

证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

格力电器 (000651)

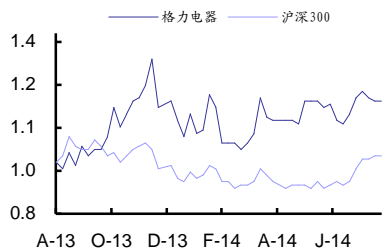
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	3,008/2,986
总市值/流通 (百万元)	89,153/88,511
上证综指/深圳成指	2,241/8,059
12 个月最高/最低元)	32.68/24.06

相关研究报告:

- 《格力电器-000651-重大事件快评: 收入 1400 亿元、净利率 9% 目标不变》——2014-05-21
- 《格力电器-000651-2014 年 1 季报点评: 成绩卓越、彰显龙头实力》——2014-04-29
- 《国信证券-格力电器-000651-2013 年年报点评: 创新卓越、蕴含成长》——2014-04-25
- 《格力电器-000651-重大事件快评: 超预期再度呈现、新领域埋下成长伏笔》——2014-04-10
- 《格力电器-000651-重大事件快评: 智能家居致力于能源和环境管理》——2014-03-10

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

证券分析师: 曾婵

电话: 0755-82130646
E-MAIL: zengchan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

高盈利持续、新业务成效显著

● 内销经营继续领跑行业、新业务增长成效显著

2014 年 1-6 月公司营业收入 579 亿元同比增 9.40%, 净利润 57 亿同比增 42.41%, 净利率 9.88%, 高盈利能力持续呈现。其中内销收入同比增 15.7%, 出口收入同比下滑 15.9%, 从业务分布中空调收入同比增 8.3%, 生活电器收入同比增 41.9%。

上半年整体毛利率 35.20%, 比去年同期高 6 个百分点, 卓越的创新力带动产品毛利率提升, 空调毛利率 35.60% 为近年来的最高水平, 生活电器规模扩大后毛利率提升了 10.87 个百分点达到 25.87%; 内销占比提升带动整体毛利率上升。也有由于汇率变化使得毛利率和公允价值变动发生变化的因素, 综合而言公司净利润率仍比去年同比提升 2.3 个百分点。

● 新业务展现增长潜能

无论从行业还是从公司的储备来说, 中央空调、净水设备、空气净化领域都蕴含着相当大的增长潜力。公司也在酝酿渠道变革、更好的管理层激励, 反复强调原创性创新产品、引导市场消费的创新, 这些都意味着可能的模式创新以及成长潜能。上半年再增一项“国际领先”的自主创新技术成果——“磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组”, 将空调压缩机技术提升到了一个全新的高度。

● 智能家居布局务实, 定位能源和环境管理

公司依据自身的优势, 将在智能家居成长路径上为自己定位为能源与环境管理角色。今年上半年, 公司成立了新能源环境技术研究院, 并建立“以能源管理和环境管理为中心的智能家居”研发方向, 致力于推动“家庭式能源中心”的智能家电发展。

● 风险提示

房屋销售低迷等持续压低公司估值。

● 维持“推荐”评级

预期公司 2014、2015 年每股收益 4.61、5.40 元, 高分红、房屋销售实际表现好于市场预期等因素的不断积累将有助于价值蓝筹股的估值恢复, 在同类公司比较中体现出估值最低、业绩增速超越的明显优势。维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

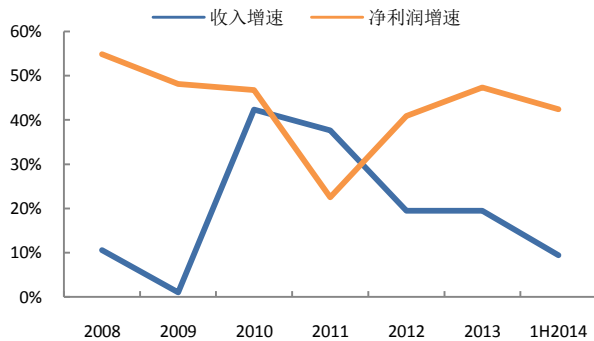
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	99,316	118,628	132,047	151,854	170,077
(+/-%)	19.9%	19.9%	10.0%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	7,380	10,871	13,856	16,243	18,395
(+/-%)	40.9%	47.3%	27.5%	17.2%	13.2%
摊薄每股收益 (元)	2.45	3.61	4.61	5.40	6.12
EBITMargin	8.4%	10.8%	11.6%	11.5%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	27.6%	31.4%	31.3%	29.2%	26.8%
市盈率 (PE)	12.1	8.2	6.4	5.4	4.8
EV/EBITDA	18.2	13.4	10.8	10.2	9.7
市净率 (PB)	3.3	2.6	2.0	1.6	1.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

毛利率提升带动利润增长快

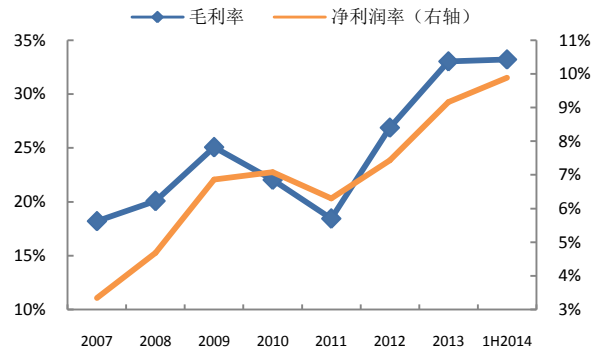
2014年上半年，公司总收入589亿元、同比增长10.17%，营业收入579亿元、同比增长9.40%，归属于上市公司股东的净利润57亿、同比增长42.41%，扣非后净利润64亿元、同比增长96.14%，净利率9.88%。其中，二季度单季，公司营业收入332亿元、同比增长7.80%；净利润34.6亿元、同比增长29.23%。

图 1：公司历年的收入增速、净利润增速 (%)



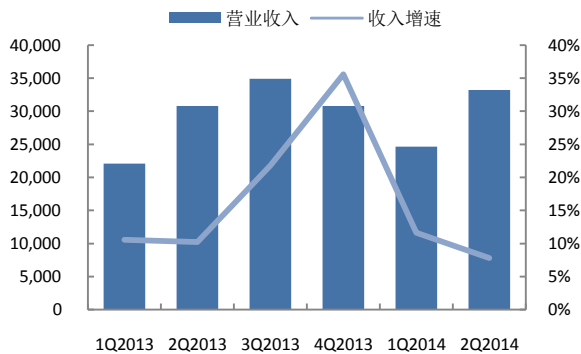
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年的的毛利率、净利润率 (%)



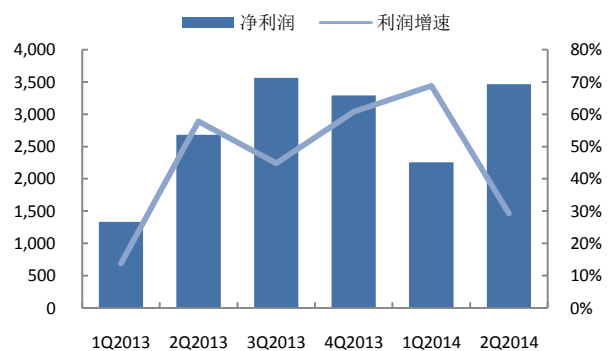
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度收入及增速 (百万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度的净利润及增速 (百万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1：公司分季度利润表主要指标 (百万元、%)

	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014
营业收入	22,099.16	30,796.52	34,915.10	30,817.16	24,666.82	33,198.97
净利润	1,335.20	2,680.15	3,563.35	3,291.98	2,254.66	3,463.49
收入增速	10.58%	10.23%	21.79%	35.61%	11.62%	7.80%
利润增速	13.77%	57.89%	44.79%	60.78%	68.86%	29.23%
毛利率	30.24%	27.10%	33.31%	40.63%	35.90%	31.15%
净利润率	6.04%	8.70%	10.21%	10.68%	9.14%	10.43%
销售费用率	20.11%	12.71%	18.09%	24.56%	16.93%	17.23%
管理费用率	4.00%	3.68%	4.00%	5.23%	4.27%	3.87%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

上半年，公司收入增长的主要来源：

- ✓ 空调和生活电器均有较好的增长:上半年空调收入507亿元、同比增长8.3%。

生活电器收入 10 亿元、同比增长 41.91%。

- ✓ 内销增长快:上半年内销收入 435 亿元、同比增长 25.23%，远快于外销增速，外销收入下降 15.89%。行业以及公司业务自身调整的原因导致出口收入增速出现调整。

表 2: 公司分产品类别收入和毛利率 (百万元、%)

	2014 年 1-6 月			2013 年			2012 年		
	收入	同比增速	毛利率	收入	同比增速	毛利率	收入	同比增速	毛利率
空调	50,720.27	8.33%	35.60%	105,487.90	18.68%	34.51%	88,886.09	18.86%	27.53%
生活电器	1,016.29	41.91%	25.87%	1,617.93	11.35%	19.86%	1,452.99	12.51%	22.62%
其他	529.07	141.91%	14.16%	947.02	4.16%	14.91%	909.17	34.00%	15.66%
家电制造收入合计	52,265.63	8.88%	35.20%	108,052.84	18.42%	32.2%	91,248.25	18.88%	26.3%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 分区域收入和毛利率 (百万元、%)

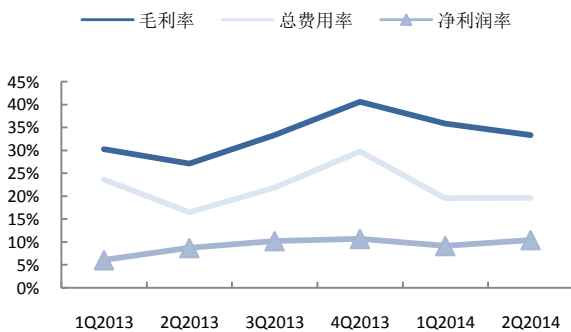
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-6 月
国内收入	33,234	46,603	62,209	75,458	92,052	43,520.87
同比增速	7.16%	40.23%	33.49%	21.30%	21.99%	25.23%
国外收入	5,835	9,751	14,546	15,790	16,001	8,744.76
同比增速	-27.79%	67.12%	49.17%	8.55%	1.34%	-15.89%
内销毛利率	25.68%	25.12%	21.26%	30.05%	37.91%	39.28%
外销毛利率	18.57%	8.87%	5.95%	13.96%	12.11%	14.90%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

上半年, 公司利润增长比收入更快, 原因主要是毛利率提升, 上半年整体毛利率 35.20%, 比去年同期高 6.05 个百分点。

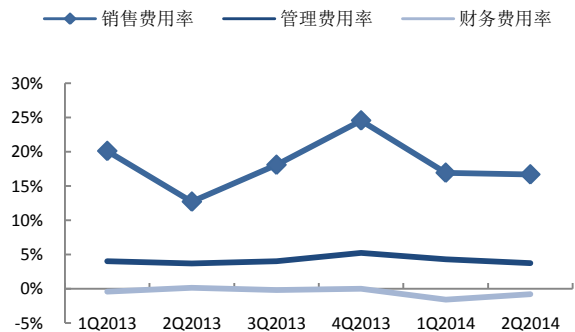
- ✓ 卓越的创新能力和产品毛利率提升。从产品来看, 空调毛利率持续提升, 现在 35.60% 的毛利率为近年来的最高水平, 生活电器规模扩大后, 毛利率提升了 10.87 个百分点达到 25.87%。
- ✓ 内销占比提升带动整体毛利率上升。从区域来看, 内销毛利率也有所提升, 现为 39.28%; 从结构来看, 毛利率更高的内销收入增长远快于外销, 内销占比提升也带来整体毛利率的上升。

图 5: 公司分季度的毛利率、总费用率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司分季度的销售、管理和财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

今年上半年, 财务费用节省了 6.13 亿元, 主要来自利息收入和汇兑净收益, 分别增加了 1.22 亿元、4.27 亿元。公允价值变动损失为 12.83 亿元、相比同期变动-391%, 主要是远期外汇交易公允价值变动所致。

资产负债表方面, 截止到 6 月 30 日, 流动资产中货币资金达到 578 亿元同比上升

50%，而同期存货略有下降。流动负债中的预收账款为 21.43 亿元、相对去年末减少近 10 亿元，主要是经销商提货减少、渠道处于去库存阶段。综合资产负债情况而言公司资金充裕、公司和渠道库存均处于较好的水平。

创新带来持续增长潜能

无论从行业还是从公司的储备来说，中央空调、净水设备、空气净化领域都蕴含着相当大的增长潜力。公司更是在过去一年中不断显现出很好的创新，由此产生的成长潜能不可小视。公司也在酝酿渠道变革、更好的管理层激励，反复强调原创性创新产品、引导市场消费的创新，这些都意味着可能的模式创新以及成长潜能。观察公司在空调领域的成长，虽说公司市场份额持续上升，但更为令人瞩目的还是其整体盈利能力的超越突破。

今年上半年，公司再增一项“国际领先”的自主创新技术成果——“磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组”，填补了国内外大冷量磁悬浮压缩机研究与产品的空白，将空调压缩机技术提升到了一个全新的高度；公司旗下的生活电器品牌“TOSOT”（大松）推出“不用插电的电风扇”、“苹果电饭煲”、专为中国水质原创开发的净水机、TOSOT 玻璃钢管道机以及“零耗材”空气净化器等新产品。

智能家居布局务实，定位能源和环境管理

公司认为智能家居在达成机器与机器、人与机器互联互通的基础上，必须能够给用户带来深层次的体验上升，才能获得更好的用户粘性。为此公司依据自身的优势，将在智能家居成长路径上为自己定位为能源与环境管理角色。

今年上半年，公司成立了新能源环境技术研究院，并建立“以能源管理和环境管理为中心的智能家居”研发方向，致力于推动“家庭式能源中心”的智能家电发展。新能源研究院主要是研究光伏空调等节能产品。光伏空调的研发成功是世界性的突破、行业性的突破、环保无污染，可以通过光伏供电给空调和其他电器；并且无需交直流转换，能效显著提高，目前太阳能转化率 18%，未来目标是提升到 30%-40%。在光照比较充足的地区，没有国家补贴的情况下，现在光伏中央空调的前期投入成本可在 7-8 年内回收。

目前，消费者只需下载 APP，就能远程遥控家中的格力空调。不久后通过这一智能平台，还可以轻松掌控厨房的 TOSOT 电饭煲和房间的 TOSOT 空气净化器。

维持“推荐”评级

预期公司 2014、2015 年每股收益 4.61、5.41 元，高分红、房屋销售实际表现好于市场预期等因素的不断积累将有助于价值蓝筹股的估值恢复，在同类公司比较中公司体现出估值最低、业绩增速快的明显优势。维持对公司的“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	38542	31628	43914	57520	营业收入	120043	132047	151854	170077
应收款项	48493	50648	58246	65235	营业成本	80386	85831	98705	110550
存货净额	13123	21164	24338	27259	营业税金及附加	956	924	759	1020
其他流动资产	2329	3301	3796	4252	销售费用	22509	24297	28245	31634
流动资产合计	10373	10724	13079	15476	管理费用	5139	5651	6615	7380
固定资产	15902	16990	17670	18292	财务费用	(137)	(1263)	(1390)	(1973)
无形资产及其他	2370	2133	1896	1659	投资收益	717	(200)	100	100
投资性房地产	5371	5371	5371	5371	资产减值及公允价值变动	798	(150)	20	20
长期股权投资	98	103	108	113	其他收入	(443)	0	0	0
资产总计	13370	13363	15763	18200	营业利润	12263	16257	19040	21585
短期借款及交易性金融负债	4240	4000	4000	4000	营业外净收支	629	150	150	150
应付款项	35665	36449	41916	46946	利润总额	12892	16407	19190	21735
其他流动负债	56586	46217	53331	59731	所得税费用	1956	2461	2879	3260
			11067	11067	少数股东损益	65	90	68	79
流动负债合计	96491	86665	99247	7	归属于母公司净利润	10871	13856	16243	18395
长期借款及应付债券	1375	1375	1375	1375					
其他长期负债	369	369	369	369					
长期负债合计	1744	1744	1744	1744					
负债合计	98235	88409	10099	11242					
少数股东权益	884	947	995	1050					
股东权益	34583	44282	55652	68529					
负债和股东权益总计	2	9	9	1					

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	10871	13856	16243	18395
折旧摊销	1195	993	1078	1135
公允价值变动损失	(798)	150	(20)	(20)
应付账款	5016	784	5467	5030
财务费用	(137)	(1263)	(1390)	(1973)
营运资本变动	5792	(16319)	1315	1064
其他	(4970)	(721)	(5419)	(4974)
经营活动现金流	17106	(1258)	18664	20630
资本开支	(2835)	(2000)	(1500)	(1500)
其它投资现金流	(983)	746	0	0
投资活动现金流	(3887)	(1259)	(1505)	(1505)
权益性融资	(471)	0	0	0
负债净变化	391	0	0	0
支付股利、利息	(3175)	(4157)	(4873)	(5519)
其它融资现金流	2418	(240)	0	0
融资活动现金流	(3621)	(4397)	(4873)	(5519)
现金净变动	9598	(6914)	12286	13606
货币资金的期初余额	28944	38542	31628	43914
货币资金的期末余额	38542	31628	43914	57520
企业自由现金流	13528	(4284)	15793	17267
权益自由现金流	16337	(5598)	14611	15590

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	3.61	4.61	5.40	6.12
每股红利	1.06	1.38	1.62	1.83
每股净资产	11.50	14.72	18.50	22.78
ROIC	29%	33%	33%	37%
ROE	31%	31%	29%	27%
毛利率	33%	35%	35%	35%
EBIT Margin	9%	12%	12%	11%
EBITDA Margin	10%	12%	12%	12%
收入增长	20%	10%	15%	12%
净利润增长率	47%	27%	17%	13%
资产负债率	74%	67%	65%	62%
息率	4%	5%	6%	6%
P/E	8.1	6.4	5.4	4.8
P/B	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	15.2	10.8	10.2	9.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫微	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226