业在线的出货量监测和奥维咨询的零售监测来看格力份额上升; 由于不同监测机构的统计口径不同, 我们认为这样的不同结果起码说明格力的份额并没有出现如中怡康口径的下降。部分投资者担心价格战, 我们认为 1Q 是因行业数据不佳导致企业促销, 但地产对空调需求的滞后拉动效应将逐季加码, 只要天气不出现凉夏, 旺季数据应会明显优于 1Q, 行业促销便可缓和。因此我们维持对格力今年收入 1195 亿 (YoY+19.4%) 的预计不变。
- **1Q13 净利率同比提升, 维持全年 7.4%净利率预计不变:** 1Q13 公司的净利率是 6.0%, 仍同比提升 0.17 个百分点, 因此我们也不改变对全年净利率 7.4%的预计。

### 盈利调整及投资建议

- **维持盈利预测:** 预计 2013-2014 年公司收入 1195、1401 亿元, 增速 19.4%、17.2%; EPS 为 2.939、3.506 元, 净利润增速 19.8%、19.3%。
- **维持买入建议:** 大跌后格力股价回落至 26.72 元, 对应 9.1X13PE, 接近 2012 年的最低 PE 水平 8.7 倍(按当时市场预期是 2012 年增长 20% 算), 估值已经相当安全, 业绩快报后股价仍可能下探, 但估计跌幅不会大。年内合理价格按 11X13PE 为 32.3 元, 已有 21% 空间。空调股有一投资特点是旺季旺销会催化股价在 7-8 月触到年内合理价格, 因此我们建议有耐心的投资者即使 4、5 月空调行业没有太多催化剂可在股价下探后买入等待旺季, 或者临近 6 月买入。

图表1: 公司 1Q13 利润表分项的同比环比变化

项目	1Q12	4Q12E	1Q13	1Q13 同比	1Q13 环比 E
营业总收入	201	229	223	11.0%	-2.7%
营业利润	14	24	15	10.3%	-37.3%
利润总额	14	24	16	10.9%	-33.8%
归属于上市公司股东的净利润	12	20	13	14.3%	-34.4%
营业利润率	6.7%	10.4%	6.7%	-0.04	-3.69
净利润率	5.8%	8.9%	6.0%	0.17	-2.91

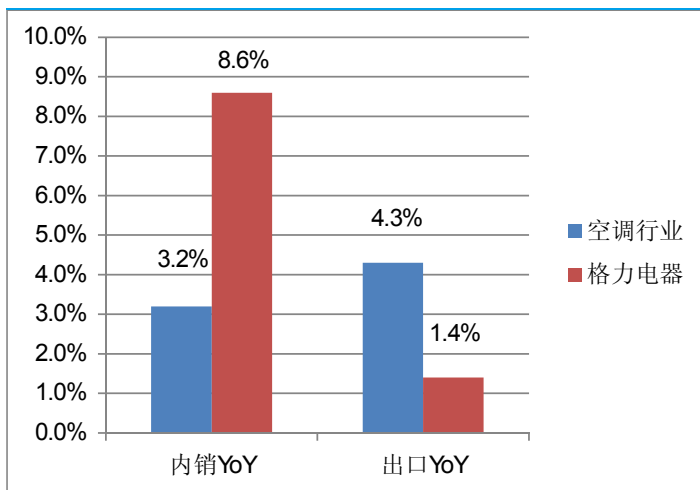
单位: 亿元

注: 其中营业利润率和净利润率是增减的百分点数。

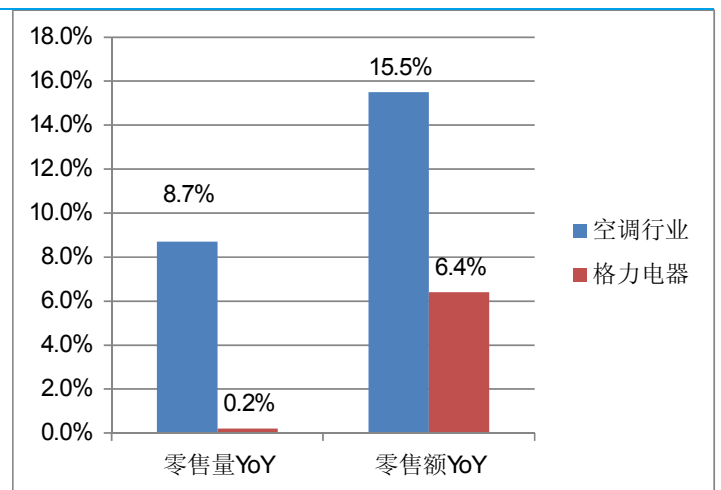
来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好、最新研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表2: 1-2 月产业在线累计空调内销量增长仅 3%



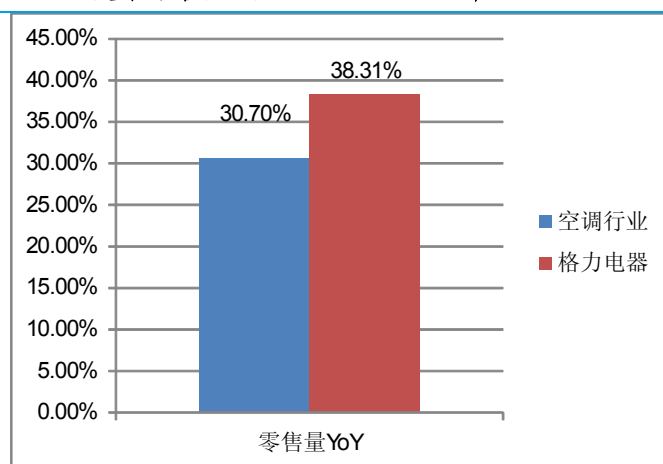
图表3: 1-2 月中怡康累计空调销售量、额增长平淡



注: 中怡康仅能监测到格力内销量的 11-12%, 因此代表性不强。

来源: 产业在线, 中怡康, 国金证券研究所

图表4: 12.31-3.31 奥维零售监测显示格力份额上升



来源: AVC 奥维咨询, 国金证券研究所

图表5: 公司三张报表与预测摘要

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	100,085	119,540	140,142
增长率	42.6%	37.3%	19.8%	19.4%	17.2%	
主营业务成本	-31,972	-47,474	-68,150	-74,454	-89,770	-105,688
%销售收入	75.0%	78.1%	81.6%	74.4%	75.1%	75.4%
毛利	10,665	13,333	15,367	25,632	29,770	34,454
%销售收入	25.0%	21.9%	18.4%	25.6%	24.9%	24.6%
营业税金及附加	-403	-539	-498	-500	-598	-701
%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	-14,012	-15,540	-17,798
%销售收入	13.6%	13.8%	9.6%	14.0%	13.0%	12.7%
管理费用	-1,567	-1,978	-2,783	-3,503	-4,064	-4,765
%销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	2,898	2,406	4,035	7,616	9,568	11,191
%销售收入	6.8%	4.0%	4.8%	7.6%	8.0%	8.0%
财务费用	97	309	453	378	661	1,047
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-29	-100	21	-25	-37	-39
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	8,058	10,203	12,210
营业利润率	7.0%	4.5%	5.4%	8.1%	8.5%	8.7%
营业外收支	406	2,310	1,786	743	300	320
税前利润	3,380	5,056	6,329	8,801	10,503	12,530
利润率	7.9%	8.3%	7.6%	8.8%	8.8%	8.9%
所得税	-449	-753	-1,031	-1,351	-1,575	-1,879
所得税率	13.3%	14.9%	16.3%	15.3%	15.0%	15.0%
净利润	2,932	4,303	5,297	7,451	8,928	10,650
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	7,378	8,841	10,546
净利率	6.8%	7.0%	6.3%	7.4%	7.4%	7.5%

