

公司研究/季报点评

2017年04月29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.  
合理价格区间(元): 39.3~45.3

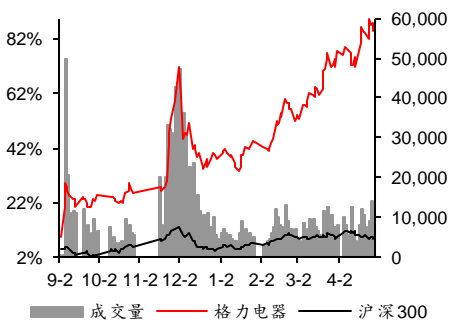
**张立聪** 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《格力电器(000651,买入): Q4 超预期了, 2017Q1 还会差么》2017.04
- 2 《格力电器(000651):Q3 恢复性增长, 费用减少推高盈利能力》2016.10
- 3 《格力电器(000651):收购银隆新能源, 加速相关多元化布局》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

# Q1 不负所望, Q2 料有惊喜

## 格力电器(000651)

### 2017Q1 业绩不负所望, 2017H1 有望高增长

格力电器 2017Q1 净利润 YoY+27%, 符合预期。公司 Q1 空调热销业绩增长兑现, 受益空调补库存行情延续, Q2 业绩或仍有惊喜。长期看, 公司空调霸主地位巩固, 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 业绩 YoY+27%

格力电器 2017Q1 实现收入 297 亿元, YoY+20.5%; 归母净利 40 亿元, YoY+27.0%; 扣非净利润 36 亿元, YoY+15.3%。非经常性损益合计 4.0 亿元, YoY+52%, 主要源自远期外汇合约公允价值变动收益 3.3 亿元, YoY+62%。格力对产品价格和渠道控制力强, 有效应对了原材料上涨的不利影响, 公司 Q1 毛利率、净利率同比分别提高 1.1pct、0.7pct, 销售费用率同比下降 5pct。2017Q1 公司销售商品提供劳务收到的现金高达 311 亿元, YoY+97%, 也印证了空调在 Q1 的热销。

### 2017Q1 格力空调表现最亮眼, 远超同行

受益于年初空调行业补库存, 格力空调产销高增长。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%, 同期格力空调总销量/内销量分别 YoY+43%/+71%, 高于行业增速。另外据中怡康渠道监测数据显示, 格力空调 2017Q1 零售量 YoY+48%, 高于行业整体增速 30pct, 远高于其他品牌; 1-3 月市场份额高达 38%, 同比提高 7pct; 零售均价 YoY+2%, 温和上涨, 与行业平均涨幅基本持平。

### 资产质量优质, 高分红、高股息率吸引价值投资

格力现金充足流动性好, 分红慷慨。截至 2017 年 3 月底, 公司账面货币资金 1093 亿元, 对应短期借款+一年内到期负债仅 164 亿元, 其他流动负债 617 亿元。公司账面预收款 134 亿元, 较年初上涨 33%, 以经销商货款为主的应收票据 181 亿元, 对后期业绩形成一定锁定。根据公司 2016 年分红计划, 拟每股分红 1.8 元(含税), 按当前收盘价股息率高达 5.5%, 在整个 A 股市场居于前列。

### 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, 但目前股价 2017PE 仅 11 倍, 高股息率也具备吸引力。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.02/3.43/3.89 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: 原材料价格大幅上涨, 凉夏及地产超调致空调销售不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,016
流通 A 股(百万股)	5,971
52 周内股价区间(元)	19.49-33.84
总市值(百万元)	198,519
总资产(百万元)	182,370
每股净资产(元)	8.95

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	18,169	20,651	23,396
+/-%	(11.46)	23.05	17.82	13.66	13.29
EPS(元, 最新摊薄)	2.08	2.56	3.02	3.43	3.89
PE(倍)	15.84	12.87	10.93	9.61	8.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

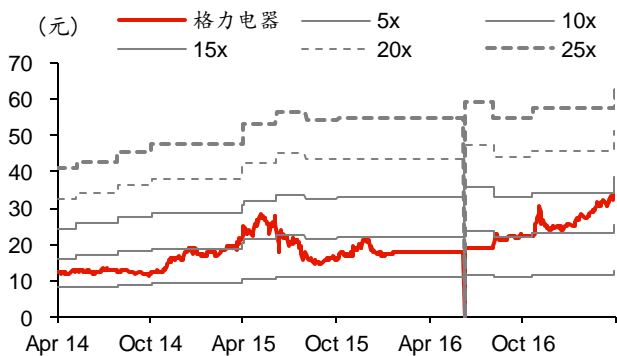
**图表1: 公司单季度财务分析**

单位: 亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY (%)	0.0	-5.8	5.0	56.0	19.7
归母净利润 YoY (%)	13.9	10.1	14.1	62.5	27.1
ROE (%)	6.4	6.8	10.2	8.1	7.2
扣非后 ROE (%)	6.4	8.2	9.9	7.4	6.5
ROA (%)	1.9	1.9	2.8	2.3	2.1
销售毛利率 (%)	33.3	38.2	31.8	28.2	34.4
销售净利率 (%)	12.9	13.3	14.6	16.3	13.6
销售商品提供劳务收到的现金	219.1	158.0	173.0	148.9	310.7
经营活动现金净流量	61.2	53.4	27.1	7.0	87.8
购建固定无形长期资产支付的现金	8.8	6.7	6.5	10.8	6.1
投资支付的现金	2.0	4.0	0.0	9.0	11.9
投资活动现金净流量	-2.3	-15.6	1.5	-176.2	-29.8
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	18.9	15.0	61.2	28.8	68.1
筹资活动现金净流量	1.6	-0.1	-53.0	-6.0	56.9
现金流量净额	68.8	52.4	-21.3	-160.3	111.8

资料来源: Wind、华泰证券研究所

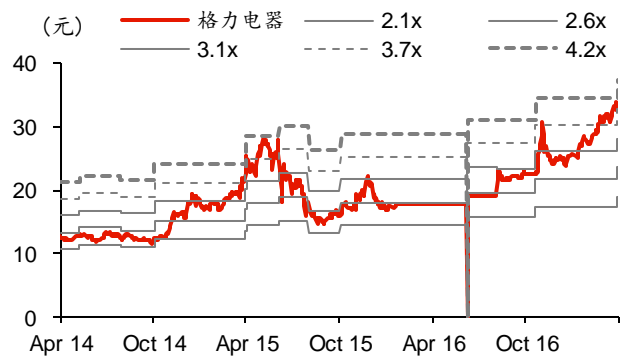
**PE/PB - Bands**

**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	163,189	181,293	199,653
现金	88,820	95,613	107,593	118,309	129,699
应收账款	2,879	2,961	3,753	4,273	4,785
其他应收账款	254.02	244.98	305.86	348.26	389.98
预付账款	847.93	1,815	1,728	1,973	2,210
存货	9,474	9,025	10,909	12,459	13,953
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	38,260	36,749	34,741
长期投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91
固定资产投资	15,432	17,682	16,509	15,173	13,756
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	201,449	218,042	234,395
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	65,834	73,767	82,707
归属母公司股	47,521	53,864	72,033	79,966	88,906
负债和股东权益	161,698	182,370	201,449	218,042	234,395

### 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	15,152	17,767	19,036
净利润	12,624	15,525	18,291	20,790	23,553
折旧摊销	1,318	1,817	1,463	1,481	1,490
财务费用	(1,929)	(4,846)	(3,722)	(4,368)	(4,810)
投资损失	(96.65)	2,221	(900.00)	(1,300)	(2,000)
营运资金变动	32,374	(84.84)	700.63	1,052	222.29
其他经营现金	88.47	227.67	(681.52)	110.87	580.66
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)	(4,109)	(8,350)	(9,646)
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)	3,592	(8,350)	(9,646)
现金净增加额	33,859	(6,044)	11,980	10,717	11,390

### 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)	(3,722)	(4,368)	(4,810)
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	20,737	23,720	27,018
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	21,833	24,817	28,115
所得税	2,286	3,007	3,542	4,026	4,561
净利润	12,624	15,525	18,291	20,790	23,553
少数股东损益	91.29	103.67	122.14	138.83	157.28
归属母公司净利润	12,532	15,421	18,169	20,651	23,396
EBITDA	12,905	14,427	18,479	20,833	23,698
EPS(元)	2.08	2.56	3.02	3.43	3.89

### 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	18.80	14.39	13.90
归属母公司净利润	(11.46)	23.05	17.82	13.66	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	13.96	13.94	14.10
ROE	26.37	28.63	25.22	25.83	26.32
ROIC	(18.60)	(21.92)	(28.50)	(30.81)	(34.21)
偿债能力					
资产负债率(%)	69.96	69.88	63.66	62.72	61.44
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	1.05	1.19	1.24	1.29
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	31.85	33.81	33.23	32.97
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	3.43	3.89
每股经营现金流(最新摊薄)	7.38	2.47	2.52	2.95	3.16
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.95	11.97	13.29	14.78
估值比率					
PE(倍)	15.84	12.87	10.93	9.61	8.49
PB(倍)	4.18	3.69	2.76	2.48	2.23
EV_EBITDA(倍)	8.62	7.71	6.02	5.34	4.70

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