

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 增持 首次评级

公司研究简报

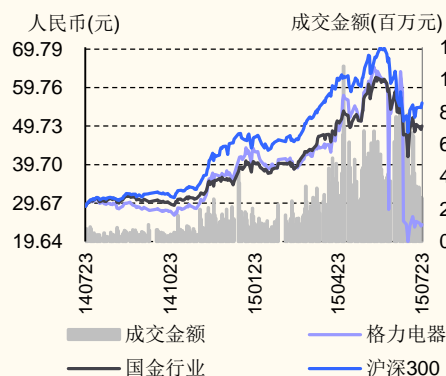
市场价格(人民币): 24.06元
目标价格(人民币): 25.68-28.20元

韬光养晦, 厚积薄发

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	5,973.18
总市值(百万元)	144,738.48
年内股价最高最低(元)	65.05/19.64
沪深300指数	4250.81
深证成指	13754.53



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	3.307	4.192	5.381	6.368	8.410
每股净资产(元)	11.50	14.68	19.76	25.63	33.54
每股经营性现金流(元)	4.31	6.30	0.80	6.82	6.09
市盈率(倍)	9.88	8.85	8.94	7.56	5.72
行业优化市盈率(倍)	19.99	22.16	28.69	28.69	28.69
净利润增长率(%)	45.93%	26.76%	28.35%	18.34%	32.07%
净资产收益率(%)	28.77%	28.56%	27.23%	24.85%	25.08%
总股本(百万股)	3,007.87	3,007.87	3,007.87	3,007.87	3,007.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **空调行业短期增速承压, 长期增长确定:** 近五年来, 空调行业增速有起有落, 主要受到国家政策、经济环境以及天气因素的影响。2014年下半年起, 空调行业掀起价格战, 空调产品均价有所下降。短期来看, 行业增速承压。我们认为空调行业总需求由农村需求、城镇更新需求、城镇新增需求以及海外需求四个板块构成。通过对这四个子板块的分析, 我们预计空调行业长期增长确定。

■ **静待收入端下半年探底回升, 盈利端表现乐观:** 预计公司2015年上半年收入同比增速有所下滑, 符合预期。在渠道库存清理情况乐观及气温升高的背景下, 下半年公司收入端有望探底回升。主要产品价格下降以及产品结构的调整, 导致公司一季度毛利率小幅下滑。产品价格预计恐将延续低位, 低毛利的出口业务占比仍较高, 我们推测毛利率或难延续增长。受益于费用率下降, 净利方面则较为乐观。

■ **智能家居及小家电业务稳步运行, 多元化发展可期:** 除空调之外, 公司亦发展其他品类的产品, 提高整体运行效率。工业4.0时代预示着家电智能化是必然趋势。公司推出格力手机, 旨在为智能家居提供入口, 加强整体运行效率。小家电品牌“大松”旗下产品多样化, 包括油烟机、炉具、净水机、电饭煲等, 运行平稳。

投资建议

■ 15-17年收入分别为1342、1481、1706亿元, 同比增速-2.6%、10.4%、15.2%, 净利润162、191、253亿元, 同比增速12.1%、12.9%、14.8%。摊薄后EPS为5.38、6.36、8.41元。

估值

■ 现价24.06元, 对应15年8.9倍、16年7.6倍估值。我们认为15年目标市盈率在9.5-10.5倍, 对应目标价位在25.68-28.20元。给予“增持”评级。

风险

■ 天气炎热程度不达预期, 价格战程度加剧。

相关报告

1. 《年报实现高增长、高盈利, 展示强大竞争力》, 2015.1.20
2. 《渠道库存影响收入增速, 市场运作空间充足》, 2014.10.31
3. 《全年收入目标未变, 若调价格体系则影响深远》, 2014.9.1
4. 《二季度收入增速环比下滑, 净利率再创新高》, 2014.8.26

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

孙静佳

联系人
(8621)60230218
sunjj@gjzq.com.cn

内容目录

空调行业短期增速承压，长期增长确定.....	3
空调业历史沿革.....	3
行业需求分析.....	4
公司分析.....	7
公司简介.....	7
上半年增速如期下滑，静待下半年探底回升.....	8
毛利率或难延续高增长，净利方面较为乐观.....	8
多元化发展：智能家居及小家电业务稳步运行.....	10
盈利预测与投资建议.....	10
风险提示.....	10

图表目录

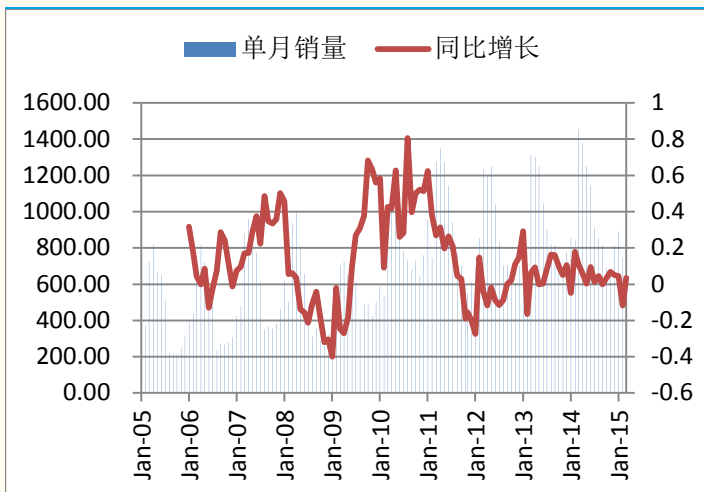
图表 1：空调行业月度总销量以及同比增速.....	3
图表 2：空调行业月度内销销量以及同比增速.....	3
图表 3：华北、华东、华南、华中等区域 13-15 年夏季月度平均气温统计.....	4
图表 4：空调行业均价及格力、美的、海尔价格.....	4
图表 5：空调行业均价及格力、美的、海尔价格同比增速.....	4
图表 6：空调行业分析框架.....	5
图表 7：空调行业总需求结构.....	5
图表 8：短期抑制农村需求增长的因素.....	5
图表 9：2012 年城镇农村家电保有量对比（台/百户）.....	5
图表 10：空调产品结构.....	6
图表 11：商品房销售面积（住宅现房及期房）.....	6
图表 12：商品房交房面积及同比增速.....	6
图表 13：2014 年公司营业收入分产品结构图.....	7
图表 14：2014 年公司营业收入按地区划分情况.....	7
图表 15：公司 2005-2014 年营业收入及同比增速.....	7
图表 16：公司 2005-2014 年净利润及同比增速.....	7
图表 17：空调行业竞争格局（按销售量）.....	8
图表 18：空调成本拆分图（按最终来源）.....	9
图表 19：铜、铝价格走势.....	9
图表 20：钢材价格走势.....	9
图表 21：塑料价格走势.....	9
图表 22：格力、美的、海尔预收/营收情况对比.....	9
图表 23：格力、美的、海尔净资产收益率对比.....	9
图表 24：“大松”小家电陈列.....	10
图表 25：格力手机开机显示图.....	10

空调行业短期增速承压，长期增长确定

空调业历史沿革

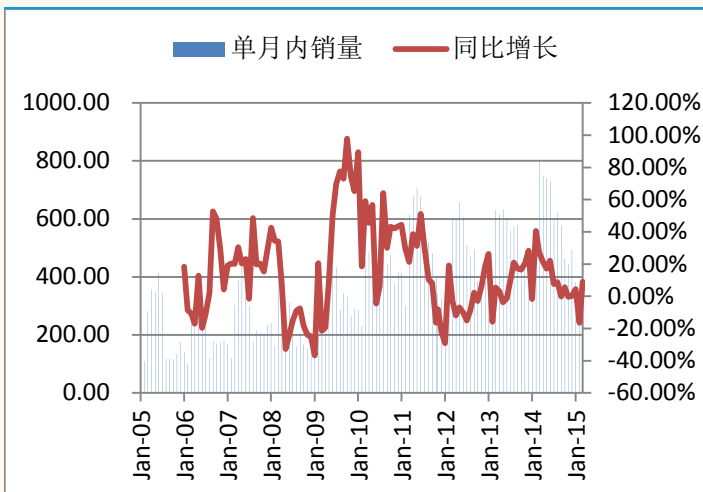
- 2009 年中期开始，空调行业整体受益于国家节能惠民补贴政策，行业增速快速上升。根据产业在线数据显示，2009 年二季度到 2011 年二季度空调行业内销平均增速高达 40-50%，远高于 2008 年。2011 年起，行业拐点出现，销量增速急速下滑，甚至出现过大幅的负增长。随后两年，空调行业一直比较低迷，直到 2013 年夏天气温持续高温，直接拉动空调销量，增速企稳回升。2014 年下半年至今，受到天气因素影响，空调行业整体运行不景气。

图表 1：空调行业月度总销量以及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

图表 2：空调行业月度内销销量以及同比增速



来源：产业在线，国金证券研究所

- **相关政策对空调行业的影响：**2008-2009 年是家电行业政策实施相对集中的年度，分别有节能惠民补贴政策、以旧换新以及家电下乡三大政策。在有利政策的扶持下，2009 年二季度空调行业销量出现井喷。而 2011 年二季度开始，三大家电政策相继结束，伴随之的是空调行业销量增速的下滑，行业拐点显现。前期政策拉动了较大程度的销量，同时一部分需求亦被提前预支。双重效应叠加，造成了 2011 年二季度空调行业销量快速下滑的现象。
- **天气因素对空调销量的影响：**对于经济实力有限的消费者（尤其是三四线市场）来说，天气成为影响他们购买空调的重要动因。而这些消费者又占到很大的一个比例。以夏季为例，如果当年气温特别高，很多原本没有购买意愿的消费者会因为无法忍受炎炎夏日，而在空调上增加一笔开支。在这些情况下，如：原本没有安装空调，原来只有单个房间（如：主卧）安装空调，以及空调制冷效果退化的情况，炎夏会使得消费者更加愿意去购买空调。如数据显示，2013 年夏季全国气温普遍达到历史高位，当年空调旺季销量表现出众，增速上升。2014 年夏季遭遇凉夏，同期空调销量数据不乐观，增速下滑。

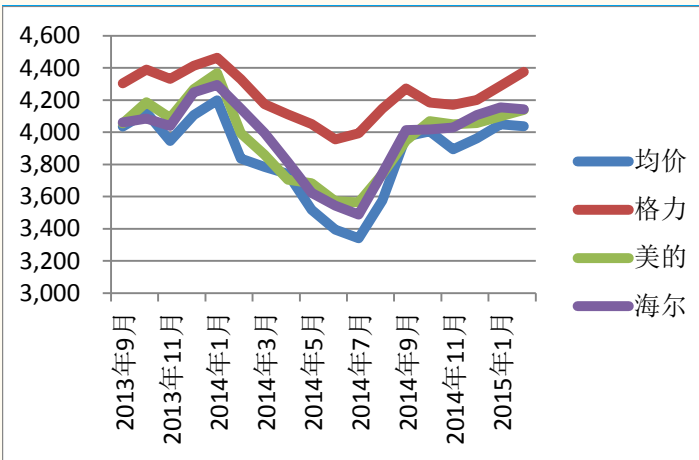
图表 3: 华北、华东、华南、华中等区域 13-15 年夏季月度平均气温统计



来源: 天气网, 国金证券研究所

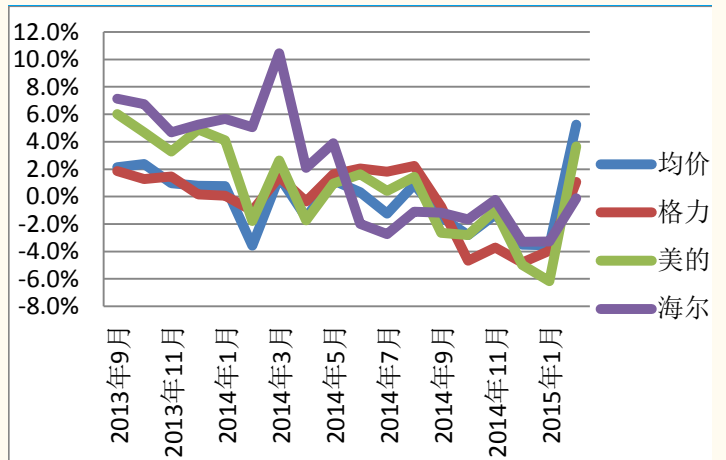
- 2014 年下半年空调行业出现价格战的情形。格力、美的等行业龙头公司亦加入价格战之中，实行了降价促销等一些措施。根据中怡康数据显示，2014 年 9 月份空调均价同比增速首次出现负增长，同年 11 月空调均价环比增速首次出现负增长。同期格力、美的等的空调均价也出现不同程度的下滑，幅度在 1%-8%之间。

图表 4: 空调行业均价及格力、美的、海尔价格



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表 5: 空调行业均价及格力、美的、海尔价格同比增速



来源: 中怡康, 国金证券研究所

行业需求分析

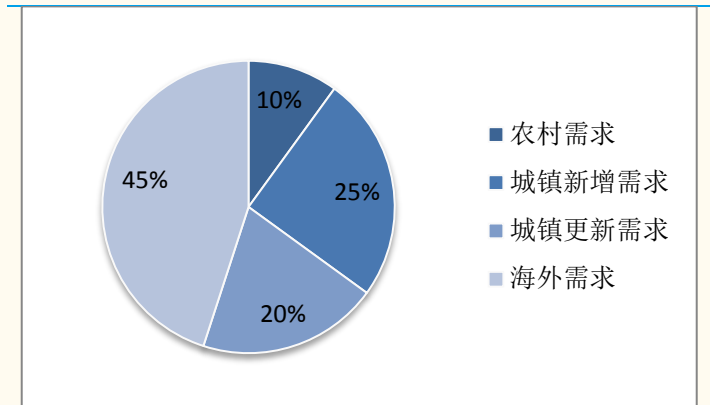
- 空调行业需求主要可拆分成四个板块，即：农村需求、城镇新增需求、城镇更新需求以及海外需求。根据多次调研及公司公告数据，我们测算四项需求的占比分别为 10%、25%、20%以及 45%。

