

格力电器 15 年业绩增长仍无忧

投资要点：

- 公司四季度收入同比增速达到27.82%，为2014年单季同比增幅最大，收入较快增长得益于2014年9月下旬以来公司在线下、线上发起的大规模价格促销。四季度的这些促销也取得了较好的效果，公司四季度内销市场份额同比提升2.8个百分点至57%，销量同比增长6.9个百分点至798万台。
- 公司2014年收入增长不仅实现，而且29.8%净利润增速表现也远好于16.6%的收入增速，其主要原因包括以下方面：公司的产品结构不断改善，高毛利率的产品收入占比上升，如公司变频空调收入占比超过了50%，中央空调占公司收入占比也从2013年收入的7.8%上升到14年的10.7%；公司费用率降低带来的净利率上升。
- 虽然由于空调市场日渐饱和原因，公司面临的增收压力将会进一步增大，但考虑到以下因素，收入目标仍有望完成，业绩增长稳定：15年空调市场的需求增长环境有望好于14年；今年将实施家电领跑者计划，公司作为行业领跑者，有望趁此机会加大节能产品的促销力度，助推市场份额的提高；空调上游原材料价格下跌将有望降低公司的营业成本。
- 2015年公司将快速推进互联网战略，如格力商城有望依托线下既有的全国性实体物流、服务网络，在共享现有资源的基础上快速形成较大销售规模；公司也将加快智能空调的生产，并与合作伙伴共同推进“以能源和环境为中心”的智能家居生态圈。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	100,110	120,043	140,005	160,000
增长率(%)	20.39%	19.91%	16.63%	14.28%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	7379.67	10870.67	14110.87	17458.88
增长率(%)	40.92%	47.31%	29.81%	23.73%
毛利率%	26.88%	33.04%	35.60%	36.80%
净资产收益率(%)	27.59%	31.43%	30.89%	29.39%
EPS(元)	2.45	3.61	4.69	5.80
P/E(倍)	17.53	11.90	9.17	7.41
P/B(倍)	4.84	3.74	2.83	2.18

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：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	48

市场数据

市价(元)	43.01
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)	44.44-25.9
上证指数/深证成指	3351.76/ 11436.29
2014 年股息率	4.34%

52 周相对市场改变

14-1 14-3 14-5 14-7 14-9 14-11

相关研究

正文目录

2014年业绩目标完成.....	3
2015年业绩仍有望稳定增长.....	3
财务预测.....	5

图表目录

表 1：业绩目标完成较好.....	3
-------------------	---

事件:2014年,格力电器实现营业收入1400亿元,同比增长16.63%,实现归属上市公司股东的净利润141.15亿元,同比增长29.84%,超出市场去年前三季度前的预期。

2014年业绩目标完成

公司去年前三季度收入只有984亿,只有1400亿目标的70%,面临四季度的空调淡季,这让人们担心公司收入目标能否完成,但随后公司扭转了困局,四季度收入同比增速达到27.82%,为2014年单季同比增幅最大。公司四季度收入较快增长得益于2014年9月下旬以来公司在线下、线上发起的大规模价格促销。

表 1: 业绩目标完成较好

格力电器	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
销售毛利率	21.55	18.07	26.29	32.24	35.6 (预计)
销售净利率	7.12	6.37	7.50	9.22	10.2 (预计)
营业总收入同比增长	42.62	37.35	19.87	19.91	16.60
归属母公司股东的净利润同比增长	46.76	22.48	40.92	47.31	29.80

资料来源:公司公告

如9月末,格力首次主动掀起行业“价格战”进行促销,11月格力推出“以旧换新,立减1000元”活动,“双十一”格力还在天猫商城上发力,12月末格力发动“清场行动”,贯穿四季度的这些促销也取得了较好的效果,如2014年“双十一”,天猫空调市场中,格力以45.1%的销售份额位居榜首,产业在线数据显示公司四季度内销市场份额同比提升2.8个百分点至57%,销量同比增长6.9个百分点至798万台。

