

Q2有惊喜, Q3亦可期

■ **事件:** 格力电器公布 2017 半年报, 2017H1 实现总收入 700.2 亿元, YoY+40%; 归母净利润 94.5 亿元, YoY+48%。其中 Q2 单季实现收入 399.9 亿元, YoY+60%; 归母净利润 54.4 亿元, YoY+68%。业绩表现大超预期。下半年空调补库行情继续, 我们认为公司全年的高增长确定性强, 中长期亦不乏增长空间。

■ **Q2 业绩增长超预期:** 根据公告, Q2 单季归母净利润 YoY+68%。作为空调行业龙头, 上半年空调热销让市场给予公司较高的期许, 但最终表现仍然远超预期, 若无汇率波动影响增速会更高。同时我们注意到, 2017H1 扣非业绩 YoY+28%, 低于收入增速, 分析其原因, 主要来自非经常性损益中的远期外汇合约, 本期收益 1.2 亿元, 而上年同期该项为-13 亿元。但上半年非经常性损益共 4.5 亿元, 其中 4.0 亿元来自 Q1, Q2 单季度扣非业绩 YoY+37%, 增长仍然超预期。

■ **莫忧经营性现金流下降:** 上半年经营活动产生的现金流量净额 36 亿元, YoY-68%。我们看到公司上半年预付款 35 亿元, 同比增加近 14 亿元; 发放贷款及垫款净增加额同比多增近 19 亿元, 皆是为下一步的经营活动作准备。支付其他与经营活动有关的现金也增加了, 其中销售费用支付的现金同比增加近 15 亿元, YoY+63%; 票据质押保证金净增加额同比多增 14 亿元。其实, 格力的现金流入是有质量的。2017H1 经营现金流入 YoY+38%, 其中 Q2 单季度 YoY+39%, 2017H1 “销售收到现金/营业收入” 76%, 与去年同期 77% 的水平大致相当。根据产业在线数据, 2017 年 7 月格力空调总销量/内销量/出口量分别 YoY+41%/+50%/+14%, 在高基数上公司仍实现了较高增长。

■ **Q2 很好, 但判断新冷年走势更为重要:** 上一个冷年空调的旺销已成事实。根据产业在线数据, 2017 年 1-7 月空调行业内销出货量达 5373 万台, YoY+67%, 只要接下来 5 个月平均每个月保持同比 0 增长, 2017 年的内销量就能达到近 8200 万台, YoY+36%。由此, 很多投资者开始担心, 上半年空调的热销会透支下半年或者是明年的需求, 悲观者甚至会认为下半年和明年行业将会是负增长。我们认为, 当前空调渠道库存仍处于低位, 经销商补库存意愿强, 且有滞后于预售的新房交付带来新增需求, 下半年空调销量大概率超预期。中长期看, 我们认为国内空调行业离天花板尚早, 目前正处于保有量快速提升的阶段, 我们测算空调内销基础需求在未来 10 年能够实现年均 5% 左右的复合增长, 对于行业龙头, 通过市场份额提升和价格提升, 保持超越行业的稳健增长是可持续的。这也是我们看好格力中长期增长空间的理由 (详见深度报告《掀开空调的天花板》)。

■ **投资建议:** 格力充分受益于空调行业的高景气度, 较高的行业定价权和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。我们预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 3.45/4.00/4.55 元; 给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价 48.29 元, 对应 2017 年 14 倍 PE。

■ **风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 房地产下行超预期, 汇率风险。

| 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 1,005.6 | 1,101.1 | 1,483.4 | 1,730.5 | 1,998.1 |
| 净利润 | 125.3 | 154.2 | 207.5 | 240.5 | 273.7 |
| 每股收益(元) | 2.08 | 2.56 | 3.45 | 4.00 | 4.55 |
| 每股净资产(元) | 7.90 | 8.95 | 10.09 | 12.08 | 14.32 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 19.0 | 15.4 | 11.5 | 9.9 | 8.7 |
| 市净率(倍) | 5.0 | 4.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| 净利润率 | 12.5% | 14.0% | 14.0% | 13.9% | 13.7% |
| 净资产收益率 | 26.4% | 28.6% | 34.2% | 33.1% | 31.8% |
| 股息收益率 | 3.8% | 4.5% | 6.1% | 5.1% | 5.7% |
| ROIC | -52.1% | -20.3% | -36.5% | -39.6% | -55.8% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 48.29 元

