

格力电器

价格下调有助提升份额，预计对盈利影响有限

格力全面调整空调零售价格，平均幅度约 10%

上周末，格力多地经销商推出大规模的国庆促销活动，主要竞争对手美的、海尔及二线空调品牌纷纷跟进。根据媒体报道，格力空调终端零售价全面下调，最大下调幅度约 20%，集中于低价格档产品，我们估计平均下调幅度约 10%。国庆促销是惯例，但本次格力价格调整的幅度超出以往。

公司低端空调市占率有望上升，我们上调内销量增速但下调均价

2011 ~2013 年格力家用空调国内零售均价累计上调约 10%，内销市占率累计下滑约 2.5pct。格力本次下调产品价格，目的是夺回市场份额，努力实现全年 1400 亿元的收入目标。格力 3000 元以内空调市占率较低，此次重新推出低价空调，预计将提升对同类产品竞争力。我们上调公司今年空调内销量增速至 10%（原为+9%），由于低端机占比上升，下调均价增速至同比持平（原为+1%）。

毛利率可能受到一定影响，但预计对净利润影响有限

格力此次下调的主要是经销商价格，出厂价相对稳定。经销商盈利受损可能将主要由公司后续支付的销售返利补偿，我们预计该项目我们将主要从其他流动负债科目支出，该科目中期余额 366 亿元，来自历年累积的对经销商返利和补贴未实际支付部分。由于产品均价仍受结构变化影响，我们下调公司今年毛利率预测约 0.5pct 至 34.1%，销售费用率预测下调 0.3pct 至 16.9%。

估值：下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们下调公司 2014~16 年 EPS 预测至 4.61/5.36/6.18 元（原 4.70/5.60/6.45 元），基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现(WACC 为 12.5%)，下调目标价至 36 元（原 39 元）。我们认为阶段性调价不改长期竞争力，维持买入评级。

Equities

中国

消费电子业

12 个月评级 **买入**
 保持不变

12 个月目标价 **Rmb36.00**
 之前: **Rmb39.00**
股价 **Rmb27.92**

路透代码: 000651.SZ 彭博代码 000651 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb34.29-26.36

市值 Rmb84.0 十亿/US\$13.7 十亿

已发行股本 3,008 百万 (ORDA)

流通股比例 96%

日均成交量(千股) 17,126

日均成交额(Rmb 百万) Rmb495.8

普通股股东权益 (12/14E) Rmb44.7 十亿

市净率 (12/14E) 1.9x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	4.70	4.61	-1.96	4.51
12/15E	5.60	5.36	-4.18	5.35
12/16E	6.45	6.18	-4.16	6.16

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	83,517	100,110	120,043	135,641	152,918	171,562	191,899	212,284
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,455	18,149	20,920	23,801	27,335
净利润 (UBS)	5,237	7,380	10,871	13,874	16,130	18,594	21,183	24,332
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.86	2.47	3.61	4.61	5.36	6.18	7.04	8.09
每股股息 (Rmb)	0.50	1.00	1.50	1.84	2.15	2.47	2.82	3.24
现金 / (净债务)	10,736	24,546	34,634	40,119	49,695	59,791	71,350	84,050

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.8	7.4	8.8	12.1	11.9	12.2	12.4	12.9
ROIC (EBIT) (%)	110.2	153.1	>500	>500	395.8	396.8	366.3	335.0
EV/EBITDA(core)x	10.0	6.2	5.5	3.0	2.4	1.7	1.5	1.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	11.0	8.6	7.7	6.1	5.2	4.5	4.0	3.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.5)	23.2	12.6	17.2	20.3	22.1	25.0	27.9
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	6.6	7.7	8.9	10.1	11.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 09 月 29 日 20 时 56 分的股价(Rmb27.92)得出;

投资主题

格力电器

投资理由

格力电器是国内空调行业的龙头，内外销合计份额超过 30%。公司坚持自主研发，掌握核心科技，是技术升级的领跑者。销售渠道遍布全国，实力强且和格力关系紧密，有助公司持续获得市场份额。

