

# 格力电器 (000651)

## 强烈推荐

行业：空调

### 收购银隆进军新能源汽车和储能，多元化战略重要布局

空调行业去库存取得显著成效，收购银隆（钛酸锂路线）进入纯电动客车领域。

#### 投资要点：

- ✧ **交易方案**：首先拟发行股份收购珠海银隆新能源 100%股权、总对价 130 亿元，其次非公开发行募集配套资金不超过 97 亿元、全部用于珠海银隆项目建设；发行价格为 15.57 元/股，合计总发行股份 14.58 亿股。
- ✧ **业绩承诺**：2016-2018 年实际净利润（经审计的扣非经常性损益，新能源汽车国家和地方政府补贴为经常性损益）不低于 7.2 亿、10 亿和 14 亿元；收购估值分别对应 2016-18 年 18.1、13.0 和 93 倍 PE。
- ✧ **钛酸锂电池具有特定优势**。以纳米化钛酸锂为负极材料组成的锂离子电池；在纯电动公交车领域，与传统磷酸铁锂电池比较，在耐宽温性、安全性、循环寿命和快充快放上均有显著优势，目前的不足主要体现在能量密度上。
- ✧ **银隆营收主要来自纯电动客车**。2015 年和 2016 上半年银隆分别实现销售收入 38.6 亿和 24.8 亿元，净利润分别为 4.2 亿和 3.8 亿元，其中纯电动客车销售占比分别为 96%和 89%（分别销售了 2996 辆和 1507 辆）。
- ✧ **上半年：核心业务空调营收基本持平，毛利率大幅提高**。1-6 月公司主营收入 491.8 亿元，同比下滑 1.9%；营业利润 72.7 亿元，同比增长 10.3%；归属母公司净利润 64 亿元，同比增长 11.9%；主营毛利率 35.7%，同比提高 7.6 个百分点；每股收益 1.06 元。分看品种：空调实现营收 491.8 亿，基本持平，毛利率 40.35%，同比大幅提高 9.1 个百分点；生活电器实现营收 7.7 亿，略有下滑，毛利率 20%。
- ✧ **给予“强烈推荐”评级，目标价 25.9 元**。1、暂不合并银隆，预测 2016-18 年净利润 141、166 和 184 亿，每股收益 2.34、2.76 和 3.06 元。2、假设增发合并银隆：银隆 2016 年净利润按照业绩承诺 7.2 亿，分别给予格力现有业务和珠海银隆 12.2 和 30 倍 PE，合计估值 1936 亿，对应增发摊薄后 25.9 元/股。
- ✧ **风险提示**：收购审批风险，钛酸锂专利授权、新能源汽车政策变动等风险

#### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 100564 | 106998 | 119189 | 132827 |
| 收入同比(%)   | -28%   | 6%     | 11%    | 11%    |
| 归属母公司净利润  | 12532  | 14100  | 16620  | 18412  |
| 净利润同比(%)  | -11%   | 13%    | 18%    | 11%    |
| 毛利率(%)    | 34.4%  | 36.1%  | 35.8%  | 35.5%  |
| ROE(%)    | 26.4%  | 26.9%  | 26.8%  | 25.6%  |
| 每股收益(元)   | 2.08   | 2.34   | 2.76   | 3.06   |
| P/E       | 8.51   | 7.56   | 6.41   | 5.79   |
| P/B       | 2.24   | 2.04   | 1.72   | 1.48   |
| EV/EBITDA | 2      | 2      | 1      | 1      |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

#### 作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25.9 元

当前股价： 17.72

评级调整： 维持

#### 基本资料

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 6,016 |
| 流通股本(百万股) | 5,972 |
| 总市值(亿元)   | 1,066 |
| 流通市值(亿元)  | 1,058 |
| 成交量(百万股)  | --    |
| 成交额(百万元)  | --    |

#### 股价表现



#### 相关报告

## 一、2016 上半年：核心业务空调营收基本持平，毛利率大幅提高

2016 上半年，格力主营收入 491.8 亿元，同比下滑 1.9%；营业利润 72.7 亿元，同比增长 10.3%；归属母公司净利润 64 亿元，同比增长 11.9%（扣非 70.5 亿，同比 +35.3%）；主营毛利率 35.7%，同比提高 7.6 个百分点；每股收益 1.06 元。

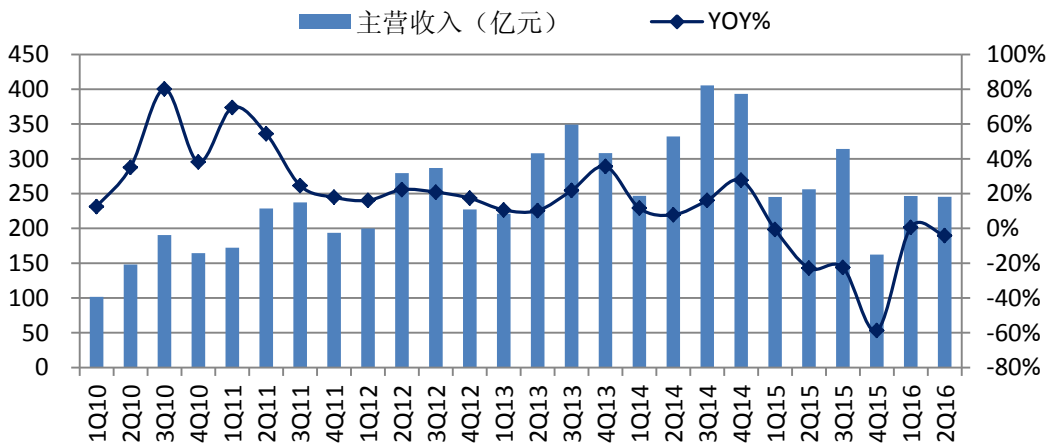
核心业务空调：实现营收 491.8 亿，基本持平，毛利率 40.35%，同比大幅提高 9.1 个百分点。生活电器实现营收 7.7 亿，略有下滑，毛利率 20%。

表 1 2016 年上半年主营结构

| (百万元) | 营收        | YOY%   | 毛利率%   | YOY(百分点) |
|-------|-----------|--------|--------|----------|
| 空调    | 41,981.96 | -0.02% | 40.35% | 9.06%    |
| 生活电器  | 768.41    | -2.50% | 20.00% | -8.08%   |

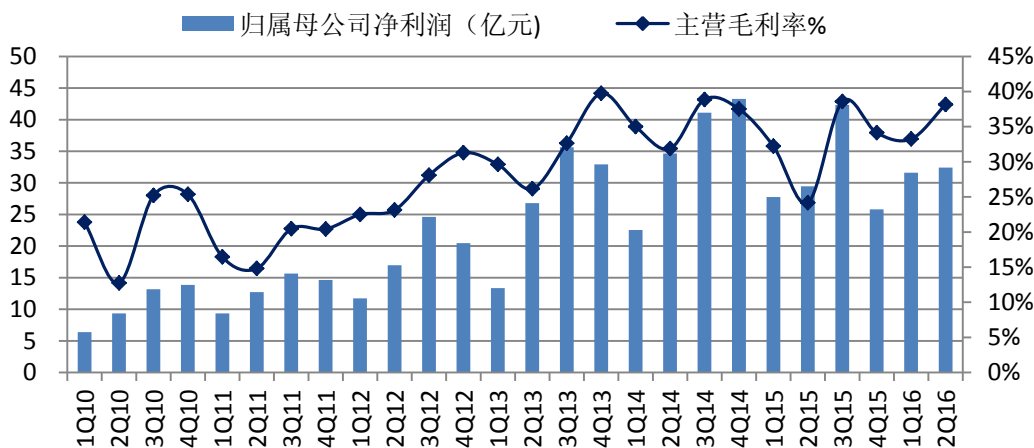
资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 1 公司主营收入季度变动趋势（截至 2Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 2 公司净利润和毛利率变动趋势（截至 2Q16）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 二、收购珠海银隆：进军新能源汽车和储能领域，多元化战略重要布局

### 1. 交易方案及业绩承诺

**交易分为两个部分：**第一，拟发行股份收购珠海银隆新能源 100% 股权，总对价 130 亿元；第二，拟向格力集团、格力电器员工持股计划、银通投资集团等 8 名特定投资者非公开发行募集配套资金不超过 97 亿元。发行价格为 15.57 元/股（2015 年年度分红调整后），合计总发行股份 14.58 亿股。

表 2 交易方案

|                | 交易金额（亿元） | 发行价格（元/股） | 发行股份（万股）  |
|----------------|----------|-----------|-----------|
| 收购珠海银隆 100% 股权 | 130      | 15.57     | 83493.90  |
| 募集配套资金         | 97       | 15.57     | 62299.29  |
| 合计             | 227      | --        | 145793.19 |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**配套募集资金用途：**全部用于珠海银隆项目建设，主要有河北银隆 14.6 亿 AH 锂电池项目、石家庄中博汽车搬迁改造扩能项目和河北广通项目等。

表 3 珠海银隆业绩承诺及收购估值

| （万元） | 项目                       | 总投资       | 募集配套资金  |
|------|--------------------------|-----------|---------|
| 1    | 河北银隆 14.62 亿 AH/年锂电池生产线  | 628,387   | 624,639 |
| 2    | 石家庄中博搬迁改造扩能(二期)          | 113,467   | 113,117 |
| 3    | 河北银隆 200MWH/年储能模组基地      | 32,344    | 32,344  |
| 4    | 河北广通 32000 辆/年纯电动专用车改装基地 | 183,405   | 153,405 |
| 5    | 珠海银隆总部研发中心               | 46,493    | 46,493  |
|      | 合计                       | 1,004,098 | 970,000 |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**业绩承诺：**2016-2018 年实际净利润（经审计的扣非经常性损益，新能源汽车国家和地方政府补贴为经常性损益）不低于 7.2 亿、10 亿和 14 亿元。按照 130 亿的总对价，收购估值分别对应 2016-18 年 18.1、13.0 和 9.3 倍 PE。

表 4 珠海银隆业绩承诺及收购估值

|           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 业绩承诺（亿元）  | 7.2    | 10     | 14     |
| 收购对应估值 PE | 18.1   | 13.0   | 9.3    |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

### 2. 钛酸锂技术及珠海银隆业绩：产品主要应用于新能源大巴

钛酸锂电池是以纳米化钛酸锂为负极材料组成的锂离子电池，具有耐宽温、高安全性、长寿命、高功率密度和大电流充放等优点，非常适合新能源大巴和储能系统。

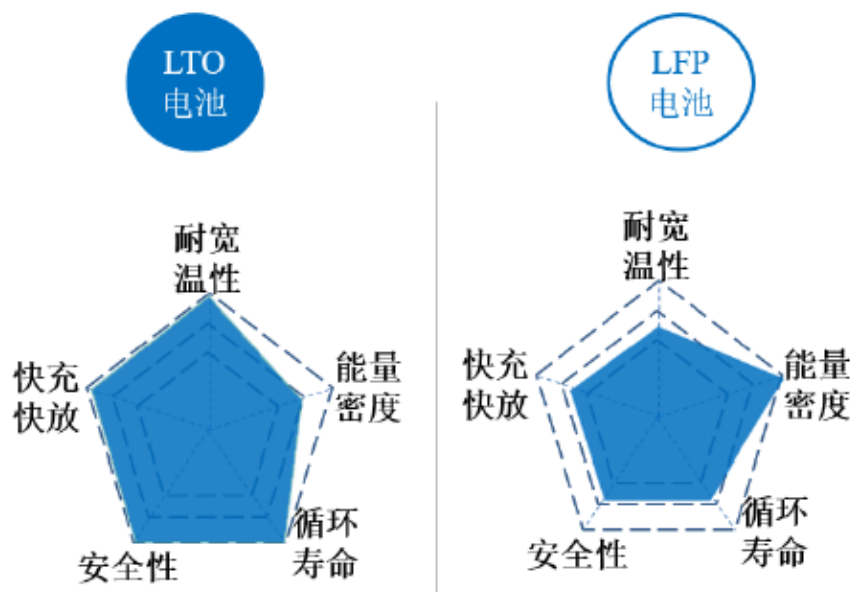
表 5 钛酸锂电池特点

| 特点    | 描述                           |
|-------|------------------------------|
| 耐宽温   | 具备-50~+60 摄氏度的充放电能力          |
| 高安全性  | 钛酸锂与电解液之间的反应活性较低，几乎不生成 SEI 膜 |
| 长寿命   | 可以实现完全充放电循环 25000 次          |
| 高功率密度 | 可以达到超级电容的功率                  |
| 快速充电  | 满功率双向情况下充放电仅需 6 分钟           |

资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

在纯电动公交车领域，与传统的磷酸铁锂电池比较，在耐宽温性、安全性、循环寿命和快充快放上均有显著优势，目前的不足主要体现在能量密度上。

图 3 钛酸锂电池和磷酸铁锂电池对比（纯电动公交车使用）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**珠海银隆业绩：**目前银隆营收主要来自纯电动客车销售，2015 年和 2016 上半年银隆分别实现销售收入 38.6 亿和 24.8 亿元，净利润分别为 4.2 亿和 3.8 亿元，其中：纯电动客车销售占比分别为 96%和 89%（分别销售了 2996 辆和 1507 辆）。

表 6 珠海银隆业绩和新能源大巴销量

| (万元)           | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1-6 月 |
|----------------|---------|---------|--------------|
| 营业收入           | 34,770  | 386,185 | 248,417      |
| 净利润            | -26,577 | 41,602  | 37,727       |
| 净利润率%          | --      | 10.8%   | 15.2%        |
| 纯电动客车销量 (辆)    | 111     | 2996    | 1507         |
| 纯电动客车销售收入      | 18,329  | 371,030 | 221,495      |
| 纯电动客车单价 (万元/辆) | 165     | 124     | 147          |
| 纯电动车营收占比%      | 52.7%   | 96.1%   | 89.2%        |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**银隆全产业链布局：**目前银隆业务主要划分为钛酸锂负极材料、钛酸锂电池、电机电控、新能源汽车、储能和充电设施，实现全产业链布局，分别由北方奥钛、珠海银隆/河北银隆、珠海广通/石家庄中博和银隆电器负责。

**图 4 银隆全产业链布局及主体公司**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 三、估值分析：假设增发合并银隆后，目标价 25.9 元/股

选择白电龙头美的集团和青岛海尔作为比较，估值均值对应 2016 年 12.2 倍 PE。

**表 7 可比公司估值（Wind 一致预期）**

| 代码     | 简称   | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | 净利润 (百万元) |        |        | EPS  |      |      | PE   |      |      |
|--------|------|------------|--------------|-----------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|
|        |      |            |              | 15        | 16E    | 17E    | 15   | 16E  | 17E  | 15   | 16E  | 17E  |
| 000333 | 美的集团 | 27.47      | 176,493      | 12,707    | 14,702 | 17,131 | 1.98 | 2.29 | 2.67 | 13.9 | 12.0 | 10.3 |
| 600690 | 青岛海尔 | 10.35      | 63,110       | 4,301     | 5,112  | 6,279  | 0.71 | 0.84 | 1.03 | 14.7 | 12.3 | 10.1 |
| 中值     |      | --         | --           | --        | --     | --     | --   | --   | --   | 14.3 | 12.2 | 10.2 |

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部（9月1日收盘价）

**假设增发完成，合并银隆：**格力目前业务 2016 年预测净利润为 141 亿元，假设银隆按照业绩承诺为 7.2 亿元，分别给予 12.2 和 30 倍 PE，合计估值为 1936 亿元，对应增发后总股本（60.157+14.579=74.736 亿股）折合 25.9 元/股。

**表 8 格力每股价值预估（假设增发完成，合并银隆）**

| (亿元)   | 2016 年净利润 | PE   | 对应价值 |
|--------|-----------|------|------|
| 格力现有业务 | 141       | 12.2 | 1720 |
| 银隆     | 7.2       | 30   | 216  |
| 合计     |           |      | 1936 |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 120949 | 116579 | 128412 | 141786 |
| 现金             | 88820  | 82226  | 90533  | 99598  |
| 应收账款           | 2879   | 4547   | 5066   | 5645   |
| 其它应收款          | 254    | 455    | 507    | 565    |
| 预付账款           | 848    | 684    | 765    | 856    |
| 存货             | 9474   | 10156  | 11359  | 12714  |
| 其他             | 18674  | 18511  | 20184  | 22408  |
| <b>非流动资产</b>   | 40749  | 31323  | 33182  | 34373  |
| 长期投资           | 95     | 95     | 95     | 95     |
| 固定资产           | 15432  | 19074  | 20357  | 21405  |
| 无形资产           | 2656   | 2656   | 2656   | 2656   |
| 其他             | 22565  | 9498   | 10074  | 10216  |
| <b>资产总计</b>    | 161698 | 147902 | 161594 | 176159 |
| <b>流动负债</b>    | 112625 | 94199  | 98188  | 102520 |
| 短期借款           | 6277   | 5000   | 5000   | 5000   |
| 应付账款           | 24794  | 20517  | 22947  | 25685  |
| 其他             | 81554  | 68682  | 70241  | 71835  |
| <b>非流动负债</b>   | 506    | 197    | 218    | 226    |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 506    | 197    | 218    | 226    |
| <b>负债合计</b>    | 113131 | 94396  | 98405  | 102745 |
| 少数股东权益         | 1045   | 1146   | 1256   | 1378   |
| 股本             | 6016   | 6016   | 6016   | 6016   |
| 资本公积           | 186    | 186    | 186    | 186    |
| 留存收益           | 41237  | 46396  | 55967  | 66068  |
| 归属母公司股东权益      | 47521  | 52361  | 61932  | 72036  |
| <b>负债和股东权益</b> | 161698 | 147902 | 161594 | 176159 |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2015  | 2016E  | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 44378 | 7143   | 16468 | 18269 |
| 净利润            | 12624 | 14200  | 16731 | 18534 |
| 折旧摊销           | 1318  | 1403   | 1717  | 1951  |
| 财务费用           | -1929 | -1849  | -1889 | -2106 |
| 投资损失           | -97   | 965    | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 32374 | -18314 | 350   | -102  |
| 其它             | 88    | 10738  | -441  | -7    |
| <b>投资活动现金流</b> | -4713 | -2833  | -3000 | -3000 |
| 资本支出           | 2885  | 2978   | 3000  | 3000  |
| 长期投资           | -1883 | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | -3711 | 145    | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -7683 | -10904 | -5161 | -6204 |
| 短期借款           | 2698  | -1277  | 0     | 0     |
| 长期借款           | -2259 | 0      | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 3008  | 0      | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -3005 | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | -8124 | -9628  | -5161 | -6204 |
| <b>现金净增加额</b>  | 33859 | -6594  | 8307  | 9066  |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 100564 | 106998 | 119189 | 132827 |
| 营业成本            | 66017  | 68391  | 76489  | 85616  |
| 营业税金及附加         | 752    | 802    | 894    | 996    |
| 营业费用            | 15506  | 17057  | 18763  | 20639  |
| 管理费用            | 5049   | 5655   | 6333   | 7093   |
| 财务费用            | -1929  | -1849  | -1889  | -2106  |
| 资产减值损失          | 86     | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益        | -1010  | -237   | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 97     | -965   | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 13516  | 15740  | 18600  | 20590  |
| 营业外收入           | 1404   | 966    | 1082   | 1212   |
| 营业外支出           | 11     | 0      | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>     | 14909  | 16706  | 19682  | 21802  |
| 所得税             | 2286   | 2506   | 2952   | 3270   |
| <b>净利润</b>      | 12624  | 14200  | 16731  | 18534  |
| 少数股东损益          | 91     | 100    | 110    | 122    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 12532  | 14100  | 16620  | 18412  |
| EBITDA          | 12905  | 15294  | 18428  | 20435  |
| EPS (元)         | 2.08   | 2.34   | 2.76   | 3.06   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | -28.2% | 6.4%   | 11.4%  | 11.4%  |
| 营业利润            | -16.0% | 16.5%  | 18.2%  | 10.7%  |
| 归属于母公司净利润       | -11.5% | 12.5%  | 17.9%  | 10.8%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 34.4%  | 36.1%  | 35.8%  | 35.5%  |
| 净利率             | 12.5%  | 13.2%  | 13.9%  | 13.9%  |
| ROE             | 26.4%  | 26.9%  | 26.8%  | 25.6%  |
| ROIC            | -22.0% | -42.0% | -51.8% | -59.1% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 70.0%  | 63.8%  | 60.9%  | 58.3%  |
| 净负债比率           |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.07   | 1.24   | 1.31   | 1.38   |
| 速动比率            | 0.99   | 1.13   | 1.19   | 1.26   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.63   | 0.69   | 0.77   | 0.79   |
| 应收账款周转率         | 31     | 24     | 21     | 21     |
| 应付账款周转率         | 2.56   | 3.02   | 3.52   | 3.52   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 2.08   | 2.34   | 2.76   | 3.06   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 7.38   | 1.19   | 2.74   | 3.04   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.90   | 8.70   | 10.30  | 11.97  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 8.51   | 7.56   | 6.41   | 5.79   |
| P/B             | 2.24   | 2.04   | 1.72   | 1.48   |
| EV/EBITDA       | 2      | 2      | 1      | 1      |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李超，南京大学硕士研究生，在富士通（中国）通信业务部门任职多年，2008 年加入中投证券研究总部，先后从事交通运输、电子和家电行业研究；

孙佳骏，上海外国语大学金融学硕士，2016 年加入中投证券研究总部，从事家电行业研究。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434