

# 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  
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺

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

## 全年收入目标未变, 若调价格体系则影响深远

### 事件

我们参加了格力电器 2014 年中期业绩说明会, 与参会高管进行交流。

### 交流要点

**全年 1400 亿收入目标未变:** 上半年公司空调内销收入增长超过 10%, 1-7 月终端零售增长约 10%; 中央空调收入增长约 40%; 出口则有所下降。全年 1400 亿收入目标没有改变。

**目前渠道库存高于去年同期, 新冷年经销商打款提货情况较好:** 由于 8 月全国天气较凉爽, 目前公司的渠道库存水平高于去年。但是新冷年经销商打款提货的积极性较高, 预计今年三季度单季“收入+预收账款余额增加值”不会逊于去年同期, 有望支撑下半年销售。(注: 8 月新冷年开盘后, 公司开始吸款压货。经销商打款后, 如果公司已发货则计入当期收入, 如未发货则体现在预收款项中, 因此公司更关注“当期收入+预收款项余额增加值”总额的变化。)

**格力或调整空调价格体系:** 近年来格力空调提价速度较快, 对公司的市场份额产生一定影响, 未来公司可能考虑做适当调整以确保实现市场份额目标。短期可能对毛利率产生压力, 但是通过适当的费用控制, 应不会影响公司的盈利水平。

**销售返利增加因毛利率提高:** 今年以来, 格力和美的的销售返利(体现在其他流动负债中)均呈较快增长, 表明行业生态良好, 各企业均拥有充足的盈利空间。同时, 销售返利也提供了公司应对行业变化的缓冲垫。

**中央空调收入增长快, 盈利能力强:** 上半年格力中央空调收入增长约 40%, 其中多联机占比约 40%, 小风管机占比约 30%, 冷水机占比约 15%, 其他以模块机为主。格力中央空调的盈利水平显著高于家用空调。光伏中央空调已经有订单。

**下半年出口有望恢复至 2 位数增长:** 去年上半年美国市场发生除湿机召回事件, 并在下半年开始与经销商谈判召回和赔偿事宜, 影响到新订单并反映到今年上半年, 导致 1H14 出口同比下降。目前该问题已经解决, 预计下半年出口应可实现 2 位数增长。

**小家电收入未达目标, 后续将做系统性调整:** 今年上半年小家电收入增长低于预期, 完成全年 30 亿收入目标存在压力。未来公司将在产品系列、推广、团队建设和培训等多个方面进行调整, 并考虑加大资源支持力度。

**O2O 在稳步推进中:** 公司近年加大了线下专卖店的构建, 因为线下门店的展示能力、品牌影响力有助于支撑线上销售。公司已在推进线上接单、派单的系统建设, 但何时正式推出仍在征询线下经销商的意见, 关键是协调好各方利益, 稳步推进。

### 投资建议

**评论:** 考虑到行业增速中枢下移、8 月全国天气较凉爽, 预计公司实现全年 1400 亿元收入目标存在压力。但是, 由于格力在空调行业拥有深厚的积累, 品牌力强大、渠道建设完备, 未来如果适当调整价格体系, 则保有高市场份额并不困难, 也有助于实现收入目标, 并将对业内其他品牌的份额形成较大压力。

**盈利预测:** 预计 2014-2016 年收入为 1327、1494、1674 亿元, 同比增长 10.6%、12.6%和 12.1%, 净利润 137、158、178 亿元, 同比增长 26%、16%、13%, EPS 为 4.54、5.26 和 5.93 元。

**投资建议:** 现价 28.44 元对应 6.3×14EPS, 考虑到估值修复和下半年估值切换的空间, 维持格力电器“买入”评级。同时, 建议未来一方面跟踪格力价格体系的变化, 另一方面关注行业中业务结构受空调影响较小的公司所包含的投资机会。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>83,517</b>	<b>100,110</b>	<b>120,043</b>	<b>132,722</b>	<b>149,391</b>	<b>167,396</b>
增长率		19.9%	19.9%	10.6%	12.6%	12.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-68,150</b>	<b>-73,434</b>	<b>-80,878</b>	<b>-87,549</b>	<b>-99,367</b>	<b>-111,894</b>
% 销售收入	81.6%	73.4%	67.4%	66.0%	66.5%	66.8%
<b>毛利</b>	<b>15,367</b>	<b>26,676</b>	<b>39,165</b>	<b>45,173</b>	<b>50,024</b>	<b>55,502</b>
% 销售收入	18.4%	26.6%	32.6%	34.0%	33.5%	33.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-498</b>	<b>-590</b>	<b>-956</b>	<b>-796</b>	<b>-896</b>	<b>-1,004</b>
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-8,050</b>	<b>-14,626</b>	<b>-22,509</b>	<b>-23,624</b>	<b>-25,994</b>	<b>-28,457</b>
% 销售收入	9.6%	14.6%	18.8%	17.8%	17.4%	17.0%
<b>管理费用</b>	<b>-2,783</b>	<b>-4,056</b>	<b>-5,090</b>	<b>-5,043</b>	<b>-5,677</b>	<b>-6,361</b>
% 销售收入	3.3%	4.1%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,035</b>	<b>7,404</b>	<b>10,610</b>	<b>15,708</b>	<b>17,457</b>	<b>19,679</b>
% 销售收入	4.8%	7.4%	8.8%	11.8%	11.7%	11.8%
<b>财务费用</b>	<b>453</b>	<b>461</b>	<b>137</b>	<b>670</b>	<b>581</b>	<b>805</b>
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>21</b>	<b>-66</b>	<b>-192</b>	<b>-70</b>	<b>-46</b>	<b>-49</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-58</b>	<b>247</b>	<b>991</b>	<b>-800</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
<b>投资收益</b>	<b>91</b>	<b>-20</b>	<b>717</b>	<b>350</b>	<b>300</b>	<b>260</b>
% 税前利润	1.4%	n.a	5.6%	2.2%	1.6%	1.2%
<b>营业利润</b>	<b>4,542</b>	<b>8,026</b>	<b>12,263</b>	<b>15,858</b>	<b>18,442</b>	<b>20,845</b>
营业利润率	5.4%	8.0%	10.2%	11.9%	12.3%	12.5%
<b>营业外收支</b>	<b>1,786</b>	<b>736</b>	<b>629</b>	<b>300</b>	<b>280</b>	<b>250</b>
<b>税前利润</b>	<b>6,329</b>	<b>8,763</b>	<b>12,892</b>	<b>16,158</b>	<b>18,722</b>	<b>21,095</b>
利润率	7.6%	8.8%	10.7%	12.2%	12.5%	12.6%
<b>所得税</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,317</b>	<b>-1,956</b>	<b>-2,424</b>	<b>-2,808</b>	<b>-3,164</b>
所得税率	16.3%	15.0%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>5,297</b>	<b>7,446</b>	<b>10,936</b>	<b>13,735</b>	<b>15,914</b>	<b>17,931</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>60</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>90</b>	<b>105</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5,237</b>	<b>7,380</b>	<b>10,871</b>	<b>13,660</b>	<b>15,824</b>	<b>17,826</b>
净利率	6.3%	7.4%	9.1%	10.3%	10.6%	10.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>5,297</b>	<b>7,446</b>	<b>10,936</b>	<b>13,735</b>	<b>15,914</b>	<b>17,931</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>612</b>	<b>1,044</b>	<b>1,423</b>	<b>1,218</b>	<b>1,438</b>	<b>1,755</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-198</b>	<b>-1,175</b>	<b>-3,677</b>	<b>5,679</b>	<b>-730</b>	<b>-660</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-2,359</b>	<b>11,094</b>	<b>4,289</b>	<b>7,324</b>	<b>5,671</b>	<b>4,319</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,353</b>	<b>18,409</b>	<b>12,970</b>	<b>27,955</b>	<b>22,292</b>	<b>23,345</b>
<b>资本开支</b>	<b>-4,772</b>	<b>-3,602</b>	<b>-2,460</b>	<b>-2,202</b>	<b>-3,260</b>	<b>-4,380</b>
<b>投资</b>	<b>1,074</b>	<b>1,006</b>	<b>-377</b>	<b>89</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>其他</b>	<b>930</b>	<b>-58</b>	<b>651</b>	<b>-450</b>	<b>450</b>	<b>410</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,767</b>	<b>-2,654</b>	<b>-2,186</b>	<b>-2,563</b>	<b>-2,790</b>	<b>-3,950</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>3,198</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>3,296</b>	<b>-1,834</b>	<b>-1,246</b>	<b>-5,711</b>	<b>-200</b>	<b>-100</b>
<b>其他</b>	<b>-4,257</b>	<b>-528</b>	<b>-1,649</b>	<b>-101</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-961</b>	<b>835</b>	<b>-2,895</b>	<b>-5,813</b>	<b>-201</b>	<b>-100</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-375</b>	<b>16,590</b>	<b>7,889</b>	<b>19,579</b>	<b>19,302</b>	<b>19,295</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>16,041</b>	<b>28,944</b>	<b>38,542</b>	<b>58,121</b>	<b>77,423</b>
<b>应收款项</b>	<b>35,526</b>	<b>36,057</b>	<b>48,493</b>	<b>47,387</b>	<b>53,339</b>
<b>存货</b>	<b>17,503</b>	<b>17,235</b>	<b>13,123</b>	<b>20,401</b>	<b>23,155</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,685</b>	<b>2,851</b>	<b>3,575</b>	<b>4,179</b>	<b>4,462</b>
<b>流动资产</b>	<b>71,756</b>	<b>85,088</b>	<b>103,733</b>	<b>130,088</b>	<b>158,379</b>
% 总资产	84.2%	79.1%	77.6%	82.7%	84.4%
<b>长期投资</b>	<b>215</b>	<b>2,880</b>	<b>5,972</b>	<b>5,882</b>	<b>5,862</b>
<b>固定资产</b>	<b>9,881</b>	<b>15,005</b>	<b>15,902</b>	<b>17,309</b>	<b>19,477</b>
% 总资产	11.6%	13.9%	11.9%	11.0%	10.4%
<b>无形资产</b>	<b>1,670</b>	<b>1,683</b>	<b>2,413</b>	<b>2,360</b>	<b>2,341</b>
<b>非流动资产</b>	<b>13,456</b>	<b>22,479</b>	<b>29,970</b>	<b>27,152</b>	<b>29,280</b>
% 总资产	15.8%	20.9%	22.4%	17.3%	15.6%
<b>资产总计</b>	<b>85,212</b>	<b>107,567</b>	<b>133,702</b>	<b>157,239</b>	<b>187,659</b>
<b>短期借款</b>	<b>4,916</b>	<b>6,034</b>	<b>4,240</b>	<b>1,000</b>	<b>800</b>
<b>应付款项</b>	<b>49,370</b>	<b>52,720</b>	<b>52,445</b>	<b>64,929</b>	<b>73,436</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>9,907</b>	<b>20,076</b>	<b>39,806</b>	<b>43,528</b>	<b>49,727</b>
<b>流动负债</b>	<b>64,193</b>	<b>78,830</b>	<b>96,491</b>	<b>109,457</b>	<b>123,963</b>
<b>长期贷款</b>	<b>2,582</b>	<b>984</b>	<b>1,375</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>59</b>	<b>172</b>	<b>369</b>	<b>85</b>	<b>85</b>
<b>负债</b>	<b>66,834</b>	<b>79,987</b>	<b>98,235</b>	<b>109,542</b>	<b>124,048</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>17,601</b>	<b>26,736</b>	<b>34,536</b>	<b>46,691</b>	<b>61,011</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>770</b>	<b>837</b>	<b>884</b>	<b>75</b>	<b>165</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>85,212</b>	<b>107,567</b>	<b>133,702</b>	<b>157,239</b>	<b>187,659</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.858	2.619	3.614	4.541	5.261
每股净资产	6.246	8.889	11.482	15.523	20.284
每股经营现金净流	1.191	6.120	4.312	9.294	7.411
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500
<b>回报率</b>					
净资产收益率	29.75%	27.60%	31.48%	29.25%	25.94%
总资产收益率	6.15%	6.86%	8.13%	8.74%	8.54%
投入资本收益率	13.03%	18.10%	21.73%	27.91%	23.91%
<b>增长率</b>					
主营业务收入增长率	37.35%	19.87%	19.91%	10.56%	12.56%
EBIT增长率	67.72%	83.48%	43.30%	48.05%	11.13%
净利润增长率	22.48%	40.91%	47.31%	25.65%	15.84%
总资产增长率	29.89%	26.24%	24.30%	17.60%	19.35%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	5.8	5.3	5.4	5.5	5.5
存货周转天数	78.3	86.8	69.1	86.0	86.0
应付账款周转天数	78.8	95.2	113.0	112.0	112.0
固定资产周转天数	33.7	46.3	42.7	43.9	45.5
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-46.58%	-80.45%	-96.35%	-124.81%	-127.29%
EBIT利息保障倍数	-8.9	-16.0	-77.3	-23.4	-30.0
资产负债率	78.43%	74.36%	73.47%	70.08%	66.97%

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	2013-05-21	买入	27.20	35.27 ~ 38.31
2	2013-06-21	买入	24.57	35.27 ~ 38.21
3	2013-08-21	买入	27.29	N/A
4	2013-09-25	买入	28.68	33.28 ~ 35.22
5	2013-10-28	买入	29.18	35.22 ~ 35.22
6	2014-01-21	买入	29.75	38.48 ~ 38.48
7	2014-02-21	买入	30.54	N/A
8	2014-08-26	买入	28.37	N/A

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