

2015年1月20日

许椰惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 50.00

格力电器(000651.SZ)

Buy 买入

业绩快报：全年目标达成，业绩持续高增

结论与建议：

公司近日发布 2014 年业绩快报，报告期内实现营业收入 1400.05 亿元，YOY+16.63%，实现净利润 141.15 亿元，YOY+28.94%。单季度来看，四季度实现净利润 42.87 亿元，YOY+30.22%。

我们预计公司 2015 年可实现净利润为 173.42 亿元 (YOY+22.86%)，EPS 为 5.77 元，当前股价对应 14、15 年 P/E 为 8.5X、6.9X，估值相对较低，给予“买入”投资建议，目标价 50.00 (对应 15 年 9X)。

■ **业绩保持高速增长**：公司 2014 年实现营业收入 1400.05 亿元，YOY+16.63%，实现净利润 141.15 亿元 YOY+28.94%。单季度来看，4Q 营收同比增长了 27.8%，实现净利润 42.87 亿元，YOY+30.22%，4Q 营收大幅增长主要是由于公司相继推出促销、以旧换新活动，空调销量有所增加。

■ **量价齐升，龙头地位稳固**：根据产业在线的数据，2014 年全年格力空调总销量增速为 2.6%，其中内销同比增长 10.3%，外销同比下降 16.6%。在市占率方面，公司依旧保持着行业领先的地位，根据已有的数据，1-11 月份，格力空调总销量市占率为 33.4%，高出第二名 8.5 个 pct，内销市占率为 42.5%，高出第二名 18.7 个 pct，外销市占率为 20.6%。而格力中央空调则以 17% 的市占率远超其他家电品牌，增量部分占了整个中央空调市场增量的 50%。目前公司中央空调占比不到 10%，从行业增速和行业集中度来看，中央空调具有较大的增长空间。

■ **产品升级及成本下降，毛利率提升**：近几年公司毛利率一直处于上升状态，尤其近两年更为明显。今年前三季度，公司毛利率平均比去年同期高出 6 个 ppt，在 33%-40% 之间，我们估算四季度毛利率为 41% 左右，全年为 38% 左右。公司毛利率提升主要是由于产品均价提升及原材料价格下降，铜价全年降幅为 11% 左右，钢价降幅为 12% 左右。进入 2015 年以来，上述原材料价格仍在下降，且随着毛利率较高的中央空调占比提高，公司毛利率有望进一步提升。

■ **房地产回暖，空调行业向好**：去年房地产销售面积和销售额同比大幅下滑，但随着国家放松限购政策、首房认定政策，房地产有所回暖，11 月份的十大城市商品房成交套数，自 2014 年 1 月份以来首次实现同比正增长，12 月份更是增长了 40%。空调行业的增长一方面来自新增需求，一方面来自换机需求，预计未来随着房地产销售的恢复，空调行业的增长有望得到更强有力的支撑。

■ **盈利预测与投资建议**：公司作为行业龙头，具有绝对领先的技术优势，品牌具有强大的市场号召力。我们预计公司 2015 年可实现净利润为 173.42 亿元 (YOY+22.86%)，EPS 为 5.77 元，当前股价对应 14、15 年 P/E 为 8.5X、6.9X，估值相对较低，给予“买入”投资建议，目标价 50.00 (对应 15 年 9X)。

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2015/1/19)	40.03
深证成指(2015/1/19)	10770.93
股价 12 个月高/低	44.1/26.36
总发行股数(百万)	3007.87
A 股数(百万)	2986.21
A 市值(亿元)	1204.05
主要股东	珠海格力集团有限公司 (18.22%)
每股净值(元)	13.24
股价/账面净值	3.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.9 49.3 42.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

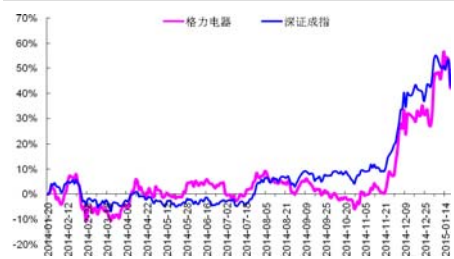
产品组合

空调	97.4%
小家电	1.6%
其他	1.0%

机构投资者占流通 A 股比例

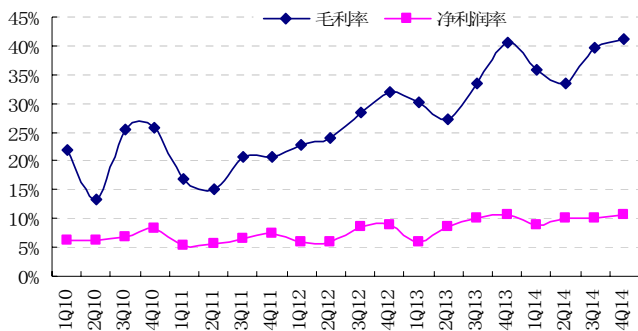
基金	16.1%
一般法人	27.4%

股价相对大盘走势



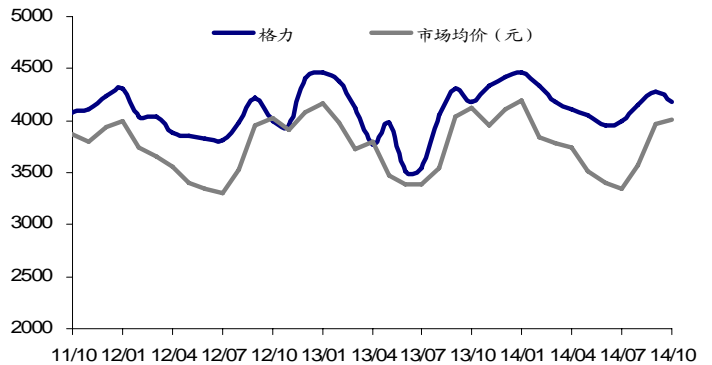
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5237	7380	10871	14115	17342
同比增减	%	22.48	40.92	47.31	29.84	22.86
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.86	2.47	3.61	4.69	5.77
同比增减	%	22.37	32.80	46.15	29.99	22.86
A 股市盈率(P/E)	X	21.52	16.21	11.09	8.53	6.94
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50
股息率 (Yield)	%	1.25	2.50	3.75	3.75	3.75

图1、公司毛利率、净利润率



资料来源：公司公告，群益证券

图2、空调市场价格走势（元）



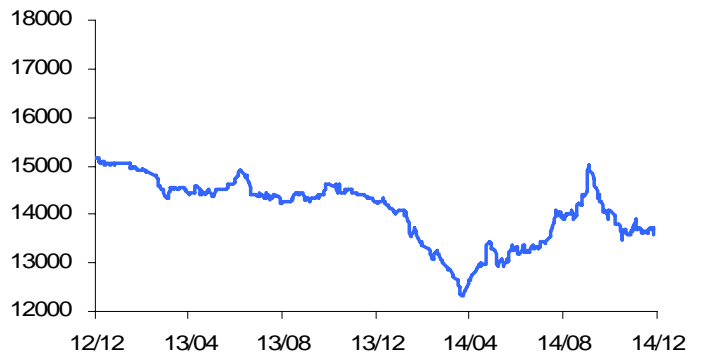
资料来源：中怡康，群益证券

图3、长江铜现货价格走势



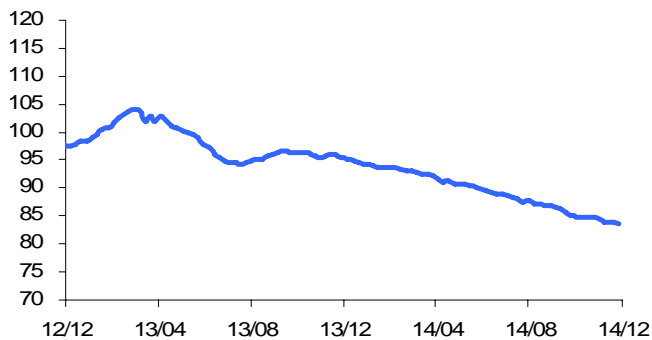
资料来源：Bloomberg，群益证券

图4、长江铝现货价格走势



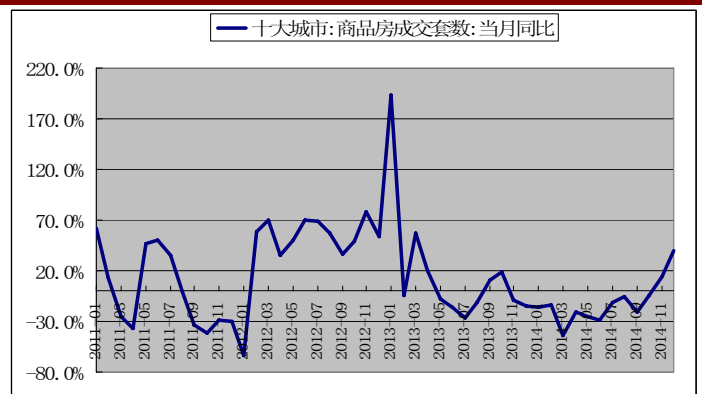
资料来源：Bloomberg，群益证券

图5、钢价格指数走势



资料来源：Bloomberg，群益证券

图6、十大城市：商品房成交套数当月同比



资料来源：Wind，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
中性 Neutral (10% > ER > -10%)
卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	83517	100110	120043	140005	159606
经营成本	68132	73203	80386	86943	98956
营业税金及附加	498	590	956	1096	1287
销售费用	8050	14626	22509	30550	34385
管理费用	2783	4056	5090	5538	6586
财务费用	-453	-461	-137	-896	-1003
资产减值损失	-21	66	192	78	131
投资收益	91	-20	717	731	726
营业利润	4542	8026	12263	16204	20190
营业外收入	1846	760	684	683	385
营业外支出	60	24	55	22	16
利润总额	6329	8763	12892	16865	20559
所得税	1031	1317	1956	2664	3102
少数股东损益	60	66	65	84	115
归属于母公司所有者的净利润	5237	7380	10871	14115	17342

附二：合并资产负债表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
货币资金	16041	28944	38542	48309	59802
应收帐款	1227	1475	1849	2312	2889
存货	17503	17235	13123	15747	18897
流动资产合计	71756	85088	103733	128648	158153
长期投资净额	17	28	98	166	282
固定资产合计	7709	12700	14034	15578	17291
在建工程	2172	2304	1862	1676	1508
无形资产	13456	22479	29970	18219	19881
资产总计	85212	107567	133702	146868	178034
流动负债合计	64193	78830	96491	118684	145982
长期负债合计	2641	1156	1744	2616	3924
负债合计	66834	79987	98235	121301	149906
少数股东权益	770	837	884	937	993
股东权益合计	17607	26743	34583	24630	27135
负债和股东权益总计	85212	107567	133702	146868	178034

附三：合并现金流量表

百万元	2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3356	18409	12970	14267	15694
投资活动产生的现金流量净额	-2767	-4213	-2186	-2000	-2200
筹资活动产生的现金流量净额	-795	815	-2424	-2500	-2000
现金及现金等价物净增加额	-372	15032	7889	9767	11494