

空调

署名人: 刘芷冰

S0960513080003

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 36.60元

当前股价: 27.01元

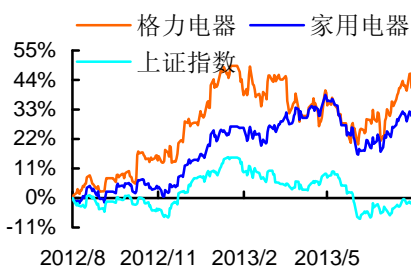
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2072.96
总股本(百万)	3008
流通股本(百万)	2986
流通市值(亿)	807
EPS	1.33
每股净资产(元)	9.20
资产负债率	74.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格力电器	16.32%	0.63%	0.34%
家用电器	11.39%	-5.69%	3.48%
上证指数	4.03%	-10.07%	-10.88%



相关报告

《格力电器: 业绩超预期, 轻装上阵迎新冷年》2013-8-20

格力电器

000651

强烈推荐

百亿利润近在眼前

投资要点:

- 市场目前对格力的担心主要在三方面:
- 经销商库存仍处高位。我们从产业在线库存数据、产业在线与中怡康出货的剪刀差、多地经销商调研等三个方面对经销商库存情况进行了分析, 认为: **渠道库存已处低位, 新冷年将轻装上阵。**
- 经销商待遇有所下滑, 经销商积极性受到打压。今年以来, 市场不断有人质疑格力对经销商的待遇不如以前, 经销商利润下滑, 从我们草根调研的情况来看, **经销商普遍反映净利率并没有下滑, 净利润率仍维持在10%左右, 返点和鼓励政策并没有出现与过去大的不同。**
- 新冷年开盘情况一般。**第一, 1200亿收入目标实现概率高。**根据草根调研, 2014冷年销量目标增长20%, 更加实际、理性。目前8月经销商平均打款占新冷年目标的25%, 说明经销商打款积极性高, 下游需求旺盛。**我们认为, 新冷年伴随新产品的推广、新标准的实施, 在轻库存、经销商资金压力很小的情况下, 1200亿收入目标大有可能完成。第二, 100亿利润目标实现概率高。**1) 1H毛利率提升明显, 2H有望延续。2) 1H销售费用计提充分, 为下半年盈利留出空间。**我们认为今年格力的净利润率将提高, 使利润达到100亿的目标。**
- **投资建议及盈利预测:** 渠道库存消化已见成效, 库存处于低位, 新冷年开盘, 经销商打款、提货积极性高, 新品推出、原材料维持低位使毛利率维持高位, 上半年费用计提充分, 为下半年盈利留出空间, 上调2013-15年EPS为3.31、4.09、4.89(原为2.94, 3.42, 4.12), PE为8.5, 6.8, 5.7倍, 给予13年11倍PE, 目标价36.4元, 给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 新产品推广受阻, 销量增长不达预期, 政策补贴不利于公司发展

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	100110	121023	139385	158465
收入同比(%)	20%	21%	15%	14%
归属母公司净利润	7380	9946	12304	14716
净利润同比(%)	41%	35%	24%	20%
毛利率(%)	26.9%	28.5%	28.9%	29.4%
ROE(%)	27.6%	29.4%	28.4%	27.2%
每股收益(元)	2.45	3.31	4.09	4.89
P/E	11.41	8.47	6.84	5.72
P/B	3.15	2.49	1.95	1.56
EV/EBITDA	120	6	4	4

资料来源: 中投证券研究所

目 录

1. 三方面验证渠道库存已处低位.....	5
2. 经销商利润得到保障.....	7
3. 新冷年开盘局势大好.....	8
4. 投资建议：强烈推荐.....	11
附：1H13 中报点评.....	11

图表目录

图 1：产业在线与中怡康增速差逐步扩大，说明渠道去库存明显	5
图 2：库存内销比持续下行	6
图 3：库存同比快速下滑	6
图 4/5:预收账款/收入显示格力强大的渠道控制力,(应付票据+应付账款)/成本显示格力强大的供应商控制力	7
图 6：格力主要渠道仍是自有专卖店	8
图 7：公司各季度收入与利润增长迅速	9
图 8/9：产业在线各品牌内销销量增速,中怡康各品牌内销销量增速	9
表 1：公司 1H 毛利率提升明显	10
图 10：公司各季度费用和毛利率	10
图 11/12：其他流动负债增长迅速,其他流动负债占营业收入比重增长迅速	11

市场主要的担心和我们的观点

市场目前对格力的担心主要在三方面：

1、经销商库存仍处高位。

我们从产业在线库存数据、产业在线与中怡康出货的剪刀差、多地经销商调研等三个方面对经销商库存情况进行了分析，认为：**渠道库存已处低位，新冷年将轻装上阵。**

2、经销商待遇有所下滑，经销商积极性受到打压。

今年以来，市场不断有人质疑格力对经销商的待遇不如以前，经销商利润下滑，从我们草根调研的情况来看，**经销商普遍反映净利率并没有下滑，净利率仍维持在 10%左右，返点和鼓励政策并没有出现与过去大的不同。**

