

# 格力电器 (000651.SZ)

## 股权转让点评：预见一个更优秀的格力电器

**事件：公司控股股东签署《股份转让协议》，公司控制权拟发生变更。**珠海明骏将以 46.17 元/股受让格力集团持有的 9.024 亿股股份（占总股本的 15%），合计转让款 416.62 亿元，转让完成后，珠海明骏将成为格力电器第一大股东，上市公司将变更为无控股股东和实际控制人。

**本次转让方案将管理层和公司利益更深绑定，有利于激发管理层和骨干员工经营积极性。**1) **管理层间接持股增加：**根据本次转让方案披露，管理层设立格臻投资将以 LP 形式持有珠海明骏 6.3794% 份额，间接持有格力电器 0.9569% 股权；2) **上市公司未来股权激励安排：**在本次交易完成交割后，将推出不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划；3) **GP 管理费激励：**管理层实体享有的占全部 GP 收益的 8% 的部分分配给对上市公司有重要贡献的上市公司管理层和员工。

**管理层将在后续实际经营决策中占据强势地位。**珠海明骏的实际决策机构为珠海毓秀的董事会，珠海毓秀的股权结构中管理层实体达 41%，珠海毓秀的董事会由 3 名成员组成，其中珠海高瓴和 HH Mansion 有权共同委派 1 名董事，Pearl Brilliance 和管理层实体分别有权委派 1 名董事。并且，珠海明骏如对上市公司提名三名董事候选人，一名由珠海高瓴提议，一名由 Pearl Brilliance 提议，一名由管理层实体提议，且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。根据上市公司章程规定，格力电器董事会共有 9 名董事，目前河北京海担保有权提名 2 名董事，格力集团 3.22% 的股权也能够提名 1 名董事，以董明珠为首的管理层仍占据战略决策的核心力量，有利于公司在股权转让后仍保持平稳运行。

**预期分红率至少维持在 50%，期待高瓴入主格力带来更多协同。**由于转让款资金有成本，承诺尽力促使每年分红比例不低于 50%。预计后续高瓴在消费品和电商上的运营经营将有助于格力实现渠道的优化；对格力的国际化和多元化的发展有所裨益。

**盈利预测与投资建议。**格力电器股权转让完成后，管理层和公司利益更加一致，激励机制更加完善，公司治理的改善有助于格力估值的进一步修复；同时预计未来公司市占率将继续提升。我们维持公司 2019-2021 年净利润 288.46/326.32/361.54 亿元的预测，对应 PE 12.0/10.6/9.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**股权转让仍存不确定；空调行业增速放缓；行业竞争加剧等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	148,286	198,123	207,038	225,325	245,952
增长率 yoy (%)	36.9	33.6	4.5	8.8	9.2
归母净利润 (百万元)	22,400	26,203	28,846	32,632	36,154
增长率 yoy (%)	44.9	17.0	10.1	13.1	10.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.72	4.36	4.80	5.42	6.01
净资产收益率 (%)	33.7	28.5	25.8	22.6	20.0
P/E (倍)	15.5	13.2	12.0	10.6	9.6
P/B (倍)	5.29	3.80	3.12	2.41	1.93

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
最新收盘价	57.71
总市值(百万元)	347,167.83
总股本(百万股)	6,015.73
其中自由流通股(%)	99.24
30 日日均成交量(百万股)	25.45

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

### 相关研究

- 1、《格力电器 (000651.SZ)：出货有所控制，终端表现回升，期待股改落地开启新篇章》2019-10-31
- 2、《格力电器 (000651.SZ)：2019 半年报：收入超预期，期待股改落地谱写新篇章》2019-08-31
- 3、《格力电器 (000651.SZ)：期待股改落地，谱写经营新篇章》2019-08-22



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	171554	199711	217865	255041	300104	<b>营业收入</b>	148286	198123	207038	225325	245952
现金	99611	113079	127942	159208	194821	营业成本	99563	138234	143255	157217	171849
应收账款	5814	7700	5311	9429	6338	营业税金及附加	1513	1742	2065	2376	2430
其他应收款	0	0	684	805	279	营业费用	16660	18900	23809	23659	25825
预付账款	3718	2162	3702	2902	4670	管理费用	2454	4366	4762	4957	5411
存货	16568	20012	17897	23706	21769	财务费用	431	-948	-1170	-1786	-2661
其他流动资产	45843	56759	62329	58991	72228	资产减值损失	265	262	246	300	315
<b>非流动资产</b>	43434	51523	51501	52743	54004	公允价值变动收益	9	46	40	40	40
长期投资	110	2251	2260	2270	2279	投资净收益	397	107	85	85	84
固定投资	17482	18386	18202	19073	19870	<b>营业利润</b>	26126	30997	34196	38727	42906
无形资产	3604	5205	5627	6124	6698	营业外收入	511	318	200	200	200
其他非流动资产	22237	25682	25412	25276	25157	营业外支出	21	41	24	28	28
<b>资产总计</b>	214988	251234	269366	307785	354108	<b>利润总额</b>	26616	31274	34372	38899	43078
<b>流动负债</b>	147491	157686	155841	161413	171373	所得税	4108	4894	5342	6067	6707
短期借款	18646	22068	20357	21212	20785	<b>净利润</b>	22508	26379	29029	32832	36371
应付账款	34553	38987	37224	46415	45008	少数股东收益	107	176	183	200	217
其他流动负债	94292	96631	98260	93786	105580	<b>归属母公司净利润</b>	22400	26203	28846	32632	36154
<b>非流动负债</b>	642	833	804	819	811	EBITDA	26790	32329	33866	37877	41327
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	3.72	4.36	4.80	5.42	6.01
其他非流动负债	642	833	804	819	811						
<b>负债合计</b>	148133	158519	156645	162232	172185						
少数股东权益	1240	1388	1571	1771	1988	<b>主要财务比率</b>					
股本	6016	6016	6016	6016	6016	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	125	93	93	93	93	<b>成长能力</b>					
留存收益	59239	85439	101662	122299	148149	营业收入 (%)	36.9	33.6	4.5	8.8	9.2
归属母公司股东收益	65615	91327	111149	143781	179935	营业利润 (%)	49.3	18.6	10.3	13.2	10.8
<b>负债和股东权益</b>	214988	251234	269366	307785	354108	归属母公司净利润 (%)	44.9	17.0	10.1	13.1	10.8
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	32.9	30.2	30.8	30.2	30.1
						净利率 (%)	15.1	13.2	13.9	14.5	14.7
						ROE (%)	33.7	28.5	25.8	22.6	20.0
						ROIC (%)	24.8	21.7	20.5	18.3	16.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	68.9	63.1	58.2	52.7	48.6
						净负债比率 (%)	-121.1	-98.2	-95.4	-94.8	-95.7
						流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
						速动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
						应收账款周转率	34.3	29.3	31.8	30.6	31.2
						应付账款周转率	3.1	3.8	3.8	3.8	3.8
						<b>每股指标 (元/股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	3.72	4.36	4.80	5.42	6.01
						每股经营现金流 (最新摊薄)	2.00	3.41	4.31	5.30	6.11
						每股净资产 (最新摊薄)	10.91	15.18	18.48	23.90	29.91
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P/E	15.5	13.2	12.0	10.6	9.6
						P/B	5.29	3.80	3.12	2.41	1.93
						EV/EBITDA	9.97	7.9	7.1	5.6	4.2

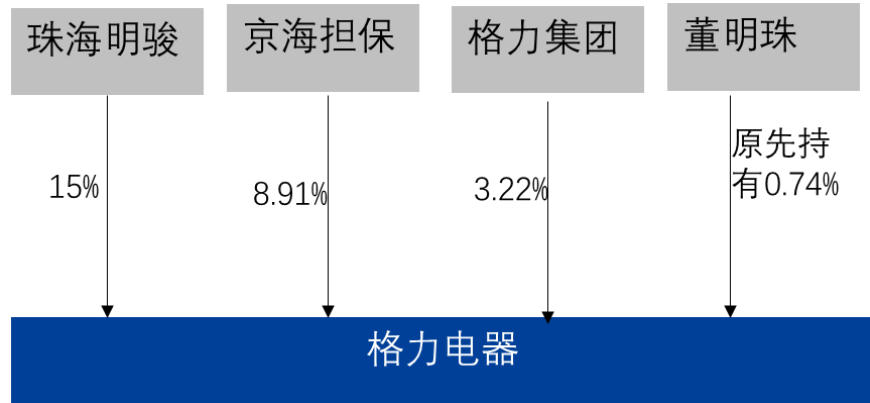
现金流量表 (百万元)					
会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动净现金流</b>	16338	26941	25928	31856	36760
净利润	22508	26379	29029	32832	36371
折旧摊销	2033	3110	1824	2026	2287
财务费用	431	-948	-1170	-1786	-2661
投资损失	-397	-107	-85	-85	-84
营运资金变动	-5738	-6906	-3630	-1091	887
其他经营现金流	-2500	5412	-40	-40	-40
<b>投资活动净现金流</b>	-62253	-21846	-1472	-3246	-3373
资本支出	2425	3838	-3	1218	1259
长期投资	-9016	-8767	-10	-4	-9
其他投资现金流	-68844	-26775	-1484	-2032	-2123
<b>筹资活动净现金流</b>	-2248	2514	-9593	2656	2226
短期借款	7945	3422	-1711	855	-428
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-59	-32	0	0	0
其他筹资现金流	-10135	-876	-7882	1800	2653
<b>现金净增加额</b>	-49962	7413	14863	31266	35613

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 事件：公司控股股东签署《股份转让协议》，公司控制权拟发生变更

珠海明骏将以 46.17 元/股的价格受让格力集团持有的格力电器 9.024 亿股股份（占格力电器总股本的 15%），合计转让价款为 416.62 亿元，转让完成后，珠海明骏将成为格力电器第一大股东，本次权益变动后，上市公司将变更为无控股股东和实际控制人。

图表 1：格力电器股权转让后股权架构图

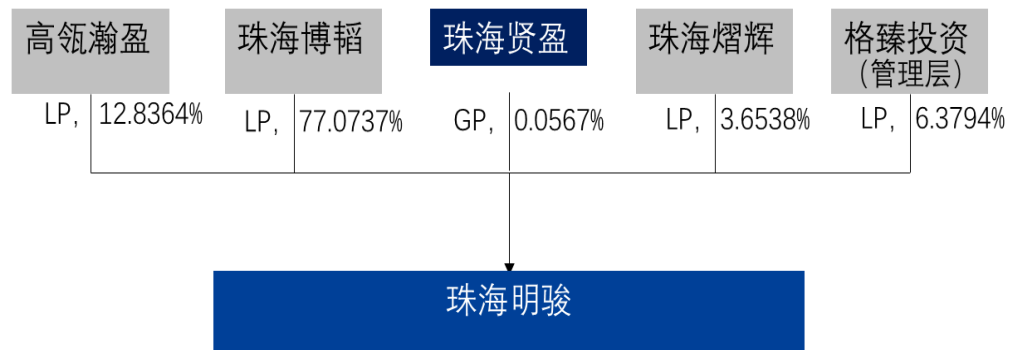


资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 本次转让方案将管理层和公司利益更深绑定，有利于激发管理层和骨干员工经营积极性

**1) 管理层间接持股增加：**根据本次转让方案披露，管理层设立格臻投资将以 LP 形式持有珠海明骏 6.3794% 份额，间接持有格力电器 0.9569% 股权；**2) 上市公司未来股权激励安排：**在本次交易完成交割后，上市公司层面将给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划；**3) GP 管理费激励：**珠海明骏产生的 GP 收益由 HH Mansion 或其指定主体、PearlBrilliance 和管理层实体按照 49:10:41 的比例享有和分配，并且管理层实体应确保其享有的占全部 GP 收益的 8% 的部分应以适当的方式分配给对上市公司有重要贡献的上市公司管理层成员和员工。

图表 2：珠海明骏股权架构图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

格臻投资中，董明珠认缴出资比例达 95.482%，其余为王凯、黄辉、庄培、谭建明、望靖东等 17 位高管。

图表 3: 认缴出资比例

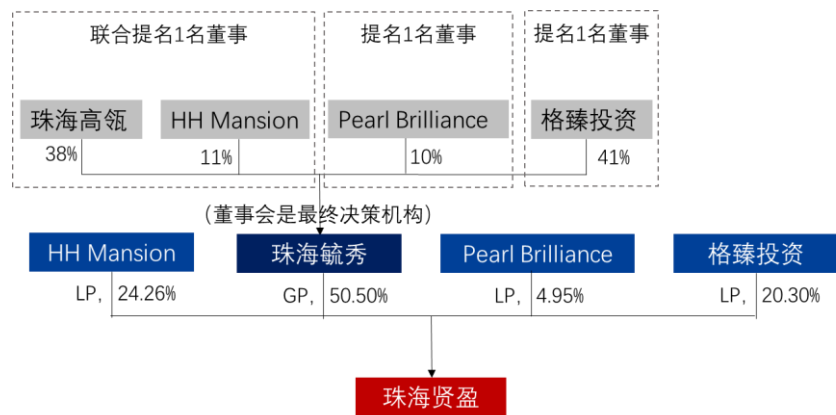
序号	姓名	合伙人性质	认缴出资比例	在上市公司任职情况
1	董明珠	普通合伙人	95.48%	董事长、总裁
2	王凯	有限合伙人	0.89%	总裁助理
3	黄辉	有限合伙人	0.74%	董事、执行总裁
4	庄培	有限合伙人	0.59%	副总裁
5	谭建明	有限合伙人	0.52%	总工程师、副总裁
6	望靖东	有限合伙人	0.22%	董事、副总裁、财务负责人、董事会秘书
7	赵志伟	有限合伙人	0.22%	总裁助理
8	胡余生	有限合伙人	0.22%	总裁助理、总工程师助理
9	方祥建	有限合伙人	0.15%	助理总裁
10	张辉	有限合伙人	0.15%	总裁助理、副总工程师
11	文辉	有限合伙人	0.15%	总裁助理
12	胡文丰	有限合伙人	0.15%	总裁助理
13	刘华	有限合伙人	0.15%	总裁助理、副总工程师
14	夏光辉	有限合伙人	0.07%	总工程师助理
15	陈伟才	有限合伙人	0.07%	总裁助理
16	谢东波	有限合伙人	0.07%	总裁助理
17	张龙	有限合伙人	0.07%	总裁助理、总工程师助理
18	李绍斌	有限合伙人	0.07%	总裁助理、总工程师助理

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 管理层将在后续实际经营决策中占据强势地位

珠海明骏的实际决策机构为珠海毓秀的董事会，珠海毓秀的股权结构中管理层实体达 41%，其次是珠海高瓴 38%、HH Mansion 11%、Pearl Brilliance 10%，珠海毓秀的董事会由 3 名成员组成，其中珠海高瓴和 HH Mansion 有权共同委派 1 名董事、Pearl Brilliance 有权委派 1 名董事、管理层实体有权委派 1 名董事。并且，珠海明骏如对上市公司提名三名董事候选人，其中应包括一名由珠海高瓴提议的董事候选人，一名由 Pearl Brilliance 提议的董事候选人，一名由管理层实体提议的董事候选人，且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。根据上市公司章程规定，格力电器董事会共有 9 名董事，目前河北京海担保有权提名 2 名董事，格力集团 3.22% 的股权也能够提名 1 名董事，以董明珠为首的管理层仍占据战略决策的核心力量，有利于公司在股权转让后仍保持平稳运行。

图表 4: 珠海毓秀运行架构图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

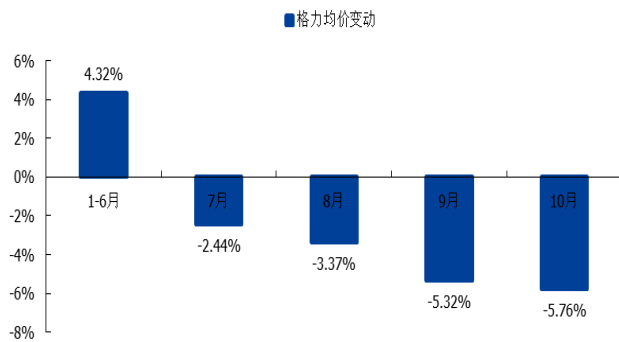
## 预期分红率至少维持在 50%

由于本次协议受让股份的资金来源于自有资金及自筹资金，比例约为 1:1。并且于 2019 年 11 月 15 日向招商银行珠海分行发出了关于总计不超过 225 亿贷款金额的全额包销委任函而且招商银行珠海分行签署和接受了该等委任。贷款期限不低于 5 年。其中，各家拟贷款银行明确贷款后的前 3 年可为宽限期，宽限期内无需还本。因此，珠海明骏等承诺在上市公司涉及分红的股东大会中积极行使股东投票权或促使其提名的董事在董事会上行使投票权以尽力促使上市公司**每年净利润分红比例不低于 50%**。

## 看好公司后续基本面改善

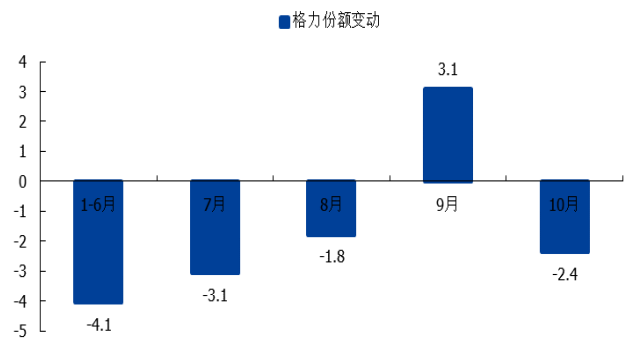
股权转让即将尘埃落定，管理层重心将更关注公司运营，看好公司后续市场份额继续回升。从 2019 年 7 月开始，格力通过价格策略调整，实现市场份额止跌回升，尤其是在 11 月以来，通过双十一的大幅让利以及 11 月 26 日宣布“再掀 11.11 百亿大让利”活动，格力的市场份额将逐步回升，在龙头竞争格局紧张的情况下，行业中众多中小公司失去价格竞争优势，后续看好行业市场集中度向龙头提升。

图表 5: 1-10 月格力线下价格变动



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 6: 1-10 月格力线下份额变动



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

## 期待高瓴入主格力带来更多协同

尽管格力线下渠道优势突出, 但是电商渠道布局相对滞后, 后续高瓴在消费品和电商上的运营经营将有助于格力实现渠道的优化; 预计高瓴也能对格力的国际化和多元化的发展有所裨益。

## 盈利预测与投资建议

格力电器股权转让完成后, 管理层和公司利益更加一致, 激励机制更加完善, 公司治理的改善有助于格力估值的进一步修复; 同时预计未来公司市占率将继续提升。我们维持公司 2019-2021 年净利润 288.46/326.32/361.54 亿元的预测, PE 12.0/10.6/9.6 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

股权转让仍存不确定; 空调行业增速放缓, 行业竞争加剧等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com