图表 6：空调行业分析框架



来源：国金证券研究所

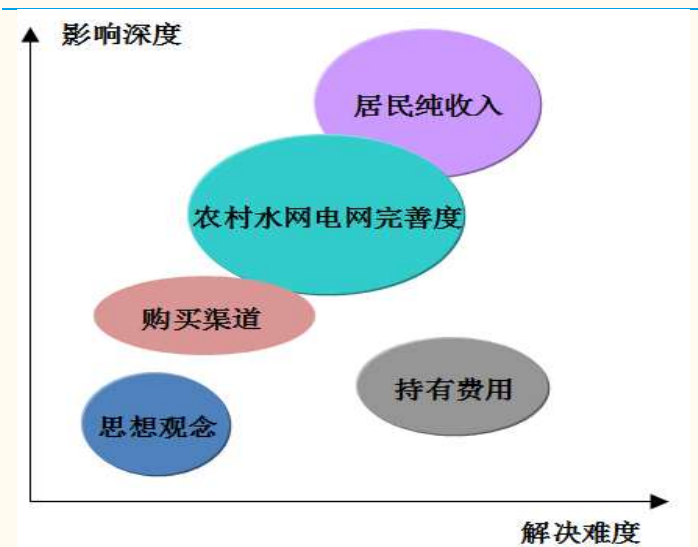
图表 7：空调行业总需求结构



来源：国金证券研究所测算

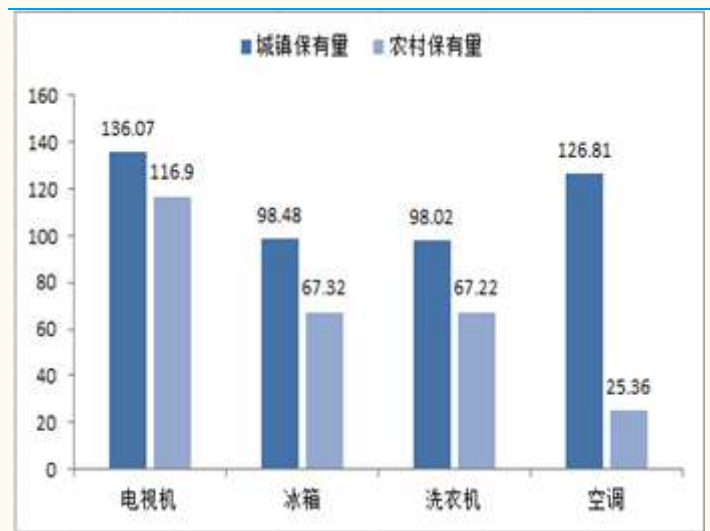
- 农村需求分析：**短期增长受限，长期发展空间巨大。现阶段，我国空调行业三四线市场的需求受到客观因素的抑制，主要包括：农村房屋结构限制空调安装，持有费用以及农村电网完善度等。根据国家统计局数据显示，我国农村空调保有量远远低于我国城镇空调保有量以及日韩等发达国家空调保有量，预示着农村市场长期存在着较大的发展空间。

图表 8：短期抑制农村需求增长的因素



来源：国金证券研究所

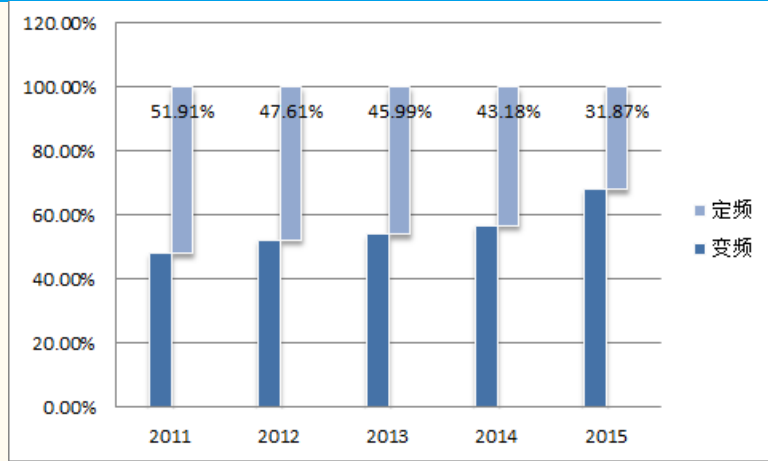
图表 9：2012 年城镇农村家电保有量对比（台/百户）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 城镇更新需求分析：**这部分需求主要是指由以下几个原因而导致的空调销售：(1) 空调损坏不能再继续使用；(2) 空调使用年限较长，效果较差、能耗高或噪音大；(3) 消费升级。正常的一台空调使用周期在八到十年。现阶段空调行业消费升级不断，数据显示变频空调占比逐步提升；长期来看，工业 4.0 时代到来，空调智能化亦可带来消费升级热潮，增加更新需求。可关注消费升级带来的更新需求。

图表 10: 空调产品结构



来源: 中怡康, 国金证券研究所

- 城镇新增需求分析:** 目前国内城镇市场空调保有量明显低于日本, 预示着空调城镇需求存在较大的发展空间。城镇新增需求主要来源于购置新居而带来的空调需求, 因此这部分需求和房地产销售面积紧密相关。根据消费者习惯, 一般在装修新房、入住之前购置空调。因此, 商品房交房面积对于城镇新增需求更具指导意义。短期来看, 商品房销售、交房数据不乐观, 在一定程度上影响了空调销量。但随着国家对于房地产的多项扶持政策出台, 预计长期房地产销售及交房数据将回升, 可直接拉动空调城镇新增需求。

图表 11: 商品房销售面积 (住宅现房及期房)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 商品房交房面积及同比增速



来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

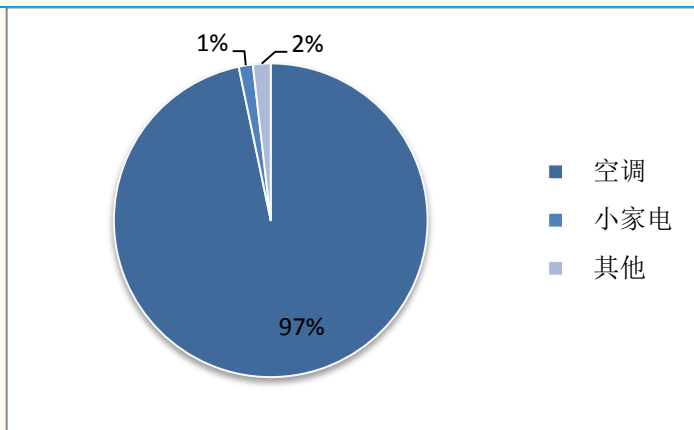
- 海外需求分析:** 国内空调企业出口空调主要以代工产品为主, 这部分毛利率相对较低。近期, 欧美需求有复苏的迹象, 有利于出口销量。
- 综合分析,** 我们认为空调行业未到天花板, 只是短期增速承压, 长期的增长确定。

