

格力电器 (000651)

买入 (维持)

新冷年经销商打款情况良好

——格力电器 2014 年三季度报点评

市场数据

报告日期	2014-10-30
收盘价(元)	27.07
总股本(百万股)	3007.87
流通股本(百万股)	2986.21
总市值(百万元)	81422.92
流通市值(百万元)	80836.75
净资产(百万元)	39838.64
总资产(百万元)	159503.88
每股净资产	13.24

相关报告

《收入平稳中不乏亮点,盈利优异表现持续——格力电器 2014 年半年报点评》2014-08-26

《小步快跑,期待旺季表现——格力电器 2014 年一季报点评》2014-04-29

《格力,其实可以更美——格力电器 2013 年年报点评》2014-04-25

分析师:

奚晨弗

xichf@xyzq.com.cn

S0190514070006

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	120043	132001	145201	161173
同比增长(%)	19.9%	11.3%	10.0%	11.0%
净利润(百万元)	10871	13513	16229	18712
同比增长(%)	47.3%	24.3%	20.1%	15.3%
毛利率(%)	32.2%	34.7%	35.6%	36.0%
净利润率(%)	9.2%	10.9%	11.7%	12.0%
净资产收益率(%)	31.4%	31.5%	30.9%	29.6%
每股收益(元)	3.61	4.50	5.40	6.23
每股经营现金流(元)	4.31	6.36	4.54	5.62

投资要点

格力电器公布 2014 年三季度报,报告期内公司实现营业收入 984.10 亿元,同比增长 12.1%,实现归属上市公司股东净利润 98.28 亿元,合 EPS 3.27 元,同比增长 29.7%。

三季度,公司实现营业收入 405.44 亿元,同比增长 16.1%,实现归属于上市公司股东净利润 41.09 亿元,合 EPS 1.37 元,同比增长 15.3%。

点评:

● 收入增速超预期

三季度,公司实现收入 405.44 亿元,同比增长 16.1%,超出我们的预期。

- ✓ 三季度,营收+预收环比增额为 547 亿元,同比增约 11.5%,经销商打款情况良好;
- ✓ 收入增速超出成本增速 10.7 个百分点,产品结构变化仍是推动收入增长的重要因素。

● 盈利能力维持高位水平

- ✓ 三季度公司毛利率为 38.86%,同比提升 6.22 个百分点。由于内外销、产品结构区别,公司下半年的毛利率都会高于上半年。相应,环比或者与 2013 年四季度对比,三季度毛利率整体来看是维持在高位。
- ✓ 三季度销售费用率高达 25.31%,其他流动负债环比增加约 70 个亿。充分费用计提下,三季度利润增速小于收入增速,为 2012 年以来首次。今年中秋、国庆公司积极推动价格战,充足费用计提可以看做是预先做储备。
- ✓ 三季度公司净利率 10.19%,维持去年“酷热”以来的高位盈利水平。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

表 3、公司分季度利润表

(亿元)	13-1Q	13-2Q	13-3Q	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	13 前三 季度	14 前三 季度	点评
营业收入	220.99	307.97	349.15	308.17	246.67	331.99	405.44	878.11	984.10	收入增速超预期
YOY	10.6%	10.2%	21.8%	35.6%	11.6%	7.8%	16.1%	14.6%	12.1%	
营业成本	155.52	227.42	235.20	185.72	160.33	226.19	247.88	618.14	634.41	
YOY	0.4%	5.9%	14.1%	18.9%	3.1%	-0.5%	5.4%	0.4%	5.9%	
毛利	65.47	80.55	113.95	122.45	86.34	105.80	157.56	259.97	349.69	毛利率维持高位，同比继续大幅提升
YOY	45.7%	24.7%	41.6%	72.3%	31.9%	31.4%	38.3%	36.8%	34.5%	
毛利率	29.63%	26.16%	32.64%	39.73%	35.00%	31.87%	38.86%	29.61%	35.53%	
销售费用	44.82	39.65	63.79	76.83	42.34	56.60	102.60	148.25	201.53	销售费用计提稳健
销售费用率	20.28%	12.87%	18.27%	24.93%	16.93%	17.05%	25.31%	16.88%	20.48%	
管理费用	8.92	11.50	14.11	16.37	10.69	12.71	13.99	34.53	37.39	
管理费用率	4.04%	3.73%	4.04%	5.31%	4.27%	3.83%	3.45%	3.93%	3.80%	
财务费用	-0.98	0.39	-0.76	-0.02	-4.01	-2.71	-2.21	-1.35	-8.93	
财务费用率	-0.44%	0.13%	-0.22%	-0.01%	-1.60%	-0.82%	-0.55%	-0.15%	-0.91%	
资产减值	0.63	1.06	-0.11	0.34	0.64	1.27	-1.23	1.58	0.68	人民币由贬转升
公允价值变动	1.68	2.73	1.47	4.03	-11.33	-1.50	1.54	5.88	-11.29	
投资收益	0.72	1.23	3.20	2.02	2.43	0.83	1.96	5.14	5.22	
营业利润	14.83	32.29	41.41	34.10	28.32	39.75	49.06	88.52	117.14	维持在高位水平，创新高
YOY	9.4%	69.1%	71.7%	45.1%	91.0%	23.1%	18.5%	56.0%	32.3%	
营业利润率	6.71%	10.48%	11.86%	11.07%	11.48%	11.97%	12.10%	10.08%	11.90%	
营业外收入	1.48	1.73	1.30	2.33	0.61	1.24	0.49	4.51	2.33	
营业外支出	0.34	0.17	0.01	0.03	0.09	0.01	0.06	0.53	0.16	
利润总额	15.97	33.85	42.68	36.42	28.85	40.97	49.49	92.50	119.31	
YOY	10.2%	72.4%	44.2%	52.3%	80.7%	21.0%	16.0%	45.2%	29.0%	
所得税费用	2.52	6.85	6.76	3.43	6.09	6.00	8.16	16.13	20.25	
所得税率	15.8%	20.24%	15.8%	9.4%	21.13%	14.63%	16.49%	17.44%	16.97%	
净利润	13.44	27.01	35.92	32.99	22.75	34.98	41.32	76.37	99.05	
YOY	12.8%	57.9%	44.7%	60.1%	69.3%	29.5%	15.0%	41.8%	29.7%	
净利润率	6.08%	8.77%	10.29%	10.71%	9.22%	10.54%	10.19%	8.70%	10.07%	
少数股东损益	0.09	0.21	0.28	0.07	0.21	0.34	0.23	0.58	0.78	
归属于母公司 净利润	13.35	26.80	35.63	32.92	22.55	34.63	41.09	75.79	98.28	
YOY	13.7%	57.9%	44.8%	60.8%	68.9%	29.2%	15.3%	42.1%	29.7%	
EPS(元)	0.44	0.89	1.18	1.09	0.75	1.15	1.37	2.52	3.27	

来源：公司资料，兴业证券研究所

表 4、公司分季度资产负债表

(亿元)	2013 一 季度末	2013 二 季度末	2013 三 季度末	2013 四 季度末	2014 一 季度末	2014 二 季度末	2014 三 季度末	点评
货币资金	468.75	440.24	442.15	385.42	609.54	577.98	582.91	经销商借债进货
交易性金融资产	7.29	6.99	8.47	12.46	1.33	1.20	2.70	
应收票据	196.88	166.53	410.52	462.97	244.97	199.24	503.42	
应收账款	22.87	36.51	20.86	18.49	27.94	51.04	25.16	
预付款项	27.87	22.15	20.05	14.99	21.99	18.34	25.42	
存货	149.00	144.91	93.90	131.23	134.55	124.87	108.32	存货稳健，去年畅销下基数较低
流动资产合计	884.57	832.45	1006.60	1037.33	1054.07	986.27	1263.65	

表 4、公司分季度资产负债表

(亿元)	2013 一 季度末	2013 二 季度末	2013 三 季度末	2013 四 季度末	2014 一 季度末	2014 二 季度末	2014 三 季度末	点评
固定资产	129.90	134.82	136.63	140.34	140.33	144.41	144.63	环比增加源自预提费用增加
在建工程	24.94	21.09	20.11	18.62	18.63	15.61	16.19	
无形资产	21.64	22.63	22.51	23.70	24.01	24.48	24.94	
递延所得税资产	34.23	43.95	49.58	56.83	68.39	67.09	75.70	
非流动资产合计	246.67	271.64	288.25	299.70	312.97	315.79	331.39	
资产总计	1131.24	1104.08	1294.86	1337.02	1367.04	1302.06	1595.04	
短期借款	43.41	33.41	33.45	33.17	28.43	51.51	45.38	同比下降 同比增加 增值税、所得税增加 返利/安装维修费继续计提充分
应付票据	81.34	92.59	92.73	82.30	95.63	95.94	77.43	
应付账款	217.50	241.69	249.86	274.34	248.59	268.39	293.59	
预收款项	182.02	72.01	208.21	119.86	115.40	21.43	162.54	
应付职工薪酬	10.61	9.65	10.63	16.40	15.79	10.55	13.22	
应交税费	27.68	22.55	38.57	61.57	64.21	36.14	69.80	
其他流动负债	188.56	204.45	244.08	309.16	333.47	365.52	436.13	
流动负债合计	828.01	803.81	958.69	964.91	975.33	910.68	1160.31	

来源：公司资料，兴业证券研究所

盈利预测及投资建议：考虑到公司在利润释放上趋于谨慎，我们下调 2014 年盈利预测至 4.50 元，目前股价对应 PE 为 6 倍。我们认为公司当前的估值，已经对行业需求短期调整，行业竞争环比加剧等因素充分反映。但不应忽视的是空调行业仍存在增长空间，且公司竞争优势仍存，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：行业销量大幅下滑、行业竞争加剧

附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	103733	120443	131638	148691
货币资金	38542	49783	54214	61565
交易性金融资产	1246	0	0	0
应收账款	1849	1975	2212	2494
其他应收款	346	479	478	548
存货	13123	17200	18187	20050
非流动资产	29970	24450	27737	28439
可供出售金融资产	806	800	800	800
长期股权投资	98	59	66	69
投资性房地产	503	354	379	391
固定资产	14034	15505	16049	16225
在建工程	1862	797	477	382
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2370	2812	3332	3827
资产总计	133702	144893	159375	177131
流动负债	96491	98486	103506	109830
短期借款	3317	500	200	0
应付票据	8230	9634	10176	11416
应付账款	27434	26473	29980	33539
其他	57510	61878	63151	64875
非流动负债	1744	600	-176	-170
长期借款	1375	375	-425	-425
其他	369	225	249	254
负债合计	98235	99086	103330	109660
股本	3008	3008	3008	3008
资本公积	3176	3176	3176	3176
未分配利润	25396	34656	44145	54792
少数股东权益	884	998	1125	1270
股东权益合计	35467	45806	56045	67471
负债及权益合计	133702	144893	159375	177131

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	10871	14136	16979	19570
折旧和摊销	1146	1282	1464	1604
资产减值准备	192	-1	40	56
无形资产摊销	84	82	85	84
公允价值变动损失	-991	600	200	200
财务费用	622	-1054	-1194	-1335
投资损失	-717	-300	0	0
少数股东损益	65	114	127	145
营运资金的变动	7994	1658	1455	3202
经营活动产生现金流量	12970	19116	13643	16900
投资活动产生现金流量	-2186	350	-2238	-2194
融资活动产生现金流量	-2424	-8224	-6974	-7355
现金净变动	7889	11241	4431	7351
现金的期初余额	21370	38542	49783	54214
现金的期末余额	29259	49783	54214	61565

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	120043	132001	145201	161173
营业成本	80386	84823	93274	104282
营业税金及附加	956	947	1037	1162
销售费用	22509	23940	25998	29248
管理费用	5090	5456	6011	6762
财务费用	-137	-1054	-1194	-1335
资产减值损失	192	93	99	104
公允价值变动	991	600	200	200
投资收益	717	300	0	0
营业利润	12263	16593	19810	22917
营业外收入	684	600	600	600
营业外支出	55	46	45	47
利润总额	12892	17147	20365	23470
所得税	1956	2898	3258	3755
净利润	10936	14249	17106	19715
少数股东损益	65	114	127	145
归属母公司净利润	10871	14136	16979	19570
EPS(元)	3.61	4.50	5.40	6.23

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.9%	11.3%	10.0%	11.0%
营业利润增长率	47.3%	24.3%	20.1%	15.3%
净利润增长率	47.3%	24.3%	20.1%	15.3%
盈利能力(%)				
毛利率	32.2%	34.7%	35.6%	36.0%
净利率	9.16%	10.88%	11.72%	12.01%
ROE	31.4%	31.5%	30.9%	29.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	73.5%	68.4%	64.8%	61.9%
流动比率	1.08	1.22	1.27	1.35
速动比率	0.94	1.05	1.09	1.17
营运能力(次)				
资产周转率	0.98	0.93	0.95	0.97
应收帐款周转率	66.11	62.65	63.92	63.98
每股资料(元)				
每股收益	3.61	4.70	5.64	6.51
每股经营现金	4.31	6.36	4.54	5.62
每股净资产	11.50	14.90	18.26	22.01
估值比率(倍)				
PE	8.1	6.0	5.0	4.3
PB	2.6	2.0	1.6	1.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。