股价 (2017-08-30) 39.58 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 236,899.48 |
| 流通市值 (百万元) | 235,122.32 |
| 总股本 (百万股) | 6,015.73 |
| 流通股本 (百万股) | 5,970.60 |
| 12 个月价格区间 | 17.72/41.53 元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -3.89 | 14.31 | 140.03 |
| 绝对收益 | -0.48 | 21.05 | 135.34 |

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

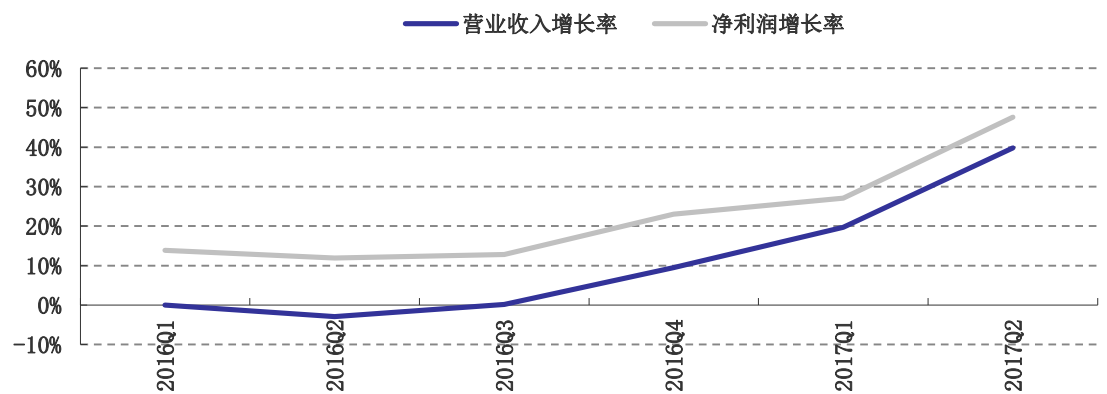
- 格力电器: 行业持续超预期, 料格力业绩有惊喜/张立聪 2017-08-10
- 格力电器: 渠道去库存加快进行, 高分红体现白马价值 2016-08-23

表 1：财务指标分析

| % | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 YoY | 0 | -6 | 5 | 56 | 20 | 60 |
| 归母净利 YoY | 14 | 10 | 14 | 62 | 27 | 68 |
| 扣非归母净利 YoY | 18 | 53 | 3 | 52 | 15 | 37 |
| 销售毛利率 | 33 | 38 | 32 | 28 | 34 | 30 |
| 销售费用率 | 18 | 20 | 14 | 9 | 15 | 10 |
| 毛利率-销售费用率 | 16 | 18 | 18 | 19 | 20 | 20 |
| 销售净利率 | 13 | 13 | 15 | 16 | 14 | 14 |
| ROE | 6 | 7 | 10 | 8 | 7 | 10 |
| 扣非后 ROE | 6 | 8 | 10 | 7 | 6 | 10 |
| ROA | 2 | 2 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/收入 | 89 | 64 | 52 | 58 | 105 | 54 |
| 经营活动现金净流量/收入 | 25 | 22 | 8 | 3 | 30 | -13 |
| 经营活动现金净流量/经营净收益 | 164 | 113 | 49 | 15 | 203 | -80 |
| 经营现金流净额占比 | 101 | 141 | -111 | -4 | 76 | 95 |
| 投资现金流净额占比 | -4 | -41 | -6 | 101 | -26 | 82 |
| 筹资现金流净额占比 | 3 | 0 | 217 | 3 | 50 | -76 |

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 1,005.6 | 1,101.1 | 1,483.4 | 1,730.5 | 1,998.1 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 660.2 | 728.9 | 970.1 | 1,148.8 | 1,318.5 | 营业收入增长率 | -28.2% | 9.5% | 34.7% | 16.7% | 15.5% |
| 营业税费 | 7.5 | 14.3 | 19.3 | 20.8 | 26.0 | 营业利润增长率 | -16.0% | 29.1% | 36.5% | 16.0% | 14.6% |
| 销售费用 | 155.1 | 164.8 | 219.6 | 252.7 | 293.7 | 净利润增长率 | -11.5% | 23.0% | 34.6% | 15.9% | 13.8% |
| 管理费用 | 50.5 | 54.9 | 71.2 | 79.6 | 90.9 | EBITDA 增长率 | -21.2% | 7.1% | 56.0% | 13.7% | 17.0% |
| 财务费用 | -19.3 | -48.5 | -31.0 | -39.8 | -38.0 | EBIT 增长率 | -22.8% | 3.8% | 63.2% | 14.2% | 17.9% |
| 资产减值损失 | 0.9 | -0.0 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | -23.9% | 7.7% | 64.8% | 14.2% | 17.9% |
| 加:公允价值变动收益 | -10.1 | 10.9 | - | - | - | 投资资本增长率 | 176.6% | -8.4% | 5.2% | -16.3% | 53.4% |
| 投资和汇兑收益 | 1.0 | -22.2 | 4.0 | 8.0 | 10.0 | 净资产增长率 | 7.6% | 13.1% | 12.7% | 19.6% | 18.4% |
| 营业利润 | 135.2 | 174.6 | 238.3 | 276.5 | 317.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 13.9 | 10.8 | 10.4 | 11.7 | 11.0 | 毛利率 | 34.4% | 33.8% | 34.6% | 33.6% | 34.0% |
| 利润总额 | 149.1 | 185.3 | 248.8 | 288.2 | 328.0 | 营业利润率 | 13.4% | 15.9% | 16.1% | 16.0% | 15.9% |
| 减:所得税 | 22.9 | 30.1 | 39.8 | 46.1 | 52.5 | 净利润率 | 12.5% | 14.0% | 14.0% | 13.9% | 13.7% |
| 净利润 | 125.3 | 154.2 | 207.5 | 240.5 | 273.7 | EBITDA/营业收入 | 13.5% | 13.2% | 15.3% | 14.9% | 15.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 12.2% | 11.5% | 14.0% | 13.7% | 14.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 54 | 54 | 43 | 37 | 31 |
| 货币资金 | 888.2 | 956.1 | 949.8 | 1,038.3 | 1,346.0 | 流动营业资本周转天数 | -195 | -230 | -170 | -140 | -133 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 432 | 431 | 364 | 350 | 347 |
| 应收账款 | 31.3 | 32.1 | 50.4 | 50.3 | 63.8 | 应收账款周转天数 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应收票据 | 148.8 | 299.6 | 359.7 | 506.5 | 394.1 | 存货周转天数 | 32 | 30 | 30 | 31 | 31 |
| 预付账款 | 8.5 | 18.1 | 17.0 | 25.0 | 23.0 | 总资产周转天数 | 569 | 562 | 460 | 434 | 418 |
| 存货 | 94.7 | 90.2 | 160.1 | 140.7 | 199.4 | 投资资本周转天数 | -127 | -163 | -119 | -96 | -96 |
| 其他流动资产 | 37.9 | 32.9 | 29.9 | 33.6 | 32.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 27.0 | 13.8 | 20.8 | 20.6 | 18.4 | ROE | 26.4% | 28.6% | 34.2% | 33.1% | 31.8% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 7.8% | 8.5% | 10.6% | 11.0% | 11.3% |
| 长期股权投资 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | ROIC | -52.1% | -20.3% | -36.5% | -39.6% | -55.8% |
| 投资性房地产 | 4.9 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 154.5 | 177.2 | 178.9 | 174.1 | 167.7 | 销售费用率 | 15.4% | 15.0% | 14.8% | 14.6% | 14.7% |
