

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

目标估值: 33.00 元

当前股价: 28.09 元

2017 年 03 月 09 日

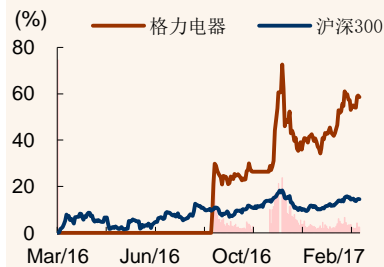
2017: 航母级定价权和确定性

基础数据

上证综指	3241
总股本 (万股)	601573
已上市流通股 (万股)	597196
总市值 (亿元)	1690
流通市值 (亿元)	1678
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	27.8
资产负债率	72.0%
主要股东	珠海格力集团有限公司
主要股东持股比例	18.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	23	59
相对表现	10	20	48



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器 (000651) —当前 A 股家电最具性价比之选》2017-02-12
- 2、《格力电器 (000651) —价值底部 盈利回升》2016-12-20
- 3、《格力电器 (000651) —险资大举增持, 催化估值提升》2016-12-01

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

如果可以对企业的定价权 (能力) 和盈利确定性进行分级, 格力将是航空母舰级。

□ **投资思考: 定价权与盈利确定性成为最重要的考量要素。**受制于地产景气下行和原材料价格异动, 家电投资最好的时光或许正在逝去... 家电板块已披露的部分企业 2016 年报悄然透出成本上行带来的一丝寒意。资金视角, 可能会带来两方面的影响: **1、市场对家电板块的配置产生犹疑 2、坚定配置家电的投资者将更加倾向于具有定价权和高盈利确定性的上市公司。**格力电器是当前 A 股家电最具性价比的选择。(过往十五年, 盈利能力持续提升且其他流动负债环比不断递增) 如果可以对 A 股上市公司的定价权 (能力) 和盈利确定性进行分级, 格力 2017 将是航空母舰级。

□ **格力电器: 盈利预期差+价值被低估。**2016Q4 以来, 地产周期下行叠加原材料价格异动, 格力电器的家电业务几乎迎来最游刃有余的市场机遇期: 1, 价值型企业较成长型企业更易平滑地产周期; 2, 具有超级定价权的企业在成本异动周期可以轻松平衡掌控市占率和毛利率。2017 上半年的空调行业景气仍十分值得期待 (低基数与合理的库存水平), 并且由于格力在渠道策略与其他一众厂商的分歧 (格力坚持传统渠道库存策略&不提价), **预计 2017 格力市占率仍将提升, 经营有望实现超出市场一致预期 (Wind 一致预期 2017 年: 收入+12% 盈利+15%) 的快速增长。**格力是目前 A 股家电唯一 2017 年估值低于 10xPE 的公司。以 2016 年的盈利考量, 当前股价对应的股息水平大约 7%。以盈利确定性为基石, 年内 2000 亿市值是合理的定价。

□ **底线价值: 比较(市值-净现金)/过往三年平均盈利(不含金融行业), 以此作为被并购底线价值指标, 家电最具价值企业的前五名分别为格力电器(A 股第 5 名) 海信电器(A 股 18 名) 青岛海尔(A 股 23 名) 小天鹅和美的集团。比较(市值-净现金)/过往三年平均自由现金流似乎更具“客观性”, 家电最具价值企业分别为格力电器(A 股第 2 名) 小天鹅(A 股 9 名) 青岛海尔(A 股 27 名) 和美的集团(A 股 28 名)。**与银隆的关联交易对格力的影响大致可认为增厚盈利 (按最悲观情形, 市场担忧的现金流损耗对目标市值 2000 亿的影响不超过 5%)。

