

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级: 增持 维持评级

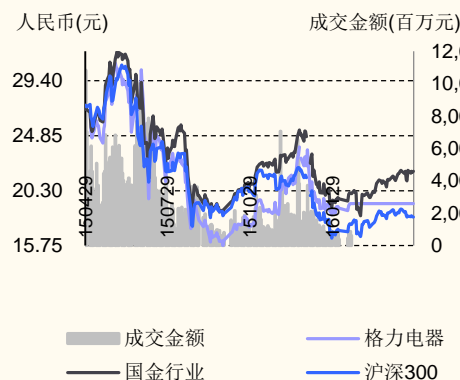
公司点评

市场价格 (人民币): 19.22 元
目标价格 (人民币): 20.20-20.40 元

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)	5,972.12
总市值(百万元)	115,622.35
年内股价最高最低(元)	30.86/15.75
沪深 300 指数	3160.58
深证成指	10149.91



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	4.192	1.723	2.038	2.452	2.953
每股净资产(元)	11.50	6.76	9.83	11.53	14.36
每股经营性现金流(元)	6.30	3.15	-9.00	2.23	2.77
市盈率(倍)	8.85	12.97	9.43	7.84	6.51
行业优化市盈率(倍)	22.16	29.47	25.92	25.92	25.92
净利润增长率(%)	26.76%	-17.80%	18.29%	20.28%	20.45%
净资产收益率(%)	36.46%	25.48%	20.74%	21.26%	20.57%
总股本(百万股)	3,007.87	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73

业绩简评

公司公告 2015 年度财务报告: 2015 年公司实现营业收入 977.45 亿, 同比下滑 29.04%; 其中, 四季度实现营收 162.22 亿, 同比下滑 58.76%。2015 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 125.32 亿, 同比下滑 11.46%; 其中, 四季度实现净利 25.80 亿, 同比下滑 40.39%; 全年实现 EPS2.08 元, 其中, 四季度实现 0.43 元。2015 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 15 元 (含税)。

经营分析

■ **去库存阶段, 出货端增速暂且平淡:** 2015 年整体空调行业运行较为不景气, 主要由于 14、15 年连续凉夏, 终端需求疲弱, 渠道库存高企, 终端价格战启动, 多重因素叠加。公司在整体行业运行不理想的情况下, 即使维持其市场占有率, 也难独善其身。15 年四季度及全年公司收入端情况也印证这一点。另一方面, 公司后期开始推行去库存战略, 使得很多终端需求来自库存, 而非出货端。因此, 去库存的举措, 在一定程度上影响了收入端。

■ **净利率水平处于历史高位, 盈利能力彰显:** 公司的净利润率由 2014 年的 10.18% 提升到 12.55%, 较上年提升了 2.37 个百分点, 盈利能力多年来列行业前茅。15 年净利润率的大幅提升, 主要来自于费用端的下滑。毛利率水平有所下降, 主要是因为较低毛利率的出口业务占比提升, 及前期价格战影响了出厂价, 进而影响了毛利率。

■ **最坏的时候已经过去, 静待探底回升:** 虽然 15 年四季度公司加大去库存力度, 从而影响了出货端情况, 进而影响公司收入端。但是现阶段跟踪分析 16 年一季度行业及公司运行情况, 我们认为, 各重要变量指标均有改善: 终端均价企稳回升, 上涨幅度可观 (每台机型 16 年以来涨幅高达 150-230 元); 终端需求小幅增长; 库存去除得利。去除天气因素, 现阶段空调行业的整体格局好于 15 年。一季度仍旧处于去库存阶段, 因此终端需求回暖暂且没有直接反映到出货端、公司收入端。静待渠道库存去除得利后, 终端需求直接拉到公司收入端增长。

相关报告

1. 《“调整年”基调奠定, 静待休整后成效显著》, 2015.11.3
2. 《格力电器公司研究简报》, 2015.7.27

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人
(8621)60230218
sunjj@gjzq.com.cn

盈利调整

- 考虑到当下空调行业整体情况以及公司发展战略，预计 16-18 年收入分别为 927.28、1026.78、1184.28 亿元，同比增速-5.10%、10.70%、15.30%，净利润 122.62、147.48、177.65 亿元，同比增速 18.29%，20.28%、20.45%。摊薄后 EPS 为 2.04、2.45、2.95 元。

投资建议

- 目前股价为 19.22 元，对应 16 年 PE9.43 倍。
基于对于公司今后发展展望，给予 16 年 9.9-10.0 倍市盈率，对应目标价区间为 20.20-20.40 元。维持“增持”评级。

图表 1: 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	2015	2016	2017E	2018E
空 调						
销售收入 (百万元)	88,886.09	105,487.90	83,717.93	84,990.44	93,489.49	107,512.91
增长率 (YOY)	18.86%	18.68%	-20.64%	8.00%	10.00%	15.00%
毛利率	27.53%	34.51%	39.80%	36.50%	38.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	64,415.75	69,084.03	53,581.50	53,968.93	57,963.48	66,658.00
增长率 (YOY)	5.67%	7.25%	-22.44%	10.61%	7.40%	15.00%
毛利 (百万元)	24,470.34	36,403.87	30,136.43	31,021.51	35,526.00	40,854.91
增长率 (YOY)	76.97%	48.77%	-17.22%	3.74%	14.52%	15.00%
占总销售额比重	97.41%	97.63%	95.21%	91.66%	91.05%	90.78%
占主营业务利润比重	98.38%	98.83%	98.70%	96.98%	96.71%	95.69%
小 家 电						
销售收入 (百万元)	1,452.99	1,617.93	1,522.67	1,926.18	2,215.10	2,547.37
增长率 (YOY)	12.51%	11.35%	-5.89%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	22.62%	19.86%	23.34%	20.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	1,124.32	1,296.61	1,209.46	1,540.94	1,705.63	1,961.47
增长率 (YOY)	3.33%	15.32%	-6.72%	20.26%	10.69%	15.00%
毛利 (百万元)	328.67	321.32	313.21	385.24	509.47	585.90
增长率 (YOY)	61.58%	-2.23%	-2.52%	-2.13%	32.25%	15.00%
占总销售额比重	1.59%	1.50%	1.73%	2.08%	2.16%	2.15%
占主营业务利润比重	1.32%	0.87%	1.03%	1.20%	1.39%	1.37%
所 有 其 他						
销售收入 (百万元)	909.17	947.02	2,690.36	5,811.18	6,973.41	8,368.10
增长率 (YOY)	34.00%	4.16%	184.09%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	8.25%	11.52%	15.22%	10.00%	10.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	834.16	837.92	2,606.39	5,230.06	6,276.07	7,112.88
增长率 (YOY)	35.86%	0.45%	211.05%	27.06%	20.00%	13.33%
毛利 (百万元)	75.01	109.10	83.97	581.12	697.34	1,255.21
增长率 (YOY)	16.29%	45.45%	-23.03%	-20.00%	20.00%	80.00%
占总销售额比重	1.00%	0.88%	3.06%	6.27%	6.79%	7.07%
占主营业务利润比重	0.30%	0.30%	0.28%	1.82%	1.90%	2.94%
销售总收入 (百万元)	91248.25	108052.85	87930.96	92727.80	102678.00	118428.38
销售总成本 (百万元)	66374.24	71218.56	57397.35	60739.93	65945.18	75732.36
毛利 (百万元)	24874.01	36834.29	30533.61	31987.86	36732.82	42696.02
平均毛利率	27.26%	34.09%	34.72%	34.50%	35.77%	36.05%

来源: 公司年报, 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	118,628	137,750	97,745	92,728	102,678	118,428	货币资金	28,944	38,542	88,820	34,437	44,260	61,474
增长率		16.1%	-29.0%	-5.1%	10.7%	15.3%	应收款项	36,057	48,493	18,013	29,556	32,728	37,748
主营业务成本	-80,386	-88,022	-66,017	-60,740	-65,945	-75,732	存货	17,235	13,123	9,474	10,417	11,310	12,989
%销售收入	67.8%	63.9%	67.5%	65.5%	64.2%	63.9%	其他流动资产	2,851	3,575	3,643	913	991	1,138
毛利	38,242	49,728	31,728	31,988	36,733	42,696	流动资产	85,088	103,733	119,949	75,323	89,288	113,348
%销售收入	32.2%	36.1%	32.5%	34.5%	35.8%	36.1%	%总资产	79.1%	77.6%	78.5%	76.6%	79.8%	83.7%
营业税金及附加	-956	-1,362	-752	-464	-513	-592	长期投资	2,880	5,972	3,292	3,293	3,292	3,292
%销售收入	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	15,005	15,902	17,499	17,144	16,820	16,299
营业费用	-22,509	-28,890	-15,506	-15,578	-15,402	-17,764	%总资产	13.9%	11.9%	11.5%	17.4%	15.0%	12.0%
%销售收入	19.0%	21.0%	15.9%	16.8%	15.0%	15.0%	无形资产	1,683	2,413	2,664	2,600	2,544	2,491
管理费用	-5,090	-4,818	-5,049	-5,564	-5,134	-5,329	非流动资产	22,479	29,970	32,876	23,038	22,658	22,084
%销售收入	4.3%	3.5%	5.2%	6.0%	5.0%	4.5%	%总资产	20.9%	22.4%	21.5%	23.4%	20.2%	16.3%
息税前利润 (EBIT)	9,687	14,658	10,421	10,382	15,684	19,010	资产总计	107,567	133,702	152,825	98,361	111,946	135,432
%销售收入	8.2%	10.6%	10.7%	11.2%	15.3%	16.1%	短期借款	6,034	4,240	8,680	0	0	0
财务费用	137	942	1,929	1,817	2,012	2,321	应付款项	52,720	52,445	42,449	33,398	36,308	42,127
%销售收入	-0.1%	-0.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	其他流动负债	20,076	39,806	59,732	4,779	5,181	5,850
资产减值损失	-192	-398	-86	-15	-2	-3	流动负债	78,830	96,491	110,862	38,176	41,489	47,977
公允价值变动收益	991	-1,382	-1,010	0	0	0	长期贷款	984	1,375	0	0	0	1
投资收益	717	724	97	88	88	88	其他长期负债	172	369	244	0	0	0
%税前利润	6.0%	4.8%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	负债	79,987	98,235	111,106	38,176	41,489	47,978
营业利润	11,340	14,544	11,350	12,273	17,783	21,417	普通股股东权益	26,743	34,583	40,674	59,126	69,384	86,367
营业利润率	9.6%	10.6%	11.6%	13.2%	17.3%	18.1%	少数股东权益	837	884	1,045	1,059	1,073	1,087
营业外收支	629	663	1,393	3	3	3	负债股东权益合计	107,567	133,702	152,825	98,361	111,946	135,432
税前利润	11,969	15,207	12,743	12,276	17,786	21,420	比率分析						
利润率	10.1%	11.0%	13.0%	13.2%	17.3%	18.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1,956	-2,499	-2,286	0	-3,024	-3,641	每股指标						
所得税率	16.3%	16.4%	17.9%	0.0%	17.0%	17.0%	每股收益	3.307	4.192	1.723	2.038	2.452	2.953
净利润	10,013	12,708	10,457	12,276	14,762	17,779	每股净资产	8.891	11.497	6.761	9.829	11.534	14.357
少数股东损益	65	98	91	14	14	14	每股经营现金净流	4.312	6.297	3.148	-9.002	2.230	2.773
归属于母公司的净利润	9,948	12,610	10,366	12,262	14,748	17,765	每股股利	0.500	0.300	0.500	0.130	0.130	0.130
净利率	8.4%	9.2%	10.6%	13.2%	14.4%	15.0%	回报率						
							净资产收益率	37.20%	36.46%	25.48%	20.74%	21.26%	20.57%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.25%	9.43%	6.78%	12.47%	13.17%	13.12%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	23.31%	29.58%	16.89%	17.25%	18.48%	18.04%
净利润	10,936	14,253	14,253	12,276	14,762	17,779	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	19.44%	16.12%	-29.04%	-5.13%	10.73%	15.34%
非现金支出	1,423	1,755	1,755	1,516	1,591	1,675	EBIT增长率	41.60%	51.31%	-28.91%	-0.37%	51.06%	21.21%
非经营收益	-3,677	-1,636	-1,636	6,611	-2,103	-2,412	净利润增长率	45.93%	26.76%	-17.80%	18.29%	20.28%	20.45%
营运资金变动	4,289	4,567	4,567	-74,557	-832	-360	总资产增长率	26.24%	24.30%	14.30%	-35.64%	13.81%	20.98%
经营活动现金净流	12,970	18,939	18,939	-54,155	13,418	16,681	资产管理能力						
资本开支	-2,460	-1,775	-1,775	-423	-1,206	-1,095	应收账款周转天数	4.2	4.4	8.8	6.0	6.0	6.0
投资	-377	-1,669	-1,669	-1	0	0	存货周转天数	78.9	62.9	62.5	62.6	62.6	62.6
其他	651	581	581	88	88	88	应付账款周转天数	87.0	103.9	144.4	116.0	116.0	118.0
投资活动现金净流	-2,186	-2,862	-2,862	-336	-1,118	-1,007	固定资产周转天数	39.1	37.2	57.6	59.0	51.5	42.4
股权募资	0	0	0	0	-3,707	0	偿债能力						
债权募资	-1,246	2,576	2,576	-8,680	0	1	净负债/股东权益	-80.45%	-96.35%	-192.09%	-57.22%	-62.82%	-70.29%
其他	-1,649	-4,406	-4,406	8,789	1,230	1,539	EBIT利息保障倍数	-70.5	-15.6	-5.4	-5.7	-7.8	-8.2
筹资活动现金净流	-2,895	-1,830	-1,830	108	-2,477	1,540	资产负债率	74.36%	73.47%	72.70%	38.81%	37.06%	35.43%
现金净流量	7,889	14,247	14,247	-54,383	9,823	17,214							

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	2014-08-26	买入	29.33	N/A
2	2014-09-01	买入	28.44	N/A
3	2014-10-31	买入	27.07	N/A
4	2015-01-20	买入	40.03	N/A
5	2015-07-27	增持	24.06	25.68~28.20
6	2015-11-03	增持	17.64	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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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