2014 年 10 月 31 日

許椰惜
C0064@capital.com.tw

目標價(元) 35.00

格力電器(000651.SZ) Buy 買入

公司基本資訊

產業別	家用電器
A 股價(2014/10/31)	28.40
深證成指(2014/10/31)	8225.61
股價 12 個月高/低	34.29/26.36
總發行股數(百萬)	3007.87
A 股數(百萬)	2986.21
A 市值(億元)	814.23
主要股東	珠海格力集團有限公司(18.22%)
每股淨值(元)	13.24
股價/賬面淨值	2.04

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-4.8	-12.0	-7.1

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
--	--	--

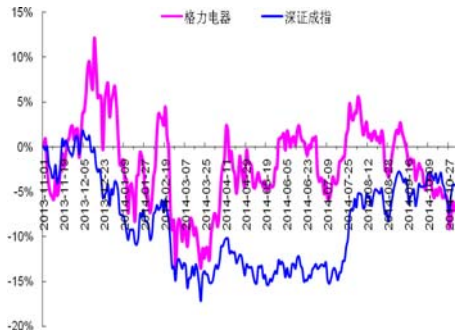
產品組合

空調	97.0%
小家電	1.9%
其他	1.0%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	16.1%
一般法人	27.4%

股價相對大盤走勢



前三季業績增三成，表現優秀

結論與建議：

公司今日發佈三季報，報告期內實現收入 984.10 億元，YOY+12.07%，實現淨利潤 98.28 億元，YOY+29.67%。分季度來看，公司 3Q 實現營收 410.89 億元，同比增加 16.50%，環比提升了 8 個百分點，实现净利润 41.09 亿元，YOY+15.32%。公司業績增長的主要原因是空調銷量同比增長，而成本有所下降。

作爲空調行業的龍頭，公司具有絕對領先的技術優勢和競爭力。我們預計公司 2014、2015 年可實現淨利潤爲 134.08 億元（YOY+23.34%）、155.75 億元（YOY+16.17%），EPS 爲 4.46 元、5.18 元，P/E 爲 6X、5X，估值顯著偏低，給予“買入”投資建議。

■ **空調銷量同比增長，帶動營收增長：**公司業績增長主要源於空調銷量同比增長。根據產業線上的資料，1-3Q 格力空調累計總銷量爲 3015 萬台，YOY+1.26%，其中內銷 2231 萬台，YOY+11.61%， 出口 820 萬台，YOY-17.84%。分季度來看，公司 3Q 空調累計總銷量爲 946 萬台，YOY-0.47%，其中內銷 797 萬台，YOY+3.92%， 出口 149 萬台，YOY-26.60%。9 月份，格力空調的市場佔有率爲 40%左右，行業龍頭的地位顯著。

■ **原材料價格下降，助推毛利率提升**：1-3Q 公司毛利率爲 35.6%，比去年同期提升了 6.21 個百分點，單季度來看，3Q 毛利率爲 39.7%，同比提升 6.4 個百分點。這主要由於原材料價格下降所致。作爲空調生產成本比例最高的原材料，銅價今年上半年跌幅爲 3.7%，三季度跌了 0.89%，其他原材料也存在不同程度的下跌。目前空調行業的生產成本回升的跡象並不明顯，我們預計公司四季度毛利率仍能繼續維持在一個較高的水準。

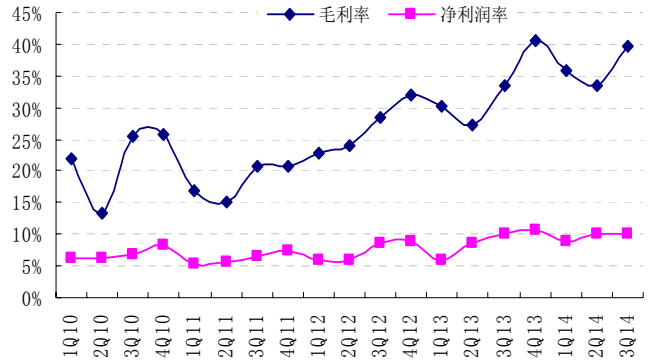
■ **銷售管道不斷創新，電商將成重要增長點**：公司在渠道建設方面不斷創新，於 2013 年底首次明確提出電商戰略，旨在將實體店與互聯網連接起來。格力“核心科技”品質、對管道終端掌控能力以及由管道帶來的終端服務能力使格力天然就具備 O2O 的支撐體系，線上線下銷售融合將使廠商銷售管道更加立體，將釋放更多的空間，未來電商將成爲公司重要的增長點。目前格力已開始對電商渠道進行嘗試，由格力總部授權浙江銷售公司建立並運營的天貓旗艦店首次參與天貓電器城的“雙十一”預售活動，截止 10 月 27 日，預售量已破萬。

■ **盈利預測與投資建議：**在房地產市場疲軟、高基數的情況下，公司前三季度的營收仍能 12%的同比增速，足見其出貨能力。作爲行業龍頭，公司具有絕對領先的技術優勢，品牌具有強大的市場號召力。我們預計公司 2014、2015 年可實現淨利潤爲 134.08 億元（YOY+23.34%）、155.75 億元（YOY+16.17%），EPS 爲 4.46 元、5.18 元，P/E 爲 6X、5X，估值顯著偏低，給予“買入”投資建議。

..... 接續下頁 .....

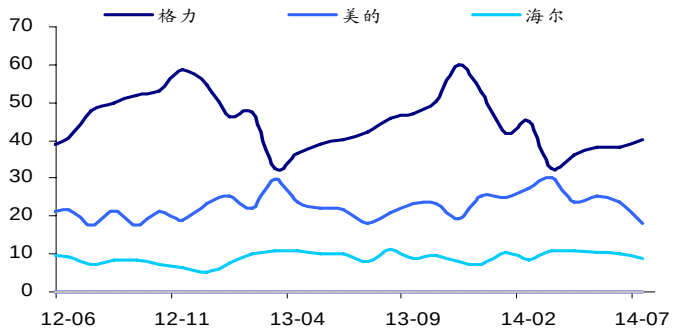
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	5237	7380	10871	13408	15575
同比增減	%	22.48	40.92	47.31	23.34	16.17
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.86	2.47	3.61	4.46	5.18
同比增減	%	22.37	32.80	46.15	23.48	16.17
A 股市盈率(P/E)	X	14.55	10.96	7.50	6.07	5.23
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50
股息率 (Yield)	%	1.85	3.69	5.54	5.54	5.54

圖 1、公司毛利率、淨利潤率



資料來源：公司公告，群益證券

圖 2、家用空調三大製造商市占率（%）



資料來源：中怡康，群益證券

預期報酬(Expected Return；ER)爲准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
營業收入	83517	100110	120043	133248	146212
經營成本	68132	73203	80386	83946	91675
營業稅金及附加	498	590	956	1028	1158
銷售費用	8050	14626	22509	28460	28884
管理費用	2783	4056	5090	5400	6242
財務費用	-453	-461	-137	-896	-802
資產減值損失	-21	66	192	108	221
投資收益	91	-20	717	722	846
營業利潤	**4542**	**8026**	**12263**	**14699**	**19880**
營業外收入	1846	760	684	483	385
營業外支出	60	24	55	19	16
利潤總額	6329	8763	12892	15162	20249
所得稅	1031	1317	1956	2478	3245
少數股東損益	60	66	65	83	133
歸屬於母公司所有者的淨利潤	**5237**	**7380**	**10871**	**13408**	**15575**

附二：合并資產負債表

百萬元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
貨幣資金	16041	28944	38542	48309	59802
應收帳款	1227	1475	1849	2312	2889
存貨	17503	17235	13123	15747	18897
流動資產合計	71756	85088	103733	128648	158153
長期投資淨額	17	28	98	166	282
固定資產合計	7709	12700	14034	15578	17291
在建工程	2172	2304	1862	1676	1508
無形資產	13456	22479	29970	18219	19881
資產總計	85212	107567	133702	146868	**178034**
流動負債合計	64193	78830	96491	118684	145982
長期負債合計	2641	1156	1744	2616	3924
負債合計	66834	79987	98235	121301	149906
少數股東權益	770	837	884	937	993
股東權益合計	17607	26743	34583	24630	27135
負債和股東權益總計	85212	107567	133702	146868	**178034**

附三：合并現金流量表

百萬元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
經營活動產生的現金流量淨額	3356	18409	12970	14267	15694
投資活動產生的現金流量淨額	-2767	-4213	-2186	-2000	-2200
籌資活動產生的現金流量淨額	-795	815	-2424	-2500	-2000
現金及現金等價物淨增加額	-372	15032	7889	9767	11494