

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

蔡益润

分析师 SAC 执业编号: S1130513080013
(8621)60230249
caiy@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

集团引入战略投资者，有助催化估值；

事件

格力电器发布公告，公司实际控制人珠海市国资委拟将格力集团所持有的全部格力地产股份有限公司 51.94% 股权及格力集团对格力地产的债权等资产注入珠海国资委新设立的全资子公司（该公司目前正在办理注册手续）。之后，将不超过格力集团 49% 股权通过公开挂牌转让的方式引入战略投资者。

评论

珠海市国资委保留控股权，转让价格应已确定：截止 2013 年一季度末，格力集团纳入合并范围内的控股子公司有 84 家，其中主要经营实体 15 家（图表 1），包括两家上市公司格力电器、格力地产；另外有 11 家参股公司。格力集团的业务分为工业板块、房地产板块、海岛旅游开发板块及其他，2012 年实现合并收入 1025 亿元，归母净利润 13.9 亿元。剥离格力地产后，格力集团的绝大部分净利润将来自格力电器。如按照格力电器当前市值计算，格力集团 49% 股权价值将超过 87 亿元。我们预计公开挂牌的价格应已确定。预计本次股权转让完成后，珠海市国资委持有上市公司股权的比例将从原来直接持有和通过格力地产间接持有合计 18.82% 降至最低 9.29%（图表 2），仍为上市公司控股股东和实际控制人。

引入战略投资者或可催化估值修复：由于本次股权转让比例较高，预计转让完成后，战略投资者将在集团和上市公司的董事会获得席位，对于上市公司的潜在正面影响包括改善股权结构，有可能调整激励体系，加快各项业务的改善进程等。同时，参考上海家化改制后估值从 30 倍提高到 40 倍、青岛海尔引入战投后估值从 9 倍提升到 15 倍（摊薄后），目前估值处于历史地位的格力电器或可迎来估值修复机会。

看好公司通过产品创新和运营提效持续增长：展望 2014 年，我们预计在宏观经济增速有所放缓，刺激性行业政策退出、地产销售增速放缓的背景下，空调内销增速将较为平和，而出口则受益于欧美经济的回暖，有望恢复增长。未来公司有望凭借产品不断创新、运营效率提升而维持业绩增长，未来增长点包括空调出口、中央空调业务、小家电业务等。

投资建议

维持前期盈利预测：预计公司 2013-2015 年收入为 1200、1402、1602 亿元，同比增长 19.9%、16.8% 和 14.2%，净利润为 108.1、128.6 和 151.0 亿元，同比增长 46.5%、18.9% 和 17.4%，EPS 为 3.60、4.28 和 5.02 元。考虑估值修复给予 10×14EPS，对应目标价 42.8 元，存在 34% 上涨空间，维持买入评级。后续我们将关注公开挂牌的具体条件和公布的转让价格。

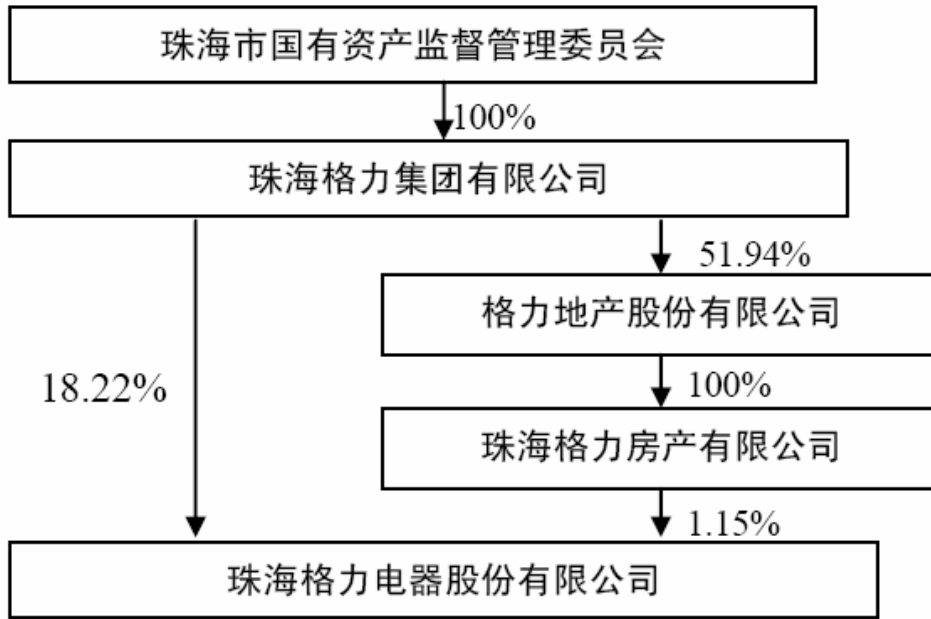
图表1: 格力集团主要经营实体概况

序号	单位名称	持股比例	2012年		主要业务范围
			资产总额	利润总额	
一、工业板块					
1	珠海格力电器股份有限公司	18.82%	10,756,690	876,271	家用空调、中央空调的研究、开发、生产和销售，自营空调器出口业务及其相关零配件的进出口业务。
2	珠海格力磁电有限公司	69.40%	5,322	-38	生产和销售电脑磁碟、清洗盘、5.25 平封套、初折封套，3.5 无芯片磁碟、外壳等半成品。
3	珠海格力新技术开发有限公司	100%	39,087	-103	电子技术、网络技术、通信技术、广播电视技术的开发与技术推广服务，计算机应用服务。
二、房地产板块					
4	格力地产股份有限公司	51.94%	1,274,730	40,896	实业投资、投资及投资管理、房地产开发经营、物业管理；货物和技术的进出口经营；建筑材料的销售。
5	中山市格力置业有限公司	90%	6,429	3	投资开发岐乐花园三、四期。
三、海岛旅游板块					
6	珠海格力置业股份有限公司	72.55%	102,789	694	土地开发，出售商品房，兼营建材，日用杂品，陶瓷等。
四、其他					
7	珠海格力集团财务有限责任公司	10.75% (格力电器、格力电工、格力新元分别持有88.3%、0.47%、0.47%)	1,221,782	29,106	办理本集团内部成员单位的人民币存贷款业务、投资及结算业务；接受主管部门委托对集团公司或集团成员单位办理信托贷款业务等。经中国人民银行批准的其他金融业务；外汇存款、外汇贷款、外汇借款、外汇担保、资信调查、咨询、见证业务。
8	千钜有限公司	100%	18,317	486	进出口贸易业务和投资业务。
9	珠海格力服务有限公司	100%	1,302	28	饮食服务，兼营百货、五金，交电，针织品的批发和零售。
10	千钜（澳门）进出口有限公司	100%	3,792	-44	进出口贸易。
11	珠海保税区金诺信贸易有限公司	100%	4,672	-286	建筑材料、装饰材料、普通机械、电气机械、工艺美术品、陶瓷制品、日用杂品、卫浴设备的批发、零售。
12	珠海格力航空投资有限公司	100%	61,350	180	实业投资、项目投资引进；商务服务等（不含许可经营项目）
13	珠海格力石化仓储有限公司	100%	2,884	0	建设 50 万立方米储油库及液化气、柴油、汽油、重油、化工原料等石化产品的储存和中转运输提供服务。
14	珠海市建安集团有限公司	100%	17,119	173	房屋建筑工程、市政道路桥梁工程、桩基工程，机电设备安装工程、给排水管道安装工程、建筑装饰工程、建筑幕墙工程、工程施工总承包、建筑设计；房地产开发；建材的批发、零售。
15	珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理有限公司	100%	1,024	-32	港珠澳大桥珠海口岸及其交通枢纽设施、市政基础设施、配套项目的建设投资及投资管理（不含许可经营项目）

单位：万元

来源：公司资料，国金证券研究所

图表2: 引入战投前实际控制人与上市公司之间的产权关系



来源: 格力集团票据募集说明书, 国金证券研究所

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	120,031	140,250	160,189
增长率		37.3%	19.9%	19.9%	16.8%	14.2%
主营业务成本	-47,474	-68,150	-73,434	-85,300	-99,440	-113,304
%销售收入	78.1%	81.6%	73.4%	71.1%	70.9%	70.7%
毛利	13,333	15,367	26,676	34,731	40,809	46,885
%销售收入	21.9%	18.4%	26.6%	28.9%	29.1%	29.3%
营业税金及附加	-539	-498	-590	-720	-841	-961
%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	-17,645	-20,336	-23,067
%销售收入	13.8%	9.6%	14.6%	14.7%	14.5%	14.4%
管理费用	-1,978	-2,783	-4,056	-4,561	-5,470	-6,247
%销售收入	3.3%	3.3%	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	2,406	4,035	7,404	11,805	14,162	16,609
%销售收入	4.0%	4.8%	7.4%	9.8%	10.1%	10.4%
财务费用	309	453	461	307	464	691
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-100	21	-66	-68	-47	-46
公允价值变动收益	69	-58	247	150	150	150
投资收益	62	91	-20	350	220	200
%税前利润	1.2%	1.4%	n.a	2.7%	1.4%	1.1%
营业利润	2,747	4,542	8,026	12,544	14,948	17,603
营业利润率	4.5%	5.4%	8.0%	10.5%	10.7%	11.0%
营业外收支	2,310	1,786	736	631	300	300
税前利润	5,056	6,329	8,763	13,175	15,248	17,903
利润率	8.3%	7.6%	8.8%	11.0%	10.9%	11.2%
所得税	-753	-1,031	-1,317	-2,279	-2,287	-2,686
所得税率	14.9%	16.3%	15.0%	17.3%	15.0%	15.0%
净利润	4,303	5,297	7,446	10,896	12,961	15,218
少数股东损益	27	60	66	83	100	118
归属于母公司的净利润	4,276	5,237	7,380	10,813	12,862	15,100
净利率	7.0%	6.3%	7.4%	9.0%	9.2%	9.4%

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	10,896	12,961	15,218
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	548	612	1,044	558	121	181
非经营收益	-567	-198	-1,175	1,790	-670	-650
营运资金变动	-3,693	-2,359	11,094	1,011	2,913	2,229
经营活动现金净流	592	3,353	18,409	14,255	15,325	16,978
资本开支	-2,481	-4,772	-3,602	18,916	-900	-800
投资	-415	1,074	1,006	2,879	-30	-30
其他	1,010	930	-58	500	370	350
投资活动现金净流	-1,887	-2,767	-2,654	22,295	-560	-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	29,002	14,765	16,498

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	57,946	72,711
应收款项	23,567	35,526	36,057	42,803	50,014
存货	11,559	17,503	17,235	19,977	23,289
其他流动资产	4,240	2,685	2,851	3,160	3,499
流动资产	54,533	71,756	85,088	123,887	149,513
%总资产	83.3%	84.4%	79.1%	100.4%	99.6%
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%	0.4%
资产总计	65,433	85,014	107,567	123,400	150,183
短期借款	1,900	4,916	6,034	0	0
应付款项	35,736	49,370	52,720	61,386	71,610
其他流动负债	10,580	9,656	20,076	24,957	28,555
流动负债	48,217	63,942	78,830	86,343	100,165
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	86,428	100,250
普通股股东权益	13,298	17,601	26,743	36,052	47,410
少数股东权益	709	770	837	83	183
负债股东权益合计	64,145	84,955	107,567	123,400	150,183

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E
每股指标					
每股收益	1.517	1.858	2.453	3.595	4.276
每股净资产	4.719	6.246	8.891	11.986	15.762
每股经营现金净流	0.219	1.191	6.120	4.739	5.095
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%	29.99%	27.13%
总资产收益率	6.67%	6.16%	6.86%	8.82%	8.70%
投入资本收益率	11.49%	13.04%	18.10%	26.96%	25.25%
增长率					
主营业务收入增长率	42.62%	37.35%	19.87%	19.90%	16.84%
EBIT增长率	-16.96%	67.72%	83.48%	59.44%	19.97%
净利润增长率	46.76%	22.48%	40.91%	46.53%	18.94%
总资产增长率	29.66%	32.44%	26.62%	14.72%	21.70%
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	-12.7	-8.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-81.97%	-46.59%	-80.45%	-161.07%	-153.31%
EBIT利息保障倍数	-7.8	-8.9	-16.0	-38.4	-30.5
资产负债率	78.16%	78.37%	74.36%	70.51%	67.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-04-12	买入	26.19	31.55 ~ 32.34
2	2013-05-01	买入	25.99	31.56 ~ 32.33
3	2013-05-21	买入	27.83	35.27 ~ 38.31
4	2013-06-21	买入	25.14	35.27 ~ 38.21
5	2013-08-21	买入	27.01	N/A
6	2013-09-25	买入	28.50	33.28 ~ 35.22
7	2013-10-28	买入	29.04	35.22 ~ 35.22
8	2014-01-21	买入	29.65	38.48 ~ 38.48

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD