

# 分红低于预期，高经营压力与高资产质量共存

## ——格力电器(000651.SZ) 2019年报及2020年一季度报点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 55.22元

### 分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

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

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

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

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

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

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)

021-52523879

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

### 市场数据

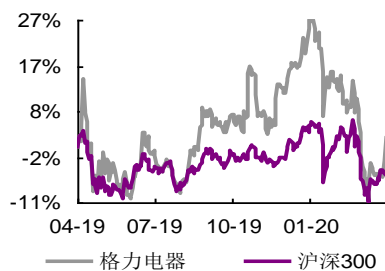
总股本(亿股): 60.16

总市值(亿元): 3321.89

一年最低/最高(元): 48.40/70.56

近3月换手率: 53.59%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.81	-10.22	0.01
绝对	5.04	-13.64	-0.84

资料来源: Wind

### 相关研报

下调盈利预测，配置时间后移——格力电器(000651.SZ) 2019年业绩快报及2020Q1业绩预告点评  
 ..... 2020-04-15

### ◆一季报符合业绩预告，年报分红低于预期

2019年公司实现营业总收入2005亿元，同比+0.2%，归母净利润247.0亿元，同比-5.8%。其中2019Q4收入同比-12%，如果大致剔除南京华新有色金属的并表贡献，单季收入同比下滑约20%（2019Q3估计同比-5%左右）。单季实现归母净利润25.8亿元，同比-50%。

公司同时发布2020年一季度报，2020Q1收入204亿元，同比-49.7%，归母净利润15.6亿元，同比-72.5%。

公司业绩表现符合前期业绩快报和业绩预告，19Q4和20Q1近两季的单季利润规模下降到2012~13年水平。分红预案为每10股派现12元，共72亿元，分红率29%，低于市场预期。若考虑前期回购预案，分红+回购合计占净利润比例为41%~54%。

### ◆收入拆分：高基数和库存压力下，空调收入下滑。

分品类看，全年空调实现1387亿收入，同比-11%；生活电器收入56亿，同比+47%；智能装备收入21亿元，同比-31%；南京华新有色贡献并表104亿收入，带动其他业务收入同比+50%达到413亿元。

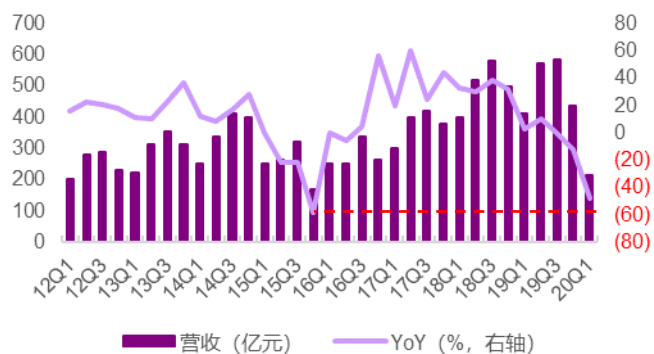
分地区看，2019年内销主营业务收入1361亿元，同比-8%；外销208亿元，同比-7%。

**2019Q4：特价机带动下，格力零售端增速超越市场。**由于2019年11~12月，整体促销力度较大，根据奥维采样监测，2019Q4，空调线上线下零售额分别同比+44%/+6%。而格力线上/线下零售额分别同比+64%/+10%。但出货端由于库存和基数压力，以及均价的明显下降，单季空调收入估计下滑接近20%。

**2020Q1：疫情冲击下，公司单季零售额同比下滑60%左右。**公司通常在3月开始的“万人空巷抢格力”线下大规模活动因疫情推迟，因此价格竞争力不及对手；同时顾及到线下经销商利益，对电商、网批等新渠道参与度不高，因此零售表现下滑较大，根据奥维监测，公司单季整体份额基本同比持平，单季零售额同比下滑60%。

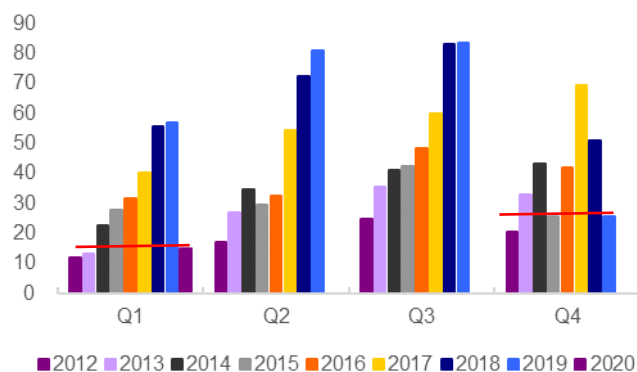
一季度为传统的渠道补库阶段，在单季需求大幅下滑的情况下，公司在内销出货端亦对应收缩，导致单季收入同比大幅下滑。另外由于促销大卖机型多为新特价机型，库存去化效果一般，2019年末报表存货241亿，20Q1进一步上升至267亿。20Q1预收款67亿元，较19Q1减少35亿元。

