

公司研究/年报点评

2017年04月26日

家用电器/白色家电 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 33.43
合理价格区间(元): 39.3~45.3

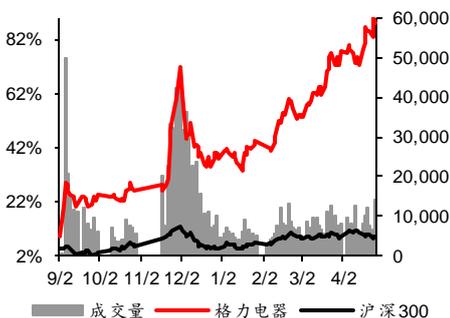
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王修宝 0755-23884591
联系人 wangxiubao@htsc.com

相关研究

- 1 《格力电器(000651):Q3 恢复性增长, 费用减少推高盈利能力》2016.10
- 2 《格力电器(000651):收购银隆新能源, 加速相关多元化布局》2016.08
- 3 《格力电器(000651):渠道坚定去库存, Q1 业绩恢复增长》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

Q4 超预期了, 2017Q1 还会差么

格力电器(000651)

2016Q4 业绩超预期, 2017H1 仍有望高增长

格力电器 2016Q4 净利润 YoY+62%, 超市场预期。公司巩固空调霸主地位, 积极拓宽多元化产业布局, 新兴领域开拓有望培育新的利润增长点。2017Q1 行业补库存, 公司空调产销增速均 40%+, 业绩有望再超预期。

2016Q4 业绩增长再提速, 超市场预期

格力电器 Q3 单季度收入端增速较 Q2 转负为正, Q4 业绩提速超预期。公司 2016 年实现收入 1083 亿元 YoY+11%, 净利润 154 亿元, YoY+23%, 扣非后净利润 YoY+27%。其中, Q4 单季度总收入 YoY+56%、净利润 YoY+62%。受原材料涨价影响, Q4 毛利率小幅下滑, 但净利率达 16% 比 Q3 提高 1.6pct, 主要是因为费用下降和汇兑收益。Q4 销售费用率比 Q3/Q2 下降 5pct/11pct, 表明公司在相关费用开支上大为减少。2016H2 空调行业库存压力好转, 加之原材料涨价, 经销商备货意愿增强, 公司大为受益。

行业补库存周期, 龙头最受益

2017 年初空调补库存带来行业产销高增长, 作为龙头的格力最为受益。根据产业在线统计数据, 2017Q1 我国空调总销量 YoY+33%、内销量 YoY+62%、出口量 YoY+13%; 其中 3 月单月总销量 YoY+25%、内销量 YoY+40%, 出口量 YoY+13%。格力增速高于行业, 彰显龙头优势。2017Q1 格力空调生产量/总销量/内销量分别 YoY+56%/+43%/+71%, 其中 3 月生产量/总销量/内销量分别 YoY+56%/+43%/+69%, 在行业增速下行趋势下, 仍保持了高增长。2017Q1 格力空调内销市占率 34%, 同比提高 5.8pct, 巩固了领先地位; 出口市占率也提升了 1pct, 缩小了与美的之间的差距。

3 月起行业库存增幅收窄, 避免重蹈高库存风险

自 3 月起, 空调出货增速收窄。根据产业在线数据, 2017Q1 我国共生产家用空调 3458 万台, YoY+35.6%, 其中 3 月空调产量 YoY+33%, 较 2 月增速下滑 33pct。据产业在线监测, 截至 3 月底, 整个空调行业总库存突破 4000 万台。我们认为空调厂商已有意调整出货速度, 以避免向渠道过多压货再度引发高库存风险。同时, 空调行业即将迎来夏季销售旺季, 格力 2017Q2 的表现仍值得期待。

全球空调行业龙头, 仍具备配置价值, 维持“买入”评级

格力作为全球空调行业龙头, 将充分受益于行业去库存结束后的恢复性增长, 以变频空调为代表的产品结构升级也将提升盈利能力, 相关多元化布局有望提供额外增长动力。近期因市场风险偏好提升, 格力估值修复显著, 但仍具备配置价值。按照公司 2016 年分红计划, 现价股息率高达 5.4%, 在整个 A 股市场居于前列。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.02/3.44/3.90 元, 按 2017 年盈利预测, 给予 13~15 倍 PE 估值, 对应合理目标价格区间 39.3~45.3 元。维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 凉夏引起空调销售低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,016
流通 A 股(百万股)	5,972
52 周内股价区间(元)	19.49-33.84
总市值(百万元)	201,106
总资产(百万元)	181,707
每股净资产(元)	8.27

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,564	110,113	130,153	148,196	165,950
+/-%	(28.17)	9.50	18.20	13.86	11.98
归属母公司净利润(百万元)	12,532	15,421	18,183	20,683	23,432
+/-%	(11.46)	23.05	17.91	13.75	13.29
EPS(元, 最新摊薄)	2.08	2.56	3.02	3.44	3.90
PE(倍)	16.05	13.04	11.06	9.72	8.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

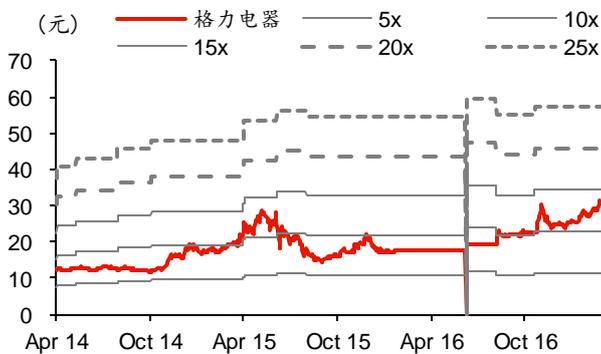
图表1: 公司单季度财务分析

单位: 亿元	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 YoY(%)	-57.8	0.0	-5.8	5.0	56.0
归母净利 YoY(%)	-40.4	13.9	10.1	14.1	62.5
ROE (%)	5.6	6.4	6.8	10.2	8.1
扣非后 ROE (%)	5.5	6.4	8.2	9.9	7.4
ROA (%)	1.6	1.9	1.9	2.8	2.3
销售毛利率(%)	34.1	33.3	38.2	31.8	28.2
销售净利率(%)	16.0	12.9	13.3	14.6	16.3
销售商品提供劳务收到的现金	298.4	219.1	158.0	173.0	148.9
经营活动现金净流量	74.0	61.2	53.4	27.1	7.0
购建固定无形长期资产支付的现金	7.4	8.8	6.7	6.5	10.8
投资支付的现金	5.9	2.0	4.0	0.0	9.0
投资活动现金净流量	-13.7	-2.3	-15.6	1.5	-176.2
吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
取得借款收到的现金	29.1	18.9	15.0	61.2	28.8
筹资活动现金净流量	-36.8	1.6	-0.1	-53.0	-6.0
现金流量净额	30.3	68.8	52.4	-21.3	-160.3

资料来源: Wind、华泰证券研究所

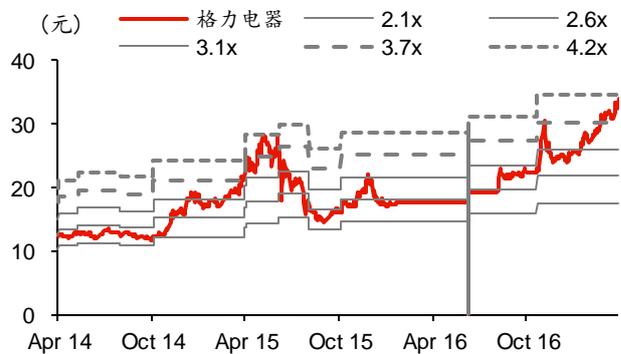
PE/PB - Bands

图表2: 格力电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 格力电器历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	120,949	142,911	163,202	181,326	199,699
现金	88,820	95,613	108,468	119,325	130,845
应收账款	2,879	2,961	3,149	3,586	4,016
其他应收账款	254.02	244.98	260.61	296.74	332.29
预付账款	847.93	1,815	1,728	1,973	2,210
存货	9,474	9,025	10,696	12,216	13,680
其他流动资产	18,674	33,252	38,900	43,930	48,616
非流动资产	40,749	39,459	38,262	36,752	34,746
长期投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91
固定资产投资	15,432	17,682	16,511	15,177	13,761
无形资产	2,656	3,355	3,355	3,355	3,355
其他非流动资产	22,565	18,318	18,292	18,116	17,526
资产总计	161,698	182,370	201,464	218,078	234,445
流动负债	112,625	126,876	127,706	136,208	143,462
短期借款	6,277	10,701	3,000	3,000	3,000
应付账款	24,794	29,541	33,728	39,253	43,547
其他流动负债	81,554	86,634	90,978	93,956	96,915
非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
负债合计	113,131	127,446	128,235	136,755	144,011
少数股东权益	1,045	1,060	1,182	1,321	1,478
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	185.95	183.40	183.40	183.40	183.40
留存公积	41,237	47,575	65,848	73,803	82,757
归属母公司股	47,521	53,864	72,047	80,002	88,956
负债和股东权益	161,698	182,370	201,464	218,078	234,445

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	44,378	14,860	16,010	17,879	19,145
净利润	12,624	15,525	18,306	20,822	23,589
折旧摊销	1,318	1,817	1,462	1,479	1,488
财务费用	(1,929)	(4,846)	(3,739)	(4,406)	(4,853)
投资损失	(96.65)	2,221	(900.00)	(1,300)	(2,000)
营运资金变动	32,374	(84.84)	844.98	1,183	349.86
其他经营现金	88.47	227.67	36.37	100.88	570.82
投资活动现金	(4,713)	(19,247)	936.95	1,300	2,000
资本支出	2,885	3,277	(36.95)	0.00	0.00
长期投资	1,883	(1,646)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	54.02	(17,616)	900.00	1,300	2,000
筹资活动现金	(7,683)	(5,752)	(4,091)	(8,323)	(9,625)
短期借款	2,698	4,424	(7,701)	0.00	0.00
长期借款	(2,259)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3,008	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(3,005)	(2.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,124)	(10,173)	3,610	(8,323)	(9,625)
现金净增加额	33,859	(6,044)	12,855	10,857	11,520

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,564	110,113	130,153	148,196	165,950
营业成本	66,017	72,886	86,383	98,655	110,481
营业税金及附加	751.89	1,430	1,691	1,925	2,156
营业费用	15,506	16,477	19,476	22,176	24,833
管理费用	5,049	5,489	6,488	7,387	8,272
财务费用	(1,929)	(4,846)	(3,739)	(4,406)	(4,853)
资产减值损失	86.32	(0.99)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1,010)	1,093	0.00	0.00	0.00
投资净收益	96.65	(2,221)	900.00	1,300	2,000
营业利润	13,516	17,456	20,755	23,758	27,061
营业外收入	1,404	1,096	1,096	1,096	1,096
营业外支出	11.05	20.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,909	18,531	21,851	24,854	28,158
所得税	2,286	3,007	3,545	4,032	4,568
净利润	12,624	15,525	18,306	20,822	23,589
少数股东损益	91.29	103.67	122.24	139.04	157.52
归属母公司净利润	12,532	15,421	18,183	20,683	23,432
EBITDA	12,905	14,427	18,477	20,832	23,697
EPS(元)	2.08	2.56	3.02	3.44	3.90

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(28.17)	9.50	18.20	13.86	11.98
营业利润	(15.99)	29.15	18.90	14.47	13.90
归属母公司净利润	(11.46)	23.05	17.91	13.75	13.29
获利能力(%)					
毛利率	34.35	33.81	33.63	33.43	33.43
净利率	12.46	14.00	13.97	13.96	14.12
ROE	26.37	28.63	25.24	25.85	26.34
ROIC	(18.60)	(21.93)	(28.03)	(30.26)	(33.54)
偿债能力					
资产负债率(%)	69.96	69.88	63.65	62.71	61.43
净负债比率(%)	7.67	8.40	2.34	2.19	2.08
流动比率	1.07	1.13	1.28	1.33	1.39
速动比率	0.99	1.06	1.19	1.24	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.64	0.68	0.71	0.73
应收账款周转率	30.74	34.70	40.30	39.60	39.30
应付账款周转率	2.56	2.68	2.73	2.70	2.67
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.08	2.56	3.02	3.44	3.90
每股经营现金流(最新摊薄)	7.38	2.47	2.66	2.97	3.18
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.95	11.98	13.30	14.79
估值比率					
PE(倍)	16.05	13.04	11.06	9.72	8.58
PB(倍)	4.23	3.73	2.79	2.51	2.26
EV_EBITDA(倍)	8.82	7.89	6.16	5.47	4.80

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com