

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

目标估值: 45-50 元
 当前股价: 40.0 元
 2017 年 06 月 25 日

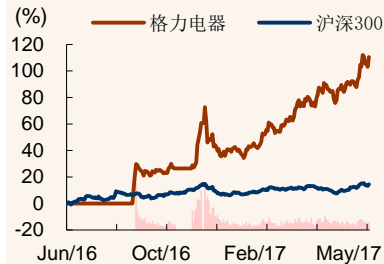
景气的此岸 估值的彼岸

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)	2244
流通市值(亿元)	2228
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	14	49	111
相对表现	10	43	96



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器 000651-新景气周期的终极受益者》2017-06-19
- 2、《格力电器(000651)—风险收益比依然突出》2017-05-02
- 3、《格力电器(000651)—2017: 航母级定价权和确定性》2017-03-09
- 4、《格力电器(000651)—当前 A 股家电最具性价比之选》2017-02-12

纪敏

0755-82960304
 jimmin@cmschina.com.cn
 S1090511040039

研究助理

吴昊
 0755-83074302
 wuhao7@cmschina.com.cn

□ **投资思考: 新景气周期的终极受益者。** 与市场认知的差异在于,我们始终认为本轮空调的高景气周期是由终端真实需求引起而非简单的库存驱动(显著不同于 2014 年,见《为何空调的真实需求好于其他白电? -20170614》)。格力 2017 年 12xPE 是目前唯一仍较海外对标家电企业估值折价的公司;临近 7 月(5 月股东大会之后两个月内),当前时点买入并持有一年可以享受两次分红(2017 和 2018 年 7 月)大致对应股息率 10.3%(假定 2017 年报维持 2016 年报分红比例的累计收益)。给予 2018 年 12xPE, 结合考虑累计分红收益,一年期目标市值 3000 亿。强烈推荐-A。

□ **龙头企业空调内销将有望在 2017-2018 两年实现 50%的累计增长。** 2015.Q3-2016.Q3 空调行业经历了库存去化周期;结合 2016 年的内销基数分析,大致推演可以得知在渠道库存和终端需求绝对值不变的情况下,空调龙头企业 2017 年可以实现 20%以上的内销同比增长。而现实的情况则是,主要企业的终端反馈空调真实消费需求增速大致在 20%甚至更高的水平,这也是导致当前渠道库存偏低的主要原因。假设 2018 年空调内销的终端需求增速为 5-10%,那么龙头企业的空调内销将在 2017-2018 两年实现累计 40-50%的出货增长。此假设之下,实施库存策略的企业增速弹性将更为显著。

□ **为何空调的真实需求好于其他白电?** 理论上,空调真实需求(终端销售)=新房销量*户均保有量(最新)+旧房数量*户均保有量的提升+十年前购置空调的更新。空调需求不仅受益于新房销售,同时还得益户均保有量的增加;中国城镇空调拥有量在过往十年得到了长足的进步(2015 年户均 1.2 台 vs 2005 年 0.8 台)。因此,单套住宅对于空调需求的拉动弹性在不断增强(冰洗产品则很难复制这一乘数效应)。同时,大批量的空调更新窗口也正在开启(2007 年空调内销首次突破 3000 万台)。事实上,对比 2014-2015 年中国与日本家电产品的户均保有量,空调(日本 2.48 台 vs 中国城镇 1.2 台)冰箱(日本 0.85 中国 0.94)洗衣机(日本 1.09 中国 0.92),大致可以得出空调内销市场的动态平衡点大致应该是 9000 万台(不包括学校宿舍等场所以及小型商业的需求)较 2016 年的 6000 万台内销有 50%以上空间。

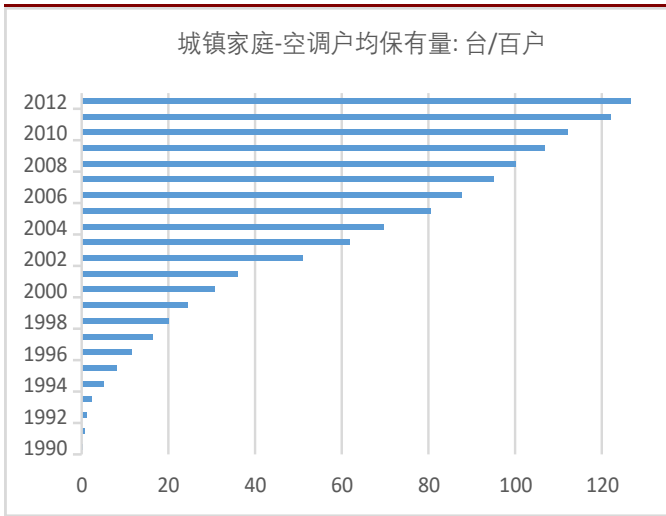
□ **风险提示:** 地产景气下行超预期、A 股市场风格变化

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	136778	156915	176973
同比增长	-28%	9%	24%	15%	13%
营业利润(百万元)	13516	17456	22835	26227	29255
同比增长	-16%	29%	31%	15%	12%
净利润(百万元)	12532	15421	19990	22871	25443
同比增长	-11%	23%	30%	14%	11%
每股收益(元)	2.08	2.56	3.32	3.80	4.23
PE	17.9	14.6	12.1	10.6	9.6
PB	4.7	4.2	3.6	3.1	2.8

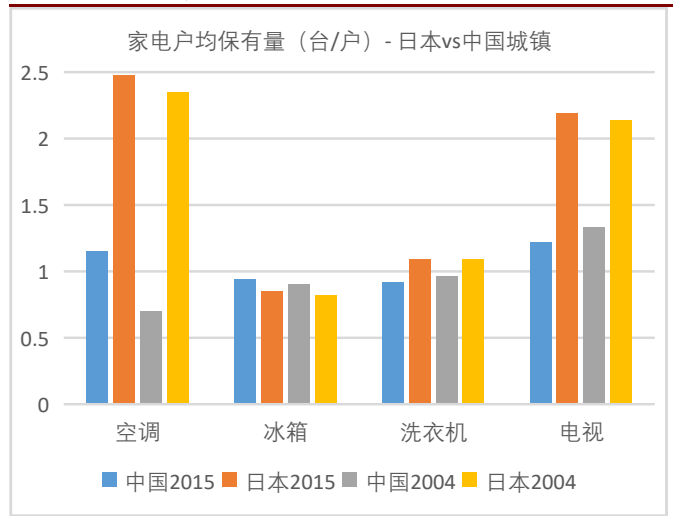
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、空调：城镇家庭户均保有量（台/百户）



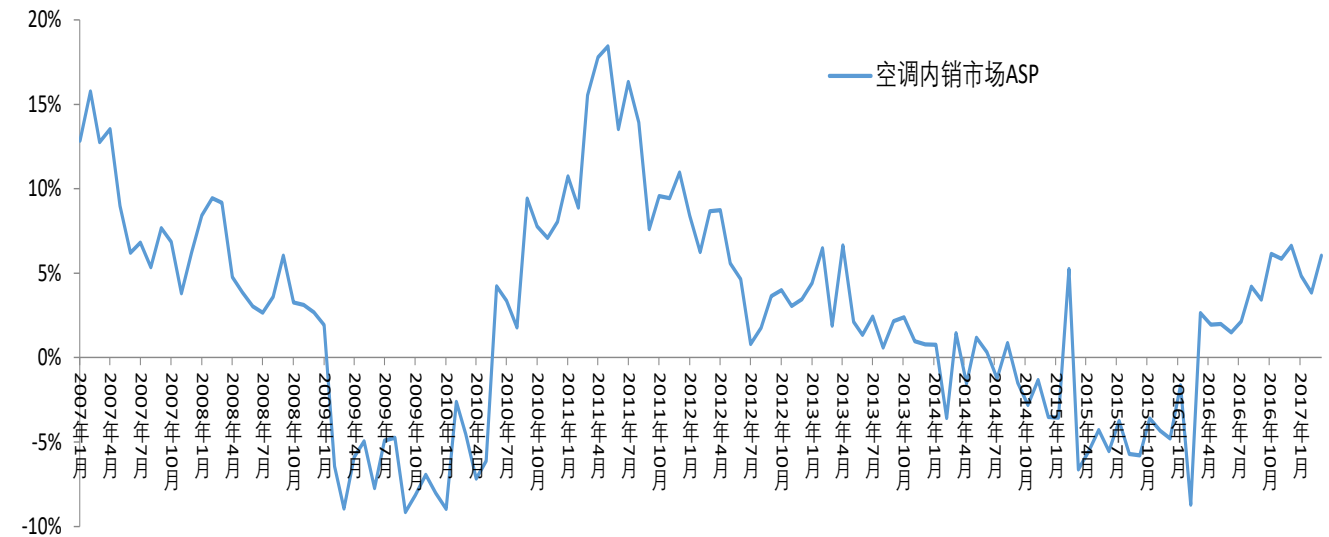
资料来源：国家统计局、招商证券

图 2、空调：中日家庭户均保有量对比（台/百户）



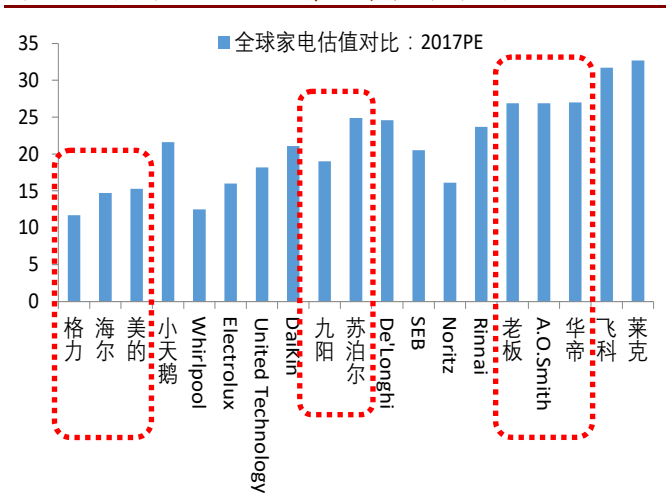
资料来源：Wind、招商证券

图 3、ASP：空调零售均价同比波动（2007-2017）



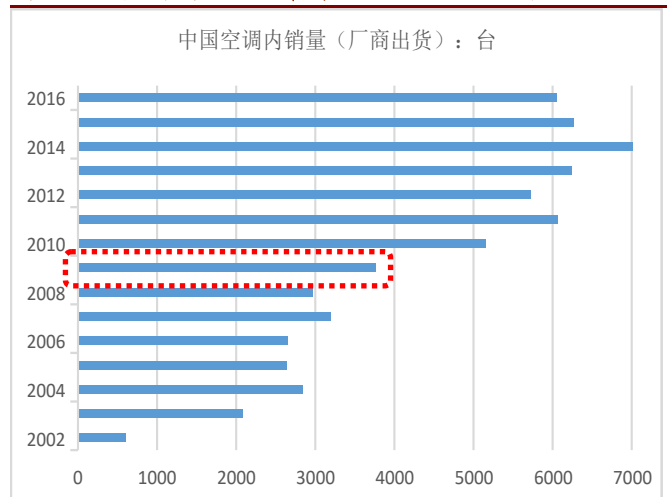
资料来源：中怡康、招商证券

图 4、估值对比：白电巨擘处于相对的估值洼地（0615）



资料来源：Wind、招商证券

图 5、空调内销 2007 年首度突破 3000 万台



资料来源：产业在线、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	158888	185272	212391
现金	88820	95613	101909	119898	138647
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14880	29963	37219	42699	48157
应收款项	2879	2961	3653	4191	4726
其它应收款	254	245	304	349	394
存货	9474	9025	10603	12170	13737
其他	4643	5104	5200	5966	6729
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	200141	228131	256685
流动负债	112625	126876	135352	154309	173259
短期借款	6277	10701	0	0	0
应付账款	24794	29541	34737	39873	45007
预收账款	7620	10022	11784	13527	15269
其他	73935	76612	88830	100909	112983
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	135922	154879	173829
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积金	61	6	6	6	6
留存收益	41445	47842	57004	65882	75315
少数股东权益	1045	1060	1194	1348	1519
归属于母公司所有者权益	47521	53864	63026	71904	81337
负债及权益合计	161698	182370	200141	228131	256685

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	44378	14860	32938	35485	38079
净利润	12532	15421	19990	22871	25443
折旧摊销	1318	1817	2188	2378	2547
财务费用	(729)	(3246)	0	(1609)	(1793)
投资收益	(97)	2221	1128	1128	1128
营运资金变动	31806	(634)	9490	10556	10576
其它	(453)	(719)	142	161	178
