

格力电器

营收下滑超预期，渠道去库存进行中

收入双位数下滑，低于预期

公司上半年实现营收 501 亿元，同比下降 13.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 57.2 亿元，同比基本持平，每股收益 1.90 元，低于我们和市场的预期。经营活动产生的现金流量净额 298 亿元，同比增长 54%，非常良好。

渠道去库存，营收短期仍有压力

2 季度公司营收同比下滑 23%，出现 2009 年以来的首次单季度营收下滑，我们判断主因是：1，空调行业 2 季度不景气，销量同比下降 2%；2，格力控制对渠道的出货，以降低渠道库存；3，公司调整出货策略，在终端降价的同时下调出厂价。我们预计 3 季度空调行业景气度仍处低位，但 4 季度在前期旺盛地产成交的拉动下将回升。我们估计公司目前库存水平仍然偏高，但预收账款同比上升 1.7 倍，为未来收入恢复增长蓄力。

销售费用率显著下降，保障利润增长

由于发动价格战，上半年公司综合毛利率 30.59%，同比下降 4.61 个百分点。但公司销售费用率和毛利率同步下降，财务公司利润增加，加之远期外汇合约盈利 3.3 亿元，稳定上半年净利润水平。公司上半年末其他流动负债 511 亿元，同比环比均进一步上升，料将保障未来利润增长。鉴于空调行业不景气和竞争加剧，我们下调公司 2015 年空调内销量增长预测至-10%，下调均价增速假设至-4%，同时分别下调毛利率和销售费用率假设 2.8 个和 2 个百分点。

估值：下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们下调公司 2015/2016/2017 年的 EPS 预测至 2.60/3.00/3.38 元（原为 2.88/3.30/3.69 元，预测已考虑 7 月配股因素），基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC 假设为 7.2%），得到目标价 36.5 元（原为 40.5 元）。格力目前相对 2015 年的 PE 估值为 7.5x，处于历史较低水平，且低于国内外同行，维持“买入”评级。

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 **Rmb36.50**
之前: **Rmb40.50**

股价 **Rmb19.50**

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 Rmb32.53-13.25

市值 Rmb117 十亿/US\$18.4 十亿

已发行股本 6,016 百万 (ORDA)

流通股比例 96%

日均成交量(千股) 159,913

日均成交额(Rmb 百万) Rmb4,116.7

普通股股东权益 (12/15E) Rmb52.0 十亿

市净率 (12/15E) 2.3x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	2.88	2.60	-9.65	2.68
12/16E	3.30	3.00	-9.16	3.08
12/17E	3.69	3.38	-8.25	3.66

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	100,110	120,043	140,005	128,006	137,271	148,460	161,763	177,182
息税前利润(UBS)	7,404	10,610	16,203	16,152	19,345	22,446	18,760	21,627
净利润 (UBS)	7,380	10,871	14,155	15,647	18,033	20,353	16,767	19,222
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	1.81	2.35	2.60	3.00	3.38	2.79	3.20
每股股息 (Rmb)	0.50	0.75	1.50	1.30	1.50	1.69	1.39	1.60
现金 / (净债务)	24,702	35,095	48,576	55,420	59,555	65,335	66,296	71,654
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	7.4	8.8	11.6	12.6	14.1	15.1	11.6	12.2
ROIC (EBIT) (%)	155.7	>500	(448.2)	(285.5)	<-500	>500	230.2	153.4
EV/EBITDA(core)x	6.2	5.5	3.3	4.2	3.2	2.8	3.2	2.8
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	8.7	7.7	6.3	7.5	6.5	5.8	7.0	6.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	23.2	12.6	19.1	11.5	10.4	13.0	7.9	12.6
净股息收益率(%)	4.7	5.4	10.1	6.7	7.7	8.7	7.1	8.2

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 08 月 28 日 22 时 38 分的股价(Rmb19.50)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 2015/2016/2017 年 EPS 为 2.60/3.00/3.38 元，低于市场一致预期(2.68/3.08/3.66 元)，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (WACC 假设为 7.2%)，推导出目标价 36.5 元，给予“买入”的投资评级。我们预计公司未来销售费用率将持续下降，推动净利润增长。

乐观情景

经过今年持续的价格战，公司终端出货较好，渠道库存持续下降，2016 年销量增速有望恢复。

乐观情景假设下格力 2016 年销售收入有望增长 10% 以上，2016 年 EPS 达到 3.10 元，我们估算每股估值将达到 38 元。

悲观情景

价格下降对终端销售拉动不明显，同时影响整体收入增长和净利润。悲观情景下，我们估算格力 2016 年销售同比增长 2%，全年 EPS 为 2.80 元，对应每股估值 35 元。

近期催化剂

在前期房地产旺盛成交的滞后拉动下，4 季度空调行业销量有望恢复增长。

新家电补贴政策“领跑者计划”推出，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

Rmb36.50

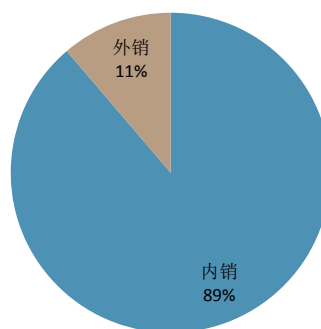
公司简介

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

2014 年城镇化率约 54.7%，城镇化继续推进有望拉动大家电产品普及，同时受益于人民生活水平的提高和消费理念的提升，小家电的更新和普及有望加速。另外在智能家电和节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而有望带动家电产业消费升级。

收入按区域分布，2014 (%)



来源: 公司数据

各类产品的毛利

单位: 亿元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
空调及配件	364.0	472.5	364.0	392.7	429.0
家用空调	321.0	406.1	301.9	323.5	348.6
中央空调	43.0	66.3	62.2	69.2	80.4
小家电	3.2	4.2	5.0	6.5	7.8
其他	24.4	36.1	52.3	57.9	63.7
合计	391.6	512.7	421.4	457.0	500.6

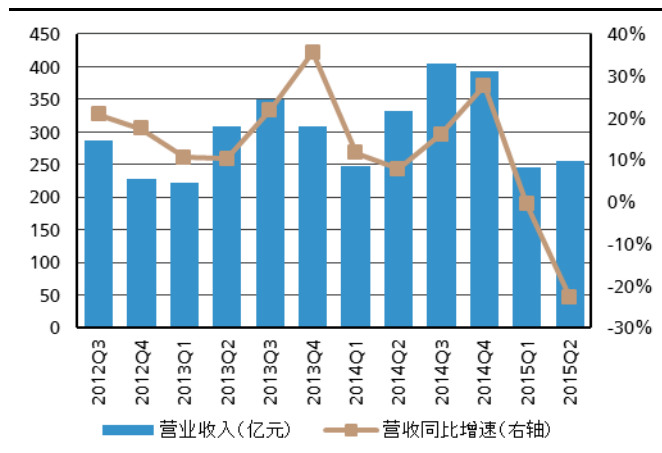
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

2 季度营收和净利润同比下降

公司上半年实现营业收入 501.11 亿元，同比下降 13.4%。其中 2 季度实现营业收入 256.1 亿元，同比下降 22.9%，相对 1 季度下降 0.7%，降幅加大。展望下半年，我们预计房地产改善对家电内销的影响可能逐步体现。

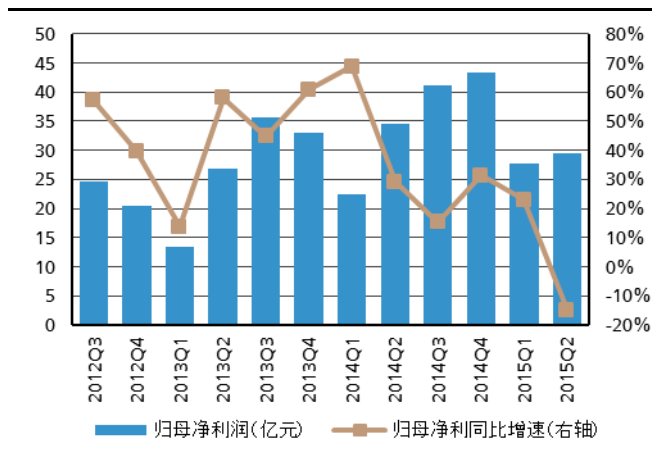
公司上半年实现归母净利润 57.2 亿元，同比增长 0.05%，其中 2 季度实现归母净利润 29.45 亿元，同比下降 15%。上半年公司 EPS 1.90 元，低于我们及市场预期。

图表 1: 2012Q3-2015Q2 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 2: 2012Q3-2015Q2 归母净利润及同比增速

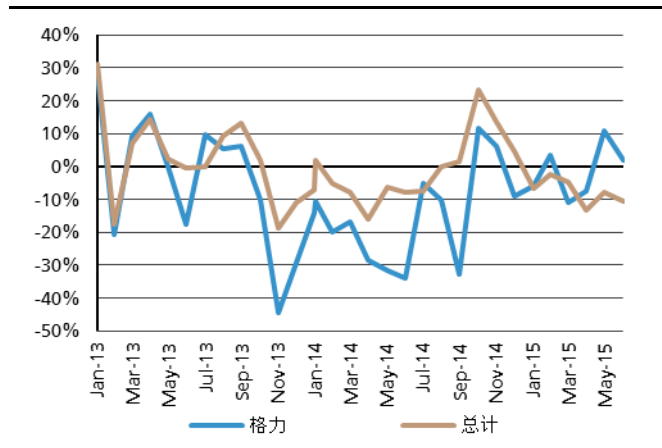


来源: 公司数据

公司 2 季度出现自 2009 年以来的首次单季度营收下滑，我们判断主因是：1，空调行业 2 季度不景气，销量同比下降 2%；2，格力控制对渠道的出货，以降低渠道库存；3，公司调整出货策略，在终端降价的同时下调出厂价。

