

空调

署名人: 刘芷冰

S0960513080003

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

格力电器

000651

强烈推荐

国企改革提升估值 1200 亿收入确定性强

作为今年卖方首家在中报后即上调公司盈利预测至 1200 亿收入, 100 亿利润的券商, 自我们首次强烈推荐以来, 格力股价已上涨近 30%。我们总结了格力今年上涨的行情, 我们认为, 格力今年 8 月以来的行情是由盈利预期改变带来的, 而从现在开始的格力上涨行情将由估值修复和估值切换带来, 估值中枢提升的主要因素是国企改革预期。

6-12 个月目标价: 44.99 元

当前股价: 31.18 元

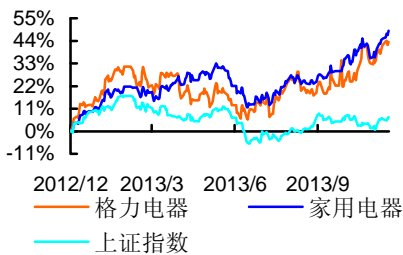
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(百万)	3008
流通股本(百万)	2986
流通市值(亿)	931
EPS	2.52
每股净资产(元)	10.41
资产负债率	75.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格力电器	7.37%	19.79%	18.55%
家用电器	4.76%	20.49%	13.22%
上证指数	4.01%	5.62%	-4.39%



相关报告

《格力电器: 各项财务指标良好, 战略性买入》2013-10-27

《格力电器: 情况越来越好》2013-9-11

《格力电器: 百亿利润近在眼前》2013-8-22

投资要点:

- 回顾今年格力的表现, 上半年年报公布创新高后一直不温不火, 市场主要的担心是认为公司库存过高, 而天气不佳, 终端销售疲软, 普遍认为 4 月公司股东大会提出的 1200 亿收入, 100 亿利润的目标难以完成, 那时, 市场普遍的盈利预测是 2.95 (+20%), 估值在 8.X-9.X 徘徊, 直到 7 月全国多地迎来 50 年来的酷暑, 多地空调销售火爆, 经销商库存基本清完, 加上今年以来原材料价格处于低位, 公司盈利水平逐步改善, 市场逐步对公司的盈利进行调整, 目前市场的一致预期今年约 3.40 左右, 我们认为, 8 月以来格力的上涨主要是盈利预期 (EPS 由 2.95 变动到 3.40 左右, 幅度变化在 20% 左右, 但收入 1200 亿的目标还没有达成市场共识) 改变带来的, 估值仍然维持在 9 倍左右, 这是格力股价变动的第一波。
- 我们认为, 从 12 月开始的, 格力将迎来今年的第二波行情, 今年第二波格力的上涨时将由估值修复和估值切换带来的, 近期二线家电股开始逐渐上涨, 三洋\科龙\美菱等多只二线品种大幅上涨, 我们认为这次的上涨, 估值提升是关键, 其核心和共同关键的因素是国企改革。我们整理了的家电股中国资委占比的情况, 如下表 1 所示。

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	10253	12311	14722
净利润同比(%)	41%	39%	20%	20%
毛利率(%)	26.9%	28.8%	28.9%	29.4%
ROE(%)	27.6%	30.1%	28.3%	27.1%
每股收益(元)	2.45	3.41	4.09	4.89
P/E	11.41	8.21	6.84	5.72
P/B	3.15	2.47	1.94	1.55
EV/EBITDA	120	5	4	4

资料来源: 中投证券研究所

表 1 家电公司国企总结

地区	公司名称	国企股东名称	股东实际控制人	持股比例
安徽	合肥三洋	合肥国资委	合肥国资委	33.6
		美菱电器	四川长虹	绵阳国资委
		合肥兴泰	合肥国资委	6.3
		东海证券	国资委	1.7
		方正证券	国资委	1
广东	格力电器	珠海格力	珠海国资委	18.2
	海信科龙	青岛海信空调	青岛国资委	45.2
		华融资产	财政部	2.2
青岛	海信电器	海信集团	青岛国资委	41.2
		海信电子	青岛国资委	3.6
四川	四川长虹	长虹电子	绵阳国资委	23.2
		绵阳科技城	绵阳国资委	1.4
	华意压缩	四川长虹	绵阳国资委	29.9
		海信科龙	青岛国资委	6.5
	景德镇国资委	景德镇国资委	2.1	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

国企改革将在如家电这样的竞争性行业中产生。针对《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提及的“组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，重点提供公共服务、发展重要前瞻性战略性新兴产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全。”的表述，也就是说在如家电这样的竞争性行业，国家的经营管理权将逐步放开，实现结构上的政企分开，我们预计改革的方式将在经济发达地区（上海、广东等）试点再向全国铺开。

在珠海，格力有望成为国企改革的范例。我们认为，格力也将受益于广东国企改革主题的影响，迎来估值修复和切换的行情，我们认为国企改革对格力并非只是故事，而是实际可能发生的，根据 10 月出台的《中共珠海市委珠海市人民政府关于进一步推进国有企业改革创新的意见（征求意见稿）》，珠海提出将打造参与国际中高端竞争的一流国有企业，通过集中“三高一特”产业、现代公司治理机制、市场化人才选聘、职业经理人制度等措施全面提升国企核心竞争力。我们预计格力可能改革的方向包括：**1）通过股权激励让管理层和技术骨干持股，激发企业活力；2）市场化人才任聘，人员任命更自由，根据公司需求，任命合适的管理和技术人员，脱离行政性干预；3）引入战略投资者优化股权等等。**

4Q 空调出货有望超预期，1200 亿收入有望实现。从另一方面说，公司的基本面也在逐步超预期的，根据草根调研，我们认为，公司 4Q 空调出货量良好，收入完成 1200 亿的目标是大概率事件，“估值提升+业绩超预期”的共振将带来公司的股价的持续创新高。

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。新冷年库存低位，经销商打款良好，空调压缩机出货良

好，上调格力 2013-15 年 EPS 为 3.41（原为 3.31）、4.09、4.89，给予 13 年 11 倍 PE，目标价 44.99 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

国企改革力度不如预期，收入 1200 亿目标没有完成

股价催化剂：

国企改革逐步实施，收入 1200 亿目标逐步实现，行业节能领跑者计划实施

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	76761	95358	112478	营业收入	100110	121023	139385	158465
现金	28944	4001	12339	20466	营业成本	73203	86175	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	3210	3137	3458	管理费用	4056	4865	5450	6212
存货	17235	21282	24494	27279	财务费用	-461	-311	-243	-490
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	10735	13446	16485
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	96816	114500	131397	利润总额	0	12346	14824	17726
流动负债	78830	60369	68669	74975	所得税	1317	1975	2372	2836
短期借款	3521	100	100	100	净利润	7446	10370	12452	14890
应付账款	22665	8617	9905	11192	少数股东损益	66	117	141	168
其他	52645	51652	58664	63683	归属母公司净利润	7380	10253	12311	14722
非流动负债	1156	1411	1242	776	EBITDA	517	11499	14334	17131
长期借款	984	1313	1132	649	EPS (元)	2.45	3.41	4.09	4.89
其他	172	98	110	127					
负债合计	79987	61780	69911	75750					
少数股东权益	837	954	1095	1264	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	27783	37106	47855	营业收入	19.9%	20.9%	15.2%	13.7%
归属母公司股东权益	26743	34081	43494	54384	营业利润	-	-	25.3%	22.6%
负债和股东权益	107567	96816	114500	131397	归属于母公司净利润	40.9%	38.9%	20.1%	19.6%
					获利能力				
					毛利率	26.9%	28.8%	28.9%	29.4%
					净利率	7.4%	8.5%	8.8%	9.3%
					ROE	27.6%	30.1%	28.3%	27.1%
					ROIC	-	29.5%	35.5%	40.8%
					偿债能力				
					资产负债率	74.4%	63.8%	61.1%	57.6%
					净负债比率	8.78%	4.82%	4.74%	3.70%
					流动比率	1.08	1.27	1.39	1.50
					速动比率	0.86	0.92	1.03	1.14
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.18	1.32	1.29
					应收账款周转率	69	65	63	64
					应付账款周转率	3.82	5.51	10.69	10.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.45	3.41	4.09	4.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	6.12	-6.10	3.64	4.19
					每股净资产(最新摊薄)	8.89	11.33	14.46	18.08
					估值比率				
					P/E	11.41	8.21	6.84	5.72
					P/B	3.15	2.47	1.94	1.55
					EV/EBITDA	120	5	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
2013-10-27	《格力电器：各项财务指标良好，战略性买入》
2013-9-11	《格力电器：情况越来越好》
2013-8-22	《格力电器：百亿利润近在眼前》

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