

业绩无忧，估值提升空间大#

买入 上调

目标价格：36.00元

报告摘要：

- 经营概况：**2013年公司实现收入1200.4亿，同比提升19.9%，实现净利润为108.7亿，同比增长47.3%（扣非27.3%）。摊薄后每股收益3.61元。高分红：10股派现金15元（含税）。一季报：收入246.7亿元，同比增长11.6%；净利润22.5亿，同比增长68.9%。
- 业绩高增长发源于盈利能力的大幅提升，而盈利能力的强势表现得益于国内市场的继续发力。**公司在2013年研发投入40亿元，明显高于竞争对手。1Q14公司毛利率、净利率攀升至35%、9.2%，同比分别提升5和3个百分点。持续的技术创新推动产品利润率的提升。行业整体高增长的时代已过，未来竞争集中在科技创新，公司不遗余力地在产品研发投入为长期发展打下坚实基础，这体现了公司销售与研发并重的经营理念。
- 短期估值在7-10倍PE波动，长期来看，有望上升至15倍PE。**格力2-3年内业绩仍有2位数的增长，这一点市场并不怀疑，但PE仍给不上去，主要原因是投资者对行业空间悲观，短期给稳定行业的估值偏低。长期来看，公司行业霸主地位无人撼动，市场份额有望持续提升，海外白电企业PE可给到15倍，考虑格力坐拥国内巨大消费市场，竞争力和增长空间都好于海外同类企业，国内金融市场放开将推动公司估值提升。预计14、15和16的净利润增速分别为：17.9%，19.4%和12.2%，EPS分别为4.26,5.09和5.71元。给予公司36元的目标价，建议买入。
- 风险提示：地产销量不好影响行业增速，压制公司短期估值提升**

家电研究组

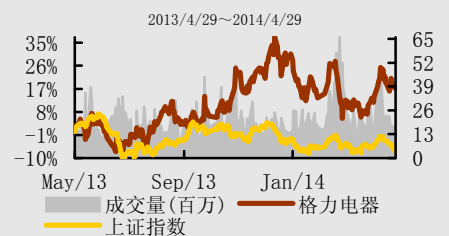
分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：

Email: jiangyi@hysec.com

市场表现



相关研究

《海信电器：转型阵痛：费用高企侵蚀短期利润》

2014/4/27

《万和电气：财务稳健，公司将三维发力》

2014/4/24

《老板电器：业绩无忧，期待估值提升》

2014/4/10

《美的集团：高分红又高增长，攻守兼备》

2014/4/1

《TCL集团：转型互联网，平台+服务打破低估值》

2014/2/25

《万和电气：经营持续向上，多元化发展提速》

2013/11/3

《万和电气：被低估的成长股，增长将提速 002543》

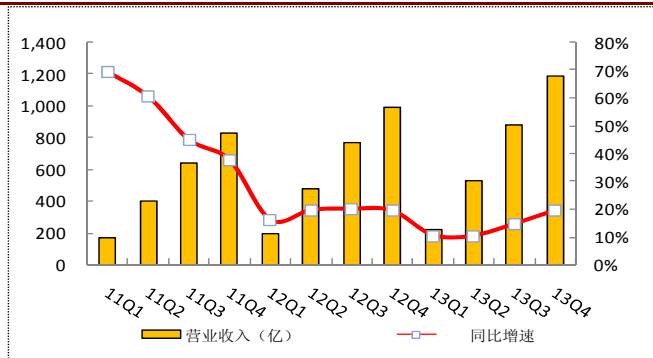
2013/8/29

《海信科龙：净利同比增86%，强势增长进行时》

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	100,110	120,043	141,088	161,824	182,496
增长率(%)	19.9%	19.9%	17.5%	14.7%	12.8%
归母净利润(百万)	7379.7	10870.7	12819.9	15313.1	17188.5
增长率(%)	40.9%	47.3%	17.9%	19.4%	12.2%
每股收益	2.53	3.61	4.26	5.09	5.71
市盈率	11.6	8.2	6.9	5.8	5.2

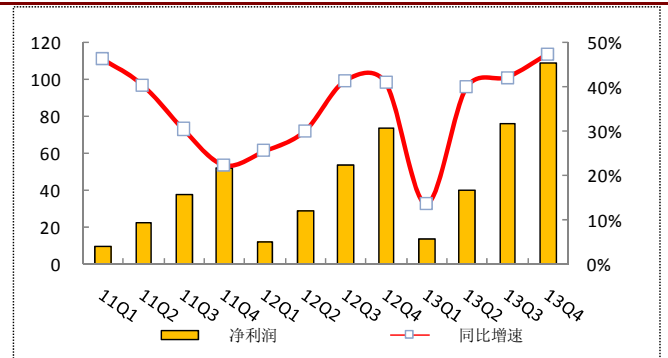
经营图表分析:

图 1: 2011-2013 累计收入及同比增速



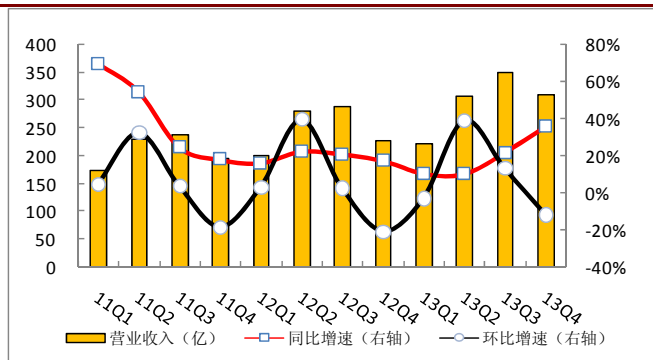
资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 2011-2013 累计净利润及同比增速



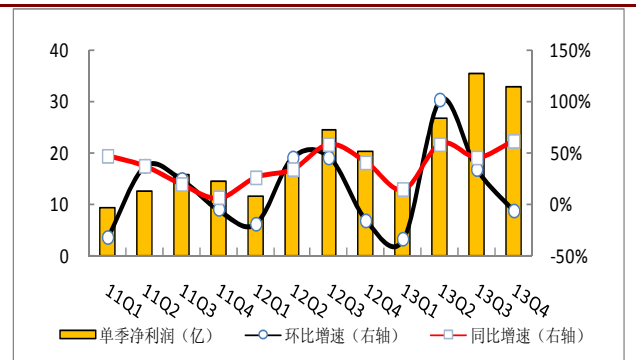
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 2011-2013 单季度收入及同比、环比增速



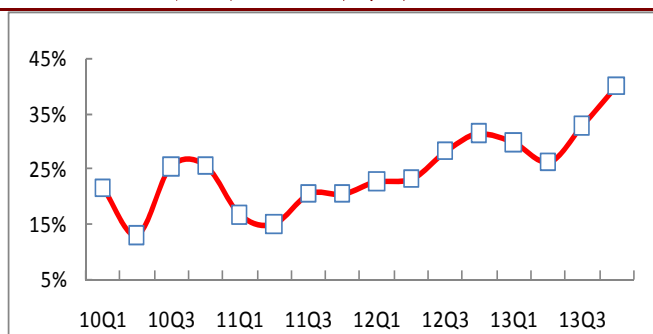
资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 2011-2013 单季度净利润及同环比增速



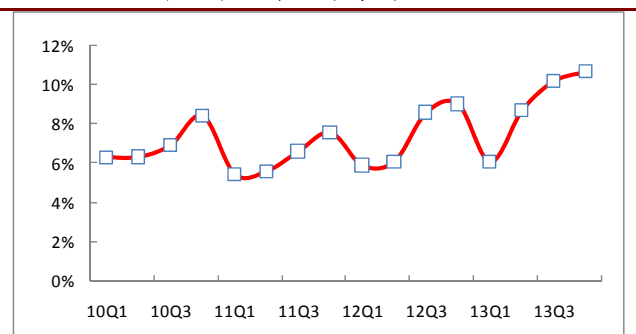
资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 2013 年 4 季度毛利率攀升至 39.7%



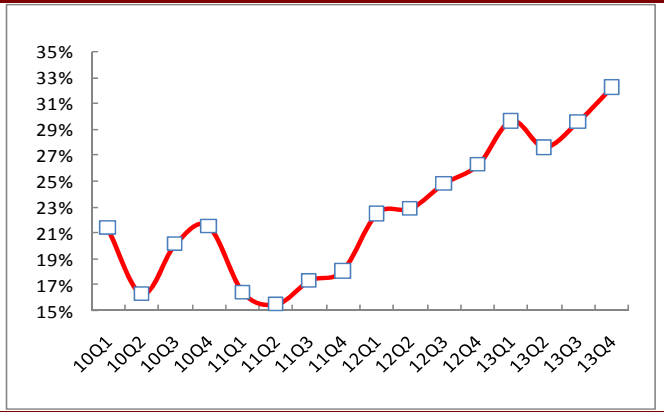
资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 2013 年 4 季度净利率攀升至 10.7%



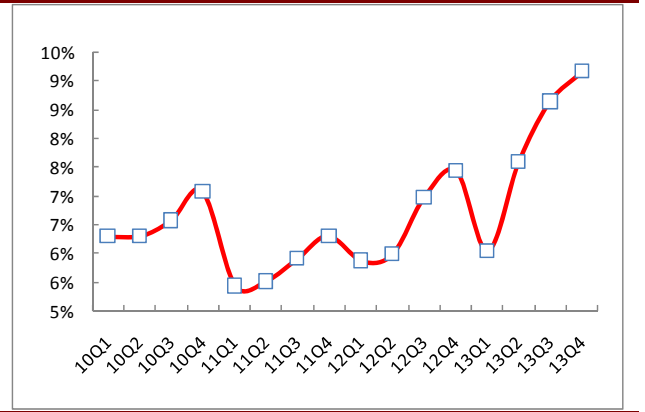
资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 2013 年累计毛利率攀升至 32.2%



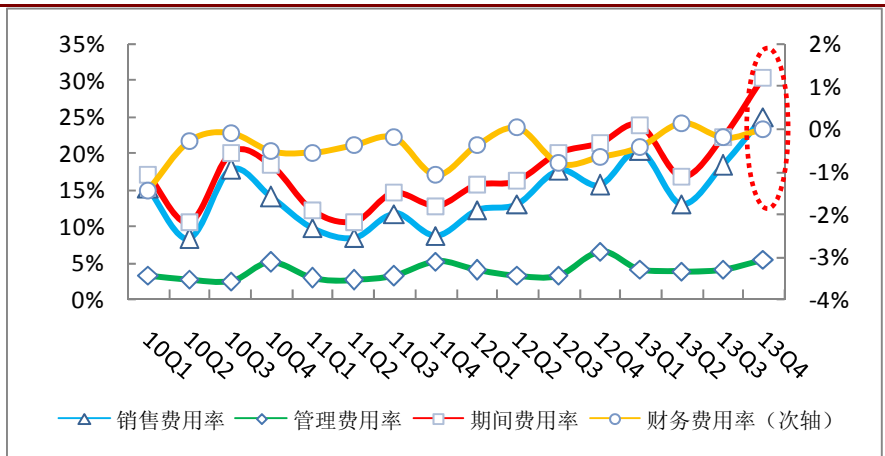
资料来源: wind, 宏源证券

图 8: 2013 年累计净利率攀升至 9.2%



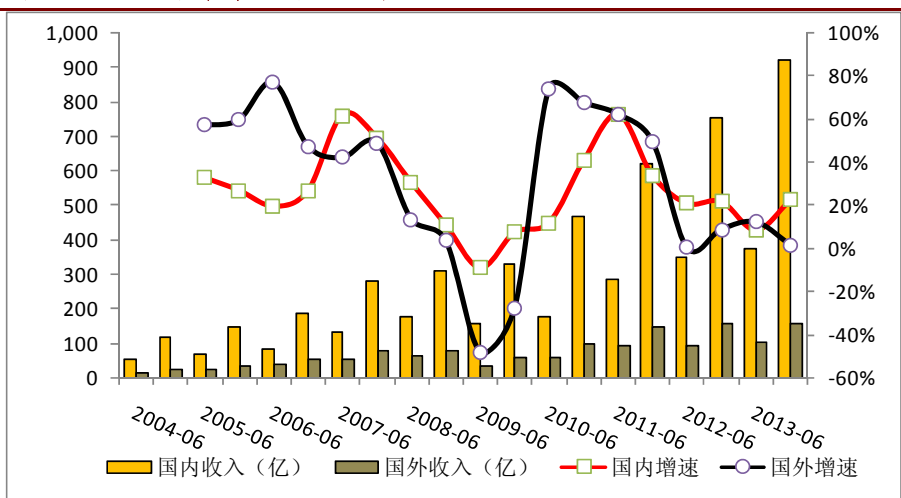
资料来源: wind, 宏源证券

图 9: 2013 年 4 季度费用率提升约 8.9 个百分点



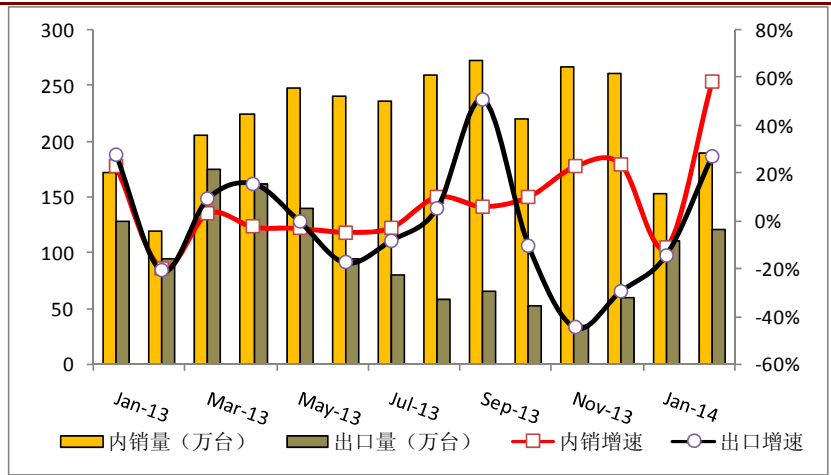
资料来源: wind, 宏源证券

图 10: 2013 年下半年国内收入增速 22%



资料来源: wind, 宏源证券

图 11: 14 年 1 季度空调内销保持高增长



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 12: 财务报表及预测 (单位: 百万)

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	120,043	141,088	161,824	182,496	货币资金	38542	56392	81318	104734
YOY	20%	18%	15%	13%	应收和预付款项	3694	3668	4207	4869
营业成本	80,386	94,439	108,419	123,073	存货	13123	31048	35645	40462
% 营业收入	33%	33%	33%	33%	长期股权投资	98	99	100	101
营业税金及附加	956	1129	1295	1460	投资性房地产	503	553	603	653
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产和在建工程	15896	16396	17096	17896
销售费用	22509	25916	29399	32540	无形资产和开发支出	2370	2373	2327	2274
% 营业收入	18.8%	18.4%	18.2%	17.8%	资产总计	129137	166051	201678	234206
管理费用	5090	6099	6713	7565	短期借款	3317	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.3%	4.1%	4.1%	应付和预收款项	60243	79982	97175	108399
财务费用	-137	-874	-1425	-1926	长期借款	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	-0.1%	-0.6%	-0.9%	-1.1%	其他负债	30982	35035	38040	42040
资产减值损失	192	0	0	0	负债合计	97170	117742	137991	153264
公允价值变动收益	991	80	-30	-185	股本	3008	3008	3008	3008
投资收益	717	100	100	100	资本公积	3176	3176	3176	3176
营业利润	12263	14560	17493	19699	留存收益	28354	41174	56487	73675
% 营业收入	10.2%	10.3%	10.8%	10.8%	归属母公司股东权益	31083	47359	62672	79860
营业外收支	629	600	600	600	少数股东权益	884	950	1016	1082
利润总额	13384	15160	18093	20299	股东权益合计	31967	48308	63687	80942
% 营业收入	11.1%	10.7%	11.2%	11.1%	负债和股东权益合计	129137	166051	201678	234206
所得税费用	1956	2274	2714	3045					
净利润	11428	12886	15379	17255	财务指标				
归属于母公司所有者的净利润	10871	12820	15313	17189	毛利率	33%	33%	33%	33%
少数股东损益	65	66	66	66	三费/销售收入	23%	22%	21%	21%
					EBIT/销售收入	9%	10%	10%	10%
					EBITDA/销售收入	11%	11%	12%	11%
					销售净利率	10%	9%	10%	9%
					ROE	37%	27%	24%	22%
					ROA	9%	8%	8%	7%
					ROIC	25%	22%	20%	18%
					销售收入增长率	20%	18%	15%	13%
					EBIT 增长率	45%	22%	18%	12%
					EBITDA 增长率	53%	23%	16%	11%
					净利润增长率	49%	13%	19%	12%
					总资产增长率	22%	29%	21%	16%
					股东权益增长率	-30%	39%	42%	-5%
					经营现金净流增长率	-30%	39%	42%	-5%
					流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
					速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
					应收账款周转天数	8.3	8.0	8.0	8.0

资料来源: 宏源证券

作者简介:

蒋毅: 2008.4-2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部; 2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员; 2013.3 至今宏源证券 家电研究员

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580
程新星			021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
北京保险/私募		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。