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	7,451	8,928	10,650
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	441	548	612	750	833	883
非经营收益	-327	-567	-198	1,072	-182	-203
营运资金变动	6,377	-3,693	-2,359	3,147	1,693	1,116
经营活动现金净流	9,423	592	3,353	12,419	11,272	12,447
资本开支	-716	-2,481	-4,772	-2,409	-100	-480
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	-3,979	-124	-503
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	6,533	11,018	10,310

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	22,574	33,592	43,902
应收款项	11,909	23,567	35,526	40,103	47,898	56,153
存货	5,824	11,559	17,503	14,816	17,375	20,167
其他流动资产	1,973	4,240	2,685	3,349	3,962	4,598
流动资产	42,611	54,533	71,756	80,842	102,826	124,821
%总资产	87.0%	83.3%	84.4%	82.4%	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%	17.6%	14.1%	11.9%
资产总计	48,993	65,433	85,014	98,096	119,720	141,705
短期借款	962	1,900	4,916	0	0	0
应付款项	29,822	35,736	49,370	53,929	64,713	76,036
其他流动负债	7,999	10,580	9,656	13,924	15,837	17,353
流动负债	38,782	48,217	63,942	67,853	80,549	93,389
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	70,520	83,217	96,056
普通股股东权益	9,966	13,298	17,601	26,674	34,011	43,053
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	98,096	119,720	141,705

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.551	1.517	1.858	2.453	2.939	3.506
每股净资产	5.305	4.719	6.246	8.868	11.307	14.313
每股经营现金净流	5.030	0.219	1.191	4.129	3.748	4.138
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	29.23%	32.15%	29.75%	27.66%	25.99%	24.50%
总资产收益率	5.89%	6.67%	6.16%	7.58%	7.53%	7.57%
投入资本收益率	21.58%	11.49%	13.03%	21.92%	22.08%	20.69%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.04%	42.62%	37.35%	19.84%	19.44%	17.23%
EBIT增长率	20.46%	-16.96%	67.72%	88.73%	25.63%	16.96%
净利润增长率	39.36%	46.76%	22.48%	40.88%	19.83%	19.29%
总资产增长率	62.07%	29.65%	32.45%	15.39%	22.04%	18.36%
<b>资产管理能力</b>						
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	31.1	25.6	21.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-206.02%	-81.99%	-46.58%	-74.79%	-90.78%	-95.41%
EBIT利息保障倍数	-29.9	-7.8	-8.9	-20.2	-14.5	-10.7
资产负债率	78.47%	78.16%	78.37%	72.50%	70.89%	68.92%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	3	19	68
增持	0	0	0	3	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.11	1.16

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-07	增持	21.75	25.77 ~ 26.13
2 2012-05-28	增持	21.48	25.77 ~ 26.13
3 2012-07-17	增持	22.18	26.37 ~ 26.42
4 2012-08-24	买入	20.13	23.60 ~ 26.40
5 2012-10-08	买入	21.09	24.40 ~ 26.95
6 2012-10-31	买入	23.09	25.63 ~ 28.48
7 2012-12-07	买入	22.54	25.63 ~ 28.48
8 2013-01-18	买入	28.30	31.00 ~ 32.59

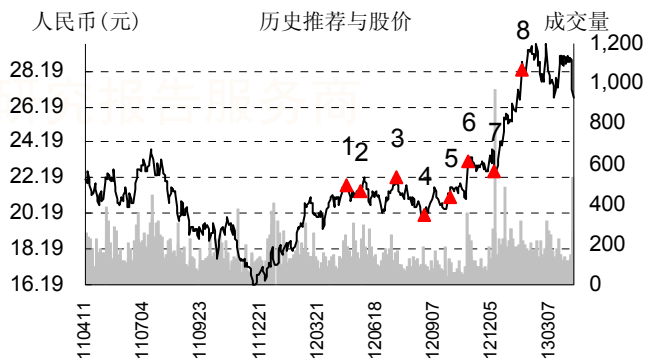
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net