

## 消费升级和原材料低价背景下，龙头企业净利不应低估

格力电器 (000651.SZ)

推荐 维持评级

### 1. 报告背景：公告 2014 年一季报

2014 年一季度，公司总收入 250 亿元，同比增 12.2%。净利润 22.5 亿元，同比增 68.9% (公司预增 50-70%，达预增上限)，EPS 0.75 元。一季度扣除非经常性损益净利润 29.6 亿元，同比大幅增 185%。

一季度公司经营现金流量净额 211 亿元，相比去年同期增加 31.9%。

3 月末公司预收款 115 亿，比去年同期减少 67 亿元。公司其他流动负债 333 亿元，相比年初增加 24 亿元，相比去年同期增加 144 亿元，会计处理谨慎。

一季度，公司二股东京海担保增持约 1560 万股，占总股本 0.5% 左右。

### 2. 我们的分析和判断

#### (一) 空调增长仍有空间，生活电器提供增长新动力。

2014 年一季度公司国内空调销售保持两位数稳健增长，出口增长基本持平，中央空调快速增长。展望未来，我们认为消费升级下，空调作为必需消费品，销量和均价都还有较大增长空间，行业收入还将持续稳定增长。

公司作为空调龙头，拥有极强的产品定价能力，品牌号召力强，高端品有效提升产品均价，弥补量增长的不足，有效推动收入增长。公司在中央空调上引领行业，目前中央空调市占率 10% 左右，未来还有较大增长空间。

此外，公司在净水器、空气净化器等产品布局早，技术储备领先，未来将成为公司重要新增增长点。

#### (二) 产品结构优化，大宗原材料价格低迷，有利于盈利水平提升。

2014 年 Q1 公司综合毛利率 35%，同比提升 5.4 个百分点。销售费用率 16.9%，同比下降 3.2 个百分点，管理费用率 4.3%，同比略增 0.3 个百分点。当期汇兑收益带来财务收益 4 亿元。

一季度，人民币大幅贬值，造成公司远期外汇公允价值变动损失 11.3 亿元。同时远期外汇交割带来投资收益 2.4 亿元。

综合一季度销售净利率 9%，同比提升 3 个百分点。

空调作为必需消费品，有一定消费品属性。消费升级下，产品升级加快。公司变频、节能等高端产品技术能力强，品牌号召力强，产品均价和毛利率还将稳步提升。需求低迷预期下，原材料维持低位，有利于盈利水平提升，能够部分对冲需求不足的影响。

#### (三) 未来公司盈利增长仍可持续。

我们认为，未来公司盈利增长仍可持续：1、空调行业格局非常稳定，格力核心竞争力无可争议，公司高盈利水平能够保持。2、空调产品随着消费升级，产品平均单价会持续上升。一方面促进收入的上升，另一方面促进毛利率的提升。3、未来空调内需并不悲观，2014 还会有良好表现，均价提升保证龙头盈利空间。4、公司中央空调有较大突破，直流变频离心机、光伏直驱变频离心机、磁悬浮变频离心式冷水机组等技术取得国际领先。未来有望成为公司业绩增长点。5、公司在净水器、空气净化器等小家电产品已有良好的布局，2014 年会提供新的利润增量。

### 3. 投资建议

公司中央空调及小家电业务稳健增长，提供增长新动力。保守预计公司 2014/2015 年 EPS 分别为 4.62 元/5.55 元。目前股价对应 2014 年业绩 PE 估值 6 倍左右，公司较高 ROE 为分红提供较强的分红能力。对有着相当消费属性，并且持续增长的企业，我们认为 6 倍 PE 明显低估，继续推荐。

4. 风险提示：海外经济恢复低预期，下游需求增长恢复低预期。

### 分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

林寰宇

☎: 0755 82837313

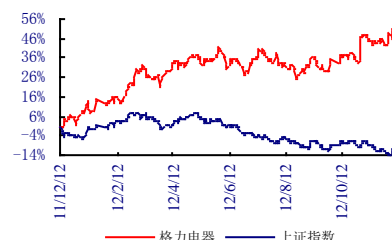
✉: Linhuan\_yu\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

### 市场数据 时间 2014.4.28

A 股收盘价(元)	29.25
A 股一年内最高价(元)	34.34
A 股一年内最低价(元)	25.90
上证指数	2057.53
市净率	2.60
总股本(万股)	300786.54
实际流通 A 股(万股)	296466.29
限售的流通 A 股(万股)	4320.25
流通 A 股市值(亿元)	891

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

**表 1: 2014Q1 利润表各项对比 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2014Q1	2013Q1	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>25,010</b>	<b>22,293</b>	<b>12.2%</b>
其中: 营业收入	24,667	22,099	11.6%
利息收入及其它	343	194	
<b>二、营业总成本</b>	<b>21,288</b>	<b>21,050</b>	<b>1.1%</b>
其中: 营业成本	16,033	15,552	3.1%
<b>毛利率(简单测算)</b>	<b>35.0%</b>	<b>29.6%</b>	<b>5.4%</b>
利息支出、手续费、佣金	97	75	
营业税金及附加	193	83	
销售费用	4,234	4,482	-5.5%
<b>销售费用率</b>	<b>16.9%</b>	<b>20.1%</b>	<b>-3.2%</b>
管理费用	1,069	892	19.8%
<b>管理费用率</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>0.27%</b>
财务费用	-401	-98	
资产减值损失	64	63	
加: 公允价值变动收益	-1,133	168	
投资收益及其它	243	72	
汇兑收益(损失以“-”号填列)	0	0	
<b>三、营业利润</b>	<b>2,832</b>	<b>1,483</b>	<b>91.0%</b>
加: 营业外收入	61	148	-58.7%
减: 营业外支出	9	34	
<b>四、利润总额</b>	<b>2,885</b>	<b>1,597</b>	<b>80.7%</b>
减: 所得税费用	609	252	141.4%
<b>综合所得税率</b>	<b>21.1%</b>	<b>15.8%</b>	<b>-1.8%</b>
<b>五、净利润</b>	<b>2,275</b>	<b>1,344</b>	<b>69.3%</b>
归属于母公司净利润	2,255	1,335	68.9%
<b>净利润率</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>3.0%</b>
少数股东损益	21	9	
<b>少数股东损益占比</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	
<b>六、总股本</b>	<b>3008</b>	<b>3008</b>	
七、按期末股数简单每股收益:	0.75	0.44	
<b>毛利率减销售费用率</b>	<b>18.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>8.6%</b>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 2: 公司收入分季度 (单位: 百万元, %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	25,010				
	占全年比例	-				
	同比增长率	12.2%				
2013 年	营业收入	22,293	31,196	35,270	31,284	120,043
	占全年比例	18.6%	26.0%	29.4%	26.1%	100.0%
	同比增长率	11.0%	10.6%	22.2%	36.3%	19.9%
2012 年	营业收入	20,088	28,215	28,861	22,945	100,110
	占全年比例	20.1%	28.2%	28.8%	22.9%	100.0%
	同比增长率	16.3%	22.9%	21.1%	18.0%	19.9%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 3: 利润分季度 (单位: 百万元, %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	2,255				
	对应 EPS	0.75				
	占全年比例					
	同比增长率	60.0%				
2013 年	普通股利润	1,335	2,680	3,563	3,292	10,871
	对应 EPS	0.44	0.89	1.18	1.09	3.61
	占全年比例	12.3%	24.7%	32.8%	30.3%	100.0%
	同比增长率	13.8%	57.8%	44.8%	60.8%	47.3%
2012 年	普通股利润	1,174	1,698	2,461	2,047	7,380
	对应 EPS	0.39	0.56	0.82	0.68	2.45
	占全年比例	15.9%	23.0%	33.3%	27.7%	100.0%
	同比增长率	25.6%	33.4%	57.3%	39.8%	40.9%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 4: 净利率分季度 (单位: 百万元, %)**

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	销售净利率	9.0%				
	同比增长率	3.0%				
2013 年	销售净利率	6.0%	8.6%	10.1%	10.5%	9.1%
	同比增长率	0.1%	2.6%	1.6%	1.6%	1.7%
2012 年	销售净利率	5.8%	6.0%	8.5%	8.9%	7.4%
	同比增长率	0.4%	0.5%	2.0%	1.4%	1.1%
2011 年	销售净利率	5.4%	5.5%	6.6%	7.5%	6.3%
	同比增长率	-0.9%	-0.8%	-0.4%	-0.9%	-0.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表格 5:: 盈利预测表 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>83,517</b>	<b>100,110</b>	<b>120,033</b>	<b>140,843</b>	<b>166,048</b>
其中: 营业收入	83,155	99,316	118,742	139,522	164,427
营业收入增长率	37.6%	19.4%	19.6%	17.5%	17.9%
利息收入及其它	362	794	1,290	1,321	1,621
<b>二、营业总成本</b>	<b>79,008</b>	<b>92,310</b>	<b>109,314</b>	<b>126,294</b>	<b>148,254</b>
其中: 营业成本	68132	73,203	82,819	96,940	114,014
毛利率(简单测算)	18.1%	26.3%	30.3%	30.5%	30.7%
利息支出、手续费、佣金	18.08	231	433	465	465
营业税金及附加	498	590	784	920	1085
销售费用	8050	14,626	19613	22253	26036
销售费用率	9.6%	14.6%	16.3%	15.8%	15.7%
管理费用	2783	4,056	5678	5915	6974
管理费用率	3.3%	4.1%	4.7%	4.2%	4.2%
财务费用	-453	-461	-182	-350	-480
资产减值损失	-21	66	169	150	160
加: 公允价值变动收益	-58	247	948	830	930
投资收益及其它	91	-20	848	860	900
汇兑收益	0	0	0	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>4,542</b>	<b>8,026</b>	<b>12,515</b>	<b>16,240</b>	<b>19,624</b>
加: 营业外收入	1846	760	707	690	690
减: 营业外支出	60	24	51	20	20
<b>四、利润总额</b>	<b>6,329</b>	<b>8,763</b>	<b>13,171</b>	<b>16,910</b>	<b>20,294</b>
减: 所得税费用	1031	1317	2256	2917	3501
综合所得税率	16.9%	16.9%	17.1%	17.3%	17.3%
<b>五、净利润</b>	<b>5,297</b>	<b>7,446</b>	<b>10,915</b>	<b>13,993</b>	<b>16,794</b>
归属于母公司净利润	5,237	7,380	10,813	13,888	16,689
净利润率	6.3%	7.4%	9.0%	9.9%	10.1%
少数股东损益	60	66	102	105	105
少数股东损益占比	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.6%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008	3,008
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>1.74</b>	<b>2.45</b>	<b>3.60</b>	<b>4.62</b>	<b>5.55</b>
净利润增长率	22.5%	40.9%	46.5%	28.4%	20.2%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师；林寰宇，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)