

格力电器 (000651)

—多重竞争优势助力持续高速增长

增长

深度报告

编辑：刘卫华
电话：0311-66006422
执业证书：S0400512090002
报告日期：2014-01-24 星期五

摘要

投资要点

公司投资看点：我们认为，格力电器未来的增长空间，将从以下几个方面得到发掘。这其中包括中央空调领域的扩展，空调上游配件的延伸，国际市场的大力拓展，“专卖店”社会化等这些来自格力电器自身的经营因素，同时还有城镇化快速推进、我国空调户均保有量低这些外在的有利环境。

估值优势明显，安全边际较高：作为家用电器成品生产销售公司，格力电器相比同类的上市公司，具有明显的估值优势。

盈利预测

预测公司2013年、2014年、2015年EPS分别为3.59元、3.74元、3.94元，对应当前股价其市盈率分别为8.35、8.03、7.61倍，给予买入评级。

风险提示

- 1、空调行业的景气度意外低迷，影响公司主营业务；
- 2、经销渠道改革的风险；
- 3、海外市场业务开拓不理想。

000651 [格力电器] 评级：买入

主要数据

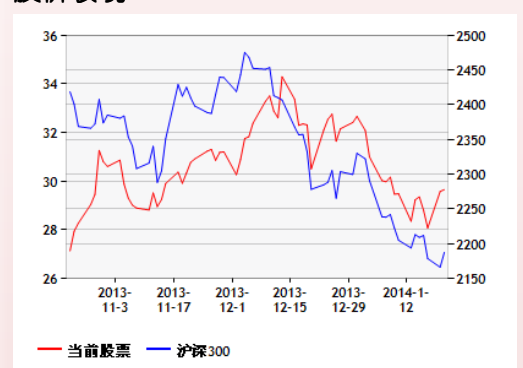
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.14/0.06	0.18/0.12	0.32/0.20
总股本	3007865439.000		
流通 A 股	3007865439.000		
近 3 月日均成交量	13041233.533		

主要股东

珠海格力集团有限公司	18.223149
河北京海担保投资有限公司	8.458805
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	2.526725

股价表现



公司动态

2014-01-21	格力电器(000651)净利增长46%
2014-01-21	格力电器(000651)成中国首家净利超百亿家电企业



目录

1. 公司介绍及投资逻辑	3
1.1 公司介绍	3
1.2 投资逻辑	3
2. 格力光伏直驱变频空调应用前景广阔	4
3. 产业链上游延伸，深耕盈利空间	5
4. 积极开拓国际市场	6
5. 专卖店“社会化”成为格力新的增长点	7
6. 外部因素有利格力电器继续成长	8
6.1 城镇化带来空调新增需求	8
6.2 空调家庭拥有量在我国仍然很低	9
6.3 新婚人群创造空调新增需求	9
7. 盈利预测与估值	9
8. 风险分析	9
9. 指标分析	10
10. 报表预测	11

1. 公司介绍及投资逻辑

1.1 公司介绍

格力电器是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调企业。其主营业务范围包括：研发、制造、销售空气调节器，自营空气调节器出口业务及其相关零配件的进出口业务。2010年，公司自主研发的R290天然环保制冷剂空调，得到了国际权威机构德国VED认证机构的认可，获得德国电气安全认证标志VDE证书。公司离心式冷水机组和螺杆式冷水机组共29款水冷冷水机组全部通过了美国空调供热制冷协会AHRI认证。由此公司成为国内首家获得水冷冷水机组AHRI认证的中国空调生产商，也是目前唯一一家取得该认证的中国空调生产商，填补了国内空白。国家科技部火炬高新技术产业开发中心发布了《关于发布2010年国家火炬计划重点高新技术企业评选结果的通知》，公司被科技部火炬中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，成为家电业内率先通过国家级重点高新技术企业认定的企业。

表1：格力电器主营业务介绍

业务名称	营业收入(万元)	收入比例	营业成本(万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业	4,800,174.09	100.00%	3,400,918.00	100.00%	100.00%	29.15%
按产品						
空调	4,682,229.58	97.54%	3,299,275.24	97.01%	98.83%	29.54%
小家电	71,613.39	1.49%	60,871.38	1.79%	0.77%	15.00%
其他	46,331.11	0.97%	40,771.37	1.20%	0.40%	12.00%
按地区						
内销	3,760,431.16	78.34%	2,501,332.42	73.55%	89.98%	33.48%
外销	1,039,742.93	21.66%	899,585.58	26.45%	10.02%	13.48%

数据来源：公司财报 财达研究

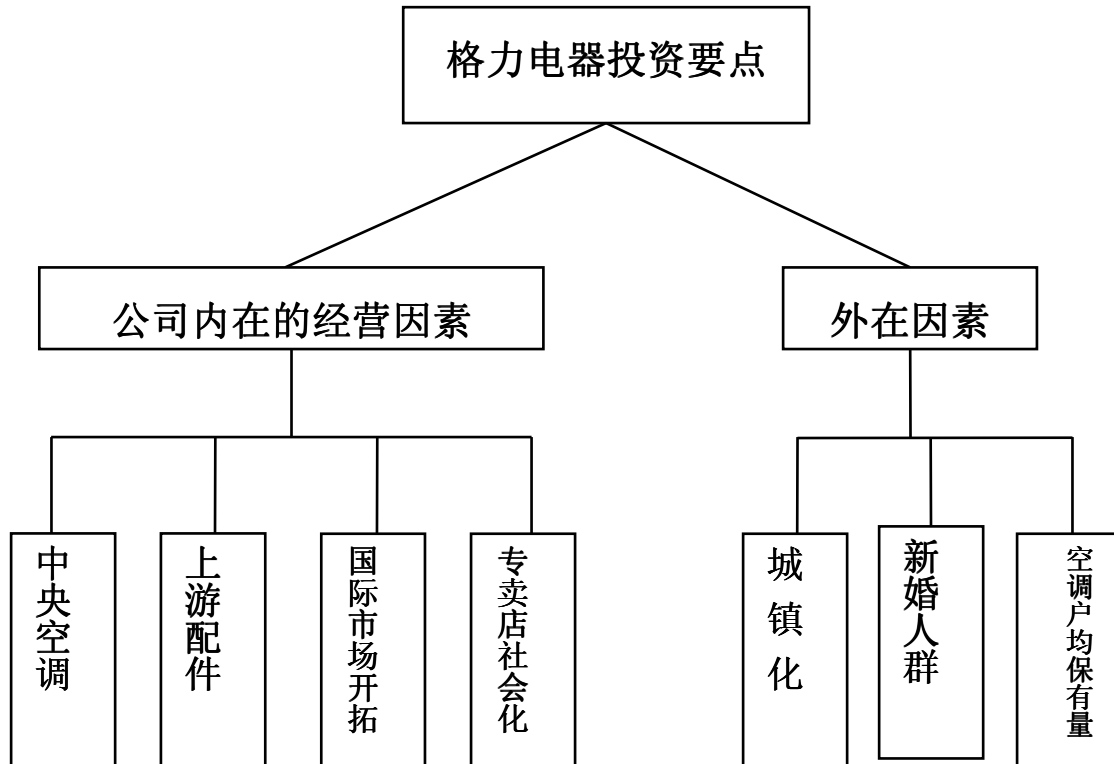
2013年公司坚持以消费者为导向，在创新技术、品牌影响力、管理能力等驱动下，以创造精品为着力点，通过集团化管控、采购以及集团化资金运营提升管理效益，通过生产自动化、信息化建设提高运营效率，不断进行品质升级、优化产品结构，充分发挥公司全产业链、规模成本以及渠道优势，使得公司综合盈利能力进一步提升。2013年度公司营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润以及基本每股收益同比增长分别超过56%、50%、46%、45%。同时，公司在国内的市场占有率进一步提升，家用空调领域的龙头地位。海外业务开展顺利，走出去的国际战略深入发展。中央空调的研发、制造工艺得到大幅度提升，业务占比稳步提高，有望在未来形成公司新的盈利增长扩展空间。

1.2 投资逻辑

根据格力电器最新发布的2013业绩快报，公司2013年营业收入超过1200亿，净利润达108亿之巨。虽然公司目前的规模、体量如此之巨大，但由于公司在品牌、质量、技术、营销等等多方位的优势，以及其所处行业的特点，我们认为公司在未来几年保持高速增长仍然是大概率的事件。

我们认为，格力电器未来的增长空间，将从以下几个方面得到发掘。这其中包括中央空调领域的扩展，空调上游配件的延伸，国际市场的大力拓展，“专卖店”社会化等这些来自格力电器自身的经营因素，同时还有城镇化快速推进、我国空调户均保有量低这些外在的有利环境。

图 1：格力电器投资关注要点

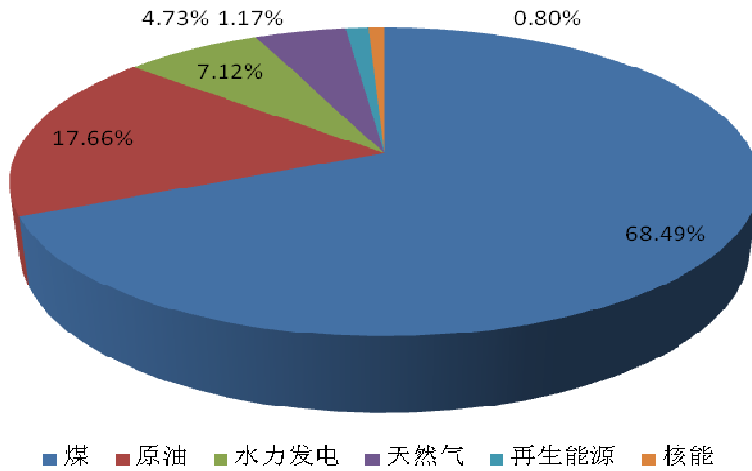


2. 格力光伏直驱变频空调应用前景广阔

格力“光伏直驱变频离心机”项目技术鉴定会于 2013 年 12 月 21 日在珠海举行，格力凭借其核心技术优势再一次引发了市场的高度关注——会中格力自主研发的“光伏直驱变频离心机”被专家组一致认定为“国际领先”。光伏直驱变频离心系统可以直接利用太阳能供电，提高光伏发电效率，从而大幅度地降低建筑耗能，因此格力这次的技术研发，在未来有着极其广阔的市场前景。

太阳能资源具有清洁、安全、普遍等诸多优点，在环保节能大趋势下，随着技术的成熟，太阳能在能源消费中的比重及重要性日趋提升。对于我国来家，尤为如此。目前我国煤炭消耗占能源消耗的比重高达 70%，节能环保压力明显，在新能源政策力度加大及产业链发展日趋完善的背景下，太阳能发电市场前景广阔。

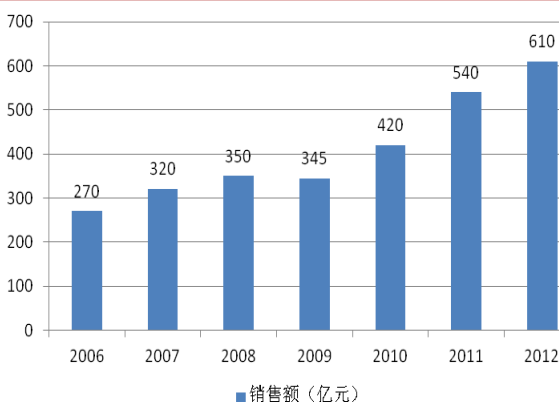
图 2: 当前煤炭能源占据我国能源消费主导地位



资料来源: Wind 财达研究

在技术优势持续凸显的情况下,近些年来,格力在中央空调市场迅速打开了自己的发展空间,确立了自身品牌的竞争优势。而近些年我国中央空调市场规模也增长迅速,2012年达到了610亿元,同比增长13%。其中,格力电器市场份额达到14%,在国内市场位居第一位。目前,中央空调业务占格力电器营业收入约在10%,格力曾言称未来其中央空调的业务占比将达到40%。中央空调业务的发展,为格力电器未来保持高速增长,开辟了新的空间。

图 3: 中央空调年销售额



数据来源: 产业在线 财达研究

图 4: 中央空调市场增长速度



数据来源: 产业在线 财达研究

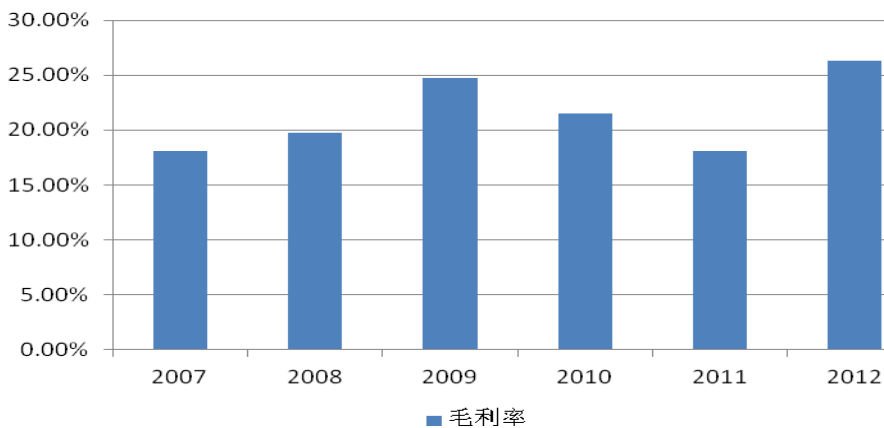
3. 产业链上游延伸, 深耕盈利空间

做为主营空调研发、制造的格力电器,目前有部分配件生产线。然而,一直以来,这部分配件产品基本上只满足格力自己的使用,对外销售量非常小。近年来,格力开始向空调上游配件发展,例如电机、电

容、压缩机等领域延伸。这部分产品的对外销售，年度营业收入贡献可能逐步增长 30 亿元甚至更多。比如，格力新建的郑州工厂，就包括年产 600 万套压缩机。

向上游配件的扩展，不仅可以增加格力电器除空调整机之外的营收及利润，更加重要的是公司的这一举动，可以增加终端空调整机的质量稳定性，同时也节省了配件购买成本，提高了产品毛利率。

图 5: 格力电器产品毛利率保持稳中有升



数据来源：公司财报 财达研究

正是受益于自身完备的产业链条及制造系统，格力电器常年以来保持了稳定的产品销售利率，确保了公司的利润。而且这种优势在最近以来得到了更加极致的体现：在行业整体价格不稳定竞争对手采取价格营收手段的时候，格力电器通过综合采购成本的降低，终端零售产品均价的提升扩大了自身产品的毛利率，取得了远远优于同行业竞争者的优良战绩。

图 6: 格力电器零售端价格和成本变化



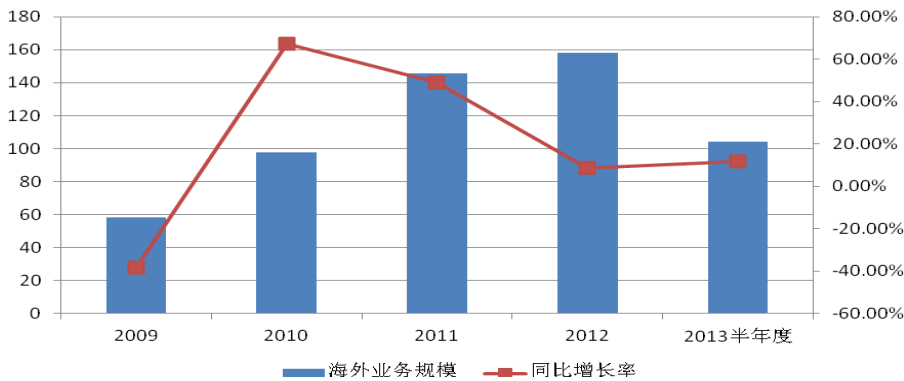
数据来源：中怡康 财达研究

4. 积极开拓国际市场

格力实施国际化战略布局以来，逐步加大了国家市场的拓展力度。2011 年，格力在美国加利福尼亚州成立美国分公司，意在为建厂做准备。格力的目标是，逐步将自主品牌海外营收提升至总营收的 40% 以上。

为建立格力的国际形象，保障海外战略落地，格力于去年 3 月在纽约时代广场投放形象广告，以每天 160 次的高频率连续播出 5 年

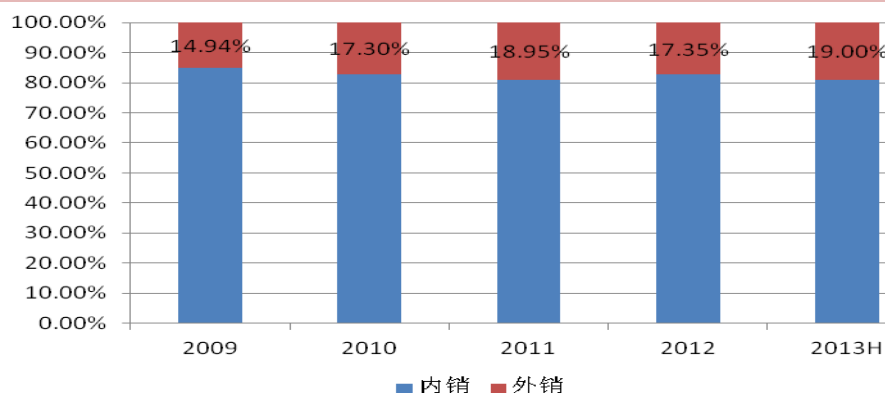
图 7: 格力电器海外业务规模



数据来源：公司年报 财达研究

海外业务规模逐年提升，于此同时，其在格力电器总营收规模之中所占比例也呈现稳定上升的态势。体现了格力电器国际化战略的不断推进。

图 8: 格力电器内外销比重



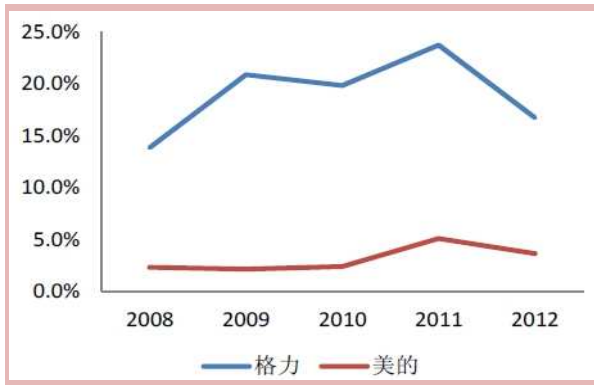
数据来源：公司财报 财达研究

海外业务规模的提升，国际市场上的积极开拓，为已经在国内市场占有率超过 40% 的格力电器，提供了全新的增长空间。预期未来来自海外的销售收入将是格力实现每年营收增加 200 亿计划实现的一个重要助力。

5. 专卖店“社会化”成为格力新的增长点

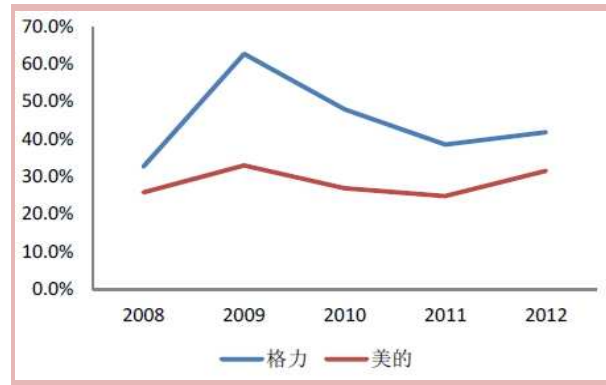
众所周知，作为家电行业里的龙头企业，格力在产品质量、技术方面有超越同行的水平之外，其强大的产品经销渠道、完善的销售体系也是格力成功一个必不可少的关键的因素。格力庞大的销售网络出货能力极强，经销商普遍希望有冰洗产品进入，以便实现渠道效益最大化。

图 9: 预收账款/收入显示格力强大的渠道控制力



数据来源: 产业在线 财达研究

图 10: 应付款项/成本显示格力强大供应商控制力



数据来源: 产业在线 财达研究

专卖店“社会化”可以成为格力新的增长点。目前, 格力拥有专卖店超过 20000 家, 巨大的销售力是这个专卖店的核心价值。格力有意探索将专卖店渠道逐步社会化, 建成一个开放的销售平台, 不仅卖格力自己的产品, 也吸收、引进其他优秀品牌进入。比如, 晶弘冰箱已经进入这一渠道。业界分析认为, 社会化的格力专卖店将具备大连锁的性质。格力空调北京销售公司总经理张波才接受媒体采访时说, “以后格力再开专卖店, 就开 200 平米左右的店, 甚至会开上千平米的店。”这实际上是格力在为渠道社会化做准备。一旦格力专卖店转型成为开放的销售平台, 将为格力带来巨大的现金流、营收及盈利。