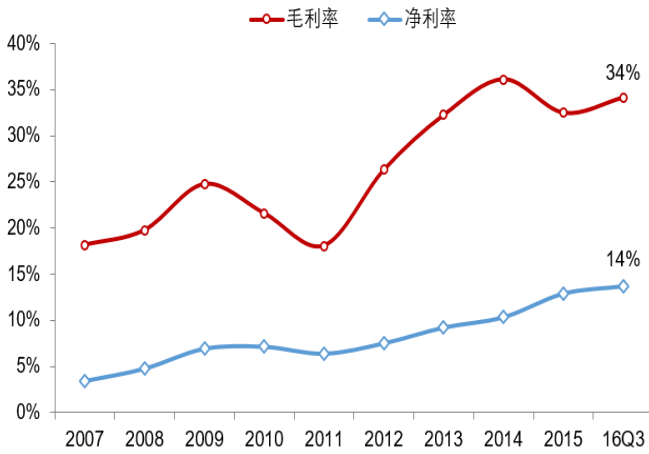
□ **风险提示: 原材料价格波动超预期、空调景气复苏低于预期**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	140005	100564	110188	132036	145021
同比增长	17%	-28%	10%	20%	10%
营业利润(百万元)	16089	13516	17217	21363	23875
同比增长	31%	-16%	27%	24%	12%
净利润(百万元)	14155	12532	15019	18500	20609
同比增长	30%	-11%	20%	23%	11%
每股收益(元)	4.71	2.08	2.50	3.08	3.43
PE	5.5	12.5	10.4	8.4	7.6
PB	1.8	3.3	3.5	2.9	2.5

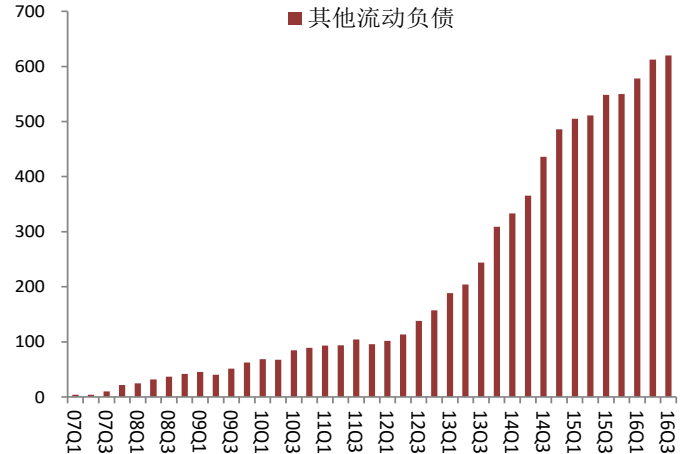
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、格力电器：毛利率和净利率



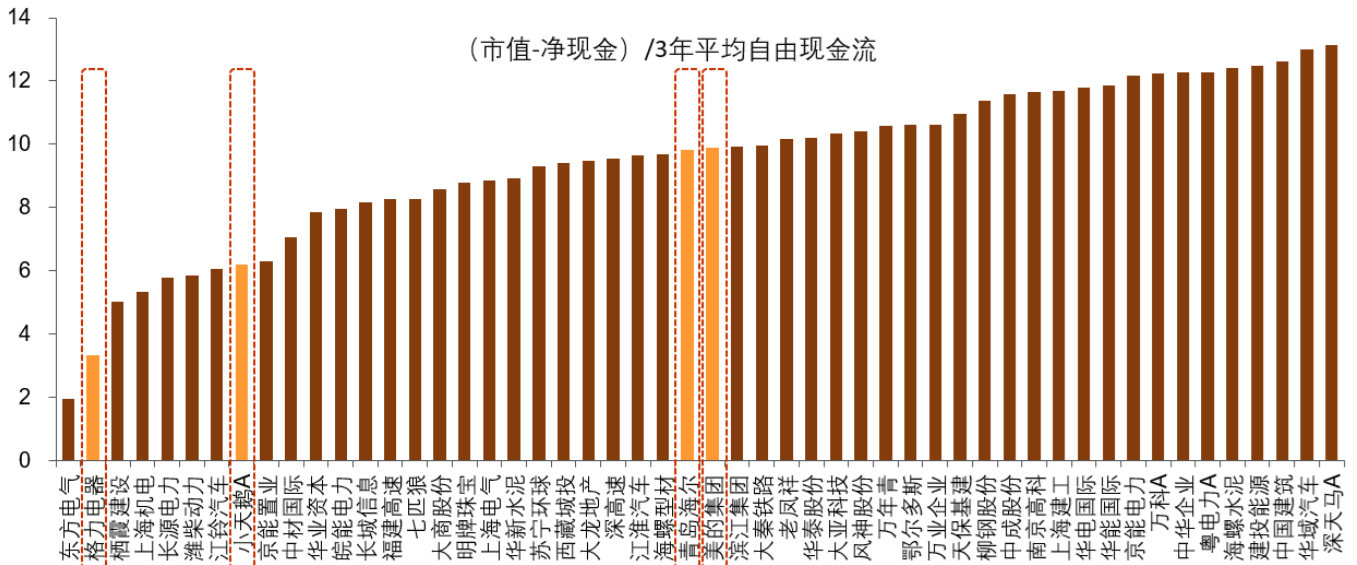
资料来源：wind、招商证券

图 2、格力电器：其他流动负债（亿元）



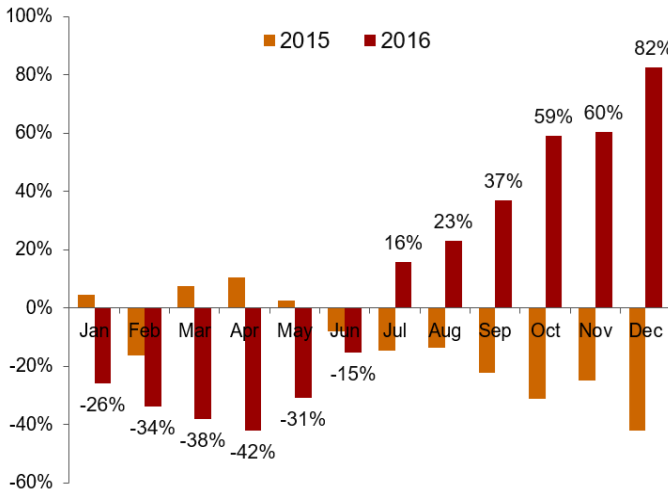
资料来源：wind、招商证券

图 3、底线价值：(市值-净现金)/三年平均自由现金流-最便宜家电股：格力、小天鹅、海尔、美的



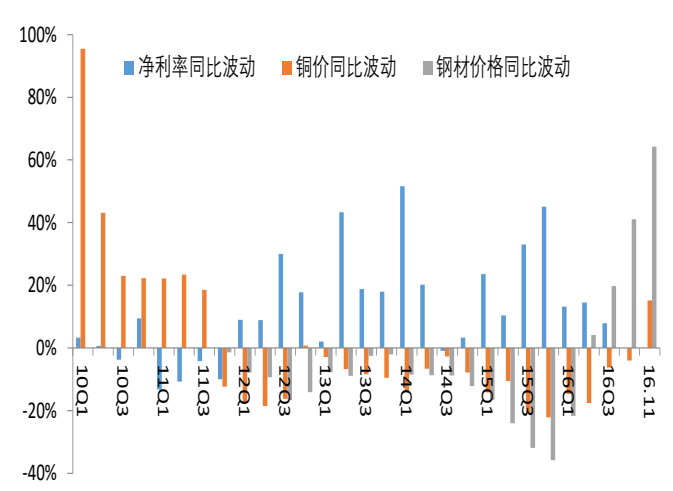
资料来源：wind、招商证券

图 4、空调景气在未来 6 个月将持续向好



资料来源：产业在线、招商证券

图 5、空调寡头企业具有较强的平抑和转嫁成本的能力



资料来源：wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	120143	120949	120205	151134	172900
现金	54546	88820	84942	109189	126730
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	50481	14880	16304	19536	21458
应收款项	2661	2879	3133	3754	4124
其它应收款	381	254	278	334	366
存货	8599	9474	9996	12230	13524
其他	3476	4643	5552	6091	6698
非流动资产	36087	40749	40953	41146	41328
长期股权投资	92	95	95	95	95
固定资产	14939	15432	15904	16337	16735
无形资产	2480	2656	2391	2151	1936
其他	18576	22565	22564	22562	22561
资产总计	156231	161698	161158	192280	214227
流动负债	108389	112625	115004	137253	150466
短期借款	3579	6277	5649	5084	5084
应付账款	26785	24794	26182	32034	35423
预收账款	6428	7620	8046	9844	10886
其他	71597	73935	75127	90291	99073
长期负债	2711	506	506	506	506
长期借款	2259	0	0	0	0
其他	452	506	506	506	506
负债合计	111100	113131	115510	137760	150972
股本	3008	6016	6016	6016	6016
资本公积金	3209	61	61	61	61
留存收益	37936	41445	38417	47154	55739
少数股东权益	979	1045	1155	1289	1440
归属于母公司所有者权益	44153	47521	44494	53231	61815
负债及权益合计	156231	161698	161158	192280	214227

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	18939	44378	18037	36762	30277
净利润	14155	12532	15019	18500	20609
折旧摊销	1357	1318	1532	1544	1555
财务费用	283	(729)	(1351)	0	(1476)
投资收益	(724)	(97)	450	450	450
营运资金变动	6360	31806	2274	16126	8984
其它	(2492)	(453)	112	141	154
投资活动现金流	(2862)	(4713)	(1737)	(1737)	(1737)
资本支出	(1777)	(2885)	(1737)	(1737)	(1737)
其他投资	(1085)	(1829)	0	0	0
筹资活动现金流	(1864)	(7683)	(20178)	(10778)	(10999)
借款变动	2174	399	(3031)	(565)	0
普通股增加	0	3008	0	0	0
资本公积增加	33	(3148)	0	0	0
股利分配	(4512)	(9024)	(18047)	(9763)	(12025)
其他	440	1082	901	(450)	1026
现金净增加额	14213	31982	(3878)	24247	17541

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	140005	100564	110188	132036	145021
营业成本	88022	66017	69712	85294	94318
营业税金及附加	1362	752	824	987	1084
营业费用	28890	15506	17410	19871	21463
管理费用	4818	5049	5840	5440	5221
财务费用	(942)	(1929)	(1351)	0	(1476)
资产减值损失	398	86	86	86	86
公允价值变动收益	(1382)	(1010)	(500)	(500)	(500)
投资收益	724	97	50	50	50
营业利润	16089	13516	17217	21363	23875
营业外收入	706	1404	706	706	706
营业外支出	43	11	43	43	43
利润总额	16752	14909	17880	22026	24538
所得税	2499	2286	2751	3391	3779
净利润	14253	12623	15129	18635	20760
少数股东损益	98	91	109	135	150
归属于母公司净利润	14155	12532	15019	18500	20609
EPS (元)	4.71	2.08	2.50	3.08	3.43

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	17%	-28%	10%	20%	10%
营业利润	31%	-16%	27%	24%	12%
净利润	30%	-11%	20%	23%	11%
获利能力					
毛利率	37.1%	34.4%	36.7%	35.4%	35.0%
净利率	10.1%	12.5%	13.6%	14.0%	14.2%
ROE	32.1%	26.4%	33.8%	34.8%	33.3%
ROIC	24.1%	17.1%	26.2%	30.3%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	70.0%	71.7%	71.6%	70.5%
净负债比率	5.1%	5.4%	3.5%	2.6%	2.4%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	8.1	7.3	7.2	7.7	7.3
应收帐款周转率	62.1	36.3	36.7	38.3	36.8
应付帐款周转率	3.2	2.6	2.7	2.9	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	4.71	2.08	2.50	3.08	3.43
每股经营现金	6.30	7.38	3.00	6.11	5.03
每股净资产	14.68	7.90	7.40	8.85	10.28
每股股利	3.00	1.50	1.62	2.00	2.23
估值比率					
PE	5.5	12.5	10.4	8.4	7.6
PB	1.8	3.3	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	33.4	42.8	31.5	24.0	22.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。2016年获新财富家电行业第3名。2015年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2014年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2013年获新财富家电行业第5名，水晶球奖家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2016年获新财富家电行业第3名，金牛奖第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。