

价格战对于格力电器短期业绩影响不大

投资要点：

- 格力电器宣布将发动价格战，斥资百亿回馈全国消费者。我们认为，空调市场景气度下滑，库存压力大，以及格力的市场份额优势下降等多方面因素促发了公司的价格促销。
- 由于公司在消费者心中较强的品牌影响力，格力产品的降低将会吸引更多的用户购买，公司也就有望从二、三线品牌商中夺取更多的市场份额，今年收入增长目标实现的可能性也将大增。而就短期来看，由于公司前期计提费用充分，这次价格战对于公司今年的盈利的负面影响也很小，但若考虑到价格战引发的市场竞争激烈等因素，未来公司产品毛利率下滑很难避免。
- 公司为实现未来业绩增长目标（2017年实现2000亿的收入），将会进一步加快业务转型，摆脱对于家用空调市场的过分依赖，如加大对于更高毛利率中央空调市场的开拓，开发新兴的生活电器市场，更积极地开展电商业务以降低费用，获取产品收入之外的盈利来源，但鉴于这些业务短期难以贡献较多业绩，公司未来两年业绩下滑的压力也将增大。

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：	中性
跟踪评级：	下调
目标价格：	30

市场数据

市价(元)	27.92
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	2357.71/ 8082.85
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

无奈的选择	3
公司收入目标有望实现	3
财务预测	5

图表目录

表 1: 公司近年来产品提价	3
----------------------	---

事件:

近日,空调的国庆促销进入到白日化阶段:格力电器宣布将发动价格战,斥资百亿回馈全国消费者后,美的集团也表示要与格力“血拼到底”,一线品牌的“强势出手”也逼迫不少二线品牌厂商“接招,奥克斯、格兰仕等二线品牌商都表示要主动出击迎接价格战。

无奈的选择

前几年,格力总裁董明珠还谈到格力坚持的“五不”原则中包括不大价格战,但今年却例外了,以下多方面的压力决定公司选择打价格战是无奈的选择。

第一,公司自身的压力。今年的收入目标是1400亿,而上半年公司收入只有589亿元,这无疑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,竞争对手的压力。今年以来,美的集团奉行的精品战略继续为公司产品扩大市场竞争优势,目前美的空调的市场份额已基本接近格力。如中怡康数据显示,1-6月份美的空调销量占比为24.42%,与格力24.38%的市场占比基本持平;再如近年以来,不少新锐的空调厂商,凭借着价格优势获得了迅猛的增长,而格力却由于价格的不断提价导致部分对于价格比较敏感的市场流失,这也使得格力近年来市场份额停止不前,今年空调内销市场份额还相对于三年前降低了1个百分点。

第三,市场的压力。今年二季度以来,由于去年同期增长基数较高、天气等原因,空调销量增速持续下滑,如1-8月累计销量8680.9万台,同比增长5.35%,较今年初7.6%明显下滑,而由于行业过去积累了较多库存,如今年6月以来,空调存货增长较快,1-8月空调存货累计同比增速达到15.6%,比上半年增加2个百分点,空调渠道去库存的压力也增大了未来销量持续下滑的压力。

公司收入目标有望实现

因此,这次格力打响价格战也就在所难免,而由于公司在消费者心中较强的品牌影响力,格力产品的降低将会吸引更多的用户购买,公司也就有望从二、三线品牌商中夺取更多的市场份额,今年收入增长目标实现的可能性也将大增。而就短期来看,这次价格战对于公司今年的盈利的负面影响也很小。

如这次格力产品降价主要由经销商发起,出厂价则相对稳定。经销商盈利受损主要部分由公司后续支付的销售返利补偿(预计达到100亿),而由于公司之前已经计提较多金额,如公司其他流动负债科目支出科目中期余额高达366亿元,比去年同期增加79%,因此这次价格战不会对于公司产品今年的毛利率以及业务的销售费用率有实质性影响。

表 1: 公司近年来产品提价

空调均价涨幅	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年1-7月
市场	0.70%	14%	4.70%	2.60%	-0.10%
格力	3.90%	14.20%	7.30%	2.60%	1.20%
美的	2.00%	15.90%	7.30%	6.50%	1.10%
海尔	3.70%	15.30%	-2.20%	7.50%	1.90%

资料来源:中怡康

当然，就中长期来看，考虑到以下原因，这次价格战还是会对公司的盈利能力有负面影响。如由于格力在市场中的领导地位，它率先发起价格战也会逼迫其他厂商为了保持市场份额，不得不以价格战应对，这无疑会透支今年的销售增长，明年空调行业的销售增长也会面临更大压力，格力明年产品出厂价格下调的压力也将在增大。我们也由此预计，公司空调毛利率水平在持续 3 年上升后，明年见顶回落的可能性较大。

而这也逼迫公司为实现未来业绩增长目标（2017 年实现 2000 亿的收入），进一步加快业务转型，摆脱对于家用空调市场的过分依赖，如加大对于更高毛利率中央空调市场的开拓，开发新兴的生活电器市场，更积极地开展电商业务以降低费用，获取产品收入之外的盈利来源，但鉴于这些业务短期难以贡献较多业绩，公司未来两年业绩下滑的压力也将增大。

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)