

公司研究/季报点评

2017年10月31日

家用电器/白色家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

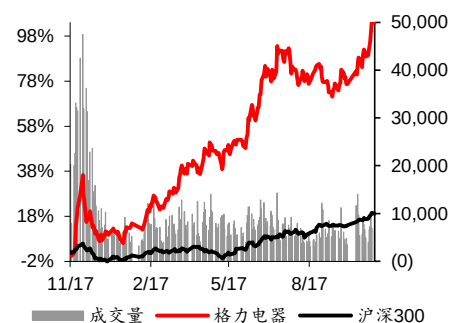
当前价格(元): 43.75
合理价格区间(元): 51.48-59.4

王鹤岱 执业证书编号: S0570517080003
研究员 0755-82776413
wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《格力电器(000651,买入): 空调补库存周期或超预期》2017.05
- 2《格力电器(000651,买入): Q1 不负所望, Q2 料有惊喜》2017.04
- 3《格力电器(000651,买入): Q4 超预期了, 2017Q1 还会差么》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

空调龙头增势延续

格力电器(000651)

成本上涨与人民币升值双重压力下, 空调龙头延续增势

格力电器发布三季报, 2017 前三季度实现收入 1108.7 亿元, YoY+34.5%; 归母净利润 154.6 亿元, YoY+37.7%。由于渠道当前库存水平较低, 叠加后续成本与汇率负面因素逐渐消除, 未来公司收入与利润增势有望延续。

Q3 单季度利润 YoY+24.5%

格力电器 Q3 单季度实现收入 416.9 亿元, YoY+25.4%; 归母净利润 60.1 亿元, YoY+24.5%; 扣非后归母净利润 660.4 亿元, YoY+40.5%; 收入与利润增速符合我们预期。炎夏推动终端热销, 渠道库存水平较低, 经销商提货积极, 公司收入保持快速增长。同时, 公司具备较强的成本转移能力, 产品结构调整叠加电商渠道放量, 在原材料价格大幅上涨背景下, Q3 单季度毛利率同比仅小幅下滑 1.7pct 至 31.0%, 环比持平。由于返利方式的调整, 公司销售费用率同比大幅下降 5.9pct 至 7.9%。整体来看, 在汇兑收益大幅减少拖累下, 公司归母净利率同比持平于 14.3%。

库存水平仍处低位, “补库存”值得期待

受炎夏影响, 空调终端销售旺盛。根据产业在线数据, 2017 年 1-9 月空调行业整体内销量 7010.4 万台, YoY+56.1%, 创下历史新高。空调热销导致库存去化较为彻底, 新冷年开盘渠道轻装上阵, 库存水平较低也将为公司出货保持快速增长提供重要支撑。

外资涌入, 估值中枢上移波幅收窄

根据沪深港通资金流动监测, Q3 单季度外资净买入格力电器 61.6 亿。外资涌入, 一方面由于行业与公司本身未来业绩增长的持续性, 另一方面则是由于与海外市场同类标的资产的估值差距。QFII 多为长线资金, 大量增持家电龙头, 一方面能够提升估值中枢, 另一方面能够降低市场风格转换所带来的估值波动。

业绩有望持续增长、估值具备稀缺性, 维持“买入”评级

炎夏推动空调热销, 空调龙头收入端仍维持快速增长。新冷年开盘, 渠道库存处于低位, 后续“补库存”值得期待。龙头品牌垄断优势明显, 具备较强的渠道掌控力与定价权, 能够通过产品均价提升对冲原材料价格上涨, 业绩增长有望延续。同时, 外资大量买入家电龙头, 有助于提升估值中枢、降低估值波动幅度。由于前期空调热销与较低的渠道库存水平, 我们上调公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 3.35/3.96/4.58 元 (前值为 3.02/3.43/3.89 元), 给予 2018 年 13-15 倍 PE, 上调目标价至 51.48-59.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产管控趋严, 原材料价格大幅上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,016
流通 A 股 (百万股)	5,970
52 周内股价区间 (元)	22.52-43.77
总市值 (百万元)	263,188
总资产 (百万元)	220,724
每股净资产 (元)	9.75

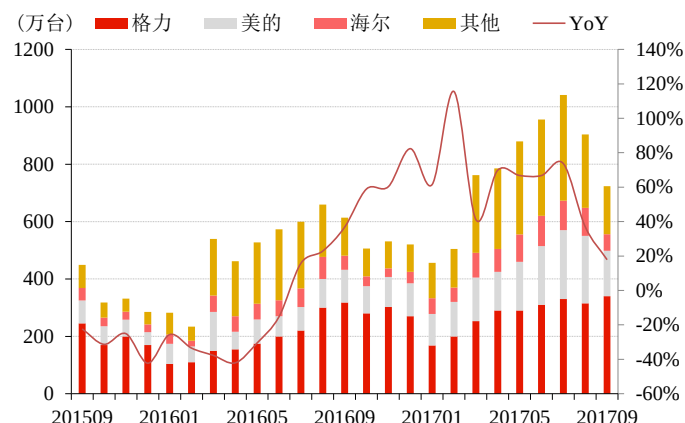
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	100,564	110,113	140,858	160,357	181,183
+/-%	(28.17)	9.50	27.92	13.84	12.99
归属母公司净利润 (百万元)	12,532	15,421	20,174	23,828	27,533
+/-%	(11.46)	23.05	30.82	18.11	15.55
EPS (元, 最新摊薄)	2.08	2.56	3.35	3.96	4.58
PE (倍)	21.01	17.07	13.05	11.05	9.56

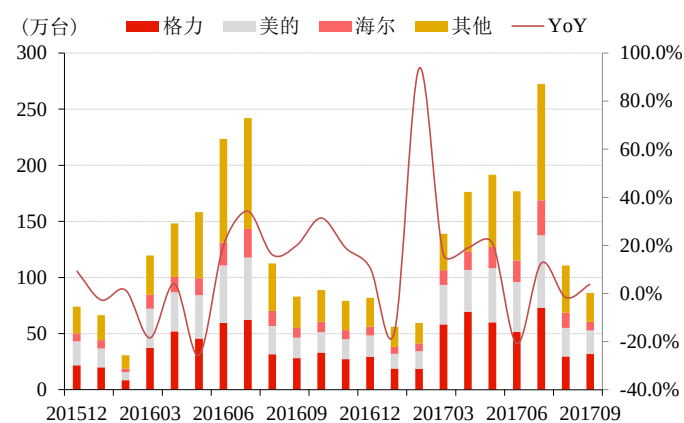
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：空调内销量与同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表2：空调零售量与同比增速



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表3：LME 3 月铜价格走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

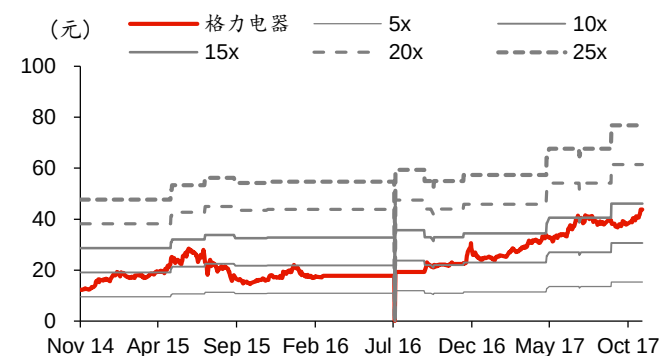
图表4：人民币汇率走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

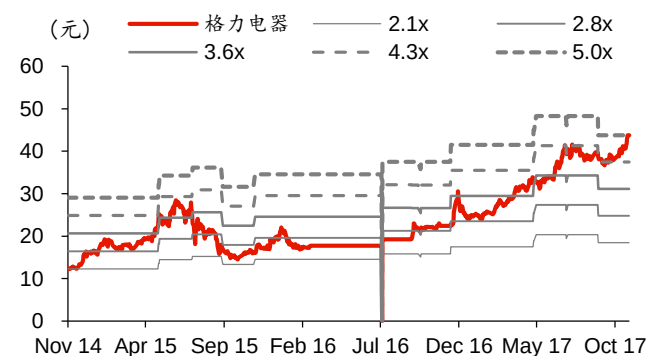
PE/PB - Bands

图表5：格力电器历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：格力电器历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	120,949	142,911	160,882	200,175	221,816
现金	88,820	95,613	100,532	131,772	145,174
应收账款	2,879	2,961	4,062	4,624	5,225
其他应收账款	254.02	244.98	331.01	376.83	425.78
预付账款	847.93	1,815	1,934	2,210	2,492
存货	9,474	9,025	12,211	13,954	15,739
其他流动资产	18,674	33,252	41,813	47,239	52,761
非流动资产	40,749	39,459	38,260	36,749	34,741
长期投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91
固定投资	15,432	17,682	16,509	15,173	13,756
无形资产	2,656	3,355	3,355	3,355	3,355
其他非流动资产	22,565	18,318	18,292	18,116	17,526
资产总计	161,698	182,370	199,143	236,924	256,558
流动负债	112,625	126,876	134,209	162,106	170,700
短期借款	6,277	10,701	3,214	21,602	21,506
应付账款	24,794	29,541	37,752	43,960	49,121
其他流动负债	81,554	86,634	93,243	96,544	100,072
非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
负债合计	113,131	127,446	134,738	162,653	171,248
少数股东权益	1,045	1,060	1,195	1,355	1,541
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	185.95	183.40	183.40	183.40	183.40
留存公积	41,237	47,575	57,011	66,717	77,570
归属母公司股	47,521	53,864	63,210	72,916	83,769
负债和股东权益	161,698	182,370	199,143	236,924	256,558

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	44,378	14,860	21,813	23,973	26,484
净利润	12,624	15,525	20,310	23,988	27,718
折旧摊销	1,318	1,817	1,463	1,481	1,490
财务费用	(1,929)	(4,846)	(613.57)	(1,703)	(1,692)
投资损失	(96.65)	2,221	(900.00)	(1,300)	(2,000)
营运资金变动	32,374	(84.84)	2,198	1,390	377.21
其他经营现金	88.47	227.67	(644.42)	115.92	591.30
投资活动现金	(4,713)	(19,247)	936.95	1,300	2,000
资本支出	2,885	3,277	(36.95)	0.00	0.00
长期投资	1,883	(1,646)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	54.02	(17,616)	900.00	1,300	2,000
筹资活动现金	(7,683)	(5,752)	(17,831)	5,968	(15,083)
短期借款	2,698	4,424	(7,487)	18,387	(95.12)
长期借款	(2,259)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3,008	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(3,005)	(2.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,124)	(10,173)	(10,344)	(12,419)	(14,988)
现金净增加额	33,859	(6,044)	4,919	31,241	13,401

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,564	110,113	140,858	160,357	181,183
营业成本	66,017	72,886	96,689	110,487	124,622
营业税金及附加	751.89	1,430	1,830	2,083	2,354
营业费用	15,506	16,477	14,931	16,837	18,843
管理费用	5,049	5,489	5,775	6,414	7,066
财务费用	(1,929)	(4,846)	(613.57)	(1,703)	(1,692)
资产减值损失	86.32	(0.99)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1,010)	1,093	0.00	0.00	0.00
投资净收益	96.65	(2,221)	900.00	1,300	2,000
营业利润	13,516	17,456	23,147	27,538	31,989
营业外收入	1,404	1,096	1,096	1,096	1,096
营业外支出	11.05	20.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,909	18,531	24,243	28,634	33,086
所得税	2,286	3,007	3,933	4,646	5,368
净利润	12,624	15,525	20,310	23,988	27,718
少数股东损益	91.29	103.67	135.62	160.19	185.09
归属母公司净利润	12,532	15,421	20,174	23,828	27,533
EBITDA	12,905	14,427	23,997	27,316	31,788
EPS (元)	2.08	2.56	3.35	3.96	4.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(28.17)	9.50	27.92	13.84	12.99
营业利润	(15.99)	29.15	32.60	18.97	16.17
归属母公司净利润	(11.46)	23.05	30.82	18.11	15.55
获利能力 (%)					
毛利率	34.35	33.81	31.36	31.10	31.22
净利率	12.46	14.00	14.32	14.86	15.20
ROE	26.37	28.63	31.92	32.68	32.87
ROIC	(18.60)	(21.92)	(36.62)	(39.72)	(44.98)
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.96	69.88	67.66	68.65	66.75
净负债比率 (%)	7.67	8.40	2.39	13.28	12.56
流动比率	1.07	1.13	1.20	1.23	1.30
速动比率	0.99	1.05	1.11	1.15	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.64	0.74	0.74	0.73
应收账款周转率	30.74	31.85	35.03	33.23	33.11
应付账款周转率	2.56	2.68	2.87	2.70	2.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.08	2.56	3.35	3.96	4.58
每股经营现金流(最新摊薄)	7.38	2.47	3.63	3.99	4.40
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.95	10.51	12.12	13.93
估值比率					
PE (倍)	21.01	17.07	13.05	11.05	9.56
PB (倍)	5.54	4.89	4.17	3.61	3.14
EV_EBITDA (倍)	13.64	12.20	7.34	6.45	5.54

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com