

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

坚如磐石

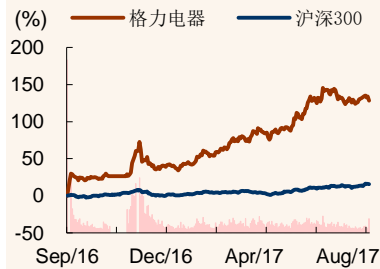
目标估值: 50 元
当前股价: 38.65 元
2017 年 08 月 31 日

基础数据

上证综指	3361
总股本 (万股)	601573
已上市流通股 (万股)	597049
总市值 (亿元)	2325
流通市值 (亿元)	2308
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	35.2
资产负债率	73.8%
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	2	53	134
相对表现	-1	42	118



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器(000651)-景气的此岸, 估值的彼岸》2017-06-26
- 2、《格力电器(000651)-新景气周期的终极受益者》2017-06-20
- 3、《格力电器(000651)-风险收益比依然突出》2017-05-02

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

□ **投资思考: 坚如磐石。** 近期家电行业复杂的经营环境赋予了格力半年报更多的内涵: 1, 空调终端真实需求的强劲兑现收入端的高增长; 2, 汇率和原材料双重压力之下, 公司的盈利水平仍在提升, 体现了全球空调巨擘极其卓越的资产质量与应对能力。当然, 更重要的是面向未来的信心基石: 1, 收入端增速仍有能力领先行业 10pct; 2, 经营环境常态化之后, 盈利水平仍有提升空间。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 3.58/4.30/4.95 元/股, 对应 PE11/9/8x; 股息率 6%(现金分红率 70%)。性价比显著, 强烈推荐-A。

□ **2017H1: 收入兑现行业景气, 盈利强劲。** 公司 17H1 实现营业总收入 692 亿, 同比+41%; 归母净利润 95 亿; 同比+48%; 扣非后同比+28%, 对应 EPS1.57 元。其中 17Q2 收入同比+57%, 归母净利润+68%。收入端的强劲表现与空调行业的高景气相对应。17H1 内销和出口毛利率分别同比-2pct 和-8pct (提价滞后+汇率升值, 影响出口) 净利率 13.7% 同比+0.6pct。

□ **盈利彰显巨擘实力。** 1, 其他流动负债: 公司 2017H1 毛利率 32% 同比-4pct, 其中 17Q2 单季毛利率同比-8pct, 销售费用率同比-10pct; 其他流动负债同比环比均基本持平 (600 亿量级, 没有下降) ... 大致可以解读为 “积极应对经营环境的变化, 返利兑现且历史积淀未受影响”。 2, 人民币升值的影响: 将 “汇兑损益+远期外汇损益” 联动观察, 去年同期外汇影响+10.4 亿, 今年-3.7 亿, 波动为 14 亿元, 公司通过结汇和远期对冲等方式来应对汇率波动。 3, 经营性净现金流同比-68%: 公司货币资金余额千亿水平, 十分健康。

□ **面向未来的信心基石。** 1, 收入端: 模拟测算, 地产销售-10% 对应空调需求-2.8%。基于格力的库存策略与当前的库存水平, 公司有能力在未来一年领先行业内销增速 10pct。 2, 汇率与原材料压力之下, 2017H1 净利率仍逆势+0.6pct; 经营环境常态化之后, 盈利水平仍有提升空间。兼具业内最优质的资产与最强的产业链控制力, 格力依然是未来 1-2 年最有能力实现逆周期增长的家电巨人。

□ **风险提示: 原材料价格波动超预期、地产景气下行超预期**

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	147606	172203	200931
同比增长	-28%	9%	34%	17%	17%
营业利润(百万元)	13516	17456	24660	29741	34380
同比增长	-16%	29%	41%	21%	16%
净利润(百万元)	12532	15421	21540	25856	29797
同比增长	-11%	23%	40%	20%	15%
每股收益(元)	2.08	2.56	3.58	4.30	4.95
PE	18.6	15.1	10.8	9.0	7.8
PB	4.9	4.3	3.6	3.1	2.7

资料来源: 公司数据、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	170586	202754	240499
现金	88820	95613	109097	131041	156786
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14880	29963	40166	46859	54676
应收款项	2879	2961	3942	4599	5366
其它应收款	254	245	328	383	447
存货	9474	9025	11441	13328	15584
其他	4643	5104	5611	6544	7639
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	211839	245612	284793
流动负债	112625	126876	145489	168310	195593
短期借款	6277	10701	0	0	0
应付账款	24794	29541	37484	43667	51058
预收账款	7620	10022	12716	14814	17321
其他	73935	76612	95289	109830	127213
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	146059	168880	196163
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积金	61	6	6	6	6
留存收益	41445	47842	58554	69332	81030
少数股东权益	1045	1060	1204	1378	1579
归属于母公司所有者权益	47521	53864	64576	75354	87052
负债及权益合计	161698	182370	211839	245612	284793

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	44378	14860	40126	40433	47018
净利润	12532	15421	21540	25856	29797
折旧摊销	1318	1817	2188	2378	2547
财务费用	(729)	(3246)	0	(1701)	(1939)
投资收益	(97)	2221	1128	1128	1128
营运资金变动	31806	(634)	15114	12590	15276
其它	(453)	(719)	156	182	209
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)	(14506)	(17288)
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)	(15078)	(18099)
其他	1082	3745	(1128)	573	811
现金净增加额	31982	(10138)	13484	21943	25745

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100564	110113	147606	172203	200931
营业成本	66017	72886	92480	107735	125973
营业税金及附加	752	1430	1917	2237	2610
营业费用	15506	16477	21846	25142	29336
管理费用	5049	5489	7085	7921	9444
财务费用	(1929)	(4846)	0	(1701)	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	24660	29741	34380
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	25735	30817	35456
所得税	2286	3007	4050	4786	5459
净利润	12624	15525	21685	26030	29997
少数股东损益	91	104	145	174	200
归属于母公司净利润	12532	15421	21540	25856	29797
EPS (元)	2.08	2.56	3.58	4.30	4.95

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-28%	9%	34%	17%	17%
营业利润	-16%	29%	41%	21%	16%
净利润	-11%	23%	40%	20%	15%
获利能力					
毛利率	34.4%	33.8%	37.3%	37.4%	37.3%
净利率	12.5%	14.0%	14.6%	15.0%	14.8%
ROE	26.4%	28.6%	33.4%	34.3%	34.2%
ROIC	17.1%	16.4%	32.1%	31.2%	31.3%
偿债能力					
资产负债率	70.0%	69.9%	68.9%	68.8%	68.9%
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	9.0	8.7	8.7
应收帐款周转率	36.3	37.7	42.8	40.3	40.3
应付帐款周转率	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7
每股资料 (元)					
每股收益	2.08	2.56	3.58	4.30	4.95
每股经营现金	7.38	2.47	6.67	6.72	7.82
每股净资产	7.90	8.95	10.73	12.53	14.47
每股股利	1.50	1.80	2.51	3.01	3.47
估值比率					
PE	18.6	15.1	10.8	9.0	7.8
PB	4.9	4.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	68.0	60.8	32.5	28.7	24.9

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，水晶球家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第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。2015、2016年新财富家电行业第3名核心成员；2016年保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第3名。

隋思誉，北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学、经济学双学士。

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。