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测为 4.61/5.36/6.18 元（市场一致预期为 4.53/5.36/6.20 元），基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 12.5%），推导出目标价 36 元，给予“买入”的投资评级。我们预计公司未来毛利率仍有上升空间，销售费用率或将得到控制，净利率有望继续提升，推动业绩超预期。

乐观情景

零售价格下调后，公司终端出货情况较好，高于工厂出货，低库存下半年公司销量增速有可能提升至 20% 以上。

乐观情景假设下格力毛利率继续上升而销售费用率下降，那么我们估算，格力电器下半年净利润有望同比增长 30% 以上，2014 年 EPS 达到 4.70 元，对应每股估值达到 39 元。

悲观情景

下半年公司净利率的基数较高，若收入增速维持在上半年水平，净利率恐难以继续上升，则我们估算下半年净利润同比增长 10% 左右，全年 EPS 为 4.40 元，对应每股估值 27 元。

近期催化剂

9 月及之后的行业月度销量增速回升较快，格力季报业绩超预期。

新家电补贴政策“领跑者计划”下半年或推出，利好格力电器等技术领先的家电龙头。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb36.00

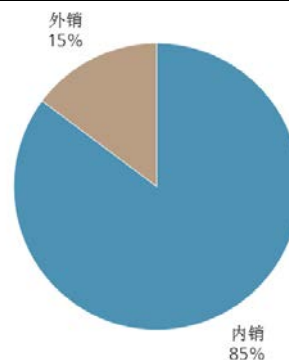
公司简介

公司专注于空调产品的研发、生产、销售和服务，包括家用空调、中央空调等产品。同时也经营小家电和空调配件等，占比不大，空调仍是公司集中专注的产品。

行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化率推进有望继续拉动空调普及。2012 年空调城镇每百户拥有量 126 台，农村每百户拥有量 25 台，我们认为保有量提升仍有空间。在节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而带动空调产业升级。我们预计行业销量有望维持 8% 左右的增长。

收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及配件	225.2	364.0	425.3	479.2	540.7
小家电	3.3	3.2	5.2	7.9	11.0
漆包线	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
压缩机	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
模具	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
其他	37.5	23.5	31.3	32.6	33.4
合计	266.8	391.7	463.0	521.0	586.6

来源：公司数据，瑞银证券估算

国庆前夕格力率先降价，其他厂商跟进

根据媒体报道，今年“十一”黄金周前夕，格力在各地的经销商率先下调产品价格，低端产品零售价从 2200 元左右下调至 1800 元左右，中高端产品中的有型号从 5000 元左右调整至 4000 元左右。美的、海尔、奥克斯、志高等随后跟进。从北京市场上来看，格力、美的此番促销的定价比通常的促销价低出 500 元左右，格力变频空调最低 2499 元，美的最低 2399 元。

我们从经销商处了解到，各品牌为国庆促销，确实下调了终端零售价。但格力经销商的进货价调整不大，在销售完成后，格力总部可能给予费用补贴。从各地的价格调整情况来看，此次促销力度超出以往，我们认为主要源自：1，空调行业受房地产影响增长可能放缓；2，凉夏导致渠道库存上升。

格力率先下调产品价格，我们认为还和公司最近几年国内市占率持续下滑，及追求今年 1400 亿元的收入目标有关。由于格力近几年持续提升产品价格，市占率累计下滑约 2.5 个百分点，此次下调价格，主要目的是稳住市占率，并试图把前期丢失的市占率抢回。

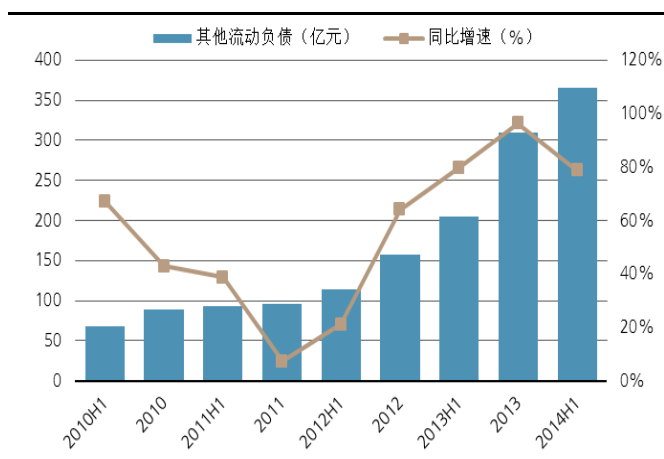
格力此次下调的主要是经销商价格，出厂价相对稳定。经销商盈利受损可能将主要由公司后续支付的销售返利补偿，我们预计该项目我们将主要从其他流动负债科目支出，该科目中期余额 366 亿元，来自历年累积的对经销商返利和补贴未实际支付部分。由于产品均价仍受结构变化影响，我们认为其对毛利率会有一定影响，下调公司今年毛利率预测约 0.5pct 至 34.1%；但同时我们预计随着降价促销，销售费用率将有所下降，我们下调今年销售费用率 0.3pct 至 16.9%，因此预计未来仍有望保持稳定的盈利增速。

其他流动负债规模庞大

2014H1 公司其他流动负债余额 365.5 亿元，同比上升 78.8%。公司其他流动负债规模从 2012 年上半年的 113.7 亿元增长到 2014 年上半年的 365.5 亿元。公司过去几年该科目持续上升，源自计提的经销商返利和补贴但未实际支付，公司应会从这个科目支出补贴经销商。

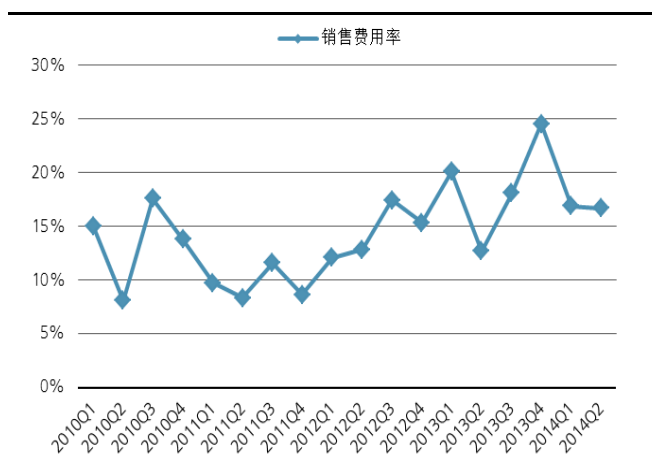
过去几年公司的销售费用率逐步上升，一方面缘于上调产品零售价格的需要，另一方面也为未来的竞争加剧做准备。如果公司零售均价下调，我们认为销售费用并不会上升。

图表 1: 2010H1-2014H1 公司其他流动负债及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2010Q1-2014Q2 销售费用率



来源: 公司数据

盈利预测假设主要调整

考虑到今年空调行业价格战的影响, 我们下调了公司 14 和 15 年的内销价格增速假设, 从原来 2014/15 的 1.0%/1.0% 下调到 0.0%/0.5%。由于今年上半年公司出厂价上涨约 1.5%, 我们预计下半年约同比下降 1.5%。

图表 3: 格力电器内销价格增速假设变化

内销价格增长率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	-7.6%	6.3%	7.9%	1.0%	1.0%	1.0%
调整后	-7.6%	6.3%	7.9%	0.0%	0.5%	1.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

考虑到公司内销价格下调, 我们认为公司的市占率有望企稳, 我们上调了公司 2014 年内销量增速假设, 从原来的 9.0% 上调至 10.0%。由于下半年行业受凉夏和房地产的负面影响, 增速上升幅度料将不明显, 但市占率有望提升。

图表 4: 格力电器内销量增速假设变化

内销量增长率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	43.3%	14.0%	12.0%	9.0%	8.0%	7.0%
调整后	43.3%	14.0%	12.0%	10.0%	8.0%	7.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

上半年公司空气净化器和净水机收入同比实现翻番增长, 但仍低于公司原来的计划 (30 亿元), 我们预计今年公司小家电业务将实现收入 23 亿元。我们因此下调公司小家电业务未来三年的收入增速假设, 从原来 2014/15/16 的 69.3%/38.9%/31.6% 下调至 39.7%/37.9%/31.1%。

图表 5: 格力电器小家电收入增速假设变化

小家电收入增速	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	64.1%	12.5%	11.4%	69.3%	38.9%	31.6%
调整后	64.1%	12.5%	11.4%	39.7%	37.9%	31.1%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

虽然公司此次调整价格主要发生在零售终端，但出厂价也可能有所下调，同时格力主要目的是低端市场，低价产品结构上升，也可能带来毛利率下滑。因此我们下调了公司未来三年的空调毛利率增速假设，从原来 2014/15/16 的 37.0%/37.4%/37.9% 下调至 36.1%/36.4%/36.8%，综合毛利率从原来 2014/15/16 的 34.6%/34.7%/34.8% 下调至 34.1%/34.1%/34.2%。

图表 6: 格力电器空调和综合毛利率假设变化

调整前	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及零部件毛利率	18.5%	25.3%	34.5%	37.0%	37.4%	37.9%
综合毛利率	18.4%	26.6%	32.6%	34.6%	34.7%	34.8%
调整后	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及零部件毛利率	18.5%	25.3%	34.5%	36.1%	36.4%	36.8%
综合毛利率	18.4%	26.6%	32.6%	34.1%	34.1%	34.2%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

格力下调产品终端售价后，应会补贴经销商盈利受损，并主要从其他流动负债科目支出，我们下调公司未来三年的其他流动负债余额，今年余额从原来的 369 亿元下调至 359 亿元，未来几年的增速显著低于前几年。

同时公司的零售价格下调后，广告宣传投放应会有所减少，我们下调了公司未来三年的销售费用率预测，从原来 2014/15/16 的 17.2%/17.2%/17.1% 下调至 16.9%/17.0%/16.9%。

图表 7: 格力电器其他流动负债假设变化

其他流动负债 (亿元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	96	157	309	369	419	459
调整后	96	157	309	359	389	409

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 8: 格力电器销售费用率假设变化

销售费用率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调整前	9.6%	14.6%	18.8%	17.2%	17.2%	17.1%
调整后	9.6%	14.6%	18.8%	16.9%	17.0%	16.9%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

公司盈利对出厂价、市占率和销售费用率的敏感性分析

我们认为，公司下调产品价格后，将有助于获得市场份额，且销售费用率很有可能下调。价格下调后公司的盈利情况将和这三者相关，下表我们测算了其相关性。大部分情况下，公司出厂价下调会导致盈利变差，但如果出厂价小幅下调能够带来市占率的显著上升，公司盈利有可能上升。

同时如果出厂价下调的同时，销售费用率也下降，则对净利润的影响应会减弱。对格力来说，此时其他流动负债余额应该不会再增长，至少上升速度会显著放缓。

图表 9: 格力电器盈利对出厂价和内销市占率敏感性

		内销市占率				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
国内出厂价	-2.0%	-18.7%	-16.8%	-14.8%	-12.9%	-11.0%
	-1.5%	-14.0%	-12.1%	-10.1%	-8.2%	-6.2%
	-1.0%	-9.4%	-7.4%	-5.4%	-3.5%	-1.5%
	-0.5%	-4.7%	-2.7%	-0.7%	1.2%	3.2%
	0.0%	0.0%	2.0%	4.0%	5.9%	7.9%

