

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

业绩略超预期

格力电器(000651)点评报告

证券研究报告-点评报告

买入(维持)

发布日期: 2012-04-27

报告关键要素:

一季度,公司表现亮丽,营业收入增速与净利润率均略超预期。二季度,预计行业需求增速同比降幅将有所改善,毛利率仍有望维持高位。预计公司至少在上半年仍将保持较高成长性。

事件:

- **公司公布一季报**,报告期内公司实现营业收入200.88亿元,同比增长16.29%,实现净利润11.74亿元,同比增长25.56%,每股收益为0.39元。

点评:

- **营收表现远好于行业**。报告期内公司实现营业收入200.88亿元,同比增长16.29%,产业在线数据显示,同期行业出货同比下降6%。公司表现远好于行业平均。预计二季度,空调出货量同比降幅将收窄,甚至出现同比正增长。预计公司二季度表现将更为值得期待。
- **盈利能力同比持续改善**。报告期内公司盈利能力持续改善,归属于母公司净利率改善0.43pt至5.84%。综合毛利率改善是驱动净利润改善主要因素。
 - 报告期内公司毛利率为22.89%,同比改善6.14pt,环比改善2.14个百分点。原材料价格下降与产品结构改善是驱动毛利率改善主要推动力。
 - 若假设2011年一季度收到5.19亿元营业外收入全部为空调节能补贴,将其调回主营业务收入,同比条件下,报告期内公司毛利率同比改善3.71pt。
 - 考虑到报告期内销售费用率同比有所提高,以可比条件下“毛销率”衡量,报告期内可比条件下毛销率仍较2011年同期改善0.8pt。
 - 二季度,受需求增长乏力影响,主要零配件价格仍将维持低位,由于主要竞争对手改变市场策略,行业内价格竞争压力也有所缓解,预计公司毛利率水平仍将维持高位。
- **管理费用上升较快**。报告期内公司发生管理费用7.74亿元,同比增长60.96%,自2011年以来,管理费用维持较高增速。研发投入增加与公司郑州、武汉和重庆等生产基地产能建设导致管理人员增加是管理费用快速增长的主要原因。公司2012年工作计划仍旧将“重科研”作为主要指导思想之一,预计研发投入将持续增加。
- **存货持续改善**。报告期末公司存货余额为146.18亿元,较期初同同比下降16.57%,库存压力明显缓解。
- **维持公司“买入”评级**。预计2012年、2013年公司每股收益为2.10元与2.55元,对应的动态市盈率为10.25倍与8.46倍,维持“买入”投资评级。

- **风险提示。**1、凉夏等不可控因素可能导致空调需求下降，2、主要竞争对手较高的库存将增加价格竞争风险。

图1: 营业收入同比增速

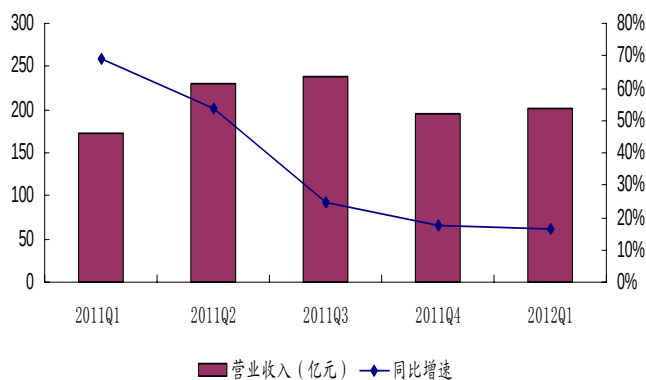
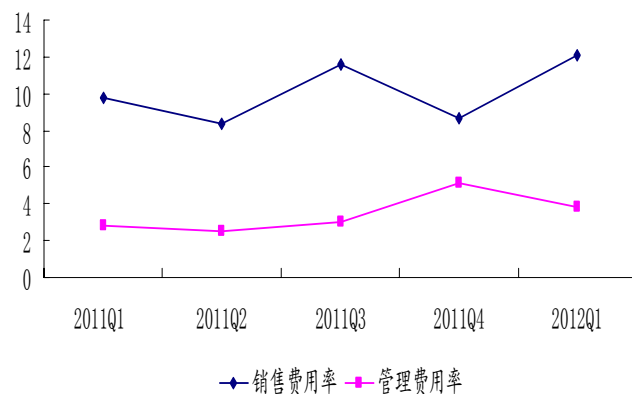
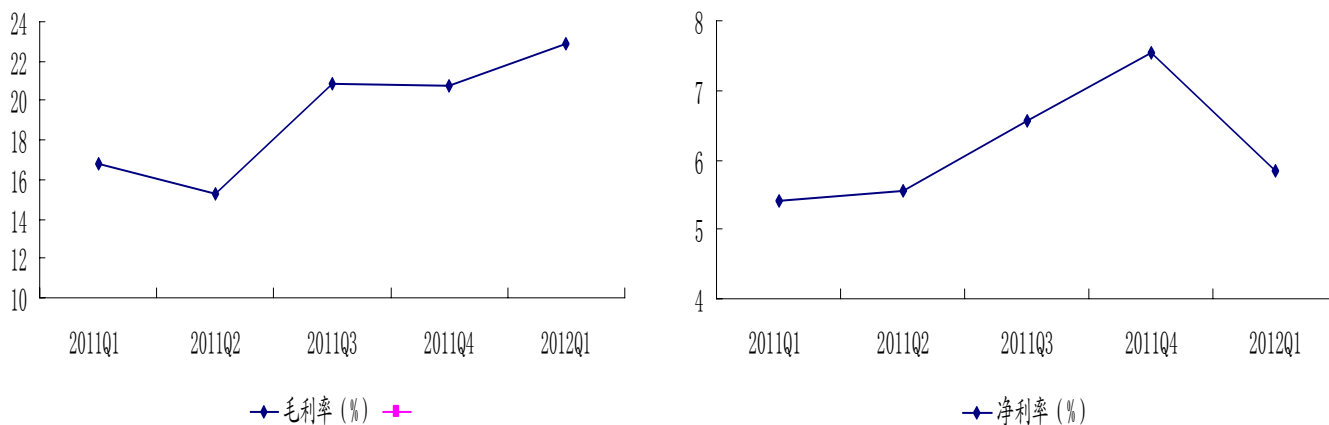


图2: 期间费用率波动



资料来源：中原证券、公司公告

图3: 公司毛利率与净利率波动态势



资料来源：中原证券、公司公告

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	717.56	731.79	878.18	1045.61	营业收入	835.17	978.48	1175.70	1417.81
现金	160.41	197.12	237.43	274.27	营业成本	681.32	775.76	932.45	1125.06
交易性金融资产	0.16	0.16	0.00	0.00	营业税费	4.98	7.34	8.82	10.63
应收票据	336.65	293.54	352.71	425.34	销售费用	80.50	92.96	111.69	134.69
应收款项	18.61	24.45	29.25	35.27	管理费用	27.83	33.76	40.56	48.91
存货	175.03	185.94	223.56	269.88	财务费用	-4.53	-0.90	-2.56	-3.34
其他	26.69	30.57	35.23	40.85	资产减值损失	-0.21	0.26	0.37	0.31
非流动资产	134.56	153.45	144.40	144.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.17	0.20	0.00	0.00	投资收益	0.91	0.00	0.00	0.04
固定资产	77.09	102.07	107.27	108.48	营业利润	45.42	70.30	85.38	102.57
无形资产	16.22	15.41	14.64	13.91	营业外收入	18.46	1.00	1.00	1.00
其他	41.08	35.76	22.49	21.76	营业外支出	0.60	0.00	0.00	0.00
资产总计	852.12	885.24	1022.58	1189.77	利润总额	63.29	71.30	86.38	103.57
流动负债	641.93	615.38	680.61	760.79	所得税	10.31	11.41	13.82	16.57
短期借款	27.39	0.00	0.00	0.00	净利润	52.97	59.89	72.56	87.00
应付帐款	156.36	170.67	205.14	247.51	少数股东权益	0.60	0.60	0.73	0.87
预收帐款	197.53	198.24	199.23	200.44	归属母公司净利润	52.37	59.29	71.83	86.13
其他	260.65	246.47	276.24	312.84	EPS (元)	1.86	2.10	2.55	3.06
长期负债	26.41	26.41	25.98	25.98	主要财务比率				
长期借款	25.82	25.82	25.82	25.82		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.59	0.59	0.16	0.16	每股指标				
负债合计	668.34	641.80	706.59	786.77	每股收益	1.86	2.10	2.55	3.06
股本	28.18	28.18	28.18	28.18	每股经营现金	-0.07	1.57	1.43	1.31
资本公积金	1.10	1.10	1.10	1.10	每股净资产	6.24	8.34	10.89	13.95
未分配利润	121.55	180.85	252.68	338.81	增长率				
少数股东权益	7.70	8.30	9.03	9.90	营业收入增长率	37.35%	17.16%	20.16%	20.59%
母公司所有者权益	175.85	235.14	306.97	393.10	营业利润增长率	65.37%	54.76%	21.45%	20.14%
负债及权益合计	852.12	885.24	1022.59	1189.77	净利润增长率	22.48%	13.22%	21.15%	19.91%
现金流量表					获利能力				
(亿元)					毛利率	18.42%	20.72%	20.69%	20.65%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	6.27%	6.06%	6.11%	6.07%
经营活动现金流	33.56	112.49	45.40	43.46	ROE	29.78%	25.22%	23.40%	21.91%
净利润	52.97	59.89	72.56	87.00	ROIC	14.83%	23.09%	21.88%	20.32%
资产减值准备	-0.21	0.26	0.37	0.31	偿债能力				
折旧摊销	6.33	8.39	9.63	10.25	资产负债率	75.50%	62.76%	59.39%	56.09%
财务费用	-4.53	-0.90	-2.56	-3.34	流动比率	1.12	1.19	1.29	1.37
投资收益	0.91	0.00	0.00	0.04	速动比率	0.85	0.89	0.96	1.02
营运资金变动	0.00	44.84	-34.59	-50.73	营运能力				
投资活动现金流	-27.67	-20.03	-7.66	-9.96	资产周转率	1.11	1.13	1.23	1.28
资本支出	0.00	-20.00	-10.00	-10.00	存货周转率	4.66	4.29	4.55	4.56
其他投资	-27.67	-0.03	2.34	0.04	应收帐款周转率	68.86	61.49	54.74	54.94
筹资活动现金流	-7.95	-48.26	2.56	3.34					

借款变动	0.00	-21.77	0.00	0.00	估值比率				
其他	-7.95	-26.50	2.56	3.34	PE	11.60	10.25	8.46	7.06
现金净增加额	-2.06	44.19	40.31	36.83	PB	3.46	2.58	1.98	1.55

资料来源：中原证券

市场数据（2012-04-26）

收盘价（元）	21.57
一年内最高/最低（元）	24.61/16.16
沪深300指数	2631.49
市净率（倍）	3.45
流通市值（亿元）	619.88

基础数据（2011-12-31）

每股净资产（元）	6.25
每股经营现金流（元）	1.19
毛利率（%）	18.06
净资产收益率（%）	29.74
资产负债率（%）	78.4378.43
总股本/流通股（万股）	281788.88/278007.34
B股/H股（万股）	0.00/0.00

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。