

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

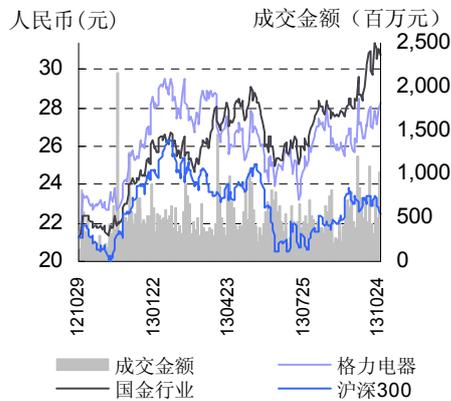
市价(人民币): 28.27元
目标(人民币): 35.22元

收入增速加快消解担忧, 估值优势凸显

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)	850.32
年内股价最高最低(元)	29.53/21.20
沪深300指数	2368.56
深证成指	8379.61



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

业绩简评

- 格力电器发布三季报: 2013年1-9月实现收入878亿元(YoY 14.7%), 净利润75.8亿元(YoY 42.1%); 7-9月实现收入349亿元(YoY 21.8%), 净利润35.6亿元(YoY 44.8%)。

经营分析

- 受8月天气炎热带动, 三季度收入增速提高: 三季度公司收入增速达到21.8%, 环比上半年增速提高了12.5个百分点, 预计原因主要为天气炎热带动家用空调收入增速提高, 将有助于缓解市场对公司营业收入增长的担忧。如果从“预收账款+销售商品收到现金”来看, 第三季度单季为299亿元, 高于去年同期的277亿元, 表明经销商对四季度和明年销售的信心较强, 打款积极性较高。
- 毛利率上升和公允价值变动、投资收益贡献利润: 公司单季度毛利率高达33%, 原因主要来自于新冷年推出的新品提价、原材料价格下降。受益于人民币汇率上升, 公允价值变动收益和投资收益环比提高, 分别达到5.9亿元、5.1亿元, 对利润贡献高。另外, 公司单季销售费用率小幅提高0.6个百分点, 侵蚀部分利润。
- 应收账款和存货周转加快, 现金流表现良好: 公司应收账款周转速度与存货周转速度均有加快, 经营性现金流量净额为196亿元, 同比上升, 表明公司的运营质量持续优化。

盈利调整

- 维持前期盈利预测: 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3.33、3.91和4.55元。
- 现价28.27元对应8.5×13EPS/7.2×14EPS, 不仅在白电龙头中处于最低, 且与历史估值相比也处于低位, 加之接近年底、估值切换临近, 安全边际充足、获利空间高, 给予10×14EPS目标估值, 对应目标价35.22元, 存在25%上涨空间, 维持买入评级。

相关报告

1. 《看好未来发展空间, 现价估值极低》, 2013.9.25
2. 《收入增长未提速, 利息和远期外汇贡献利润》, 2013.8.21
3. 《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

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	15,072

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	1	11	33	57
增持	0	0	2	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.14	1.10	1.09

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 2012-12-07	买入	22.69	25.63 ~ 28.48
2 2013-01-18	买入	28.19	31.00 ~ 32.59
3 2013-04-12	买入	26.19	31.55 ~ 32.34
4 2013-05-01	买入	25.99	31.56 ~ 32.33
5 2013-05-21	买入	27.83	35.27 ~ 38.31
6 2013-06-21	买入	25.14	35.27 ~ 38.21
7 2013-08-21	买入	27.01	N/A
8 2013-09-25	买入	28.50	33.28 ~ 35.22

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。

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD