

2017年09月03日

格力电器 (000651.SZ)

公司快报

行业销量超预期,空调龙头业绩亮眼

投资要点

◆ **无惧原材料价格上涨,公司业绩表现亮眼**: 2017年8月30日,公司发布半年报。报告期内,公司实现营业收入691.85亿元,同比增长40.67%,归属于上市公司股东的净利润94.52亿元,同比增长47.64%。公司一季度和二季度分别实现营业收入296.82亿元和395.03亿元,同比增速从一季度的20.46%大幅上涨到二季度的60.96%,同时由于公司成本管控严格,期间费用率同比下降2.63pct至16.23%。尽管因汇兑损失大幅增加了18.6亿元,财务费用率大幅增长了5.76pct,但是由于空调市场好于预期,公司销售费用率同比明显下降6.85pct至12.34%、管理费用率下降1.55pct至4.17%(-1.55pct)。公司一季度和二季度的归母净利润分别同比增长了27.05%和67.70%,业绩表现亮眼。因此尽管原材料涨价,公司毛利率同比下降3.75pct至31.94%,但由于期间费用率的下降,公司净利率增长了0.63pct至13.74%,超出市场预期。

◆ **空调行业爆发式增长,行业巨头受益,增幅创6年以来新高**: 受空调补库存影响、房地产后周期需求增加,消费升级带动,线上渠道推动以及长达60天的高温刺激,空调行业2017年冷年不冷,意外呈现爆发式增长。据中怡康推总数据,空调市场的零售量和零售额规模分别为5572万台和1906亿元,分别同比增长29.4%和35.4%,其中,内销量增长高达72%,2017冷年空调行业完美收官。公司作为空调行业的巨头,享受行业火爆带来的红利,上半年空调业务收入546亿元,同比增长30.14%。

◆ **这个冷年太热,下个冷年会不会比较冷?** 自2016年中结束休克式去库存后,空调行业遇到拐点,2017年上半年处于销售和补库存同时加速的过程,目前渠道库存水平不低,虽然内销和零售同比增速均保持高位,但从近期内销增速和零售增速差距缩小能够看出补库存的动力已经不足。让人意外的是6、7月份空调销售好于预期,使得库存得到进一步的消化,因此我们预计在原材料涨价空调厂商纷纷提价的背景下,渠道短期仍有补库存空间,短期内空调内销增量仍有支撑。不过由于今年销售高基数以及补库存的影响,2018冷年空调销量会明显降低,龙头企业、渠道库存较低的企业和转型顺利的企业受到的影响会较小。

◆ **多元化战略布局,打开增长新空间**: 上半年,公司在专注空调的同时大力发展其他业务,报告期内公司其他业务收入107亿元(+85.11%),是公司继空调业务后的第二大收入来源;智能装备录得9.6亿元的收入,同比增加2765.27%。今年2月,公司为了切入新能源汽车产业链、储能以及电池制造装备领域,与珠海银隆签订《合作协议》,在同等条件下,一方优先采购对方产品,购买对方服务,总金额不超过200亿元。珠海银隆向格力开放包括电池材料、电池、电机电控、整车及储能的生产工艺流程和技术,开放新能源汽车及储能业务的供应链资源等,格力向银隆提供汽车空调、智能装备等设备和服。目前公司与银隆累计关联交易8.87亿,合同金额达65.2亿元。此前全景网报道董明珠已成为银隆的第二大股东,持有股份17.46%,我们认为银隆和格力的合作存在更加深入的可能。

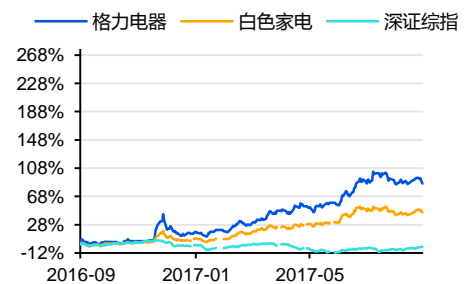
家电 | 白色家电 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6个月目标价 41.99元
 股价(2017-09-01) 38.11元

交易数据

总市值(百万元) 229,259.50
 流通市值(百万元) 227,535.45
 总股本(百万股) 6,015.73
 流通股本(百万股) 5,970.49
 12个月价格区间 21.39/41.79元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.99	8.11	131.06
绝对收益	-2.33	17.49	128.43

分析师

王刚
 SAC 执业证书编号: S0910515070001
 wanggang@huajinsec.cn
 021-20377098

报告联系人

王洁婷
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20377166

相关报告

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2018 年每股收益分别为 3.23 和 3.27 元。净资产收益率分别为 32.4%和 29.9%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 41.99 元，相当于 2017 年 13 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**

- 1、 空调行业景气度能否持续的风险；
- 2、 多元化战略的不确定性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	100,564.5	110,113.1	143,424.1	156,332.2	164,373.8
同比增长(%)	-28.2%	9.5%	30.3%	9.0%	5.1%
营业利润(百万元)	13,516.2	17,455.7	22,170.4	22,395.8	24,241.0
同比增长(%)	-16.0%	29.1%	27.0%	1.0%	8.2%
净利润(百万元)	12,532.4	15,421.0	19,413.5	19,653.9	21,244.5
同比增长(%)	-11.5%	23.0%	25.9%	1.2%	8.1%
每股收益(元)	2.08	2.56	3.23	3.27	3.53
PE	18.3	14.9	11.8	11.7	10.8
PB	4.8	4.3	3.8	3.5	3.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,564.5	110,113.1	143,424.1	156,332.2	164,373.8	年增长率					
减:营业成本	66,017.4	72,885.6	96,381.0	103,022.9	108,150.6	营业收入增长率	-28.2%	9.5%	30.3%	9.0%	5.1%
营业税费	751.9	1,430.4	1,443.7	1,591.1	1,820.9	营业利润增长率	-16.0%	29.1%	27.0%	1.0%	8.2%
销售费用	15,506.3	16,477.3	17,497.7	22,980.8	23,539.7	净利润增长率	-11.5%	23.0%	25.9%	1.2%	8.1%
管理费用	5,048.7	5,489.0	6,454.1	6,936.9	7,358.7	EBITDA 增长率	-21.2%	7.1%	58.5%	1.9%	6.9%
财务费用	-1,928.8	-4,845.5	-985.3	-898.6	-1,261.0	EBIT 增长率	-22.8%	3.8%	66.8%	1.5%	6.9%
资产减值损失	86.3	-1.0	161.2	82.2	80.8	NOPLAT 增长率	-23.9%	7.7%	69.6%	1.4%	6.7%
加:公允价值变动收益	-1,010.3	1,093.3	-430.4	71.7	95.6	投资资本增长率	176.4%	-7.9%	-28.9%	11.3%	32.6%
投资和汇兑收益	96.7	-2,221.4	129.3	-292.8	-538.7	净资产增长率	7.6%	13.1%	11.4%	9.7%	9.8%
营业利润	13,516.2	17,455.7	22,170.4	22,395.8	24,241.0	盈利能力					
加:营业外净收支	1,393.2	1,075.5	940.2	1,018.0	1,106.7	毛利率	34.4%	33.8%	32.8%	34.1%	34.2%
利润总额	14,909.4	18,531.2	23,110.6	23,413.8	25,347.7	营业利润率	13.4%	15.9%	15.5%	14.3%	14.7%
减:所得税	2,285.7	3,006.6	3,561.8	3,622.5	3,956.7	净利润率	12.5%	14.0%	13.5%	12.6%	12.9%
净利润	12,532.4	15,421.0	19,413.5	19,653.9	21,244.5	EBITDA/营业收入	13.5%	13.2%	16.0%	15.0%	15.2%
						EBIT/营业收入	12.2%	11.5%	14.8%	13.8%	14.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	70.0%	69.9%	73.1%	67.2%	68.6%
货币资金	88,819.8	95,613.1	100,396.8	109,432.6	115,061.7	负债权益比	232.9%	232.0%	271.8%	204.8%	218.5%
交易性金融资产	-	250.8	83.6	111.5	148.7	流动比率	1.07	1.13	1.13	1.21	1.23
应收帐款	3,133.2	3,205.5	7,152.9	4,572.0	6,648.6	速动比率	0.99	1.06	1.05	1.12	1.13
应收票据	14,879.8	29,963.4	53,625.4	31,835.7	52,363.0	利息保障倍数	-6.35	-2.62	-21.50	-23.92	-18.22
预付帐款	847.9	1,814.9	9,127.8	4,292.6	4,121.7	营运能力					
