

## 辩证看待公司体制和治理结构优劣势

格力电器 (000651.SZ)

推荐

### 1. 事件:

格力召开股东大会, 选定第九届董事会成员, 除周少强外, 其余五名董事和三名独立董事顺利当选。

### 2. 我们的分析和判断

(一) 本次股东大会投票有三点给人留下深刻印象。

(1) 中小股东的现场投票率非常高。所持有表决权的股份总数占到了公司有表决权总股份的 66.34%, 扣除大股东及其一致行动人, 其他股东投票率接近 60%。

(2) 大股东珠海市国资委推荐的董事候选人, 已经任命为珠海格力集团党委书记、总裁的董事候选人周少强, 以 36.6% 的得票率, 落选格力电器董事会董事。应该说在累积投票制下属于小概率事件, 其成因值得深思。很重要的原因在于中小股东对当前管理层非常信任, 而这种信任来自于两个方面: 一方面企业经营得好, 另一方面在过往历史上充分考虑了广大中小股民的利润, 让大家赚过钱。不曾因为达不到陈述目标而让大家亏钱, 每次增发的价格也都非常公道, 让参与增发的人都赚了钱, 只有为中小股东创造了价值才会形成广泛而坚定的支持者。

(3) 股东耶鲁大学、鹏华基金管理有限公司联合推荐 1 名候选人冯继勇, 这是 A 股市场难得一见的, 该候选董事也顺利当选。

(二) 辩证看待公司体制和治理结构优劣势, 我们认为当前状态下应该给予估值溢价。我们常常会讲格力的国有体制在家电这个高度竞争的行业有局限性, 治理结构有隐忧。但是从这次投票过程和结果来看, 我们应该重新辩证来看治理结构的优劣。在特定背景下, 有时候治理结构的优劣并非一成不变的。我们以为, 目前格力的治理结构恰恰是在体现它优的一面。由此延伸, 应该给这种治理结构优的一面给予估值溢价。市盈率至少应该提高一倍。

(三) 此次事件, 应该说不是一个句号, 而是一个逗号。

(四) 我们以为, 促进治理结构优化还应该包括员工的参与, 特别是国有企业。

(五) 科技发展为核心的经营理念不变, 2012 年千亿目标不变。

朱总领导格力二十多年发展中, 留给格力最重要的财富就是科技创新。朱总所倡导的务实稳健、专业精细等工业精神已经深入到企业文化中, 成为公司的核心价值观, 新一任领导层将会秉承核心经营理念。

董总提出 2012 年实现千亿目标, 目前经营增长势头良好, 公司对千亿目标有充足信心。同时原材料价格下降改善盈利水平, 预计 2012 年收入有望超千亿, 利润增三成。

### 3. 投资建议

2012 年公司在销量增长、均价提升以及盈利水平提升后, 在规模和盈利上都有望再超预期。暂不考虑补贴影响, 预计公司 2012/2013 年收入分别为 1009 亿、1167 亿; 净利润分别为 67.9 亿和 81.6 亿元, 同比分别增长 29.6% 和 20.3%, 约合 EPS 分别为 2.26 元、2.71 元。目前股价对应 2012 年 10 倍估值, 给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 原材料价格大幅波动, 下游需求增长不足。

### 分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

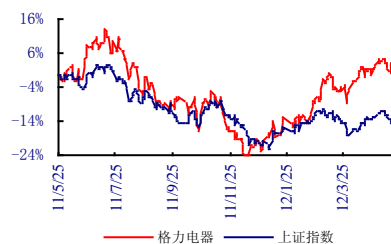
(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2012.05.25

A 股收盘价(元)	21.73
A 股一年内最高价(元)	24.61
A 股一年内最低价(元)	16.16
上证指数	2333.55
市净率	3.71
总股本(万股)	300786.54
实际流通 A 股(万股)	296999.10
限售的流通 A 股(万股)	3787.44
流通 A 股市值(亿元)	645.38

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

## 一、本次股东大会投票有三点给人留下深刻印象

### （一）中小股东的现场投票率非常高。

所持有表决权的股份总数占到了公司有表决权总股份的 66.34%，扣除大股东及其一致行动人，其他股东投票率接近 60%。

### （二）大股东珠海市国资委推荐的董事候选人，已经任命为珠海格力集团党委书记、总裁的董事候选人周少强，以 36.6% 的得票率，落选格力电器董事会董事。

周总落选，应该说在累积投票制下属于小概率事件，其成因值得深思。

事实上 A 股上市公司中一股独大状况普遍存在，因为历史的、文化的原因。大股东普遍较少顾及中小股东的利益，中小股东要么无所谓，要么选择用脚投票，又或者少数人参与了，但是同盟军少，起不到应有的作用。

本次中小股东愿意到现场投票体现自己的意志，也达到了预想的目的，非常罕见。实际上这需要满足非常多的前提条件才能得以实现。

（1）大股东及其一致行动人持股比例太低，只有 18.2%，但又派出 6 位候选董事中的 4 位，在累积投票制下很难全部确保。

（2）家电行业属于竞争激烈的行业，大家非常看重核心管理层的对企业发展的影响力，很多中小股东对格力换届这件事很看重。

（3）中小股东对目前的管理层充分信任。而对于缺乏家电行业经营管理经验，甚至缺乏任何实业工作经验的周少强明显缺乏信任。周进入董事会，并可能担任要职会给公司经营带来重大不确定性，因此遭到了各方面的质疑。

（4）股东对当前管理层的信任来自于两个方面，一方面企业经营得好，另一方面在过往历史上充分考虑了广大中小股民的利润，让大家赚过钱。过去很多年，公司业绩优秀，分红率也不低，比较注重管理市场预期，不曾因为达不到陈述目标而让大家亏钱，每次增发的价格也都非常公道，让参与增发的人都赚了钱，只有为中小股东创造了价值才会形成广泛而坚定的支持者。

（5）格力从一个边陲小厂发展壮大到今天这样的规模、影响力来之不易，今天公司正朝着世界级企业的方向在发展，各方不应把它当作资源去抢占，而应该把它当作世界级企业去呵护。我想部分机构者积极主动去投票也包括有这样一种心态。

### （三）股东耶鲁大学、鹏华基金管理有限公司联合推荐 1 名候选人冯继勇，这是 A 股市场难得一见的，该候选董事也顺利当选。

## 二、辩证看待公司体制和治理结构优劣势，我们认为当前状态下应该给予估值溢价。

我们常常会讲格力的国有体制在家电这个高度竞争的行业有局限性，治理结构有隐忧。但是从这次投票过程和结果来看，我们应该重新辩证来看治理结构的优劣。在特定背景下，有时候治理结构的优劣并非一成不变的。我们以为，目前格力的治理结构恰恰是在体现它优的一面。由此延伸，应该给这种治理结构优的一面给予估值溢价。市盈率至少应该提高一倍。

如果落实到未来预期上，下一个阶段，公司会表现出更高的凝聚力，更强的市场竞争力，更高的收入利润增长。

## 三、此次事件，应该说不是一个句号，而是一个逗号。

大股东对此事的后续反应也是我们需要持续跟踪的。

## 四、我们以为，促进治理结构优化还应该包括员工的参与，特别是国有企业。

从国资系统直接空降没有产业经验的高管到本身经营非常好又身处竞争激烈的公司，广大员工能够认同和支持吗？对于一个高度竞争的产业，没有员工的广泛认同和支持，公司的竞争力必然会受到影响。

### 附言：

作为一名家电行业分析师，一直跟踪格力，对这样优秀的公司也是充满感情的，对公司管理层，特别是对公司的领军人物朱总、董总充满了敬仰。虽然研究报告并不是表达敬意的合适地方，但是在公司创始人、董事长朱江洪离开公司的时候，我仍然想通过这个有限的“话筒”表达我由衷的敬意。

## 五、盈利预测及估值

2012 年公司在增发完成后，进一步补充资本金。从 2012 年开年情况看，公司在销量增长、均价提升以及盈利水平提升后，在规模和盈利上都有望再超预期。暂不考虑补贴影响，预计公司 2012/2013 年收入分别为 1009 亿、1167 亿，同比分别增长 20.7%和 18.6%；净利润分别为 67.9 亿和 81.6 亿元，同比分别增长 29.6%和 20.3%，约合 EPS 分别为 2.26 元、2.71 元。目前股价对应 2012 年 10 倍估值，给予“推荐”评级。

**表 1: 盈利预测表 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	60,807	83,517	100,879	119,673
其中: 营业收入	60,431	83,155	100,352	119,018
营业收入增长率	42.3%	37.6%	20.7%	18.6%
利息收入及其它	376	362	527	655
二、营业总成本	58,191	79,008	93,227	110,029
其中: 营业成本	47,409	68,132	79,489	93,976
毛利率(简单测算)	21.5%	18.1%	20.8%	21.0%
利息支出、手续费、佣金	65	18.08	62	96
营业税金及附加	539	498	918	1089
销售费用	8410	8050	10138	11824
销售费用率	13.8%	9.6%	10.1%	9.9%
管理费用	1978	2783	2928	3401
管理费用率	3.3%	3.3%	2.9%	2.8%
财务费用	-309	-453	-408	-467
资产减值损失	100	-21	100	110
加: 公允价值变动收益	69	-58	50	65
投资收益及其它	62	91	50	40
汇兑收益	0	0	0	
三、营业利润	2,747	4,542	7,752	9,748
加: 营业外收入	2,353	1846	480	120
减: 营业外支出	44	60	50	30
四、利润总额	5,056	6,329	8,182	9,838
减: 所得税费用	753	1031	1350	1623
综合所得税率	14.9%	16.9%	16.5%	16.5%
五、净利润	4,303	5,297	6,832	8,215
归属于母公司净利润	4,276	5,237	6,788	8,163
净利润率	7.0%	6.3%	6.7%	6.8%
少数股东损益	28	60	44	52
少数股东损益占比	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
六、总股本	3,008	3,008	3,008	3,008
七、按期末股数简单每股收益:	1.42	1.74	2.26	2.71
净利润增长率	46.8%	22.5%	29.6%	20.3%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁浩然，行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)