



格力投资故事看业绩增长和估值

沧海明珠之格力电器(000651)系列一

主要观点:

格力市值取决于业绩增长与估值，业绩增长受行业发展阶段与景气度、竞争格局变化下的利润水平影响，估值受行业在不同阶段的业绩增速预期、外资环境以及公司分红率的变化等因素影响。作为传统消费品，业绩与估值呈现正相关性，面临戴维斯双升和双杀。

估值与业绩的戴维斯双升和双杀。

2000年以前，我国空调行业处于高速发展期，伴随行业的高成长红利，公司实现收入高增长+高估值，行业的高成长性下市场给予公司25-30倍估值，但行业进入壁垒薄弱，利润率处于低位。2000-2005年行业竞争加剧，供过于求的状态下行业引发价格战。利润增速低于收入增速下市值提升缓慢，2004年起估值PE倍数走低。

格局优化带来的投资价值

2006-2012年间，行业竞争逐渐转好，行业的利润率得到优化，2012年以后格力美的在空调行业的双寡头格局基本稳固，估值和业绩同时助推市值的提升。但是行业逐渐进入成熟期，收入增速相较前期放缓后，估值水平有所下滑，此后公司市值的提升更多受业绩的驱动。

分红权重股特质下外资对格力的认同

自2016年12月深港开通以来，外资进入A股市场的窗口打开。国内家电龙头与海外龙头间估值水平差距较大，格力电器的外资持股占比呈现逐渐提升的趋势，资金结构重塑估值中枢。此外高分红已成为市场对格力的稳定预期与投资溢价来源，分红比例与公司市值具有一定程度的相关性。

估值的下一步提升空间：高分红延续+混改落地

高分红：我们看好国内消费市场的增长，龙头企业品牌力和产品力优势下业绩增长更趋于稳健。根据2019年预计归母净利润预测50%-70%区间的分红金额和对应股息率，股息率预计在3.78%-5.29%之间，相较2018年相比有明显提升。珠海明骏承诺促使分红比例不低于50%，高瓴入主下高分红预期持续。

混改落地：股份转让在股权结构和治理结构层面带来优化，管理层持股比例提升，话语权增强。混改落地后推进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，股权激励有望落地，高瓴赋能新零售。

盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司2019-2021年实现营业收入2102.68亿元、2265.41亿元、2491.25亿元，同比增长5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润282.30亿元、304.37亿元、

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：增持
目标价格：75.9
最新收盘价：62.16

股票代码：000651
52周最高价/最低价：65.0/35.68
总市值(亿)：3,739.38
自由流通市值(亿)：3,710.90
自由流通股数(百万)：5,969.92



分析师：汪玲

邮箱：wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话：

联系人：王映雪

邮箱：wangyx3@hx168.com.cn

联系人：段家琪

邮箱：duanjq@hx168.com.cn

338.16 亿元，同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 13/12/11 倍。公司混改成功落地，高瓴入主的同时管理层持股比例与话语权增强，对未来的股权激励计划、分红率等均有明确的规定，我们认为股权转让有利于公司治理结构的改善和业务多元化及渠道变革层面的提升，长期被压制的估值水平预计将得到提升，同时公司优秀的竞争格局和良好的利润率下现金流充沛，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价 75.9 元，上调评级至“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业景气度风险、价格战风险、竞争格局变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150019.55	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74
YoY (%)	36.24%	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归母净利润(百万元)	22400.48	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23
YoY (%)	44.86%	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
毛利率 (%)	33.50%	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
每股收益 (元)	3.72	4.36	4.69	5.06	5.62
ROE	34.14%	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
市盈率	16.69	14.27	13.25	12.29	11.06

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

投资故事:	4
1. 估值与业绩的戴维斯双升与双杀	4
1.1. 行业红利期的高增速与高估值	4
2. 格局优化带来的投资价值	6
3. 分红权重股特质下外资对格力的认同	7
3.1. 外资进入窗口打开, 资金结构重塑估值中枢	7
3.2. 家电龙头受外资青睐	8
3.3. 分红率的波动短期影响外资持股占比	12
4. 估值的下一步提升空间: 高分红延续+混改落地	14
4.1. 稳健经营下分红率有望得到提升	14
4.2. 混改落地从治理结构与业务多元化层面修复估值中枢	14
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	17

图表目录

图 1 1994-2005 年我国空调行业产量 (万台)	5
图 2 1997-2000 年格力公司股价 (元) 与估值 PE	5
图 3 格力电器 1996-2005 年收入及增速	5
图 4 格力电器 1996-2005 年净利润及增速	5
图 5 格力电器总市值和机构持股比例	6
图 6 格力电器 2000-2005 年股价 (元) 及 PE 倍数	6
图 7 2006-2012 年格力电器净利润及增速	6
图 8 2006-2012 年格力电器收入及增速	6
图 9 格力电器 2006-2018 年销售毛利率和销售净利率	7
图 10 格力电器 2006-2018 年总市值和机构持股比例	7
图 11 公司 EPS 水平 (元/股)	7
图 12 2006 年后公司股价 (元) 与 PE 倍数	7
图 13 我国资本市场开放的重要事件	8
图 14 陆股通对家电行业持股市值 (亿元) 和持股比例 (%)	8
图 15 格力电器与美的集团 2017-2019 年间陆股通持股比例 (%)	9
图 16 2017 年陆股通资金净买入分布 (亿元)	9
图 17 2018 年陆股通净买入分布 (亿元)	9
图 18 2019 年陆股通资金净买入分布 (亿元)【截至 2019/12/6】	10
图 19 板块估值水平 (PE TTM)	10
图 20 海内外家电龙头 2016-2017 年估值 (PE TTM)	12
图 21 海内外家电龙头 2017-2019 年估值 (PE TTM)	12
图 22 格力每股分红+股利支付率	12
图 23 格力电器股利支付率与股息率	12
图 24 格力电器 2016-2019 年机构持股比例与市值	13
图 25 格力电器沪深港通持股比例 (%) 变化	13
图 26 格力电器 PE 倍数	13
表 1 外资持股市值前十五的个股	10
表 2 外资重仓个股重点财务数据 (2019 三季度)	11
表 3 根据 2019 年归母净利润预计分红率范围	14
表 4 格力电器收入拆分及预测表	16
表 5 同行业公司估值对比 (截至 2019/12/10)	17

投资故事：

格力电器自 1989 年成立起，伴随着我国白电行业的发展历程，成长为如今多元化、科技型的全球工业集团，作为白电行业龙头企业多年地位稳固。概览格力的发展历程，在家电普及期抓住了行业机遇，在行业竞争期脱颖而出，在存量市场稳步前行，多年来的高收入高利润高现金流给予了投资者丰厚的回报。格力以出色的经营业绩备受市场关注，而论及资本市场的表现，我们认为格力在资本市场上的价值定位在不同时期具有不同的变化，投资价值受公司价值、行业环境与景气度、资金吸引力等多方面综合影响，也与我国资本市场的成熟度息息相关。

总体而言，我们认为资本市场对格力的认可度可以分成三个阶段：2000 年行业处于起步期，高成长性市场赋予其高估值；2000-2006 年间，行业虽然增速可观但竞争恶化，公司业绩受行业影响较大，同时价格战的影响下利润水平不断下滑，估值水平随之走低；2005 年-2012 年，我国家电行业竞争格局优化，行业利润率提升的同时资本市场赋予公司更高的估值水平，市值表现优异。2012 年后公司在空调行业的双寡头地位逐渐稳固，虽然利润率提升缓慢，但是投资价值凸显。此后我国放开外资的进入窗口与额度，带来了增量资金，格力作为具有高护城河高产业壁垒高分红的企业，受外资青睐并吸引外资持股比例不断提升，估值水平逐渐与国际水平接轨。期间格力每年的高分红给资金带来稳定的收益率，因此市场给予其一定的估值溢价。2017 年度格力的不分红导致外资持股比例提升速度放缓以及估值水平的回落，其后 2018 年的两次分红重新提升格力的投资价值。

从格力历史的业绩与资本市场表现中可以看出，格力的市值受多方面影响：作为传统消费品，业绩与估值呈现正相关性，面临戴维斯双升和双杀。高业绩增速下市场对行业及公司信心充足赋予其高估值，业绩回调下市场担忧情绪加深估值有所回落，而业绩的驱动受到行业不同时期的不同景气度、竞争格局对利润率等方面的影响。其次，公司的估值水平与所处生命周期相关，前期行业成长期下市场给予更高的估值水平，行业后期进入存量竞争市场后，市值更多由业绩驱动。此外，格力的估值水平亦受市场资金的影响，在外资进入以前，内资主导格力的估值中枢，随着外资进入窗口和额度的放开，增量资金入场后对消费品龙头企业具有偏好，外资持股占比提升下主导消费品龙头企业估值中枢逐渐向国际水平靠拢。而在外资影响消费品估值水平的环境下，高分红对于外资具有强大的吸引力，因此格力不同时期的分红政策同样影响其市值表现。

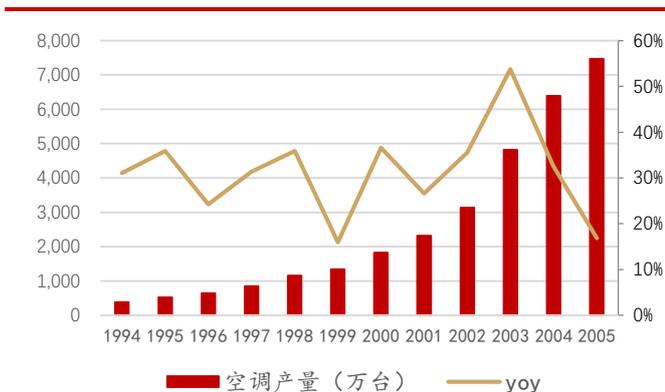
1. 估值与业绩的戴维斯双升与双杀

1.1. 行业红利期的高增速与高估值

2000 年以前，我国空调行业处于高速发展期，伴随行业的高成长红利，业内公司亦实现收入的高增长。2000 年以前我国空调产量增速每年基本保持在 30%+，2000 年格力电器实现营业总收入增速 42.8%。但当时行业以产能扩张为主，行业进入壁垒薄弱，因此利润率处于低位，较难提升。1996-2000 年，格力电器销售净利率从 6.56% 下滑至 4.19%，销售毛利率从 28.46% 下滑至 27.49%，其中 1999 年毛利率下降幅度较大仅为 21.65%。在此期间，公司股价与估值 PE 倍数基本处于同步状态，EPS 提升速度较慢，2000 年以前归母净利润增速低于 10% 的增速，2000 年归母净利润增速首次达到 11.2%，而行业的高成长性下市场给予公司 25-30 倍估值。

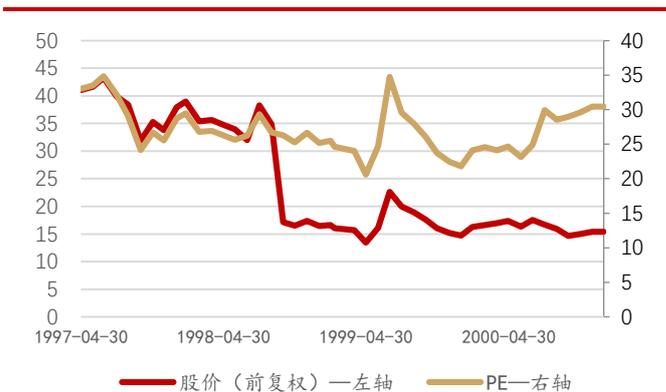
2000-2005 年，我国空调行业产量依旧维持较高的增速，但是行业竞争加剧，供过于求的状态下行业引发价格战。2000-2005 年间空调产量增速均值依旧在 30%+，格力在 2001-2002 年收入增速低于 10%，2003-2007 年收入增速高于 30%。但格力毛利率从 2000 年的 27.49% 下滑至 2006 年的 18.26%，净利率从 2000 年的 4.19% 下降至 2006 年的 2.67%。在此期间，公司利润增速低于收入增速，市值提升缓慢。2003-2005 年价格竞争较为激烈的年间，格力归母净利润增速在 10%-30% 间低于收入增速 30%-45% 的成长。公司总市值从 2000 年的 55.2 亿元提升到 2005 年的 55.7 亿元，提升幅度较小且中间出现过市值的回调。因市场环境的恶化，2004 年起估值 PE 倍数走低，2001-2004 年间格力估值中枢在 15-20 倍，2004-2006 年间格力估值中枢下移至 10-15 倍。