存货	9,473.9	9,024.9	14,534.9	11,793.2	15,381.7	固定资产周转天数	54	54	44	39	35
其他流动资产	3,794.6	3,038.1	2,905.8	3,246.2	3,063.3	流动营业资本周转天数	-195	-230	-156	-131	-140
可供出售金融资产	2,704.7	1,384.3	1,500.0	1,458.0	1,447.4	流动资产周转天数	432	431	415	407	396
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	11	10	13	14	12
长期股权投资	95.5	103.9	107.9	113.1	119.0	存货周转天数	32	30	30	30	30
投资性房地产	491.5	597.7	543.7	553.9	565.4	总资产周转天数	569	562	514	497	481
固定资产	15,431.8	17,681.7	17,124.4	16,404.1	15,616.9	投资资本周转天数	-127	-164	-103	-83	-97
在建工程	2,044.8	581.5	1,144.0	1,197.7	1,005.9	费用率					
无形资产	2,656.1	3,355.3	3,273.4	3,191.6	3,109.8	销售费用率	15.4%	15.0%	12.2%	14.7%	14.3%
其他非流动资产	17,324.2	15,754.5	15,893.3	16,305.8	15,973.1	管理费用率	5.0%	5.0%	4.5%	4.4%	4.5%
资产总额	161,698.0	182,369.7	227,414.0	204,508.0	234,626.1	财务费用率	-1.9%	-4.4%	-0.7%	-0.6%	-0.8%
短期债务	6,276.7	10,701.1	21,620.6	21,519.0	8,293.9	三费/营业收入	18.5%	15.5%	16.0%	18.6%	18.0%
应付帐款	27,401.9	31,764.1	39,806.2	35,294.7	47,019.2	投资回报率					
应付票据	7,427.6	9,127.3	29,895.9	3,231.3	28,411.6	ROE	26.4%	28.6%	32.4%	29.9%	29.4%
其他流动负债	71,519.0	75,283.8	74,380.2	76,830.9	76,693.5	ROA	7.8%	8.5%	8.6%	9.7%	9.1%
长期借款	-	-	32.2	-	-	ROIC	-52.1%	-20.3%	-37.4%	-53.3%	-51.1%
其他非流动负债	506.2	569.8	509.4	528.5	535.9	分红指标					
负债总额	113,131.4	127,446.1	166,244.6	137,404.4	160,954.1	DPS(元)	1.50	1.80	2.22	2.30	2.46
少数股东权益	1,045.2	1,059.7	1,195.0	1,332.4	1,478.9	分红比率	72.0%	70.2%	68.7%	70.3%	69.7%
股本	6,015.7	6,015.7	6,015.7	6,015.7	6,015.7	股息收益率	3.9%	4.7%	5.8%	6.0%	6.5%
留存收益	41,422.8	47,758.0	53,958.7	59,755.5	66,177.3						
股东权益	48,566.6	54,923.6	61,169.4	67,103.6	73,672.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	2.08	2.56	3.23	3.27	3.53
净利润	12,623.7	15,524.6	19,413.5	19,653.9	21,244.5	BVPS(元)	7.90	8.95	9.97	10.93	12.00
加:折旧和摊销	1,317.7	1,816.7	1,822.6	1,942.0	2,067.6	PE(X)	18.3	14.9	11.8	11.7	10.8
资产减值准备	86.3	-1.0	-	-	-	PB(X)	4.8	4.3	3.8	3.5	3.2
公允价值变动损失	1,010.3	-1,093.3	-430.4	71.7	95.6	P/FCF	4.9	17.2	12.7	9.9	11.5
财务费用	-728.5	-3,246.0	-985.3	-898.6	-1,261.0	P/S	2.3	2.1	1.6	1.5	1.4
投资损失	-96.7	2,221.4	170.7	392.8	672.1	EV/EBITDA	9.6	8.8	5.9	5.4	4.3
少数股东损益	91.3	103.7	135.3	137.4	146.5	CAGR(%)	16.2%	11.3%	11.1%	16.2%	11.3%
营运资金的变动	29,255.0	5,560.3	-13,763.3	2,620.5	11,560.5	PEG	1.1	1.3	1.1	0.7	1.0
经营活动产生现金流量	44,378.4	14,860.0	6,363.2	23,919.7	34,525.9	ROIC/WACC	-5.3	-2.1	-3.8	-5.4	-5.2
投资活动产生现金流量	-4,713.2	-19,246.6	-1,644.0	-1,610.3	-1,754.0						
融资活动产生现金流量	-7,683.0	-5,751.6	64.5	-13,273.7	-27,142.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn