

2014年08月26日

格力电器 (000651)

——2014年中报点评：收入增速环比放缓，中报业绩略超预期，维持“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年08月25日

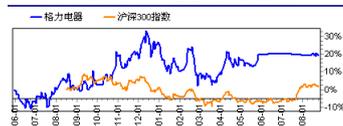
收盘价(元)	29.33
一年内最高/最低(元)	34.34/25.28
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	2.4
息率(分红/股价)	5.11
流通A股市值(百万元)	87586

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	11.90
资产负债率%	72.45
总股本/流通A股(百万)	3008/2986
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《格力电器(000651)2014年一季报点评报告_2014-04-29》 2014/04/29
《格力电器(000651)2013年年报点评报告_2014-04-25》 2014/04/25

证券分析师

蔡雯娟 A0230513080004
caiwj@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	118,628	19	10,871	47	3.61	32.2	31.4	8	6
2014H1	58,930	9	5,718	42	1.9	35	16		
2014E	128,353	7	13,653	20	4.54	33.9	18.2	7	19
2015E	146,573	14	15,891	16	5.28	34.2	16.9	6	13
2016E	170,221	16	18,806	18	6.25	34.5	14.6	5	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **投资评级与估值：**考虑到公司下半年收入增速的压力，我们下调全年收入目标到 1283 亿元，但由于公司产品竞争力的加强所带来的毛利率提升，我们提升了全年毛利率的假设判断，尽管下半年行业需求的压力会更大，我们仍期待公司发挥自己的产品+渠道优势，实现全年的增长目标。我们下调 15、16 年盈利预测，14-16 年 EPS 为 4.54 元、5.28 元和 6.25 元（原盈利预测分别为 4.54 元、5.40 元和 6.40 元）。目前股价（29.33 元）对应 14-16 年估值分别为 6.5X，5.6X 和 4.7X，考虑到公司与美的、海尔的估值差较大，维持“买入”评级。
- **中报业绩略超预期，收入增速环比放缓：**公司发布 2014 年中报，上半年实现收入 578.66 亿，同比增长 9.4%，归属上市公司股东净利润为 57.18 亿，同比增长 42.41%，对应摊薄后 EPS 为 1.90 元，超出我们先前的预期 1.82 元。扣非后净利润达到 63.89 亿元，同比增长 96.14%，经营性现金流量净额为 193.05 亿，同比增长 22.56%。经计算，公司 14Q2 收入为 339.2 亿元，同比增长 8.73%，收入增速由于基数原因，环比下降，归母净利润 34.63 亿元，同比增长 29.23%。
- **Q2 空调业务增速放缓，生活电器增速超预期。**分品类看，由于终端需求仍有压力，主要品种空调增速较过往有所放缓，上半年共实现 507 亿元收入，同比增长 8.33%，由于品类结构提升的原因，毛利率达到 35.6%，同比改善 6.07 个百分点。不过考虑到应对市场需求，公司 Q2 利用低价机抢占一部分市场份额，导致 14Q2 单季度毛利率环比下降 3.1 个百分点，至 31.87%。公司中央空调继续保持优异的增长，我们预计上半年该业务实现收入规模 50 亿元，同比增长约 50%。公司使用“大松”品牌全面推进净水器、空气净化器等产品，生活电器实现收入 10.2 亿元，同比增长 41.91%，毛利率亦同比提升 10.87 个百分点，达到 25.87%。我们预计随着后续净水器和空气净化器行业性需求的持续增长，该业务将为公司未来业绩增长亮点。分地区看，公司上半年内销市场

实现收入 435.2 亿，同比增长 15.73%，毛利率也达到史上新高的 39.28%，较 13 年同期提升 5.79 个百分点，表现优于出口市场（销售收入同比下滑 15.89%，毛利率则小幅增长 1.42 个百分点至 14.90%。

- **Q4 毛利率大幅攀升以及外汇远期交易盈余贡献业绩。**公司 14Q2 销售费用率环比基本持平，但从上半年其他流动负债中，销售返利的细项来看，同比增长 19%，增速高于公司收入端增长，体现出费用计提方面的稳健性，值得注意的是，该项金额累计绝对额已达 343 亿元。管理费用 Q2 实现小幅改善，环比下降 0.5 个百分点，达 3.7%，而受益于汇兑受益，财务费用 Q2 正面贡献业绩 2.71 亿元。公司资产负债表方面来看，Q2 预收账款同比下降 70%，环比亦下降 81%，绝对额达到 21.4 亿元，为 08 年中报以来最低数值，此外公司应收账款同比增长 40%，环比增加 83%，达到 51 亿元规模，综合来看，显示出目前收入端增长的压力犹存。

- **核心假设与风险：**终端需求下滑，原材料价格大幅波动

表 1：2014 年二季度利润表项目增减变动（按收入百分比，单季度）

	2014Q2	2013Q2	变化幅度
(“-”号表示是对利润率的减项)			
毛利	31.87%	26.15%	5.71%
营业税金及附加	0.68%	0.77%	-0.09%
销售费用	16.68%	12.71%	-3.98%
管理费用	3.75%	3.68%	-0.06%
财务费用	-0.80%	0.13%	0.93%
资产减值损失	0.38%	0.34%	-0.04%
公允价值变动损益	-0.44%	0.87%	-1.31%
投资收益	0.24%	0.39%	-0.15%
营业利润	11.72%	10.35%	1.37%
加：营业外收入	0.36%	0.56%	-0.19%
减：营业外支出	0.00%	0.05%	0.05%
利润总额	12.08%	10.85%	1.23%
减：所得税费用	1.77%	2.19%	0.43%
净利润	10.31%	8.66%	1.65%
少数股东损益	0.10%	0.07%	-0.03%
归属于母公司所有者的净利润	10.21%	8.59%	1.62%

资料来源：公司资料，申万研究

表 2：盈利预测表

单位：百万元，元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	100110	120043	128353	146573	170221
二、营业总成本	92310	109488	112920	128473	148504
其中：营业成本	73203	80386	84865	96495	111480
营业税金及附加	590	956	1027	1202	1396
销售费用	14626	22509	22462	25357	29516
管理费用	4056	5090	5173	5863	6809
财务费用	-461	-137	-617	-509	-753
资产减值损失	66	192	10	65	55
加：公允价值变动收益	247	991	600	600	600
投资收益	-20	717	20	50	50
三、营业利润	8026	12263	16054	18750	22368
加：营业外收入	760	684	250	100	70
减：营业外支出	24	55	20	12	12
四、利润总额	8763	12892	16284	18838	22426
减：所得税	1317	1956	2521	2818	3468
五、净利润	7446	10936	13763	16019	18957
少数股东损益	66	65	110	128	152
归属于母公司所有者的净利润	7380	10871	13653	15891	18806
六、全面摊薄每股收益	2.47	3.61	4.54	5.28	6.25
全面摊薄总股本	3008	3008	3008	3008	3008

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。