图 1 1994-2005 年我国空调行业产量（万台）



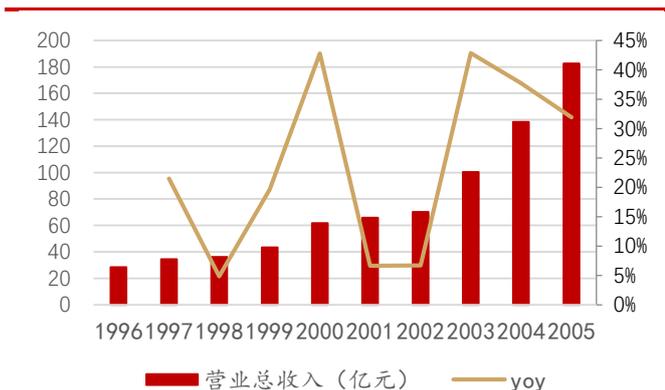
资料来源：国家统计局，华西证券

图 2 1997-2000 年格力公司股价(元)与估值 PE



资料来源：wind，华西证券

图 3 格力电器 1996-2005 年收入及增速



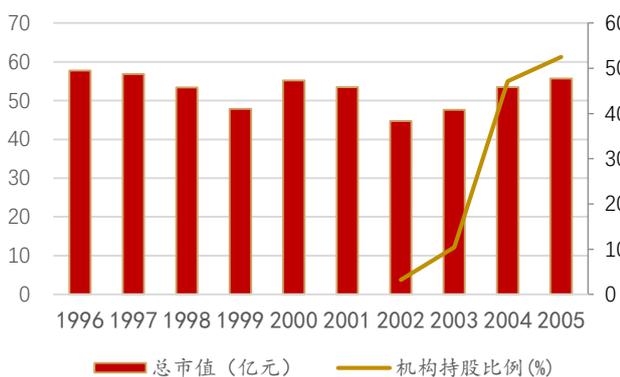
资料来源：wind，华西证券

图 4 格力电器 1996-2005 年净利润及增速



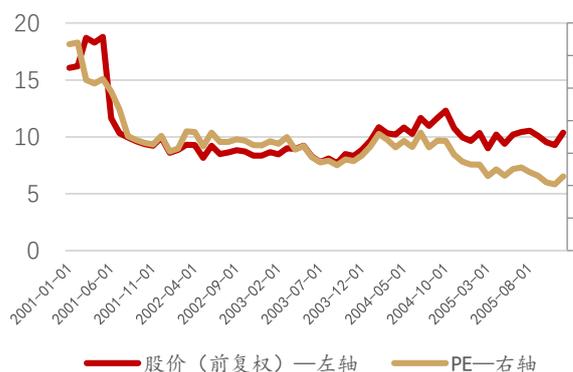
资料来源：wind，华西证券

图5 格力电器总市值和机构持股比例



资料来源: wind, 华西证券

图6 格力电器 2000-2005 年股价 (元) 及 PE 倍数



资料来源: wind, 华西证券

2. 格局优化带来的投资价值

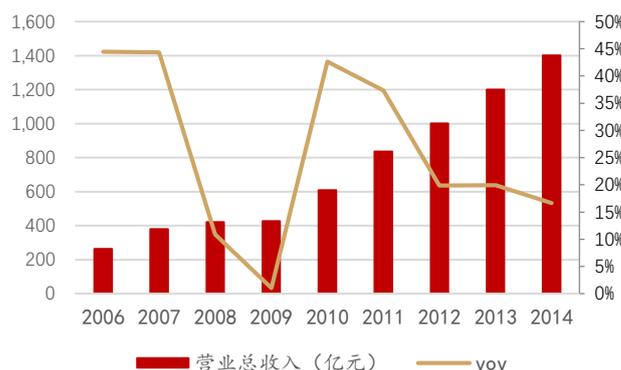
2006-2012 年间, 行业竞争逐渐转好, 行业格局逐渐集中并初步形成。良好的竞争格局下行业的利润率得到优化, 在此期间, 格力的利润增速逐渐超过收入增速。2007-2010 年间格力收入增速为 44.3%/10.9%/1.0%/42.6%, 归母净利润增速为 83.6%/54.9%/48.2%/46.8%。其中 2007 年因实现 83.6% 的归母净利润增速导致估值有明显提升, 机构持股比例从 2006 年的 42.87% 提升至 2007 年的 76.69%, EPS 由 2006 年的 0.86 元到 2007 年的 1.58 元, 总市值从 2006 年的 95.6 亿元提升至 2007 年的 412 亿元, 2007 年格力电器估值处于 30-50 倍区间, 估值和业绩同时助推市值的提升, 2008 年以后公司估值水平逐渐稳固回归至 10-20 倍区间。

图7 2006-2012 年格力电器净利润及增速



资料来源: wind, 华西证券

图8 2006-2012 年格力电器收入及增速



资料来源: wind, 华西证券

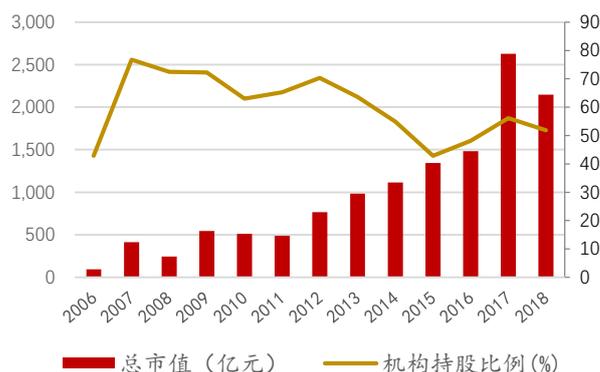
2012 年以后格力美的在空调行业的双寡头格局基本稳固，行业利润率上行趋势明显。格力电器销售毛利率自 2012 年起提升幅度较大，2013 年起进入 30%+ 的毛利率水平区间，2014 年起进入 10%+ 的净利率水平区间。但是行业逐渐进入成熟期，收入增速相较前期放缓后，估值水平有所下滑，此后公司市值的提升更多受业绩的驱动。2012-2016 年间格力收入增速低于 20%，年复合收入增速 2.41%，但归母净利润从 2012 年的 73.8 亿元提升到 2016 年的 154.21 亿元，归母净利润年复合增速 20.23%。公司总市值从 2012 年的 767 亿元提升至 2016 年的 1481 亿元，其中 2012-2013 年间公司的估值中枢在 10 倍左右，2014-2016 年间公司估值水平在 7-10 倍区间。

图 9 格力电器 2006-2018 年销售毛利率和销售净利率



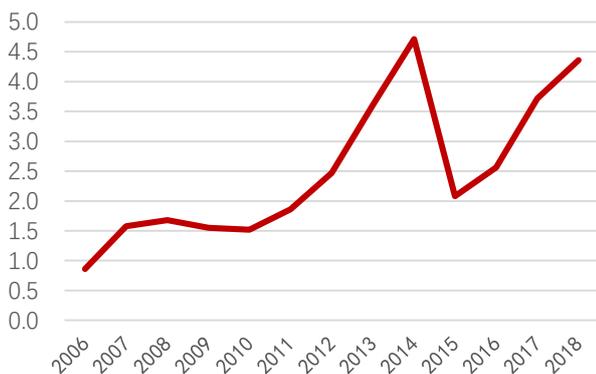
资料来源: wind, 华西证券

图 10 格力电器 2006-2018 年总市值和机构持股比例



资料来源: wind, 华西证券

图 11 公司 EPS 水平 (元/股)



资料来源: wind, 华西证券

图 12 2006 年后公司股价 (元) 与 PE 倍数



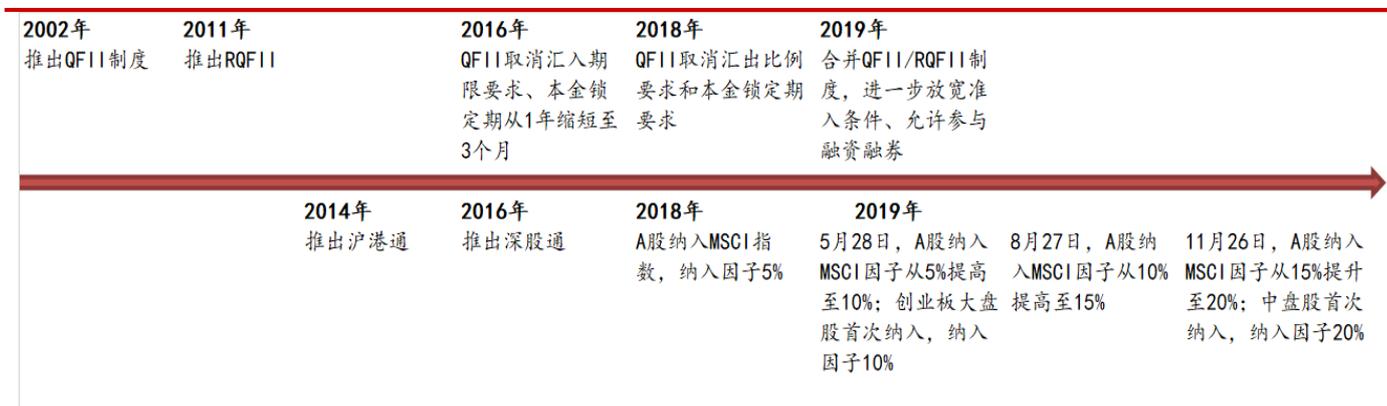
资料来源: wind, 华西证券

3. 分红权重股特质下外资对格力的认同

3.1. 外资进入窗口打开，资金结构重塑估值中枢

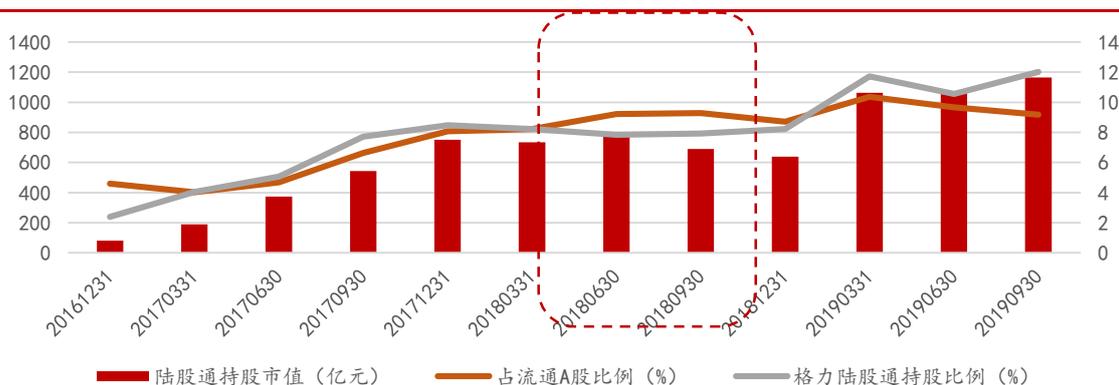
自 2016 年 12 月深港通开通以来，外资进入 A 股市场的窗口打开，并且随着 MSCI 因子纳入比例的不不断提升，外资流入额增多带来 A 股市场增量资金。同时格力电器的机构投资者持股比例发生改变，格力电器的外资持股占比呈现逐渐提升的趋势。

图 13 我国资本市场开放的重要事件



资料来源：公开资料整理，华西证券

图 14 陆股通对家电行业持股市值（亿元）和持股比例（%）



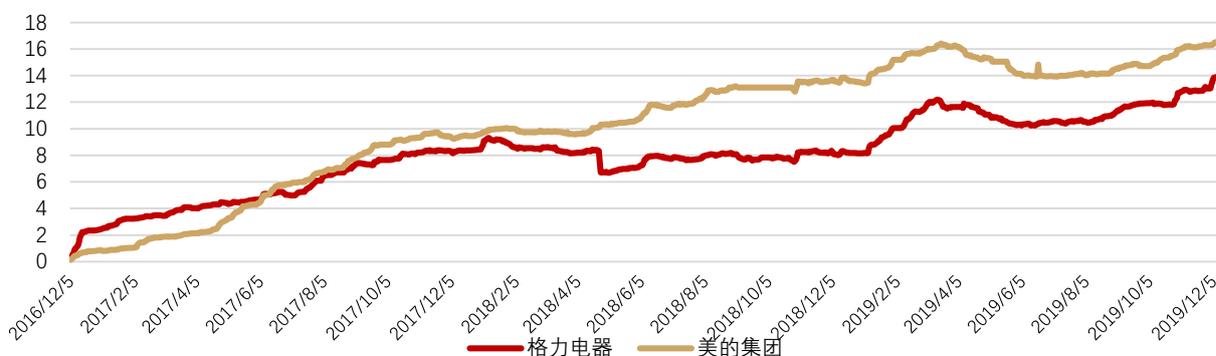
资料来源：wind，华西证券

3.2. 家电龙头受外资青睐

家电板块因高护城河壁垒受到外资青睐。从外资重仓标的中可以看出，外资偏好竞争格局良好、业绩稳健且确定性较高的白马蓝筹股。从 2017-2019 年陆股通资金流向来看，家用电器、食品饮料、金融等行业板块的龙头企业持续获得资金流入。家电板块因具有高护城河壁垒、竞争格局优良等因素受到外资青睐，随着 MSCI 扩容的落地，外资对白马蓝筹股的估值定价能力提升，带来稳健行业龙头企业估值中枢的提升。

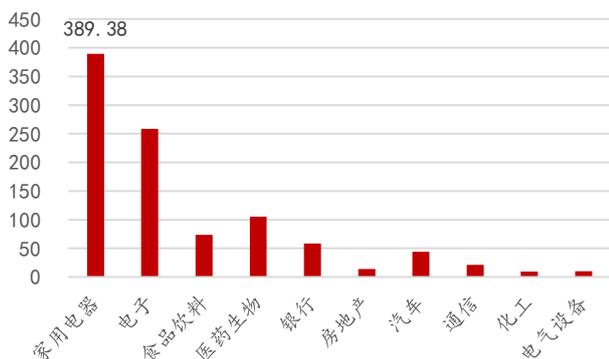
从格力和美的陆港通持股比例来看，自深港通开通以来美的和格力的持股比例迅速提升。2016年12月仅一个月的时间里，格力电器的陆港通持股占比达到2.4%，美的集团的陆港通持股占比达到0.8%。自2017年6月起美的集团陆港通持股占比超过格力电器，2018年1月起美的集团陆港通持股比例超过10%，此后持股比例不断提升，至2019年3月达到持股比例高点为16.4%，同期格力的陆港通持股比例仅为12%。从格力与美的陆港通持股差距来看，自2018年7月以后两者的持股差距达到4%以上，2018年12月持股差距扩大至5.5%，此后持股差距逐渐缩小。我们认为格力与美的同处空调赛道共享双寡头格局，美的因优良的治理结构和多元化业务获得持股比例的提升，格力的投资价值存在修复空间，在传统渠道占优的基础上公司成立电商公司收回代理权，未来线上渠道有望补足，同时混改带来治理结构和股权激励的优化，塑造长效机制的优势，高瓴入主赋能新零售变革，在业务多元化层面有望打开空间。因此我们以美的持股比例为对标来看，格力未来持股流入空间充足。

图 15 格力电器与美的集团 2017-2019 年间陆港通持股比例 (%)



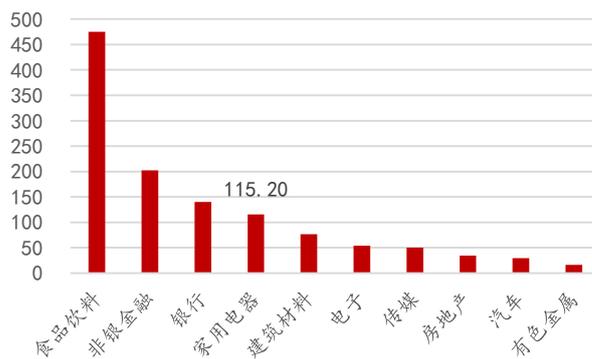
资料来源: wind, 华西证券

图 16 2017 年陆股通资金净买入分布 (亿元)



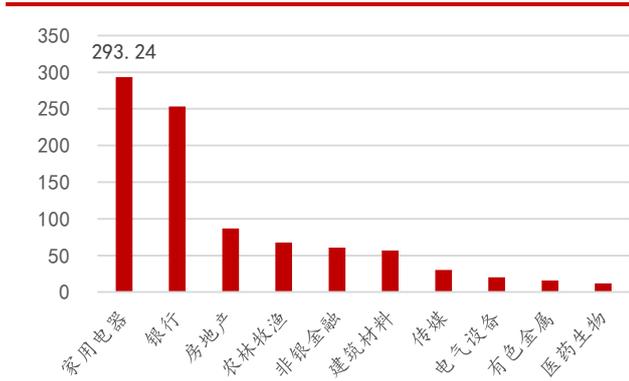
资料来源: wind, 华西证券 (根据前十大活跃个股统计)

图 17 2018 年陆股通净买入分布 (亿元)



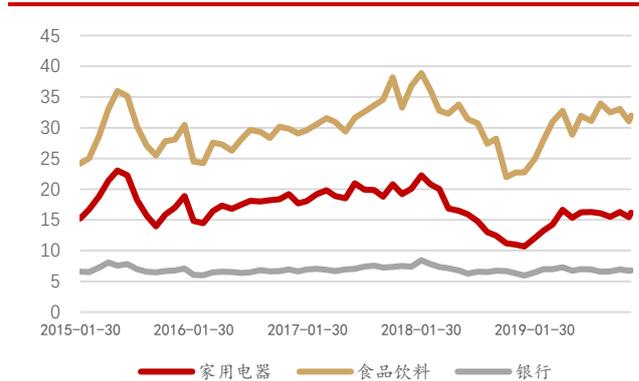
资料来源: wind, 华西证券 (根据前十大活跃个股统计)

图 18 2019 年陆股通资金净买入分布 (亿元)【截至 2019/12/6】



资料来源: wind, 华西证券 (根据前十大活跃个股统计)

图 19 板块估值水平 (PE TTM)



资料来源: wind, 华西证券

表 1 外资持股市值前列的个股

截至 2018-12-31				截至 2019-12-6			
代码	公司	外资持股市值 (亿元)	占流通市值比例 (%)	代码	公司	外资持股市值 (亿元)	占流通市值比例 (%)
600519.SH	贵州茅台	685.13	9.24	600519.SH	贵州茅台	1,166.01	7.93
601318.SH	中国平安	398.61	6.56	000333.SZ	美的集团	773.93	20.33
000333.SZ	美的集团	395.36	16.51	601318.SH	中国平安	660.17	7.19
600276.SH	恒瑞医药	253.05	13.10	000651.SZ	格力电器	548.19	14.72
002415.SZ	海康威视	226.62	11.13				
600887.SH	伊利股份	207.19	15.01				
000651.SZ	格力电器	190.80	8.96				

资料来源: wind, 华西证券 (含陆股通和 QFII/RQFII)

表 2 外资重仓个股重点财务数据 (2019 三季度)

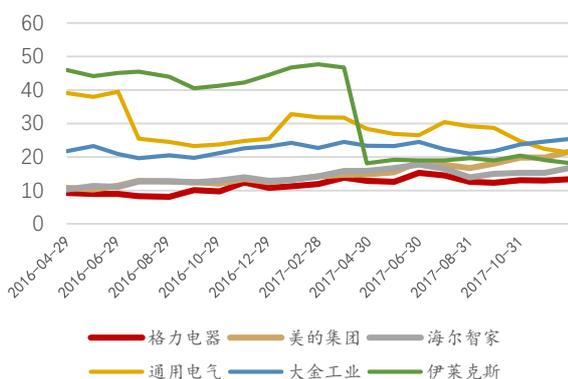
代码	公司	市值 (亿元)	ROE	收入增速 (%)	净利润增速 (%)	净利润增速 (扣非) %
600519.SH	贵州茅台	7,411.69	34.46	26.43	30.00	30.71
000333.SZ	美的集团	2,449.22	25.80	8.23	17.05	28.46
601318.SH	中国平安	10,255.22	20.86	9.65	20.56	20.70
000651.SZ	格力电器	2,147.01	33.40	33.33	16.97	20.83
600276.SH	恒瑞医药	1,942.30	23.17	25.89	26.39	22.60
600036.SH	招商银行	6,355.40	15.79	12.52	14.84	14.85
600585.SH	海螺水泥	1,551.64	29.51	70.50	88.05	111.81
002142.SZ	宁波银行	844.83	16.22	14.28	19.85	19.10
601888.SH	中国国旅	1,175.39	20.45	66.21	22.29	27.82
600900.SH	长江电力	3,493.60	16.31	2.13	1.57	-0.80
000001.SZ	平安银行	1,610.58	10.74	10.33	7.02	6.60
600009.SH	上海机场	978.12	15.85	15.51	14.88	14.92
600887.SH	伊利股份	1,390.68	24.29	16.89	7.31	10.32
002415.SZ	海康威视	2,376.94	33.42	18.93	20.64	19.68

资料来源: wind, 华西证券

外资持续流入下消费品龙头估值水平与国际接轨。我国消费品龙头企业整体估值水平偏低,与海外消费品龙头具有差距。海外家电龙头企业,如通用电气、大金工业等企业发展较国内格力、美的历史更早,本地市场成熟度更高,海外市场拓展完善,成长性弱于国内格力、美的等家电龙头企业,但估值水平更高。

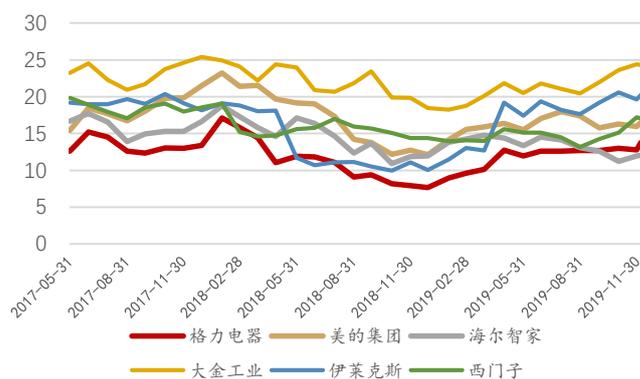
我们选取通用电气、大金工业、伊莱克斯、西门子等海外家电龙头企业作为对比参照,2016年间伊莱克斯估值中枢约40-50倍,通用电气估值中枢25-35倍,大金工业估值中枢20-25倍,高于格力电器估值中枢10-15倍,和美的集团估值中枢10-20倍;2017年间格力电器估值中枢11-15倍,美的集团与海尔智家估值中枢15-20倍,而海外家电龙头企业的估值中枢均在20倍以上。因通用电气在2018-2019年间估值为负数不具备参考意义,但大金工业、伊莱克斯、西门子的估值中枢均高于格力电器、美的集团与海尔智家。

图 20 海内外家电龙头 2016-2017 年估值 (PE TTM)



资料来源: wind, 华西证券

图 21 海内外家电龙头 2017-2019 年估值 (PE TTM)



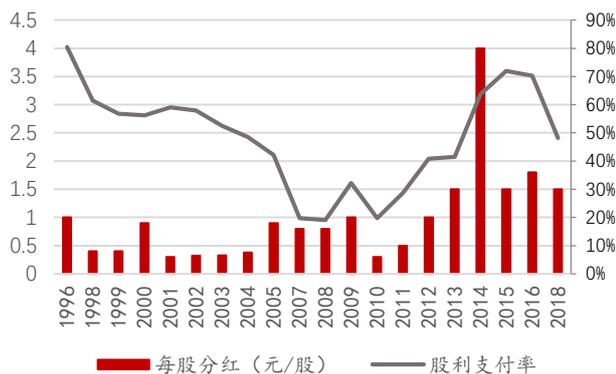
资料来源: wind, 华西证券

3.3. 分红率的波动短期影响外资持股占比

格力多年来贯彻的高分红政策给予投资者每年稳定合理的报酬, 并且吸引机构投资者买入, 每年的现金分红方案和转送股情况对公司估值具有一定程度的影响。外资进入窗口及额度放开后, 高分红方案的短期波动影响外资持股比例。

格力电器自公司上市以来, 已实施现金分红 21 次, 累计现金分红金额达 544.25 亿元, 累计分红率为 36.2%, 分红率相较同业其他公司更高。总体来看, 公司每年的分红金额与经营情况保持一致, 除 1997 年、2006 年和 2017 年未进行分红外, 1996 年、2013-2016 年、2018 年分红率较高。

图 22 格力每股分红+股利支付率



资料来源: 公司公告, 华西证券

图 23 格力电器股利支付率与股息率

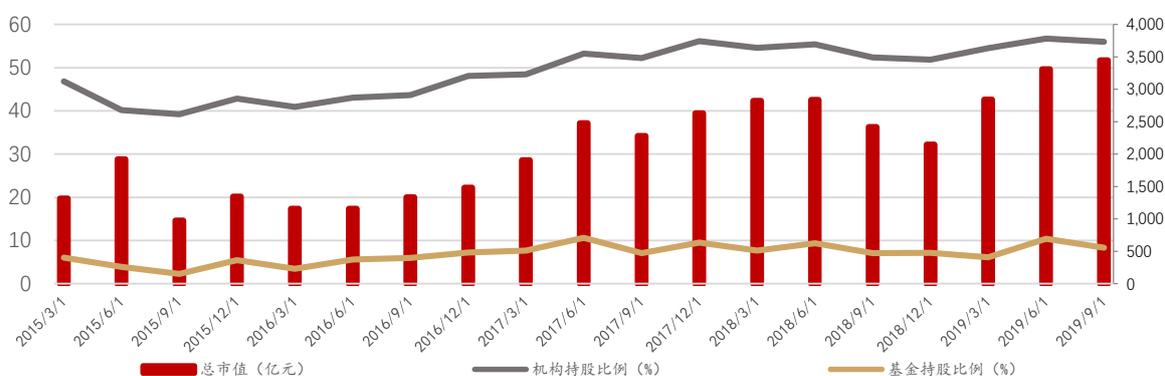


资料来源: wind, 华西证券

从股利支付率与股息率关联性来看, 2005 年之前市场对空调行业的景气度预期存在不同年份的不一致, 因此股利支付率与股息率的联动性较弱, 2015 年后格力电器的股利支付率与股息率关联度提升。1998-2005 年间, 公司股利支付率从 61.42% 下降至 42.14%, 但股息率从 2.3% 提升到 9.4%。2007 年后公司股利支付率逐渐提升, 从 2007 年的 19.7% 提升至 2015 年的 72.0%, 股息率从 2007 年的 3.5% 提升至 8.5%。

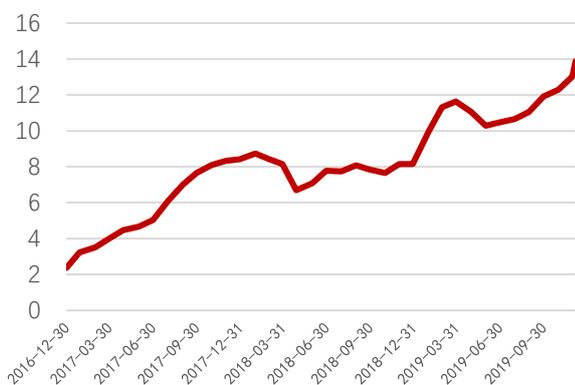
从格力电器的外资持股比例与 PE 倍数来看，自深股通推出后 2017 年外资持股比例不断提升，加之当年空调行业高景气度带来的高增长，收入与利润提升显著，在业绩与资金的共同推力下，估值水平提升。2017 年间格力电器的陆港通持股比例提升较快，从 2% 提升至 8%，2016 年报显示归母净利润增速为 23%，股利支付率为 70.2%，股息率为 4.6%。2018 年中期，因格力表示预计未来在产能扩充及多元化拓展方面的资本性支出较大，留存资金将用于生产基地建设、智慧工厂升级，以及智能装备、智能家电、集成电路等新产业的技术研发和市场推广，因而选择不分红，对市场信心的影响较大，导致 2018 年中期机构持股比例和陆股通持股比例有小幅下调，估值 PE 倍数回调，2018 年间格力电器的陆港通持股比例维持在 7%-8% 左右。此后，公司为保护股东利益，维持股东良好关系，稳定公司市值，决定进行年中分红，公司机构持股比例与估值重新获得提升。根据 2019 年 1-11 月数据显示，格力电器陆港通持股比例从 1 月 8.2% 提升至 11 月的 13%。2018 年公司实施两次分红，由此可以看出，高分红已成为市场对格力的稳定预期与投资溢价来源，分红比例与公司市值具有一定程度的相关性。

图 24 格力电器 2016-2019 年机构持股比例与市值



资料来源：公司公告，华西证券

图 25 格力电器沪深港通持股比例 (%) 变化



资料来源：wind，华西证券

图 26 格力电器 PE 倍数



资料来源：wind，华西证券

4. 估值的下一步提升空间：高分红延续+混改落地

4.1. 稳健经营下分红率有望得到提升

看好国内消费市场增长，消费板块业绩更趋稳健。当前国内消费分级的背景反映了不同收入层次消费者对品质生活的追求，高收入人群收入增速更快下对价格敏感度低，追求高档消费品带来的体验享受，中层阶级人群追求性价比。消费选择虽有不同，但消费意愿与消费习惯仍在提升，我们看好国内消费市场的增长，龙头企业品牌力和产品力优势下业绩增长更趋于稳健。

从 2012 年后格力历史分红情况来看，股利支付率较高时期可以达到 70%，股利支付率较低时期在 40%左右。其中 2017 年因公司经营发展需要不进行分红，此后 2018 年分红两次，在市场环境与投资者诉求下，我们认为 2019 年公司依旧会执行高分红政策，并且格力混改方案中明确提出分红率不低于 50%，我们根据 2019 年预计归母净利润预测 50%-70%区间的分红金额和对应股息率，股息率预计在 3.78%-5.29%之间，相较 2018 年相比有明显提升。

表 3 根据 2019 年归母净利润预计分红率范围

预计 2019 年归母净利润	282.30 亿元	预计 2019 年归母净利润增速	7.73%
分红率假设	预计分红金额 (亿元)	当前市值 (亿元)	对应股息率
70%	197.61	3739	5.29%
60%	169.38	3739	4.53%
50%	141.15	3739	3.78%
40%	112.92	3739	3.02%
30%	84.69	3739	2.27%
20%	56.46	3739	1.51%

资料来源：wind，华西证券

高瓴入主下高分红预期持续。珠海明骏承诺尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%，考虑到公司长期稳健经营带来的优秀现金流、珠海明骏良好的财务状况以及管理层委托代理问题的解决，我们对公司未来的高分红预期看好。

4.2. 混改落地从治理结构与业务多元化层面修复估值中枢

格力电器作为我国家电行业的空调龙头企业，产品定位高端，制造业规模化优势明显，良好的竞争格局下利润率处于较高的水平，因此拥有稳固优异的现金流。但其估值水平不仅低于海外白电龙头企业，相较美的集团的估值水平亦有所折价。我们认为主要原因在于格力的治理结构与业务结构导致其估值水平偏低。

从治理结构来看，美的在股权改制层面走在行业前列，经历合伙制企业—集体所有制乡镇企业—地方控股的股份制企业—管理层控股的民营企业后，管理层成为公司的股东和经营者，此后推进事业部制改革下放经营权，提高决策效率和应变能力。事业部制改制和分权经营，不仅培养了中层干部并组建了职业经理人团队，同时根据不同品类的经营特质进行组织结构调整，使美的每个品类均具有较强的市场竞争力。在人员激励层面，美的集团从 2014 年起持续推出中长期股权激励计划，并不断扩大受益群体，多层次全方位的股权激励调动从上而下员工积极性。反观格力电器，格力电器控股股东为珠海格力集团有限公司，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会，股权结构表明其经营灵活性弱于美的集团的民营性质，缺乏股权激励计划，每三年一次的管理层换届下经营管理存在短期目标。

混改带来治理结构和业务结构的改善机遇。2019 年 4 月格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器 15%股份，带来格力治理结构的改善机会。2019 年 12 月 2 日格力集团与珠海明骏签订股份转让协议，转让持有的格力电器 15%股份。**此次股份转让在股权结构和治理结构层面带来优化，管理层话语权增强。**在珠海明骏自有资金的筹集中，格臻投资作为有限合伙人认缴 6.38%的出资额，管理层持股比例将得到提升。同时本次股份转让后上市公司无控股股东和实际控制人，珠海明骏承诺本次受让完成后将在权限范围内保持格力电器经营管理团队的整体稳定，格力电器治理结构不发生重大变化，管理层话语权增强。此外，珠海明骏依据上市公司的公司章程有权提名三名董事候选人的，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。**股权激励有望落地，高瓴赋能新零售。**珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance 和格臻投资一致同意，在本次交易完成交割后，推进上市公司层面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。同时珠海明骏承诺本次受让完成后，将尽最大努力和能力为珠海市经济发展进行有效的产业投资和战略资源导入。珠海明骏背靠高瓴资本，在新零售投资领域具有多年成功经验，产业投资视角下资源与经验丰富，能够引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源，助力格力进行零售变革。

5. 盈利预测与估值

收入假设：

空调：公司在空调行业属于双寡头垄断之一，今年上半年因未跟进美的的促销政策，导致收入端增速稍缓，下半年公司竞争策略由防守转向进攻，双十一期间将线下引流机型带至线上销售，带来全品类的高增长。我们认为公司规模化生产和成本管控能力较强，促销机型仅为少量三级能效产品，产生的补贴金额对毛利率水平和整体盈利能力影响不大，促销政策带来公司下半年空调端收入增速加快。此外我们认为 2020 年空调行业需求端景气度将高于 2019 年，同时新能效政策下产品结构持续升级，我们预计公司 2019-2021 年空调业务实现营业收入增速为 3.07%、5.65%、6.64%。

小家电&智能装备：除空调主业外，公司亦向业务多元化方向发展，加快在生活电器、高端装备、通信设备层面的布局，参股三安光电等企业均体现了格力在智能家居与多元化层面的布局。目前公司除空调外的业务体量较小，占比较低，虽然毛利率水平及盈利能力离空调品类有较大的差距，但是品类增速显著，我们预计公司 2019-2021 年小家电品类营业收入增速为 50%/50%/50%，智能装备收入增速为 15%/20%/20%。

表 4 格力电器收入拆分及预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
空调					
收入 (百万元)	123410	155682	160459.5	169526.7	180784.4
yoy	40.10%	26.15%	3.07%	5.65%	6.64%
内外总销量 (万台)	4599	4936	5094	5298	5563
yoy	28%	7%	3.2%	4.0%	5.0%
平均每台价格	26.8	31.5	31.5	32	32.5
毛利率	37.07%	36.48%	37%	37.3%	38%
小家电					
收入 (百万元)	2,300.90	3,794.09	5691.14	8536.70	12805.05
yoy	33.95%	64.90%	50%	50%	50%
毛利率	20.65%	18.23%	19%	20%	20%
智能装备					
收入 (百万元)	2,126	3,109	3574.81	4289.77	5147.73
yoy		46.2%	15%	20%	20%
毛利率	5.85%	6.48%	7%	8%	9%

资料来源: wind, 华西证券

我们维持原先盈利预测不变, 预计公司 2019-2021 年实现营业收入 2102.68 亿元、2265.41 亿元、2491.25 亿元, 同比增长 5.12%/7.74%/9.97%, 归母净利润 282.30 亿元、304.37 亿元、338.16 亿元, 同比增长 7.73%/7.82%/11.10%, EPS 为 4.69/5.06/5.62 元, 对应当前股价为 13/12/11 倍。公司混改成功落地, 高瓴入主的同时管理层持股比例与话语权增强, 对未来的股权激励计划、分红率等均有明确的规定, 我们认为股权转让有利于公司治理结构的改善和业务多元化及渠道变革层面的提升, 长期被压制的估值水平预计将得到提升, 同时公司优秀的竞争格局和良好的利润率下现金流充沛, 结合可比公司 PE 水平, 我们给予公司 2020 年 15 倍 PE, 对应目标价 75.9 元, 上调评级至“买入”评级。

表 5 同行业公司估值对比 (截至 2019/12/10)

	EPS (元)			PE		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
美的集团	3.43	3.90	4.37	16.83	14.77	13.20
海尔智家	1.38	1.44	1.63	12.20	11.67	10.35
海信家电	1.18	1.34	1.48	8.92	7.82	7.11
长虹美菱	0.08	0.13	0.17	42.29	26.08	19.16
平均				20.06	15.09	12.46
格力电器	4.69	5.06	5.62	13.25	12.29	11.06

资料来源: wind, 华西证券 (除格力电器外, 其他均为 wind 一致预期)

6. 风险提示

宏观经济下行风险: 我国宏观经济增速放缓, 若经济下行程度超预期, 可能引发居民收入水平增速不及预期, 及消费意愿的削弱, 导致公司收入端受到一定程度的影响。

行业价格竞争风险: 在今年空调需求较弱的背景下, 美的率先在上半年进行促销收割收入增速。在美的利用成本红利采取的促销政策下, 尾部企业或跟进或淘汰, 行业其他参与者被迫参与其中。未来空调行业在不同年份或有景气度的不同, 但整体行业步入成熟期后面临存量市场的竞争, 行业价格竞争或趋激烈影响行业格局和利润率。

原材料价格变动风险: 公司受原材料价格变动影响较大, 上半年行业享受原材料价格下降带来的红利, 下半年若原材料价格变动会对终端市场竞争带来一定程度的影响。未来原材料价格变动会影响公司不同时期的竞争策略。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74	净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16
YoY (%)	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%	折旧和摊销	3110.33	2808.63	3189.42	3627.69
营业成本	138280.17	145191.17	156469.36	171921.88	营运资金变动	-1210.81	-7948.93	5887.98	-468.43
营业税金及附加	1741.89	1471.87	1585.79	1743.87	经营活动现金流	26940.79	23438.88	40180.72	37617.02
销售费用	18899.58	21447.31	22654.14	24912.47	资本开支	-3831.25	-4572.53	-4043.59	-4800.30
管理费用	4365.85	3889.95	4077.74	4484.25	投资	-9796.61	-2140.00	-1140.00	-1040.00
财务费用	-948.20	368.49	145.82	-243.52	投资活动现金流	-21845.77	-5142.53	-4483.59	-5140.30
资产减值损失	261.67	518.47	9.09	18.46	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	106.77	200.00	200.00	200.00	债务募资	3406.81	-1298.88	-286.40	-1161.22
营业利润	30996.88	33352.72	36003.19	40013.58	筹资活动现金流	2513.85	-1577.36	-1830.20	-2654.35
营业外收支	276.62	240.00	240.00	240.00	现金净流量	7608.87	16718.99	33866.93	29822.38
利润总额	31273.51	33592.72	36243.19	40253.58	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	4894.48	5221.30	5652.76	6267.42	成长能力 (%)				
净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16	营业收入增长率	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归属于母公司净利润	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23	净利润增长率	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
YoY (%)	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%	盈利能力 (%)				
每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62	毛利率	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	13.19%	13.49%	13.50%	13.64%
货币资金	113079.03	129798.02	163664.95	193487.33	总资产收益率 ROA	10.43%	9.85%	9.34%	9.33%
预付款项	2161.88	2269.92	2446.25	2687.83	净资产收益率 ROE	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
存货	20011.52	19204.03	20695.77	22739.63	偿债能力 (%)				
其他流动资产	64458.52	81018.56	82919.72	85732.35	流动比率	1.27	1.42	1.57	1.74
流动资产合计	199710.95	232290.54	269726.69	304647.14	速动比率	1.13	1.29	1.43	1.60
长期股权投资	2250.73	2290.73	2330.73	2370.73	现金比率	0.72	0.79	0.95	1.11
固定资产	18385.76	18730.68	18450.73	18276.86	资产负债率	63.10%	57.31%	53.08%	48.51%
无形资产	5204.50	6008.84	6837.28	7842.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	51523.21	54267.11	56001.28	57953.88	总资产周转率	0.86	0.78	0.74	0.72
资产合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02	每股指标 (元)				
短期借款	22067.75	20768.87	20482.47	19321.25	每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62
应付账款及票据	49822.80	49426.85	57203.89	59967.67	每股净资产	15.18	20.08	25.12	30.73
其他流动负债	85795.58	93191.66	94380.91	95765.24	每股经营现金流	4.48	3.90	6.68	6.25
流动负债合计	157686.13	163387.38	172067.27	175054.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	833.32	833.32	833.32	833.32	PE	14.27	13.25	12.29	11.06
非流动负债合计	833.32	833.32	833.32	833.32	PB	2.35	3.10	2.47	2.02
负债合计	158519.45	164220.70	172900.59	175887.49					
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73					
少数股东权益	1387.62	1529.47	1682.43	1852.36					
股东权益合计	92714.71	122336.94	152827.38	186713.54					
负债和股东权益合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。