

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

目标估值: 35-38 元

当前股价: 32.97 元

2017 年 05 月 02 日

风险收益比依然突出

基础数据

上证综指	3144
总股本(万股)	601573
已上市流通股(万股)	597060
总市值(亿元)	1983
流通市值(亿元)	1969
每股净资产(MRQ)	9.6
ROE(TTM)	28.1
资产负债率	70.3%
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	7	47	86
相对表现	8	44	77



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器(000651)—2017: 航母级定价权和确定性》2017-03-09
- 2、《格力电器(000651)—当前 A 股家电最具性价比之选》2017-02-12
- 3、《格力电器(000651)—价值底部 盈利回升》2016-12-20

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

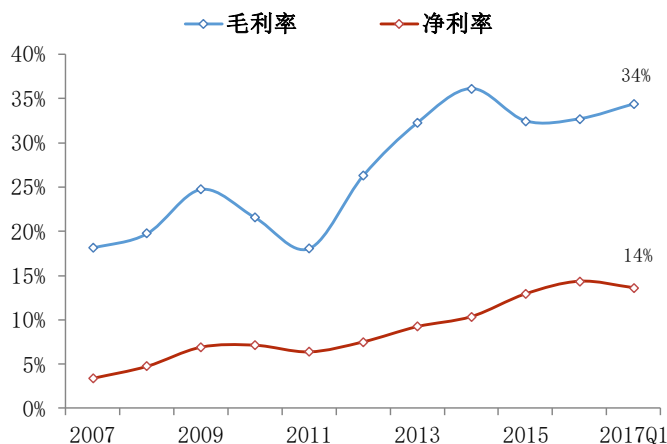
- **投资思考: 风险收益比依然突出。** 家电板块在 Q1 取得显著的超额收益,机构持仓亦处于相对高位; 因此风险收益比凸显重要性。结合 16Q4 与 17Q1 的公司经营,全年盈利保持 25%以上的增长较为确定,对应 2017 年不足 11xPE; 如果考量现金价值,格力依然是 A 股家电最具安全边际的标的资产,也是最具现金分红和潜在的股权回购能力的公司,维持强烈推荐-A 评级。
- **2017Q1 季报: 收入稳健,盈利出色。** 据一季报,公司收入同比+20%; 市场认为低于产业在线+70%的预期。而用(16Q4+17Q1)/(15Q4+16Q1)=34%,则相对容易接受; 此外,其他流动负债 2016Q4 较 Q3 环比减少 22 亿,也可能对收入的确认带来了一定影响。归母净利+27%表现出色。一众家电企业深受 Q1 原材料成本压力影响...格力 17Q1 毛利率 34.4%净利率 13.6%,均同比+1pct,经营能力和盈利确定性傲视同侪。
- **2017 全年: 受益景气复苏,盈利继续领先行业。** 公司 17Q1 预收款 134 亿环比增加 33 亿同比持平。其他流动负债环比增加 19 亿至 617 亿,表明实际盈利更为殷实。17Q1 经营性净现金流 88 亿同比+43%。资产质量优异。空调行业的复苏仍在继续。预期公司全年盈利有望实现 25%+增长。
- **现金价值: 十足安全边际,卓越的现金分红和潜在股权回购能力。** 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 11 名)海信电器(A 股 16 名)美的集团和美菱电器。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 5 名)小天鹅(A 股 52 名)和美的集团。
- **如何看待和评估消费抱团行情?** 据 Wind,Q1 家电板块收益率 11.1%基金持仓 5.9%,分别是市场第 2 和第 5 位。看好消费的长期逻辑在于中国经济社会逐步由投资驱动向消费和科技创新驱动转型; 短期支撑则来自于三方面: 1,Q1 地产景气的超预期; 2,中小创板块盈利的羸弱和壳价值的覆灭,金融监管的从严以及周期股盈利的不稳定; 3,宏观与政策的不确定,消费品具有“确定性溢价”。
- **风险提示: 空调景气弱于预期、消费抱团行情的短期逻辑破灭**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	100564	110113	131886	145029	159409
同比增长	-28%	9%	20%	10%	10%
营业利润(百万元)	13516	16953	21293	23480	25921
同比增长	-16%	25%	26%	10%	10%
净利润(百万元)	12532	14919	18588	20438	22502
同比增长	-11%	19%	25%	10%	10%
每股收益(元)	2.08	2.48	3.09	3.40	3.74
PE	15.8	26.6	10.7	9.7	8.8
PB	4.2	3.7	3.2	2.9	2.6

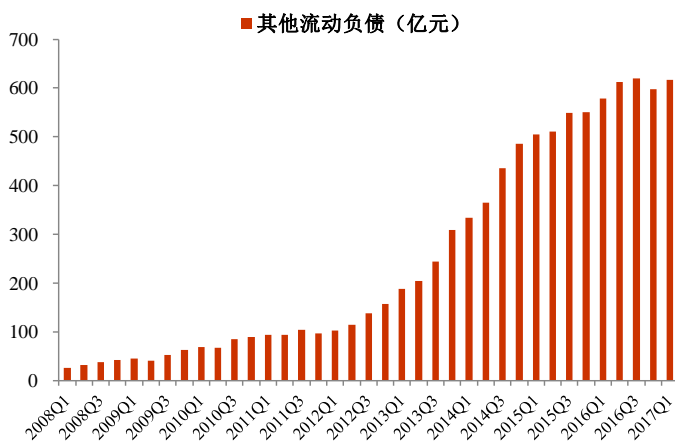
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、格力电器：毛利率和净利率



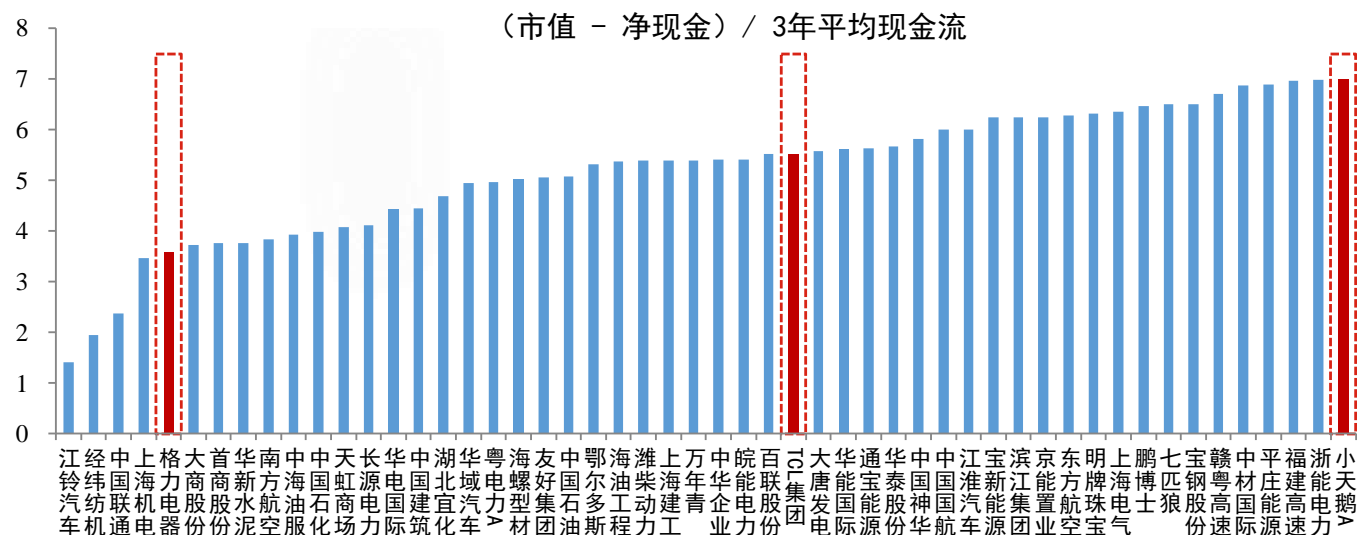
资料来源：wind、招商证券

图 2、格力电器：其他流动负债 (亿元)



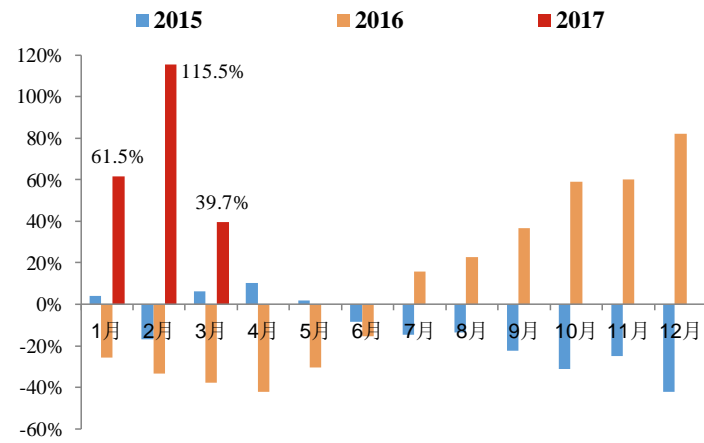
资料来源：wind、招商证券

图 3、底线价值: (市值-净现金) / 三年平均自由现金流



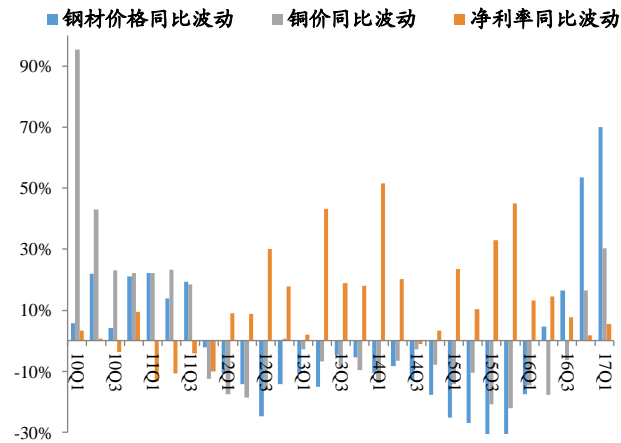
资料来源：wind、招商证券

图 4、2017 年空调景气持续复苏



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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	120949	142911	153182	171484	191882
现金	88820	95613	98215	111040	125448
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14880	29963	35888	39464	43377
应收款项	2879	2961	3522	3873	4257
其它应收款	254	245	293	323	355
存货	9474	9025	10247	11268	12382
其他	4643	5104	5016	5516	6062
非流动资产	40749	39459	41253	42858	44294
长期股权投资	95	104	104	104	104
固定资产	15432	17682	19812	21719	23426
无形资产	2656	3355	3020	2718	2446
其他	22565	18318	18318	18318	18318
资产总计	161698	182370	194435	214342	236176
流动负债	112625	126876	131053	143391	156874
短期借款	6277	10701	0	0	0
应付账款	24794	29541	33572	36915	40568
预收账款	7620	10022	11389	12523	13763
其他	73935	76612	86091	93953	102543
长期负债	506	570	570	570	570
长期借款	0	0	0	0	0
其他	506	570	570	570	570
负债合计	113131	127446	131623	143961	157443
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积金	61	6	6	6	6
留存收益	41445	47842	55602	63028	71224
少数股东权益	1045	1060	1189	1331	1487
归属于母公司所有者权益	47521	53864	61624	69050	77246
负债及权益合计	161698	182370	194435	214342	236176

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	44378	14860	29244	29403	32144
净利润	12532	14919	18588	20438	22502
折旧摊销	1318	1817	2188	2378	2547
财务费用	(729)	(3246)	0	(1546)	(1682)
投资收益	(97)	2221	1128	1128	1128
营运资金变动	31806	(132)	7204	6858	7488
其它	(453)	(719)	136	147	162
投资活动现金流	(4713)	(19247)	(3985)	(3985)	(3985)
资本支出	(2885)	(3277)	(3985)	(3985)	(3985)
其他投资	(1829)	(15970)	0	0	0
筹资活动现金流	(7683)	(5752)	(22657)	(12593)	(13752)
借款变动	399	(418)	(10701)	0	0
普通股增加	3008	0	0	0	0
资本公积增加	(3148)	(55)	0	0	0
股利分配	(9024)	(9024)	(10828)	(13012)	(14306)
其他	1082	3745	(1128)	418	554
现金净增加额	31982	(10138)	2602	12825	14408

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100564	110113	131886	145029	159409
营业成本	66017	72886	82831	91078	100091
营业税金及附加	752	1430	1713	1884	2071
营业费用	15506	16477	19783	21754	23911
管理费用	5049	5489	6594	7251	7970
财务费用	(1929)	(4846)	0	(1546)	0
资产减值损失	86	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	(1010)	1093	1093	1093	1093
投资收益	97	(2221)	(2221)	(2221)	(2221)
营业利润	13516	16953	21293	23480	25921
营业外收入	1404	1096	1096	1096	1096
营业外支出	11	21	21	21	21
利润总额	14909	18029	22368	24555	26997
所得税	2286	3007	3651	3976	4338
净利润	12623	15022	18717	20580	22659
少数股东损益	91	104	129	142	156
归属于母公司净利润	12532	14919	18588	20438	22502
EPS (元)	2.08	2.48	3.09	3.40	3.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-28%	9%	20%	10%	10%
营业利润	-16%	25%	26%	10%	10%
净利润	-11%	19%	25%	10%	10%
获利能力					
毛利率	34.4%	33.8%	37.2%	37.2%	37.2%
净利率	12.5%	13.5%	14.1%	14.1%	14.1%
ROE	26.4%	27.7%	30.2%	29.6%	29.1%
ROIC	17.1%	15.7%	28.9%	26.5%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	70.0%	69.9%	67.7%	67.2%	66.7%
净负债比率	5.4%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.3	7.9	8.6	8.5	8.5
应收帐款周转率	36.3	37.7	40.7	39.2	39.2
应付帐款周转率	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	2.08	2.48	3.09	3.40	3.74
每股经营现金	7.38	2.47	4.86	4.89	5.34
每股净资产	7.90	8.95	10.24	11.48	12.84
每股股利	1.50	1.80	2.16	2.38	2.62
估值比率					
PE	15.8	26.6	10.7	9.7	8.8
PB	4.2	3.7	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	36.9	34.2	20.2	19.5	17.7

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，任何机构和个人均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。