

格力电器 (000651.SZ) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

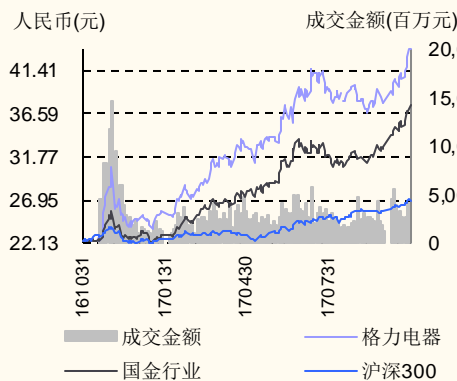
市场价格(人民币)：43.75元

净利率逆势上扬，预收款同比大增

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	5,970.49
总市值(百万元)	263,188.23
年内股价最高最低(元)	43.77/22.40
沪深300指数	4009.72
深证成指	11312.61



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	2.083	2.563	3.452	3.930	4.496
每股净资产(元)	7.90	8.95	10.60	12.53	14.82
每股经营性现金流(元)	7.37	2.47	4.33	4.34	4.85
市盈率(倍)	10.73	9.60	12.67	11.13	9.73
行业优化市盈率(倍)	13.93	13.93	13.93	13.93	13.93
净利润增长率(%)	-11.46%	23.05%	34.67%	13.83%	14.41%
净资产收益率(%)	26.37%	28.63%	32.57%	31.37%	30.33%
总股本(百万股)	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2017Q1-Q3 实现营收 1120.27 亿元 (YoY+33.73%)，归母净利润 154.61 亿元 (YoY+37.68%)，其中 Q1/Q2/Q3 单季收入增速分别为 19.7%/60.0%/24.7%，归母净利增速分别为 27.1%/67.7%/24.5%。

经营分析

■ **收入分析：17Q3 收入增速环比放缓实乃情理之中。**格力 Q2/Q3 营收增速 (60%/25%) 与产业在线的销量增速 (50%/17%) 基本匹配。初看格力三季度收入增速较二季度明显放缓，事实上在情理之中，主要原因有两点：(1) 16Q3 恰逢渠道补库开启，格力空调出货基数明显高于 16Q1 和 16Q2；(2) 受益渠道补库与夏季热销，17 冷年格力提前完成出货指标，因此格力在 17Q3 减缓出货节奏，以求较低的渠道库存以及较高的新冷年开盘提货意愿。目前渠道库存约 2.5 个月，低于去年同期的 3.5 个月左右，经销商补库意愿强于往年淡季，预计第二轮补库弹性虽有减弱但仍可维持到 18 年初。保守估计 18 年空调内销 5%-10% 增长，格力电器作为行业龙头可以通过抢占市场份额+产品结构优化较为顺利达到 15% 左右的营收增长。

■ **盈利分析：销售费用大幅下调，净利率逆势上扬。**17Q1-Q3 毛利率 31.37%，同比 -2.75pcts，但 17Q3 的毛利率同比降幅已由 17Q2 的 8.04pcts 大幅收窄至 1.35pcts，成本和外汇压力显著减弱。前三季度格力销售费用率仅为 10.59%，同比大幅下滑 6.2pcts，在空调销售超额完成任务之际公司提前兑现返利以下调销售费用率，其中 17Q2 和 17Q3 单季销售费用率分别为 10.24% 以及 7.93% (04 年以来单季最低)，分别同比下降 9.78pct 以及 5.83pcts。17Q1-Q3 财务费用率上升 3.91pct，综合考虑远期套保以及汇兑损益，粗略计算“汇兑损益+投资净收益+公允价值变动损益”三个科目较去年同期损失超过 25 亿元，本币升值造成的汇兑损失不容小觑。综上所述，前三季度格力电器净利率达到 14.01%，在成本和外汇的双重压力下同比 +0.3pcts，其中 17Q3 净利率为 14.46%，达到 17 年以来最高水平，格力在逆境中的费用调整能力显示出极强的经销商话语权以及产业链定价权。

■ **资产质量分析：预收账款同比+140%，盈利蓄水池维持稳定，经营性现金流并无异常。**三季末格力预收账款高达 281.88 亿元，同比大增 140%，较中报亦增长 218 亿元有余，超高的预收款显示经销商极强的提货诉求，同时也为公司的未来盈利增加足够的安全垫。其他流动负债仍然超过 600 亿元，在

相关报告

1. 《业绩再超预期，空调巨擘闪耀-格力电器公司点评》，2017.8.31
2. 《一季报靓丽出炉，业绩增长略超预期-格力电器公司点评》，2017.5.2
3. 《业绩增长超出预期，分红力度再创新高-格力电器公司点评》，2017.4.27
4. 《格力电器公司深度研究》，2017.3.9

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人
hongjiran@gjzq.com.cn

积极兑现返利的同时保持盈利蓄水池基本稳定足以说明格力收入确认谨慎且费用预提充分。公司现金资产约 1000 亿，占总资产的比例高达 45%，自有资金充沛=持续高分红+强抗风险能力。经营性现金净流量同比-59.5%仅反应阶段性特点，公司经营能力并无异常：（1）应收票据同比+89%，环比增长超 300 亿元，其原因在于今年利率上行促使票据贴现延后以及格力给予旺销中资金周转紧张的经销商一定程度的融资支持；（2）相较去年渠道去库+生产停滞，今年前三季度空调旺销导致厂商全力生产，存货同比大增 161%。

- **17Q3 前十大股东变动分析：**1) 外资通过陆股通大规模增持 1.58 亿股，增持比例为+2.62%，目前占总股本比例已达 7.65%，跃升至第三大股东。2) 社保基金增持 300 万股，增持比例为+0.05%；（3）中国人寿保险增持 778 万股，增持比例达到+0.13%；QFII 以及保险等长期价值投资者的增持是对格力电器长期投资价值的充分肯定。

投资建议

- 预计格力电器 2017-19 年净利润分别为 208、236、270 亿元，对应 EPS 3.45、3.93、4.50 元，对应 PE 为 12.7、11.1、9.7 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 多元化战略不确定性尚存；地产销售不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	140,005	100,564	110,113	142,635	160,834	180,461
增长率		-28.2%	9.5%	29.5%	12.8%	12.2%
主营业务成本	-88,732	-66,670	-72,979	-97,077	-108,694	-119,691
%销售收入	63.4%	66.3%	66.3%	68.1%	67.6%	66.3%
毛利	51,273	33,894	37,134	45,558	52,140	60,770
%销售收入	36.6%	33.7%	33.7%	31.9%	32.4%	33.7%
营业税金及附加	-1,362	-752	-1,430	-1,426	-1,608	-1,805
%销售收入	1.0%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-28,890	-15,506	-16,477	-14,977	-17,692	-21,655
%销售收入	20.6%	15.4%	15.0%	10.5%	11.0%	12.0%
管理费用	-4,818	-5,049	-5,489	-7,132	-8,042	-9,023
%销售收入	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	16,203	12,587	13,737	22,023	24,798	28,287
%销售收入	11.6%	12.5%	12.5%	15.4%	15.4%	15.7%
财务费用	942	1,929	4,846	1,543	1,832	2,001
%销售收入	-0.7%	-1.9%	-4.4%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-398	-86	1	0	0	0
公允价值变动收益	-1,382	-1,010	1,093	0	0	0
投资收益	724	97	-2,221	100	100	100
%税前利润	4.3%	0.6%	n.a	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	16,089	13,516	17,456	23,666	26,731	30,388
营业利润率	11.5%	13.4%	15.9%	16.6%	16.6%	16.8%
营业外收支	663	1,393	1,075	1,200	1,400	1,600
税前利润	16,752	14,909	18,531	24,866	28,131	31,988
利润率	12.0%	14.8%	16.8%	17.4%	17.5%	17.7%
所得税	-2,499	-2,286	-3,007	-3,979	-4,360	-4,798
所得税率	14.9%	15.3%	16.2%	16.0%	15.5%	15.0%
净利润	14,253	12,624	15,525	20,887	23,770	27,190
少数股东损益	98	91	104	119	131	144
归属于母公司的净利润	14,155	12,532	15,421	20,768	23,639	27,045
净利率	10.1%	12.5%	14.0%	14.6%	14.7%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	14,253	12,624	15,525	20,887	23,770	27,190
少数股东损益	98	91	104	119	131	144
非现金支出	1,729	1,390	1,807	1,728	1,908	2,087
非经营收益	-1,636	-351	-2,928	-500	-1,315	-1,454
营运资金变动	4,567	30,701	448	3,905	1,717	1,351
经营活动现金净流	18,913	44,364	14,851	26,020	26,080	29,174
资本开支	-1,775	-2,883	-3,250	-1,326	-909	-710
投资	-1,669	-1,883	1,646	-1	0	0
其他	581	53	-17,643	100	100	100
投资活动现金净流	-2,862	-4,713	-19,247	-1,227	-809	-610
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,576	585	1,328	-9,031	1,945	-83
其他	-4,406	-6,391	-2,985	-11,375	-12,216	-13,481
筹资活动现金净流	-1,830	-5,807	-1,657	-20,406	-10,271	-13,564
现金净流量	14,221	33,844	-6,052	4,387	15,000	15,000

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	54,546	88,820	95,613	100,000	115,000	130,000
应收款项	53,523	18,013	33,169	39,879	44,967	50,455
存货	8,599	9,474	9,025	13,298	14,890	16,396
其他流动资产	3,392	3,643	4,853	4,943	5,175	5,395
流动资产	120,059	119,949	142,660	158,120	180,032	202,246
%总资产	76.9%	74.6%	78.3%	80.0%	81.8%	83.4%
长期投资	2,750	3,292	2,086	2,087	2,086	2,086
固定资产	22,643	25,371	23,037	23,883	24,322	24,580
%总资产	14.5%	15.8%	12.6%	12.1%	11.1%	10.1%
无形资产	2,501	2,664	3,356	3,319	3,282	3,246
非流动资产	36,087	40,749	39,459	39,589	39,990	40,212
%总资产	23.1%	25.4%	21.7%	20.0%	18.2%	16.6%
资产总计	156,231	160,698	182,370	197,709	220,022	242,458
短期借款	5,640	8,680	10,701	1,843	3,788	3,704
应付款项	42,641	42,449	50,913	64,105	71,897	79,520
其他流动负债	60,107	61,496	65,262	66,706	67,542	68,484
流动负债	108,389	112,625	126,876	132,654	143,227	151,709
长期贷款	2,259	0	0	0	0	0
其他长期负债	452	506	570	120	120	120
负债	111,099	113,131	127,446	132,774	143,347	151,829
普通股股东权益	44,153	47,521	53,864	63,756	75,364	89,175
少数股东权益	979	1,045	1,060	1,179	1,310	1,454
负债股东权益合计	156,231	161,698	182,370	197,709	220,022	242,458

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	4.706	2.083	2.563	3.452	3.930	4.496
每股净资产	14.679	7.900	8.954	10.598	12.528	14.824
每股经营现金净流	6.288	7.375	2.469	4.325	4.335	4.850
每股股利	1.500	6.000	6.300	1.800	2.000	2.200
回报率						
净资产收益率	32.06%	26.37%	28.63%	32.57%	31.37%	30.33%
总资产收益率	9.06%	7.75%	8.46%	10.50%	10.74%	11.15%
投入资本收益率	25.87%	18.54%	17.46%	27.70%	26.04%	25.49%
增长率						
主营业务收入增长率	18.02%	-28.17%	9.50%	29.54%	12.76%	12.20%
EBIT增长率	76.20%	-22.31%	9.13%	60.32%	12.60%	14.07%
净利润增长率	49.70%	-11.46%	23.05%	34.67%	13.83%	14.41%
总资产增长率	16.85%	3.50%	12.78%	8.41%	11.29%	10.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.9	10.1	9.7	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	44.7	49.5	46.3	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	111.5	141.2	135.9	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	38.9	56.0	58.6	46.1	41.2	36.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.36%	-165.01%	-154.60%	-151.16%	-145.05%	-139.35%
EBIT利息保障倍数	-17.2	-6.5	-2.8	-14.3	-13.5	-14.1
资产负债率	71.11%	69.96%	69.88%	67.16%	65.15%	62.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	18	20	24
增持	0	3	15	17	20
中性	0	0	4	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.62	1.61	1.61

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

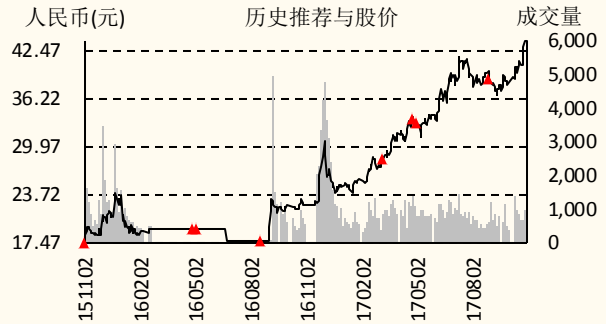
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-03	增持	17.64	N/A
2	2016-04-29	增持	19.22	20.20~20.40
3	2016-05-04	增持	19.22	20.20~20.40
4	2016-08-19	买入	17.72	21.86~23.05
5	2017-03-09	买入	28.09	32.00~32.00
6	2017-04-27	买入	33.43	N/A
7	2017-05-02	买入	33.00	N/A
8	2017-08-31	买入	39.58	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH