



家用电器业/可选消费品

格力电器 (000651)

调整进行时，绝对龙头地位稳固

——格力电器 2015 中报点评

	范杨 (分析师)	曾婵 (分析师)
	021-38675923	0755-23976520
	fanyang@gtjas.com	zengchan@gtjas.com
证书编号	S0880513070007	S0880515030002

本报告导读:

格力电器中报收入同比下滑 13%，Q2 单季度下滑超过 20%，为 08 年金融危机以来第一次大幅下滑。公司仍处于调整中，预计 2016 年库存压力降明显减小。

投资要点:

下调盈利预测及目标价，维持“增持”评级

我们认为空调行业需求增长乏力的局面短期难以改变，公司渠道库存去化不佳导致的收入增长压力仍将持续一段时间，我们预计 2016 年将有所好转。下调公司 2015、16 年收入预测至 1254/3123 亿（原 1532/1768 亿，-18/-25%），下调 EPS 预测至 2.32/2.61 元（原 2.78/3.14 元，-17/-17%）。下调目标价至 27.8 元（原 36.96 元，-25%）。维持“增持”评级。

上半年收入下滑 13%，低于我们此前预期

上半年公司收入下滑 13% 至 516 亿元，其中二季度单季同比下滑 22%，为 2008 年金融危机以来最大一次单季下滑，下滑幅度与 2009 年 Q2 相当。我们认为公司 2 季度收入大幅下滑是行业需求趋弱+库存周期叠加所致，目前库存消化尚未完成，因此下半年收入端仍旧面临较大压力。

毛利率与销售费用率双降，净利率创新高

Q2 公司毛利率较去年同期下降 7.7pct，但销售费用率同时下降 7.2pct，EBIT 率下滑幅度有限。单季度净利率同比提升 1.1pct，创历史新高。

行业霸主地位仍旧稳固，雄厚实力为未来恢复提供保障

我们认为公司业绩压力是行业增长减速的必然结果，格力电器仍旧是空调行业霸主，在手现金及票据达千亿元，“抗寒”能力极强。我们认为随着公司去库存逐步完成，收入和盈利压力也将随之改善。

核心风险：行业竞争日趋激烈，导致盈利端承压。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	120,043	140,005	125,354	132,279	139,505
(+/-)%	20%	17%	-10%	6%	5%
经营利润 (EBIT)	10,610	16,203	14,678	16,641	19,321
(+/-)%	43%	53%	-9%	13%	16%
净利润	10,871	14,155	13,955	15,693	17,908
(+/-)%	47%	30%	-1%	12%	14%
每股净收益 (元)	1.81	2.35	2.32	2.61	2.98
每股股利 (元)	1.50	3.00	1.16	1.30	1.49

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	8.8%	11.6%	11.7%	12.6%	13.8%
净资产收益率 (%)	31.4%	32.1%	28.5%	27.2%	26.4%
投入资本回报率 (%)	4146.8%	-343.9%	-134.3%	237.4%	86.5%
EV/EBITDA	6.3	3.5	3.2	3.1	2.9
市盈率	9.9	7.6	7.7	6.8	6.0
股息率 (%)	2.8%	4.2%	8.4%	6.5%	7.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **27.80**

上次预测: 36.96

当前价格: 17.85

2015.09.07

交易数据

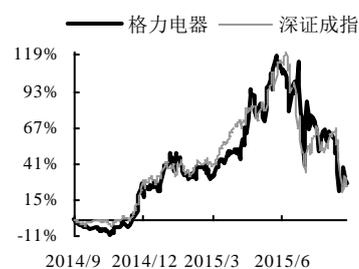
52 周内股价区间 (元)	16.06-66.10
总市值 (百万元)	107,381
总股本/流通 A 股 (百万股)	6,016/5,973
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	13062.46
日均成交值 (百万元)	3873.09

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	41,115
每股净资产	6.83
市净率	2.6
净负债率	-179.09%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.37	0.46
Q2	0.58	0.49
Q3	0.68	0.50
Q4	0.72	0.87
全年	2.35	2.32

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-20%	-41%	27%
相对指数	-1%	1%	4%

相关报告

《休整将为长远发展打下更好的基础》
2015.06.03

《三大动力驱动估值持续修复》2015.01.12

《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》

模型更新时间: 2015.09.07

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: **27.80**

上次预测: 36.96

当前价格: 17.85

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

16.06-66.10

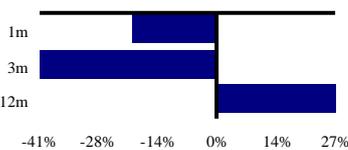
市值 (百万)

107,381

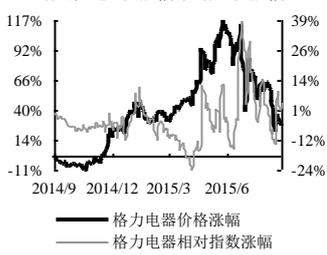
财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
损益表							
营业总收入	120,043	140,005	125,354	132,279	139,505	152,317	162,459
营业成本	80,878	88,732	83,297	88,370	93,122	102,346	109,817
税金及附加	956	1,362	1,229	1,293	1,360	1,483	1,580
销售费用	22,509	28,890	20,885	20,685	20,401	20,764	22,114
管理费用	5,090	4,818	5,265	5,291	5,301	5,636	6,011
EBIT	10,610	16,203	14,678	16,641	19,321	22,087	22,937
公允价值变动收益	991	-1,382	0	0	0	0	0
投资收益	717	724	700	700	700	700	700
财务费用	-137	-942	-539	-619	-568	-583	-628
营业利润	12,263	16,089	15,917	17,960	20,589	23,370	24,265
所得税	1,956	2,499	2,485	2,795	3,189	3,606	3,740
少数股东损益	65	98	127	143	163	184	191
净利润	10,871	14,155	13,955	15,693	17,908	20,250	21,004
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	39,788	54,546	63,011	56,464	53,896	58,241	59,907
其他流动资产	101	643	558	558	558	558	558
长期投资	1,407	2,750	2,750	2,750	2,750	2,750	2,750
固定资产合计	15,902	16,201	18,392	19,441	20,306	20,928	21,133
无形资产及其他资产	12,661	17,136	16,996	16,856	16,717	16,578	16,440
资产合计	133,702	156,231	162,322	159,926	161,409	172,389	178,969
流动负债	96,491	108,389	109,953	99,082	90,342	89,841	85,352
非流动负债	1,744	2,711	2,327	1,943	1,943	1,943	1,943
股东权益	34,583	44,153	48,937	57,653	67,713	79,010	89,889
投入资本(IC)	217	-4,008	-9,287	5,959	18,986	26,553	36,293
现金流量表							
NOPLAT	9,000	13,785	12,476	14,145	16,423	18,774	19,497
折旧与摊销	1,230	1,357	1,755	1,977	2,154	2,315	2,428
流动资金增量	11,390	8,844	7,329	-14,336	-12,301	-7,083	-9,674
资本支出	-2,460	-1,775	-3,805	-2,886	-2,881	-2,799	-2,495
自由现金流	19,161	22,212	17,755	-1,101	3,396	11,207	9,756
经营现金流	12,970	18,939	21,927	2,157	6,656	14,383	12,621
投资现金流	-2,186	-2,862	-1,859	-940	-935	-852	-548
融资现金流	-2,424	-1,864	-10,357	-6,518	-7,043	-7,940	-9,160
现金流净增加额	8,360	14,213	9,711	-5,300	-1,322	5,591	2,912
财务指标							
成长性							
收入增长率	19.9%	16.6%	-10.5%	5.5%	5.5%	9.2%	6.7%
EBIT 增长率	43.3%	52.7%	-9.4%	13.4%	16.1%	14.3%	3.8%
净利润增长率	47.3%	30.2%	-1.4%	12.5%	14.1%	13.1%	3.7%
利润率							
毛利率	32.6%	36.6%	33.6%	33.2%	33.2%	32.8%	32.4%
EBIT 率	8.8%	11.6%	11.7%	12.6%	13.8%	14.5%	14.1%
净利润率	9.1%	10.1%	11.1%	11.9%	12.8%	13.3%	12.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	31.4%	32.1%	28.5%	27.2%	26.4%	25.6%	23.4%
总资产收益率(ROA)	8.1%	9.1%	8.6%	9.8%	11.1%	11.7%	11.7%
投入资本回报率(ROIC)	4146.8%	-343.9%	-134.3%	237.4%	86.5%	70.7%	53.7%
运营能力							
存货周转天数	60.4	35.7	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6
应收账款周转天数	6.3	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
总资产周转天数	411	414	482	452	433	424	414
净利润现金含量	1.19	1.33	1.56	0.14	0.37	0.70	0.60
资本支出/收入	2%	1%	3%	2%	2%	2%	2%
偿债能力							
资产负债率	73.5%	71.1%	69.2%	63.2%	57.2%	53.2%	48.8%
净负债率	-98.8%	-105.6%	-116.1%	-87.5%	-70.4%	-65.3%	-58.8%
估值比率							
PE	9.9	7.6	7.7	6.8	6.0	5.3	5.1
PB	3.1	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.3	3.5	3.2	3.1	2.9	2.4	2.2
P/S	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率	2.8%	4.2%	8.4%	6.5%	7.3%	8.3%	9.4%

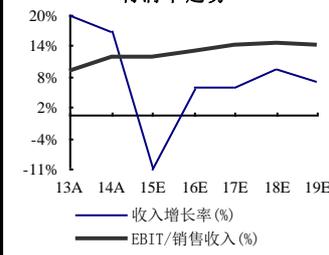
绝对价格回报 (%)



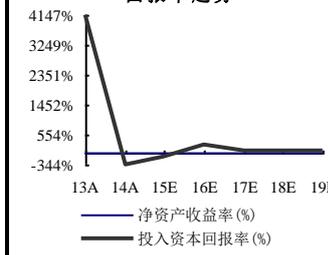
股票绝对涨幅和相对涨幅



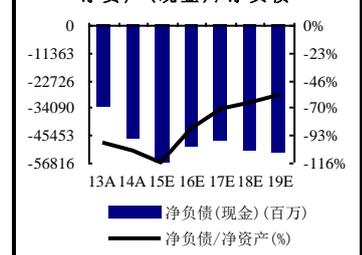
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



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
1. 投资建议的比较标准 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
2. 投资建议的评级标准 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:	gt_jaresearch@gt.jas.com		