公司2014年收入增长不仅实现,而且29.8%净利润增速表现也远好于16.6%的收入增速,其主要原因包括以下方面。

第一,公司的产品结构不断改善,高毛利率的产品收入占比上升。如公司11月启动的“定频换变频,尊享1赫兹,立减1000元”活动实现了500万台以旧换新,促进了公司变频空调的增长,公司变频空调收入占比相对于13年也有较大的提高,超过了50%;今年公司加大了中央空调的技术创新及营销力度,这也较大程度上促进了中央空调的增长,如格力中央空调2014年以17%的市占率超其他家电品牌,增量部分占了整个中央空调市场增量的50%,中央空调占公司收入占比也从2013年收入的7.8%上升到14年的10.7%。

第二,公司费用率降低带来的净利率上升。如公司前三季度管理费用率3.74%,比去年同期下降了15个基点,而这主要得益于以下因素:公司通过加大自动化生产力度提高了生产效率,公司在人员规模未增的情况下实现了更高的产值;公司通过深化企业内部管理,严格控制成本费用,降低了物耗。

2015年业绩仍有望稳定增长

公司连续2013年,2014年完成年增200亿的收入目标也让市场对于公司2015年收入再次增加200亿增加有了更多信心,我们认为,虽然由于空调市场日渐饱和原因,公司面临的增收压力将会进一步增大,但考虑到以下因素,收入目标仍有望完成。

第一,空调市场的需求增长环境有望好于14年,如房地产市场形势好转有望改善空调内销市场的环境;受美国经济复苏带动,全球尤其是新兴市场经济体15年经济增长有望好转,如IMF预计发展中国家经济体2015年经济增速维持在4.3%,2016年将升至4.7%,公司的主要出口市场在新兴经济体,也有望受益。

第二,今年将实施家电领跑者计划,家电能效标准达到业内最佳的将能得到财政奖励,而那些家电能效标准较低的厂商很可能由于家电能效标准的提高而退出市场,格力拥有国内最好空调节能技术与最多节能产品,无疑会明显受益,公司也有望趁此机会加大节能产品的促销力度,助推市场份额的提高。

第三，公司除家用空调外的产品收入增量也有望加快。如公司中央空调连续几年保持高增长，15 年仍将是收入增量的重要部分，这一方面在于近年来刺激中央空调市场规模持续扩张的动力较强，如 2010-2011 年是商业地产开工的高峰期，根据商业地产 4-5 年竣工期，2014 年-15 年将是集中竣工期，基建投资增速近年来也维持 20%以上的高位，另一方面公司拥有较为核心的中央空调技术实力和全面的空调产品系列，也有利于公司持续扩大市场性份额；再如公司 2014 年小家电收入仅完成 20 多亿，低于 30 亿的目标，主要原因在于小家电的推广策略出现了问题，目前公司已经调整了策略，给予了经销商更好的激励，可以预计随着经销商激励制度的到位，以及去年下半年以来公司小家电产能的逐渐释放，2015 年公司小家电业务有望较快增长。

而公司的净利润增速仍有望快于收入增长，预计在 20%以上，这一方面来自于公司产品不断升级带来的毛利率提升，另一方面也来自于原材料价格下跌带来的成本降低，如 2015 年以来，铜、铝、钢、塑料的均价较 2014 年均价下降约 8%、5%、8%和 13%，而受美元升值，大宗商品供给持续扩张等因素影响，全年价格也很难有较好起色，这些空调上游原材料价格下跌将有望使公司空调成本下降大约 8%。

除了业绩稳定增长外，15 年公司的经营亮点还在于它也将快速推进互联网战略，如格力商城去年底已经正式上线，依托线下既有的全国性实体物流、服务网络，格力商城能够在共享现有资源的基础上快速形成较大销售规模，公司预计 3 年之内发展成为中国最大的空调 B2C 电商；再如受美的与小米加大智能空调生产规模，共建智能家居生态圈的竞争压力影响，公司也将加快智能空调的生产，并与合作伙伴共同推进“以能源和环境为中心”的智能家居生态圈。

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	13,351,072	14,683,945	营业收入	100,110	120,043	140,005	160,000
现金	2,850,479	3,680,108	5,964,730	6,454,637	营业成本	5,340	6,550	7,855	9,244
应收账款	3,576,704	4,814,652	5,004,611	6,216,999	营业税金及附	58,995	95,617	111,517	127,444
其它应收款	29,036	34,642	39,625	45,248	营业费用	14,626	22,509	28,001	32,000
预付账款	173,971	149,865	213,360	194,004	管理费用	4,056	5,090	5,936	6,784
存货	1,723,504	1,312,273	2,092,747	1,726,055	财务费用	-461	-137	-729	-736
其他	40,070	134,696	36,000	47,000	资产减值损失	66	192	80	60
非流动资产	1,956,817	2,428,697	3,148,157	2,833,324	公允价值变动	247	991	200	120
长期投资	2,816	9,757	9,757	9,757	投资净收益	-20	717	303	204
固定资产	1,270,050	1,404,043	1,513,753	1,397,295	营业利润	8,026	12,263	16,102	20,022
无形资产	163,527	237,018	220,376	199,133	营业外收支	736	629	612	710
其他	520,423	777,879	1,404,272	1,227,139					
资产总计	10,350,581	12,554,933	16,499,229	17,517,269	利润总额	8,763	12,892	16,714	20,732
流动负债	7,492,968	8,866,738	10,784,884	10,439,318	所得税	1,317	1,956	2,432	3,061
短期借款	352,064	331,697	431,697	431,697	净利润	7,446	10,936	14,282	17,671
应付账款	3,064,859	3,566,470	3,390,639	4,411,907	少数股东损益	66	65	171	212
其他	4,076,044	4,968,571	6,962,547	5,595,713	归属母公司净	7,380	10,871	14,111	17,459
非流动负债	99,593	141,527	251,527	251,527	EBITDA	9,230	13,514	18,372	22,457
长期借款	98,446	137,535	247,535	247,535	EPS (元)	2.45	3.61	4.69	5.80
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	11,036,411	10,690,845	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	83,707	88,387	105,525	126,731	成长能力				
股本	300,787	300,787	300,787	300,787	营业收入	20.39%	19.91%	16.63%	14.28%
资本公积金	318,718	317,611	317,611	317,611	营业利润	76.70%	52.79%	31.30%	24.35%
留存收益	2,054,809	2,839,883	3,949,038	5,321,356	归属母公司净	40.92%	47.31%	29.81%	23.73%
归属母公司股东权益	2,674,313	3,458,281	4,567,436	5,939,754	获利能力				
负债和股东权益	10,350,581	12,554,933	15,709,372	16,757,330	毛利率	26.9%	33.0%	35.6%	36.8%
现金流量表					净利率	7.4%	9.1%	10.2%	11.0%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	27.6%	31.4%	30.9%	29.4%
经营活动现金流	18458	13440	22830	6743	ROIC	92.3%	531.2%	-622.7%	-155.4%
净利润	7,446	10,936	14,277	17,657	偿债能力				
折旧摊销	97,838	123,016	252,716	265,316	资产负债率	73.35%	71.75%	66.89%	61.03%
财务费用	20,414	109,240	-72,352	-72,028	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	6,554	19,239	8,000	6,000	流动比率	1.12	1.14	1.24	1.41
营运资金净变动(增加为负)	-1,013,910	-569,627	-763,359	1,198,527	速动比率	0.89	0.99	1.04	1.24
其它	900,117	320,636	583,548	-1,408,727	营运能力				
投资活动现金流	-421,252	-218,599	-43,389	56,350	总资产周转率	0.97	0.96	0.85	0.91
资本支出	360,241	246,147	150,000	120,000	应收帐款周转	2.80	2.49	2.80	2.57
长期投资	155,836	70,407	50,000	40,000	存货周转率	4.25	6.13	4.31	5.86
其他	-937,329	-535,152	-243,389	-103,650	每股指标(元)				
筹资活动现金流	81,522	-242,398	-5,478	-282,055	每股收益	2.45	3.61	4.69	5.80
短期借款	78,136	-20,367	100,000	0	每股经营现金	6.14	4.47	7.59	2.24
长期借款	-159,774	39,089	110,000	0	每股净资产	8.89	11.50	15.18	19.75
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	17.53	11.90	9.17	7.41
其他	-144,541	-260,013	-215,478	-282,055	P/B	4.84	3.74	2.83	2.18
现金净增加额	-321,272	-447,556	-26,036	-218,959	EV/EBITDA	11.30	6.86	3.99	3.06

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)