公司分析

公司简介

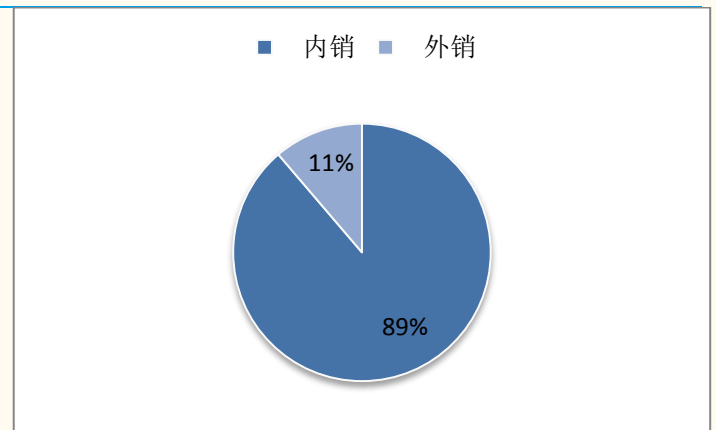
- 公司是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的国有控股专业化空调企业。公司是唯一成为“世界名牌”的中国空调业品牌，公司产品产销量连续多年全球领先。公司自主研发超低温数码多联机组、多功能地暖户式中央空调、1 赫兹变频空调等一系列“国际领先”产品。公司先后中标“北京奥运媒体村”、南非“世界杯”主场馆及多个配套工程、广州亚运会 14 个比赛场馆、俄罗斯索契冬奥会配套工程等国际知名空调招标项目。公司拥有技术专利超过 5000 多项，其中发明专利 710 多项；多次荣获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”等知名荣誉。

图表 13: 2014 年公司营业收入分产品结构图



来源：公司年报，国金证券研究所

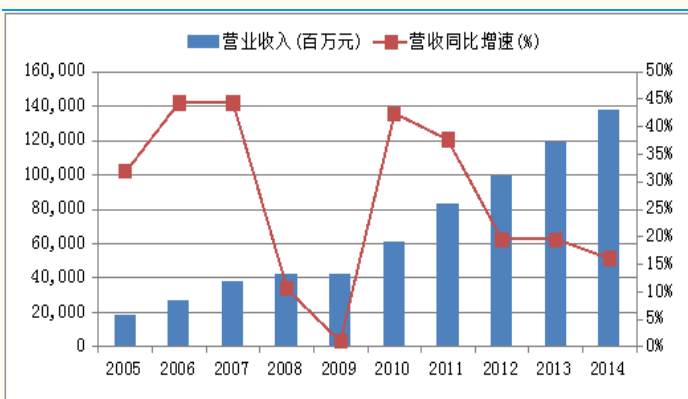
图表 14: 2014 年公司营业收入按地区划分情况



来源：公司年报，国金证券研究所

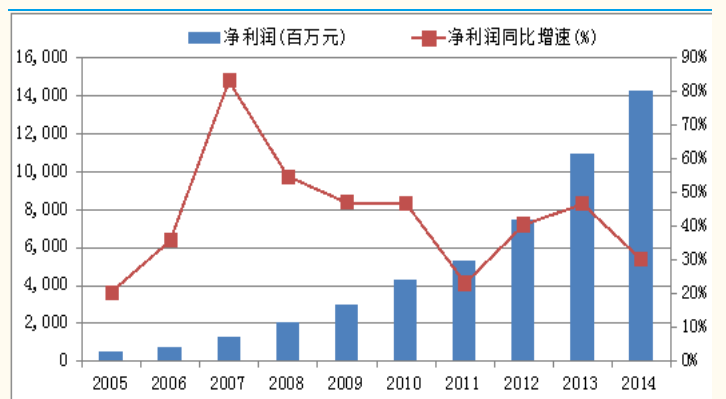
- 2005 年至 2014 年间，公司营业收入及净利润都快速增长。截止 2014 年年报数据，公司营业收入十年间增长了七倍，至 1400 亿元。

图表 15: 公司 2005-2014 年营业收入及同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

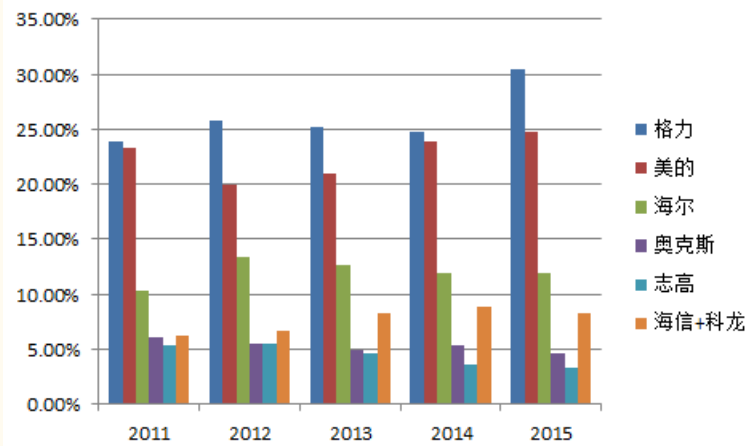
图表 16: 公司 2005-2014 年净利润及同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司在空调行业中，一直保持着龙头的地位。近五年，公司市场占有率保持在 25% 以上。同时，空调行业 CR2 保持在 50% 以上。较高的市场集中度有益于龙头企业发展。公司一贯的龙头地位，使得在产业链中具有很高的话语权，对于上下游的掌握能力很强。规模效应也使得公司运营效率提高。

图表 17: 空调行业竞争格局 (按销售量)



来源: 中怡康, 国金证券研究所

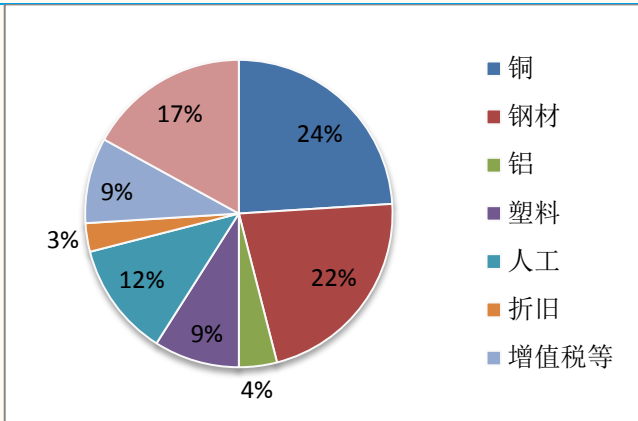
上半年增速如期下滑, 静待下半年探底回升

- 根据公司公开信息以及调研数据显示, 公司 2015 年 1-5 月空调安装卡稳步增长, 6 月份有所下滑。鉴于空调行业特性, 6 月份是空调旺季开端, 占全年的销售比重较大。因此, 公司 2015 年上半年整体安装卡为个位数增长, 约 5%。2015 年二季度空调内销按地区划分来看, 华南地区销量比较好, 华东地区由于气温不高, 导致销量不乐观。一二级市场销售普遍优于三四级市场销量。总体来说, 空调内销下滑主要由天气以及经济因素导致。中央空调及小家电业务收入端情况好于家电空调。由于家用空调业务占比较高, 预计公司上半年营业收入增速有所下滑, 符合预期。
- 二季度渠道库存环比下降, 期待下半年增速改善: 去年四季度因完成全年目标压力而压货, 导致渠道库存偏高; 15 年二季度渠道库存环比下降, 情况有所改善。现阶段, 公司渠道库存内销比约为 2 个月 (正常水平应该在 1.5 个月)。库存下降的原因主要两点: 1、降价促销措施; 2、减少向经销商压货。去库存情况较理想, 预示着下半年销售端增速有望探底回升。同时, 7 月份以来, 全国各地气温普遍快速升高, 亦可在一定程度上拉动家用空调销量。

毛利率或难延续高增长, 净利方面较为乐观

- 收入端或难维系高增长: 公司一季度毛利率小幅下滑, 主要原因是产品价格下降, 以及产品结构的调整。(价格下降导致的收入端下滑, 而成本端的优势不足以抵消这部分下滑; 毛利较低的出口业务占比提高也是一个诱因。)受整体行业影响, 公司在 14 年下半年也采取了相应的降价措施。现阶段公司空调均价约 4000 元, 价格战开始以来公司出厂价格约下降 1%, 终端价格调整幅度较大, 约 10%。如果之后销售端出现较悲观情况, 公司也不排除采取降价的措施。预计产品价格恐将延续低位。
- 成本端情况乐观: 空调成本主要由铜、钢、铝、塑料等构成, 而近期大宗商品价格不断下滑, 都处于历史地位。预计成本端优势仍较难拉动毛利率增长, 下半年毛利率或难延续高增长。

图表 18: 空调成本拆分图 (按最终来源)



来源: 国金证券研究所

图表 19: 铜、铝价格走势



来源: 同花顺 ifnd, 国金证券研究所

图表 20: 钢材价格走势



来源: 同花顺 ifnd, 国金证券研究所

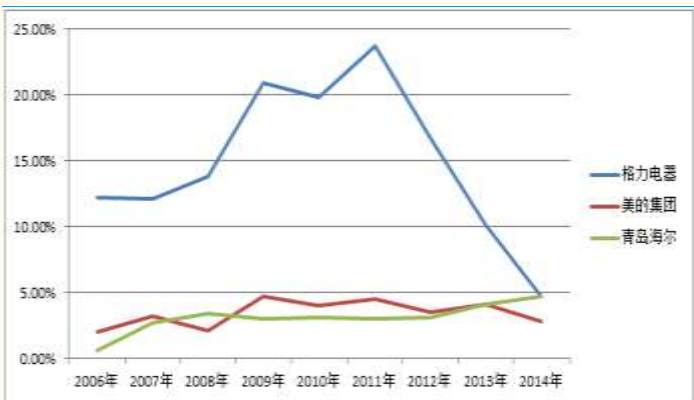
图表 21: 塑料价格走势



来源: 同花顺 ifnd, 国金证券研究所

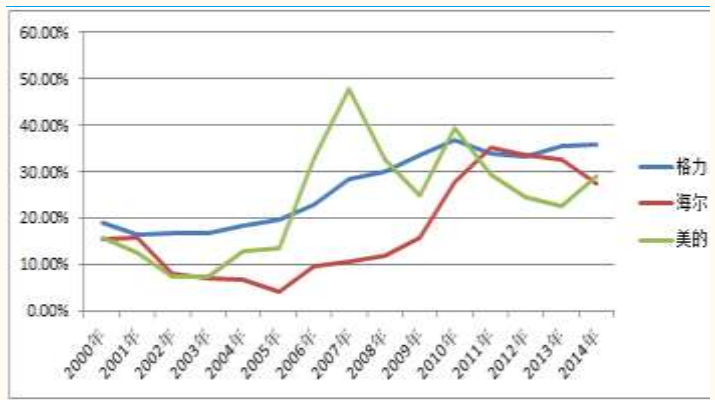
- **费用端情况乐观:** 预计下半年销售费用等维持小幅下降。公司在渠道上拥有很强的把控力和谈判力, 上下游占款能力强。按照格力的渠道模式, 国内销售采取先款后货, 基本不产生应收账款, 仅外销部分采用信用证等形式, 形成部分应收款, 大量占用供应商和经销商资源。类金融模式下, 最大限度的利用无息负债, 提高现金流效率, ROE 水平不断提高。总体来看, 净利润方面情况乐观。

图表 22: 格力、美的、海尔预收/营收情况对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 格力、美的、海尔净资产收益率对比



来源: wind, 国金证券研究所

多元化发展：智能家居及小家电业务稳步运行

- 除空调之外，公司亦发展其他品类的产品，提高整体运行效率。工业 4.0 时代预示着家电智能化是必然趋势。公司推出格力手机，旨在为智能家居提供入口，加强整体运行效率。我们认为，格力手机未必会成为主营业务之一，其角色应定位在辅助智能家居发展的位置上。2013 年底开始，公司采取“大松”作为小家电的品牌名称。现已有油烟机、炉具、净水器、电饭煲、抽湿机、净化器、加湿器、电风扇等一系列小家电产品。

图表 24：“大松”小家电陈列



来源：调研实地拍摄，国金证券研究所

图表 25：格力手机开机显示图



来源：网站信息，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 考虑到当下空调行业整体情况以及公司制定的战略目标，预计 15-17 年收入分别为 1342、1481、1706 亿元，同比增速-2.6%、10.4%、15.2%，净利润 162、191、253 亿元，同比增速 12.1%、12.9%、14.8%。摊薄后 EPS 为 5.38、6.36、8.41 元。
- 现价 24.06 元，对应 15 年 8.9 倍、16 年 7.6 倍估值。考虑到下半年空调行业销售有望探底回升，公司空调业务有望受益，以及年底可能存在的估值切换的情况，我们认为 15 年目标市盈率在 9.5-10.5 倍，对应目标价位在 25.68-28.20 元。给予“增持”评级。

风险提示

- 天气炎热程度不达预期，价格战程度加剧。

附录：分项销售预测表

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
空调					
销售收入（百万元）	105,487.90	118,719.14	128,216.67	141,038.34	162,194.09
增长率（YOY）	18.68%	12.54%	8.00%	10.00%	15.00%
毛利率	34.51%	39.80%	30.00%	32.00%	35.00%
销售成本（百万元）	69,084.03	71,468.92	89,751.67	95,906.07	105,426.16
增长率（YOY）	7.25%	3.45%	25.58%	6.86%	9.93%
毛利（百万元）	36,403.87	47,250.22	38,465.00	45,132.27	56,767.93
增长率（YOY）	48.77%	29.79%	-18.59%	17.33%	25.78%
占总销售额比重	97.63%	96.72%	95.53%	95.21%	95.07%
占主营业务利润比重	98.83%	98.42%	97.73%	97.68%	97.75%
小家电					
销售收入（百万元）	1,617.93	1,786.12	1,964.73	2,259.44	2,598.36
增长率（YOY）	11.35%	10.40%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	19.86%	23.34%	25.00%	26.00%	28.00%
销售成本（百万元）	1,296.61	1,369.24	1,473.55	1,671.99	1,870.82
增长率（YOY）	15.32%	5.60%	7.62%	13.47%	11.89%
毛利（百万元）	321.32	416.88	491.18	587.45	727.54
增长率（YOY）	-2.23%	29.74%	17.82%	19.60%	23.85%
占总销售额比重	1.50%	1.46%	1.46%	1.53%	1.52%
占主营业务利润比重	0.87%	0.87%	1.25%	1.27%	1.25%
所有其他					
销售收入（百万元）	947.02	2,239.77	4,031.59	4,837.90	5,805.48
增长率（YOY）	4.16%	136.51%	80.00%	20.00%	20.00%
毛利率	11.52%	15.22%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本（百万元）	837.92	1,898.88	3,628.43	4,354.11	5,224.94
增长率（YOY）	0.45%	126.62%	91.08%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	109.10	340.89	403.16	483.79	580.55
增长率（YOY）	45.45%	212.47%	18.27%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.88%	1.82%	3.00%	3.27%	3.40%
占主营业务利润比重	0.30%	0.71%	1.02%	1.05%	1.00%
销售总收入（百万元）	108052.85	122745.03	134212.99	148135.68	170597.93
销售总成本（百万元）	71218.56	74737.04	94853.65	101932.17	112521.91
毛利（百万元）	36834.29	48007.99	39359.34	46203.51	58076.02
平均毛利率	34.09%	39.11%	29.33%	31.19%	34.04%