图 1：格力电器分季度营收及同比增速



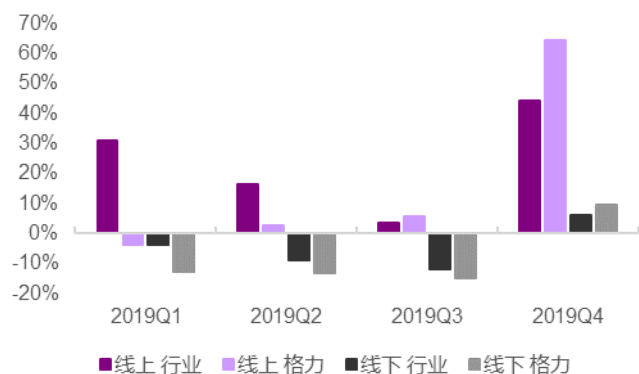
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：近两季利润已降至 2012~13 年水平（亿元）



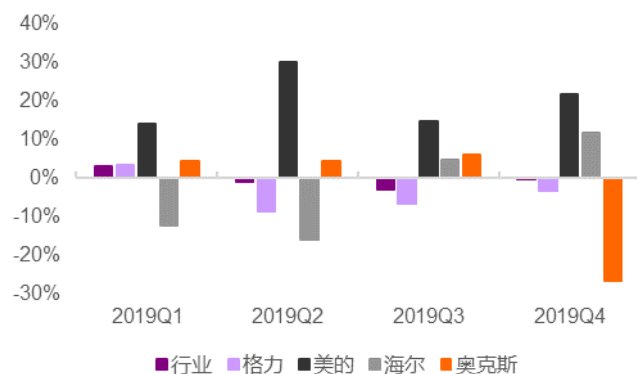
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：格力线上线下空调销售额（采样）同比增速



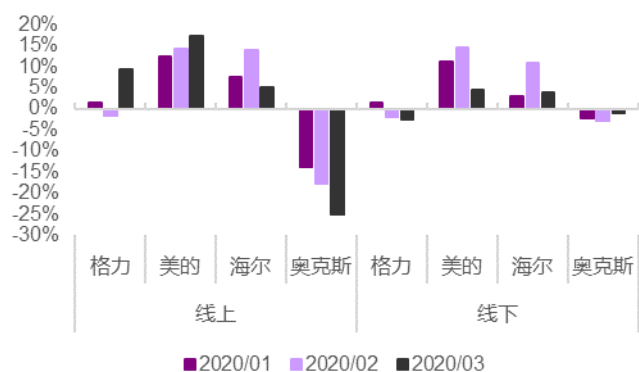
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 4：主要公司空调内销出货量同比增速



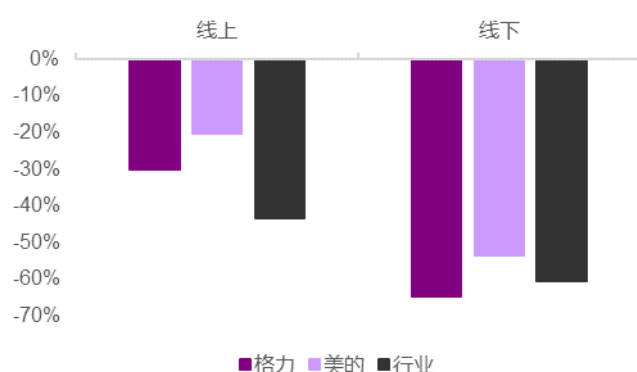
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 5：主要品牌 2020Q1 销量份额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：2020Q1 行业和龙头销售额同比变动



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

◆盈利表现：因价格战及去库存影响，盈利能力承压。

公司 2019 年毛利率 28.4%，同比-2.5pct，主要是低毛利率的其他业务占比提升导致。其中主营业务毛利率 33.9%，同比-0.2pct，空调业务毛利率

37.1%，同比提升 0.6pct。2019 年成本、减税红利贡献显著，但因前期高价库存较高，以及 19Q4 大规模促销降价，导致空调毛利率提升幅度较少。

2019 年销售费用率基本同比持平，管理与研发费用略有下降，2019 年全年归母净利率 12.3%，同比-0.8pct。其中 19Q4/20Q1 两季度的净利率为 6.0%/7.6%，而其他流动负债在 2018/2019/20Q1 期末分别为 649 亿/652 亿/648 亿，无明显变动。说明公司较为真实地体现了价格战去库存对报表利润率的影响。

#### ◆经营质量剖析：现金流依然充沛，资产质量优异，账面巨额未分配利润

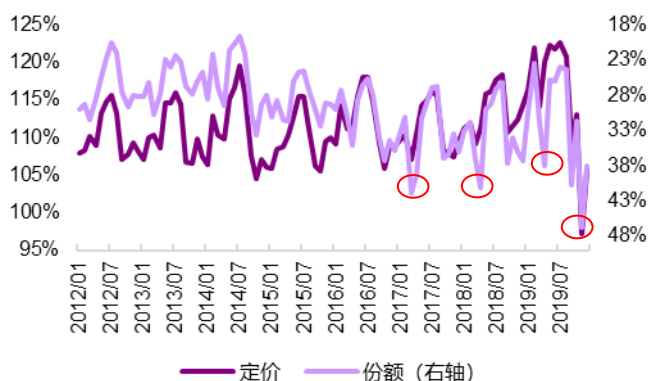
高经营压力的另一面，公司的资产质量依旧优质。2019 年经营净现金流依然有 279 亿元，好于利润规模。在近两年分红较少的情况下，ROE 依然高达 26%。同时，20Q1 期末现金+票据+理财已经高达 1600 亿元，固定资产仅 188 亿元，未分配利润 954 亿元。客观来说，格力仍是名副其实的现金流机器与未曾分配利润的巨大金矿，这也是混改受到各路资金追捧的核心原因。

#### ◆基本面层面后续关注零售表现和库存去化

我们认为，当前格力所面对的困难局面，无论是自身去库存的压力，还是美的积极促销带来的份额压力，主要源于 2018 年不合理压货带来的持续高渠道库存。所以后续对公司的关注重点更应集中在零售价格策略，份额表现以及库存去化。

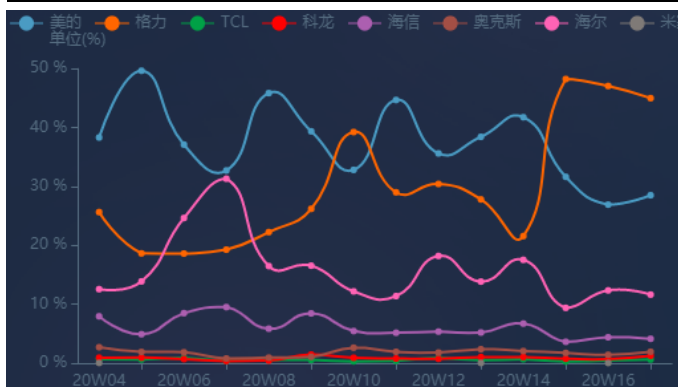
旺季促销抢份额有望改善动销。考虑 4~7 月是空调销售旺季，通常占全年销售量的 55%左右，随着格力“红四月”和“五一”促销的筹备和展开，零售份额显著提升。从历史数据看，在过往格力的促销节点（3~4 月，9~10 月），格力在 KA 渠道的销量份额可达 40%以上，如果通过旺季持续大力度的促销，保持份额高位，库存对应去化，行业价格竞争有望在龙头主导中默契收尾。

图 7：过往数据看，格力的份额与其定价一致度较高



资料来源：中怡康，光大证券研究所，定价指数为品牌均价/行业均价，数据区间为 2012~19 年

图 8：格力 4 月线下空调销量份额达到 45%~50%

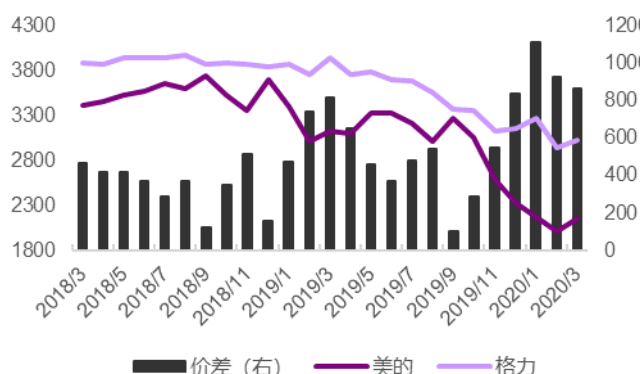


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

激进假设下，格力促销补贴不超过 40 亿元，后续有能力平滑盈利波动。相对激进的估算格力本轮发力促销所需补贴力度。格力全年空调销售规模约 3500-4000 万台，需要有效去化的高价库存产品数量约 1000 万台，若以终端降价 700-800 元（公司一级能效产品价格仍超过对手 1000 元左右）计算，

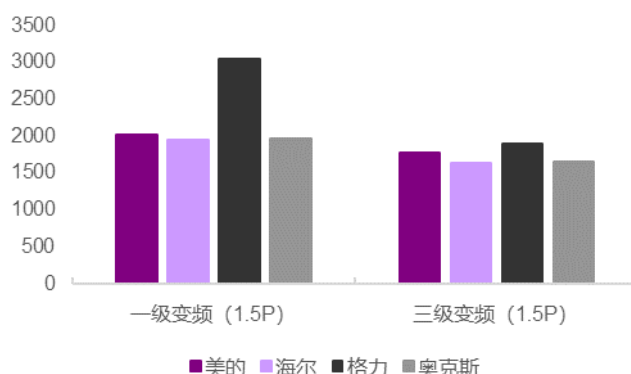
工厂端补贴 400 元进行测算，补贴额度预计不超过 40 亿元，有能力利用其他流动负债适度平滑。

图 9：格力一级能效代表产品与对手价差偏高（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 10：格力一级能效产品价格显著高于对手（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，为 2020Q1 线下最热销产品均价

#### ◆盈利预测、估值与评级

格力此份财报，有两个特征依旧鲜明。一方面是较高的经营压力，公司/渠道库存水位居高不下，因价格战去库存，盈利能力出现显著下滑，叠加疫情影响进一步恶化。另一方面是依然优异的资产质量，由于近两年分红较少，20Q1 期末账面类现金资产 1600 亿，固定资产仅 188 亿，未分配利润 950 亿，是名副其实的现金流机器，这也是混改受到各路资金追捧的核心原因。

但此次分红再度低于预期，将影响长期投资者对公司治理判断，因此后续对公司的跟踪与判断应集中在两个层面：

1) **基本面角度是对去库存进度的跟踪**：预计 4 月开启大规模促销之后格力份额将有明显好转，若夏季需求较好，则有望在 Q3 迎来库存底部，从而带来价格战的结束，中期来看格力只要做好渠道改革，盈利水平仍有望回到前期高点。

2) **公司治理层面**：从前期回购、业绩释放及分红动力来看，管理层与二级市场股东利益的彻底绑定仍有赖于股权激励的推动，或需要公司释放更为明确的长期股东回报预期。

我们维持公司 2020~21 年 EPS 预测为 4.14/4.67 元，新增预测 2022 年 EPS 为 5.15 元，对应 PE 为 13/12/11 倍。考虑到公司产品和品牌实力方面优势依旧牢靠，而管理层、战略投资者和二级市场的长期利益也终将实现一致。中长期视角下，公司仍有能力回归正常的盈利中枢与分红水平。假设 2021 年恢复 70% 分红率，则对应股息率为 6%，作为顶级的消费资产，当前估值依旧隐含了较强的超额回报能力，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示：

行业需求回暖不达预期，公司价格竞争力度和份额表现不及预期，公司库存去化速度慢于预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	200,024	200,508	176,853	196,004	210,219
营业收入增长率	33.33%	0.24%	-11.80%	10.83%	7.25%
净利润 (百万元)	26,203	24,697	24,902	28,092	30,980
净利润增长率	16.97%	-5.75%	0.83%	12.81%	10.28%
EPS (元)	4.36	4.11	4.14	4.67	5.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.69%	22.42%	19.54%	20.36%	20.77%
P/E	13	13	13	12	11
P/B	3.6	3.0	2.6	2.4	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 04 月 29 日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	176,853	196,004	210,219
营业成本	138,234	143,499	125,010	137,498	146,794
折旧和摊销	3,109	3,193	291	667	1,062
税金及附加	1,742	1,543	1,769	1,960	2,102
销售费用	18,900	18,310	15,740	17,444	18,499
管理费用	4,366	3,796	3,360	3,724	3,784
研发费用	6,988	5,891	5,659	5,880	6,307
财务费用	-948	-2,427	-3,096	-2,979	-3,121
投资收益	107	-227	250	260	270
营业利润	30,997	29,605	29,407	33,153	36,589
利润总额	31,274	29,353	29,682	33,463	36,899
所得税	4,894	4,525	4,601	5,187	5,719
净利润	26,379	24,827	25,082	28,277	31,180
少数股东损益	176	131	180	185	200
归属母公司净利润	26,203	24,697	24,902	28,092	30,980
EPS(按最新股本计)	4.36	4.11	4.14	4.67	5.15

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26,941	27,894	25,764	25,993	29,928
净利润	26,203	24,697	24,902	28,092	30,980
折旧摊销	3,109	3,193	291	667	1,062
净营运资金增加	17,835	-16,442	-9,001	3,304	1,523
其他	-20,207	16,447	9,573	-6,069	-3,637
投资活动产生现金流	-21,846	-11,275	-1,391	-4,259	-4,450
净资本支出	-3,831	-4,704	-4,300	-4,500	-4,700
长期投资变化	2,251	7,064	0	0	0
其他资产变化	-20,265	-13,636	2,909	241	250
融资活动现金流	2,514	-19,222	-20,467	-14,578	-16,672
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,422	-6,077	-15,944	0	0
无息负债变化	6,965	18,482	-5,928	7,640	5,713
净现金流	7,413	-2,400	3,906	7,156	8,806

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.9%	28.4%	29.3%	29.8%	30.2%
EBITDA 率	16.5%	16.2%	14.7%	15.6%	16.3%
EBIT 率	15.0%	14.6%	14.6%	15.3%	15.8%
税前净利润率	15.6%	14.6%	16.8%	17.1%	17.6%
归母净利润率	13.1%	12.3%	14.1%	14.3%	14.7%
ROA	10.5%	8.8%	9.0%	9.5%	9.9%
ROE (摊薄)	28.7%	22.4%	19.5%	20.4%	20.8%
经营性 ROIC	71.1%	91.0%	97.0%	85.0%	79.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	60%	54%	53%	52%
流动比率	1.27	1.26	1.40	1.42	1.46
速动比率	1.14	1.12	1.28	1.29	1.32
归母权益/有息债务	4.14	6.89	2718.01	2942.69	3181.27
有形资产/有息债务	10.63	16.56	5544.22	5926.34	6281.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	251,234	282,972	278,563	296,922	314,021
货币资金	113,079	125,401	129,306	136,462	145,268
交易性金融资产	1,012	955	974	994	1,014
应收账款	7,700	8,513	6,816	7,646	8,299
应收票据	35,912	28,226	26,528	29,401	31,533
其他应收款(合计)	2,554	0	354	392	420
存货	20,012	24,085	17,251	20,355	21,729
其他流动资产	17,111	23,250	23,250	23,250	23,250
流动资产合计	199,711	213,364	206,980	221,250	234,450
其他权益工具	0	4,645	4,645	4,645	4,645
长期股权投资	2,251	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	18,374	19,122	22,768	26,216	29,507
在建工程	1,664	2,431	2,483	2,555	2,610
无形资产	5,205	5,306	5,496	5,684	5,867
商誉	52	326	326	326	326
其他非流动资产	9,859	15,372	15,372	15,372	15,372
非流动资产合计	51,523	69,608	71,583	75,672	79,571
总负债	158,519	170,925	149,052	156,692	162,405
短期借款	22,068	15,944	0	0	0
应付账款	38,987	41,657	36,253	39,875	42,570
应付票据	10,835	25,285	22,502	24,750	26,423
预收账款	9,792	8,226	8,843	9,800	10,511
其他流动负债	63,677	68,609	68,609	68,609	68,609
流动负债合计	157,686	169,568	147,678	155,299	160,992
长期借款	0	47	47	47	47
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	297	382	382	382	382
非流动负债合计	833	1,356	1,375	1,394	1,413
股东权益	92,715	112,048	129,511	140,230	151,616
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,593	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	81,940	93,795	111,477	122,012	133,198
归属母公司权益	91,327	110,154	127,436	137,971	149,157
少数股东权益	1,388	1,894	2,074	2,259	2,459

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.45%	9.13%	8.90%	8.90%	8.80%
管理费用率	2.18%	1.89%	1.90%	1.90%	1.80%
财务费用率	-0.47%	-1.21%	-1.75%	-1.52%	-1.48%
研发费用率	3.49%	2.94%	3.20%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.50	1.20	2.92	3.29	3.89
每股经营现金流	4.48	4.64	4.28	4.32	4.97
每股净资产	15.18	18.31	21.18	22.93	24.79
每股销售收入	33.25	33.33	29.40	32.58	34.94

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	13	13	13	12	11
PB	3.6	3.0	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.4	8.0	9.0	7.5	6.6
股息率	2.7%	2.2%	5.3%	6.0%	7.0%

## 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, 也不, 也将不会与本报告中的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见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版权所有。保留一切权利。

## 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