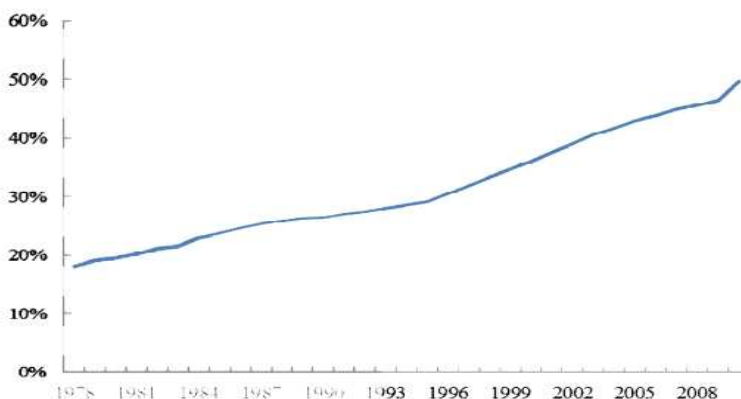
6. 外部因素有利格力电器继续成长

6.1 城镇化带来空调新增需求

自我国实施城镇化规划发展以来, 我国城镇人口快速增长。“十二五”时期的城镇化水平的进一步提高为家电工业的发展提供良好的机遇。2010 年, 我国城镇化率为 49.68%, 预计“十二五”期末, 将达到 52%。保守地估计“十二五”时期将增加 4500 多万城镇人口, 新增 1000 多万户城镇家庭。这将平均每年增加千万台空调的需求

图 11: 城镇化率发展变化趋势图

1978-2010 年我国城镇化率



数据来源: 国家统计局

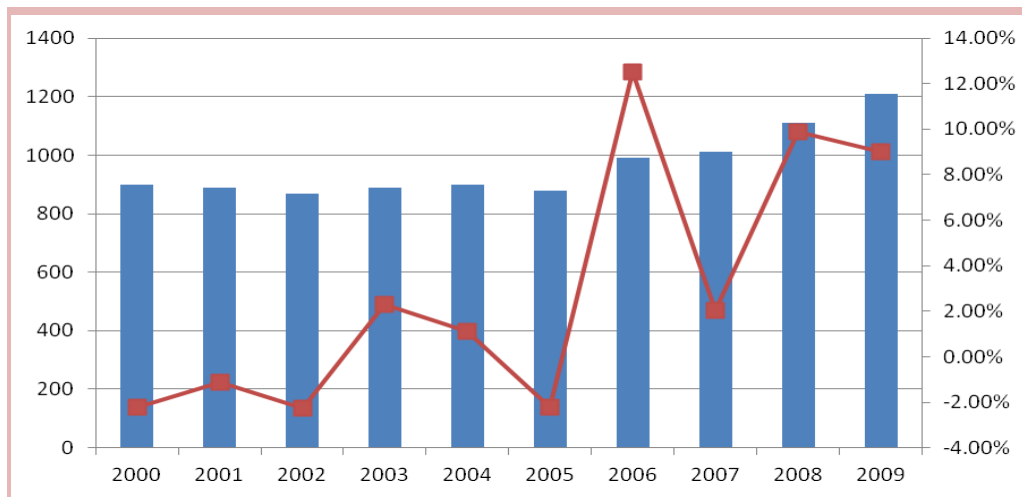
6.2 空调家庭拥有量在我国仍然很低

同时，我国居民家用空调户均保有量低也是一个有利于空调行业、利于格力电器继续成长的关键因素。例如在我国，城镇居民每百户空调拥有量仅 100 台左右，而在欧美日等经济发达市场成熟的地区，这一数字为 250 台左右。我国农村居民的空调保有量就更低，每百户仅 40 台左右。未来随着我国乡镇农村地区居民生活水平的提高，用电基础设施的完善，生活习俗的改变，将会极大扩展家用空调的销售市场。

6.3 新婚人群创造空调新增需求

当前阶段，我国处于婚龄期人口的上升期，平均每年进入婚龄期的人口近 2500 万人，比“十一五”时期高出 420 万人，每年将组成成千上万个新婚家庭。按照平均每个家庭购买空调两台来计算，则每年由新婚人群创造的空调需求量就高达 2000 万台。

