

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

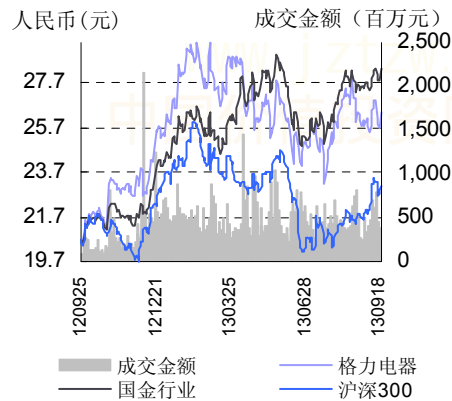
市价(人民币): 26.20元
目标(人民币): 33.28-35.22元

看好未来发展空间, 现价估值极低

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)	793.78
年内股价最高最低(元)	29.53/20.68
沪深300指数	2443.89
深证成指	8664.80



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	3.328	3.913	4.552
每股净资产(元)	6.25	8.89	11.72	15.13	19.18
每股经营性现金流(元)	1.19	6.12	4.58	4.70	5.17
市盈率(倍)	9.30	10.39	8.41	7.16	6.15
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%	35.65%	17.57%	16.34%
净资产收益率(%)	29.75%	27.59%	28.40%	25.86%	23.73%
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

投资逻辑

- 我们参加了 9 月 24 日举行的格力电器临时股东大会, 并与高管进行了交流。
- **年度经营目标未变, 中长期增长点较多:** 公司今年收入 1200 亿、税收净利润双百亿的经营目标没有改变, 能否实现到 10 月应可明确。目前来看, 终端销售增长良好。公司的利润增长主要来自企业竞争力的提升, 包括管理、技术和人员素质的提高和改善, 而非厂商之间的博弈。我们认为今年实现双百亿的净利润目标非常确定, 收入如出现偏差, 应该也不会太大。公司未来的增长点较多, 包括中央空调(含热泵)、净水机、冰箱零部件等; 其中最大的增长点应是中央空调, 如开发得当应可支撑未来收入规划的实现。
- **渠道调整是正常经营行为, 不需过分担忧:** 公司对渠道进行调整是正常的, 而且历史上也多次发生, 但是出发点始终是为了保持格力的可持续发展, 只要销售不出现下滑, 那么渠道的变化就没有问题。我们认为, 三季报的预收账款将是重要指标, 可反映新冷年经销商打款积极性, 只要该指标正常, 那么渠道变动应无大碍。
- **公司强调对股东负责, 将坚持每年分红:** 公司希望避免股价大起大落, 但强调对投资者负责, 保护股民的利益, 将坚持每年分红。

盈利预测

- 我们维持收入预测, 小幅上调盈利预测: 预计 2013-2015 年收入为 1185、1387 和 1585 亿元, 同比增长 18.3%、17.1%和 14.3%; 净利润 100.1、117.7 和 136.9 亿元, 同比增长 35.6%、17.6%和 16.3%; EPS 为 3.328、3.913 和 4.552 元。

投资建议

- 现价 26.2 元对应 7.87 × 13EPS/6.7 × 14EPS, 估值极为安全, 且预计三季报的收入增长提速可能催化股价, 给予 10 × 13EPS/9 × 14EPS 目标估值, 对应目标价 33.28-35.22 元, 存在 27-34% 上涨空间, 给予买入评级。

相关报告

1. 《收入增长未提速, 利息和远期外汇贡献利润》, 2013.8.21
2. 《公司澄清美国除湿机事件, 不改投资价值》, 2013.6.21

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

内容目录

年度经营目标未改，致力于提升企业竞争力.....	3
Q & A:	3
关于产品和产品价格	3
关于渠道建设	3
关于小家电（包括净水机）	4
关于晶弘冰箱	4
关于专业化和多元化的选择	4
关于国际化战略	5
关于任命陈伟才担任副总裁	5
公司对于股价的看法	5
关于股东回报的计划	5
盈利预测和投资建议	5
附录：三张报表预测摘要	6

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

年度经营目标未改，致力于提升企业竞争力

- 格力今年收入 1200 亿元、净利润和税收双百亿的目标没有变化，到 10 月份应可比较准确地判断出该目标能否实现。今年双百目标必须要实现，1200 亿收入出现偏差是有可能的。
- 既然做了未来五年的收入规划（即收入每年增长 200 亿），公司自己觉得比较有把握，而目前的增长点也比较多：
 - 家用空调市场：保持 50% 的市场份额；
 - 净水设备：如果做得好，也有可能做到 200 亿；
 - 中央空调：双级技术延伸到商用产品，一年可以省几千元电费，对消费者很有吸引力。
 - 还有新产品储备。
- 公司自己没有感觉到市场份额的下降，目前来看安装卡的增速达到百分之几十。公司的目标是维持 50% 的市场份额。
- 格力的利润不是来自厂商之间的博弈，而是来自勤练内功，提高管理、研发和人员素质。格力在销售规模达到 800 亿时，有 9.4 万员工，最高达到 9.8 万人，去年员工总数 8 万人，今年将控制在 7.5 万人。而减少 2 万人，就意味着增加了 10 个亿的利润；同时，员工结构中增加了更多的技术开发人员。
- 我们认为公司未来业务最大的成长空间在于中央空调，包括针对长江流域冬季取暖问题的热泵一体机，直接提升人体舒适度，市场容量大且具有新的销售刺激点，可以支撑未来收入增长的规划。而小家电和冰箱核心零部件可以锦上添花。

Q & A:

关于产品和产品价格

- Q1: 格力产品的使用愉悦感不够强，而消费者使用一些国外品牌的愉悦感则很强，公司未来如何加强品牌经营，提升用户的愉悦感？

A: 使用的愉悦感还是要用技术和质量来保证，在看的时候不一定能感受到，但是在使用过程中能够感受到。这种愉悦感并不是依靠广告宣传、品牌运作就能获得的。公司希望做出特点非常鲜明的产品，在市场上没有可比性。现在格力的技术很好，希望在艺术形象上有所提高。公司在产品工业设计方面已经在加强。

- Q2: 现在格力最便宜的空调也要 2000-3000 元，还是小一匹单冷的，其他品牌的空调有 1500 元左右的，那么公司未来的价格体系如何规划？

A: 如果是做很便宜的空调，那么质量就难以得到保证。格力的底线是占领 50% 的市场份额。

关于渠道建设

- Q3: 随着品类的增加，公司的专卖店会否出现形象不一致？

A: 目前公司有 3.1 万家专卖店，发展的重点在于因地制宜，在各级市场建设适合当地市场条件的专卖店（包括品类设置和面积）。公司会制定专门的 IC 形象，不会因为产品品类多了，就导致专卖店的形象不一致。

- Q4: 专卖店在一二三级市场之间的布局如何？

A: 一二三线城市并不是公司设置专卖店的考量标准, 不同城市的具体需求才是。或许有一天, 所谓一二三线城市的区别将不复存在, 农村的消费习惯会发生巨大的变化, 目前公司已经感觉到县级甚至镇级市场安装多联机的需求在上升。公司会根据不同城市的需求, 引入超前的、让人们生活更便利的产品。现在专卖店的布局不是分城市级别的问题, 而是根据当地需求而面积大小不同的问题。

■ Q5: 公司的电商战略是怎样的? 如何平衡线上线下的利益? 现在已经做了哪些工作, 未来想怎么走?

A: 公司认为线上只是增加一种渠道运营模式, 而不是替代。现在家庭使用空调的数量已经增加到每个房间都有一台, 又不希望墙外挂很多外机, 因此会考虑买家用中央空调, 这就提出设计的需求。而有些淡季买空调的消费者是在网上买的, 也有人在实体店体验后去网上购买。关键是哪种服务方式对消费者更方便。公司对此已有充分的准备。

■ Q6: 成立盛世欣兴对于公司的渠道运作有何影响, 如何管控?

A: 公司调整渠道结构的原因是为了保持格力的可持续发展。到目前为止, 所有销售公司的老总都换过, 但是每换一次, 销售公司的运作都更规范, 更为格力的发展目标服务。绝不允许出现渠道反控格力电器。对于公司的渠道变化, 只要销售不出现下滑, 就没有问题。

关于小家电 (包括净水机)

■ Q7: 小家电上半年的收入是下降的, 未来如何规划?

A: 小家电一直在更换领导人, 始终没有很好的利润回报。公司发展小家电的方向有两点, 第一要有利润, 第二要做精品。而且小家电一定要做到零售后, 因为产品本身单价就不高。目前公司内部在进行整顿, 相信会有很好的发展。

小家电采用单独的品牌“大松”并不是为了规避, 公司对小家电的质量要求与对空调的质量要求是一致的, 更多是为了理顺关系。公司的小家电产品覆盖了消费者要使用的各种电器, 石家庄、中山的生产基地都不够, 相信会有很好的发展。

■ Q8: 对净水机行业的发展方向。

A: 人们对于净水不含矿物质的担忧并不需担心, 完全可以通过其他食品进行补充。国外的水质很干净, 也有 80% 以上的家庭安装了净水设备。另外, 国外的净水产品并不一定适应中国的使用环境。

关于晶弘冰箱

■ Q9: 用格力的资源帮晶弘背书, 但是利益进不到股东的口袋?

A: 晶弘冰箱用国际化的标准要求自己的品质、外观, 同样大小的冰箱要比其他品牌重 30 公斤; 今年有望突破 200 万台销售, 未来希望做到 1000 万台。

晶弘和格力没有利益关系, 而是共同发展, 他的所有零部件由格力提供, 因此格力并不是没有收益。未来不会收购过来, 没有必要。

公司做晶弘冰箱的原因, 一方面是满足消费者一站购物的需求, 另一方面, 经销商如果只允许卖格力的空调, 不让卖别的东西, 资源也是浪费。

关于专业化和多元化的选择

- A10: 之前格力在空调上选择专业化，主要考虑的是上端核心技术的突破，从而成为真正的制造商，而不是组装商。所以，不管是冰箱也好，股东大会上投资者建议的冷藏车也好，产品是否使用格力品牌并不重要，重要的是是否使用了格力的核心技术。

关于国际化战略

- Q11: 公司对国际化布局的规划?

A: 现在美国的除湿机召回了几万台，但时间跨度非常长，从 05 年到现在长达 8 年。对于格力的国际化，公司希望起码在品质上，格力在国外也能成为受人尊重的品牌。未来 3-5 年的战略规划中，格力会在美国建厂，因为那里有格力的市场。至于其他市场，格力会根据不同情况来做规划。

关于任命陈伟才担任副总裁

- Q12: 为什么会破例空降人才？是否会压制格力原有人才的成长空间？陈总从政府来到企业，能否很好融合？

A: 格力的惯例是不从行业内招聘高管，注重内部培养，但是这次陈总是从政府部门跳槽过来，不一样。公司引入陈伟才的原因在于认可他具有自我挑战精神。陈伟才头顶诸多光环，之前管理着 3 万多警员，是非常优秀的人才；到格力后将主管安全和人事。

公司对于股价的看法

- A13: 作为制造企业，企业的经营必须保持稳健、可持续性，始终坚持挑战自己；对于股价，公司希望不炒概念，避免股价的大起大落。公司坚持对股东负责，将股东利益最大化。

关于股东回报的计划

- Q14: 公司如何处理账上现金，是否考虑进行回购？

A: 公司坚持尽可能保证股东的利益，让股民利益最大化，坚持每年分红。即使公司有投资计划，也不能影响分红。至于回购需要到董事会上研究，要不要、是否需要回购，现在没有明确的答复。