3、新冷年开盘情况一般。

第一，1200 亿收入目标实现概率高。

2013 冷冻年目标完成度不高。根据草根调研，2013 冷冻年制定的 30%销售量增长目标，由于 2012 年 4 季度库存积压、13 年上半年天气原因导致出货放缓，各区域完成度不高，我们预计在销量增长在 15%左右。2014 冷年销量目标增长 20%，更加实际、理性。目前 8 月经销商平均打款占新冷年目标的 25%，说明经销商打款积极性高，下游需求旺盛。我们认为，新冷年伴随新产品的推广、新标准的实施，在轻库存、经销商资金压力很小的情况下，1200 亿收入目标大有可能完成。

第二，100 亿利润目标实现概率高。

1) 1H 毛利率提升明显，2H 有望延续。毛利率提升主要来源于均价上升和成本的下降，2H 原材料价格仍将在低位徘徊，新冷年新产品推出后，产品价格有望提升，毛利率持续高位的情况有望延续。

2) 1H 销售费用计提充分，为下半年盈利留出空间。1H 销售费用率 15.79%，同比提升 3.25 个百分点，整体费用率 19.72%，上升 3.76 个百分点，下半年渠道建设、销售返利上将少于上半年。综上所述，我们认为今年格力的净利润率将提高，使利润达到 100 亿的目标。

股价的催化剂

股价表现得催化剂在于：新产品推广顺利，销量增长超预期

主要风险

核心假定风险来自于：新产品推广受阻，销量增长不达预期，政策补贴不利于公司发展

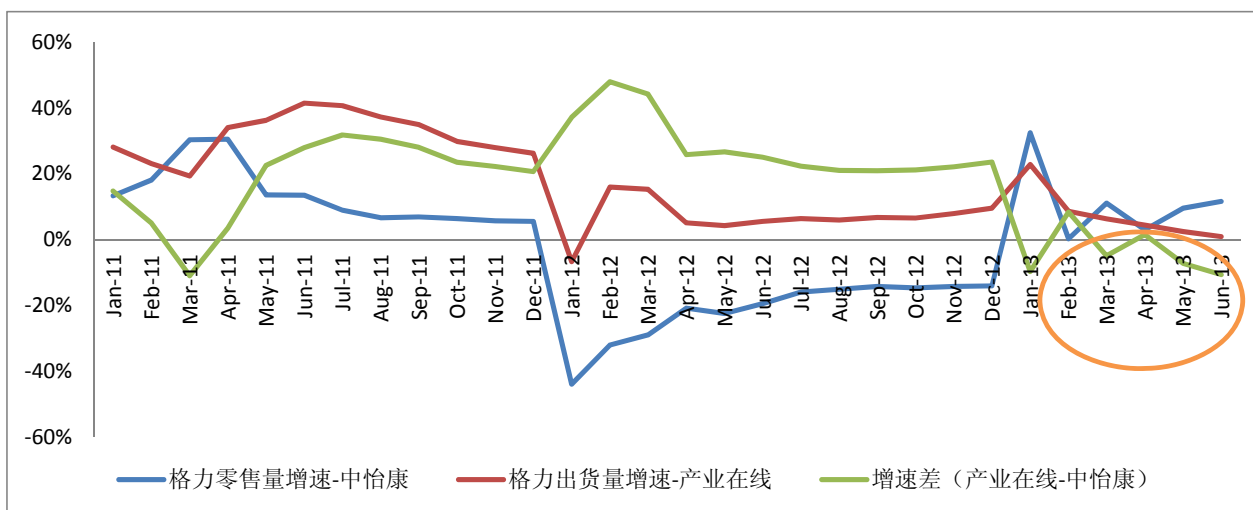
1. 三方面验证渠道库存已处低位

今年以来，由于去年经销商库存过重、天气凉爽，厂商出货减慢，而今年1200亿收入目标又相对比较高，市场普遍担心由于高库存影响，今年收入难以达目标。我们从产业在线库存数据、产业在线与中怡康出货的剪刀差、多地经销商调研等三个方面对经销商库存情况进行了分析，认为：渠道库存已处低位，新冷年将轻装上阵。

1) 从产业在线与中怡康数据来看：我们用产业在线数据用来表示厂商出货情况，中怡康数据用来表示终端销售的情况，产业在线与中怡康两者增速之差用来表示库存情况，之差大于零说明渠道库存在增加，小于零说明渠道库存在减少。

