



家用电器业/可选消费品

格力电器 (000651)

## 三大动力驱动估值持续修复

范杨 (分析师)

021-38675923

fanyang@gtjas.com

证书编号 S0880513070007

### 本报告导读:

我们认为地产复苏、原材料价格持续下跌、人民币汇率贬值对公司收入和盈利能力增长都构成利好, 公司估值将持续修复。上调目标价至 57 元, 增持。

### 投资要点:

维持盈利预测, 上调目标价至 57 元, 建议“增持”

我们维持公司 2014/15 年收入预测 1379/1483 亿, EPS 预测 4.49/5.18 元不变, 但是在三大驱动力作用下, 公司需求端改善, 成本持续下降, 未来成长性和盈利能力有望持续加强, 推动估值持续修复。我们上调公司目标价至 57 元 (原 40.43 元, +41%), 对应 2015 年 11x PE 估值。建议“增持”。

### 地产复苏推动需求预期改善

从 2014 年 6 月开始, 我国商品房成交面积开始企稳, 同比降幅不断收窄, 11 月开始同比正增长, 12 月同比增幅则达到 28%, 2015 年 1 月首周增速 17%。复苏趋势得到确认。地产成交活跃将直接利于空调产品需求改善, 这一影响一般滞后 6-12 个月。与此相对照的是, 2014 年 1 月地产数据大幅下滑的同时, 格力电器股价开始下跌, 此后公司 2014 年 PE 估值一度下降至 5.x 倍。我们认为, 随着地产的持续复苏, 格力估值也会持续修复。

### 原材料价格持续下降, 盈利能力仍有上升空间

占空调成本 9 成的铜、铁、塑料等原材料价格持续下跌, 这一趋势在原油价格大幅受挫的情况下进一步加强。我们认为, 在格力电器持续通过降价促销扩大市场份额, 拉动收入增速的同时, 其盈利能力仍有望稳中略升。

### 人民币汇率贬值推动出口复苏

人民币呈现持续贬值趋势, 这一趋势有利于公司出口复苏。2013-2014 年, 公司因美国除湿机召回等问题, 出口增长乏力, 这一趋势在 2014 年下半年开始扭转, 且有望在 2015 年持续。

风险: 终端需求增长乏力, 竞争加剧导致库存上升。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	100,110	120,043	137,925	148,266	157,532
(+/-)%	20%	20%	15%	7%	6%
经营利润 (EBIT)	7,404	10,610	14,772	16,971	18,703
(+/-)%	83%	43%	39%	15%	10%
净利润	7,380	10,871	13,513	15,579	16,955
(+/-)%	41%	47%	24%	15%	9%
每股净收益 (元)	2.45	3.61	4.49	5.18	5.64
每股股利 (元)	1.00	1.50	1.80	2.07	2.25
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	7.4%	8.8%	10.7%	11.4%	11.9%
净资产收益率 (%)	27.6%	31.4%	31.0%	29.0%	26.3%
投入资本回报率 (%)	132.1%	4146.8%	-75.7%	2699.7%	105.9%
EV/EBITDA	7.2	4.1	1.4	1.6	1.6
市盈率	11.0	7.5	6.0	5.2	4.8
股息率 (%)	1.8%	3.7%	5.5%	6.6%	7.7%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 57.00

上次预测: 40.43

当前价格: 41.00

2015.01.12

### 交易数据

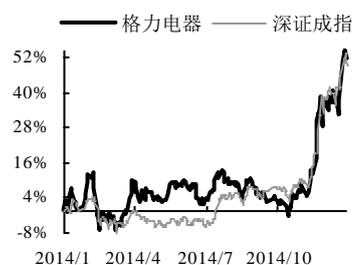
52 周内股价区间 (元)	25.90-43.35
总市值 (百万元)	123,322
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,008/2,986
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	33.29
日均成交值 (百万元)	1127.50

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	39,839
每股净资产	13.24
市净率	3.1
净负债率	-126.25%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.44	0.75
Q2	0.89	1.15
Q3	1.18	1.37
Q4	1.09	1.23
全年	3.61	4.49

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	18%	45%	46%
相对指数	6%	7%	-2%

### 相关报告

《预收款恢复良好, 收入加速增长》2014.10.30

《全年收入目标完成难度加大》2014.08.26

《收入增长目标不变, 领域延伸成效渐显》2014.05.28

《一季度业绩达预告上限, 毛利率创新高》2014.04.29

《一季报预增幅度超市场预期》2014.04.10

模型更新时间: 2015.01.12

**股票研究**

可选消费品  
家用电器业

**格力电器 (000651)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 57.00**

上次预测: 40.43

当前价格: 41.00

公司网址

www.gree.com.cn

公司简介

公司是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的国有控股专业化空调企业。

公司是唯一成为“世界名牌”的中国空调业品牌,公司产品产销量连续多年全球领先。

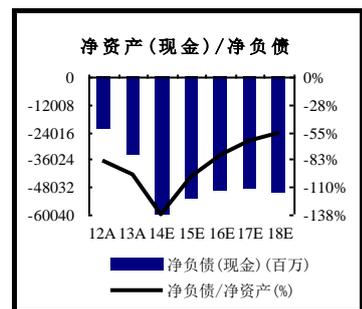
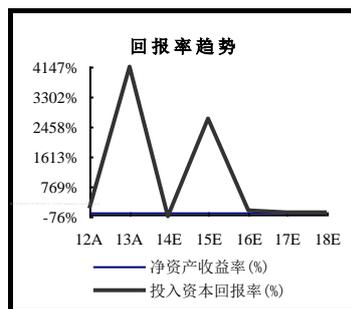
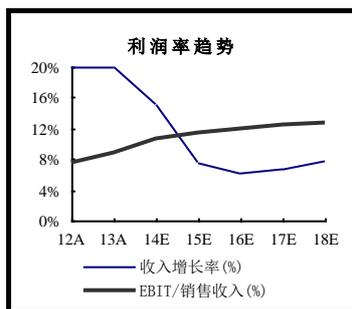
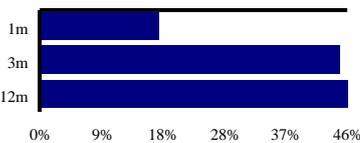
52 周价格范围 25.90-43.35

市值 (百万) 123,322

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>							
营业总收入	100,110	120,043	137,925	148,266	157,532	168,095	181,112
营业成本	73,434	80,878	86,596	94,865	101,616	108,097	116,010
税金及附加	590	956	817	1,024	1,087	1,159	1,247
销售费用	14,626	22,509	29,948	29,253	29,824	31,463	33,841
管理费用	4,056	5,090	5,793	6,153	6,301	6,724	7,244
<b>EBIT</b>	<b>7,404</b>	<b>10,610</b>	<b>14,772</b>	<b>16,971</b>	<b>18,703</b>	<b>20,652</b>	<b>22,769</b>
公允价值变动收益	247	991	-800	0	0	0	0
投资收益	-20	717	600	600	600	600	600
财务费用	-461	-137	-1,181	-608	-510	-450	-426
<b>营业利润</b>	<b>8,026</b>	<b>12,263</b>	<b>15,725</b>	<b>18,162</b>	<b>19,799</b>	<b>21,685</b>	<b>23,774</b>
所得税	1,317	1,956	2,439	2,812	3,060	3,347	3,664
少数股东损益	66	65	123	141	154	168	184
<b>净利润</b>	<b>7,380</b>	<b>10,871</b>	<b>13,513</b>	<b>15,579</b>	<b>16,955</b>	<b>18,540</b>	<b>20,296</b>
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	29,207	39,788	65,787	58,977	55,716	55,091	57,126
其他流动资产	137	101	101	101	101	101	101
长期投资	791	1,407	1,407	1,407	1,407	1,407	1,407
固定资产合计	15,005	15,902	18,737	18,725	19,714	20,400	20,763
无形及其他资产	6,683	12,661	12,525	12,390	12,257	12,125	11,993
<b>资产合计</b>	<b>107,567</b>	<b>133,702</b>	<b>167,277</b>	<b>165,660</b>	<b>167,943</b>	<b>173,031</b>	<b>181,595</b>
流动负债	78,830	96,491	121,371	109,823	101,229	94,390	89,889
非流动负债	1,156	1,744	1,360	976	976	976	976
股东权益	26,743	34,583	43,539	53,713	64,436	76,194	89,074
<b>投入资本(IC)</b>	<b>4,761</b>	<b>217</b>	<b>-16,563</b>	<b>533</b>	<b>14,988</b>	<b>27,898</b>	<b>39,366</b>
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	6,291	9,000	12,531	14,396	15,865	17,518	19,314
折旧与摊销	978	1,230	1,615	1,841	2,006	2,155	2,273
流动资金增量	13,337	11,390	19,479	-17,243	-13,599	-12,357	-11,237
资本支出	-3,602	-2,460	-4,314	-1,695	-2,862	-2,708	-2,504
<b>自由现金流</b>	<b>17,005</b>	<b>19,161</b>	<b>29,311</b>	<b>-2,700</b>	<b>1,411</b>	<b>4,608</b>	<b>7,846</b>
经营现金流	18,409	12,970	33,749	-889	4,406	7,457	10,491
投资现金流	-4,213	-2,186	-5,497	-2,077	-3,245	-3,091	-2,886
融资现金流	815	-2,424	-3,236	-4,826	-5,404	-5,973	-6,552
<b>现金流净增加额</b>	<b>15,011</b>	<b>8,360</b>	<b>25,016</b>	<b>-7,793</b>	<b>-4,243</b>	<b>-1,607</b>	<b>1,052</b>
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	19.9%	19.9%	14.9%	7.5%	6.2%	6.7%	7.7%
EBIT 增长率	83.5%	43.3%	39.2%	14.9%	10.2%	10.4%	10.3%
净利润增长率	40.9%	47.3%	24.3%	15.3%	8.8%	9.4%	9.5%
利润率							
毛利率	26.6%	32.6%	37.2%	36.0%	35.5%	35.7%	35.9%
EBIT 率	7.4%	8.8%	10.7%	11.4%	11.9%	12.3%	12.6%
净利润率	7.4%	9.1%	9.8%	10.5%	10.8%	11.0%	11.2%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	27.6%	31.4%	31.0%	29.0%	26.3%	24.3%	22.8%
总资产收益率(ROA)	6.9%	8.1%	8.1%	9.4%	10.1%	10.7%	11.2%
投入资本回报率(ROIC)	132.1%	4146.8%	-75.7%	2699.7%	105.9%	62.8%	49.1%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	86.5	60.4	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6
应收账款周转天数	5.9	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
总资产周转天数	395	411	449	413	395	381	372
净利润现金含量	2.47	1.19	2.48	-0.06	0.26	0.40	0.51
资本支出/收入	4%	2%	3%	1%	2%	2%	1%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	74.4%	73.5%	73.4%	66.9%	60.9%	55.1%	50.0%
净负债率	-83.0%	-98.8%	-137.9%	-99.1%	-77.1%	-63.9%	-56.5%
<b>估值比率</b>							
PE	11.0	7.5	6.0	5.2	4.8	4.4	4.0
PB	3.0	2.4	1.9	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.2	4.1	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3
P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率	1.8%	3.7%	5.5%	6.6%	7.7%	8.3%	9.1%

绝对价格回报 (%)



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**

**分析师声明**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		