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)	(13512)	(15345)
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)	(13993)	(16010)
其他	1082	3745	(1128)	481	665
现金净增加额	31982	(10138)	6296	17988	18750

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	136778	156915	176973
营业成本	66017	72886	85704	98377	111044
营业税金及附加	752	1430	1777	2038	2299
营业费用	15506	16477	20243	23223	26546
管理费用	5049	5489	6565	7532	8495
财务费用	(1929)	(4846)	0	(1609)	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	17456	22835	26227	29255
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	18531	23910	27302	30330
所得税	2286	3007	3786	4277	4716
净利润	12624	15525	20124	23025	25614
少数股东损益	91	104	134	154	171
归属于母公司净利润	12532	15421	19990	22871	25443
EPS (元)	2.08	2.56	3.32	3.80	4.23

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-28%	9%	24%	15%	13%
营业利润	-16%	29%	31%	15%	12%
净利润	-11%	23%	30%	14%	11%
获利能力					
毛利率	34.4%	33.8%	37.3%	37.3%	37.3%
净利率	12.5%	14.0%	14.6%	14.6%	14.4%
ROE	26.4%	28.6%	31.7%	31.8%	31.3%
ROIC	17.1%	16.4%	30.4%	28.7%	28.3%
偿债能力					
资产负债率	70.0%	69.9%	67.9%	67.9%	67.7%
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	8.7	8.6	8.6
应收帐款周转率	36.3	37.7	41.4	40.0	39.7
应付帐款周转率	2.6	2.7	2.7	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	2.08	2.56	3.32	3.80	4.23
每股经营现金	7.38	2.47	5.48	5.90	6.33
每股净资产	7.90	8.95	10.48	11.95	13.52
每股股利	1.50	1.80	2.33	2.66	2.96
估值比率					
PE	17.9	14.6	12.1	10.6	9.6
PB	4.7	4.2	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA	48.1	43.1	24.7	22.9	20.6

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。