

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): 26.00元
目标(人民币): 31.56-32.33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)	2,986.21
总市值(百万元)	782.05
年内股价最高最低(元)	29.71/19.79
沪深300指数	2447.31
深证成指	8691.39



相关报告

- 《1Q 低于预期主要因行业销售平淡, 期待旺季》, 2013.4.12
- 《4Q12 净利率高达 8.9%, 业绩再超预期》, 2013.1.18

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
caiy@gjzq.com.cn

1Q 净利润增长不达 20%是因预提销售费用

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.858	2.453	2.939	3.506	4.183
每股净资产(元)	6.25	8.87	11.31	14.31	18.00
每股经营性现金流(元)	1.19	4.63	3.68	4.25	6.47
市盈率(倍)	9.30	10.39	8.85	7.42	6.22
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	12.97	12.97	12.97
净利润增长率(%)	22.48%	40.92%	19.81%	19.26%	19.31%
净资产收益率(%)	29.75%	27.66%	25.99%	24.49%	23.24%
总股本(百万股)	2,817.89	3,007.87	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

- 格力电器披露 2012 年报及 1Q13 季报: 2012 年实现营业总收入 1001 亿元 (YoY+19.9%), 归母净利润 73.8 亿元 (YoY+40.9%), EPS 为 2.45 元。2013 年一季度实现营业总收入 222.9 亿元 (YoY+11%), 归母净利润 13.35 亿元 (YoY+13.8%)。
- 2012 年利润分配预案: 每 10 股派现 10 元 (含税); 股息率达到 3.8%。

经营分析

- 年报及一季报亮点: 1) 2012 年归母净利润超过美的与海尔上市公司之和 (图表 1), 利润分配预案股息率达到 3.8%, 为股东创造巨大价值。2) 2H12 空调业务和出口业务的收入增速和毛利率提高幅度均双升 (图表 2-3), 出口毛利率已经高达 14%。3) 尽管 2012 年期末预收账款同比下降, 但 1Q13 又实现 10% 增长, 绝对额高达 182 亿元; 2012 年其他流动负债中未支付的销售返利已高达 143 亿元 (YoY+73%), 未支付的安装维修费也有 13.7 亿元 (YoY+11) 且公司的“无息净负债” [(预收账款+应付票据+应付账款) - (预付账款+应收票据+应收账款)] 2012 年至今持续同比上升 (图表 5-6), 说明公司的占款能力还在提升; 通过合理管理账上巨额的货币资金 (2012 年始终保持在 300 亿元水平、1Q13 期末高达 469 亿元), 2012 年公司财务费用已达 -4.6 亿元, 贡献净利润率 0.5 个百分点。
- 年报及一季报遗憾: 1) 2H12 小家电出现 -3% 的下降, 毛利率也同比下降; 2) 由于行业增长平淡 (消费大环境不佳, 地产拉动效果尚未完全体现、3 月南方多雨等原因)、公司份额稳定, 1Q13 公司收入增速 11% 未能达到公司全年收入增长 20% 的目标; 3) 1Q13 销售费用大幅上升同比增加 20.5 亿、“毛利率-销售费用率”同比下降 1 个百分点, 不过这是因预提费用增加所致, 并非已支付 (因为 1Q13 其他流动负债环比增加 31.1 亿, 和销售费用增长相当), 这是公司为预防旺季行业增长仍不佳而预提的未支付费用, 万一终端市场需要额外促进销售就以此费用补贴经销商; 因此这是公司财务审慎的表现, 只要旺季销售符合预期, 接下来几个季度的销售费用率应该不会有如此大的增长。
- 之前市场担心公司一季报低于预期是因竞争力下降, 从财报来看不必担心, 反而是为市场竞争做好了充分的预提: 而且看到格力这样一份财报,

竞争对手即使之前考虑过采取价格竞争促销的估计都要三思而行了。

盈利调整及投资建议

- 我们维持盈利预测：预计 13-15 年公司收入 1185、1387、1585 亿元，增速 18.3%、17.2%、14.3%；EPS 为 2.939、3.506、4.183 元，净利润增速 19.8%、19.3%、19.3%。
- 维持买入建议：格力现价 26.00 元，对应 8.85X13PE，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，年内合理价格按 11X13PE 为 32.3 元，已有 24%空间。空调股的一大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，即使旺季不旺现价也值得基于公司中长期发展而买入，因此建议对旺季旺销有期待的投资者和有耐心的投资者都可在现价买入。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表1：2012 年格力净利润超过美的与海尔上市公司之和

净利润（亿元）	2012	1Q13
格力	73.8	13.4
美的	34.8	10.8
海尔	32.7	7.2
美的+海尔	67.5	18.0

来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：2H12 空调收入和毛利均提速，但小家电出现同比下降

格力收入	1H12	2H12	上半年收入 YoY	下半年收入 YoY
空调	428	461	15%	23%
小家电	8	7	30%	-3%

格力毛利率	1H12	2H12	1H毛利率变化	2H毛利率变化
空调	23.9%	30.9%	8.6	9.3
小家电	22.9%	22.3%	14.7	-0.1

来源：公司财报，国金证券研究所

图表3：2H12 内销增速稳定，出口收入及毛利率均明显提速

格力收入	1H12	2H12	上半年收入 YoY	下半年收入 YoY
国内地区	348	407	21%	22%
国外地区	93	65	0%	24%

格力毛利率	1H12	2H12	1H毛利率变化	2H毛利率变化
国内地区	27.2%	32.5%	8.6	8.9
国外地区	11.0%	18.2%	6.2	10.2

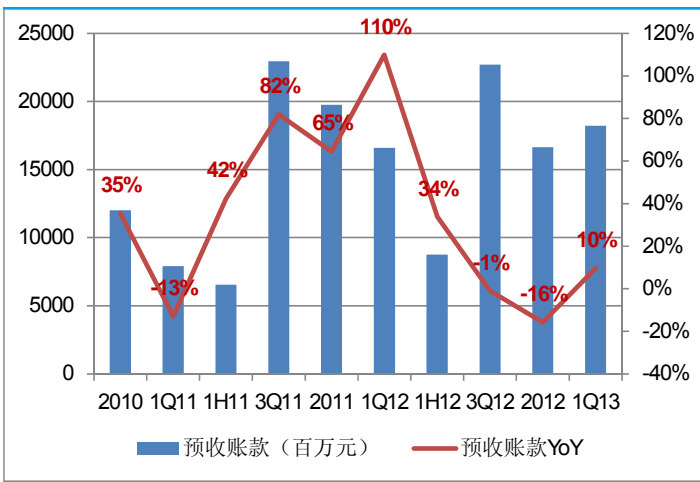
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表4: 利润表分项指标及点评

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	4Q12	4Q12	1Q13	1Q13	1Q13	点评	
						同比	环比		同比	环比		
单季收入及增速	营业收入(百万元)	20088	28215	28861	22946	18.0%	-20.5%	22293	11.0%	-2.8%		
	收入YoY	16.3%	22.9%	21.1%	18.0%			11.0%				
利润表结构百分比	毛利率	22.9%	23.7%	28.3%	31.5%	10.7	3.1	29.9%	7.0	-1.6	2012年公司净利润超预期主要依靠毛利率大幅上升。而1Q13“毛利率-销售费用率”同比下降1个百分点,还是因预提费用增加较多所致	
	-销售费用率	12.1%	12.9%	17.5%	15.4%	6.7	-2.1	20.1%	8.0	4.7		
	毛利率-销售费用率	10.8%	10.8%	10.9%	16.1%	4.0	5.2	9.8%	-1.0	-6.3		
	-管理费用率	3.9%	3.1%	3.2%	6.4%	1.3	3.3	4.0%	0.1	-2.4		
	-财务费用率	-0.4%	0.0%	-0.8%	-0.7%	0.4	0.1	-0.4%	-0.0	0.2		
	-资产减值损失	0.2%	0.2%	-0.3%	0.2%	0.8	0.6	0.3%	0.1	0.0		
	+公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	1.0	0.6	0.8%	0.8	-0.1		远期外汇交易公允价值变动收益大幅增长所致
	+投资收益	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.0	0.2	0.3%	0.3	0.2		主要是远期外汇交易实现的收益增加所致
	+营业外收支	0.5%	0.2%	1.9%	0.2%	-0.2	-1.7	0.5%	0.0	0.3		
	=利润总额	7.2%	7.0%	10.3%	10.4%	1.8	0.2	7.2%	-0.1	-3.3		
	-所得税费用	1.3%	0.9%	1.7%	1.4%	0.5	-0.2	1.1%	-0.2	-0.3		
-少数股东损益	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1	-0.0	0.0%	0.0	-0.0			
归属于母公司所有者净利润率	5.8%	6.0%	8.5%	8.9%	1.4	0.4	6.0%	0.1	-2.9			
单季净利润及增速	净利润(百万元)	1174	1697	2461	2047	39.8%	-16.8%	1335	13.8%	-34.8%		
	净利润YoY	26%	33%	57%	40%			14%				

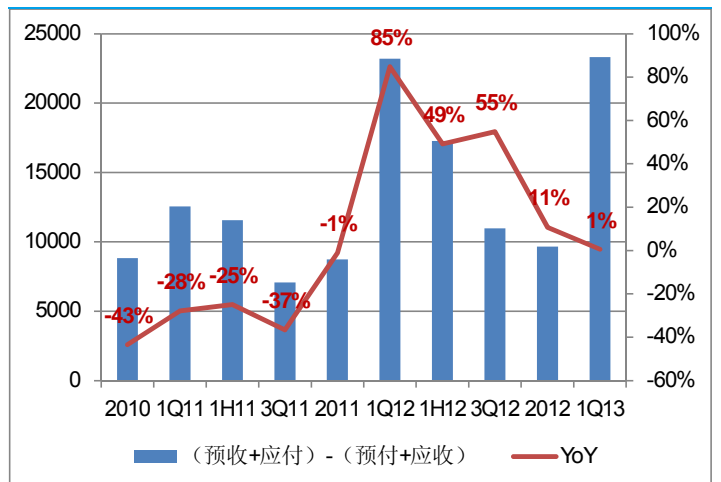
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表5: 尽管2012年期末预收账款同比下降, 但1Q13又实现10%增长, 绝对额高达182亿元



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表6: 公司的“无息净负债”2012年至今持续同比上升



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表7: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	60,807	83,517	100,110	118,456	138,690	158,529	货币资金	15,166	16,041	28,944	29,847	40,348	57,679
增长率		37.3%	19.9%	18.3%	17.1%	14.3%	应收款项	23,567	35,526	36,057	42,242	49,457	56,532
主营业务成本	-47,474	-68,150	-73,434	-86,620	-100,703	-114,407	存货	11,559	17,503	17,235	20,287	23,585	26,794
%销售收入	78.1%	81.6%	73.4%	73.1%	72.6%	72.2%	其他流动资产	4,240	2,685	2,851	2,450	2,788	3,116
毛利	13,333	15,367	26,676	31,836	37,986	44,122	流动资产	54,533	71,756	85,088	94,826	116,178	144,122
%销售收入	21.9%	18.4%	26.6%	26.9%	27.4%	27.8%	%总资产	83.3%	84.4%	79.1%	80.0%	83.0%	88.2%
营业税金及附加	-539	-498	-590	-711	-832	-951	长期投资	2,677	17	2,880	1,890	1,920	1,950
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	5,629	9,872	14,997	14,867	14,680	14,439
营业费用	-8,410	-8,050	-14,626	-17,295	-20,526	-23,779	%总资产	8.6%	11.6%	13.9%	12.5%	10.5%	8.8%
%销售收入	13.8%	9.6%	14.6%	14.6%	14.8%	15.0%	无形资产	1,066	1,670	1,683	2,487	2,735	2,880
管理费用	-1,978	-2,783	-4,056	-4,738	-5,548	-6,341	非流动资产	10,900	13,249	22,471	23,755	23,846	19,270
%销售收入	3.3%	3.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	16.7%	15.6%	20.9%	20.0%	17.0%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	2,406	4,035	7,404	9,092	11,080	13,050	资产总计	65,433	85,005	107,559	118,580	140,025	163,392
%销售收入	4.0%	4.8%	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%	短期借款	1,900	4,916	6,034	0	0	0
财务费用	309	453	461	611	1,077	1,473	应付款项	35,736	49,370	52,720	61,739	71,965	81,947
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	其他流动负债	10,580	9,656	20,076	19,280	21,365	23,566
资产减值损失	-100	21	-66	-43	-47	-46	流动负债	48,217	63,942	78,830	81,019	93,330	105,513
公允价值变动收益	69	-58	247	0	0	0	长期贷款	1,854	2,582	984	984	984	984
投资收益	62	91	-20	35	0	0	其他长期负债	64	59	172	85	85	85
%税前利润	1.2%	1.4%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%	负债	50,134	66,583	79,987	82,089	94,400	106,583
营业利润	2,747	4,542	8,026	9,695	12,110	14,477	普通股股东权益	13,298	17,601	26,743	34,013	43,053	54,130
营业利润率	4.5%	5.4%	8.0%	8.2%	8.7%	9.1%	少数股东权益	709	770	837	983	1,077	1,185
营业外收支	2,310	1,786	736	800	405	450	负债股东权益合计	64,142	84,955	107,567	118,580	140,025	163,392
税前利润	5,056	6,329	8,763	10,495	12,515	14,927	比率分析						
利润率	8.3%	7.6%	8.8%	8.9%	9.0%	9.4%		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
所得税	-753	-1,031	-1,317	-1,574	-1,877	-2,239	每股指标						
所得税率	14.9%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.517	1.858	2.453	2.939	3.506	4.183
净利润	4,303	5,297	7,446	8,921	10,638	12,688	每股净资产	4.719	6.246	8.891	11.308	14.314	17.996
少数股东损益	27	60	66	80	94	108	每股经营现金净流	0.219	1.191	6.120	3.677	4.249	6.471
归属于母公司的净利润	4,276	5,237	7,380	8,841	10,544	12,580	每股股利	0.300	0.500	0.000	0.500	0.500	0.500
净利率	7.0%	6.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.9%	回报率						
							净资产收益率	32.15%	29.75%	27.59%	25.99%	24.49%	23.24%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.67%	6.16%	6.86%	7.55%	7.61%	7.77%
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	投入资本收益率	11.49%	13.04%	18.10%	21.43%	20.84%	19.67%
净利润	4,303	5,297	7,446	8,921	10,638	12,688	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	42.62%	37.35%	19.87%	18.33%	17.08%	14.30%
非现金支出	548	612	1,044	1,020	1,085	1,143	EBIT增长率	-16.96%	67.72%	83.48%	22.80%	21.86%	17.78%
非经营收益	-567	-198	-1,175	-767	-356	2,509	净利润增长率	46.76%	22.48%	40.91%	19.81%	19.26%	19.31%
营运资金变动	-3,693	-2,359	11,094	1,885	1,412	3,123	总资产增长率	29.66%	32.45%	26.62%	19.56%	18.08%	16.69%
经营活动现金净流	592	3,353	18,409	11,059	12,780	19,464	资产管理能力						
资本开支	-2,481	-4,772	-3,602	2,244	-695	-550	应收账款周转天数	6.9	5.8	5.3	5.5	5.5	5.5
投资	-415	1,074	1,006	-30	-30	-30	存货周转天数	67.5	78.3	86.8	86.0	86.0	86.0
其他	1,010	930	-58	35	0	0	应付账款周转天数	97.8	78.8	95.2	112.0	112.0	112.0
投资活动现金净流	-1,887	-2,767	-2,654	2,249	-725	-580	固定资产周转天数	33.3	33.7	46.3	39.4	33.6	29.3
股权募资	0	0	3,198	0	0	0	偿债能力						
债权募资	2,217	3,296	-1,834	-1,392	0	0	净负债/股东权益	-81.99%	-46.59%	-80.45%	-82.51%	-89.22%	-102.51%
其他	-3,709	-4,257	-528	-69	-1,554	-1,553	EBIT利息保障倍数	-7.8	-8.9	-16.0	-14.9	-10.3	-8.9
筹资活动现金净流	-1,492	-961	835	-1,461	-1,554	-1,553	资产负债率	78.16%	78.37%	74.36%	70.11%	68.14%	65.83%
现金净流量	-2,787	-375	16,590	11,847	10,501	17,331							

来源: 国金证券研究所

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	12	14	14	77
增持	0	0	0	0	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.11

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 2012-05-28	增持	21.48	25.77 ~ 26.13
2 2012-07-17	增持	22.18	26.37 ~ 26.42
3 2012-08-24	买入	20.13	23.60 ~ 26.40
4 2012-10-08	买入	21.09	24.40 ~ 26.95
5 2012-10-31	买入	23.09	25.63 ~ 28.48
6 2012-12-07	买入	22.54	25.63 ~ 28.48
7 2013-01-18	买入	28.30	31.00 ~ 32.59
8 2013-04-12	买入	26.20	31.55 ~ 32.34

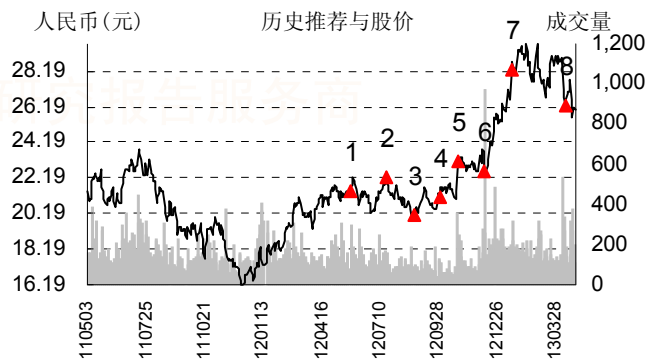
来源：国金证券研究所

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