

家用电器

2017年03月28日

格力电器 (000651)

——空调业务高速反弹，分红比例或进一步扩大

报告原因：上市公司调研

买入（维持）

市场数据：2017年03月27日

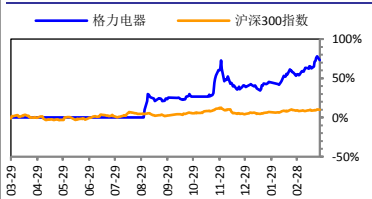
收盘价(元)	30.71
一年内最高/最低(元)	32.68/19.49
市净率	3.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	183399
上证指数/深证成指	3266.96 / 10581.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	8.27
资产负债率%	72.01
总股本/流通A股(百万)	6016/5972
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)点评：前海人寿增持强化举牌预期，公司估值有望继续提升》
2016/12/01

《格力电器(000651)点评：空调业务增长弹性大，投票结果仍待解读》
2016/10/31

证券分析师

刘达到 A0230515050001
liucd@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

马王杰
(8621)23297818×7477
mawj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **预计一季度利润增速将超预期。**预计公司1-2月终端零售量实现个位数增长，出货端数据反弹显著，根据产业在线数据显示，格力电器1-2月空调内销增速为72%（产业在线数据可能存在一定高估）。目前公司线上占比约10%，与京东等联合推出品牌日等活动，电商高速增长将进一步加快格力销售增速；线下经销商渠道中库存处于较低位置，补库存积极性高，企业端出货量增速较高。出口方面，产业在线数据显示公司1-2月出口增速7.8%，公司自主品牌占比提升明显，目前比例约40%，随着自主品牌比例增长公司出口利润率将进一步提升。若公司净利率保持不变，预计一季度公司净利润增速在25%以上。
- **原材料成本上涨对公司影响较小，员工与安装工激励明显。**2016年末铜、钢、注塑等原材料价格大幅上涨，但公司前期原材料库存充足、出口订单合同中已包含成本上涨调价机制，预计1季度毛利率将稳定在2016年水平，随着新产品推出，预计2017年全年盈利能力仍将小幅提升。公司2016年末宣布给空调安装工100元/台的安装补贴以及员工每月工资上调1000元/人，预计额外带来成本34亿元左右（参考格力电器内销2584万台，预计格力未来额外安装费为25.8亿元；7万员工额外增加的薪酬为8.4亿元）。短期看将带来一部分费用支出，但对业绩影响有限，并且从中长期角度看，公司提高员工工资将大大激励一线员工工作积极性，提升产品品质与工作效率，提高安装费将使公司在旺季销售中提升市场份额（若竞争对手补贴小于格力，旺季时能够吸引更多优秀的安装工）。
- **多元化战略明确，未来继续外延并购预期强。**2月公司与珠海银隆签订战略合作协议，将帮助格力切入新能源汽车业务。电动汽车空调与传统汽车空调运行原理不同，对空调性能要求更高，公司此前曾希望进入汽车空调领域，但缺乏为整车配套经验而迟迟未能得到突破，此次借助与银隆合作，推广公司汽车空调业务，将开辟公司业务新的增长点。考虑到公司目前的收入规模与行业天花板逐步逼近，小家电、手机等业务无法支撑公司未来业务增长弹性，我们预期公司未来将继续进行外延并购，同时在标的选择上也会更加谨慎。
- **高分红比例预计将继续执行。**从公司分红能力看，预计公司2016年净利润将达150亿左右，业绩增长确定性高，并且公司现金充足，2016年三季度公司账面货币资金达972亿，分红能力强；从分红意愿看，格力董事会2018年将举行换届选举，公司董事有意愿维持高分红，以获得市场投资者的支持。格力2013-2015年分红比例分别41.26%、63.31%和71.48%，呈现逐年提升态势，我们预计公司2016年公司分红比例提升至80%，股息率约6.4%。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司2016-2018年盈利预测分别为2.47、3.09和3.65元，对应动态市盈率分别为12倍、10倍和8倍，若A股加入MSCI，海外资金偏好高股息、低估值蓝筹，预计将推动公司估值体系逐步与国外接轨，我们维持公司“买入”投资评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	97,745	82,429	101,345	119,600	135,493
同比增长率(%)	-29.04	1.11	3.68	18.01	13.29
净利润(百万元)	12,532	11,229	14,850	18,590	21,934
同比增长率(%)	-11.46	12.82	18.49	25.19	17.99
每股收益(元/股)	2.08	1.87	2.47	3.09	3.65
毛利率(%)	32.5	34.1	36.2	35.6	36.4
ROE(%)	26.4	22.6	23.8	23.0	21.3
市盈率	15		12	10	8

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

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	118,628	137,750	97,745	101,345	119,600	135,493
营业收入同比增长率 (yoy)	19.44%	16.12%	-29.04%	-	-	-
减: 营业成本	80,386	88,022	66,017	64,679	77,075	86,180
毛利率 (%)	32.24%	36.10%	32.46%	36.20%	35.60%	36.40%
减: 营业税金及附加	956	1,362	752	608	718	813
主营业务利润	37,286	48,366	30,976	-	-	-
主营业务利润率 (%)	31.43%	35.11%	31.69%	-	-	-
减: 销售费用	22,509	28,890	15,506	17,026	20,093	22,763
减: 管理费用	5,090	4,818	5,049	4,966	3,947	4,200
减: 财务费用	-137	-942	-1,929	-500	-1,123	-1,200
经营性利润	9,825	15,600	12,350	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	34.54%	58.78%	-20.84%	-	-	-
经营性利润率 (%)	8.28%	11.32%	12.63%	-	-	-
减: 资产减值损失	192	398	86	0	0	0
加: 投资收益及其他	717	724	97	890	900	960
营业利润	12,263	16,089	13,516	16,377	20,690	24,547
加: 营业外净收入	629	663	1,393	850	910	955
利润总额	12,892	16,752	14,909	17,227	21,600	25,502
减: 所得税	1,956	2,499	2,286	2,287	2,898	3,436
净利润	10,936	14,253	12,624	14,940	18,702	22,066
少数股东损益	65	98	91	90	112	132
归属于母公司所有者的净利润	10,871	14,155	12,532	14,850	18,590	21,934
净利润同比增长率 (yoy)	47.31%	30.21%	-11.46%	-	-	-
全面摊薄总股本	3,008	3,008	6,016	6,016	6,016	6,016
每股收益 (元)	3.61	4.71	2.08	2.47	3.09	3.65
归属母公司所有者净利润率 (%)	9.16%	10.28%	12.82%	-	-	-
ROE	31.43%	32.06%	26.37%	23.80%	23.00%	21.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。