

公司研究/公告点评

2019年01月17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): 39.31  
合理价格区间(元): 40.98~49.03

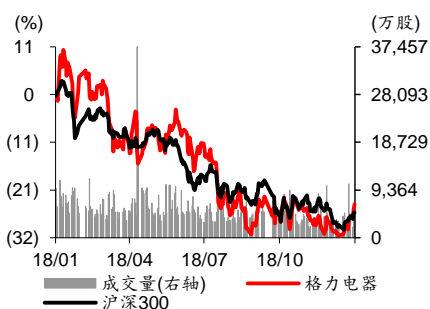
**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**王森泉** 执业证书编号: S0570518120001  
研究员 wangsenquan@htsc.com

相关研究

1《格力电器(000651,买入): 董事会换届提名名单符合预期》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 新董事会起航, 龙头继续绽放

## 格力电器(000651)

### 业绩预告增长稳健, 董事会换届落地, 公司再次起航

公司公告 2018 年业绩预告, 预计全年实现营业收入 2000~2010 亿元, 实现归母净利润 260~270 亿元, 同比+16%~21%, 低于预期, 我们认为大概率由于新技术投入超预期导致。公司董事会换届按预期落地, 董明珠连任公司董事长, 董事会基本保留原有经营管理及架构, 最大程度维持公司战略及经营执行层面的一致性。我们认为随着公司内部不确定因素逐步解除, 新董事会和管理层明确, 估值风险降低, 未来估值修复可以期待。我们调整公司 2018-2020 年 EPS 为 4.44、5.06、5.97 元, 重申“买入”评级。

### 董明珠获连任, 有利于维持战略方向

根据公司公告, 第十一届董事会提名均获得股东大会选举通过, 董事会架构得到维持, 基本可确认董事会换届及经营管理上的风险逐步解除, 预计公司在未来一届董事会任期内, 有望维持此前的战略方向。其中, 选举董明珠、黄辉、望靖东、张伟(以上由股东珠海格力集团有限公司推荐)、张军督、郭书战(以上由股东河北京海担保投资有限公司推荐)为非独立董事; 选举刘妹威、邢子文、王晓华为独立董事。

### 高管团队维持, 保持经营一致性

根据公司公告, 第十一届董事会第一次会议决议, 选举董明珠女士为公司董事长。审计委员会成员: 刘妹威(主任委员)、王晓华、张军督。提名委员会成员: 邢子文(主任委员)、王晓华、张伟。薪酬与考核委员会成员: 王晓华(主任委员)、刘妹威、张伟。同时, 续聘董明珠女士为公司总裁; 续聘黄辉先生为公司执行总裁; 续聘望靖东先生、庄培先生、谭建明先生为公司副总裁; 续聘望靖东先生为财务负责人、董事会秘书。

### 公司未来增长预期稳健, 防御价值领先

公司有望依托专卖店渠道、品牌力和研发持续投入优势, 维持空调行业弱势中的稳健增长。同时, 随着公司新一届管理团队确认, 公司内部不确定因素逐步解除。虽然市场需求预期下行, 但我们认为公司原有管理层得到最大程度保留, 有利于维持公司经营水平、产业链优势和龙头品牌力。在目前时点, 市场风险偏好依然较低、市场大概率震荡分化的背景下, 我们认为家电行业龙头个股具备较高业绩稳定性、较高分红率, 且龙头估值相对优势逐步凸显、防御性价值领先。

### 公司行业地位领先, 估值有提升预期

公司对研发投入超此前预期, 我们调整公司 2018-2020 年 EPS 为 4.44、5.06、5.97 元(前值 4.82、5.40、6.35 元), 参考行业 2019 年平均 PE 为 9.69x, 认可给予公司 2019 年 9.69xPE 估值, 对应目标价 49.03 元/股。参考可比公司 2019 年平均 6.43x EV/EBITDA, 认可给予公司 2019 年 6.43x EV/EBITDA, 对应公司的目标市值 2465.30 亿元, 对应目标价 40.98 元/股。综上, 给予公司目标价 40.98~49.03 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品需求不足; 原材料价格不利波动; 人民币汇率不利波动。

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)	35.68-57.40
总市值(百万元)	236,478
总资产(百万元)	247,523
每股净资产(元)	14.41

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	110,113	150,020	200,051	215,055	243,012
+/-%	9.50	36.24	33.35	7.50	13.00
归属母公司净利润(百万元)	15,464	22,402	26,730	30,418	35,906
+/-%	23.39	44.87	19.32	13.80	18.04
EPS(元, 最新摊薄)	2.57	3.72	4.44	5.06	5.97
PE(倍)	14.71	10.15	8.51	7.48	6.33

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 格力电器第十一届董事会名单

	姓名	职务	现任职务
格力集团推荐	董明珠	董事长	现任珠海格力电器股份有限公司董事长兼总裁。
格力集团推荐	黄辉	董事	现任珠海格力电器股份有限公司董事、执行总裁。
格力集团推荐	望靖东	董事	现任珠海格力电器股份有限公司副总裁、财务负责人、董事会秘书。
格力集团推荐	张伟	董事	现任珠海格力集团有限公司常务副总裁。
河北京海担保推荐	张军督	董事	现任珠海格力电器股份有限公司董事、浙江通诚格力电器有限公司董事长、浙江盛世欣兴格力贸易有限公司总经理。
河北京海担保推荐	郭书战	董事	现任珠海格力电器股份有限公司监事、河北京海担保投资有限公司董事长、河南盛世欣兴格力贸易有限公司总经理。
	刘妹威	独立董事	现任中央财经大学中国企业研究中心主任、研究员，万科企业股份有限公司独立董事、董事会审计委员会委员。
	邢子文	独立董事	现任西安交通大学教授。
	王晓华	独立董事	现任广东广信君达律师事务所主任。

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 可比公司 Wind 一致预期 PE 及 EV/EBITADA 估值

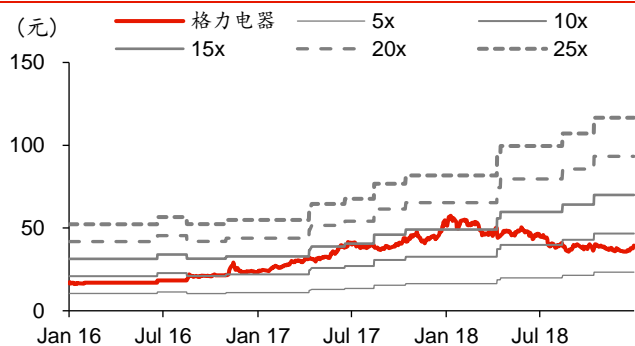
证券简称	PE			EV/EBITADA		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
美的集团	11.95	11.61	10.09	9.89	8.80	7.72
青岛海尔	11.23	10.44	9.29	6.47	5.67	5.03
海信家电	7.08	7.03	6.03	5.41	4.82	4.36
全部平均	10.09	9.69	8.47	7.26	6.43	5.70

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2019/1/16

资料来源: Wind、华泰证券研究所

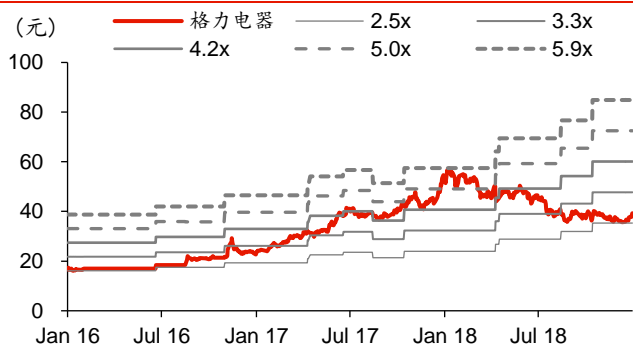
## PE/PB - Bands

图表3: 格力电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	142,915	171,535	214,005	243,667	280,727
现金	95,754	99,610	128,517	152,479	175,820
应收账款	2,824	5,814	6,164	6,786	8,173
其他应收账款	244.98	252.83	430.40	435.50	475.42
预付账款	1,815	3,718	3,439	4,234	4,971
存货	9,025	16,568	19,930	22,622	24,528
其他流动资产	33,252	45,571	55,525	57,111	66,759
非流动资产	39,459	43,433	44,132	45,759	47,708
长期投资	103.91	110.39	103.25	105.85	106.50
固定投资	17,682	17,467	19,298	20,802	21,864
无形资产	3,355	3,604	3,907	4,271	4,548
其他非流动资产	18,318	22,251	20,824	20,580	21,190
资产总计	182,374	214,968	258,137	289,425	328,436
流动负债	126,852	147,491	165,563	173,491	183,650
短期借款	10,701	18,646	11,875	13,741	14,754
应付账款	29,541	34,553	51,657	54,735	59,742
其他流动负债	86,610	94,292	102,031	105,016	109,154
非流动负债	569.82	642.41	(180.17)	(408.97)	(735.23)
长期借款	0.00	0.00	(752.99)	(1,004)	(1,339)
其他非流动负债	569.82	642.41	572.82	595.02	603.42
负债合计	127,422	148,133	165,383	173,082	182,915
少数股东权益	979.97	1,240	1,430	1,660	1,920
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	183.40	103.88	103.88	103.88	103.88
留存公积	47,726	59,240	86,205	109,404	138,092
归属母公司股东权益	53,972	65,595	91,325	114,684	143,601
负债和股东权益	182,374	214,968	258,137	289,425	328,436

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	14,860	16,359	36,988	33,136	32,226
净利润	15,566	22,509	26,920	30,648	36,166
折旧摊销	1,817	2,033	1,814	2,136	2,451
财务费用	(4,845)	431.28	(1,290)	(248.07)	(1,060)
投资损失	2,221	(396.65)	(350.00)	(650.00)	(650.00)
营运资金变动	43.35	(5,718)	8,980	958.28	(4,475)
其他经营现金	57.54	(2,500)	914.52	291.56	(205.86)
投资活动现金	(19,247)	(62,253)	(2,577)	(3,309)	(3,500)
资本支出	3,277	2,425	3,562	3,555	3,424
长期投资	(1,646)	9,016	(75.42)	(188.39)	150.73
其他投资现金	(17,616)	(50,813)	909.94	57.01	73.89
筹资活动现金	(5,752)	(2,269)	(5,505)	(5,865)	(5,384)
短期借款	4,424	7,945	(6,771)	1,866	1,013
长期借款	0.00	0.00	(752.99)	(251.00)	(334.66)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2.55)	(79.52)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,173)	(10,135)	2,020	(7,480)	(6,063)
现金净增加额	(6,044)	(49,962)	28,906	23,962	23,341

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	110,113	150,020	200,051	215,055	243,012
营业成本	72,886	99,563	137,395	145,528	163,061
营业税金及附加	1,430	1,513	1,890	2,402	3,604
营业费用	16,477	16,660	18,605	21,721	24,423
管理费用	5,486	6,071	10,203	9,742	10,814
财务费用	(4,845)	431.28	(1,290)	(248.07)	(1,060)
资产减值损失	(43.91)	263.79	545.00	282.73	382.03
公允价值变动收益	1,093	9.21	(1,000)	160.00	230.00
投资净收益	(2,221)	396.65	350.00	650.00	650.00
营业利润	17,504	26,127	32,054	36,438	42,668
营业外收入	1,094	511.06	100.00	200.00	400.00
营业外支出	24.41	20.54	30.00	23.76	24.77
利润总额	18,573	26,617	32,124	36,614	43,043
所得税	3,007	4,109	5,204	5,966	6,877
净利润	15,566	22,509	26,920	30,648	36,166
少数股东损益	102.83	107.02	190.00	230.00	260.00
归属母公司净利润	15,464	22,402	26,730	30,418	35,906
EBITDA	14,475	28,591	32,577	38,326	44,059
EPS (元, 基本)	2.57	3.72	4.44	5.06	5.97

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.50	36.24	33.35	7.50	13.00
营业利润	29.50	49.26	22.69	13.68	17.10
归属母公司净利润	23.39	44.87	19.32	13.80	18.04
获利能力 (%)					
毛利率	33.81	33.63	31.32	32.33	32.90
净利率	14.04	14.93	13.36	14.14	14.78
ROE	28.65	34.15	29.27	26.52	25.00
ROIC	(21.96)	(60.47)	(57.73)	(69.12)	(91.87)
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.87	68.91	64.07	59.80	55.69
净负债比率 (%)	8.40	12.59	7.21	7.51	7.53
流动比率	1.13	1.16	1.29	1.40	1.53
速动比率	1.05	1.05	1.17	1.27	1.39
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.76	0.85	0.79	0.79
应收账款周转率	32.49	31.22	30.12	29.11	28.87
应付账款周转率	2.68	3.11	3.19	2.74	2.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.57	3.72	4.44	5.06	5.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.72	6.15	5.51	5.36
每股净资产(最新摊薄)	8.97	10.90	15.18	19.06	23.87
估值比率					
PE (倍)	14.71	10.15	8.51	7.48	6.33
PB (倍)	4.21	3.47	2.49	1.98	1.58
EV_EBITDA (倍)	9.90	5.01	4.40	3.74	3.25

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、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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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