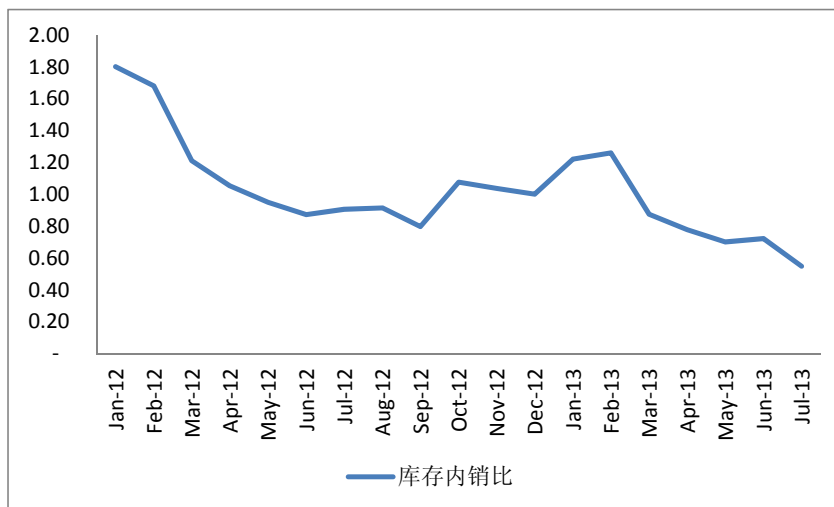
从数据显示，6月增速差已扩大至-11%，说明终端在炎热夏天的刺激之下，去库存明显，库存快速消化。

图 1：产业在线与中怡康增速差逐步扩大，说明渠道去库存明显



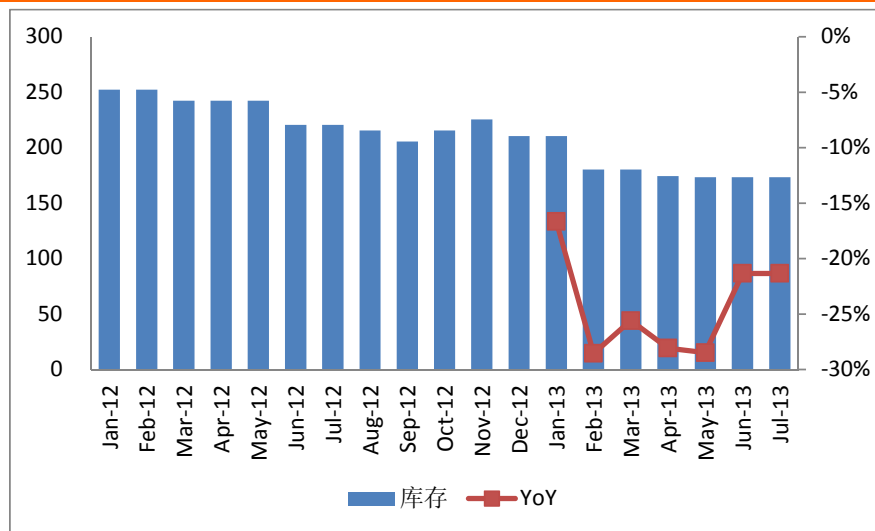
资料来源：产业在线，中怡康，中投证券研究所

图 2：库存内销比持续下行



资料来源：产业在线，中投证券研究所

图 3：库存同比快速下滑



资料来源：产业在线，中投证券研究所

2) 从产业在线的数据来看：7月库存 173 万，同比下滑 21.3%，库销比 0.55,近两年来最低库销比。

3) 从草根调研的情况来看：6、7月持续炎夏之后，经销商去库存明显，7月产业在线出货量增长-4.25%，根据草根调研，7月安装卡增长 15-20%，显示终端需求良好，出货与销售出现剪刀差，显示渠道去库存明显，新冷年到，经销商轻装上阵迎新冷年。根据多地经销商草根调研，经过 6、7月炎夏去库存后，综合来看，我们预计经销商库存同比增长小于 10%，而去年经销商同比增长 20-30%，经销商库存处于低位。

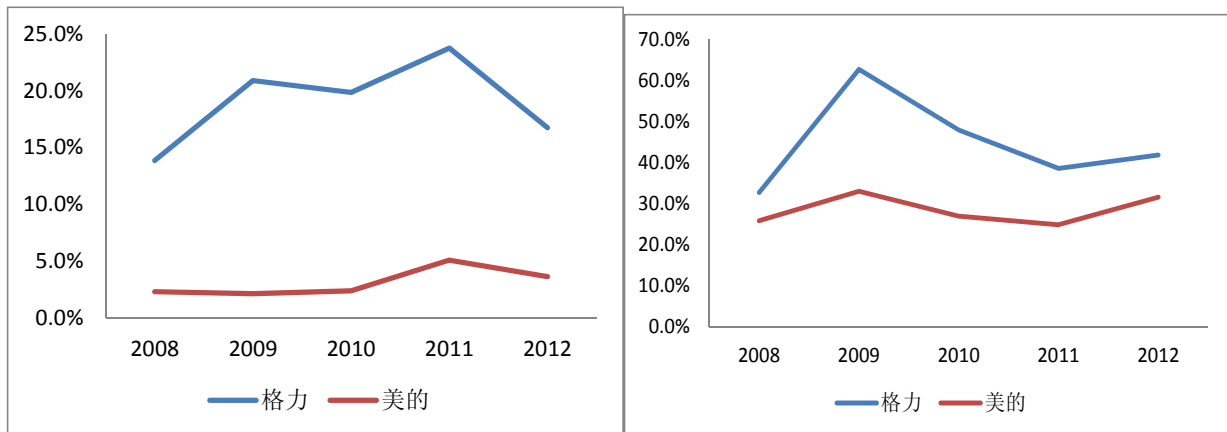
我们认为，低库存有利于新冷年开盘和经销商打款、提货，有利于缓解经销商资金压力，有利于下半年的销售。

