

2015年06月02日

格力电器 (000651.SZ)

定义2015年为调整年 有利于公司健康发展

■ **事件:** 2015年6月1日, 格力电器举办了2014年度股东大会, 董总及公司众高管就公司经营发展的各方面问题与投资者展开了充分交流, 我们梳理了相关要点如下。

■ **定位 2015年为调整年, 不再强调收入规模增长:** 在艰难的市场之下, 放弃不合理的目标, 去建立顺应环境的目标, 有利于公司健康发展。也将降低公司为了盲目追求收入规模而引起价格战的可能性。如果今年有炎夏, 格力将有望清理库存, 回到正常的发展轨道。认清环境、顺应环境, 才是对格力真正的利好。而业绩增长方面, 请不要忽视行业竞争格局改善, 以及原材料价格下降所带来的有利影响。

■ **发展能源管理, 实质意义大于发展智能家居:** 格力作为单一品类公司, 发展智能家居的路径自然和海尔、美的不同, 格力智能家居发展方向, 仍是以发展能源管理为核心。由于空调是家庭耗能大户, 实现家庭能源管理智能化, 如何将清洁能源与家庭实际应用结合好, 这才是格力长期发展的重中之重。利用压缩机原理, 通过空调、空气能热水器等产品完成家庭的制冷与制暖需求, 切中痛点需求, 意义深远。

■ **推广格力手机, 寻找存在的意义:** 格力手机的特点主要有, 1) 重量轻; 2) 手感舒适; 3) 不会发热; 4) 显示清晰, 适合40岁以上老花人群; 5) 音质清晰; 6) 装有格力的电器商城, 完成销售闭环; 7) 智能化及远程控制等特点。公司目前对手机定位为切入家庭能源管理的控制器, 并可通过电商平台完成导流与后续服务跟踪。当前定价1600元, 预期销售目标5000万台。

■ **投资建议:** 预计公司2015-2017年收入增速分别为8.9%、11.1%、11.84%, 净利润增速分别为18.1%、15.2%、12.7%, 对应EPS为5.56、6.40、7.21元; 认为当前估值并不存在过多泡沫, 后续国企改革落地值得期待, 维持买入-A的投资评级, 6个月目标价75.00元, 对应2015年13.5xPE。

■ **风险提示:** 转型过程中的风险; 渠道库存压力。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	120,043.1	140,005.4	152,484.9	169,413.5	189,469.9
净利润	10,870.7	14,155.2	16,716.7	19,258.3	21,700.3
每股收益(元)	3.61	4.71	5.56	6.40	7.21
每股净资产(元)	11.50	14.68	17.02	20.26	23.90
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	14.2	10.9	9.2	8.0	7.1
市净率(倍)	4.5	3.5	3.0	2.5	2.1
净利润率	9.1%	10.1%	11.0%	11.4%	11.5%
净资产收益率	31.4%	32.1%	32.6%	31.6%	30.2%
股息收益率	2.9%	0.0%	5.4%	6.2%	7.0%
ROIC	-99.8%	-68.4%	-106.5%	-228.9%	-171.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

75.00元

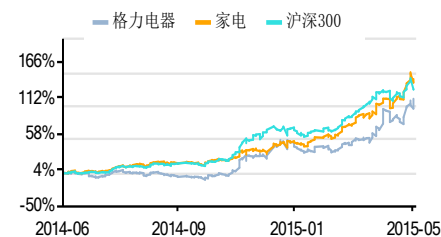
股价 (2015-06-01)

65.05元

交易数据

总市值(百万元)	195,661.65
流通市值(百万元)	194,269.83
总股本(百万股)	3,007.87
流通股本(百万股)	2,986.47
12个月价格区间	26.50/65.05元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.25	18.42	-25.28
绝对收益	14.12	60.50	110.11

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515030001
caiwj2@essence.com.cn
021-68766073

报告联系人

孙珊

021-68766571

sunshan@essence.com.cn

相关报告

15Q1 营收规模小幅下滑趋势反转仍值得期待	2015-04-30
分红率高达64% 预计15年仍可实现稳健增长	2015-04-28
格力“做手机”转型态度更可贵	2015-03-19