盈利预测和投资建议

- 我们维持收入预测，小幅上调盈利预测：预计 2013-2015 年收入为 1185、1387 和 1585 亿元，同比增长 18.3%、17.1%和 14.3%；净利润 100.1、117.7 和 136.9 亿元，同比增长 35.6%、17.6%和 16.3%；EPS 为 3.328、3.913 和 4.552 元。
- 现价 26.2 元对应 $7.87 \times 13\text{EPS}$ / $6.7 \times 14\text{EPS}$ ，估值极为安全，且预计三季报的收入增长提速可能催化股价，给予 $10 \times 13\text{EPS}$ / $9 \times 14\text{EPS}$ 目标估值，对应目标价 33.28-35.22 元，存在 27-34%上涨空间，给予买入评级。

附录: 三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	60,807	83,517	100,110	118,456	138,690	158,529
增长率		37.3%	19.9%	18.3%	17.1%	14.3%
主营业务成本	-47,474	-68,150	-73,434	-85,742	-100,339	-114,570
% 销售收入	78.1%	81.6%	73.4%	72.4%	72.3%	72.3%
毛利	13,333	15,367	26,676	32,715	38,351	43,959
% 销售收入	21.9%	18.4%	26.6%	27.6%	27.7%	27.7%
营业税金及附加	-539	-498	-590	-711	-832	-951
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-8,410	-8,050	-14,626	-17,176	-19,971	-22,670
% 销售收入	13.8%	9.6%	14.6%	14.5%	14.4%	14.3%
管理费用	-1,978	-2,783	-4,056	-4,620	-5,409	-6,183
% 销售收入	3.3%	3.3%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	2,406	4,035	7,404	10,208	12,138	14,155
% 销售收入	4.0%	4.8%	7.4%	8.6%	8.8%	8.9%
财务费用	309	453	461	585	976	1,350
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.9%
资产减值损失	-100	21	-66	-66	-48	-47
公允价值变动收益	69	-58	247	150	150	150
投资收益	62	91	-20	400	250	200
% 税前利润	1.2%	1.4%	n.a	3.4%	1.8%	1.2%
营业利润	2,747	4,542	8,026	11,277	13,466	15,809
营业利润率	4.5%	5.4%	8.0%	9.5%	9.7%	10.0%
营业外收支	2,310	1,786	736	500	380	300
税前利润	5,056	6,329	8,763	11,777	13,846	16,109
利润率	8.3%	7.6%	8.8%	9.9%	10.0%	10.2%
所得税	-753	-1,031	-1,317	-1,766	-2,077	-2,416
所得税率	14.9%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,303	5,297	7,446	10,010	11,769	13,693
少数股东损益	27	60	66	0	0	0
归属于母公司的净利润	4,276	5,237	7,380	10,010	11,769	13,693
净利率	7.0%	6.3%	7.4%	8.5%	8.5%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	4,303	5,297	7,446	10,010	11,769	13,693
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	548	612	1,044	556	121	181
非经营收益	-567	-198	-1,175	1,871	-780	-650
营运资金变动	-3,693	-2,359	11,094	1,353	3,015	2,328
经营活动现金净流	592	3,353	18,409	13,790	14,126	15,552
资本开支	-2,481	-4,772	-3,602	18,785	-820	-800
投资	-415	1,074	1,006	2,879	-30	-30
其他	1,010	930	-58	550	400	350
投资活动现金净流	-1,887	-2,767	-2,654	22,214	-450	-480
股权募资	0	0	3,198	0	0	0
债权募资	2,217	3,296	-1,834	-7,451	0	0
其他	-3,709	-4,257	-528	-96	-1	0
筹资活动现金净流	-1,492	-961	835	-7,547	-1	0
现金净流量	-2,787	-375	16,590	28,457	13,675	14,697

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	15,166	16,041	28,944	57,400	71,076
应收款项	23,567	35,526	36,057	42,242	49,457
存货	11,559	17,503	17,235	20,081	23,500
其他流动资产	4,240	2,685	2,851	3,170	3,521
流动资产	54,533	71,756	85,088	122,894	147,553
% 总资产	83.3%	84.4%	79.1%	100.4%	99.5%
长期投资	2,677	17	2,880	0	30
固定资产	5,629	9,881	15,005	-4,184	-3,412
% 总资产	8.6%	11.6%	13.9%	-3.4%	-2.3%
无形资产	1,066	1,670	1,683	2,098	2,452
非流动资产	10,900	13,258	22,479	-487	670
% 总资产	16.7%	15.6%	20.9%	-0.4%	0.5%
资产总计	65,433	85,014	107,567	122,407	148,223
短期借款	1,900	4,916	6,034	0	0
应付款项	35,736	49,370	52,720	61,310	71,752
其他流动负债	10,580	9,656	20,076	24,926	28,532
流动负债	48,217	63,942	78,830	86,236	100,283
长期贷款	1,854	2,582	984	0	0
其他长期负债	64	59	172	85	85
负债	50,134	66,583	79,987	86,321	100,368
普通股股东权益	13,298	17,601	26,743	35,249	45,515
少数股东权益	709	770	837	0	0
负债股东权益合计	64,145	84,955	107,567	122,407	148,223

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E
每股指标					
每股收益	1.517	1.858	2.453	3.328	3.913
每股净资产	4.719	6.246	8.891	11.719	15.132
每股经营现金净流	0.219	1.191	6.120	4.585	4.696
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500
回报率					
净资产收益率	32.15%	29.75%	27.59%	28.40%	25.86%
总资产收益率	6.67%	6.16%	6.86%	8.23%	8.07%
投入资本收益率	11.49%	13.04%	18.10%	24.56%	22.63%
增长率					
主营业务收入增长率	42.62%	37.35%	19.87%	18.33%	17.08%
EBIT增长率	-16.96%	67.72%	83.48%	37.87%	18.91%
净利润增长率	46.76%	22.48%	40.91%	35.65%	17.57%
总资产增长率	29.66%	32.44%	26.62%	13.80%	21.09%
资产管理能力					
应收账款周转天数	6.9	5.8	5.3	5.5	5.5
存货周转天数	67.5	78.3	86.8	86.0	86.0
应付账款周转天数	97.8	78.8	95.2	112.0	112.0
固定资产周转天数	33.3	33.7	46.3	-12.9	-8.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-81.97%	-46.59%	-80.45%	-163.57%	-156.72%
EBIT利息保障倍数	-7.8	-8.9	-16.0	-17.4	-12.4
资产负债率	78.16%	78.37%	74.36%	71.00%	68.80%

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	0	9	29	29	64
增持	0	2	3	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.18	1.12	1.11	1.09

来源: 朝阳永续

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。

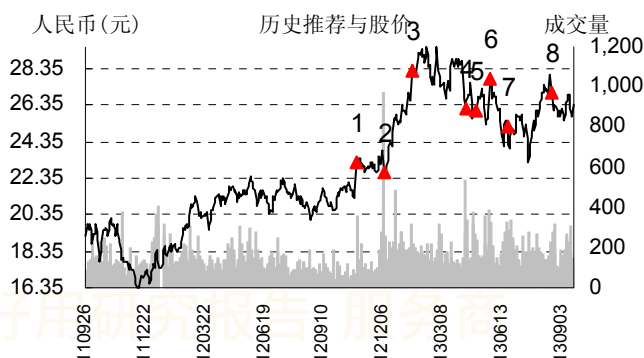
最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-10-31	买入	23.22	25.63 ~ 28.48
2 2012-12-07	买入	22.69	25.63 ~ 28.48
3 2013-01-18	买入	28.19	31.00 ~ 32.59
4 2013-04-12	买入	26.19	31.55 ~ 32.34
5 2013-05-01	买入	25.99	31.56 ~ 32.33
6 2013-05-21	买入	27.83	35.27 ~ 38.31
7 2013-06-21	买入	25.14	35.27 ~ 38.21
8 2013-08-21	买入	27.01	N/A

来源: 国金证券研究所



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