

格力电器 (000651) \ 家用电器

——外延明确公司发展战略

事件：公司持有海立股份达到5%

珠海格力电器股份有限公司基于对上海海立股份有限公司未来发展的信心以及对公司价值的认同，在符合相关法律法规的前提下，从2017年8月29日至9月19日，通过证券交易所集中竞价交易方式持有海立股份股票43,315,621股，占海立股份总股本的5%。

投资要点：

- 海立股份简要介绍
- 收购标的股份契合公司发展战略
- 行业龙头均在寻求外延发展
- 盈利预测与投资结论

由于今年空调销售超预期以及外延业务仍须时间培育，我们依然维持公司今年营收高速增长，明后2年恢复正常至10%左右的预期，毛利率略微下降，则预测公司今明2年EPS分别为3.41元、3.8元，动态估值为11倍、10倍，基于其期末现金余额仍高达765亿元及历史上一贯的现金高分红传统，作为一只典型的低估值高分红价值股仍给予推荐评级。

风险提示

行业繁荣致竞争格局生变、原材料成本大涨、人民币汇率异常波动、分红政策变化

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	37.83元
目标价格：	41.7元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,016/5,970
流通A股市值 (百万元)	222,640
每股净资产 (元)	8.72
资产负债率 (%)	73.82
一年内最高/最低 (元)	41.79/20.42

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号：S05905101240001
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

邢瀚文 联系人
 电话：0510-85603752
 邮箱：
 钱建
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《格力电器 (000651) \ 家用电器行业》
 《大型家电获深港通巨资青睐》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	97,745.14	108,302.57	142,959.39	164,403.29	180,843.62
增长率 (%)	-29.04%	10.80%	32.00%	15.00%	10.00%
EBITDA (百万元)	15,541.25	19,174.47	23,803.97	26,415.68	27,513.77
净利润 (百万元)	12,532.44	15,420.96	20,507.75	22,903.82	24,109.98
增长率 (%)	-11.46%	23.05%	32.99%	11.68%	5.27%
EPS (元/股)	2.08	2.56	3.41	3.81	4.01
市盈率 (P/E)	18.55	15.08	11.34	10.15	9.64
市净率 (P/B)	4.89	4.32	3.67	3.15	2.74
EV/EBITDA	14.39	12.24	11.42	9.93	10.22

数据来源：公司公告，国联证券研究所

1、海立股份简介

海立股份主要业务为从事制冷转子式压缩机、车用涡旋式压缩机和制冷电机的研发、生产和销售。公司能生产不同电压、冷媒和频率的九大系列 1000 多个高效节能集中，是目前转子式压缩机行业中机种最全、客户最多、应用最广的龙头企业；公司的新能源车用压缩机达到国际领先水平；同时，公司是国内规模最大的封闭式制冷压缩机电机提供商。从销售产品来看，上半年公司销售空调压缩机 1202 万台，同比增长 28.9%，占非自配套市场份额 31.4%；电机销售 1326 万台同比增长 28.9%；新能源车用压缩机销售 2.37 万台，海立睿能热泵采暖机组入围 2017 年北方煤改电项目，中标数量 3,600 余套。

上半年公司营收 52.88 亿元，同比增长 40.46%；归母净利润 1.14 亿元，同比增长 214.37%。当然受上半年原材料价格上涨影响，公司毛利率同比下降 1.47%至 13.02%。

从历史经验看，被收购方的股价反映总是比收购方更为积极，因此我们对海立股份近期的股价变动持较为积极的观点。

2、海立股份契合格力发展战略

目前，格力在继续领跑空调行业的同时，向新能源汽车领域、智能制造领域发展。海立股份拥有国内领先的空调压缩机技术、新能源车用驱动一体化电动涡旋压缩机以及热泵产品均较为契合格力的主营业务以及未来发展战略。从上交所对海立股份的问询函来看，格力此次收购目的“旨在扩充其产业链结构和整合产业优质资源，借助上海国际化地位的人才、信息和创新优势，由此打造产业链更加齐全的国际化企业。”，我们认为此次格力直接在二级市场进行收购与海立股份之前终止大股东股份转让可能有某些相关性。格力是否想获得海立股份控股权仍须参考海立股份对上交所的问询函。因为海立股份主要客户有海信、海尔、格力，若格力获得海立股份控制权，或将对海尔和海信的生产有一定影响。

3、行业龙头均在寻求外延发展

从格力美的本周发布消息来看，行业龙头均在寻求外延发展。格力电器依托空调主业向智能制造、新能源车以及热泵领域寻求外延发展。格力电器 9 月 15 日参与中国洛阳自主创新智能制造产业基地签约仪式，并有意向参与洛阳 LYC 轴承有限公司的混合所有制改革；9 月 20 日发布持有海立股份 5%份额公告书。美的则通过收购库卡向机器人及智能供应链方向发展。在 9 月 19 日美的与广药在机器人以及健康管理领域进行合作切入到医疗器械市场。白电行业的两大龙头均在市场份额较为稳定后，

向产业上下游及相关领域谋求外延式发展。这或将为公司扩展新的盈利增长点并对冲企业单一经营以及上游供货不足的风险。

4、风险提示

行业繁荣致竞争格局生变、原材料成本大涨、人民币汇率异常波动、分红政策变化！

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	93,591.0	100,915.	128,663.	147,962.	162,759.	营业收入	97,745.	108,302.	142,959.	164,403.	180,843.
应收账款+票据	18,013.0	33,168.8	55,562.9	46,478.6	65,767.0	营业成本	66,017.	72,885.6	97,212.3	111,794.	122,973.
预付账款	847.93	1,814.95	1,702.20	2,342.52	2,106.67	营业税金及附加	751.89	1,430.40	1,888.13	2,171.35	2,388.49
存货	9,473.94	9,024.91	16,018.9	12,781.4	18,898.9	营业费用	15,506.	16,477.2	20,014.3	23,016.4	27,126.5
其他	1,684.83	1,992.54	1,992.54	1,992.54	1,992.54	管理费用	5,048.7	5,488.96	6,433.17	7,398.15	7,233.74
流动资产合计	124,610.	146,916.	203,940.	211,558.	251,524.	财务费用	-1,928.	-4,845.5	-3,956.1	-4,182.9	-4,513.7
长期股权投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91	资产减值损失	86.32	-0.99	161.25	161.25	161.25
固定资产	15,453.8	17,718.6	16,395.5	14,490.9	12,586.3	公允价值变动	-1,010.	1,093.33	200.00	200.00	200.00
在建工程	2,044.84	581.54	500.00	500.00	500.00	投资净收益	3.25	8.03	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,656.14	3,355.28	3,280.56	3,205.84	3,131.12	其他	2,166.5	1,716.89	1,809.47	1,809.47	1,809.47
其他非流动资产	11,734.0	8,031.87	7,961.61	7,891.36	7,821.10	营业利润	13,422.	19,685.0	23,215.7	26,054.2	27,483.1
非流动资产合计	31,984.3	29,791.2	28,241.6	26,192.0	24,142.4	营业外净收益	1,486.6	-1,153.9	1,043.98	1,043.98	1,043.98
资产总计	156,595.	176,708.	232,181.	237,750.	275,666.	利润总额	14,909.	18,531.1	24,259.6	27,098.2	28,527.1
短期借款	6,276.66	10,701.0	44,281.1	34,644.0	53,312.6	所得税	2,285.6	3,006.56	3,608.95	4,034.74	4,249.07
应付账款+票据	32,221.9	38,668.8	49,714.8	51,926.3	59,878.9	净利润	12,623.	15,524.6	20,650.7	23,063.5	24,278.0
其他	68,213.4	72,152.8	72,950.6	75,279.1	75,347.4	少数股东损益	91.29	103.67	142.97	159.68	168.09
流动负债合计	106,711.	121,522.	166,946.	161,849.	188,539.	归属于母公司	12,532.	15,420.9	20,507.7	22,903.8	24,109.9
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-29.04%	10.80%	32.00%	15.00%	10.00%
负债合计	106,711.	121,522.	166,946.	161,849.	188,539.	EBIT	-9.58%	22.04%	26.26%	11.92%	4.48%
少数股东权益	1,045.23	1,059.65	1,202.62	1,362.30	1,530.39	EBITDA	-9.05%	23.38%	24.14%	10.97%	4.16%
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	归属于母公司	30.21%	23.05%	32.99%	11.68%	5.27%
资本公积	185.95	183.40	183.40	183.40	183.40	获利能力					
留存收益	41,319.6	47,664.8	57,071.6	67,577.5	78,636.7	毛利率	32.46%	32.70%	32.00%	32.00%	32.00%
股东权益合计	48,566.6	54,923.6	64,473.4	75,139.0	86,366.2	净利率	12.91%	14.33%	14.45%	14.03%	13.42%
负债和股东权益	155,278.	176,446.	231,420.	236,988.	274,905.	ROE	26.37%	28.63%	32.41%	31.04%	28.42%
						ROIC	28.00%	32.40%	31.34%	19.28%	19.99%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债	68.15%	68.77%	71.90%	68.08%	68.39%
净利润	13,545.4	16,664.9	19,563.3	21,976.1	23,190.6	流动比率	1.17	1.21	1.22	1.31	1.33
折旧摊销	1,317.73	1,816.68	1,888.34	1,888.34	1,888.34	速动比率	1.05	1.12	1.11	1.22	1.22
财务费用	-728.54	-3,245.9	-2,344.0	-2,570.8	-2,901.7	营运能力					
存货减少	-902.22	421.52	-6,994.0	3,237.46	-6,117.5	应收账款周转	5.50	3.29	2.60	3.56	2.78
营运资金变动	33,276.1	-506.36	-10,437.	12,983.9	-11,031.	存货周转率	6.97	8.08	6.07	8.75	6.51
其它	-3,373.0	-3,962.9	161.25	161.25	161.25	总资产周转率	0.62	0.61	0.62	0.69	0.66
经营活动现金流	43,135.4	11,187.8	1,837.37	37,676.1	5,189.42	每股指标(元)					
资本支出	2,884.51	3,276.94	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.08	2.56	3.41	3.81	4.01
长期投资	3,007.95	19,410.3	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	7.17	1.86	0.31	6.26	0.86
其他	1,179.31	3,440.71	1,087.38	1,087.38	1,087.38	每股净资产	7.90	8.95	10.52	12.26	14.10
投资活动现金流	-4,713.1	-19,246.	1,087.38	1,087.38	1,087.38	估值比率					
债权融资	584.50	1,328.26	33,580.0	-9,637.0	18,668.6	市盈率	18.55	15.08	11.34	10.15	9.64
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	4.89	4.32	3.67	3.15	2.74
其他	-8,267.5	-7,079.8	-8,756.8	-9,827.0	-10,149.	EV/EBITDA	14.39	12.24	11.42	9.93	10.22
筹资活动现金流	-7,683.0	-5,751.5	24,823.1	-19,464.	8,519.50	EV/EBIT	15.72	13.52	12.41	10.70	10.97
现金净增加额	32,615.6	-9,715.8	100,915.	128,663.	147,962.						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064