图 12: 我国新婚人数 (万对)



资料来源：国家统计局

7. 盈利预测与估值

预测公司 2013 年、2014 年、2015 年 EPS 分别为 3.59 元、3.74 元、3.94 元，对应当前股价其市盈率分别为 8.35、8.03、7.61 倍，给予买入评级。

8. 风险分析

公司经营的风险，主要来自于以下三个方面：1、空调行业的景气度意外低迷，影响公司主营业务；2、经销渠道改革的风险；3、海外市场业务开拓不理想。

9. 指标分析

	2011A	2012 A	2013F	2014F	2015F
业绩表现					
收入增长率	37.35%	19.87%	20.00%	15.00%	15.00%
净利增长率	23.10%	40.56%	59.52%	3.98%	5.54%
EBITDA 增长率	63.51%	79.57%	75.97%	3.03%	4.82%
EBIT 增长率	67.72%	83.48%	83.34%	1.77%	3.50%
主营业务利润率	7.58%	8.75%	11.63%	10.52%	9.65%
ROE	30.09%	27.84%	31.63%	25.31%	21.49%
价值评估					
P/E	17.23	12.23	8.35	8.03	7.61
P/B	5.13	3.37	2.40	1.85	1.49
每股指标					
报表 EPS	1.74	2.45	3.59	3.74	3.94
经常性 EPS	1.74	2.45	3.59	3.74	3.94
每股经营现金流			1.69	1.61	1.75
每股净资产	5.85	8.89	12.48	16.22	20.16
流动性					
净负债 / 权益	363.68%	290.01%	162.15%	142.22%	130.70%
总负债 / 总资产	78.43%	74.36%	61.85%	58.72%	56.65%
流动比率	1.12	1.08	1.25	1.34	1.41
速动比率	0.84	0.86	0.90	1.00	1.07

10. 报表预测

	2011A	2012 A	2013E	2014E	2015E
利润表 (百万元)					
主营业务收入	83,517.25	100,110.11	120,132.13	138,151.95	158,874.74
营业费用	68,150.20	73,434.01	83,732.10	98,087.89	114,389.82
管理费用	2,783.27	4,055.81	4,204.62	4,835.32	5,560.62
财务费用	-2.71	-461.35	(38.27)	(300.36)	(559.50)
利润总额	6,328.55	8,762.71	13,973.60	14,530.01	15,334.85
净利润	5,236.94	7,379.67	10,808.58	11,238.97	11,861.50
资产负债表 (百万元)					
流动资产	71,755.62	85,087.64	78,405.59	97,411.68	117,854.56
货币资金	16,040.81	28,943.92	10,227.09	18,963.39	27,601.19
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	35,769.10	36,768.27	44,448.89	51,116.22	58,783.66
存货	17,503.11	17,235.04	21,623.78	24,867.35	28,597.45
长期投资	16.88	28.17	41.37	41.37	41.37
固定资产	7,709.14	12,700.39	15,240.47	18,288.56	21,946.27
无形资产	1,622.16	1,635.27	1,635.27	1,635.27	1,635.27
总资产	85,211.60	107,566.90	103,438.13	125,492.31	149,592.90
无息负债	46,100.33	51,179.38	59,303.23	69,006.90	80,072.87
有息负债	5,380.71	4,676.98	4,676.98	4,676.98	4,676.98
少数股东权益	770.29	837.07	1,906.05	3,017.60	4,190.71
股东权益	18,377.16	27,580.21	39,457.77	51,808.28	64,842.90
现金流量表 (百万元)					
净利润			10,808.58	11,238.97	11,861.50
折旧摊销			1,175.58	1,381.59	1,630.70
净营运资金减少			(28,054.31)	(566.12)	(739.11)
经营活动产生现金流			(15,039.44)	12,865.62	13,366.72
投资活动产生现金流			(3,715.66)	(4,429.68)	(5,288.42)
融资活动产生现金流			38.27	300.36	559.50
现金净增 (减)			(18,716.83)	8,736.30	8,637.80

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话： 0311-66006330

传真： 0311-66006364

邮编： 050000