2.经销商利润得到保障

今年以来，市场不断有人质疑格力对经销商的待遇不如以前，经销商利润下滑，从我们草根调研的情况来看，经销商普遍反映净利率并没有下滑，净利润率仍维持在 10%左右，返点和鼓励政策并没有出现与过去大的不同。

格力的产品质量毋庸置疑，品牌力也很强，格力的优势在于：“好产品+好渠道”，我们认为好渠道是一个让经销商、厂商共赢的体系。格力一直以来最强大而难以被竞争对手模仿的护城河在于其强大的渠道和供应商控制力，我们分别用预收账款/收入和（应付票据+应付账款）/成本表示格力对经销商和供应商的控制力，从数据上显示，格力对上下游的控制力明显强于竞争对手。

图 4：预收账款/收入显示格力强大的渠道控制力 图 5：（应付票据+应付账款）/成本显示格力强大的供应商控制力

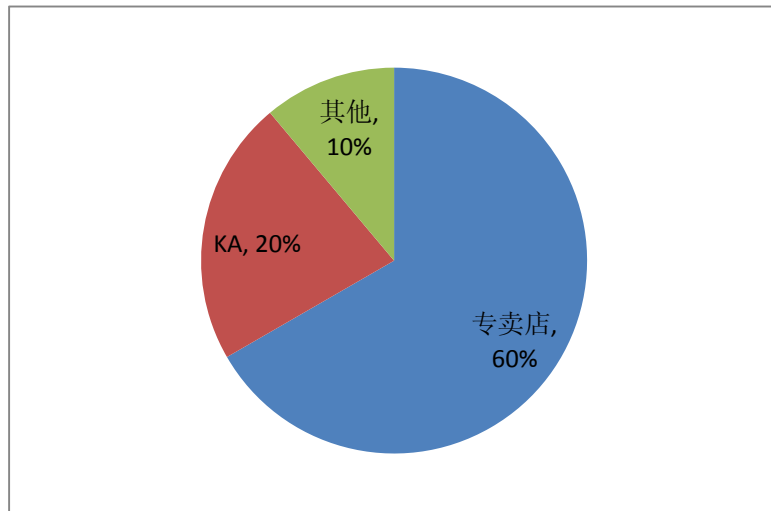


资料来源：产业在线，中投证券研究所

格力对渠道的控制力主要体现在：

- 1) 自有专卖店占比高。与其他家电公司依靠 KA 不同，格力 60%是依靠自有专卖店，由于 KA 较强势，KA 回款期较长、利润也较薄，专卖店占比较高，说明格力的利润率仅在渠道结构的不同上就比其他竞争对手更高。

图 6：格力主要渠道仍是自有专卖店



资料来源：中投证券研究所

2) 丰富的返点制度。

格力对经销商的奖励主要来自于 3 部分：

一是“淡季贴息返利”。即在淡季（如 8 月后，新冷冻年开始）打款，格力将给经销商予高于银行贷款利率的利息给予返点，比如打 100 万元货款，提货时可提 108 万元的货。

二是“年终返利”。这是在一个冷冻年结束后，公司对完成销售目标的经销商再进行返点，第二年可用此额度再提货。

三是提货返点等其他返点。公司会不定期的推出提前提货返点，鼓励经销商提货。

今年以来，市场不断有人质疑格力对经销商的待遇不如以前，经销商利润下滑，从我们草根调研的情况来看，经销商普遍反映净利率并没有下滑，返点和鼓励政策并没有出现与过去大的不同。

3) 奖惩分明的制度。格力经销商一年考核一次，达不到销售目标就淘汰，格力在区域销售分公司并不控股，但格力对渠道有绝对的控制力，包括选派总经理等关键人员，派驻专门的市场监督人员，考核决定返利，以及选任和取消代理权的能力。做格力的经销商，普遍反映不怕卖不出货，只怕资金压力（因需淡季打款）和销售目标考核。

3.新冷年开盘局势大好

格力今年的目标是 1200 亿收入、100 亿利润，市场对此争议很大，我们认为该目标实现的可能性很大。

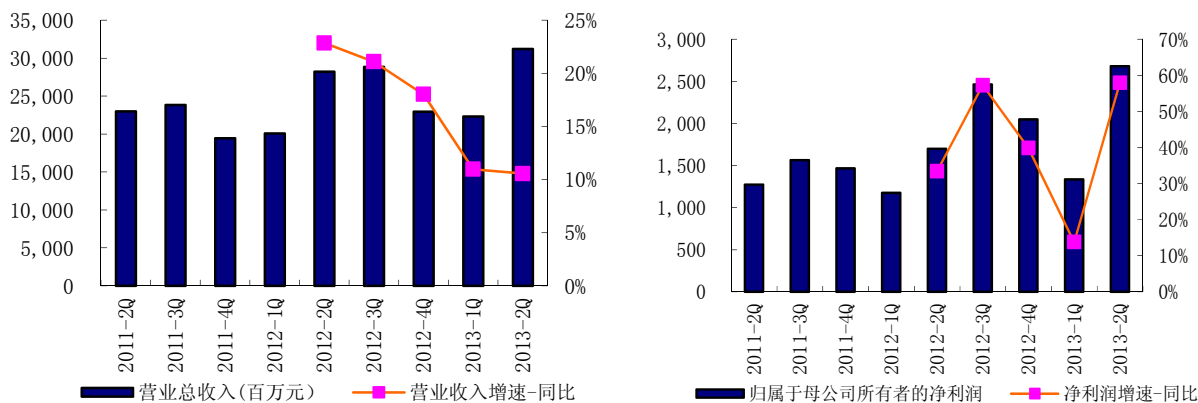
第一，收入目标实现概率高

2013 冷冻年目标完成度不高。8月中, 2014 冷冻年(2013年8月-2014年7月)经销商大会在珠海召开, 对公司2013年冷冻年的情况进行了总结, 2013 冷冻年制定的 30%销售量增长目标, 由于2012年4季度库存积压、13年上半年天气原因导致出货放缓, 各区域完成度不高, 我们预计在销量增长在 15%左右。

2014 冷年销量目标增长 20%, 更加实际、理性。新冷年开盘, 公司对各销售公司的情况进行了深入了解, 制定了约 20%的销量增长目标, 目标更加实际、理性。根据我们草根调研的情况, 8月经销商打款积极, 一般8月打款占新冷年目标的 20-25%, 目前8月经销商平均打款占新冷年目标的 25%, 说明经销商打款积极性高, 下游需求旺盛。同时, 由于天气炎热, 经销商提货热情也很高, 部分经销商由于担心新补贴政策出台会对机型销售产生影响, 提货还受到了些抑制。

综上所述, 我们认为, 新冷年伴随新产品的推广、新标准的实施, 在轻库存、经销商资金压力很小的情况下, 1200 亿收入目标大有可能完成。

图 7 : 公司各季度收入与利润增长迅速



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 8 : 产业在线各品牌内销销量增速

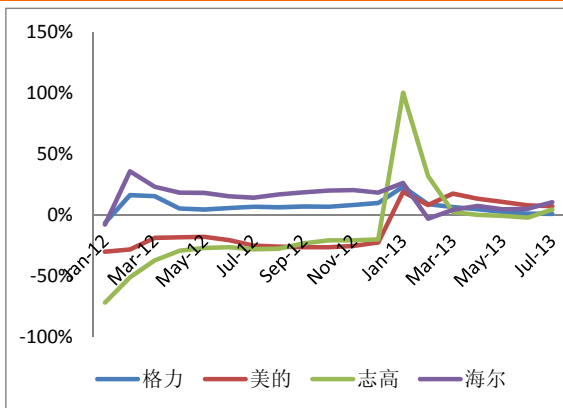
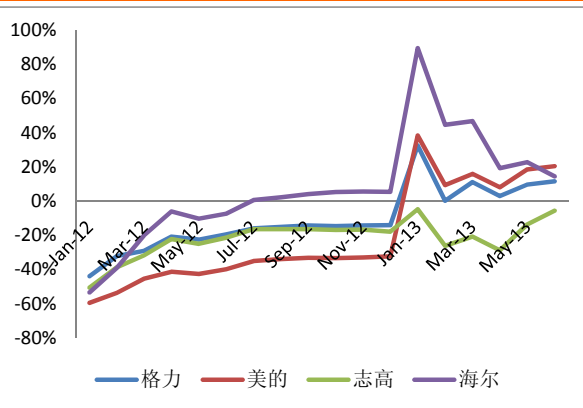


图 9 : 中怡康各品牌内销销量增速



资料来源: 中怡康, 产业在线, 中投证券研究所

第二，利润目标实现概率高

1H 毛利率提升明显，2H 有望延续。1H14 的毛利率提升 5.4%，主要来源于：1) 均价上升。中怡康零售数据显示，格力电器上半年零售均价同比增长约 3%；Q1、Q2 毛利率分别为 30%、27%，2Q 毛利率下降主要是出口产品占比的提高。2) 原材料价格下滑。空调成本占比 40%的铜价今年有较大下滑，最高下滑比例达到 18%，另外钢铁价格下降也对毛利率提升贡献作用。2H 原材料价格仍将在低位徘徊，新冷年新产品推出后，产品价格有望提升，毛利率持续高位的情况有望延续。

表 1：公司 1H 毛利率提升明显

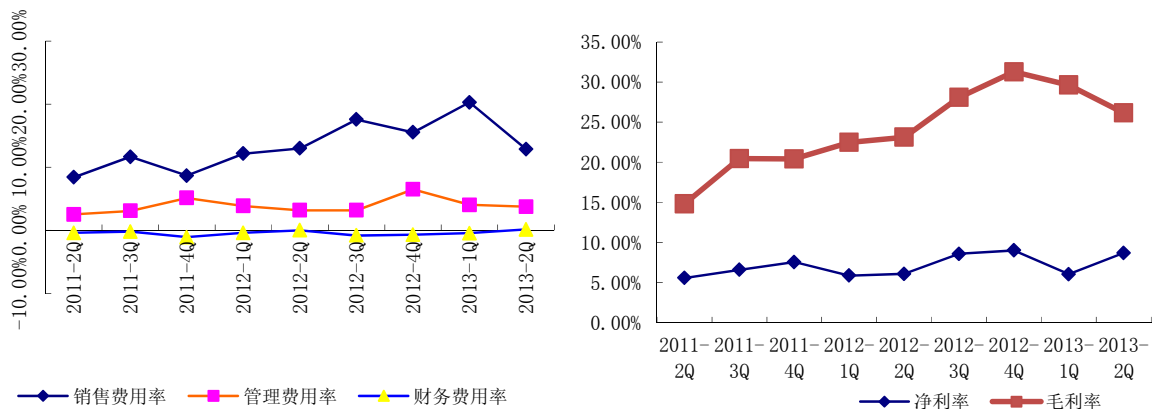
项目	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)	
行业	家电制造	48,001,740,855.21	34,009,179,998.18	29.15%	8.99%	1.27%	5.40%
产品	空调	46,822,295,842.90	32,992,752,405.46	29.54%	9.33%	1.23%	5.64%
	小家电	716,133,937.15	608,713,846.58	15.00%	-8.88%	0.49%	-7.93%
	其他*	463,311,075.16	407,713,746.14	12.00%	7.36%	5.20%	1.80%
地区	内销	37,604,311,557.84	25,013,324,170.10	33.48%	8.21%	-1.20%	6.33%
	外销	10,397,429,297.37	8,995,855,828.08	13.48%	11.90%	8.81%	2.46%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

1H 销售费用计提充分，为下半年盈利留出空间。1H 销售费用率 15.79%，同比提升 3.25 个百分点，整体费用率 19.72%，上升 3.76 个百分点，主要原因是公司进行渠道的拓展，在各地进行专卖店装修、大型体验店的建设有关，预计下半年这部分费用率将下滑。另外，反映销售返利的“其他流动负债”，同比增长 79.8%，占收入比重高达 38.7%，说明公司在销售返利计提上十分充分，预计下半年费用率将下滑。

综上所述，我们认为今年格力的净利润率将提高，使利润达到 100 亿的目标。

图 10：公司各季度费用和毛利率



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 11: 其他流动负债增长迅速

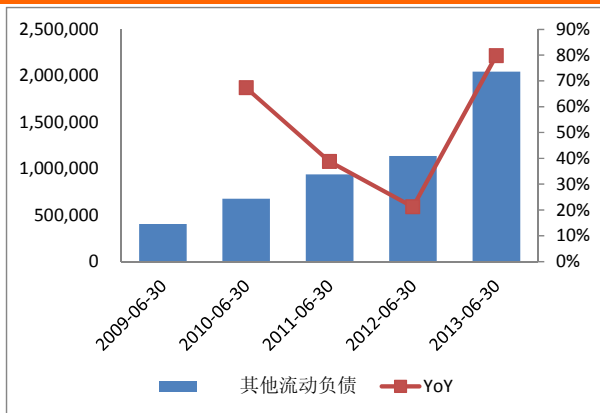


图 12: 其他流动负债占营业收入比重增长迅速



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

4.投资建议: 强烈推荐

渠道库存消化已见成效, 库存处于低位, 新冷年开盘, 经销商打款、提货积极性高, 新品推出、原材料维持低位使毛利率维持高位, 上半年费用计提充分, 为下半年盈利留出空间, 上调 2013-15 年 EPS 为 3.31、4.09、4.89 (原为 2.94, 3.42, 4.12), PE 为 8.5, 6.8, 5.7 倍, 给予 13 年 11 倍 PE, 目标价 36.4 元, 给予“强烈推荐”评级。

附: 1H13 中报点评

收入符合预期, 利润增长超预期。上半年公司实现营业收入 528.96 亿元, 同比增长 10.38%; 实现归属于母公司所有者的净利润 40.15 亿元, 同比增长 39.85%, 扣非净利润 32.57 亿, 同比增长 17.55%, ROE 为 14.25%, 同比增长 1.04%。根据产业在线数据统计, 截止 2013 年 7 月, 格力空调销售 2325 万台, 同比增长 0.77%。

套保获利良多, 非经常性损益增长超预期。为规避大宗原料价格大幅波动给公司原材料采购带来的成本风险、汇率和利率波动风险, 减少外汇负债及进行成本锁定, 公司进行了原材料期货和和远期外汇套保, 获利为历年最高。非经常性损益合计 7.57 亿, 同比增长 780%, 主要来源于: 1) 套保等金融产品交易收益 6.34 亿, 去年同期该项收益为-2643 万, 其中期货套保合约报告期内损益为-512.54 万元, 远期外汇合约报告期内损益为 6.16 亿。2) 政府补贴, 主要是节能惠民政策补贴的结算, 合计 3.11 亿, 同比增长 211%,

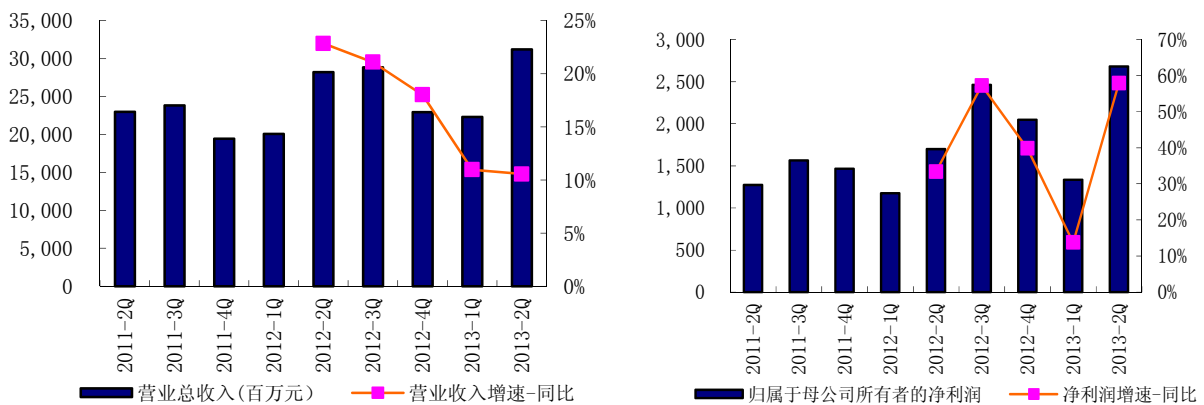
毛利率提升、销售费用计提充分, 为下半年盈利留出空间。今年以来, 原材料价格一直处于低位, 格力凭借强大的品牌力, 提高价格, 1H 毛利率提升 4.75%。1H 销售费用率 15.79%, 同比提升 3.25 个百分点, 整体费用率 19.72%, 上升 3.76 个百分点, 计提充分, 为下半年盈利留出空间。

炎夏过后，经销商消库存彻底，轻装上阵迎新冷年。6、7月持续炎夏之后，经销商去库存明显，7月产业在线出货量增长-4.25%，根据草根调研，7月安装卡增长15-20%，出货与销售出现剪刀差，显示渠道去库存明显，新冷年到来，经销商轻装上阵迎新冷年。

投资建议及盈利预测：空调行业由于城镇进入更新期及农村进入快速普及期，内销仍然空间，公司具有较高的成长性，战略清晰，作为制冷行业龙头，拥有优异的盈利能力，2013-15年EPS为2.94, 3.42, 4.12, PE为9.5, 8.0, 6.8倍，给予“强烈推荐”评级。

