

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

目标估值: 50 元  
当前股价: 38.13 元  
2017 年 09 月 05 日

强健盈利 直面成本山

基础数据

上证综指	3384
总股本(万股)	601573
已上市流通股(万股)	597049
总市值(亿元)	2294
流通市值(亿元)	2277
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器(000651)——坚如磐石》2017-09-01
- 2、《格力电器(000651)-景气的此岸, 估值的彼岸》2017-06-26
- 3、《格力电器(000651)——新景气周期的终极受益者》2017-06-20

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

家电行业 Q3 将直面原材料价格迅速上涨的压力; 就产业链议价能力和资产质量而言, 格力依然是 2017 盈利最为确定和强健的家电企业。

- **投资思考: 家电行业的盈利强健性将在 Q3 面临检验。** Q3 空调需求端以及厂商出货节奏依然可期; 销售基数的增高和 **原材料价格的迅猛上涨将客观检验下半年家电企业的市场扩张能力与资产成色。就短期盈利确定性而言, 格力依然可以傲视同侪。** 2017 年 11xPE 和 6.5% 的股息率为股价提供相对安全边际。维持“强烈推荐-A”评级。
- **公司迄今成本应对表现十分卓越。** 常态而言, 家电企业可以通过产品升级均价提升来部分转移成本压力; 但由于 **产品售价政策的时滞性, 原材料价格的过快上涨一般会对企业短期盈利构成考验。** 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) ... 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**”。考虑到年初以来原材料涨幅巨大 (9 月 LME 铜现价同比+47% 螺纹钢价格指数同比+60%), 预计 2017 **全年 14%** (假设与去年持平) 的净利率水平或将是未来 1-2 年企业真实盈利能力的底部。
- **Q3 空调需求预计仍向好。** 17H1 空调终端需求强劲 (预计同比+30%) 渠道库存持续下行, 处于历史同期相对底部。即使考虑基数开始走高, **渠道跟踪预计 Q3 厂商出货仍有望保持 20% 以上增长。** A 股市场一度纠结存货水平上升 (半年报存货 135 亿较年初增加 43 亿, 其中产成品库存 76.4 亿较年初增加 27.5 亿) 与旺销相悖, 可以认为是 **公司应对原材料价格上涨预期以及 Q3 新冷年开盘的季节性因素** (影响较小且不应与 2016 去库存周期类比)。
- **透过地产周期的迷雾。** 1. 据 Wind, 过往十年, 在地产销量 (商品房-住宅) 下行周期以及地产下行之前的三个月, **家电板块整体取得相对收益的概率是 66%**。2. 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 8-10pct。**
- **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	146565	170985	199506
同比增长	-28%	9%	33%	17%	17%
营业利润(百万元)	13516	17456	24035	28995	33310
同比增长	-16%	29%	38%	21%	15%
净利润(百万元)	12532	15421	21010	25223	28888
同比增长	-11%	23%	36%	20%	15%
每股收益(元)	2.08	2.56	3.49	4.19	4.80
PE	18.3	14.9	10.9	9.1	7.9
PB	4.8	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
<b>流动资产</b>	120949	142911	169309	200836	237916
现金	88820	95613	108233	129628	154794
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14880	29963	39883	46527	54289
应收款项	2879	2961	3914	4566	5328
其它应收款	254	245	326	380	444
存货	9474	9025	11380	13236	15476
其他	4643	5104	5573	6498	7585
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>161698</b>	<b>182370</b>	<b>210563</b>	<b>243695</b>	<b>282210</b>
<b>流动负债</b>	112625	126876	144747	167193	194282
短期借款	6277	10701	0	0	0
应付账款	24794	29541	37282	43364	50703
预收账款	7620	10022	12648	14711	17201
其他	73935	76612	94816	109118	126378
<b>长期负债</b>	506	570	570	570	570
长期借款	0	0	0	0	0
其他	506	570	570	570	570
<b>负债合计</b>	<b>113131</b>	<b>127446</b>	<b>145316</b>	<b>167763</b>	<b>194852</b>
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积金	61	6	6	6	6
留存收益	41445	47842	58023	68539	79772
少数股东权益	1045	1060	1201	1370	1565
归属于母公司所有者权益	47521	53864	64045	74561	85793
<b>负债及权益合计</b>	<b>161698</b>	<b>182370</b>	<b>210563</b>	<b>243695</b>	<b>282210</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	44378	14860	39262	39525	46012
净利润	12532	15421	21010	25223	28888
折旧摊销	1318	1817	2188	2378	2547
财务费用	(729)	(3246)	0	(1689)	(1922)
投资收益	(97)	2221	1128	1128	1128
营运资金变动	31806	(634)	14785	12308	15168
其它	(453)	(719)	152	177	203
<b>投资活动现金流</b>	(4713)	(19247)	(3985)	(3985)	(3985)
资本支出	(2885)	(3277)	(3985)	(3985)	(3985)
其他投资	(1829)	(15970)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(7683)	(5752)	(22657)	(14146)	(16862)
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)	(14707)	(17656)
其他	1082	3745	(1128)	561	794
<b>现金净增加额</b>	<b>31982</b>	<b>(10138)</b>	<b>12620</b>	<b>21395</b>	<b>25166</b>

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
<b>营业收入</b>	100564	110113	146565	170985	199506
营业成本	66017	72886	91984	106989	125097
营业税金及附加	752	1430	1904	2221	2592
营业费用	15506	16477	21838	25135	29527
管理费用	5049	5489	7182	8207	9776
财务费用	(1929)	(4846)	0	(1689)	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)
<b>营业利润</b>	13516	17456	24035	28995	33310
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>	14909	18531	25111	30071	34386
所得税	2286	3007	3960	4678	5304
<b>净利润</b>	12624	15525	21151	25392	29082
少数股东损益	91	104	141	170	194
<b>归属于母公司净利润</b>	12532	15421	21010	25223	28888
<b>EPS (元)</b>	2.08	2.56	3.49	4.19	4.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-28%	9%	33%	17%	17%
营业利润	-16%	29%	38%	21%	15%
净利润	-11%	23%	36%	20%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.4%	33.8%	37.2%	37.4%	37.3%
净利率	12.5%	14.0%	14.3%	14.8%	14.5%
ROE	26.4%	28.6%	32.8%	33.8%	33.7%
ROIC	17.1%	16.4%	31.5%	30.8%	30.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.0%	69.9%	69.0%	68.8%	69.0%
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
<b>营运能力</b>					
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	42.6	40.3	40.3
应付帐款周转率	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.08	2.56	3.49	4.19	4.80
每股经营现金	7.38	2.47	6.53	6.57	7.65
每股净资产	7.90	8.95	10.65	12.39	14.26
每股股利	1.50	1.80	2.44	2.93	3.36
<b>估值比率</b>					
PE	18.3	29.7	10.9	9.1	7.9
PB	4.8	4.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	67.4	60.3	33.0	29.1	25.5

## 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。