

空调

署名人: 刘芷冰

S0960513080003

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

格力电器

000651

强烈推荐

光伏变频离心机获国际领先认证 中央空调发展空间大

根据新闻报道, 12月21日, 经权威机构及专家组鉴定, 并经过严格的现场论证环节, 格力电器首创的“不用电费的中央空调”——光伏直驱变频离心机系统荣获“国际领先”认定。

投资要点:

- **光伏直驱变频离心机优势明显, 抢占全球制冷技术制高点。**该离心机可以直接使用太阳能供电, 与太阳能直流系统进行对接, 并在太阳光伏能富余或机组不工作时反向给电网供电, 省去了并网逆变器, 不仅能有效降低投资成本和占地, 还能提高光伏能利用率约6%~8%。在该产品之前, 格力的2011年研发的永磁同步变频离心机是目前世界上技术最先进、性能最出色的变频机组, 而格力光伏直驱变频离心机则创新性的将新能源太阳能与永磁同步变频离心机结合起来, 格力又一次凭借首创的核心技术抢占了全球制冷技术的制高点。
- **适用范围广, 投资回收期短至一年。**该产品适用于全国大部分地区, 南方四季可用, 西南和北方夏季可用, 使用一年, 节省的电费可收回光伏组件成本。
- **光伏直驱变频离心机系统运行不需电费, 且节能效果明显。**该产品已运用于格力的九期大楼, 一年不需电费。以珠海地区为例, 一台400kW光伏驱动变频离心机每年带来的环境效益将包括: 节省电能57.12万千瓦时、标准煤199.48吨、少排放552.45吨二氧化碳、减少火力发电粉尘150.72吨、节约水资源221636万升。
- **格力在中央空调领域大有可为。**中央空调市场空间广大, 格力有望凭借在中央空调的技术领先继续提高市场份额。中央空调2012年销售572亿元, 家用空调2012年内销市场约2500亿, 中央空调的市场具有进一步提升空间。与家用空调CR3高达75%不同, 中央空调的CR3仅为37.9%, 国产、日系、美系三分天下, 格力于12年超越大金成为中央空调龙头。

6-12个月目标价: 44.99元

当前股价: 30.50元

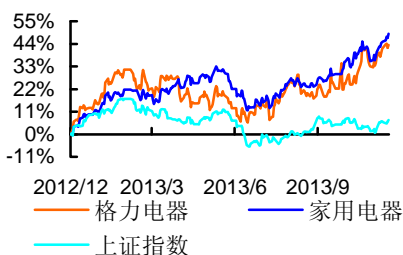
评级调整: 维持

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: 国企改革提升估值, 1200亿收入确定性强》2013-12-10

《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

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: 格力一直勇于创新, 在中央空调领域拥有多个“国际领先”技术

| 技术级别 | 时间 | 产品 | 作用 |
|------|-------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国际领先 | 2011 年 | 全球首台“直流变频离心机组” | 攻克了中央空调领域的多项技术难题, 代表国产空调摘取大型冷水机组领域的节能桂冠 |
| | 2011 年 | 多功能地暖式中央空调 | 多功能地暖户式中央空调集地板采暖、热泵热水器、热回收优势于一体, 通过系统优化设计以及智能控制解决了辐射供冷凝露这一行业技术难题, 为我国建设节约型社会起到了积极的推动作用。 |
| | 2009 年 10 月 | 全球首台高效离心式冷水机组 | 格力高效离心机组出水温度在 16~18℃ 时, 其能效比 (cop) 高达 9.18, 与常规冷水机组相比可节能 30% 以上, 特别适用于温湿度独立控制的大型建筑空间与空气湿度较低的西北地区, 该产品的诞生填补了国际制冷行业空白, 对大型建筑节能有着非常重要的意义。 |
| | 2005 年 | 全球首台“Digital heating 数码涡旋超低温空气源热泵 (空调) 多联机组” | 能够在 -25℃ 的寒冷天气下, 不依靠任何辅助加热就可以取得良好的制热效果, 加上智能化霜技术, 大大提高了中央空调的冬季制热和节能技术水平, 有效地解决了我国北方寒冷地区中央空调制热和采暖效果差的技术难题。 |
| 国际先进 | 2007 年 6 月 | 热回收数码多联空调机 | |
| | 2008 年 5 月 | 模块化双机并联磁悬浮直流变频离心式水冷冷水机组 | |
| | 2010 年 5 月 | 高性能半封闭双螺杆制冷压缩机 | |
| | 2011 年 9 月 | 地源热泵机组 | |

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

4Q 空调出货有望超预期, 1200 亿收入有望实现。 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：中央空调领域公司技术创新持续进行，新产品抢占市场制高点，中央空调行业成长空间大，市占率有进一步提升的空间。家用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，预计格力 2013-15 年 EPS 为 3.41、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 |
|------------|------------------------------|
| 2013-12-10 | 《格力电器：国企改革提升估值，1200 亿收入确定性强》 |
| 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 |