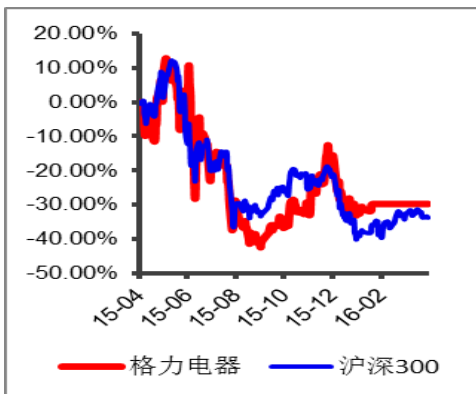


2016年4月29日

格力电器 (000651.SZ) 年报点评

评级: 谨慎推荐

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

联系人:

钱建

电话: 0510-82832380

Email: qj@glsc.com.cn

独立性申明

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。

事件: 公司发布 2015 年报, 全年实现营业总收入 977.45 亿元, 同比下滑 29.04%; 净利润为 125.32 亿元, 同比下滑 11.46%。EPS2.08 元, 每 10 股派现 15 元, 分红收益率 7.8%。

点评:

- **空调行业总量下滑制约公司发展:** 根据产业在线统计, 2015 年国内生产家用空调 10385 万台, 同比下降 12%; 累计销售 10660 万台, 同比下降 8.6%。最近的 2016 年 3 月分数据也仍不理想, 家用空调当月销售 1188.49 万台, 同比下滑 20.8%。其中, 内销出货 539.72 万台, 同比下滑 38.3%; 出口 648.77 万台, 同比增加 3.7%。尤其是内销出货的大幅下滑趋势未得扭转, 我们预计行业性的内销好转有赖于夏季高温季的到来及今年热销住房的装修季的到来, 而出口受近期东南亚高温的影响出现显著回升, 但尚难以完全对冲国内市场深度下滑的影响。格力电器作为国内空调市场份额最大者, 必然成为行业阵痛主要的承受者。从 2015 年报看, 空调仍占格力电器总营收的 85.65%, 空调营收同比下滑 29.48%, 公司其它部分营收过小, 也不足以如美的一样对冲空调下滑。且从公司空调毛利率同比下滑 3.6%至 32.46%来看, 公司显然采用了降价促销的销售策略, 不过效果并不显著。
- **盈利能力依然出色:** 公司年度销售毛利率 32.46%、净利率 12.9%, 显著高于海尔的 28%、6.6%, 美的的 25.8%、9.8%, 说明公司整体盈利能力在白电三大巨头中仍处于第一。同时, 公司销售费用率下降 4 个多点可能表明公司在调整销售政策, 对于线下渠道规模巨大的格力这一调整将是艰难的。

- 公司应对行业阵痛的措施之一：进军新领域。格力近几年以来，先后进入大松生活电器、手机、工业机器人等领域，最新的进展是收购珠海银隆进入新能源汽车领域。从措施看应该说从未停止过探索空调之外的领域，而且从空调出现行业性下滑看，公司的这种探索也是先见之明。如果说，公司前几年在空调业仍能取得增长的背景下探索更多的是一种尝试的话，那么在如今空调业明确下滑之时就需要对新领域有更大的决心和投入了。从格力电器拟发行股票收购珠海银隆新能源有限公司来看，公司未来新领域最大的宝是压在新能源汽车上。今年特斯拉 3 的超热预定说明这一市场前景广阔，格力电器的新能源汽车方向是正确的，下面就看能否走出如格力空调一样的成功之路。
- 公司应对行业阵痛的措施之二：进军新渠道。据中怡康数据 2015 年中国家电网购规模达到 3007 亿，而据工信部数据 2015 年家用电器行业主营业务收入 14083.9 亿元，即电商销售额占全行业的 21.3%，这一比例可能是各行业中占比最高的，说明家电销售正进入电商化时代，家电行业销售份额从线下销售渠道急剧向线上转移，任何忽视电商渠道的家电厂商都将失去市场。格力原先有布局最为完善的线下渠道，故原本对线上渠道有所忽视，现在也充分意识到电商渠道的重要性。以格力官方商城于 2014 年年底正式上线为标志，2015 年以来格力管理层加强了与京东、天猫、苏宁易购等电商渠道高管层的沟通，逐步补上迟到的一课，推动格力电商渠道销售。
- 公司应对行业阵痛的措施之三：产品高端化。健康、节能、智能、设计等构成空调消费者的核心诉求，格力围绕于此进行了产品高端化的尝试。格力依赖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，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、超高效率变频压缩机、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。这些技术成果为格力提升产品定位打下了基础。

➤ **盈利预测与建议：**在空调行业 1 季度内销继续大幅滑坡的背景下，我们预计公司 2016 年营收将继续下滑 6%左右，2017 年可望受益于滞后 1 年左右的房地产热潮而恢复增长，预估 2016 年 EPS1.8 元左右，当前股价的动态估值 10 倍左右，分红收益率 7.8%，建议作为高分红受益股对待。

➤ **风险因素：**行业竞争激烈；销售不达预期。

报表预测	利润表					财务分析和估值指标汇总				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	118627.95	137750.36	97745.14	91880.43	97393.25	收益率				
减：营业成本	80385.94	88022.13	66017.35	62478.69	66227.41	毛利率	0.32	0.36	0.32	0.32
营业税金及附加	956.17	1362.42	751.89	706.78	749.19	三费/销售收入	0.23	0.24	0.19	0.19
营业费用	22508.93	28890.00	15506.34	14575.96	15450.52	EBIT/销售收入	0.10	0.11	0.15	0.10
管理费用	5089.57	4818.17	5048.75	4745.82	5030.57	EBITDA/销售收入	0.11	0.12	0.16	0.10
财务费用	-137.31	-942.24	-1928.80	-1498.91	-1791.10	销售净利率	0.09	0.10	0.13	0.12
资产减值损失	192.39	398.42	86.32	0.00	0.00	资产获利率				
加：投资收益	717.34	724.36	96.65	0.00	0.00	ROE	0.31	0.32	0.26	0.19
公允价值变动	990.56	-1381.55	-1010.32	0.00	0.00	ROA	0.10	0.11	0.09	0.06
其他经营损益	922.89	1544.95	2166.56	0.00	0.00	ROIC	5.34	-6.85	-1.16	-0.19
营业利润	12263.04	16089.23	13516.18	10872.08	11726.66	增长率				
加：其他非经营损益	628.88	663.20	1393.24	0.00	0.00	销售收入增长率	0.19	0.16	-0.29	-0.06
利润总额	12891.92	16752.43	14909.42	10872.08	11726.66	EBIT 增长率	0.49	0.28	-0.10	-0.34
减：所得税	1956.17	2499.48	2285.69	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.46	0.26	-0.09	-0.38
净利润	10935.76	14252.95	12623.73	10872.08	11726.66	净利润增长率	0.47	0.30	-0.11	-0.14
减：少数股东损益	65.08	97.79	91.29	78.62	84.80	总资产增长率	0.21	0.16	0.07	-0.05
归属母公司股	10870.67	14155.17	12532.44	10793.46	11641.86	股东权益增长率	0.29	0.28	0.08	0.18
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	经营营运资本增长率	-0.37	-0.39	-1.36	0.61
货币资金	36801.08	53739.24	93591.06	54458.33	104750.51	资本结构				
应收和预付款	49991.59	55114.00	18860.96	50450.69	23019.66	资产负债率	0.72	0.69	0.68	0.60
存货	13122.73	8599.10	9473.94	8630.57	10560.21	投资资本/总资产	-0.02	-0.07	-0.31	-0.05
其他流动资产	1346.96	558.38	2684.83	2684.83	2684.83	带息债务/总负债	0.05	0.06	0.06	0.00
长期股权投资	97.57	92.21	95.46	95.46	95.46	流动比率	1.14	1.20	1.17	1.30
投资性房地产	503.06	507.90	491.54	491.54	491.54	速动比率	0.99	1.11	1.05	1.17
固定资产和在建工程	15902.11	16201.35	17498.66	17294.18	17089.69	股利支付率	0.28	0.32	0.00	0.20
无形资产和开发支出	2370.18	2480.29	2656.14	2656.14	2656.14	收益留存率	0.72	0.68	1.00	0.80
其他非流动资产	5414.05	8612.75	11242.52	11238.43	11234.34	资产管理效率				
资产总计	125549.33	145905.22	156595.13	148000.18	172582.39	总资产周转率	0.94	0.94	0.62	0.62
短期借款	3316.97	3578.77	6276.66	0.00	0.00	固定资产周转率	8.45	9.22	6.32	5.31
应付和预收款	52444.92	42641.02	42449.10	31400.99	46567.20	应收账款周转率	2.46	2.59	5.50	1.89
长期借款	1375.35	2258.97	0.00	0.00	0.00	存货周转率	6.13	10.24	6.97	7.24
其他负债	32945.42	52056.77	57986.21	57986.21	57986.21	业绩和估值指标	2013A	2014A	2015A	2016E
负债合计	90082.65	100535.53	106711.97	89387.20	104553.41	EBIT	12284.15	15731.30	14223.52	9373.17
股东权益合计	35466.68	45131.45	48566.61	57296.43	66712.44	EBITDA	13514.31	17088.16	15541.25	9581.75
负债和股东权益	125549.33	145666.98	155278.58	146683.63	171265.85	NOPLAT	8894.04	14202.82	11554.91	9373.17
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	净利润	10870.67	14155.17	12532.44	10793.46
经营性现金净	13440.30	19018.05	43135.48	-32212.72	50811.73	EPS	1.81	2.35	2.08	1.79
投资性现金净	-2185.99	-2862.14	-4713.15	0.00	0.00	BPS	5.75	7.34	7.90	9.34
筹资性现金净	-2423.98	-1864.31	-7683.02	-6920.01	-519.55	PE	10.64	8.17	9.23	10.71
现金流量净额	8359.16	14326.18	32615.65	-39132.74	50292.18	PB	3.34	2.62	2.43	2.06

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

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%
	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
	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

免责声明：

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。