

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): 28.00元

收入增长未提速, 利息和远期外汇贡献利润

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)	842.20
年内股价最高最低(元)	29.53/20.07
沪深300指数	2312.47
深证成指	8234.56



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	3.225	3.802	4.422
每股净资产(元)	6.25	8.89	11.62	14.92	18.84
每股经营性现金流(元)	1.19	6.12	4.53	4.61	5.05
市盈率(倍)	9.30	10.39	8.68	7.37	6.33
行业优化市盈率(倍)	9.39	11.62	12.33	12.33	12.33
净利润增长率(%)	22.48%	40.91%	31.43%	17.89%	16.31%
净资产收益率(%)	29.75%	27.59%	27.76%	25.48%	23.47%
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

- 格力电器发布中报: 1H13 实现营业总收入 535 亿元 (YoY 10.8%), 净利润 4.02 亿元 (YoY 39.9%), 超市场预期。其中 2Q13 单季收入 312 亿元 (YoY 10.6%), 净利润 26.8 亿元 (YoY 58%)。

经营分析

- **2Q13 收入增长未能提速, 毛利率提高, 销售费用率持平:** 2Q13 公司收入增速比 1Q13 略下降, 低于 20% 的增长目标。1H13 空调收入 468 亿元 (YoY 9.3%), 预计其中家用空调个位数增长, 商用空调增速可达 30% 以上。小家电毛利率因净水机处于推广期而下降, 预计随着净水机销量上升可有所好转。毛利率受益于原材料价格下降及均价提升而上升, 预计下半年原材料价格的降幅或缩窄。2Q13 销售费用率为 12.7%, 比去年同期小幅下降 0.2 个点, 因 1Q13 预提高额销售费用, 预计下半年销售费用率仍存有下降空间。
- **利息收入和远期外汇合约贡献高额利润:** 上半年, 财务费用中利息收入项高达 4.5 亿元, 同比增长 63%; 受益于人民币对美元升值, 远期外汇合约产生收益 6.16 亿元, 其中套期保值收益约 2.6 亿元 (按照汇兑损失额来估算), 其余 3.6 亿元左右为套利收入。下半年如果人民币贬值, 则该部分收益有减少的风险。
- **占款能力仍强, 现金流表现稳定:** 1H13 尽管预收账款同比下降 18%, 但“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)] 持续上升, 表明公司占款能力仍在加强。上半年经营性现金流净额为 157.5 亿元, 与去年同期的 156.6 亿元基本持平。

盈利调整及投资建议

- 维持收入预测不变, 上调盈利预测: 预计 2013-2015 年公司收入为 1185、1387 和 1585 亿元, 同比增长 18.3%、17.1% 和 14.3%; 净利润 97.0、114.3 和 133.0 亿元, 同比增长 31.4%、17.9% 和 16.3%; EPS 为 3.225、3.802 和 4.422 元。
- 现价 28.00 元对应 $8.7 \times 13\text{EPS} / 7.4 \times 14\text{EPS}$, 安全边际仍足, 维持买入评级。

相关报告

1. 《公司澄清美国除湿机事件, 不改投资价值》, 2013.6.21
2. 《高管对今年收入 1200 亿和净利润百亿有信心》, 2013.5.21

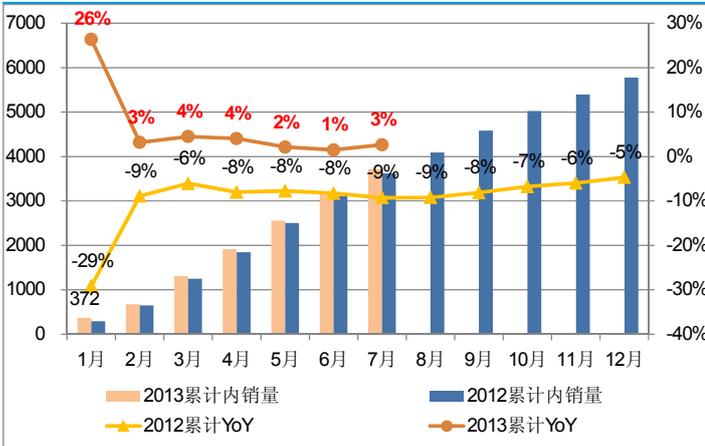
蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

收入增长未能提速，利息收入和远期外汇贡献高利润

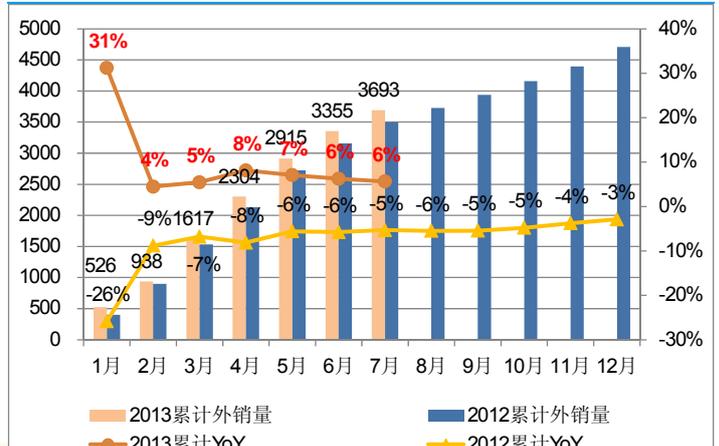
- 1H13 空调行业销量 1033 万台 (YoY -0.9%)；其中内销 599 万台 (YoY -1.3%)，出口 434 万台 (YoY -0.3%)。7 月天气转热后，终端销售旺盛对出货有一定拉动，7 月单月内销增速达 9.8%。产业在线数据显示，1-6 月格力总销售市场份额下降 0.6 个百分点，为 31.2%。

图表1: 我国空调行业 1-7 月累计内销量及增速



单位: 万台

图表2: 我国空调行业 1-7 月累计外销量及增速



单位: 万台

来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 1H13 空调主要品牌总销量市场份额

品牌	12年1-6月	13年1-6月	份额变化
格力	31.8%	31.2%	-0.6
美的	24.6%	25.5%	0.8
海尔	7.9%	7.8%	-0.1
志高	4.9%	5.2%	0.3
海信科龙	3.9%	4.6%	0.7
TCL	3.5%	4.4%	0.9
CR3	64.3%	64.5%	0.1
CR6	76.8%	78.8%	2.0

来源: 产业在线, 国金证券研究所

- 上半年, 公司的空调销售收入为 468 亿元 (YoY 9.3%)，其中家用空调收入预计个位数增长，中央空调和热泵一体机预计增速达 30% 以上。毛利率受益于铜价下跌、均价上升而上升 5.6 个点。预计下半年原材料价格降幅或有缩窄。
- 小家电销售收入 7.2 亿元 (YoY -8.9%)，其中净水机由于处于推广期，毛利率较低，令小家电毛利率大幅下降，预计下半年净水机销量上升后，毛利率也可有所提高。

图表4: 1H13 公司分产品收入、毛利率及增速

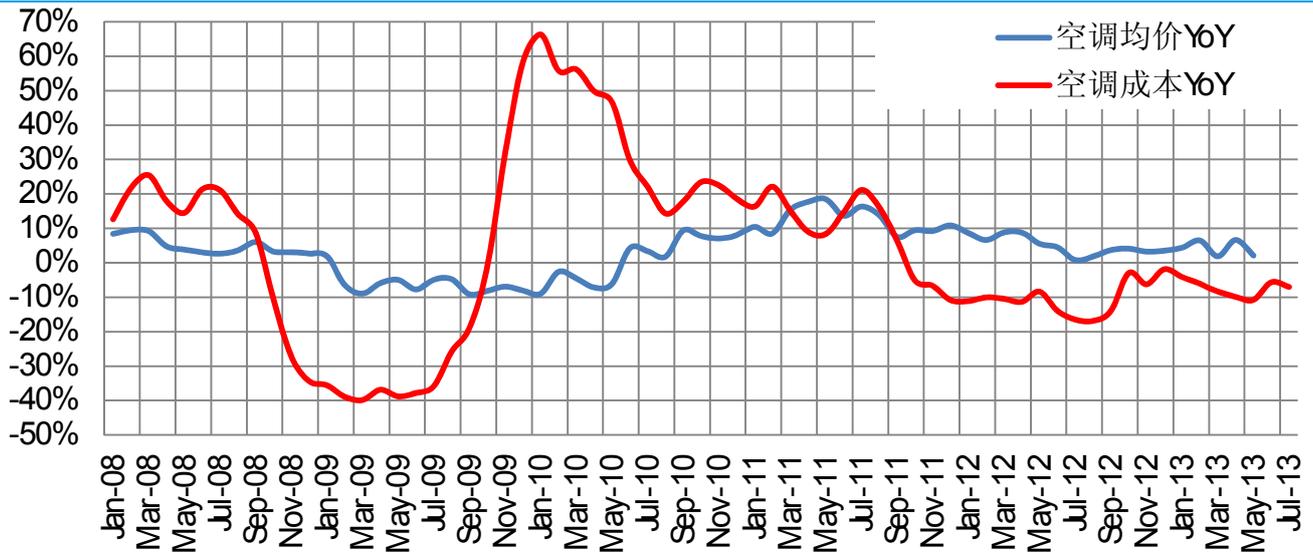
亿元	营业收入	收入 YoY	毛利率	毛利率比上年同期增减
空调	468	9.3%	29.5%	5.6%
小家电	7.2	-8.9%	15.0%	-7.9%
其他*	4.6	7.4%	12.0%	1.8%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 1H13 公司分地区收入、毛利率及增速

亿元	营业收入	收入 YoY	毛利率	毛利率比上年同期增减
内销	376	8.21%	33.48%	6.33%
外销	104	11.90%	13.48%	2.46%

图表6: 上半年空调成本平均下降约 7 个点



来源: Wind, 国金证券研究所

- 2Q13, 空调市场并未发生价格战, 销售费用率与去年同期略有下降, 符合我们年初判断; 但因 1Q13 预提费用较高, 令 1H13 销售费用率上升 3.2 个点。下半年销售费用率存在下降的空间。
- 1H13, 财务费用中利息收入项高达 4.5 亿元, 同比增长 63%; 受益于人民币对美元升值, 远期外汇合约产生收益 6.16 亿元, 其中套期保值收益约 2.6 亿元 (按照汇兑损失额来估算), 其余 3.6 亿元左右为套利收入。下半年如果人民币贬值, 则该部分收益有减少的风险。

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: 利润表分析

(百万元)		1Q12	2Q12	1H11	1Q13	2Q13	1H12	2Q13 同比	1H13 同比	点评
单季收入 及增速	营业收入	20088	28215	48303	22293	31196	53489	10.6%	10.7%	1H13空调收入增长9.3%，其中家用空调个数增长，商用空调增幅达30%以上。2Q13与1Q13增速接近。
	收入YoY				11.0%	10.6%	10.7%			
利润表结构 百分比	毛利率	22.9%	23.7%	23.4%	29.9%	26.7%	28.0%	3.0	4.7	毛利率受益于原材料价格下降和均价提升，2Q13提高幅度环比缩窄。
	-销售费用率	12.1%	12.9%	12.5%	20.1%	12.7%	15.8%	-0.2	3.2	2Q13费用率与去年同期略有下降，因1Q13预提费用较高，因此1H13销售费用率上升3.2个点。下半年费用率仍有下降空间。
	毛利率-费用率	10.8%	10.8%	10.8%	9.8%	14.0%	12.3%	3.2	1.4	
	-管理费用率	3.9%	3.1%	3.4%	4.0%	3.7%	3.8%	0.5	0.4	
	-财务费用率	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.1	0.0	含2.6亿元汇兑损失。
	-资产减值损失	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1	0.1	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8	0.8	远期外汇合约产生套期保值及套利收入6.16亿元，其中1.8亿元已处置交易性金融资产取得的收益计入投资收益，其余4.4亿元计入公允价值变动收益。
	+投资收益	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5	0.4	
	+营业外收支	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3	0.2	
	=利润总额	7.2%	7.0%	7.1%	7.2%	10.9%	9.3%	3.9	2.2	
	-所得税费用	17.8%	12.9%	15.0%	15.8%	20.2%	18.8%	7.4	3.9	
-少数股东损益	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	-0.1		
归属于母公司所有者净利润率	5.8%	6.0%	5.9%	6.0%	8.6%	7.5%	2.6	1.6		
单季净利润 及增速	净利润(百万元)	1173.6	1697.5	2871.1	1335.2	2680.1	4015.3	57.9%	39.9%	受益于远期外汇合约产生的收益，2Q13净利率大幅提高，单季净利润增速达58%。
	净利润YoY				13.8%	57.9%	39.9%			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

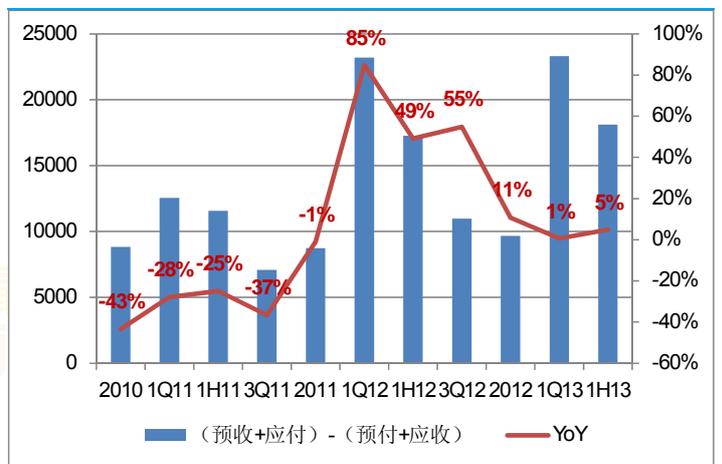
- 1H13 尽管预收账款同比下降 18%，但“无息净负债”[(预收账款+应付票据+应付账款)-(预付账款+应收票据+应收账款)]仍持续上升，表明公司占款能力仍在加强。
- 上半年经营性现金流净额为 157.5 亿元，与去年同期 156.6 亿元持平。

图表8: 1H13 预收账款比去年同期下降 18%



来源: 国金证券研究所

图表9: “(预收+应付)-(预付+应收)”继续上升, 表明占款能力仍强



盈利预测及投资建议

- 维持收入预测不变，上调盈利预测：预计 2013-2015 年公司收入为 1185、1387 和 1585 亿元，同比增长 18.3%、17.1%和 14.3%；净利润 97.0、114.3 和 133.0 亿元，同比增长 31.4%、17.9%和 16.3%；EPS 为 3.225、3.802 和 4.422 元。
- 现价 28.00 元对应 8.7 × 13EPS/7.4 × 14EPS，安全边际仍足，维持买入评级。

附录：三张报表预测摘要

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
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	57,131	70,484
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
主营业务成本	-47,474	-68,150	-73,434	-85,889	-100,540	-114,843	存货	11,559	17,503	17,235	20,115	23,547
% 销售收入	78.1%	81.6%	73.4%	72.5%	72.5%	72.4%	其他流动资产	4,240	2,685	2,851	3,174	3,526
毛利	13,333	15,367	26,676	32,567	38,150	43,686	流动资产	54,533	71,756	85,088	122,662	147,014
% 销售收入	21.9%	18.4%	26.6%	27.5%	27.5%	27.6%	% 总资产	83.3%	84.4%	79.1%	100.4%	99.5%
营业税金及附加	-539	-498	-590	-711	-832	-951	长期投资	2,677	17	2,880	0	30
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	5,629	9,881	15,005	-4,184	-3,412
营业费用	-8,410	-8,050	-14,626	-17,176	-19,971	-22,670	% 总资产	8.6%	11.6%	13.9%	-3.4%	-2.3%
% 销售收入	13.8%	9.6%	14.6%	14.5%	14.4%	14.3%	无形资产	1,066	1,670	1,683	2,098	2,452
管理费用	-1,978	-2,783	-4,056	-4,738	-5,548	-6,341	非流动资产	10,900	13,258	22,479	-487	670
% 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%	-0.4%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	2,406	4,035	7,404	9,942	11,799	13,724	资产总计	65,433	85,014	107,567	122,175	147,684
% 销售收入	4.0%	4.8%	7.4%	8.4%	8.5%	8.7%	短期借款	1,900	4,916	6,034	0	0
财务费用	309	453	461	585	971	1,339	应付款项	35,736	49,370	52,720	61,387	71,854
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	10,580	9,656	20,076	24,928	28,535
资产减值损失	-100	21	-66	-67	-48	-47	流动负债	48,217	63,942	78,830	86,315	100,390
公允价值变动收益	69	-58	247	150	150	150	长期贷款	1,854	2,582	984	0	0
投资收益	62	91	-20	300	200	180	其他长期负债	64	59	172	85	85
% 税前利润	1.2%	1.4%	n.a	2.6%	1.5%	1.2%	负债	50,134	66,583	79,987	86,400	100,475
营业利润	2,747	4,542	8,026	10,911	13,072	15,346	普通股股东权益	13,298	17,601	26,743	34,938	44,869
营业利润率	4.5%	5.4%	8.0%	9.2%	9.4%	9.7%	少数股东权益	709	770	837	0	0
营业外收支	2,310	1,786	736	500	380	300	负债股东权益合计	64,145	84,955	107,567	122,175	147,684
税前利润	5,056	6,329	8,763	11,411	13,452	15,646	比率分析					
利润率	8.3%	7.6%	8.8%	9.6%	9.7%	9.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E
所得税	-753	-1,031	-1,317	-1,712	-2,018	-2,347	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	3.225	3.802
净利润	4,303	5,297	7,446	9,699	11,435	13,299	每股净资产	4.719	6.246	8.891	11.616	14.917
少数股东损益	27	60	66	0	0	0	每股经营现金净流	0.219	1.191	6.120	4.528	4.606
归属于母公司的净利润	4,276	5,237	7,380	9,699	11,435	13,299	每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500
净利率	7.0%	6.3%	7.4%	8.2%	8.2%	8.4%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.15%	29.75%	27.59%	27.76%	25.48%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	6.67%	6.16%	6.86%	7.99%	7.87%
净利润	4,303	5,297	7,446	9,699	11,435	13,299	投入资本收益率	11.49%	13.04%	18.10%	24.13%	22.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	548	612	1,044	556	121	181	主营业务收入增长率	42.62%	37.35%	19.87%	18.33%	17.08%
非经营收益	-567	-198	-1,175	1,971	-730	-630	EBIT增长率	-16.96%	67.72%	83.48%	34.28%	18.68%
营运资金变动	-3,693	-2,359	11,094	1,394	3,029	2,346	净利润增长率	46.76%	22.48%	40.91%	31.43%	17.89%
经营活动现金净流	592	3,353	18,409	13,620	13,855	15,197	总资产增长率	29.66%	32.44%	26.62%	13.58%	20.88%
资本开支	-2,481	-4,772	-3,602	18,785	-820	-800	资产管理能力					
投资	-415	1,074	1,006	2,879	-30	-30	应收账款周转天数	6.9	5.8	5.3	5.5	5.5
其他	1,010	930	-58	450	350	330	存货周转天数	67.5	78.3	86.8	86.0	86.0
投资活动现金净流	-1,887	-2,767	-2,654	22,114	-500	-500	应付账款周转天数	97.8	78.8	95.2	112.0	112.0
股权募资	0	0	3,198	0	0	0	固定资产周转天数	33.3	33.7	46.3	-12.9	-8.4
债权募资	2,217	3,296	-1,834	-7,451	0	0	偿债能力					
其他	-3,709	-4,257	-528	-96	-1	0	净负债/股东权益	-81.97%	-46.59%	-80.45%	-164.25%	-157.66%
筹资活动现金净流	-1,492	-961	835	-7,547	-1	0	EBIT利息保障倍数	-7.8	-8.9	-16.0	-17.0	-12.1
现金净流量	-2,787	-375	16,590	28,187	13,354	14,463	资产负债率	78.16%	78.37%	74.36%	71.20%	69.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	3	13	39
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.03

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 2012-10-08	买入	21.31	24.40 ~ 26.95
2 2012-10-31	买入	23.22	25.63 ~ 28.48
3 2012-12-07	买入	22.69	25.63 ~ 28.48
4 2013-01-18	买入	28.19	31.00 ~ 32.59
5 2013-04-12	买入	26.19	31.55 ~ 32.34
6 2013-05-01	买入	25.99	31.56 ~ 32.33
7 2013-05-21	买入	27.83	35.27 ~ 38.31
8 2013-06-21	买入	25.14	35.27 ~ 38.21

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作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