

# 格力电器

## 业绩有望稳步快速增长，催化估值提升

### 促销效果良好，全年收入目标实现

格力在去年9月底开始进行全国范围内的促销，成功吸引了消费者注意，市场份额显著上升，恢复到同期历史最高水平。“双十一”公司首次大规模参与线上销售，形式和效果俱佳。11月底公司推出以旧换新的宣传，继续促销。去年第4季度公司收入同比增长28%，实现全年1400亿元的收入目标，符合我们的预期，超出市场预期，体现了格力品牌的强大竞争力。

### 上调毛利率和盈利预测

我们将2015/16年EPS预测小幅上调3.2%/2.8%至5.76/6.60元（原为5.58/6.42元）。主要基于：1）根据瑞银全球团队对铜价（同比-10%）和铁矿石价格（同比-30%）的预测，我们上调了15/16年家用空调和中央空调的毛利率，家用空调从原来15/16年的35.3%/35.4%上调至35.7%/35.9%，中央空调从原来15/16年的41.0%/42.0%上调至41.8%/42.0%；2）促销的费用预计将从其他流动负债支出，预计对业绩影响不大。另外考虑到中央空调占比提高且竞争力逐步增强，我们上调长期盈利预测假设。

### 房地产趋势向好利于2015年行业增长，格力集团改革或将推进

展望2015年，在政府出台多项放松房地产的政策之后，近期成交量有所回升，我们预计将对今年下半年行业增长有利，并修复前期受房地产市场低迷压制的估值。若格力集团引进战投今年获得进展，我们相信利于公司长远发展。此外，格力于3月18日正式公布手机产品，积极布局智能家居，有望催化公司估值提升。

### 估值：上调目标价至51元，重申买入评级

我们基于瑞银VCAM现金流贴现模型（WACC假设为8.8%），上调目标价至51元（原47元），相对2015年8.9xPE。目前股价相对2015年7.4x的估值处于历史较低水平，相对同行也偏低，我们重申“买入”。

## Equities

中国  
消费电子业

12个月评级 **买入**  
保持不变

12个月目标价 **Rmb51.00**  
之前: **Rmb47.00**

股价 **Rmb42.72**

路透代码: 000651.SZ 彭博代码 000651 CH

### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb44.10-26.46
市值	Rmb128十亿/US\$20.6十亿
已发行股本	3,008百万(ORDA)
流通股比例	96%
日均成交量(千股)	36,984
日均成交额(Rmb百万)	Rmb1,491.3
普通股股东权益(12/14E)	Rmb43.5十亿
市净率(12/14E)	3.0x
净债务/EBITDA	NM

### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	4.69	4.69	0.00	4.69
12/15E	5.58	5.76	3.24	5.47
12/16E	6.42	6.60	2.85	6.25

廖欣宇  
分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	83,517	100,110	120,043	140,375	160,790	180,078	201,035	222,004
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,773	19,598	22,465	25,062	28,701
净利润(UBS)	5,237	7,380	10,871	14,120	17,319	19,852	22,183	25,399
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.86	2.47	3.61	4.69	5.76	6.60	7.37	8.44
每股股息(Rmb)	0.50	1.00	1.50	2.35	2.88	3.30	3.69	4.22
现金/(净债务)	10,736	24,702	35,095	38,906	47,147	56,063	66,131	77,051

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.8	7.4	8.8	11.9	12.2	12.5	12.5	12.9
ROIC(EBIT)(%)	110.2	155.7	>500	>500	417.2	406.7	375.9	349.5
EV/EBITDA(core)x	10.0	6.2	5.5	5.4	4.3	3.5	3.1	2.8
市盈率(UBS,稀释后)(x)	11.0	8.6	7.7	9.1	7.4	6.5	5.8	5.1
权益自由现金流(UBS)收益率%	(2.5)	23.2	12.6	11.1	13.9	15.4	17.2	19.2
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	5.5	6.7	7.7	8.6	9.9

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年03月19日20时26分的股价(Rmb42.72)得出。

## 投资主题

### 格力电器

#### 投资理由

格力电器是国内空调行业的龙头，内外销合计份额超过 30%。公司坚持自主研发，掌握核心科技，是技术升级的领跑者。销售渠道遍布全国，实力强且和格力关系紧密，有助公司持续获得市场份额。

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测为 4.69/5.76/6.60 元（市场一致预期为 4.69/5.53/6.33 元），基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 8.8%），推导出目标价 51 元，给予“买入”的投资评级。我们预计公司未来毛利率仍有上升空间，销售费用率或将得到控制，净利率有望继续提升，推动业绩超预期。

#### 乐观情景

零售价格下调后，公司终端出货情况较好，高于工厂出货。若明年公司促销延续，且房地产市场向好，2015 年格力销量增速有可能提升至 20% 以上。

乐观情景假设下格力毛利率继续上升而销售费用率下降，那么我们估算，格力电器 2015 年净利润有望同比增长 30% 左右，2015 年 EPS 达到 6.10 元，对应每股估值达到 54 元。

#### 悲观情景

公司目前净利率较高，若因为促销盈利能力出现下降，则我们估算 2015 年净利润同比增长 10% 左右，全年 EPS 为 5.10 元，对应每股估值 43 元。

#### 近期催化剂

若新家电补贴政策“领跑者计划”细则出台，有望利好格力电器等技术领先的家电龙头。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb51.00

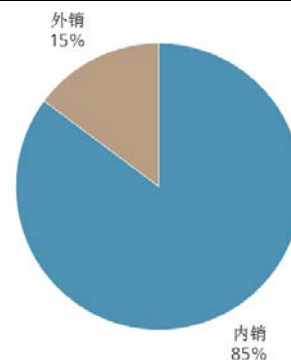
#### 公司简介

公司专注于空调产品的研发、生产、销售和服务，包括家用空调、中央空调等产品。同时也经营小家电和空调配件等，占比不大，空调仍是公司集中专注的产品。

#### 行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化率推进有望继续拉动空调普及。2012 年空调城镇每百户拥有量 126 台，农村每百户拥有量 25 台，保有量提升仍有空间。在节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而带动空调产业升级。我们预计行业销量有望维持 8% 左右的增长。

#### 收入按区域分布，2013 (%)



来源：公司数据

#### 各类产品的毛利

单位：亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
空调及配件	225.2	364.0	438.9	511.1	574.9
小家电	3.3	3.2	5.2	7.9	11.0
漆包线	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
压缩机	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
模具	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
其他	37.5	23.5	31.3	32.6	33.4
合计	266.8	391.7	476.6	552.9	620.8

来源：公司数据，瑞银证券估算

## 格力电器 (000651.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	83,517	100,110	120,043	140,375	16.9	160,790	14.5	180,078	201,035	222,004
毛利	15,367	26,676	39,165	47,655	21.7	55,293	16.0	62,082	69,088	76,986
息税折旧摊销前利润(UBS)	4,668	8,382	11,840	18,194	53.7	21,152	16.3	24,155	26,856	30,185
折旧和摊销	(633)	(978)	(1,230)	(1,421)	15.6	(1,554)	9.3	(1,689)	(1,794)	(1,485)
息税前利润(UBS)	4,035	7,404	10,610	16,773	58.1	19,598	16.8	22,465	25,062	28,701
联营及投资收益	91	(20)	717	(400)	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1,749	918	1,427	(336)	-	361	-	354	363	359
净利息	453	461	137	675	391.8	539	-20.2	677	830	1,001
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	6,329	8,763	12,892	16,712	29.6	20,498	22.7	23,496	26,255	30,061
税项	(1,031)	(1,317)	(1,956)	(2,507)	-28.1	(3,075)	-22.7	(3,524)	(3,938)	(4,509)
税后利润	5,297	7,446	10,936	14,205	29.9	17,423	22.7	19,972	22,316	25,552
优先股股息及少数股权	(60)	(66)	(65)	(85)	-31.0	(105)	-22.7	(120)	(134)	(153)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	17,319	22.7	19,852	22,183	25,399
净利润 (UBS)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	17,319	22.7	19,852	22,183	25,399
税率(%)	16.3	15.0	15.2	15.0	-1.1	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.76	22.7	6.60	7.37	8.44
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.76	22.7	6.60	7.37	8.44
每股收益 (UBS, 基本)	1.86	2.47	3.61	4.69	29.9	5.76	22.7	6.60	7.37	8.44
每股股息净值(Rmb)	0.50	1.00	1.50	2.35	56.5	2.88	22.7	3.30	3.69	4.22
每股账面价值	6.25	8.89	11.50	14.46	25.7	17.34	19.9	20.64	24.32	28.54
平均股数(稀释后)	2,817.89	2,992.03	3,007.87	3,007.87	0.0	3,007.87	0.0	3,007.87	3,007.90	3,007.90
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	16,057	29,207	39,788	41,968	5.5	50,746	20.9	60,333	71,225	83,138
其他流动资产	55,698	55,880	63,945	74,346	16.3	83,590	12.4	93,004	103,206	113,234
流动资产总额	71,756	85,088	103,733	116,314	12.1	134,336	15.5	153,338	174,430	196,373
有形固定资产净值	9,881	15,005	15,902	18,397	15.7	18,369	-0.2	18,162	17,850	17,048
无形固定资产净值	1,622	1,635	2,370	2,496	5.3	2,622	5.0	2,747	2,873	2,999
投资其他资产	1,952	5,839	11,697	12,404	6.0	13,406	8.1	14,408	15,410	16,412
总资产	85,212	107,567	133,702	149,611	11.9	168,733	12.8	188,655	210,564	232,832
应付账款和其他短期负债	61,454	75,310	93,174	103,217	10.8	113,575	10.0	123,451	134,135	143,550
短期债务	2,739	3,521	3,317	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	64,193	78,830	96,491	103,217	7.0	113,575	10.0	123,451	134,135	143,550
长期债务	2,582	984	1,375	1,375	0.0	1,375	0.0	1,375	1,375	1,375
其它长期负债	59	172	369	566	53.4	566	0.0	566	566	566
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	66,834	79,987	98,235	105,158	7.0	115,516	9.9	125,393	136,076	145,491
普通股股东权益	17,607	26,743	34,583	43,484	25.7	52,143	19.9	62,069	73,161	85,860
少数股东权益	770	837	884	969	9.6	1,074	10.8	1,193	1,327	1,481
负债和权益总计	85,212	107,567	133,702	149,611	11.9	168,733	12.8	188,655	210,564	232,832
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	5,237	7,380	10,871	14,120	29.9	17,319	22.7	19,852	22,183	25,399
折旧和摊销	633	978	1,230	1,421	15.6	1,554	9.3	1,689	1,794	1,485
营运资本变动净值	1,987	(10,126)	(7,996)	375	-	(1,075)	-	(427)	(444)	654
其他营业性现金流	(4,500)	20,177	8,865	46	-99.5	1,774	NM	342	229	(2,116)
经营性现金流	3,356	18,409	12,970	15,963	23.1	19,572	22.6	21,457	23,762	25,422
有形资本支出	(4,778)	(3,602)	(2,461)	(1,654)	32.8	(1,654)	0.0	(1,610)	(1,610)	(810)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2,010	(610)	275	(3,438)	-	(1,020)	-	(1,010)	(1,000)	(1,000)
投资性现金流	(2,767)	(4,213)	(2,186)	(5,092)	-132.9	(2,674)	47.5	(2,620)	(2,610)	(1,810)
已付股息	(845)	(1,504)	(3,008)	(7,060)	-134.7	(8,659)	-22.7	(9,926)	(11,091)	(12,699)
股份发行/回购	0	3,198	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	51	(860)	584	(1,631)	-	539	-	677	830	1,001
融资性现金流	(795)	834	(2,424)	(8,691)	-258.5	(8,120)	6.6	(9,249)	(10,261)	(11,698)
现金流量中现金的增加/(减少)	(206)	15,031	8,360	2,180	-73.9	8,778	302.7	9,588	10,891	11,914
外汇/非现金项目	(322)	(1,881)	2,221	0	-100.0	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(527)	13,150	10,580	2,180	-79.4	8,778	302.7	9,588	10,891	11,914

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 格力电器 (000651.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	11.0	8.6	7.7	9.1	7.4	6.5	5.8	5.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	11.0	8.6	7.7	9.1	7.4	6.5	5.8	5.1
股价/每股现金收益	9.8	7.6	6.9	8.3	6.8	6.0	5.4	4.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.5)	23.2	12.6	11.1	13.9	15.4	17.2	19.2
净股息收益率(%)	2.4	4.7	5.4	5.5	6.7	7.7	8.6	9.9
市净率	3.3	2.4	2.4	3.0	2.5	2.1	1.8	1.5
企业价值/营业收入(核心)	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.0	6.2	5.5	5.4	4.3	3.5	3.1	2.8
企业价值/息税前利润(核心)	11.5	7.0	6.1	5.9	4.6	3.7	3.3	2.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.7	NM	24.9	5.7	4.9	3.8	3.4	2.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	57,721	63,791	83,239	128,497	128,497	128,497	128,497	128,497
净债务 (现金)	(11,783)	(11,783)	(17,719)	(29,899)	(38,081)	(45,219)	(45,219)	(45,219)
少数股东权益	770	837	884	969	1,074	1,193	1,327	1,481
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>46,708</b>	<b>52,845</b>	<b>66,404</b>	<b>99,568</b>	<b>91,490</b>	<b>84,472</b>	<b>84,606</b>	<b>84,760</b>
非核心资产	(215)	(791)	(1,407)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)
<b>核心企业价值</b>	<b>46,493</b>	<b>52,054</b>	<b>64,997</b>	<b>98,456</b>	<b>90,378</b>	<b>83,361</b>	<b>83,495</b>	<b>83,648</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	37.3	19.9	19.9	16.9	14.5	12.0	11.6	10.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	63.5	79.6	41.3	53.7	16.3	14.2	11.2	12.4
息税前利润(UBS)	67.7	83.5	43.3	58.1	16.8	14.6	11.6	14.5
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	32.7	46.5	29.9	22.7	14.6	11.7	14.5
每股股息净值	66.7	100.0	50.0	56.5	22.7	14.6	11.7	14.5
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	18.4	26.6	32.6	33.9	34.4	34.5	34.4	34.7
息税折旧摊销前利润率	5.6	8.4	9.9	13.0	13.2	13.4	13.4	13.6
息税前利润率	4.8	7.4	8.8	11.9	12.2	12.5	12.5	12.9
净利 (UBS) 率	6.3	7.4	9.1	10.1	10.8	11.0	11.0	11.4
ROIC (EBIT)	110.2	155.7	>500	>500	417.2	406.7	375.9	349.5
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	33.9	33.3	35.5	36.2	36.2	34.8	32.8	31.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.3)	(2.9)	(3.0)	(2.1)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.6)
净债务/总权益 %	(58.4)	(89.6)	(99.0)	(87.5)	(88.6)	(88.6)	(88.8)	(88.2)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(23.1)	(47.5)	(54.0)	(39.5)	(52.2)	(67.3)	(79.2)	(92.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	116.4	106.4	95.3	89.7	54.6
资本支出/营业收入(%)	5.7	3.6	2.1	1.2	1.0	0.9	0.8	0.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.7	2.5	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	26.9	40.5	41.5	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	83,517	100,110	120,043	140,375	160,790	180,078	201,035	222,004
<b>总计</b>	<b>83,517</b>	<b>100,110</b>	<b>120,043</b>	<b>140,375</b>	<b>160,790</b>	<b>180,078</b>	<b>201,035</b>	<b>222,004</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	4,035	7,404	10,610	16,773	19,598	22,465	25,062	28,701
<b>总计</b>	<b>4,035</b>	<b>7,404</b>	<b>10,610</b>	<b>16,773</b>	<b>19,598</b>	<b>22,465</b>	<b>25,062</b>	<b>28,701</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。