

# 格力电器 (000651.SZ)

## 空调行业高景气，业绩超预期

### ● 收入大幅增长，盈利超预期

2017年上半年公司实现营业收入692亿元(YoY+41%)，归母净利94.5亿元(YoY+48%)，毛利率31.9%(YoY-3.8pct)，净利率13.7%(YoY+0.6pct)。Q2单季营业收入395亿元(YoY+61%)，归母净利54.4亿元(YoY+68%)，毛利率30.1%(YoY-8.0pct)，净利率13.8%(YoY+0.5pct)。

收入大幅增长，主要原因是空调行业需求旺盛。根据产业在线数据，2017H1空调行业内销量4334万台，同比增长66%；外销量3596万台，同比增长13%。

2017Q2公司面临原材料价格上涨和人民币升值的双重压力，毛利率降幅明显，下降8pct至30%，汇兑损益同比增加28.4亿元，但净利率仍保持稳中有升，主要原因是销售费用率同比减少10pct至10%，管理费用率同比下降2.6pct。

### ● 受益于国内空调市场需求旺盛，内销大幅增长

分业务，空调业务收入546亿元，同比增长30%；生活电器收入10亿元，同比增长31%，智能装备收入9.6亿元，同比增长2765%。

分地区，外销收入123亿元，同比增长14.5%；内销收入470亿元，同比增长40%，增速亮眼，主要由于国内空调市场火爆。

### ● 长短期刺激因素合力，空调销量有望保持高增长

短期：地产、低库存刺激空调需求：1)地产：三四线房地产增长良好。2017年整体房地产市场增长良好，房地产市场的良好增长带动了空调的销售。2)通过经销商调研，目前空调渠道库存处于历史低位。

长期：三四线消费升级有望带动空调保有量迈上新台阶。2016年我国城镇家庭的空调保有量位每百户124台、农村家庭47台，对比日本每百户280台的保有量，未来我国空调保有量提升空间大。参考历史经验，日本人均GDP在6000美元左右，空调保有量快速提升。目前我国大部分三四线城市居民人均GDP均超过6000美元，我们认为，近几年三四线消费升级带动空调保有量提升的趋势将越来越显著。

### ● 投资建议

预计2017-19年净利润为204.6/245.2/271.8亿，同比增长32.6%、19.9%和10.9%。我们认为，空调保有量有望持续提升，格力作为龙头，受益最大，业绩增长的持续性也提升，2017-19年净利润分别上调+9%/+16%/+16%，同时考虑到市场估值中枢上移，以及对于龙头企业风险偏好的提升，最新市场价对应2017年估值为11.6倍，上调至“买入”评级。

● 风险提示：原材料价格大幅上涨；空调景气度下行；汇率风险。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100564	110113	143321	163573	179305
增长率(%)	-28.2%	9.5%	30.2%	14.1%	9.6%
EBITDA(百万元)	14544	15639	22912	26874	29490
净利润(百万元)	12532	15421	20456	24521	27183
增长率(%)	-11.5%	23.0%	32.6%	19.9%	10.9%
EPS(元/股)	2.08	2.56	3.40	4.08	4.52
市盈率(P/E)	18.3	14.9	11.2	9.3	8.4
市净率(P/B)	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	23.5	22.8	16.6	14.9	14.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

38.11元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-09-03

### 相对市场表现



分析师：曾 焯 S0260517050002



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 相关研究：

格力电器(000651.SZ)：收入增速受基数影响，费用率降低提振利润 2017-05-02

格力电器(000651.SZ)：内销补库存和出口增长拉动收入，品牌溢价拉高盈利能力 2017-04-27

格力电器(000651.SZ)：收入增速未能改善，费用率下降贡献利润 2015-11-01

联系人：袁雨辰 021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>120,949</b>	<b>142,911</b>	<b>172,336</b>	<b>200,746</b>	<b>226,538</b>
货币资金	88,820	95,613	122,808	144,349	164,720
应收及预付	18,013	33,169	31,413	35,852	39,300
存货	9,474	9,025	11,523	13,022	14,270
其他流动资产	4,643	5,104	6,593	7,524	8,248
<b>非流动资产</b>	<b>40,749</b>	<b>39,459</b>	<b>40,374</b>	<b>40,683</b>	<b>40,832</b>
长期股权投资	95	104	104	104	104
固定资产	17,499	18,300	19,349	19,792	20,076
在建工程	2,045	582	405	587	637
无形资产	2,656	3,355	3,221	3,087	2,953
其他长期资产	20,498	17,700	17,700	17,700	17,700
<b>资产总计</b>	<b>161,698</b>	<b>182,370</b>	<b>212,710</b>	<b>241,429</b>	<b>267,371</b>
<b>流动负债</b>	<b>112,625</b>	<b>126,876</b>	<b>149,949</b>	<b>169,968</b>	<b>186,272</b>
短期借款	8,680	10,701	0	0	0
应付及预收	32,222	38,669	51,214	57,874	63,423
其他流动负债	71,723	77,506	98,736	112,094	122,849
<b>非流动负债</b>	<b>506</b>	<b>570</b>	<b>630</b>	<b>690</b>	<b>750</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	506	570	630	690	750
<b>负债合计</b>	<b>113,131</b>	<b>127,446</b>	<b>150,579</b>	<b>170,658</b>	<b>187,022</b>
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	186	183	183	183	183
留存收益	41,320	47,665	54,824	63,407	72,921
归属母公司股东权益	47,521	53,864	61,023	69,606	79,120
少数股东权益	1,045	1,060	1,108	1,165	1,229
<b>负债和股东权益</b>	<b>161,698</b>	<b>182,370</b>	<b>212,710</b>	<b>241,429</b>	<b>267,371</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>46,162</b>	<b>15,999</b>	<b>54,192</b>	<b>39,980</b>	<b>40,541</b>
净利润	12,532	15,421	20,456	24,521	27,183
折旧摊销	1,304	1,808	2,008	2,191	2,350
营运资金变动	31,208	-178	31,680	13,210	10,944
其它	1,119	-1,052	48	58	64
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3</b>	<b>-3,537</b>	<b>-3,000</b>	<b>-2,500</b>	<b>-2,500</b>
资本支出	0	-3,528	-3,000	-2,500	-2,500
投资变动	-3	-3,537	-3,000	-2,500	-2,500
其他	0	3,528	3,000	2,500	2,500
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-11,885</b>	<b>-5,669</b>	<b>-23,997</b>	<b>-15,939</b>	<b>-17,669</b>
银行借款	-2,259	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	1,876	0	0	0	0
其他	-11,502	-5,669	-23,997	-15,939	-17,669
<b>现金净增加额</b>	<b>34,274</b>	<b>6,793</b>	<b>27,194</b>	<b>21,541</b>	<b>20,372</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>54,546</b>	<b>88,820</b>	<b>95,613</b>	<b>122,808</b>	<b>144,349</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>88,820</b>	<b>95,613</b>	<b>122,808</b>	<b>144,349</b>	<b>164,720</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-28.2%	9.5%	30.2%	14.1%	9.6%
营业利润	-11.5%	23.0%	32.6%	19.9%	10.9%
归属于母公司净利润	-11.5%	23.0%	32.6%	19.9%	10.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.4%	33.8%	34.5%	35.2%	35.2%
净利率	12.5%	14.0%	14.3%	15.0%	15.2%
ROE	26.4%	28.6%	33.5%	35.2%	34.4%
ROIC	20.5%	19.0%	225.8	-37.1%	-33.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.0%	69.9%	70.8%	70.7%	69.9%
净负债比率	-15.0%	-17.5%	-13.1%	-10.9%	-8.3%
流动比率	1.07	1.13	1.15	1.18	1.22
速动比率	0.99	1.06	1.07	1.10	1.14
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.60	0.67	0.68	0.67
应收账款周转率	5.58	3.32	4.56	4.56	4.56
存货周转率	6.97	8.08	8.15	8.14	8.14
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.08	2.56	3.40	4.08	4.52
每股经营现金流	7.67	2.66	9.01	6.65	6.74
每股净资产	7.90	8.95	10.14	11.57	13.15
<b>估值比率</b>					
P/E	18.3	14.9	11.2	9.3	8.4
P/B	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	23.5	22.8	16.6	14.9	14.1

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>10056</b>	<b>110113</b>	<b>14332</b>	<b>16357</b>	<b>17930</b>
营业成本	66017	72886	93906	10604	11617
营业税金及附加	752	1430	1433	1636	1793
销售费用	15506	16477	20065	23227	25461
管理费用	5049	5489	7014	7986	8741
财务费用	-1929	-4846	-3582	-4675	-5409
资产减值损失	-1097	1094	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	2	3	4
投资净收益	-2749	-127	8	7	6
<b>营业利润</b>	<b>13516</b>	<b>17456</b>	<b>24495</b>	<b>29367</b>	<b>32558</b>
营业外收入	1404	1096	1096	1096	1096
营业外支出	11	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	<b>14909</b>	<b>18531</b>	<b>24515</b>	<b>29387</b>	<b>32578</b>
所得税	2286	3007	3922	4702	5213
<b>净利润</b>	<b>12532</b>	<b>15421</b>	<b>20456</b>	<b>24521</b>	<b>27183</b>
少数股东损益	91	104	137	164	182
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12532</b>	<b>15421</b>	<b>20456</b>	<b>24521</b>	<b>27183</b>
EBITDA	14544	15639	22912	26874	29490
EPS (元)	2.08	2.56	3.40	4.08	4.52

## 广发家电行业研究小组

- 曾 焯: 首席分析师, 武汉大学经济学硕士, 2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡益润: 分析师, 复旦大学数学科学学院学士, 复旦大学国际金融学硕士, 2014 年金牛分析师家用电器行业第五名, 2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 袁雨辰: 研究助理, 上海社科院经济学硕士, 2015-2016 年家电行业新财富第二名团队成员。2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。