



买入

26%↑

目标价格: 人民币 33.88

原目标价格: 人民币 28.00

000651.CH

价格: 人民币 26.84

目标价格基础: 11 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	3	(4)	-
相对新华富时 A50 指数	7	(0)	(0)	-

发行股数(百万)	3,008
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	81,333
3 个月日均交易额(人民币 百万)	370
净负债比率(%) (2013E)	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 2013 年 5 月 27 日收市价为标准

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

格力电器

立足主业, 寻求多元化发展

在近期的股东大会上, 公司管理层重申了今年力争实现销售 1,200 亿元和利税 100 亿元的目标, 体现了企业自身发展的信心和动力。未来公司将立足主业, 开拓中央空调、晶弘冰箱和小家电等品类作为新的增长点。格力作为空调行业的龙头企业, 未来兼具稳定性和成长性。我们将目标价格上调至 33.88 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **重申 1,200 亿目标:** 在前不久的股东大会上, 董事长董明珠女士重申了今年力争实现收入 1,200 亿元、税收和净利润过 100 亿的目标。
- **立足主业, 寻求多元化发展:** 公司未来仍将立足空调主业, 同时发展包括中央空调、晶弘冰箱和小家电在内的在技术和渠道上具有相关性的品类。
- **加强内部体系建设, 提升效率:** 目前, 格力正在进行内部体系提升建设, 以提升效率。具体措施包括: 提高人均效率; 提高管理层的领导能力和榜样力量; 将产品质量放在首位, 力争任何一台空调 5 年内不需要售后服务; 通过产品结构调整和标准化建设, 降低成本, 扩大利润空间等。

评级面临的主要风险

- 家电行业政策对市场影响的不确定性
- 天气因素是空调销量的重大不确定性

估值

- 我们对公司 13-15 年每股盈利预测分别为 3.08 元、3.96 元和 4.59 元。目前公司估值具有吸引力。基于 11 倍 2013 年市盈率, 我们将目标价由 28.00 元上调为 33.88 元, 维持对其**买入**的评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	83,517	100,110	119,867	143,104	161,493
变动(%)	37	20	20	19	13
净利润(人民币 百万)	5,255	7,611	9,270	11,914	13,807
全面摊薄每股收益(人民币)	1.865	2.530	3.082	3.961	4.590
变动(%)	21.1	35.7	21.8	28.5	15.9
市场预期每股收益(人民币)			2.808	3.307	4.113
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.545		
调整幅度(%)	-	-	21.1		
核心每股收益(人民币)	1.334	2.321	2.955	3.839	4.483
变动(%)	56.8	74.0	27.3	29.9	16.8
全面摊薄市盈率(倍)	14.5	10.7	8.8	6.8	5.9
核心市盈率(倍)	20.3	11.6	9.2	7.0	6.0
每股现金流量(人民币)	1.19	2.06	1.39	0.94	2.50
价格/每股现金流量(倍)	22.7	13.1	19.4	28.9	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	9.5	6.2	5.2	4.1
每股股息(人民币)	0.534	1.000	1.171	1.584	1.377
股息率(%)	2.0	3.7	4.3	5.9	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

重申 1,200 亿目标

2012 年，公司实现销售收入过千亿，归属于母公司的净利润近 74 亿元，在行业整体低迷的情况下，营收和净利润增幅分别达到 19.9% 和 40.9%，这体现了空调龙头企业的成长性和抗风险能力。在前不久的股东大会上，董事长董明珠女士重申了今年力争实现收入 1,200 亿元、税收和净利润过 100 亿的目标——我们测算，其中空调 1,000 亿元（家用空调增长 10%，中央空调增长 30-40%），小家电约 200 亿元。

立足主业，寻求多元化发展

公司未来仍将立足空调主业，同时发展包括中央空调、晶弘冰箱和小家电在内的在技术和渠道上具有相关性的品类。

中央空调：将成为格力未来发展的重点。公司第五代多联机产品在节能、舒适性上都有很大进步，产品质量较高。公司技术不逊于国外品牌，但消费者对国内品牌的认可度有待提高，随着消费者对国内品牌认可，销量会很快增长。同时，中央空调出口在稳步推进，以前在发展中国家，目前已在欧美等发达国家开始推广。

公司中央空调压缩机在节能方面有些突破，在量大的通用化产品上，压缩机实现自给自足，特殊产品用压缩机外购，但规模扩大后会考虑自产。中央空调领域不存在 OEM。

晶弘冰箱：据统计，目前累计销量达到 160 万台，今年销售额预计 10 亿元左右。公司希望未来三到五年做到 500 万台。晶弘冰箱的元器件都是由格力提供。由于目前量比较小，不会给公司和经销商的资金占用产生压力。冰箱两年免费包换，目前没有出现过一台维修。

随着冰箱、小家电等产品逐步投入市场，渠道产品更加丰富，有助于带动专卖店体系。

出口市场好转

过去公司的出口产品利润水平低，甚至亏损。现在利润正在改善，主要由于自主品牌占比提高和产品技术升级。出口走自主品牌道路，可能还需要 2-3 年时间才能在海外达到一定品牌地位。海外市场：公司在美国成立的销售公司，主要销售自主品牌，去年销售额突破一亿美元。越南公司：公司已经退出合资公司，目前采取其他合作方式，出货量并未受到影响。以前国际化主要是选择低成本国家，未来主要选择进入法制健全、有市场空间的国家。

加强内部体系建设，提升效率

作为空调行业的龙头企业，公司不仅要引领行业发展，也要体现出与竞争对手的差异化。目前，格力正在进行内部体系提升建设，以提升效率。具体措施包括：1) 提高人均效率，人均效益目标达到年产 300 万元；2) 干部队伍建设，提高管理层的领导能力和榜样力量；3) 全体员工再培训；4) 成立技术工程学院和员工居住条件改造；成立自动化研究院，研发更先进材料；5) 将产品质量放在首位，力争任何一台空调 5 年内不需要售后服务；6) 通过产品结构调整和标准化建设，降低成本，扩大利润空间。

格力暖通设备公司

公司认为这块市场比较大，此公司是为了进一步提升技术而成立。过去，公司离心机产品单一，而之后公司大型磁悬浮离心机也快上市。

变频新标准影响

目前标准尚未批准，一般情况下，标准是在批准后6个月实施，批准后存在6个月缓冲时间，格力已经做好准备工作。老标准只计算制冷能效，新标准包含制冷和制热两个指标，产品设计会有些改变（三级能效产品变化不大，二级和一级的变化较大），对变频发展会有促进作用。公司的变频产品销售占比力争在一两年时间内达到80%以上。

销售费用

去年销售费用走高主要由于专卖店建设和宣传费用等。今年要继续加大专卖店建设，以及建设面积更大的体验店，但渠道建设和推广不会对整体利润产生较大影响。今年销售费用增长较快，主要由于海尔空调促销比较激进导致。

库存

目前公司空调库存在一个月左右。近期终端出货量大于工厂出货量，库存在减少。

陆续推出新产品

预计下半年，公司会推出应用新材料、新技术的新产品，届时“全能王”将成为公司最低端产品；公司已开发出一些冷冻冷藏产品，民用产品已经比较成熟，工厂用产品也在销售；供暖系统：传统北方供暖系统能耗高、污染大，公司的直流变频离心机已在石家庄做了试点，实际费用只有9元/平米，在石家庄已经接到多个离心机订单。

估值

我们认为，公司能否实现1,200亿元的销售目标，天气原因将成为最大的不确定性。无论是否能够实现今年的目标，作为空调行业的龙头企业，格力仍将是空调市场长期发展的最大受益者。同时依靠技术优势和发展相关技术领域的多元化品类，可以为公司带来新的增长点。

我们对公司13-15年每股盈利预测分别为3.08元、3.96元和4.59元。目前公司估值具有吸引力。基于11倍2013年市盈率，我们将目标价上调为33.88元，维持对其**买入**的评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	83,517	100,110	119,867	143,104	161,493
销售成本	(68,132)	(73,203)	(87,192)	(104,121)	(116,878)
经营费用	(10,718)	(18,321)	(21,684)	(25,782)	(28,504)
息税折旧前利润	4,667	8,586	10,991	13,201	16,112
折旧及摊销	(614)	(951)	(847)	(973)	(1,043)
经营利润(息税前利润)	4,054	7,635	10,144	12,228	15,069
净利息收入/(费用)	453	461	510	1,610	1,088
其他收益/(损失)	1,840	897	476	457	405
税前利润	6,347	8,994	11,130	14,295	16,562
所得税	(1,031)	(1,317)	(1,781)	(2,287)	(2,650)
少数股东权益	(60)	(66)	(79)	(95)	(107)
净利润	5,255	7,611	9,270	11,914	13,807
核心净利润	3,759	6,982	8,887	11,547	13,486
每股收益(人民币)	1.865	2.530	3.082	3.961	4.590
核心每股收益(人民币)	1.334	2.321	2.955	3.839	4.483
每股股息(人民币)	0.534	1.000	1.171	1.584	1.377
收入增长(%)	37	20	20	19	13
息税前利润增长(%)	64	88	33	21	23
息税折旧前利润增长(%)	60	84	28	20	22
每股收益增长(%)	21	36	22	29	16
核心每股收益增长(%)	57	74	27	30	17

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	6,347	8,994	11,130	14,295	16,562
折旧与摊销	614	951	847	973	1,043
净利息费用	(453)	(461)	(510)	(1,610)	(1,088)
运营资本变动	(2,120)	9,037	(5,472)	(8,539)	(6,321)
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(1,032)	(12,314)	(1,801)	(2,306)	(2,672)
经营活动产生的现金流	3,356	6,207	4,194	2,812	7,525
购买固定资产净值	(4,778)	(3,602)	(2,000)	(1,800)	(1,000)
投资减少/增加	6	0	0	0	0
其他投资现金流	2,004	(611)	24	16	7
投资活动产生的现金流	(2,767)	(4,213)	(1,976)	(1,784)	(993)
净增权益	0	3,198	20	21	22
净增债务	3,296	(1,834)	(3,200)	(2,200)	(1,000)
支付股息	(845)	(1,504)	(3,008)	(3,523)	(4,765)
其他融资现金流	(3,100)	(153)	503	1,608	1,090
融资活动产生的现金流	(650)	(294)	(5,684)	(4,094)	(4,653)
现金变动	(61)	1,701	(3,467)	(3,066)	1,879
期初现金	6,711	6,339	21,370	17,904	14,837
公司自由现金流	778	2,069	2,973	3,005	8,151
权益自由现金流	3,901	6	(473)	438	6,620

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	6,355	7,716	18,167	15,100	16,977
应收帐款	35,526	36,057	43,295	51,769	58,728
库存	17,503	17,235	24,129	32,574	40,392
其他流动资产	12,371	10,161	10,515	10,946	11,287
流动资产总计	71,756	71,170	96,106	110,390	127,385
固定资产	9,881	15,005	16,133	16,934	16,867
无形资产	1,622	1,635	1,635	1,635	1,635
其他长期资产	1,952	5,839	5,839	5,839	5,839
长期资产总计	13,456	22,479	23,608	24,409	24,342
总资产	85,212	93,649	119,713	134,799	151,727
应付帐款	46,033	47,279	50,769	54,678	58,236
短期债务	4,916	6,034	3,334	1,334	534
其他流动负债	13,244	25,517	31,010	35,876	41,075
流动负债总计	64,193	78,830	85,113	91,889	99,845
长期借款	2,582	984	484	284	84
其他长期负债	59	172	172	172	172
股本	2,818	3,008	3,008	3,008	3,008
储备	14,789	9,837	30,020	38,435	47,500
股东权益	17,607	12,845	33,028	41,443	50,507
少数股东权益	770	817	916	1,011	1,118
总负债及权益	85,212	93,649	119,714	134,799	151,727
每股帐面价值(人民币)	6.25	4.27	10.98	13.78	16.79
每股有形资产(人民币)	5.67	3.73	10.44	13.23	16.25
每股净负债/(现金)(人民币)	0.41	(0.14)	(4.68)	(4.39)	(5.35)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.6	8.6	9.2	9.2	10.0
息税前利润率(%)	4.9	7.6	8.5	8.5	9.3
税前利润率(%)	7.6	9.0	9.3	10.0	10.3
净利率(%)	6.3	7.6	7.7	8.3	8.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	276.5	27.4	28.1	25.4	23.4
净权益负债率(%)	6.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	14.5	10.7	8.8	6.8	5.9
核心业务市盈率(倍)	20.3	11.6	9.2	7.0	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	23.1	13.3	10.4	8.0	6.9
市净率(倍)	4.3	6.3	2.5	2.0	1.6
价格/现金流(倍)	22.7	13.1	19.4	28.9	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	9.5	6.2	5.2	4.1
周转率					
存货周转天数	77.8	86.6	86.6	99.4	113.9
应收帐款周转天数	129.1	130.5	120.8	121.2	124.9
应付帐款周转天数	176.5	170.1	149.3	134.5	127.6
回报率					
股息支付率(%)	28.6	39.5	38.0	40.0	30.0
净资产收益率(%)	34.0	50.0	40.4	32.0	30.0
资产收益率(%)	4.5	7.3	8.0	8.1	8.8
已运用资本收益率(%)	20.7	36.0	37.7	35.0	34.9

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，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