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 格力电器盈利对出厂价和销售费用率敏感性

		销售费用率				
		-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%
国内出厂价	-2.0%	-12.0%	-14.0%	-16.0%	-17.0%	-18.0%
	-1.5%	-7.8%	-9.8%	-11.8%	-12.8%	-13.8%
	-1.0%	-3.5%	-5.5%	-7.5%	-8.5%	-9.5%
	-0.5%	0.8%	-1.3%	-3.3%	-4.3%	-5.3%
	0.0%	5.0%	3.0%	1.0%	0.0%	-1.0%

来源: 瑞银证券估算

格力电器 (000651.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	83,517	100,110	120,043	135,641	13.0	152,918	12.7	171,562	191,899	212,284
毛利	15,367	26,676	39,165	46,296	18.2	52,097	12.5	58,663	65,827	73,507
息税折旧摊销前利润(UBS)	4,668	8,382	11,840	17,877	51.0	19,703	10.2	22,609	25,595	28,819
折旧和摊销	(633)	(978)	(1,230)	(1,421)	15.6	(1,554)	9.3	(1,689)	(1,794)	(1,485)
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,455	55.1	18,149	10.3	20,920	23,801	27,335
联营及投资收益	91	(20)	717	(400)	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1,749	918	1,427	(323)	-	367	-	355	364	360
净利息	453	461	137	688	NM	575	-16.5	732	907	1,104
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	6,329	8,763	12,892	16,420	27.4	19,091	16.3	22,007	25,072	28,799
税项	(1,031)	(1,317)	(1,956)	(2,463)	-25.9	(2,864)	-16.3	(3,301)	(3,761)	(4,320)
税后利润	5,297	7,446	10,936	13,957	27.6	16,227	16.3	18,706	21,311	24,479
优先股股息及少数股权	(60)	(66)	(65)	(84)	-28.7	(97)	-16.3	(112)	(128)	(147)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	5,237	7,380	10,871	13,874	27.6	16,130	16.3	18,594	21,183	24,332
净利润(UBS)	5,237	7,380	10,871	13,874	27.6	16,130	16.3	18,594	21,183	24,332
税率(%)	16.3	15.0	15.2	15.0	-1.1	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.86	2.47	3.61	4.61	27.6	5.36	16.3	6.18	7.04	8.09
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.86	2.47	3.61	4.61	27.6	5.36	16.3	6.18	7.04	8.09
每股收益(UBS, 基本)	1.86	2.47	3.61	4.61	27.6	5.36	16.3	6.18	7.04	8.09
每股股息净值(Rmb)	0.50	1.00	1.50	1.84	23.0	2.15	16.3	2.47	2.82	3.24
每股账面价值	6.25	8.89	11.50	14.88	29.4	18.09	21.6	21.80	26.03	30.88
平均股数(稀释后)	2,817.89	2,992.03	3,007.87	3,007.87	0.0	3,007.87	0.0	3,007.87	3,007.90	3,007.90
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	16,057	29,207	39,788	43,655	9.7	53,805	23.3	64,633	77,099	90,903
其他流动资产	55,698	55,880	63,945	71,854	12.4	79,693	10.9	88,829	98,714	108,516
流动资产总额	71,756	85,088	103,733	115,509	11.4	133,498	15.6	153,462	175,813	199,420
有形固定资产净值	9,881	15,005	15,902	18,397	15.7	18,369	-0.2	18,162	17,850	17,048
无形固定资产净值	1,622	1,635	2,370	2,496	5.3	2,622	5.0	2,747	2,873	2,999
投资/其他资产	1,952	5,839	11,697	12,404	6.0	13,406	8.1	14,408	15,410	16,412
总资产	85,212	107,567	133,702	148,806	11.3	167,895	12.8	188,780	211,947	235,879
应付账款和其他短期负债	61,454	75,310	93,174	101,149	8.6	110,463	9.2	120,079	130,408	139,594
短期债务	2,739	3,521	3,317	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	64,193	78,830	96,491	101,149	4.8	110,463	9.2	120,079	130,408	139,594
长期债务	2,582	984	1,375	1,375	0.0	1,375	0.0	1,375	1,375	1,375
其它长期负债	59	172	369	566	53.4	566	0.0	566	566	566
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	66,834	79,987	98,235	103,090	4.9	112,404	9.0	122,020	132,349	141,535
普通股股东权益	17,607	26,743	34,583	44,748	29.4	54,426	21.6	65,583	78,293	92,892
少数股东权益	770	837	884	968	9.5	1,065	10.1	1,177	1,305	1,452
负债和权益总计	85,212	107,567	133,702	148,806	11.3	167,895	12.8	188,780	211,947	235,879
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	5,237	7,380	10,871	13,874	27.6	16,130	16.3	18,594	21,183	24,332
折旧和摊销	633	978	1,230	1,421	15.6	1,554	9.3	1,689	1,794	1,485
营运资本变动净值	1,987	(10,126)	(7,996)	(63)	99.2	(1,442)	NM	(445)	(408)	657
其他营业性现金流	(4,500)	20,177	8,865	894	-89.9	2,460	175.0	316	74	(2,230)
经营性现金流	3,356	18,409	12,970	16,127	24.3	18,702	16.0	20,154	22,643	24,243
有形资本支出	(4,778)	(3,602)	(2,461)	(1,654)	32.8	(1,654)	0.0	(1,610)	(1,610)	(810)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2,010	(610)	275	(3,438)	-	(1,020)	-	(1,010)	(1,000)	(1,000)
投资性现金流	(2,767)	(4,213)	(2,186)	(5,092)	-132.9	(2,674)	47.5	(2,620)	(2,610)	(1,810)
已付股息	(977)	(1,504)	(4,512)	(5,549)	-23.0	(6,452)	-16.3	(7,438)	(8,473)	(9,733)
股份发行/回购	0	3,198	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	182	(860)	2,088	(1,618)	-	575	-	732	907	1,104
融资性现金流	(795)	834	(2,424)	(7,168)	-195.7	(5,877)	18.0	(6,705)	(7,566)	(8,629)
现金流量中现金的增加/(减少)	(206)	15,031	8,360	3,867	-53.7	10,150	162.5	10,828	12,466	13,804
外汇/非现金项目	(322)	(1,881)	2,221	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(527)	13,150	10,580	3,867	-63.4	10,150	162.5	10,828	12,466	13,804

