

投资评级：买入(维持)

格力电器(000651)

三季报略有承压，股改阶段性落地

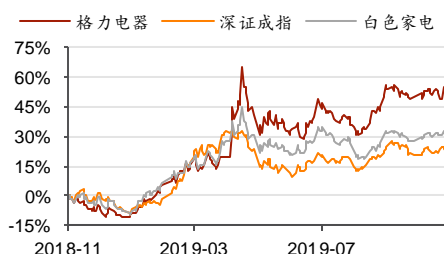
市场数据 2019-11-01

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 63.78 |
| 一年内最低/最高(元) | 35.35/65.40 |
| 市盈率 | 12.9 |
| 市净率 | 3.79 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 33.36 |
| 资产负债率(%) | 63.1 |
| 总股本(亿股) | 60.16 |

最近12月股价走势



联系信息

洪吉然 分析师
SAC 证书编号: S0160517120002
hongjr@ctsec.com

相关报告

- 《格力电器(000651):逆势增长,资产雄厚》 2019-09-05
- 《格力电器(000651):三季报预收方具研判价值》 2018-09-04

- **Q3扣非利润同比-6%，空调行业压力显现。**前三季度格力营收1567亿元(yoy+4%)，归母净利润221亿元(yoy+5%)，剔除晶弘冰箱和南京华新并表后收入端略有下滑，其中19Q3收入、归母净利润、扣非归母净利润同比分别+0.5%、+0.7%、-6.2%，空调量价承压+政府补贴较多导致单季扣非负增长。
- **19Q3空调业务量价齐跌，收入+预收增量同比下滑4%。**1-9月格力单季收入同比分别为+2%/+10%/+1%，数据显示公司单季销量同比+0%/-10%/-6%，零售均价同比+1%/+5%/-6%，若第三方数据误差可控，则空调量价齐跌主导格力19Q3收入增速下行，但Q3以价换量策略颇为有效，9月公司线下销量份额大幅提升17个百分点，渠道库存降至2000万套以内。鉴于经销商在新冷年开盘时集中打款，Q3销售收入+预收环比增量基本反映从业人员的态度是否积极，我们测算19Q3该指标同比-4%，为16Q3以来首次转负，而上一轮负增长持续一年半，客观来讲空调行业的景气回升仍需时间。展望全年，预计19Q4空调需求仍然偏弱，但终端价格策略的选择余地更大，结合18Q4内销低基数+出口以及非空调业务的高基数，预估格力全年收入增速或为小个位数。
- **Q3毛利率下滑，现金流同比翻倍，盈利蓄水池相对稳定。**前三季度公司毛利率30.89%，同比+0.1pct，其中Q3毛利率同比下滑1.3pct，价格竞争影响盖过成本外汇等外部红利；销售费用率同比+1.1pcts，其中Q3同比略有下滑；管理+研发费用率同比-0.3pcts；财务费用率同比-0.5pcts；归母净利率达到14.3%，较去年同期持平。资产质量方面，其他流动负债环比中报-13亿元，递延所得税资产环比中报+2亿元，综合看蓄水池并未减少。自有现金1352亿元，环比中报增加84亿元，占总资产比例高达46%；经营性现金流净额327亿元，同比+177亿元；应收款项融资436亿元，预计大部分用于贴现或背书，剩余部分用于质押；应付科目同比+328亿元，彰显上游议价权的同时也应注意到低利率环境下票据支付的接受度有所提高。
- **短期看高瓴资本入主变化，长期转型为科技集团，维持“买入评级”。**格力是空调市场最具品牌力、产品力、以及渠道壁垒的行业翘楚，短期看点为高瓴入主后如何与公司现有资源取长补短，预计前者有望在数字零售、智能制造以及国际扩张方面助力格力，管理层股权激励以及分红率提升也值得期待；长期看格局稳定+自主创新，公司将以较为经济的方式成长为科技集团。预计格力电器2019-21年净利润为286、311、336亿元，摊薄EPS 4.8、5.2、5.6元，对应PE为13.4、12.3、11.4倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**成本价格攀升，人民币升值，新业务协同不达预期。

表1:公司财务及预测数据摘要

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 150,020 | 200,024 | 207,025 | 217,997 | 234,565 |
| 增长率 | 36.2% | 33.3% | 3.5% | 5.3% | 7.6% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 22,402 | 26,203 | 28,645 | 31,145 | 33,609 |
| 增长率 | 45.3% | 17.0% | 9.3% | 8.7% | 7.9% |
| 每股收益(元) | 3.72 | 4.36 | 4.76 | 5.18 | 5.59 |
| 市盈率(倍) | 17.1 | 14.6 | 13.4 | 12.3 | 11.4 |

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 公司财务报表及指标预测 | | | | | | 公司财务报表及指标预测 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 150,020 | 200,024 | 207,025 | 217,997 | 234,565 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 99,563 | 138,234 | 141,605 | 147,366 | 158,331 | 营业收入增长率 | 36.2% | 33.3% | 3.5% | 5.3% | 7.6% |
| 营业税费 | 1,513 | 1,742 | 1,863 | 1,962 | 2,111 | 营业利润增长率 | 49.7% | 18.6% | 8.5% | 8.7% | 7.9% |
| 销售费用 | 16,660 | 18,900 | 21,117 | 22,236 | 23,926 | 净利润增长率 | 45.3% | 17.0% | 9.3% | 8.7% | 7.9% |
| 管理费用 | 6,071 | 11,354 | 10,351 | 10,900 | 11,728 | EBITDA 增长率 | 95.6% | 15.5% | 7.8% | 10.4% | 8.1% |
| 财务费用 | 431 | -948 | -1,572 | -1,036 | -962 | EBIT 增长率 | 107.5% | 12.6% | 8.0% | 10.8% | 8.3% |
| 资产减值损失 | 264 | 262 | 250 | 250 | 250 | NOPLAT 增长率 | 112.6% | 12.9% | 6.9% | 10.8% | 8.3% |
| 加:公允价值变动收益 | 9 | 46 | 101 | 111 | 123 | 投资资本增长率 | -25.0% | -35.3% | 4.4% | 4.6% | 55.1% |
| 投资和汇兑收益 | 397 | 107 | 117 | 129 | 142 | 净资产增长率 | 21.7% | 38.7% | 12.9% | 11.6% | 10.3% |
| 营业利润 | 26,127 | 30,997 | 33,630 | 36,560 | 39,445 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 491 | 277 | 304 | 335 | 368 | 毛利率 | 33.6% | 30.9% | 31.6% | 32.4% | 32.5% |
| 利润总额 | 26,617 | 31,274 | 33,934 | 36,895 | 39,813 | 营业利润率 | 17.4% | 15.5% | 16.2% | 16.8% | 16.8% |
| 减:所得税 | 4,109 | 4,894 | 5,260 | 5,719 | 6,171 | 净利润率 | 14.9% | 13.1% | 13.8% | 14.3% | 14.3% |
| 净利润 | 22,402 | 26,203 | 28,645 | 31,145 | 33,609 | EBITDA/营业收入 | 18.9% | 16.4% | 17.1% | 17.9% | 18.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.6% | 14.8% | 15.5% | 16.3% | 16.4% |
| 资产负债表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 99,610 | 113,079 | 103,512 | 108,999 | 117,282 | 固定资产周转天数 | 42 | 32 | 30 | 25 | 20 |
| 交易性金融资产 | 602 | 1,012 | 1,114 | 1,225 | 1,348 | 流动营业资本周转天数 | -152 | -97 | -86 | -80 | -82 |
| 应收账款 | 6,067 | 7,700 | 4,952 | 8,370 | 5,964 | 流动资产周转天数 | 377 | 334 | 370 | 368 | 367 |
| 应收票据 | 32,256 | 35,912 | 67,601 | 53,509 | 76,805 | 应收账款周转天数 | 11 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| 预付账款 | 3,718 | 2,162 | 3,345 | 2,386 | 3,771 | 存货周转天数 | 31 | 33 | 38 | 37 | 37 |
| 存货 | 16,568 | 20,012 | 23,257 | 21,772 | 26,607 | 总资产周转天数 | 477 | 420 | 477 | 504 | 525 |
| 其他流动资产 | 12,712 | 19,835 | 21,818 | 24,000 | 26,400 | 投资资本周转天数 | -101 | -53 | -41 | -41 | -50 |
| 可供出售金融资产 | 2,175 | 2,216 | 2,438 | 2,682 | 2,950 | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | 20,000 | 40,000 | 60,000 | ROE | 34.2% | 28.7% | 27.7% | 27.0% | 26.4% |
| 长期股权投资 | 110 | 2,251 | 2,256 | 2,261 | 2,266 | ROA | 10.5% | 10.5% | 9.6% | 10.0% | 9.1% |
| 投资性房地产 | 517 | 538 | 548 | 558 | 568 | ROIC | -46.8% | -70.5% | -116.4% | -123.5% | -127.9% |
| 固定资产 | 17,467 | 18,386 | 16,399 | 14,176 | 11,734 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 1,021 | 1,664 | 1,515 | 1,410 | 1,337 | 销售费用率 | 11.1% | 9.4% | 10.2% | 10.2% | 10.2% |
| 无形资产 | 3,604 | 5,205 | 5,381 | 5,530 | 5,650 | 管理费用率 | 4.0% | 5.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 其他非流动资产 | 18,539 | 21,264 | 23,379 | 25,706 | 28,266 | 财务费用率 | 0.3% | -0.5% | -0.8% | -0.5% | -0.4% |
| 资产总额 | 214,968 | 251,234 | 297,515 | 312,582 | 370,948 | 三费/营业收入 | 15.4% | 14.7% | 14.4% | 14.7% | 14.8% |
| 短期债务 | 18,646 | 22,068 | 21,994 | 36,948 | 42,126 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 37,157 | 38,987 | 54,629 | 42,796 | 61,879 | 资产负债率 | 68.9% | 63.1% | 64.8% | 62.6% | 65.3% |
| 应付票据 | 9,767 | 10,835 | 12,765 | 11,796 | 14,593 | 负债权益比 | 221.6% | 171.0% | 184.3% | 167.7% | 188.0% |
| 其他流动负债 | 81,920 | 85,796 | 102,565 | 103,279 | 122,422 | 流动比率 | 1.16 | 1.27 | 1.18 | 1.13 | 1.07 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.05 | 1.14 | 1.05 | 1.02 | 0.96 |
| 其他非流动负债 | 642 | 833 | 917 | 1,008 | 1,109 | 利息保障倍数 | 61.11 | -31.31 | -20.39 | -34.29 | -40.00 |
| 负债总额 | 148,133 | 158,519 | 192,870 | 195,828 | 242,129 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,240 | 1,388 | 1,416 | 1,447 | 1,481 | DPS(元) | - | 1.50 | 2.86 | 3.21 | 3.63 |
| 股本 | 6,016 | 6,016 | 6,016 | 6,016 | 6,016 | 分红比率 | 0.0% | 34.4% | 60.0% | 62.0% | 65.0% |
| 留存收益 | 59,344 | 85,533 | 97,213 | 109,291 | 121,323 | 股息收益率 | 0.0% | 2.4% | 4.5% | 5.0% | 5.7% |
| 股东权益 | 66,835 | 92,715 | 104,645 | 116,755 | 128,819 | 业绩和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金流量表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | EPS(元) | 3.72 | 4.36 | 4.76 | 5.18 | 5.59 |
| 净利润 | 22,509 | 26,379 | 28,645 | 31,145 | 33,609 | BVPS(元) | 10.90 | 15.18 | 17.16 | 19.17 | 21.17 |
| 加:折旧和摊销 | 2,033 | 3,110 | 3,309 | 3,530 | 3,745 | PE(X) | 17.1 | 14.6 | 13.4 | 12.3 | 11.4 |
| 资产减值准备 | 264 | 262 | 250 | 250 | 250 | PB(X) | 5.8 | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.0 |
| 公允价值变动损失 | -9 | -46 | 101 | 111 | 123 | P/FCF | 20.9 | 22.7 | 13.0 | 8.1 | 7.3 |
| 财务费用 | 1,533 | -1,113 | -1,572 | -1,036 | -962 | P/S | 2.6 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| 投资收益 | -397 | -107 | -117 | -129 | -142 | EV/EBITDA | 9.9 | 8.2 | 7.2 | 6.2 | 5.1 |
| 少数股东损益 | 107 | 176 | 29 | 31 | 34 | CAGR(%) | 11.5% | 8.4% | 22.7% | 11.5% | 8.4% |
| 营运资金的变动 | -15,105 | -8,283 | -3,048 | -3,392 | 9,047 | PEG | 1.5 | 1.7 | 0.6 | 1.1 | 1.4 |
| 经营活动产生现金流量 | 16,359 | 26,941 | 27,597 | 30,509 | 45,703 | ROIC/WACC | -4.6 | -6.9 | -11.4 | -12.1 | -12.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -62,253 | -21,846 | -21,917 | -21,947 | -21,981 | REP | 1.7 | 1.7 | 0.9 | 0.8 | 0.4 |
| 融资活动产生现金流量 | -2,269 | 2,514 | -15,247 | -3,076 | -15,438 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。