

2019年12月03日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

70

## 格力电器(000651.SZ)

Buy 买入

混改落地，将进一步释放活力

事件：

公司发布公告，2019年12月2日控股股东格力集团与珠海明骏签署《股权转让协议》，珠海明骏将以46.17元/股（较9月3日除权除息调整后的最低转股价溢价4.5%，较公司11月29日的收盘价折价20.0%）的价格受让格力集团902,359,639股股份（占格力电器总股本的15%），锁定期3年。转让总价款为416.6亿元，其中珠海明骏以自有资金出资218.5亿元，剩余资金来自于招商银行贷款。

股权转让完成后，公司前三大股东将分别为珠海明骏（持股15.0%）、河北京海担保投资有限公司（持股8.91%）、格力集团（持股3.22%），股权较为分散，公司将无实际控制人。

公司将于2019年12月3日复牌。

点评：

■ **公司与管理层利益绑定更加紧密，激励方式多样：**（1）**管理层将持有格力电器约2.4%的股份：**格臻投资为公司的管理层实体，主要由18名管理层出资构成（其中董明珠女士持股95.48%），其直接持有珠海明骏6.38%的股份，通过珠海毓秀间接持有0.01%股份，并且根据协议，未来珠海博韬还将其持有的4.72%的珠海明骏股份转让给管理层实体，届时管理层实体将可持有珠海明骏11.11%的股份，即1.67%格力电器的股份，叠加董明珠女士目前持有的0.74%的股份，整个管理团队持股比例将可达到2.41%。（2）**GP收益激励员工：**根据协议，管理层实体将按照41%的比例获得珠海明骏产生的GP收益，并将其现有的占全部GP收益的8%的部分以适当的方式分配给对上市公司有重要贡献得管理层及员工。（3）**股权激励计划：**此外，根据协议，在股权交割完成后将推动上市公司层面给予管理层实体认可得管理层和骨干员工总额不超过4%的股权激励计划。

■ **管理层话语权增加：**根据上市公司章程及协议规定，上市公司董事会共有9名董事，珠海明骏有权提名3名董事。珠海明骏的最终控制主体为珠海毓秀，董事会由三名董事组成，珠海高瓴联合HH Mansion、Pearl Brilliance、管理层实体格臻投资分别有权委派1名董事，但其中2名董事需得到管理层实体的认可。我们认为，公司实际在上市公司董事会层面的话语权增加，未来在企业管理运营决策方面将会更加高效。

■ **分红预期将可稳定：**珠海明骏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%。上市公司过去10年的平均分红比例为39.4%，但在近两年波动较大，我们认为本次关于分红比例的约定将会稳定分红预期，利于公司估值的回升，按照50%的分红比例及2019年270亿的预期净利润来计算，将可分红135亿元，股息率为3.88%。使上市公司每年净利润分红比例不低于50%。上市公司过去10年的平均分红比例为39.4%，但在近两年波动较大，我们认为本次关于

### 公司基本信息

产业别	家用电器
A 股价(2019/11/29)	57.71
深证成指(2019/11/29)	9605.19
股价 12 个月高/低	65.16/33.89
总发行股数(百万)	6015.73
A 股数(百万)	5969.92
A 市值(亿元)	3445.24
主要股东	珠海格力集团有限公司 (18.22%)
每股净值(元)	16.75
股价/账面净值	3.44
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.5 -3.6 63.4

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

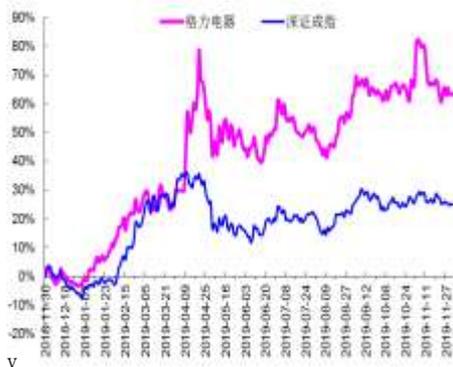
### 产品组合

空调	96.7%
其他	1.8%
小家电	1.5%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	34.8%

### 股价相对大盘走势



分红比例的约定将会稳定分红预期，利于公司估值的回升，按照 50%的分红比例及 2019 年 270 亿的预期净利润来计算，将可分红 135 亿元，股息率为 3.88%。

- **盈利预测与投资建议：**股权转让完成后，公司与管理层利益绑定将更加紧密，将有望进一步激发公司活力，高瓴的介入将有望助力公司的资本运作，分红预期也将趋于稳定，对公司业绩及估值层面均会产生正面的影响。为反映公司近期百亿让利促销对 Q4 业绩的影响，我们下调 2019 年的盈利预测。我们预计公司 2019、2020 年净利润为 270 亿元、301 亿元，YOY+2.9%、+11.7%，EPS 为 4.5 元、5.0 元，P/E 为 13X、12X，估值不高，我们继续给予“买入”的投资建议。
- **风险提示：**空调行业整体增速放缓，同业间竞争加剧，原材料价格波动，股权转让交割不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	321	22402	26203	26966	30133
同比增减	%	-97.44	6869.29	16.97	2.91	11.74
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.56	3.72	4.36	4.48	5.01
同比增减	%	23.08	45.31	17.20	2.81	11.74
A 股市盈率(P/E)	X	22.54	15.51	13.24	12.87	11.52
股利 (DPS)	RMB 元	1.80	0.00	1.50	2.24	2.50
股息率 (Yield)	%	3.12	0.00	2.60	3.88	4.34

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)



附一：合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	12988	150020	200024	211179	234024
经营成本	10647	99563	138234	147789	163786
营业税金及附加	79	1513	1742	1712	2340
销售费用	1677	16660	18900	21159	22232
管理费用	208	6071	4366	4041	4446
财务费用	14	431	-948	-1949	-1170
资产减值损失	-1	264	262	71	100
投资收益	0	397	107	100	100
营业利润	364	26127	30997	31960	35252
营业外收入	19	511	318	543	700
营业外支出	1	21	41	40	40
利润总额	382	26617	31274	32463	35912
所得税	52	4109	4894	5347	5566
少数股东损益	3	107	176	149	212
归属于母公司所有者的净利润	321	22402	26203	26966	30133

附二：合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	102143	99610	113079	130041	149547
应收账款	3455	5814	7700	9240	11088
存货	9000	16568	20012	19011	18060
流动资产合计	145139	171535	199711	239653	287584
长期股权投资	124	110	2251	2926	3804
固定资产	16975	17467	18386	20224	22247
在建工程	2454	1021	1664	1997	2396
非流动资产合计	46861	43433	51523	59252	68139
资产总计	192000	214968	251234	298905	355723
流动负债合计	135150	147491	157686	189223	227068
非流动负债合计	526	642	833	867	901
负债合计	135677	148133	158519	190090	227969
少数股东权益	314	1240	1388	4579	19690
股东权益合计	56010	65595	91327	104236	108064
负债及股东权益合计	192000	214968	251234	298905	355723

附三：合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	48,816	16359	26941	29,635	32,598
投资活动产生的现金流量净额	-1400	-62253	-21846	-26000	-27000
筹资活动产生的现金流量净额	-2000	-2269	2514	2000	2000
现金及现金等价物净增加额	45416	-49962	7413	5635	7598

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。