

格力电器(000651)

点评报告

行业公司研究——白色家电行业

证券研究报告

混改落地、治理改善，打开估值空间

——格力电器股权转让点评

✍️：吴东炬 执业证书编号：S1230519040004
☎️：021-80106027
✉️：wudongju@stocke.com.cn

报告导读

公司大股东格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》，珠海明骏以 46.17 元/股受让格力电器 15% 股权，转让价款 416.6 亿元，同时承诺锁定 3 年。

投资要点

□ 管理层持股大幅提升，股权激励即将出台

此次协议中，由董明珠（占比 95.48%）等核心高管成立的管理层实体格臻投资，已认缴珠海明骏 13.94 亿元出资额，占比 6.3794%，同时，管理层实体拟进一步受让珠海博韬持有的 4.7236% 珠海明骏出资额，完成后管理层实体将总计持有珠海明骏 11.10% 出资额，最终持有格力电器股份 1.665%。

同时此次协议还包括了后续激励计划，一方面，管理层实体将获得作为珠海明骏 GP 的珠海贤盈 41% GP 收益，协议要求管理层实体所获 GP 收益的 8% 须用来奖励管理层及员工；另一方面，协议还明确了总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划，用于激励管理层和骨干员工。

□ 管理层董事会话语权提升，治理结构改善

董事会席位方面，如果珠海明骏依据上市公司章程有权提名三名以上（含三名）董事候选人的，则珠海明骏应提名三名董事候选人，其中一名董事由珠海高瓴提议，一名由 Pearl Brilliance 提议，一名由管理层实体提议，且其中至少两名董事为管理层实体认可；此外，考虑到持有格力电器 8.9% 股权的经销商平台京海担保与管理层之间的关系，由董明珠领衔的管理层将实现对上市公司的牢牢掌控，公司治理结构大幅改善。

□ 混改落地提升估值，维持买入

总体来看，此次股权转让方案超出预期，在获得股权以及后续激励计划的同时，管理层还在董事会层面实现了对上市公司的牢牢掌控，推动公司治理进一步改善，同时协议还承诺上市公司每年净利润分红比例不低于 50%；

短期促销战使得市场对空调行业前景有所担忧，我们认为，基于地产竣工改善，预计明年空调内销将有小幅增长，长期而言，从日本经验来看，保有量提升将驱动空调需求仍有一定空间，随着线上线下发力促销，格力份额提升趋势确定；而在高瓴入主后，公司渠道变革或迎来实质性推进；预计 2019-2021 年 EPS 为 4.75、5.23、5.73 元，对应 PE 13、12、11 倍，混改落地有望提升估值，买入。

风险提示：价格战使得成本费用支出增长超预期、原材料成本大幅上涨

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	198123.18	209276.74	225196.33	242378.02
(+/-)	33.61%	5.63%	7.61%	7.63%
净利润	26202.79	28550.65	31435.18	34482.65
(+/-)	16.97%	8.96%	10.10%	9.69%
每股收益(元)	4.36	4.75	5.23	5.73
P/E	13.96	12.81	11.64	10.61

评级

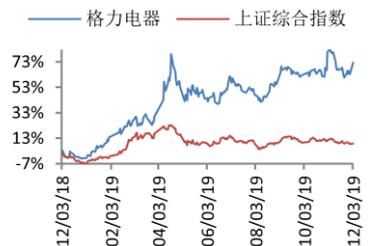
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥60.80

单季度业绩

元/股

3Q/2019 1.40
2Q/2019 1.35
1Q/2019 0.95
4Q/2018 0.85



公司简介

相关报告

- 《格力电器：发力电商渠道，重塑线上格局》2019.11.08
- 《格力电器三季报点评：业绩符合预期，混改落地估值有望修复》2019.10.31
- 《混改落地在即，治理改善将至？》2019.10.10
- 《格力电器：Q2 经营超预期，期待混改落地》2019.09.02

报告撰写人：

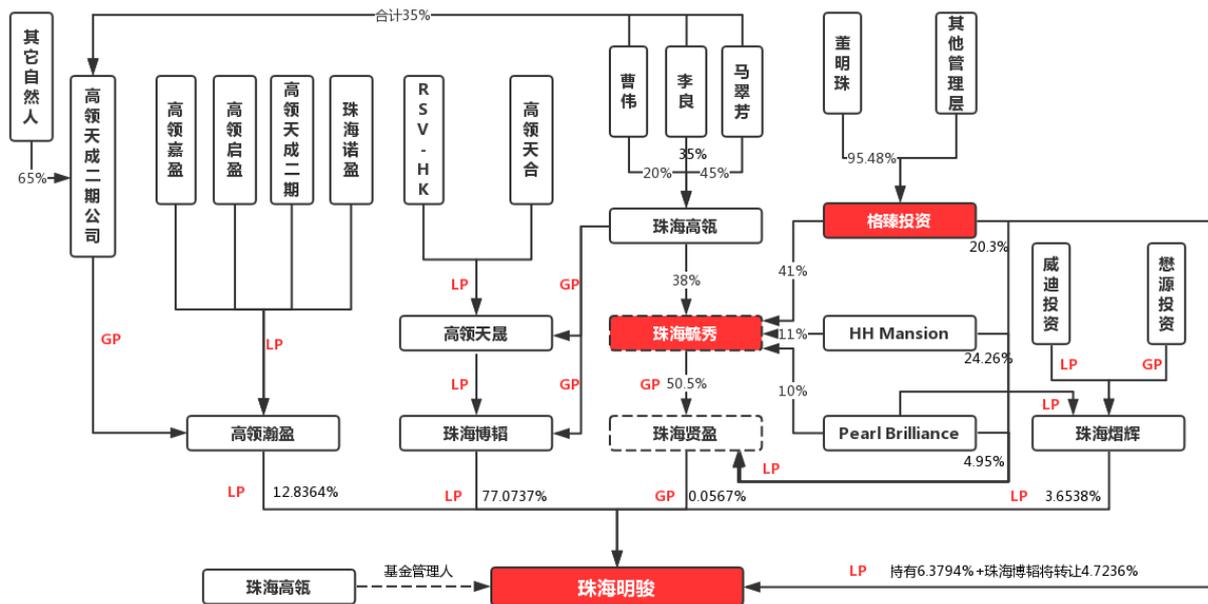
数据支持人：杨宝龙

1. 管理层持股大幅提升，股权激励即将出台

此次协议中，由董明珠（占比 95.48%）等核心高管成立的管理层实体格臻投资，已认缴珠海明骏 13.94 亿元出资额，占比 6.3794%，同时，管理层实体拟进一步受让珠海博韬持有的 4.7236% 珠海明骏出资额，完成后管理层实体将总计持有珠海明骏 11.10% 出资额，最终持有格力电器股份 1.665%。

同时此次协议还包括了后续激励计划，一方面，管理层实体将获得作为珠海明骏 GP 的珠海贤盈 41% GP 收益，协议要求管理层实体所获 GP 收益的 8% 须用来奖励管理层及员工；另一方面，协议还明确了总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划，用于激励管理层和骨干员工。

图 1：公司管理层实体将取得新的大股东珠海明骏 11.1% 股权，进而获得上市公司 1.665% 股权

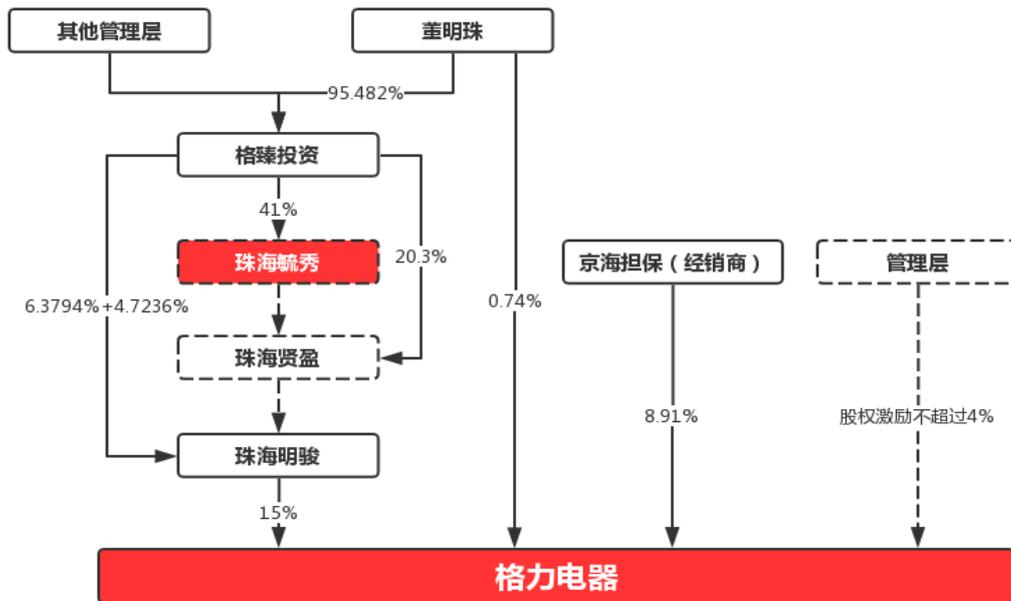


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 管理层董事会话语权提升，治理结构改善

董事会席位方面，如果珠海明骏依据上市公司章程有权提名三名以上（含三名）董事候选人的，则珠海明骏应提名三名董事候选人，其中一名董事由珠海高瓴提议，一名由 Pearl Brilliance 提议，一名由管理层实体提议，且其中至少两名董事为管理层实体认可；此外，考虑到持有格力电器 8.9% 股权的经销商平台京海担保与管理层之间的关系，由董明珠领衔的管理层将实现对上市公司的牢牢掌控，公司治理结构大幅改善。

图 2：管理层+经销商+未来股权激励合计持股将达 15.32%，同时在董事会席位层面也将实现牢牢掌控



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 混改落地提升估值，维持买入

总体来看，此次股权转让方案超出预期，在获得股权以及后续激励计划的同时，管理层还在董事会层面实现了对上市公司的牢牢掌控，推动公司治理进一步改善，同时协议还承诺上市公司每年净利润分红比例不低于 50%；

短期促销战使得市场对空调行业前景有所担忧，我们认为，基于地产竣工改善，预计明年空调内销将有小幅增长，长期而言，从日本经验来看，保有量提升将驱动空调需求仍有一定空间，随着线上线下发力促销，格力份额提升趋势确定；而在高瓴入主后，公司渠道变革或迎来实质性推进；预计 2019-2021 年 EPS 为 4.75、5.23、5.73 元，对应 PE 13、12、11 倍，混改落地有望提升估值，维持买入。

4. 风险提示

价格战使得成本费用支出增长超预期、原材料成本大幅上涨

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	199710.95	225775.16	245426.17	266549.18
现金	113079.03	143361.54	153824.65	170124.23
交易性金融资产	1012.47	538.17	717.56	756.07
应收账款	43611.23	44825.17	47984.13	51423.29
其它应收款	296.59	381.16	377.08	403.38
预付账款	2161.88	3769.39	4104.64	3794.62
存货	20011.52	21053.26	23719.15	24686.37
其他	19538.24	11846.46	14698.97	15361.22
非流动资产	51523.21	48869.62	50322.44	51323.54
金额资产类	2216.20	1925.15	2105.43	2082.26
长期投资	2250.73	2250.73	2250.73	2250.73
固定资产	18374.18	18473.72	18089.12	17896.26
无形资产	5204.50	5918.10	6660.95	7596.60
在建工程	1663.94	1229.58	1238.44	1213.35
其他	21813.66	19072.35	19977.76	20284.35
资产总计	251234.16	274644.78	295748.61	317872.72
流动负债	157686.13	164536.99	168996.19	174427.32
短期借款	22067.75	17138.31	19284.05	19496.70
应付款项	49822.80	64665.50	65043.20	68320.88
预收账款	9792.04	9417.45	10133.83	10907.01
其他	76003.53	73315.73	74535.10	75702.73
非流动负债	833.32	681.85	719.19	744.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	833.32	681.85	719.19	744.79
负债合计	158519.45	165218.85	169715.39	175172.11
少数股东权益	1387.62	1579.65	1791.09	2023.02
归属母公司股东权	91327.10	107846.28	124242.13	140677.59
负债和股东权益	251234.16	274644.78	295748.61	317872.72
现金流量表				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	26940.79	45295.55	24064.55	34597.98
净利润	26379.03	28742.68	31646.62	34714.59
折旧摊销	3110.33	1327.85	1410.24	1493.99
财务费用	-948.20	-2079.86	-1455.04	-1596.81
投资损失	-106.77	-251.71	-179.24	-215.47
营运资金变动	-3592.01	15829.28	-4077.43	1191.37
其它	2098.41	1727.32	-3280.59	-989.68
投资活动现金流	-21845.77	-151.14	-2170.94	-2048.93
资本支出	-1546.88	-863.33	-870.96	-1093.72
长期投资	-2202.55	277.99	-164.59	17.06
其他	-18096.33	434.21	-1135.39	-972.27
筹资活动现金流	2513.85	-14861.90	-11430.51	-16249.47
短期借款	3421.65	-4929.44	2145.74	212.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-907.81	-9932.46	-13576.26	-16462.12
现金净增加额	7608.87	30282.51	10463.10	16299.59

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	198123.18	209276.74	225196.33	242378.02
营业成本	138234.17	145195.25	155986.85	167621.40
营业税金及附加	1741.89	2246.44	2231.68	2378.23
营业费用	18899.58	20090.57	21393.65	23025.91
管理费用	4365.85	3766.98	3377.94	3393.29
研发费用	6988.37	6696.86	6755.89	7028.96
财务费用	-948.20	-2079.86	-1455.04	-1596.81
资产减值损失	261.67	215.59	310.01	301.16
其他经营收益	46.26	46.26	46.26	46.26
投资净收益	106.77	251.71	179.24	215.47
营业利润	409.19	404.63	406.91	405.77
营业外收入	30996.88	33847.51	37227.76	40893.37
营业外支出	276.62	276.62	276.62	276.62
利润总额	31273.51	34124.13	37504.38	41169.99
所得税	4894.48	5381.45	5857.76	6455.41
净利润	26379.03	28742.68	31646.62	34714.59
少数股东损益	176.24	192.03	211.44	231.93
归属母公司净利润	26202.79	28550.65	31435.18	34482.65
EBITDA	33791.04	34508.83	37596.28	41203.89
EPS (元)	4.36	4.75	5.23	5.73
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	33.61%	5.63%	7.61%	7.63%
营业利润	18.64%	9.20%	9.99%	9.85%
归属母公司净利润	16.97%	8.96%	10.10%	9.69%
获利能力				
毛利率	30.23%	30.62%	30.73%	30.84%
净利率	13.31%	13.73%	14.05%	14.32%
ROE	32.85%	28.25%	26.70%	25.66%
ROIC	22.80%	22.34%	21.26%	20.89%
偿债能力				
资产负债率	63.10%	60.16%	57.39%	55.11%
净负债比率	13.92%	10.37%	11.36%	11.13%
流动比率	1.27	1.37	1.45	1.53
速动比率	1.14	1.24	1.31	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.80	0.79	0.79
应收帐款周转率	29.32	27.86	29.62	29.62
应付帐款周转率	3.76	3.26	3.10	3.23
每股指标(元)				
每股收益	4.36	4.75	5.23	5.73
每股经营现金	4.48	7.53	4.00	5.75
每股净资产	15.18	17.93	20.65	23.38
估值比率				
P/E	13.96	12.81	11.64	10.61
P/B	4.00	3.39	2.94	2.60
EV/EBITDA	3.68	6.97	6.18	5.25

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>