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

格力电器 (000651.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	11.0	8.6	7.7	6.1	5.2	4.5	4.0	3.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	11.0	8.6	7.7	6.1	5.2	4.5	4.0	3.5
股价/每股现金收益	9.8	7.6	6.9	5.5	4.7	4.1	3.7	3.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.5)	23.2	12.6	17.2	20.3	22.1	25.0	27.9
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	6.6	7.7	8.9	10.1	11.6
市净率	3.3	2.4	2.4	1.9	1.5	1.3	1.1	0.9
企业价值/营业收入(核心)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.0	6.2	5.5	3.0	2.4	1.7	1.5	1.4
企业价值/息税前利润(核心)	11.5	7.0	6.1	3.3	2.6	1.9	1.6	1.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.7	NM	24.9	3.3	2.8	1.9	1.7	1.4
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	7.4	6.0	4.8
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	57,721	63,791	83,239	83,981	83,981	83,981	83,981	83,981
净债务 (现金)	(11,783)	(11,783)	(17,641)	(29,590)	(37,523)	(45,182)	(45,182)	(45,182)
少数股东权益	770	837	884	968	1,065	1,177	1,305	1,452
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	46,708	52,845	66,482	55,358	47,523	39,976	40,103	40,250
非核心资产	(215)	(791)	(1,407)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)
核心企业价值	46,493	52,054	65,075	54,247	46,412	38,864	38,992	39,139
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37.3	19.9	19.9	13.0	12.7	12.2	11.9	10.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	63.5	79.6	41.3	51.0	10.2	14.7	13.2	12.6
息税前利润(UBS)	67.7	83.5	43.3	55.1	10.3	15.3	13.8	14.8
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	32.7	46.5	27.6	16.3	15.3	13.9	14.9
每股股息净值	66.7	100.0	50.0	23.0	16.3	15.3	13.9	14.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	18.4	26.6	32.6	34.1	34.1	34.2	34.3	34.6
息税折旧摊销前利润率	5.6	8.4	9.9	13.2	12.9	13.2	13.3	13.6
息税前利润率	4.8	7.4	8.8	12.1	11.9	12.2	12.4	12.9
净利 (UBS) 率	6.3	7.4	9.1	10.2	10.5	10.8	11.0	11.5
ROIC (EBIT)	110.2	153.1	>500	>500	395.8	396.8	366.3	335.0
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	33.9	33.3	35.5	35.0	32.5	31.0	29.4	28.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.3)	(2.9)	(2.9)	(2.2)	(2.5)	(2.6)	(2.8)	(2.9)
净债务/总权益 %	(58.4)	(89.0)	(97.7)	(87.8)	(89.6)	(89.6)	(89.6)	(89.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(23.1)	(47.2)	(53.2)	(74.0)	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	116.4	106.4	95.3	89.7	54.6
资本支出/营业收入(%)	5.7	3.6	2.1	1.2	1.1	0.9	0.8	0.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.7	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	26.9	40.5	41.5	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	83,517	100,110	120,043	135,641	152,918	171,562	191,899	212,284
总计	83,517	100,110	120,043	135,641	152,918	171,562	191,899	212,284
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	4,035	7,404	10,610	16,455	18,149	20,920	23,801	27,335
总计	4,035	7,404	10,610	16,455	18,149	20,920	23,801	27,335

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+28.9%
预测股息收益率	6.6%
预测股票回报率	+35.5%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+26.3%

风险声明

房地产市场成交量下滑，滞后影响空调内销；出口市场持续不景气；原材料价格上涨；市场竞争加剧，公司毛利率和净利率下降。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：廖 欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
格力电器 ¹³	000651.SZ	买入	不适用	Rmb28.34	2014 年 09 月 26 日

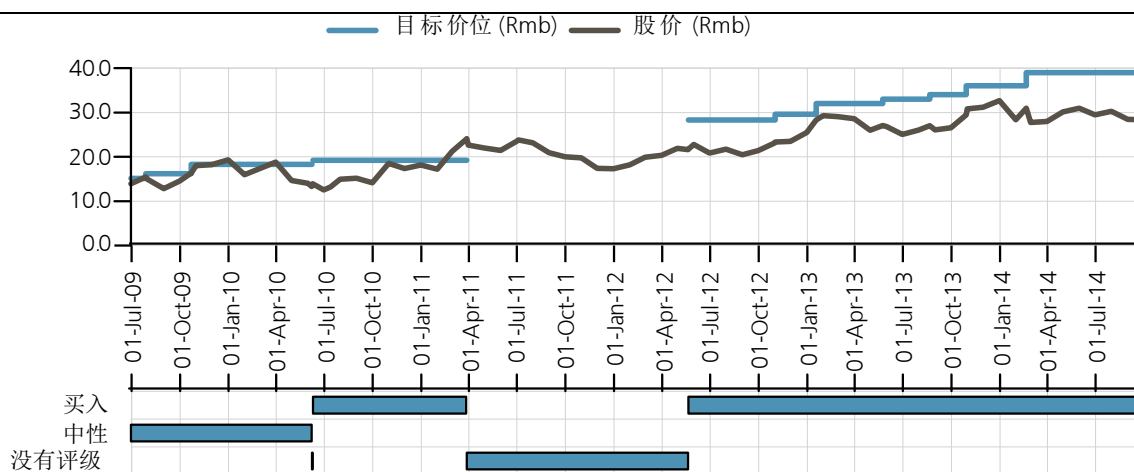
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

13. 截至上月末（如果该报告的日期为最近一个月月末后的 10 日之内的某一天，则为之前月的月末），UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券 1% 或更多的权益所有者。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

格力电器 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 9 月 26 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。