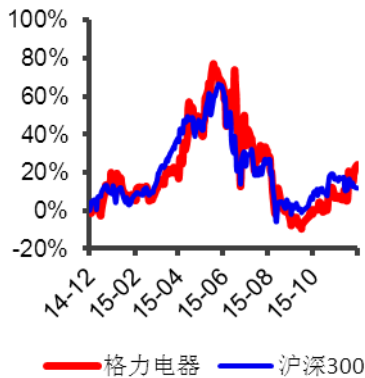


2015年12月13日

评级(首次/维持/下调/上调)

上调

最近52周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师: 钱建

执业证书编号: S05905101240001

电话: 0510-8283-2380

Email: QJ@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

## 格力电器(000651.SZ)与京东合作点评

- **事件:** 12月董明珠与刘强东的牵手广告片出现在央视、东方卫视、江西卫视和广东电视台,向公众展示了格力终于大手笔进军电商。资本市场对此反应积极,12月初以来,公司股价逆势上涨18%。

点评:

- **格力与电商的合作日益加深:** 董明珠在“双十一”期间就先后与马云、刘强东进行过会面,11月10日更是出现在京东11·11“京”喜夜的晚会现场。董明珠密集会晤电商巨头意味着格力日益重视电商。格力与京东在双十二期间还展开实质性的行动,在京东商城的格力旗舰店货架上,创新推出格力、TOSOT、晶弘三大品牌的多系列产品,包括品圆变频挂机、Q铂变频柜机、i酷变频柜机、TOSOT电饭煲、电暖器、电风扇、晶弘多系列冰箱等产品,并大幅让利于消费者。
- **格力与电商的深度合作是商业渠道时代变迁逼迫使然:** 2015年上半年,全国网上零售额同比增长达到39.1%,而家电网购市场规模达到1361亿元,同比增长64%,高出全国网上零售平均增速25个百分点。但整体家电的销量增速今年多数是下滑的,这说明线下渠道的销量正处于持续滑坡中。无视这一商业渠道的时代变迁将不可避免的失去市场。在我国1361亿元B2C家电网购市场(含移动终端)规模背后,大家电359亿元(平板电视151亿元、空调95亿元、冰箱64亿元、洗衣机49亿元),同比增56%;小家电约252亿元,同比增57%;家电网购市场规模在整体家电消费中占到16%,远高于社会其他消费产品。像洗衣机今年上半年线上零售量占整体零售水平的20.4%,平板电视则达到了24%。在消费者购买电器渠道大变革的这一背景下,电器厂商只有顺应变化做出渠道调整,才能保住市场份额。
- **格力与京东的合作在一定程度上是对行业龙头美的的追赶与学习:** 在今年家电行业整体不振的背景下,美的取得了超越同业的增长,

其最大增量还是来自于电商渠道的贡献。从绝对额看，美的成为第一家电商销售额超百亿的厂商；从市场份额看，美的旗下洗衣机等品类电商销售额已经超过总额的 20%；从合作深度看，美的与京东实现了电子数据交换的深度协同，完成了从销售计划到订单预测以及订单补货的深度对接，建立起了深度协同型供应链。格力从中看到了合作的机遇也体会到了拒绝合作的后果，因此立即作出了渠道战略的调整，转而向美的学习其重视电商合作的办法，这种及时调整和善于学习体现了格力作为一家优秀企业的基因仍在。

➤ **格力与京东的合作加深也有利于提高电商渠道商品品质，改善一般社会舆论对电商商品品质不高的印象，是一个双赢之举。**格力是“中国制造 2025”计划的核心企业，多年来坚持自主研发、追求技术创新和产品品质，产品远销全球 160 多个国家和地区，全球用户超过 3 亿；京东作为中国最大的自营式电商企业，“正品”是其一直强调的企业形象。双飞的合作能走到企业一把手一起合拍广告的程度说明双方的合作是双赢。

➤ **格力与京东的合作有利于格力保住自己的市场份额甚而扩大自身的市场半径。**伴随着越来越多“京东帮”服务店和淘宝服务部的诞生，电商正日益扩张其市场半径，格力可借此进一步扩大产品到达范围。

➤ **格力与京东的合作还有利于格力吸收互联网企业的现代基因对传统制造业进行互联网化的改造：**京东除了电商外，在物流、金融、线上营销、大数据等方面也有一定基础，这些优势如能用于对制造企业的改造，将促进格力更适应互联网化的商业时代的挑战，更加体现格力优势制造的价值。

➤ **格力在继续保持技术优势和品牌优势的基础上，有望借助与电商渠道的深度合作力保市场优势：**格力拥有中国制冷行业唯一的国家节能环保制冷设备工程技术研究中心，承担了多项国家“863”科技计划和国家火炬计划等项目，取得了一大批重大科技成果。其中高效直流变频离心机组、超低温多联中央空调、新型高效离心式冷水机组、超高效定频压缩机、1 赫兹低频技术、R290 环保冷媒技术等多项技术达到“国际领先”水平；高性能半封闭双螺杆制冷压缩机、模块化双机并联磁悬浮直流变频离心式水冷冷水机组、热回收数码多联空调机组等多项技术达到“国际先进”水平。这些标志着格力电器在家用空调、中央空调核心科技的研发上，已经站在了国际空调行业发展的前沿，成为行业的领导者。格力”品牌已经发展成为中国家电行业的民族品牌，成为全球空调行业的标志性品牌。格力电器的家用空调占有率高达近 40%、中央空调市场占有率达到 18%，都是行业第一，尤其是中央空调后来居上超过大金等外资品牌，显示了格力强大的技术实力和市场拓展力。这些优势与电商渠道优势的相结合相信会有助于格力确立市场优势。

➤ **公司尽管今年营业收入出现下滑，但盈利能力仍然处于 A 股市场的第一梯队：**公司 2015 年 1-3 季度实现营收 815.23 亿元，同比下滑 17.16%；实现净利润 99.5 亿元，同比增长 1.27%。其中 3 季度营收下滑幅度达 22.52%。营收大幅下滑是因为空调行业今年全国零售量同比降低 5.0%。不过公司盈利情况仍保持良好，尽管公司今年降价促销力度很大，但通过期间费用率 4.4 个点的下降，公司毛利率仅下降 2.7 个点至 33.87%，净利率为 11.89%，仍是行业内首屈一指的毛利水准。从市场份额看，公司今年内销与出口的市场份额分别为 40.9% 和 20.6%，仍保持行业第一。

➤ **未来展望与盈利预测：**消费升级和渠道转型继续成为推动家电业发展的主要动力，“高、大、上”将成为家电市场的消费趋势，创新性的产品将继续为家电业开辟更为广阔的市场；智能化、空气净化、节能等成为空调的发展趋势，互联网销售的发展和城镇化进程的推进也将为行业带来新的市场机遇。格力在今年春季广交会上推出的光伏直驱变频离心机、光伏直驱变频多联机、全能王系列、玫瑰系列为代表的新型空调产品大受欢迎，在机器人、热泵热水器、空气净化器、净水机、生活家电的布局也将开花结果。因此，预计公司在经过今年营收的大幅下滑后，明后 2 年有望在电商渠道的深度介入推动下逐步度过调整期。预计公司 2015、2016 年可实现净利润为 143 亿元、144 亿元，EPS 为 2.38 元、2.39 元，P/E 在 9 倍以下，公司当前股息率超 7%，在未来市场更重视风险预防和市场偏向转向后，作为绩优股代表的格力电器有望获得市场更多的关注，给予“推荐”评级。

➤ **风险因素：**行业竞争激烈；销售滑坡超预期。

**二、研究报告尾页三表输出表**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	36801.08	53739.24	81837.85	80329.54	107343.03	营业收入	118627.95	137750.36	117087.80	117087.80	120600.44
应收账款+票据	48492.94	53522.52	33333.85	53522.52	35916.71	营业成本	80385.94	88022.13	77277.95	78448.83	82008.30
预付账款	1498.65	1591.49	1121.46	1632.59	1246.42	营业税金及附加	956.17	1362.42	1158.06	1158.06	1192.80
存货	13122.73	8599.10	10471.32	8888.04	11349.71	营业费用	22508.93	28890.00	19904.93	19904.93	20502.07
其他	100.85	558.38	558.38	558.38	558.38	管理费用	5089.57	4818.17	4683.51	4683.51	4824.02
<b>流动资产合计</b>	<b>101262.36</b>	<b>118010.72</b>	<b>127322.85</b>	<b>144931.08</b>	<b>156414.24</b>	财务费用	-137.31	-942.24	-1442.77	-2657.43	-3117.71
长期股权投资	97.57	92.21	92.21	92.21	92.21	资产减值损失	192.39	398.42	218.78	218.78	218.78
固定资产	14040.43	14947.00	14536.88	12872.42	11207.96	公允价值变动收益	990.56	-1381.55	0.00	0.00	0.00
在建工程	1861.68	1254.35	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.86	-3.60	33.00	38.00	44.00
无形资产	2370.18	2480.29	2425.71	2371.12	2316.53	其他	922.89	1544.95	1010.27	1010.27	1010.27
其他非流动资产	5917.11	9120.65	9061.47	9002.28	8943.10	<b>营业利润</b>	<b>11548.56</b>	<b>15361.26</b>	<b>16330.62</b>	<b>16379.39</b>	<b>16026.44</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>24286.97</b>	<b>27894.51</b>	<b>26116.27</b>	<b>24338.04</b>	<b>22559.80</b>	营业外净收益	1343.36	1391.17	663.20	663.20	663.20
<b>资产总计</b>	<b>125549.33</b>	<b>145905.22</b>	<b>153439.12</b>	<b>169269.11</b>	<b>178974.05</b>	<b>利润总额</b>	<b>12891.92</b>	<b>16752.43</b>	<b>16993.82</b>	<b>17042.60</b>	<b>16689.64</b>
短期借款	3316.97	3578.77	3590.77	3608.77	3629.77	所得税	1956.17	2499.48	2544.12	2550.69	2496.85
应付账款+票据	35664.70	33666.92	27201.93	34589.17	30005.59	<b>净利润</b>	<b>10935.76</b>	<b>14252.95</b>	<b>14449.70</b>	<b>14491.91</b>	<b>14192.80</b>
其他	49685.71	61030.87	63827.46	61030.87	64297.02	少数股东损益	65.08	97.79	99.14	99.43	97.37
<b>流动负债合计</b>	<b>88667.38</b>	<b>98276.56</b>	<b>94620.17</b>	<b>99228.82</b>	<b>97932.38</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10870.67</b>	<b>14155.17</b>	<b>14350.56</b>	<b>14392.48</b>	<b>14095.42</b>
长期带息负债	1375.35	2258.97	2258.97	2258.97	2258.97						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	39.92	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1415.27</b>	<b>2258.97</b>	<b>2258.97</b>	<b>2258.97</b>	<b>2258.97</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>90082.65</b>	<b>100535.53</b>	<b>96879.14</b>	<b>101487.79</b>	<b>100191.35</b>	营业收入	19.44%	16.12%	-15.00%	0.00%	3.00%
少数股东权益	883.87	978.80	1077.93	1177.36	1274.74	EBIT	48.87%	28.06%	-2.42%	-7.59%	-5.73%
股本	3007.87	3007.87	3007.87	3007.87	3007.87	EBITDA	46.42%	26.44%	-1.04%	-6.89%	-5.17%
资本公积	3176.11	3191.27	3191.27	3191.27	3191.27	归属于母公司净利润	47.31%	30.21%	1.38%	0.29%	-2.06%
留存收益	28398.83	37953.52	48480.96	59039.15	69379.42	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>35466.68</b>	<b>45131.45</b>	<b>55758.02</b>	<b>66415.64</b>	<b>76853.28</b>	毛利率	32.24%	36.10%	34.00%	33.00%	32.00%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>125549.33</b>	<b>145666.98</b>	<b>152637.16</b>	<b>167903.43</b>	<b>177044.64</b>	净利率	9.22%	10.35%	12.34%	12.38%	11.77%
						ROE	31.43%	32.06%	26.24%	22.06%	18.65%
						ROIC	30.48%	42.34%	29.47%	21.69%	16.97%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债率	71.75%	68.90%	63.14%	59.96%	55.98%
净利润	10935.76	14252.95	14449.70	14491.91	14192.80	流动比率	1.14	1.20	1.35	1.46	1.60
折旧摊销	1230.16	1356.86	1559.45	1559.45	1559.45	速动比率	0.99	1.11	1.23	1.37	1.48
财务费用	621.93	283.16	-1642.44	-2857.10	-3317.38	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为)	4047.69	4571.62	-1872.22	1583.27	-2461.67	应收账款周转率	2.46	2.59	3.55	2.20	3.39
营运资金变动	3946.75	1987.31	16990.30	-16109.15	16674.55	存货周转率	6.13	10.24	7.38	8.83	7.23
其它	-7812.45	-3512.74	218.78	218.78	218.78	总资产周转率	0.94	0.94	0.76	0.69	0.67
<b>经营活动现金流</b>	<b>12969.84</b>	<b>18939.17</b>	<b>29703.57</b>	<b>-1112.83</b>	<b>26866.54</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	2461.47	1777.31	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.81	2.35	2.39	2.39	2.34
长期投资	728.99	2454.84	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.16	3.15	4.94	-0.18	4.47
其他	1004.47	1370.01	563.72	563.72	563.72	每股净资产	5.75	7.34	9.09	10.84	12.56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2185.99</b>	<b>-2862.14</b>	<b>563.72</b>	<b>563.72</b>	<b>563.72</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-1245.94	2575.97	12.00	18.00	21.00	市盈率	11.81	9.07	8.95	8.92	9.11
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	3.71	2.91	2.35	1.97	1.70
其他	-1178.04	-4440.29	-2180.68	-977.19	-437.78	EV/EBITDA	4.67	3.65	3.70	3.98	4.20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2423.98</b>	<b>-1864.31</b>	<b>-2168.68</b>	<b>-959.19</b>	<b>-416.78</b>	EV/EBIT	5.14	3.97	4.07	4.42	4.69
<b>现金净增加额</b>	<b>7888.70</b>	<b>14247.29</b>	<b>28098.61</b>	<b>-1508.30</b>	<b>27013.48</b>						

**无锡**

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。