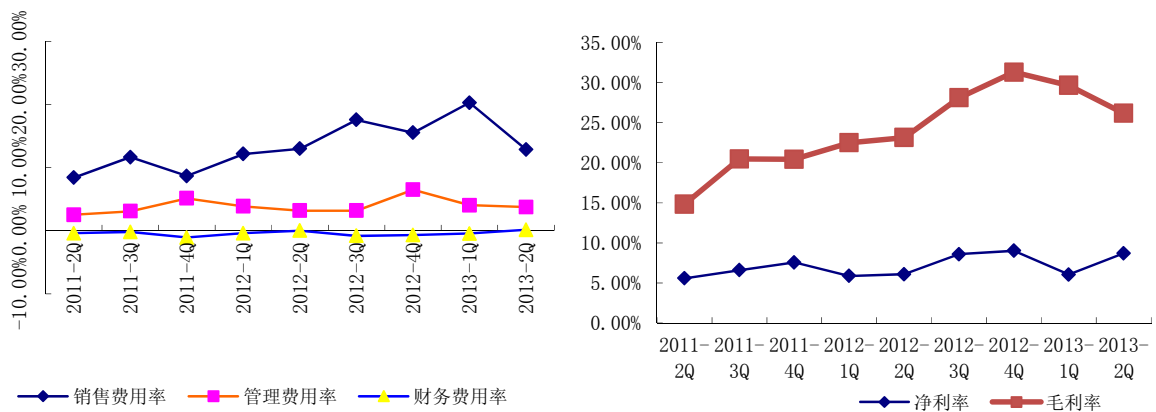
风险提示：渠道销售出现压库存现象，新补贴政策出现不利因素

图 1：公司各季度收入与利润增长迅速 单位：元



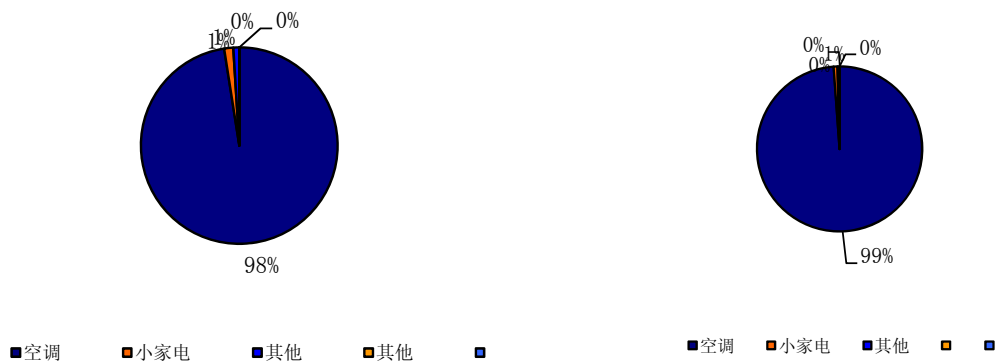
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2：公司各季度费用和毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3: 公司分产品收入和毛利占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	85088	76524	95130	112246	营业收入	100110	121023	139385	158465
现金	28944	3660	12110	20234	营业成本	73203	86541	99046	111922
应收账款	1475	1983	2129	2451	营业税金及附加	590	1368	1575	1791
其它应收款	290	628	725	701	营业费用	14626	18274	20211	22660
预付账款	1740	3224	3137	3458	管理费用	4056	4865	5450	6212
存货	17235	21373	24494	27279	财务费用	-461	-308	-235	-483
其他	35404	45656	52535	58124	资产减值损失	66	48	31	48
非流动资产	22479	20054	19142	18920	公允价值变动收益	247	86	92	142
长期投资	28	25	25	27	投资净收益	-20	44	38	21
固定资产	12700	12848	11783	10719	营业利润	0	10365	13437	16478
无形资产	1635	1974	2249	2435	营业外收入	760	1653	1420	1278
其他	8115	5207	5084	5738	营业外支出	24	42	42	36
资产总计	107567	96579	114272	131166	利润总额	0	11976	14815	17719
流动负债	78830	60443	68669	74975	所得税	1317	1916	2370	2835
短期借款	3521	100	100	100	净利润	7446	10060	12445	14884
应付账款	22665	8654	9905	11192	少数股东损益	66	114	141	168
其他	52645	51689	58664	63683	归属母公司净利润	7380	9946	12304	14716
非流动负债	1156	1411	1242	776	EBITDA	517	11133	14334	17131
长期借款	984	1313	1132	649	EPS (元)	2.45	3.31	4.09	4.89
其他	172	98	110	127					
负债合计	79987	61854	69911	75750					
少数股东权益	837	951	1092	1260	主要财务比率				
股本	3008	3008	3008	3008	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	3187	3187	3187	3187	成长能力				
留存收益	20530	27476	36882	47627	营业收入	19.9%	20.9%	15.2%	13.7%
归属母公司股东权益	26743	33774	43269	54156	营业利润	-	-	29.6%	22.6%
负债和股东权益	107567	96579	114272	131166	归属于母公司净利润	40.9%	34.8%	23.7%	19.6%
					获利能力				
					毛利率	26.9%	28.5%	28.9%	29.4%
					净利率	7.4%	8.2%	8.8%	9.3%
					ROE	27.6%	29.4%	28.4%	27.2%
					ROIC	-	28.5%	35.5%	40.8%
					偿债能力				
					资产负债率	74.4%	64.0%	61.2%	57.8%
					净负债比率	8.78%	4.81%	4.74%	3.70%
					流动比率	1.08	1.27	1.39	1.50
					速动比率	0.86	0.91	1.03	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.19	1.32	1.29
					应收账款周转率	69	65	63	64
					应付账款周转率	3.82	5.53	10.67	10.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.45	3.31	4.09	4.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	6.12	-6.22	3.65	4.19
					每股净资产(最新摊薄)	8.89	11.23	14.39	18.00
					估值比率				
					P/E	11.41	8.47	6.84	5.72
					P/B	3.15	2.49	1.95	1.56
					EV/EBITDA	120	6	4	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-8-20	《格力电器：业绩超预期，轻装上阵迎新冷年》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

刘芷冰, 中投证券研究所家电行业研究员, 北京大学西方经济学硕士/香港大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434