财务报表预测和估值数据汇总(2015年06月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	120,043.1	140,005.4	152,484.9	169,413.5	189,469.9	成长性					
减:营业成本	80,385.9	88,022.1	95,973.0	106,523.4	118,925.8	营业收入增长率	19.9%	16.6%	8.9%	11.1%	11.8%
营业税费	956.2	1,362.4	1,524.8	1,694.1	1,894.7	营业利润增长率	52.8%	31.2%	20.8%	15.6%	13.0%
销售费用	22,508.9	28,890.0	31,716.9	34,899.2	38,841.3	净利润增长率	47.3%	30.2%	18.1%	15.2%	12.7%
管理费用	5,089.6	4,818.2	5,337.0	5,929.5	6,442.0	EBITDA 增长率	57.9%	24.4%	15.0%	15.2%	12.3%
财务费用	-137.3	-942.2	-1,154.7	-1,358.2	-1,627.8	EBIT 增长率	61.9%	25.7%	15.3%	15.5%	12.5%
资产减值损失	192.4	398.4	400.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	60.0%	25.3%	20.5%	15.5%	12.5%
加:公允价值变动收益	990.6	-1,381.6	50.0	350.0	-	投资资本增长率	2,357.6	82.7%	-22.5%	-46.3%	50.7%
投资和汇兑收益	717.3	724.4	700.0	700.0	699.9	净资产增长率	28.6%	27.3%	16.2%	19.1%	18.1%
营业利润	12,263.0	16,089.2	19,437.9	22,475.4	25,393.8	利润率					
加:营业外净收支	628.9	663.2	540.0	540.0	540.0	毛利率	33.0%	37.1%	37.1%	37.1%	37.2%
利润总额	12,891.9	16,752.4	19,977.9	23,015.4	25,933.8	营业利润率	10.2%	11.5%	12.7%	13.3%	13.4%
减:所得税	1,956.2	2,499.5	3,006.7	3,463.8	3,903.0	净利率	9.1%	10.1%	11.0%	11.4%	11.5%
净利润	10,870.7	14,155.2	16,716.7	19,258.3	21,700.3	EBITDA/营业收入	11.5%	12.3%	13.0%	13.4%	13.5%
						EBIT/营业收入	10.5%	11.3%	12.0%	12.5%	12.5%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	40	37	36	33	30
货币资金	38,541.7	54,545.7	63,661.4	66,483.9	81,635.6	流动营业资本周转天数	-68	-84	-84	-65	-56
交易性金融资产	1,246.1	-	50.0	400.0	400.0	流动资产周转天数	283	288	308	304	308
应收账款	2,195.7	3,041.9	3,735.2	3,794.3	4,626.6	应收账款周转天数	6	7	8	8	8
应收票据	46,297.2	50,480.6	54,564.6	60,260.1	70,263.6	存货周转天数	46	28	28	28	28
预付账款	1,498.6	1,591.5	2,674.0	2,060.4	3,225.2	总资产周转天数	362	373	385	365	364
存货	13,122.7	8,599.1	15,394.1	11,236.7	18,494.8	投资资本周转天数	-16	-37	-39	-24	-19
其他流动资产	830.4	1,884.7	900.0	900.0	900.0	投资回报率					
可供出售金融资产	805.9	2,150.1	1,000.0	1,100.0	1,200.0	ROE	31.4%	32.1%	32.6%	31.6%	30.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	9.1%	10.0%	11.2%	10.5%
长期股权投资	97.6	92.2	92.2	92.2	92.2	ROIC	-99.8%	-68.4%	-106.5%	-228.9%	-171.0%
投资性房地产	503.1	507.9	507.9	507.9	507.9	费用率					
固定资产	14,040.4	14,947.0	15,583.1	15,736.2	15,616.8	销售费用率	18.8%	20.6%	20.8%	20.6%	20.5%
在建工程	1,861.7	1,254.3	701.7	480.7	392.3	管理费用率	4.2%	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%
无形资产	2,370.2	2,480.3	2,912.7	3,333.8	3,743.5	财务费用率	-0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
其他非流动资产	5,725.3	8,213.9	2,810.8	2,807.1	2,807.1	三费/营业收入	22.9%	23.4%	23.5%	23.3%	23.0%
资产总额	133,702.1	156,230.9	169,587.7	174,193.3	208,905.6	偿债能力					
短期债务	3,317.0	3,578.8	3,000.0	3,000.0	3,000.0	资产负债率	73.5%	71.1%	69.1%	64.1%	64.7%
应付账款	32,228.3	29,331.3	34,117.5	35,122.7	43,500.5	负债权益比	277.0%	246.2%	223.4%	178.9%	183.3%
应付票据	8,230.2	6,882.0	12,845.8	9,642.5	14,803.4	流动比率	1.08	1.11	1.23	1.33	1.35
其他流动负债	52,715.8	68,596.5	64,904.3	61,685.6	71,578.5	速动比率	0.94	1.03	1.09	1.22	1.21
长期借款	1,375.3	2,259.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	利息保障倍数	-91.89	-16.83	-15.83	-15.55	-14.60
其他非流动负债	368.9	452.0	280.0	280.0	280.0	分红指标					
负债总额	98,235.4	111,099.5	117,147.6	111,730.8	135,162.4	DPS(元)	1.50	-	2.78	3.20	3.61
少数股东权益	883.9	978.8	1,233.4	1,526.6	1,857.1	分红比率	41.5%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	3,007.9	3,007.9	3,007.9	3,007.9	3,007.9	股息收益率	2.9%	0.0%	5.4%	6.2%	7.0%
留存收益	31,529.8	40,990.7	48,198.9	57,928.1	68,878.2						
股东权益	35,466.7	45,131.5	52,440.1	62,462.6	73,743.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	3.61	4.71	5.56	6.40	7.21
净利润	10,935.8	14,253.0	16,716.7	19,258.3	21,700.3	BVPS(元)	11.50	14.68	17.02	20.26	23.90
加:折旧和摊销	1,230.2	1,356.9	1,484.1	1,646.9	1,798.0	PE(X)	14.2	10.9	9.2	8.0	7.1
资产减值准备	192.4	398.4	-	-	-	PB(X)	4.5	3.5	3.0	2.5	2.1
公允价值变动损失	-990.6	1,381.6	50.0	350.0	-	P/FCF	8.0	6.2	14.6	12.3	6.0
财务费用	621.9	283.2	-1,154.7	-1,358.2	-1,627.8	P/S	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
投资损失	-717.3	-724.4	-700.0	-700.0	-700.0	EV/EBITDA	3.9	2.8	4.5	3.8	2.8
少数股东损益	65.1	97.8	254.6	293.3	330.5	CAGR(%)	21.4%	15.6%	31.6%	21.4%	15.6%
营运资金的变动	25,167.8	23,378.8	1,680.4	-6,396.8	4,173.0	PEG	0.7	0.7	0.3	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	12,969.8	18,939.2	18,330.9	13,093.5	25,674.0	ROIC/WACC	-238.3	-12.2	-8.0	-11.9	-25.0
投资活动产生现金流量	-2,186.0	-2,862.1	1,191.8	-2,100.0	-1,400.0	REP	-	0.2	0.8	0.9	0.2
融资活动产生现金流量	-2,424.0	-1,864.3	-10,407.0	-8,171.0	-9,122.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

蔡雯娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

