

# 股权受让花落高瓴，期待治理战略升级的格力 2.0

## ——格力电器(000651.SZ)公告点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 56.90元

### 分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

[wangqq@ebscn.com](mailto:wangqq@ebscn.com)

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebscn.com](mailto:wangyw@ebscn.com)

### 市场数据

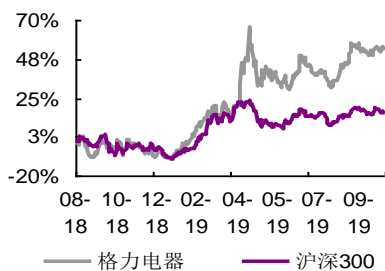
总股本(亿股): 60.16

总市值(亿元): 3422.95

一年最低/最高(元): 33.89/63.55

近3月换手率: 31.20%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.92	3.82	29.24
绝对	0.00	5.59	52.96

资料来源: Wind

### 相关研报

国际视角下基于PB-ROE框架对格力价值的再探讨——格力电器(000651.SZ)价值分析

.....2019-10-27

## 1、事件：股权受让花落高瓴，已向管理层提出合作邀请

格力10月28日晚间公告，经综合评审，确定珠海明骏（高瓴资本）为最终受让方。同时珠海明骏已就本次向管理层发出书面合作邀请，最终结果尚待管理层答复。

珠海明骏将于今日起10个工作日内与格力集团签订《股份转让协议》（后仍需国资委等审批）。若管理层最终接受邀请展开合作，双方将在签署《股份转让协议》前对具体合作方案予以明确并对外披露。

事件标志着格力电器混改又向前迈进了重要一步。资本市场更大的期望是，通过混改这把钥匙，打开格力后续治理升级的想象空间，通过各种激励手段把管理层利益和股东利益统一起来，最后实现公司业务发展的再次升级。我们看好混改对公司的重塑，也看好高瓴后续和管理层的合作空间。

## 2、混改再进一步，治理迈入新时代

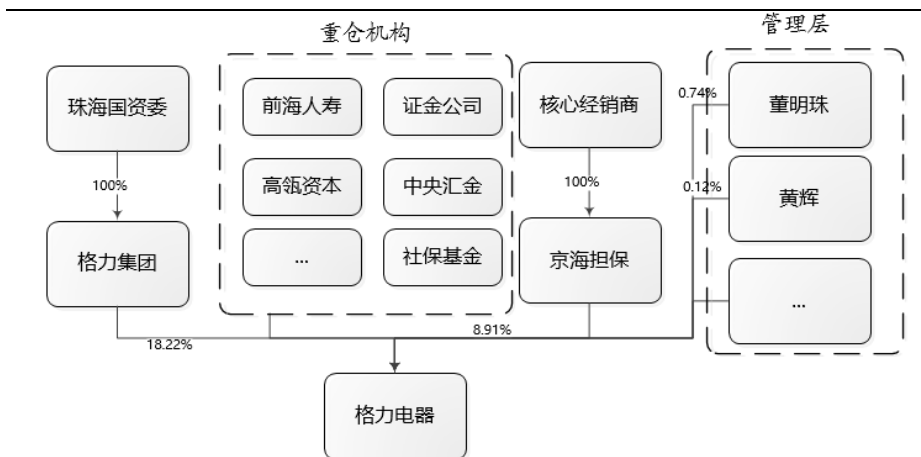
格力原股权结构和激励方式相对单一，存在委托代理问题。

(1) 治理中存在委托代理问题。混改前，公司最大股东和实际控制人为珠海市国资委（18%），国资委在公司经营和人事任命方面拥有决定权，所以管理层在和国资委就公司实际经营决策等方面存在一定的精力牵扯。

(2) 管理层利益与上市公司绑定较弱。管理层的少量持股主要来源于股权分置改革时期（集团转让格力总股本的1.3%给予管理层），后续也没有对管理层实施常态化的股权激励，两者利益绑定程度较低。

