

格力电器业绩下滑压力显现

投资要点：

- 公司二季度以来，收入增速有所放缓，从一季度的11.6%降至二季度的7.8%。收入增速放缓的原因包括：二季度以来，空调终端消费有所放缓，内销增速从一季度的22%下降至上半年的20.5%；受海外市场空调需求低迷以及美国除湿机召回事件影响，公司上半年空调出口量增速从一季度的16%下降至-21%，而考虑到下半年行业景气度继续下滑的可能性大，公司业绩继续放缓的可能性较大，全年1400亿的收入目标难以完成。
- 由于以下因素，公司业绩增速下滑有限，全年净利润增速有望在30%以上，如新的冷年，公司凭借较强品牌优势和产品优势有望在市场调整过程中扩大市场竞争优势；公司费用确认十分保守，如上半年公司其他流动负债365.5 亿元，同比上升78.8%，下半年销售费用率下降有空间。
- 目前由于市场对于格力业绩下滑的担忧，格力2014年PE只有6倍，为历史底部，也明显低于美的集团的PE。鉴于公司中报仍显露出公司较强的产品创新能力和市场竞争优势，如生活电器业务、中央空调业务已经崛起等，公司目前股价仍具投资价值。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	99,316	118,628	130,491	143,279
增长率(%)	19.43%	19.44%	10.00%	9.80%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	7379.67	10870.67	14651.33	17488.50
增长率(%)	40.92%	47.31%	34.78%	19.36%
毛利率%	26.29%	32.24%	35.00%	35.40%
净资产收益率(%)	27.59%	31.43%	31.78%	29.22%
EPS(元)	2.45	3.61	4.87	5.81
P/E(倍)	11.56	7.85	5.82	4.88
P/B(倍)	3.19	2.47	1.85	1.43

数据来源：民族证券

格力电器 (000651.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	30

市场数据

市价(元)	28.37
上市的流通 A 股(亿股)	29.86
总股本(亿股)	30.08
52 周股价最高最低(元)	34.34-25.9
上证指数/深证成指	2207.11/ 7813.98
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变

13-12 14-2 14-4 14-6 14-8

相关研究

正文目录

业绩下滑压力显现.....	3
业绩增速不会明显下滑.....	3
财务预测.....	5

图表目录

表 1：公司产品情况.....	3
-----------------	---

事件:

截至报告期末, 格力电器实现营业收入 589 亿元, 较上年同期增加 9.4%; 实现归属于母公司所有者的净利润 57.18 亿元, 较上年同期增长 42.41%。

业绩下滑压力显现

公司二季度以来, 收入增速有所放缓, 从一季度的 11.6% 降至二季度的 7.8%。收入增速放缓的原因包括: 二季度以来, 空调终端消费有所放缓, 内销增速从一季度的 22% 下降至上半年的 20.5%; 受海外市场空调需求低迷以及美国除湿机召回事件影响, 公司上半年空调出口量增速从一季度的 16% 下降至 -21%。

公司收入增速不及预期也影响了净利润的增长, 二季度归属于母公司所有者的净利润增速也从一季度的 68% 回落到二季度的 29%。

尽管公司二季度业绩增速下滑, 但是从上半年整体来看, 公司的盈利能力还是较强, 如上半年净利润率达到 9.9% 的历史新高, 其主要因素包括以下方面。

第一, 公司营业成本下降。如增速仅有 -0.3%, 较去年同期放缓 3 个百分点, 这一方面有原材料成本下降的因素, 另一方面也与公司生产规模扩大更有利于公司控制单位生产成本有关。

第二, 公司毛利率水平提升较快, 如中报披露的空调毛利率达到 35.6%, 比去年同期提高 6.05 个百分点, 毛利率水平提高的因素有: 空调产品结构进一步优化, 如高毛利率的变频空调销量占比从去年的 50% 上升至今年的 60%, 高毛利率的中央空调销售增长较快, 同比增长近 50%, 占公司空调收入比已超过 10%; 内销空调的毛利率水平较高, 今年以来内销市场远好于出口也推升了毛利率。

第三, 虽然费用率继续上升, 如管理费用率、销售费用率从去年的 15.9%, 3.85% 上升至今年的 16.8%, 3.97%, 但是 17%, 14% 的增速明显小于去年 37%, 22% 的水平。

表 1: 公司产品情况

产品	营业收入增速	成本增速	毛利率	同比增减
空调	8.33%	-1.00%	35.60%	6.07%
生活电器	41.91%	23.70%	25.80%	10.80%
其他	14.20%	11.39%	14.16%	2.16%
国内	15.73%	5.60%	39.20%	5.79%
出口	-15.90%	-11.20%	14.90%	1.42%

资料来源: 公司公告

业绩增速不会明显下滑

我们预计, 受制于以下因素, 公司今年完成 1400 亿收入目标的难度较大, 下半年业绩增速将继续下滑。

第一, 公司上半年仅增长 589 亿元, 这增大了公司今年收入目标实现的压力, 因为从过去几年来看, 下半年收入占比为 54%-58% 之间 (2011 年, 2012 年占比都是 58%, 2013 年为 54%), 以此为推论, 即使乐观预计公司全年收入也只有 1340 亿元。

第二, 下半年公司收入增长的潜力不足, 如公司二季度预收账款同比下降 70%, 环比亦下降 81%, 绝对额达到 21.4 亿元, 为 08 年中报以来最低数值, 这虽然有一定的季节性因素, 但是降幅如此之大也表明公司下半年收入增长的压力较大。

第三, 由于今年空调库存水平高, 去年秋季天气过热使得去年三季度空调消费增长基数较高等因素, 今年

下半年空调销量增速有放缓的可能，这也增大了公司下半年增收的难度。

因此，我们预计公司下半年收入增速还将继续放缓，但基于以下原因，业绩增速下滑有限，全年净利润增速有望在30%以上，如新的冷年，公司凭借较强品牌优势和产品优势有望在市场调整过程中扩大市场竞争优势；公司费用确认十分保守，如上半年公司其他流动负债365.5 亿元，同比上升78.8%，下半年销售费用率下降有空间。

目前由于市场对于格力业绩下滑的担忧，格力2014年PE只有6倍，为历史底部，也明显低于美的集团的PE。鉴于公司中报仍显露出公司较强的产品创新能力和市场竞争优势，如生活电器业务、中央空调业务已经快速崛起等，公司目前股价仍具投资价值。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	8,393,765	10,126,236	12,895,440	14,380,466	营业收入	99,316	118,628	130,491	143,279
现金	2,850,479	3,680,108	5,757,925	6,656,783	营业成本	5,340	6,550	7,855	9,244
应收账款	3,576,704	4,814,652	4,397,839	5,717,476	营业税金及附	58,995	95,617	105,179	115,486
其它应收款	29,036	34,642	35,403	41,506	营业费用	14,626	22,509	22,183	23,641
预付账款	173,971	149,865	297,739	190,706	管理费用	4,056	5,090	5,599	6,147
存货	1,723,504	1,312,273	2,271,838	1,639,298	财务费用	-461	-137	-792	-920
其他	40,070	134,696	134,696	134,696	资产减值损失	66	192	190	0
非流动资产	1,956,817	2,428,697	2,172,981	1,936,264	公允价值变动	247	991	0	0
长期投资	2,816	9,757	9,757	9,757	投资净收益	-20	717	0	0
固定资产	1,270,050	1,404,043	1,367,753	1,164,295	营业利润	8,026	12,263	17,140	20,698
无形资产	163,527	237,018	211,376	185,733	营业外收支	736	629	200	0
其他	520,423	777,879	584,095	576,480					
资产总计	10,350,581	12,554,933	15,068,420	16,316,730	利润总额	8,763	12,892	17,340	20,698
流动负债	7,492,968	8,866,738	10,204,817	10,068,010	所得税	1,317	1,956	2,601	3,105
短期借款	352,064	331,697	531,697	531,697	净利润	7,446	10,936	14,739	17,593
应付账款	3,064,859	3,566,470	2,978,265	4,163,632	少数股东损益	66	65	88	105
其他	4,076,044	4,968,571	6,694,855	5,372,681	归属母公司净	7,380	10,871	14,651	17,489
非流动负债	99,593	141,527	221,527	221,527	EBITDA	9,230	13,514	18,445	21,674
长期借款	98,446	137,535	217,535	217,535	EPS (元)	2.45	3.61	4.87	5.81
其他	1,147	3,992	3,992	3,992	主要财务比				
负债合计	7,592,561	9,008,265	10,426,344	10,289,537	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	83,707	88,387	97,158	107,629	成长能力				
股本	300,787	300,787	300,787	300,787	营业收入	19.43%	19.44%	10.00%	9.80%
资本公积金	318,718	317,611	317,611	317,611	营业利润	76.70%	52.79%	39.77%	20.76%
留存收益	2,054,809	2,839,883	3,991,520	5,366,166	归属母公司净	40.92%	47.31%	34.78%	19.36%
归属母公司股东权益	2,674,313	3,458,281	4,609,918	5,984,564	获利能力				
负债和股东权益	10,350,581	12,554,933	15,133,420	16,381,730	毛利率	26.3%	32.2%	35.0%	35.4%
现金流量表					净利率	7.5%	9.2%	11.3%	12.3%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	27.6%	31.4%	31.8%	29.2%
经营活动现金流	18458	13440	20331	11340	ROIC	92.3%	533.7%	-650.9%	-197.0%
净利润	7,446	10,936	14,739	17,593	偿债能力				
折旧摊销	97,838	123,016	236,716	236,716	资产负债率	73.35%	71.75%	69.19%	63.06%
财务费用	20,414	109,240	-79,203	-92,023	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	6,554	19,239	19,000	0	流动比率	1.12	1.14	1.26	1.43
营运资金净变动(增加为负)	-1,014,704	-570,248	-434,829	735,763	速动比率	0.89	0.99	1.04	1.26
其它	900,911	321,258	263,908	-886,709	营运能力				
投资活动现金流	-421,252	-218,599	-48,000	0	总资产周转率	0.96	0.94	0.87	0.88
资本支出	360,241	246,147	100,000	0	应收帐款周转	2.78	2.46	2.97	2.51
长期投资	155,836	70,407	0	0	存货周转率	4.25	6.13	3.73	5.65
其他	-937,329	-535,152	-148,000	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	81,522	-242,398	92,754	-235,134	每股收益	2.45	3.61	4.87	5.81
短期借款	78,136	-20,367	200,000	0	每股经营现金	6.14	4.47	6.76	3.77
长期借款	-159,774	39,089	80,000	0	每股净资产	8.89	11.50	15.33	19.90
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	307,701	-1,106	0	0	P/E	11.56	7.85	5.82	4.88
其他	-144,541	-260,013	-187,246	-235,134	P/B	3.19	2.47	1.85	1.43
现金净增加额	-321,272	-447,556	65,084	-223,794	EV/EBITDA	6.53	3.60	1.68	1.02

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)