| 在建工程 | 20.4 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 管理费用率 | 5.0% | 5.0% | 4.8% | 4.6% | 4.6% |
| 无形资产 | 26.6 | 33.6 | 32.7 | 31.9 | 31.1 | 财务费用率 | -1.9% | -4.4% | -2.1% | -2.3% | -1.9% |
| 其他非流动资产 | 94.3 | 109.8 | 95.3 | 99.8 | 101.6 | 三费/营业收入 | 18.5% | 15.5% | 17.5% | 16.9% | 17.3% |
| 资产总额 | 1,617.0 | 1,823.7 | 1,971.0 | 2,196.8 | 2,448.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 62.8 | 107.0 | - | 54.5 | - | 资产负债率 | 70.0% | 69.9% | 68.6% | 66.3% | 64.2% |
| 应付账款 | 274.0 | 317.6 | 448.9 | 493.6 | 571.0 | 负债权益比 | 232.9% | 232.0% | 218.4% | 196.6% | 179.1% |
| 应付票据 | 74.3 | 91.3 | 129.7 | 127.5 | 170.8 | 流动比率 | 1.07 | 1.13 | 1.16 | 1.24 | 1.31 |
| 其他流动负债 | 715.2 | 752.8 | 768.3 | 775.3 | 823.7 | 速动比率 | 0.99 | 1.06 | 1.04 | 1.14 | 1.19 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -6.35 | -2.62 | -6.69 | -5.95 | -7.34 |
| 其他非流动负债 | 5.1 | 5.7 | 5.1 | 5.3 | 5.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,131.3 | 1,274.5 | 1,352.0 | 1,456.2 | 1,570.9 | DPS(元) | 1.50 | 1.80 | 2.41 | 2.00 | 2.27 |
| 少数股东权益 | 10.5 | 10.6 | 12.0 | 13.7 | 15.5 | 分红比率 | 72.0% | 70.2% | 70.0% | 50.0% | 50.0% |
| 股本 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 股息收益率 | 3.8% | 4.5% | 6.1% | 5.1% | 5.7% |
| 留存收益 | 414.2 | 477.6 | 546.8 | 666.8 | 801.5 | | | | | | |
| 股东权益 | 485.7 | 549.2 | 619.0 | 740.6 | 877.1 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 2.08 | 2.56 | 3.45 | 4.00 | 4.55 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 7.90 | 8.95 | 10.09 | 12.08 | 14.32 |
| 净利润 | 126.2 | 155.2 | 207.5 | 240.5 | 273.7 | PE(X) | 19.0 | 15.4 | 11.5 | 9.9 | 8.7 |
| 加:折旧和摊销 | 13.2 | 18.2 | 19.1 | 20.6 | 22.2 | PB(X) | 5.0 | 4.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| 资产减值准备 | 0.9 | -0.0 | - | - | - | P/FCF | 5.1 | 18.2 | 17.0 | 11.3 | 5.4 |
| 公允价值变动损失 | 10.1 | -10.9 | - | - | - | P/S | 2.4 | 2.2 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| 财务费用 | -7.3 | -32.5 | -31.0 | -39.8 | -38.0 | EV/EBITDA | 2.6 | 3.2 | 5.6 | 4.8 | 2.9 |
| 投资损失 | -1.0 | 22.2 | -6.0 | -8.0 | -10.0 | CAGR(%) | 24.2% | 21.1% | 13.6% | 24.2% | 21.1% |
| 少数股东损益 | 0.9 | 1.0 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | PEG | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.4 | 0.4 |
| 营运资金的变动 | 306.8 | 26.1 | 40.7 | -92.1 | 214.7 | ROIC/WACC | -5.2 | -2.0 | -3.7 | -4.0 | -5.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 443.8 | 148.6 | 231.7 | 122.9 | 464.4 | REP | 0.1 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -47.1 | -192.5 | -37.1 | -6.5 | 2.3 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -76.8 | -57.5 | -200.9 | -28.0 | -159.1 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | | | |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034