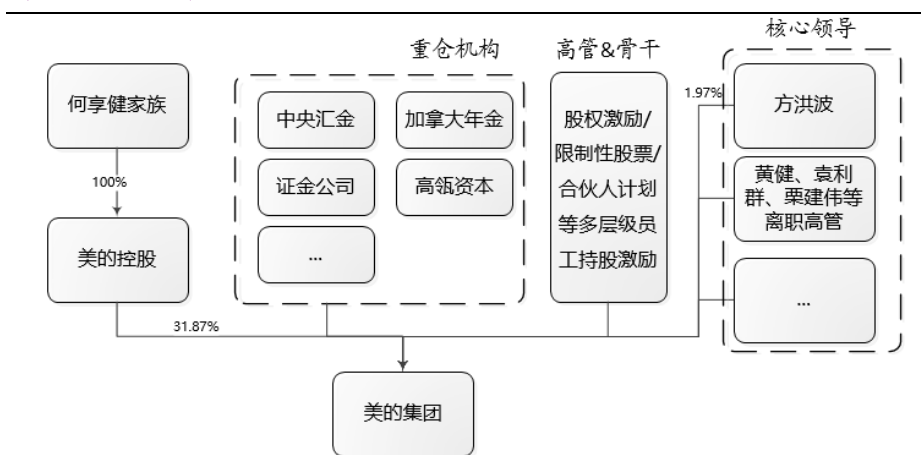
而竞争对手美的在2012年整体上市后，实现了大股东、核心管理层、机构投资者等多层次多元化的股东结构，职业经理人与股东利益通过较大比重持股（方洪波持股近2%）和持续性股权激励高度绑定。

图 1：格力电器股权结构示意（混改前）



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，数据截止 2019 年半年报

图 1：美的集团股权结构示意



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，数据截止 2019 年半年报

而本次混改落地后，格力将有望形成战略投资者+渠道+国资委+二级市场投资者多元化的股权结构，战略投资者+管理层更容易形成一致的利益诉求。

### 3、治理有进一步升级的空间，深度激励和绑定管理层符合高瓴价值观

翻阅高瓴过去诸多经典的一二级投资案例，不难看出，贯穿其中的便是管理层的深度绑定和激励：切实的与企业家走在一起，并利用股权等方式将优秀的管理层和公司利益深度绑定，从而实现公司利益的最大化。所以本次混改落地后，格力的治理层面将有望发生巨大改变：

**(1) 委托代理问题不再，经营重心将回归主业。**混改落地后，随着大股东股权的转让，公司形成了管理层、渠道、战略投资者等多方股东的形态，过去存在的所有人-代理人问题得到解决，管理层和大股东的精力也将更多聚焦和回归到主业上来。

(2) 后续管理层常态化的股权激励值得期待。美的推出了多层次多类型（四类）的股票激励计划；海尔 09-14 年共计实施了四期股权激励，16-19 年转为员工持股计划，两者均形成了各自常态化的股权激励。对于格力来讲，本次股权转让成功完成后，公司对核心管理团队常态化的激励值得期待，进一步确保管理层与股东的利益一致性。

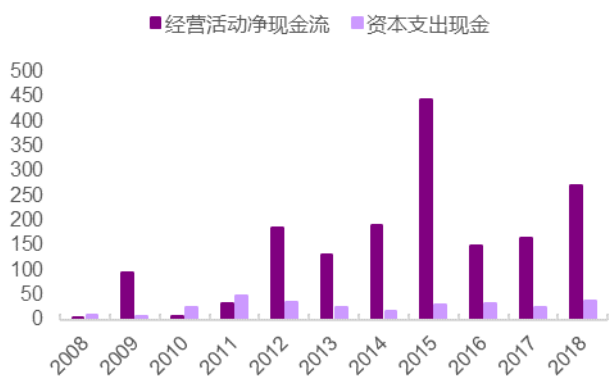
表 1：美的员工激励计划梳理

美的员工股权激励计划梳理							
<b>股票期权激励</b>							
公告时间	2014 年 1 月	2015 年 3 月	2016 年 5 月	2017 年 3 月	2018 年 3 月	2019 年 4 月	
参与人数	693 人	738 人	931 人	1476 人	1341 人	1150 人	
激励规模	行权价 48.79 元, 4060 万份	行权价 31.54 元, 8430 万份	行权价 21.35 元, 12753 万份	行权价 33.72 元, 9898 万份	行权价 57.54 元, 6208 万份	行权价 54.17 元, 4724 万份	
股本占比	2.41%	2.00%	1.98%	1.53%	0.94%	0.72%	
<b>合伙人持股计划</b>							
公告时间	2015 年 3 月	2016 年 3 月	2017 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2019 年 4 月	2019 年 4 月
参与人数	15 人	15 人	15 人	20 人 (全球合伙人)	50 人 (事业合伙人)	16 人 (全球合伙人)	45 人 (事业合伙人)
激励规模	公司提供资金 1.15 亿元	专项资金 8050 万元	专项资金 9900 万元	专项资金 1.825 亿元	专项资金 9785 万元	专项资金 1.8582 亿元	专项资金 9300 万元
<b>限制性股票激励计划</b>							
公告时间	2017 年 3 月	2018 年 3 月	2019 年 4 月				
参与人数	140 人	344 人	451 人				
激励规模	2979 万份, 股票价格为 16.86 元	2501 万份, 股票价格为 28.77 元	3035 万份, 股票价格为 27.09 元				
股本占比	0.37%	0.38%	0.46%				

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

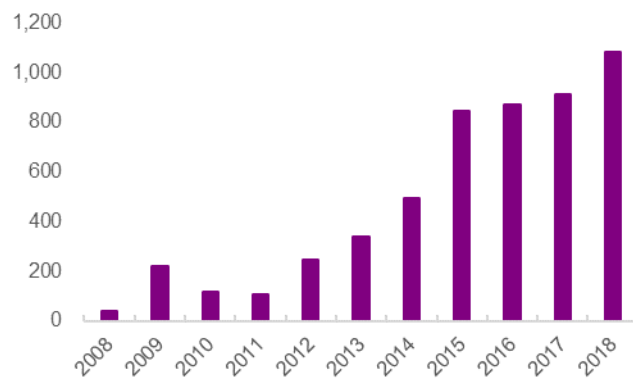
(3) 管理层利益与上市公司进一步绑定后，稳定高现金分红可期。随着公司委托代理问题的解决以及管理层与上市公司利益的进一步绑定，股东权益有望得到更好保障。公司账面现金高企，且经营活动现金流远高于资本支出，考虑现金资产较低回报率，为了实现股东权益最大化，预计公司更倾向于利用多余现金进行回购、稳定高额分红的方式回报股东。

图 2：格力经营活动现金流充沛（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：格力账面净现金资产丰富（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，净现金资产为货币资金+其他流动负债（主要为理财产品）-长短期借款

## 4、战略有进一步升级的空间，高瓴具备为家电渠道变革、第二赛道铺设赋能的能力

如果说股权结构的改变给格力带来最直观的蜕变预期便是治理提升，那么在业务发展层面还有什么值得我们去期待？

### 4.1、渠道变革浪潮渐起，高瓴赋能格力新零售值得期待

我们在《家电家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售》这篇报告提出过，家电行业下一轮的挑战来自于未来零售渠道的变迁和 90 后 00 后消费者行为的变迁，家电企业需要做好思维转变（从粗放分销到零售管理）、战略转变（品牌制造+高效零售）和管理工具（物流信息流财流系统）转变。

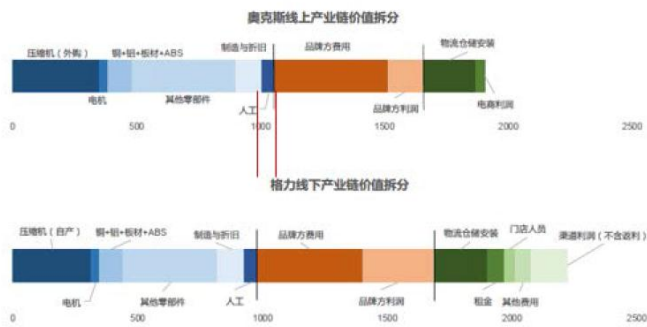
而今年以来，无论是占比高企的电商，愈演愈烈的渠道下沉还是渠道升级后突飞猛进的美的都让投资者对仍坚持传统粗放分销模式的格力产生了一定的担忧。其实在新零售升级趋势中，格力客观条件比任何品牌都要优厚。但我们认为，格力制造端的成本、技术优势和零售端的产品、品牌优势依旧坚实；发达的线下渠道为安装、售后提供良好的支点；品牌+规模优势下更低的渠道综合管理成本；品牌号召力使得实现低线市场高坪效零售的客观条件只高不低。

图 4：零售平台下沉是大势所趋



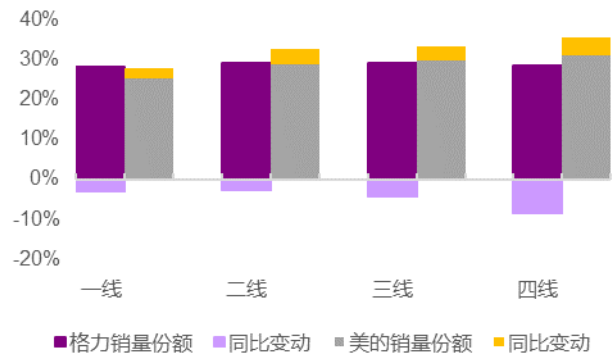
资料来源：光大证券研究所整理

图 6：估计格力单台成本比奥克斯低 8~10% 以上



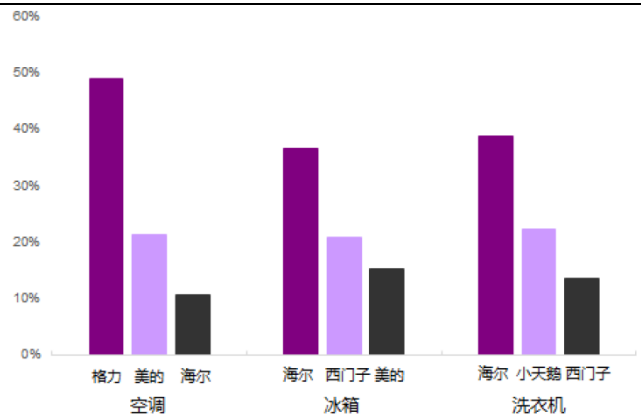
资料来源：中怡康，Wind，光大证券研究所测算

图 5：2019 年格力销量份额及同比变动（1~9 月累计）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 7：中国品牌力指数：第一被提及品牌比例（19 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

治理层面掣肘不再，管理层实现战略变革环境逐步成熟。如前文所说，管理层在和国资委就公司实际经营决策等方面存在较多的精力牵扯，管理层的经营重心也往往聚焦在短期的经营数据，缺乏稳定的“大后方”也使得管理层难以进行大刀阔斧的战略调整。随着后续治理问题的解决，实施战略变革的环境已经逐步成熟。

高瓴兼具战略思维与产业资源，有能力赋能格力，开启零售变革新时代。高瓴曾经重度投资并长期持有格力、美的等家电龙头的股票，我们有理由相信其对家电行业有深刻的理解。于此同时，高瓴更是投了很多互联网企业，数字零售改造百丽，和腾讯系、京东系关系密切，这些都是未来家电零售变革的主导力量和参与者，高瓴有能力引入这些力量来帮助格力电器改革，赋能格力“新零售”。

## 4.2、第二赛道的铺设将更具战略性

作为在单一赛道近乎做到极致的典型代表，随着空调行业成长性逐步减弱，如何打开第二赛道支撑成长也是不少投资者对中长期格力的重要关注点。

家电主业方面,19年以来,格力已先后在成都和洛阳两地建立冰洗产业园(各投资50亿元),半导体方面,30亿元投资闻泰间接入股安世半导体,高端装备则从2016年的1.6亿,增长到2018年的31亿收入规模。究竟哪一条才是最适合格力的第二赛道,多元化发展之路该何去何从,我们期待投资遍布各行各业的高瓴能和格力管理层一起给出一个更明晰的答案。

## 5、抛开动态视角,静态视角下已具备足够的安全性

随着市场预期资本回报率的下降,市场风险偏好降低+资金成本上升,市场投资风格将逐步回归现金流价值,做绝对收益和长期投资的投资者比重在增加。而人口,经济增速逐步放缓,对于陆续进入成熟阶段的消费品公司,国外广泛使用的PB-ROE等投资框架影响力将愈发凸显。

在PB-ROE分析框架下,格力作为典型的高ROE优质资产,估值存在显著折价,而当前市值扣除现金,75%分红比例对应的隐含股息回报率即可达8%,安全边际充足。详细论述可参见《国际视角下基于PB-ROE框架对格力价值的再探讨》。

### 投资建议:

股权转让事件的落地将使得管理层重心回归中长期的公司经营,股东结构的改善以及管理层与股东利益的一致性提升均值得期待,稳定高现金分红可期。而高瓴的入局还将打开格力零售变革以及开拓第二赛道的想象空间,格力有望实现二次腾飞。我们维持2019-21年EPS预测为4.88/5.35/5.94元,对应PE为12/11/10倍,看好本次混改落地带来的治理改善与战略升级,维持“买入”评级。

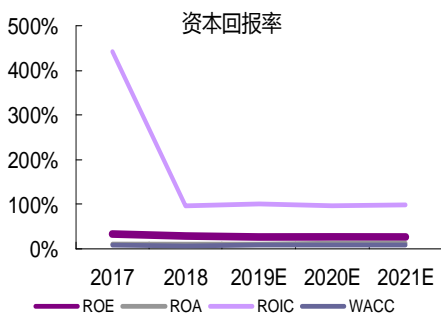
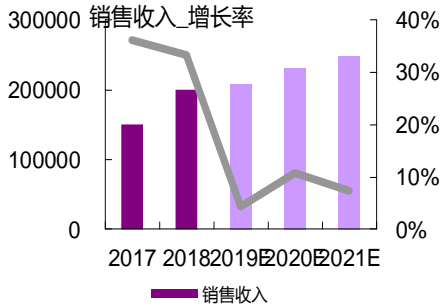
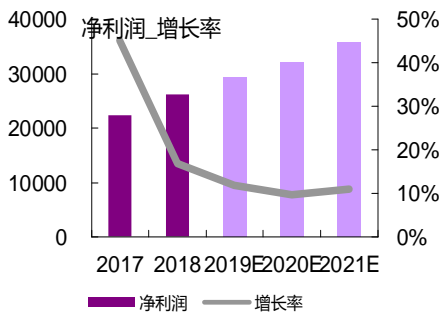
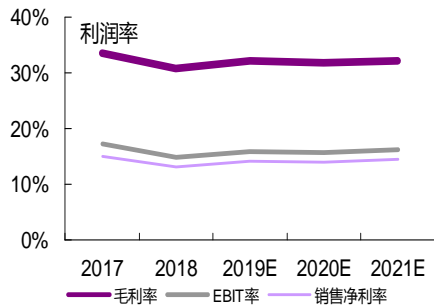
### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润(百万元)	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EPS(元)	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
P/E	15	13	11	10	9
P/B	5.1	3.7	3.0	2.7	2.5

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年10月28日

### 风险提示:

股权转让事项后续审批,长期战略和管理层合作风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>150,020</b>	<b>200,024</b>	<b>208,745</b>	<b>231,279</b>	<b>248,305</b>
营业成本	99,563	138,234	141,608	157,587	168,153
折旧和摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
营业税费	1,513	1,742	2,087	2,313	2,483
销售费用	16,660	18,900	21,605	23,475	24,831
管理费用	6,071	11,354	10,437	11,564	12,415
财务费用	431	-948	-974	-1,335	-1,462
公允价值变动损益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>26,127</b>	<b>30,997</b>	<b>34,358</b>	<b>37,724</b>	<b>41,943</b>
<b>利润总额</b>	<b>26,617</b>	<b>31,274</b>	<b>34,833</b>	<b>38,199</b>	<b>42,418</b>
少数股东损益	107	176	100	100	100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22,402</b>	<b>26,203</b>	<b>29,334</b>	<b>32,178</b>	<b>35,743</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>214,968</b>	<b>251,234</b>	<b>252,567</b>	<b>271,535</b>	<b>289,389</b>
流动资产	171,535	199,711	201,583	220,588	238,891
货币资金	99,610	113,079	112,200	123,422	136,129
交易型金融资产	602	1,012	0	0	0
应收帐款	5,814	7,700	8,173	9,277	10,197
应收票据	32,256	35,912	39,662	43,943	47,178
其他应收款	253	2,096	417	463	497
存货	16,568	20,012	20,816	22,850	24,046
可供出售投资	2,175	2,216	1,300	1,300	1,300
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	110	2,251	2,261	2,271	2,281
固定资产	17,467	18,386	18,995	19,058	18,657
无形资产	3,604	5,205	5,139	5,077	5,018
<b>总负债</b>	<b>148,133</b>	<b>158,519</b>	<b>139,771</b>	<b>147,065</b>	<b>151,671</b>
无息负债	129,487	136,452	139,771	147,065	151,671
有息负债	18,646	22,068	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>66,835</b>	<b>92,715</b>	<b>112,796</b>	<b>124,470</b>	<b>137,718</b>
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,604	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	55,740	81,940	102,250	113,824	126,973
少数股东权益	1,240	1,388	1,488	1,588	1,688

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,359</b>	<b>26,941</b>	<b>30,729</b>	<b>33,401</b>	<b>36,549</b>
净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
折旧摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
净营运资金增加	17,341	15,024	1,216	3,869	3,545
其他	-25,417	-17,397	-2,635	-5,693	-5,998
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-62,253</b>	<b>-21,846</b>	<b>-1,162</b>	<b>-2,910</b>	<b>-2,710</b>
净资本支出	-2,421	-3,831	-3,200	-3,000	-2,800
长期投资变化	110	2,251	-10	-10	-10
其他资产变化	-59,943	-20,265	2,048	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,269</b>	<b>2,514</b>	<b>-30,447</b>	<b>-19,269</b>	<b>-21,132</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,945	3,422	-22,068	0	0
无息负债变化	12,742	6,965	3,320	7,294	4,606
<b>净现金流</b>	<b>-49,962</b>	<b>7,413</b>	<b>-880</b>	<b>11,222</b>	<b>12,707</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EBITDA 增长率	78.81%	16.66%	10.58%	8.97%	10.94%
EBIT 增长率	87.60%	13.81%	12.70%	9.03%	11.28%
<b>估值指标</b>					
PE	15	13	11	10	9
PB	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	10	8	7	6	5
EV/EBIT	11	9	8	7	6
EV/NOPLAT	13	11	9	8	7
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	55	10	9	8	7
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	33.63%	30.89%	32.16%	31.86%	32.28%
EBITDA 率	18.65%	16.32%	17.29%	17.01%	17.58%
EBIT 率	17.30%	14.76%	15.94%	15.69%	16.26%
税前净利润率	17.74%	15.63%	16.69%	16.52%	17.08%
税后净利润率 (归属母公司)	14.93%	13.10%	14.05%	13.91%	14.39%
ROA	10.47%	10.50%	11.65%	11.89%	12.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
经营性 ROIC	442.88%	97.01%	101.00%	96.83%	98.18%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.16	1.27	1.45	1.50	1.58
速动比率	1.05	1.14	1.30	1.35	1.42
归属母公司权益/有息债务	3.52	4.14	-	-	-
有形资产/有息债务	10.75	10.63	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
每股红利	0.00	1.50	3.43	3.76	4.17
每股经营现金流	2.72	4.48	5.11	5.55	6.08
每股自由现金流(FCFF)	0.74	1.57	4.36	4.47	5.17
每股净资产	10.90	15.18	18.50	20.43	22.61
每股销售收入	24.94	33.25	34.70	38.45	41.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