

格力电器 (000651) \

——格力电器进军新能源汽车点评

投资建议:

推荐

事件: 格力电器宣布收购珠海银隆新能源公司
投资要点:
摘要一

空调行业性下滑迫使公司开拓新战场

摘要二

珠海银隆新能源公司是公司进军新能源汽车千亿市场的跳板

摘要三

智能装备业也是公司未来增长点所在

摘要四

近期的房地产销售繁荣可望局部带热空调市场

风险提示

行业销售滑坡; 新业务拓展失利

基本数据

总股本/ (亿股)	5959.73	60.16
流通A 股市值 (亿元)		1148
每股净资产 (元)		7.47
资产负债率 (%)		73
一年内最高/最低 (元)	31.36、15.72	

一年内股价相对走势

钱建 分析师

执业证书编号: S05905101240001

电话: 85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建

电话: 85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	118,627.95	137,750.36	115,710.30	124,967.13	131,215.48
增长率 (%)	19.44%	16.12%	-16.00%	8.00%	5.00%
EBITDA (百万元)	13,514.31	17,088.16	15,381.74	15,139.49	14,447.48
净利润 (百万元)	10,870.67	14,155.17	13,050.15	13,754.35	13,935.68
增长率 (%)	47.31%	30.21%	-7.81%	5.40%	1.32%
EPS (元/股)	1.81	2.35	2.17	2.29	2.32
市盈率 (P/E)	10.64	8.17	8.86	8.41	8.30
市净率 (P/B)	3.34	2.62	2.15	1.81	1.56
EV/EBITDA	4.20	3.28	3.65	3.72	3.90

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	格力进军新能源汽车.....	3
1.1.	空调行业性下滑迫使格力寻找新战场.....	3
2.	格力空调重返苏宁.....	3
3.	高端装备制造业也是格力未来的增量选择之一.....	4
4.	近期的房地产销售繁荣可能会局部带动空调业销售回暖.....	4
5.	投资结论:.....	4

1. 格力进军新能源汽车

1.1. 空调行业性下滑迫使格力寻找新战场

➤ 2015 年空调市场下滑超预期

根据产业在线统计,2015 年生产家用空调 10385 万台,同比下降 12%;累计销售 10660 万台,同比下降 8.6%;累计出口 4373 万台,同比下降 6.2%;内销 6997 万台,同比下降 10.1%。进入 2016 年后,内销出货 282.31 万台,同比下滑 26.0%;出口 566.99 万台,同比增长 11.1%。按行业冷年惯例统计,下滑力度更大,2015 年 8 月-2016 年 1 月,家用空调内销累计出货只有 2202.77 万台,同比下滑 26.1%,是 2011 冷年以来最低水平。冷年累计出口 1719.60 万台,同比下滑 1.4%。且库存居高不下,到 2015 年底,库存合计约为 4396 万台,较 2014 年同期新增 319 万台。其中,工业库存 762 万台(截止到 2015 年 12 月底),同比减少 162 万台;渠道库存为 3635 万台,同比新增 481 万台。

高达 26.1%的冷年下滑幅度及 4396 万台的巨额库存预示着空调行业并不光明的未来,可以说整个行业面临着全线下滑的态势,作为曾经的市场份额最大者格力逃不过行业的大背景,去年前三季度格力电器营业收入 815.2 亿元,同比下跌 17.16%,净利润微增 1.27%至 99.5 亿。要发展就要有的市场。

➤ 格力电器拟发行股份收购珠海银隆新能源有限公司

根据公司公告及银隆网站介绍,珠海银隆涉及汽车制造、锂电池、锂离子材料、电源管理系统、储能等众多领域,涵盖新能源汽车全产业链。2015 年该公司新能源汽车销售订单 7000 辆,其中完成生产纯电动客车 3189 辆,纯电动客车年销量全国排行第七。该公司先后收购了珠海广通汽车、石家庄中博汽车等汽车制造企业。到 2015 年底,公司具备年产纯电动客车 3.3 万辆,运动型多功能电动车 10 万辆,电池 6.2 亿安培,钛酸锂电池原材料 5000 吨,储能 800MW 的生产能力。2015 年前三季度银隆新能源实现营收 9.4 亿元,净利润 7700 万元。

从珠海银隆的产业布局看,在新能源汽车领域是比较全面的上下游一体化,但从其最终完成汽车订单来看还是微不足道的,整个营收和利润规模相对于目前的格力电器而言也完全不成比例,例如其利润仅相当于格力去年 142 亿元利润的百分之一都不到。因此,短期内预期这一收购就给公司带来多大的财务增长是不现实的。但这可以为资本市场建立美好预期,有助于提高格力估值,并为格力增长空间留下余地。

2. 格力空调重返苏宁

空调行业性的大幅下滑也迫使格力电器与最大的空调零售渠道商苏宁电器和解,双方近期宣布格力电器重返苏宁。这一有利于格力空调的消费者可在苏宁店完成消费,二有利于苏宁留住零售客户;三有利于格力扩大销售,是多赢之举。这让格力在专卖店体系、国美大卖场、天猫、京东之外,又多了一个全国性大渠道。毕竟苏宁是 1 年营收达 1356.8 亿元,同比增长 24.56%,是空调厂商不可或缺的渠道。这一举措有

利于格力 2016 年去库存。

3. 高端装备制造业也是格力未来的增量选择之一

最近，格力电器大股东 格力集团在湖北武汉蔡甸区投资 50 亿元建设格力智能装备制造业产业园，这标志着格力集团正式进军高端装备制造业。该项目占地 1500 亩，建设周期 3 年，预计 2018 年建成投产。这表明格力目前在智能制造领域投入了大量精力，并且生产了从事各行业的机器人，预计未来机器人年销量能达到 5000 台。这预示着高端装备制造业也是格力未来的增量选择之一。

4. 近期的房地产销售繁荣可能会局部带动空调业销售回暖

2 月全国百城房价指数环比、同比均连续第七个月双涨。其中，北京、上海、深圳等一线城市房价更是出现“暴涨”，甚至一些二线城市也加入涨价行列。相比 2010 年至 2015 年 6 年间的同期水平，2016 年 2 月份 30 个城市新建商品住宅成交面积分别增长了 86.6%、14.6%、58.6%、18.9%、17.8%和 31.4%。今年 2 月份市场成交是近 7 年同期最好的水平。如果这些房产未来数年投入装修，将会显著带动空调销售。

5. 投资结论：

尽管空调业当前销售滑坡，但基于房地产销售回暖，及格力进军新能源汽车、机器人等新领域，且估值较低，我们仍给予“推荐”评级。

图表 1: 财务预测摘要

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	36,801.0	53,739.2	81,252.2	76,471.8	105,518.	营业收入	118,627.	137,750.	115,710.	124,967.	131,215.
应收账款+票据	48,492.9	53,522.5	32,320.9	60,329.1	36,915.4	营业成本	80,385.9	88,022.1	76,368.8	83,727.9	89,226.5
预付账款	1,498.65	1,591.49	1,089.54	1,849.84	1,282.58	营业税金及附加	956.17	1,362.42	1,144.44	1,235.99	1,297.79
存货	13,122.7	8,599.10	10,246.9	10,415.1	11,603.8	营业费用	22,508.9	28,890.0	21,087.8	22,774.8	23,913.6
其他	100.85	558.38	558.38	558.38	558.38	管理费用	5,089.57	4,818.17	4,578.99	4,945.30	5,192.57
流动资产合计	101,262.	118,010.	125,468.	149,624.	155,879.	财务费用	-137.31	-942.24	-1,437.2	-2,513.1	-3,418.9
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	14,040.4	14,947.0	14,536.8	12,872.4	11,207.9	公允价值变动	990.56	-1,381.5	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,861.68	1,254.35	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	2,370.18	2,480.29	2,425.71	2,371.12	2,316.53	其他	922.89	1,544.95	1,010.27	1,010.27	1,010.27
其他非流动资产	5,917.11	9,120.65	9,061.47	9,002.28	8,943.10	营业利润	11,548.5	15,361.2	14,792.0	15,625.6	15,839.4
非流动资产合计	24,286.9	27,894.5	26,116.2	24,338.0	22,559.8	营业外净收益	1,343.36	1,391.17	667.22	667.22	667.22
资产总计	125,549.	145,905.	151,584.	173,962.	178,438.	利润总额	12,891.9	16,752.4	15,459.2	16,292.8	16,506.6
短期借款	3,316.97	3,578.77	3,590.77	3,608.77	3,629.77	所得税	1,956.17	2,499.48	2,313.93	2,438.23	2,469.40
应付账款+票据	35,664.7	33,666.9	26,485.8	39,463.4	30,816.8	净利润	10,935.7	14,252.9	13,145.2	13,854.6	14,037.2
其他	49,685.7	61,030.8	63,643.3	62,268.3	64,478.5	少数股东损益	65.08	97.79	95.13	100.27	101.59
流动负债合计	88,667.3	98,276.5	93,719.9	105,340.	98,925.1	归属于母公司	10,870.6	14,155.1	13,050.1	13,754.3	13,935.6
长期带息负债	1,375.35	2,258.97	2,258.97	2,258.97	2,258.97	主要财务比					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
其他	39.92	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	1,415.27	2,258.97	2,258.97	2,258.97	2,258.97	营业收入	19.44%	16.12%	-16.00%	8.00%	5.00%
负债合计	90,082.6	100,535.	95,978.8	107,599.	101,184.	EBIT	48.87%	28.06%	-12.14%	-1.75%	-5.10%
少数股东权益	883.87	978.80	1,073.93	1,174.20	1,275.79	EBITDA	46.42%	26.44%	-9.99%	-1.57%	-4.57%
股本	3,007.87	3,007.87	3,007.87	3,007.87	3,007.87	归属于母公司	47.31%	30.21%	-7.81%	5.40%	1.32%
资本公积	3,176.11	3,191.27	3,191.27	3,191.27	3,191.27	获利能力					
留存收益	28,398.8	37,953.5	47,526.9	57,617.0	67,840.1	毛利率	32.24%	36.10%	34.00%	33.00%	32.00%
股东权益合计	35,466.6	45,131.4	54,800.0	64,990.3	75,315.0	净利率	9.22%	10.35%	11.36%	11.09%	10.70%
负债和股东权益	125,549.	145,666.	150,778.	172,589.	176,499.	ROE	31.43%	32.06%	24.29%	21.55%	18.82%
现金流量表						ROIC	30.48%	42.34%	26.40%	21.09%	16.69%
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
净利润	10,935.7	14,252.9	13,145.2	13,854.6	14,037.2	资产负债率	71.75%	68.90%	63.32%	61.85%	56.71%
折旧摊销	1,230.16	1,356.86	1,559.45	1,559.45	1,559.45	流动比率	1.14	1.20	1.34	1.42	1.58
财务费用	621.93	283.16	-1,636.9	-2,712.8	-3,618.6	速动比率	0.99	1.11	1.22	1.32	1.45
存货减少	4,047.69	4,571.62	-1,647.8	-168.21	-1,188.7	营运能力					
营运资金变动	3,946.75	1,987.31	17,134.8	-17,165.	17,544.6	应收账款周转	2.46	2.59	3.62	2.08	3.59
其它	-7,812.4	-3,512.7	218.78	218.78	218.78	存货周转率	6.13	10.24	7.45	8.04	7.69
经营活动现金流	12,969.8	18,939.1	28,773.5	-4,413.9	28,552.7	总资产周转率	0.94	0.94	0.76	0.72	0.74
资本支出	2,461.47	1,777.31	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	728.99	2,454.84	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.81	2.35	2.17	2.29	2.32
其他	1,004.47	1,370.01	567.14	567.14	567.14	每股经营现金	2.16	3.15	4.78	-0.73	4.75
投资活动现金流	-2,185.9	-2,862.1	567.14	567.14	567.14	每股净资产	5.75	7.34	8.93	10.61	12.31
债权融资	-1,245.9	2,575.97	12.00	18.00	21.00	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	10.64	8.17	8.86	8.41	8.30
其他	-1,178.0	-4,440.2	-1,839.7	-951.48	-93.96	市净率	3.34	2.62	2.15	1.81	1.56
筹资活动现金流	-2,423.9	-1,864.3	-1,827.7	-933.48	-72.96	EV/EBITDA	4.20	3.28	3.65	3.72	3.90
现金净增加额	7,888.70	14,247.2	27,512.9	-4,780.3	29,046.9	EV/EBIT	4.62	3.56	4.06	4.14	4.37

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064