来源：WIND，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	99,316	118,628	137,750	134,213	148,136	170,598	货币资金	28,944	38,542	54,546	52,203	71,183	87,896
增长率		19.4%	16.1%	-2.6%	10.4%	15.2%	应收款项	36,057	48,493	53,523	49,181	56,170	64,266
主营业务成本	-73,203	-80,386	-88,022	-94,854	-101,932	-112,522	存货	17,235	13,123	8,599	10,395	11,171	14,181
%销售收入	73.7%	67.8%	63.9%	70.7%	68.8%	66.0%	其他流动资产	2,851	3,575	3,476	1,983	2,123	2,312
毛利	26,113	38,242	49,728	39,359	46,204	58,076	流动资产	85,088	103,733	120,143	113,762	140,646	168,655
%销售收入	26.3%	32.2%	36.1%	29.3%	31.2%	34.0%	%总资产	79.1%	77.6%	76.9%	80.4%	83.4%	85.9%
营业税金及附加	-590	-956	-1,362	-1,074	-1,185	-1,365	长期投资	2,880	5,972	9,192	9,193	9,192	9,192
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	15,005	15,902	16,201	16,059	16,424	16,189
营业费用	-14,626	-22,509	-28,890	-18,253	-20,146	-23,713	%总资产	13.9%	11.9%	10.4%	11.4%	9.7%	8.2%
%销售收入	14.7%	19.0%	21.0%	13.6%	13.6%	13.9%	无形资产	1,683	2,413	2,501	2,428	2,399	2,371
管理费用	-4,056	-5,090	-4,818	-4,241	-4,444	-5,118	非流动资产	22,479	29,970	36,087	27,683	28,017	27,754
%销售收入	4.1%	4.3%	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%	%总资产	20.9%	22.4%	23.1%	19.6%	16.6%	14.1%
息税前利润 (EBIT)	6,841	9,687	14,658	15,792	20,428	27,880	资产总计	107,567	133,702	156,231	141,444	168,664	196,409
%销售收入	6.9%	8.2%	10.6%	11.8%	13.8%	16.3%	短期借款	6,034	4,240	5,640	0	0	0
财务费用	461	137	942	1,181	1,304	1,160	应付款项	52,720	52,445	42,641	69,241	77,342	79,930
%销售收入	-0.5%	-0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.7%	其他流动负债	20,076	39,806	60,107	9,510	10,949	12,284
资产减值损失	-66	-192	-398	0	0	0	流动负债	78,830	96,491	108,389	78,751	88,291	92,214
公允价值变动收益	247	991	-1,382	0	100	100	长期贷款	984	1,375	2,259	2,259	2,259	2,259
投资收益	-20	717	724	1,888	588	618	其他长期负债	172	369	452	0	0	0
%税前利润	n.a	6.0%	4.8%	9.8%	2.6%	2.0%	负债	79,987	98,235	111,099	81,010	90,550	94,473
营业利润	7,463	11,340	14,544	18,861	22,419	29,758	普通股股东权益	26,743	34,583	44,153	59,435	77,085	100,877
营业利润率	7.5%	9.6%	10.6%	14.1%	15.1%	17.4%	少数股东权益	837	884	979	999	1,029	1,059
营业外收支	736	629	663	500	500	500	负债股东权益合计	107,567	133,702	156,231	141,444	168,664	196,409
税前利润	8,200	11,969	15,207	19,361	22,919	30,258	比率分析						
利润率	8.3%	10.1%	11.0%	14.4%	15.5%	17.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-1,317	-1,956	-2,499	-3,156	-3,736	-4,932	每股指标						
所得税率	16.1%	16.3%	16.4%	16.3%	16.3%	16.3%	每股收益	2.266	3.307	4.192	5.381	6.368	8.410
净利润	6,883	10,013	12,708	16,205	19,184	25,326	每股净资产	8.891	11.497	14.679	19.760	25.628	33.538
少数股东损益	66	65	98	20	30	30	每股经营现金净流	6.120	4.312	6.297	0.800	6.817	6.087
归属于母公司的净利润	6,817	9,948	12,610	16,185	19,154	25,296	每股股利	0.500	0.300	0.500	0.300	0.500	0.500
净利率	6.9%	8.4%	9.2%	12.1%	12.9%	14.8%	回报率						
							净资产收益率	25.49%	28.77%	28.56%	27.23%	24.85%	25.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.34%	7.44%	8.07%	11.44%	11.36%	12.88%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	16.52%	19.57%	22.99%	21.08%	21.27%	22.40%
净利润	7,446	10,936	14,253	16,205	19,184	25,326	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	19.43%	19.44%	16.12%	-2.57%	10.37%	15.16%
非现金支出	1,044	1,423	1,755	1,297	1,374	1,474	EBIT增长率	85.31%	41.60%	51.31%	7.74%	29.36%	36.48%
非经营收益	-1,175	-3,677	-1,636	5,547	-1,188	-1,218	净利润增长率	39.31%	45.93%	26.76%	28.35%	18.34%	32.07%
营运资金变动	11,094	4,289	4,567	-20,643	1,134	-7,273	总资产增长率	26.24%	24.30%	16.85%	-9.46%	19.24%	16.45%
经营活动现金净流	18,409	12,970	18,939	2,406	20,504	18,309	资产管理能力						
资本开支	-3,602	-2,460	-1,775	-584	-1,209	-710	应收账款周转天数	5.0	5.1	6.0	5.0	6.0	5.0
投资	-553	-377	-1,669	-1	-100	-100	存货周转天数	86.6	68.9	45.0	40.0	40.0	46.0
其他	-58	651	581	1,888	688	718	应付账款周转天数	95.5	113.7	112.4	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-4,213	-2,186	-2,862	1,303	-621	-92	固定资产周转天数	46.7	43.2	39.6	40.0	36.6	30.9
股权募资	3,198	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,834	-1,246	2,576	-6,051	0	0	净负债/股东权益	-80.45%	-96.35%	-103.54%	-82.78%	-88.47%	-84.29%
其他	-528	-1,649	-4,406	-1	-902	-1,504	EBIT利息保障倍数	-14.8	-70.5	-15.6	-13.4	-15.7	-24.0
筹资活动现金净流	835	-2,895	-1,830	-6,052	-902	-1,504	资产负债率	74.36%	73.47%	71.11%	57.27%	53.69%	48.10%
现金净流量	15,032	7,889	14,247	-2,343	18,981	16,713							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-09-25	买入	26.20	33.28~35.22
2	2013-10-28	买入	28.27	35.22~35.22
3	2014-01-21	买入	28.07	38.48~38.48
4	2014-02-21	买入	31.95	N/A
5	2014-08-26	买入	29.33	N/A
6	2014-09-01	买入	28.44	N/A
7	2014-10-31	买入	27.07	N/A
8	2015-01-20	买入	40.03	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD