



东莞证券
DONGGUAN SECURITIES

家用电器

年中迎来销售旺季, 下半年盈利目标可期

谨慎推荐 (维持)

格力电器 (000651) 调研简报

风险评级: 一般风险

投资要点:

2013年9月12日

- 近日我们对上市公司进行了调研, 与管理层对公司目前的经营状况及未来发展情况进行了深入讨论, 具体情况如下。
- 5-7月迎来销售旺季, 总体情况稳健依旧。**目前公司出货层面较终端层面有所滞后, 公司4、5月份的时候对下半年市场走势有所担心, 出货情况较差, 但由于旺季及其他多重因素叠加5-7月仅3个月时间, 公司终端安装空调突破1000万台, 使得渠道库存大幅下降。目前代理商情绪较为乐观, 公司出货、回款情况都不错, 我们仍旧对公司实现全年销售目标依然持有信心。我们预计下半年盈利提升, 主要理由有: 1) 公司下半年收入增长好于上半年。2) 出口占比比重将会有所下降, 有利于提高毛利率水平。3) 中央空调等其他产品保持较高增速。4) 空调新产品有望出彩。5) 上半年销售费用预提较多。
- 未来销售均价仍有望提升, 毛利率保持稳定。**从长期来看, 随着消费水平提升及产品结构向好, 未来空调仍有提价空间, 不过短期来看, 公司空调均价要受到出口占比、产品成本及竞争格局等多方面因素影响, 现在产品成本及市场份额方面改善空间有限, 而出口占比可能会进一步提升, 所以公司短期内毛利率明显提升的可能性不大; 但从长期来看, 如果出口规模及结构均持续改善, 加上中央空调等高毛利产品占比提升, 公司毛利率也仍有进一步改善空间。通过调研, 我们认为公司二季度毛利率下滑主要原因, 是由于出口占比提升所致, 不过从来说, 出口毛利率同比也是有所提升的。
- 空调销售产品结构稳定, 新品有望出彩。**公司1-8月份销售产品格局比较稳定, 总体来看, 变频空调和定频空调两者占比应该差不多, 均在50%左右, 从过去1年多的情况来看, 变定频空调的销售针对的群体不同, 未来几年两者格局变化的。公司空调新产品有望在9月底发布, 新产品主要在制热性能上有所提升及噪音、能耗效率上有所提高, 下半年出彩的可能性较大。
- 中央空调市场未来空间大, 进口替代效应明显。**从过往历史来看, 公司进入中央空调市场较晚, 之前由于外资对技术及工艺的垄断, 国内中央空调市场基本由日系及美系掌握。短短几年时间, 格力在商用中央空调领域市场份额已经有10%以上, 年度CAGR在30%以上, 今年有望继续保持40%以上的营收增速。从市场空间来看, 从全球来看, 中央空调与家用空调在销量上达到1:1的水平, 不过国内市场中央空调比重还较低, 不论从公司份额的扩大及市场整体成长性来看, 未来空间都很大, 而且公司产品虽然在工艺上仍旧与国外大品牌有一定差距, 但良好的性价比及渠道、品牌优势仍旧是公司未来发展的催化剂。

蒋孟钢

SAC 执业证书编号:

S0340109121961

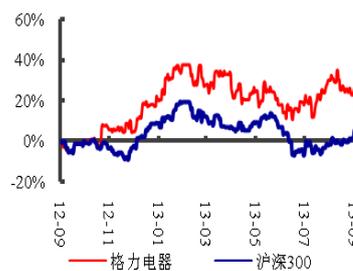
电话: 0769-22110785

邮箱: JMG@dgzq.com.cn

主要数据 2013年9月11日

收盘价(元)	26.60
总市值(亿元)	800.09
总股本(百万股)	3,008
流通股本(百万股)	2,986
ROE (TTM)	30.81%
12月最高价(元)	26.60
12月最低价(元)	800.09

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, wind

相关报告

净水器销售出现井喷，增速受制于产能。饮水机方面公司目前是10亿元的销售目标，今年公司才初步打开市场影响力，市场仍处在培育阶段；但上半年公司销售净水器几十万台，14年产能扩张后达到50万台以上应该没有问题。今年增速主要受产能限制，实现这一目标可能存在困难，以前产能扩张需要国家相关部门的审批。

公司产品主要特点包括：1、价格合理，品牌可靠，毛利率较高，一般出货均价 2000 多元，终端销售均价 3000 多元。2 公司净水器产品型号齐全，覆盖面广，有反渗透(适合原水中杂质较多，硬度较高地区)也有超滤(不适合原水硬度较高地区)，各种型号都有。其产品市场竞争力较强，毛利率水平要好过空调产品。

在未来净水器渠道上面，有望通过电商、KA、建材市场等多渠道大力推广。

继续深化渠道，提升单店规模。我们认为公司今年渠道方面大动作不多，目前公司销售网点的规模已经基本稳定，未来可能会体现在单店规模的扩张，放弃简单量的扩张，重点放在质的提高上。特别是三、四线销售网点并不是越多越好，容易导致公司渠道内部恶性竞争，重要的是提升单店销量及效率。

业绩预测：年初，公司规划的销售收入目标较高，但从我们了解的三季度销售情况来看，公司完成全年营收1200亿的目标是也是相当有可能的事件。而目前公司估值只有9倍的市盈率，主要是由于前期市场对公司中报业绩增速较为疑惑，三季度业绩持续向好有望增厚市场信心，格力在全年稳健增长的可能性较大，在目前低估值水平下，其相对投资价值有所显现。

综上，我们预测公司13、14年EPS分别至2.91、3.02元，对应目前股价PE分别为9.1、8.8倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示

- (1) 行业价格战在明年打响；
- (2) 欧美经济复苏无力，出口形势恶化；
- (3) 内销渠道下沉受阻

附表: 财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	100,110	114,126	125,538	135,581	净利润	7,677	8,840	9,159	10,432
营业成本	73,203	82,285	90,513	97,754	折旧与摊销	1,056	749	-493	-527
营业税金及附加	590	673	741	800	财务支出	154	-496	-263	-375
销售费用	14,626	17,689	19,207	20,202	投资损失	20	22	24	26
管理费用	4,056	4,793	5,147	5,559	净营运资本变动	9,010	-17,640	-463	4,911
财务费用	-461	-496	-263	-375	经营活动现金流	18,409	-8,526	7,964	14,467
资产减值损失	66	57	13	14	资本支出	-5,273	14,656	1,657	1,648
其他经营收益	226	358	-23	-25	其它投资	1,060	-22	-24	-26
营业利润	8,257	9,482	10,158	11,603	投资活动现金流	-4,213	14,634	1,633	1,622
利润总额	8,994	10,356	10,730	12,221	股权融资	3,198	0	0	0
减 所得税	1,317	1,516	1,571	1,789	债券融资	3,763	2,628	713	628
净利润	7,677	8,840	9,159	10,432	股利分配及其它	-1,674	-1,695	-2,007	-2,210
减 少数股东损益	66	77	79	90	筹资活动现金流	5,287	933	-1,293	-1,583
归母公司净利润	7,380	8,763	9,080	10,342	货币资金净变动	19,483	7,041	8,304	14,506
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	28,944	35,985	44,289	58,796	成长能力(YOY)				
应收账款	1,475	1,712	1,883	2,034	营业收入	19.87%	14.00%	10.00%	8.00%
预付账款	1,740	3,291	3,621	3,910	营业利润	81.06%	14.83%	7.13%	14.23%
存货	17,235	25,766	28,367	30,027	归母公司净利润	40.92%	18.75%	3.61%	13.90%
其它	35,694	30,917	34,242	33,506	盈利能力				
流动资产合计	85,088	97,671	112,402	128,273	销售毛利率	26.29%	27.90%	27.90%	27.90%
长期股权投资	28	28	28	28	销售净利率	7.37%	7.68%	7.23%	7.63%
固定资产合计	12,701	250	260	270	ROE	29.84%	27.93%	23.73%	22.43%
长期待摊费用	48	-8	1	-0	ROIC	16.13%	22.33%	19.27%	18.39%
其它	7,614	4,716	3,536	2,410	偿债能力				
非流动资产合计	20,390	4,986	3,825	2,708	资产负债率	22.33%	19.27%	18.39%	17.62%
资产总计	105,478	102,656	116,227	130,981	流动比率	1.09	1.47	1.54	1.61
短期借款	3,521	3,709	4,080	4,406	速动比率	0.87	1.08	1.15	1.24
应付账款	22,665	22,768	24,614	27,966	营运能力				
预收款项	16,630	23,040	25,344	27,371	资产周转率	1.05	1.10	1.15	1.10
其它	35,584	17,119	18,918	19,775	存货周转率	4.21	3.83	3.34	3.35
流动负债合计	78,399	66,635	72,956	79,518	应收账款周转率	74.11	71.62	69.84	69.23
长期借款	984	3,424	3,766	4,067	每股指标				
其它	1,657	-2,267	-292	-247	每股收益	2.45	2.91	3.02	3.44
非流动负债合计	2,641	1,156	3,474	3,820	每股经营现金流	612.02	-283.45	264.79	480.97
负债合计	79,556	70,109	76,776	83,644	每股净资产	8.89	10.43	12.72	15.33
实收资本	165	165	165	165	每股股利	1.00	0.73	0.75	0.86
资本公积	3,187	3,187	3,187	3,187	估值指标				
留存收益及其它	21,375	28,024	34,913	42,760	PE	10.81	9.10	8.78	7.71
所有者权益合计	24,728	31,377	38,266	46,112	PB	2.98	2.54	2.08	1.73
负债和权益总计	104,283	101,486	115,041	129,757	EV/EBITDA	6.44	5.93	5.93	5.21

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

请参阅最后一页的免责声明

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000