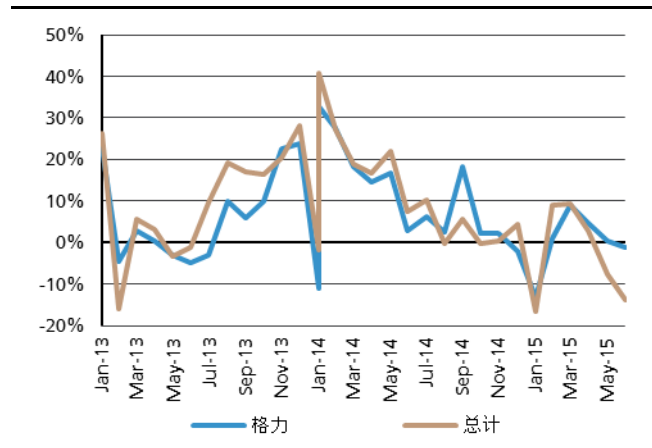
我们预计 3 季度空调行业景气度仍处低位，但 4 季度在前期旺盛地产成交的拉动下将回升。我们估计公司目前库存水平仍然偏高，由于空调需求仍然下滑，我们判断 3 季度公司仍然处将继续去库存，营收增长有压力。不过预收账款同比上升 1.7 倍，为未来收入恢复增长蓄力。

图表 3: 空调内销增长率



来源: 产业在线

图表 4: 空调出口增长率



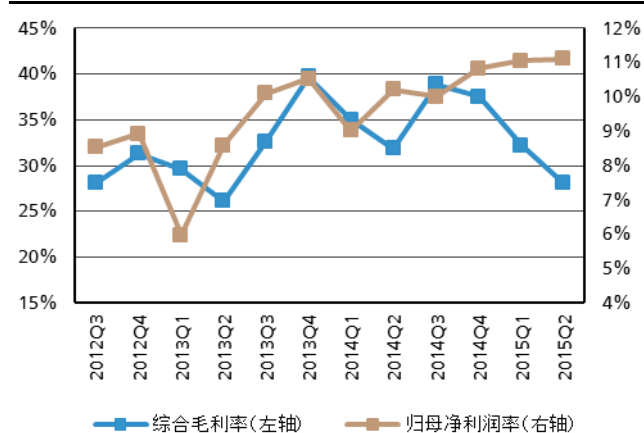
来源: 产业在线

毛利率下滑，净利率仍维持高位

上半年公司综合毛利率 30.59%，同比下降 4.61%，其中 2 季度公司综合毛利率 28.09%，同比大幅下降 12%。毛利率显著下降主要源自上半年行业竞争加剧，价格战导致公司销售均价大幅下降。

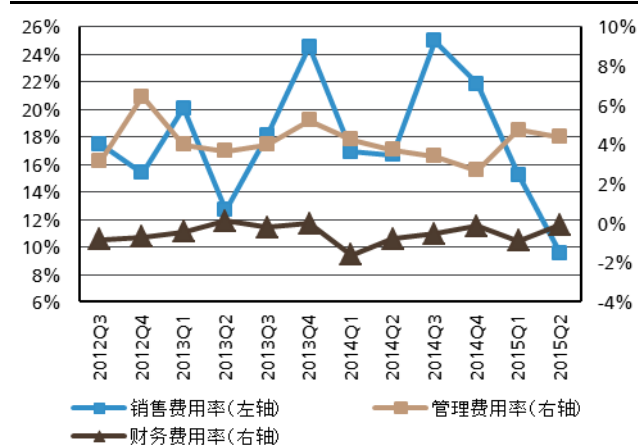
然而上半年公司归母净利率同比上升 1.38 个百分点至 11.08%，其中 2 季度净利率达 11.11%，同比上升 0.9 个百分点。主要由于公司销售费用率的下降。公司 2 季度销售费用率同比下降 7.18 个百分点至 9.51%。公司 2 季度管理费用率 4.41%，同比上升 0.66 个百分点。公司财务费用率上升 0.72 个百分点至-0.08%。

图表 3: 2012Q3-2015Q2 综合毛利和归母净利率



来源: 公司数据

图表 4: 2012Q3-2015Q2 销售、管理及财务费用率



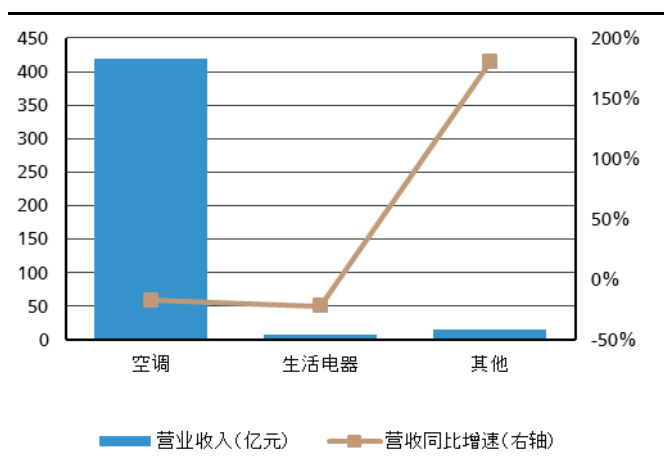
来源: 公司数据

空调和生活电器产品均出现下滑

主营收入分产品来看，2015H1 公司空调、生活电器和其他收入分别为 419.9、7.9 和 14.8 亿元，营收同比增速分别为-17.2%、-22.5%和 180.1%。

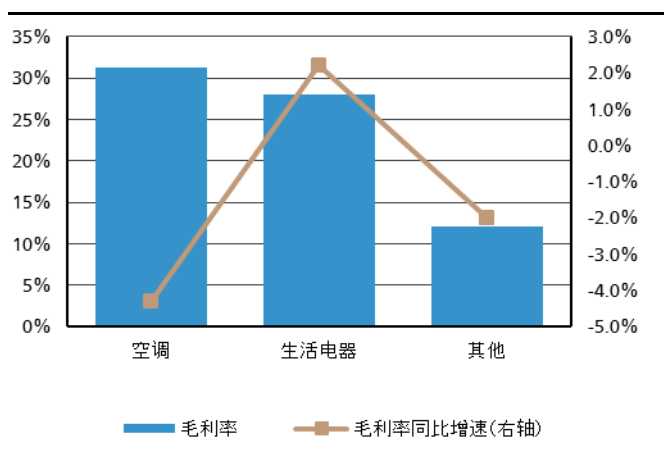
2015H1 公司空调、生活电器和其他毛利率分别为 31.3%、28.1%和 12.1%，毛利率同比分别-4.31%、+2.21%和-2.00%。

图表 5: 2015H1 公司分产品营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 6: 2015H1 公司分产品毛利率及同比增速

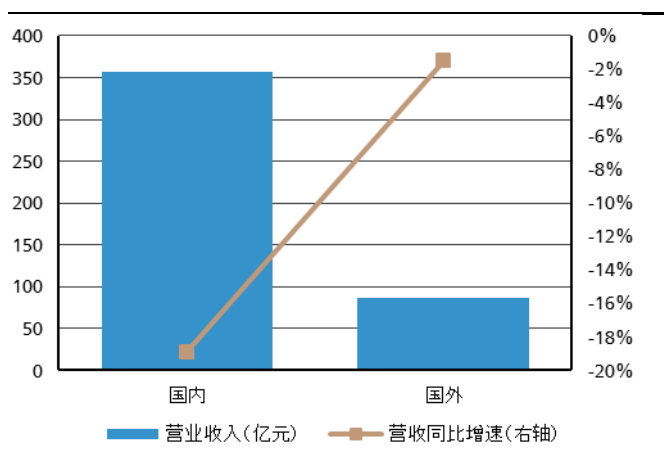


来源: 公司数据

主营收入分区域来看, 2015H1 公司内销和外销营业收入分别为 356.5 和 86.1 亿元, 营收同比增速分别为-18.9%和-1.5%。

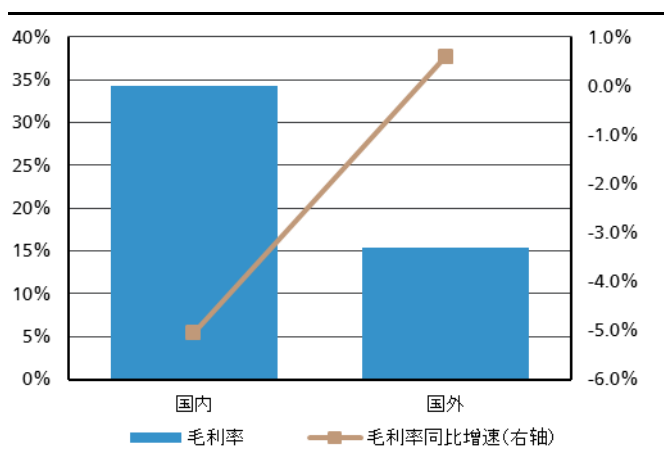
2015H1 公司国内和国外毛利率分别为 34.25%和 15.45%, 毛利率分别同比-5.04%和+0.6%。

图表 7: 2015H1 公司分地区营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 8: 2015H1 公司分地区毛利率及同比增速



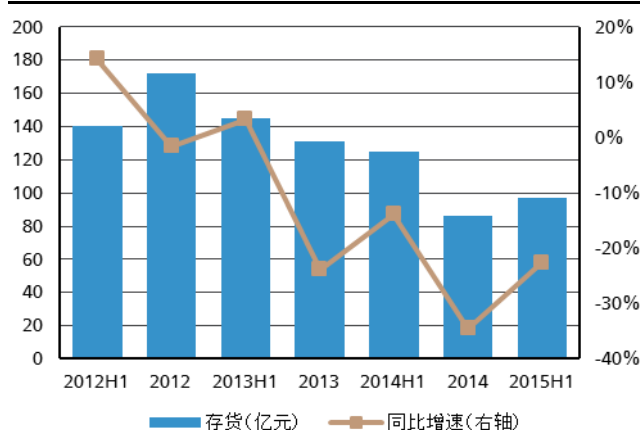
来源: 公司数据

存货管理效率提升, 预收账款同比增长

2015H1 公司存货 96.67 亿元, 同比降低 22.6%, 公司自 2013 年下半年起存货规模持续下降, 显示出公司较强的存货控制能力。

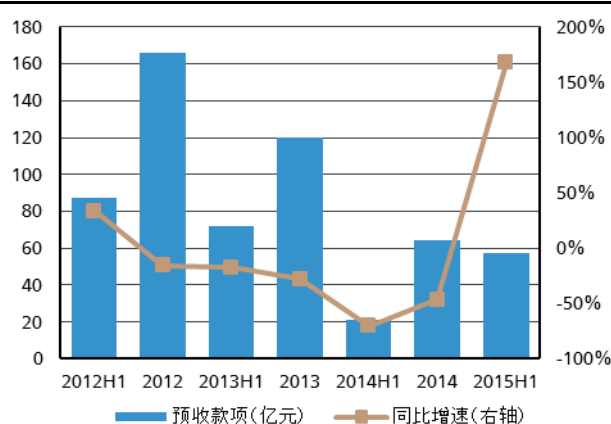
2015H1 公司预收款项 57.32 亿元, 同比上升 167.5%。公司预收帐款规模同比上升, 我们认为这反映了公司对空调销售渠道的掌控能力或有所提高。

图表 9: 2012H1-2015H1 公司存货及同比增速



来源: 公司数据

图表 10: 2012H1-2015H1 公司预收款项及同比增速



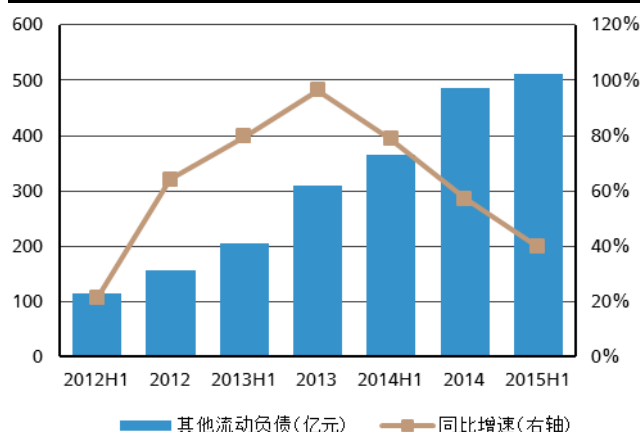
来源: 公司数据

其他流动负债规模逐年提升，货币资金规模较大

2015H1 公司其他流动负债 511.14 亿元，同比上升 39.84%。公司其他流动负债规模从 2012 年上半年的 113.7 亿元增长到 2015 年上半年的 511.14 亿元，我们认为公司未来的销售费用率有下降空间，未来几年的净利润增长有保障。

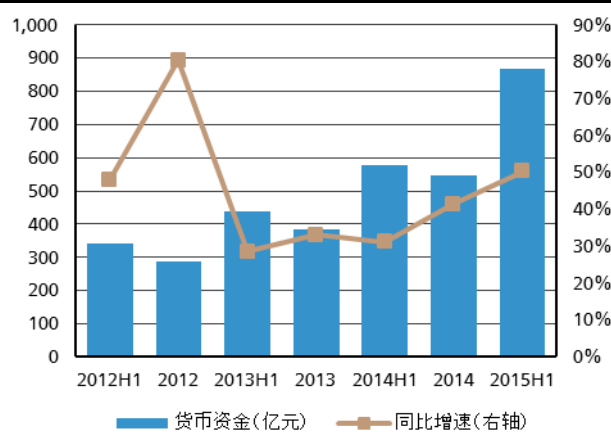
2015H1 公司货币资金 868.67 亿元，同比上升 50.3%。公司货币资金从 2012 年上半年的 342.6 亿元上升到 2015 年上半年的 868.67 亿元，显示出了格力电器对上下游运营的把控能力和抗风险能力。

图表 11: 2012H1-2015H1 公司其他流动负债及同比增速



来源: 公司数据

图表 12: 2012H1-2015H1 公司货币资金及同比增速



来源: 公司数据

盈利预测假设调整

由于行业增长乏力，公司上半年盈利低于预期，我们下调公司盈利预测及目标价。根据产业在线，1-6 月空调行业销量同比增速下降 1.6%，格力空调销量同比上升 0.5%。但由于价格战大幅降低销售均价，格力上半年销售收入同比大幅下降 13.4%。我们下调格力空调内销及出口量增长及销售均价预测，下调空调毛利率预测。我们认为公司未来的销售费用率有下降空间，因此下

调销售费用率预测。由于人民币贬值的影响，利好公司投资收益，我们上调公司的投资收益假设。我们将 2015E-2017E EPS 预测由 2.88/3.30/3.69 元下调至 2.60/3.00/3.38 元。

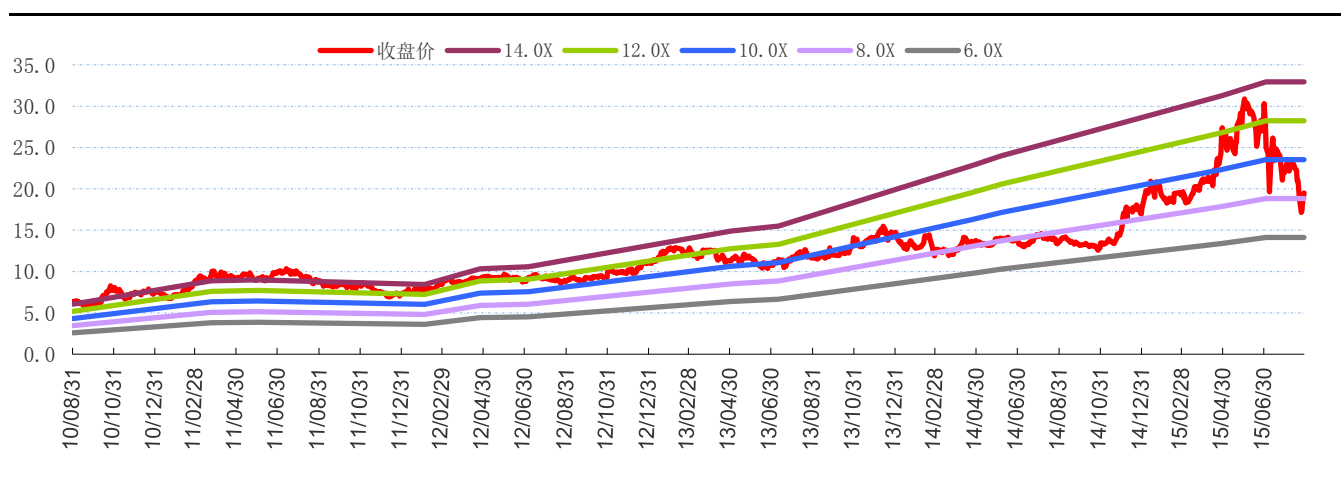
图表 13: 假设变化

	2014	2015E		2016E		2017E	
		旧	新	旧	新	旧	新
空调假设							
家用空调内销量增长	10.3%	5.0%	-10.0%	8.0%	5.0%	7.0%	5.0%
家用空调内销均价增长	4.0%	-2.0%	-4.0%	0.5%	0.5%	1.0%	1.0%
家用空调出口量增长	-16.6%	5.0%	-8.0%	8.0%	5.0%	8.0%	6.0%
家用空调出口均价增长	3.5%	0.0%	-5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
中央空调收入增长	35.0%	25.0%	-2.0%	35.0%	10.0%	30.0%	15.0%
空调毛利率	39.8%	37.7%	34.9%	38.2%	35.4%	38.5%	36.0%
销售费用率	20.6%	18.0%	16.0%	17.8%	15.0%	17.8%	14.5%
投资收益 (万元)	72,436	(20,000)	60,000	-	60,000	-	60,000

来源: 瑞银预测

基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (WACC 假设 7.2%)，我们将目标价下调至 36.5 元，对应 2015E/2016E PE 14.0x/12.2x，处于历史合理区间。我们维持“买入”评级。

图表 14: PE Band



来源: Wind

格力电器 (000651.SZ)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	100,110	120,043	140,005	128,006	-8.6	137,271	7.2	148,460	161,763	177,182
毛利	26,676	39,165	51,273	42,137	-17.8	45,701	8.5	50,059	55,318	61,493
息税折旧摊销前利润(UBS)	8,382	11,840	17,559	17,780	1.3	21,280	19.7	24,647	21,292	24,551
折旧和摊销	(978)	(1,230)	(1,357)	(1,628)	20.0	(1,935)	18.8	(2,201)	(2,533)	(2,924)
息税前利润(UBS)	7,404	10,610	16,203	16,152	-0.3	19,345	19.8	22,446	18,760	21,627
联营及投资收益	(20)	717	724	600	-17.2	600	0.0	600	0	0
其他非营业利润	918	1,427	(1,117)	1,120	-	729	-34.9	301	292	282
净利息	461	137	942	647	-31.3	669	3.4	743	794	841
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	8,763	12,892	16,752	18,520	10.5	21,344	15.2	24,090	19,845	22,750
税项	(1,317)	(1,956)	(2,499)	(2,778)	-11.1	(3,202)	-15.2	(3,613)	(2,977)	(3,413)
税后利润	7,446	10,936	14,253	15,742	10.4	18,142	15.2	20,476	16,868	19,338
优先股股息及少数股权	(66)	(65)	(98)	(94)	3.4	(109)	-15.2	(123)	(101)	(116)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	7,380	10,871	14,155	15,647	10.5	18,033	15.2	20,353	16,767	19,222
净利润(UBS)	7,380	10,871	14,155	15,647	10.5	18,033	15.2	20,353	16,767	19,222
税率(%)	15.0	15.2	14.9	15.0	0.5	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	1.81	2.35	2.60	10.5	3.00	15.2	3.38	2.79	3.20
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.23	1.81	2.35	2.60	10.5	3.00	15.2	3.38	2.79	3.20
每股收益(UBS, 基本)	1.23	1.81	2.35	2.60	10.5	3.00	15.2	3.38	2.79	3.20
每股股息净值(Rmb)	0.50	0.75	1.50	1.30	-13.3	1.50	15.2	1.69	1.39	1.60
每股账面价值	4.45	5.75	7.34	8.64	17.7	10.14	17.3	11.83	13.22	14.82
平均股数(稀释后)	6,015.80	6,015.80	6,015.80	6,015.80	0.0	6,015.80	0.0	6,015.80	6,015.80	6,015.80
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	29,207	39,788	54,630	57,679	5.6	61,814	7.2	67,594	68,555	73,913
其他流动资产	55,880	63,945	65,514	61,165	-6.6	65,916	7.8	71,570	78,064	85,604
流动资产总额	85,088	103,733	120,143	118,844	-1.1	127,730	7.5	139,165	146,619	159,517
有形固定资产净值	15,005	15,902	16,201	17,404	7.4	18,301	5.2	18,322	18,017	17,328
无形固定资产净值	1,635	2,370	2,480	2,607	5.1	2,735	4.9	2,856	2,971	3,080
投资/其他资产	5,839	11,697	17,406	21,793	25.2	26,180	20.1	30,566	34,953	39,340
总资产	107,567	133,702	156,231	160,648	2.8	174,945	8.9	190,909	202,560	219,264
应付账款和其他短期负债	75,310	93,174	104,594	104,911	0.3	110,107	5.0	115,794	118,984	125,985
短期债务	3,521	3,317	3,794	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	78,830	96,491	108,389	104,911	-3.2	110,107	5.0	115,794	118,984	125,985
长期债务	984	1,375	2,259	2,259	0.0	2,259	0.0	2,259	2,259	2,259
其它长期负债	172	369	452	428	-5.2	405	-5.5	381	358	334
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	79,987	98,235	111,100	107,599	-3.2	112,770	4.8	118,434	121,601	128,578
普通股股东权益	26,743	34,583	44,153	51,976	17.7	60,993	17.3	71,170	79,553	89,164
少数股东权益	837	884	979	1,073	9.6	1,182	10.1	1,305	1,406	1,522
负债和权益总计	107,567	133,702	156,231	160,648	2.8	174,945	8.9	190,909	202,560	219,264
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	7,380	10,871	14,155	15,647	10.5	18,033	15.2	20,353	16,767	19,222
折旧和摊销	978	1,230	1,357	1,628	20.0	1,935	18.8	2,201	2,533	2,924
营运资本变动净值	(10,126)	(7,996)	(6,559)	(3,619)	44.8	735	-	1,154	4,500	1,745
其他营业性现金流	20,177	8,865	9,986	2,812	-71.8	(5,572)	-	(6,062)	(12,216)	(6,731)
经营性现金流	18,409	12,970	18,939	16,469	-13.0	15,131	-8.1	17,647	11,584	17,160
有形资本支出	(3,602)	(2,461)	(1,902)	(2,959)	-55.6	(2,959)	0.0	(2,343)	(2,343)	(2,343)
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	(610)	275	(960)	(676)	-	(876)	-	(1,276)	(1,876)	(1,876)
投资性现金流	(4,213)	(2,186)	(2,862)	(3,635)	-27.0	(3,835)	-5.5	(3,620)	(4,220)	(4,220)
已付股息	(1,504)	(3,008)	(4,512)	(7,824)	-73.4	(9,017)	-15.2	(10,177)	(8,384)	(9,611)
股份发行/回购	3,198	0	0	3,008	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(3,008)	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(860)	584	2,647	(1,961)	-	1,856	-	1,930	1,981	2,028
融资性现金流	834	(2,424)	(1,864)	(9,784)	NM	(7,161)	26.8	(8,247)	(6,403)	(7,583)
现金流量中现金的增加/(减少)	15,031	8,360	14,213	3,049	-78.5	4,135	35.6	5,781	961	5,358
外汇/非现金项目	(1,881)	2,221	629	0	-100.0	0	-100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	13,150	10,580	14,842	3,049	-79.5	4,135	35.6	5,781	961	5,358

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)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	8.7	7.7	6.3	7.5	6.5	5.8	7.0	6.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	8.7	7.7	6.3	7.5	6.5	5.8	7.0	6.1
股价/每股现金收益	7.7	6.9	5.8	6.8	5.9	5.2	6.1	5.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	23.2	12.6	19.1	11.5	10.4	13.0	7.9	12.6
净股息收益率(%)	4.7	5.4	10.1	6.7	7.7	8.7	7.1	8.2
市净率	2.4	2.4	2.0	2.3	1.9	1.6	1.5	1.3
企业价值/营业收入(核心)	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	6.2	5.5	3.3	4.2	3.2	2.8	3.2	2.8
企业价值/息税前利润(核心)	7.0	6.1	3.6	4.7	3.5	3.0	3.6	3.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	24.9	6.0	6.0	3.4	2.9	2.9	2.9
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	8.4	4.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	63,791	83,239	89,275	117,307	117,307	117,307	117,307	117,307
净债务 (现金)	(11,783)	(17,719)	(29,899)	(42,073)	(49,211)	(49,211)	(49,211)	(49,211)
少数股东权益	837	884	979	1,073	1,182	1,305	1,406	1,522
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	52,845	66,404	60,355	76,307	69,278	69,401	69,503	69,619
非核心资产	(791)	(1,407)	(2,750)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)	(1,112)
核心企业价值	52,054	64,997	57,605	75,196	68,167	68,290	68,391	68,507
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	19.9	19.9	16.6	-8.6	7.2	8.2	9.0	9.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	79.6	41.3	48.3	1.3	19.7	15.8	-13.6	15.3
息税前利润(UBS)	83.5	43.3	52.7	-0.3	19.8	16.0	-16.4	15.3
每股收益(UBS 稀释后)	32.0	47.3	30.2	10.5	15.2	12.9	-17.6	14.6
每股股息净值	100.0	50.0	100.0	-13.3	15.2	12.9	-17.6	14.6
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	26.6	32.6	36.6	32.9	33.3	33.7	34.2	34.7
息税折旧摊销前利润率	8.4	9.9	12.5	13.9	15.5	16.6	13.2	13.9
息税前利润率	7.4	8.8	11.6	12.6	14.1	15.1	11.6	12.2
净利 (UBS) 率	7.4	9.1	10.1	12.2	13.1	13.7	10.4	10.8
ROIC (EBIT)	155.7	>500	(448.2)	(285.5)	<-500	>500	230.2	153.4
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)	33.3	35.5	36.0	32.6	31.9	30.8	22.2	22.8
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.9)	(3.0)	(2.8)	(3.1)	(2.8)	(2.7)	(3.1)	(2.9)
净债务/总权益 %	(89.6)	(99.0)	(107.6)	(104.5)	(95.8)	(90.1)	(81.9)	(79.0)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(47.5)	(54.0)	(84.3)	(73.7)	(87.4)	(95.7)	(96.9)	NM
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	140.2	181.7	152.9	106.4	92.5	80.1
资本支出/营业收入(%)	3.6	2.1	1.4	2.3	2.2	1.6	1.4	1.3
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.5	2.4	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	40.8	41.5	63.7	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	100,110	120,043	140,005	128,006	137,271	148,460	161,763	177,182
总计	100,110	120,043	140,005	128,006	137,271	148,460	161,763	177,182
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	7,404	10,610	16,203	16,152	19,345	22,446	18,760	21,627
总计	7,404	10,610	16,203	16,152	19,345	22,446	18,760	21,627

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+87.2%
预测股息收益率	6.7%
预测股票回报率	+93.9%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+85.3%

风险声明

线上销售占比快速上升，冲击公司原有销售渠道；智能家电等新品快速上市，市场变数增加；各企业销售目标较高，市场竞争加剧；房地产价格上涨，房地产调控政策加剧；铜和钢材等原材料价格上涨。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：廖 欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
格力电器 ¹³	000651.SZ	买入	不适用	Rmb19.50	2015 年 08 月 28 日

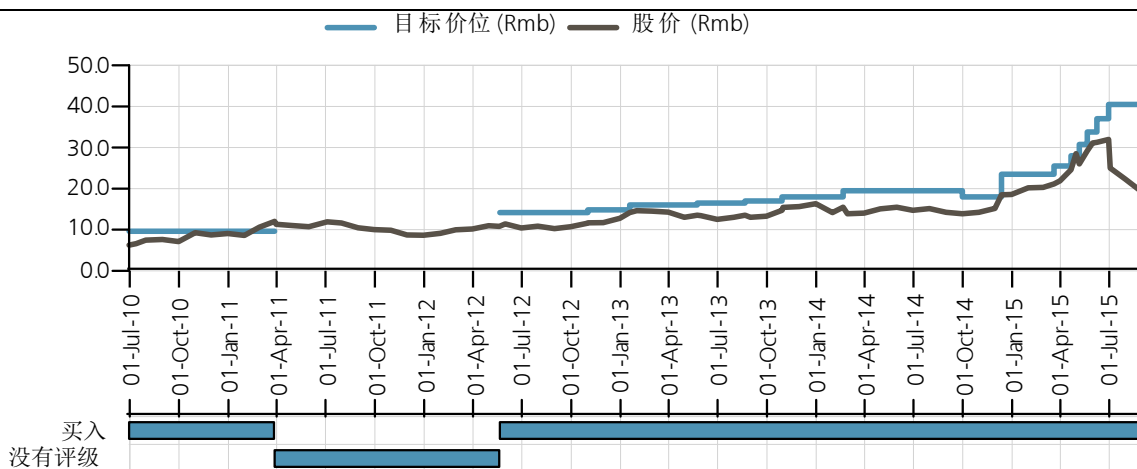
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

13. 截至上月末（如果该报告的日期为最近一个月月末后的 10 日之内的某一天，则为之前月的月末），UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券 1% 或更多的权益所有者。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

格力电器 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 8 月 28 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格仅作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他信息来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高层管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。

俄罗斯: 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所管理委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities

Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发(除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。**印度:** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM00010809; 以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html 由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

