

格力电器 (000651) \ 家用电器

——大型家电股获深港通巨资青睐

事件:

深港通开通两周以来,格力电器有8天为深股通最大买入股,买入总额高达34.14亿元;美的集团获买入19亿元。

投资要点:

- 公司价值凸显获深港通巨资买入认可
- 空调行业处于继续反转中
- 格力仍占据空调行业的龙头地位
- 格力电器进军新领域的预期仍在
- 风险提示
原材料成本上涨、行业价格战、销售市场滑坡

投资建议: **推荐**

当前价格: 24.16 元

目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,016/5,972
流通 A 股市值 (百万元)	149,239
每股净资产 (元)	8.27
资产负债率 (%)	72.01
一年内最高/最低 (元)	31.32/16.53

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号: S05905101240001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	137,750.36	97,745.14	101,654.94	106,229.42	111,540.89
增长率 (%)	16.12%	-29.04%	4.00%	4.50%	5.00%
EBITDA (百万元)	17,088.16	15,541.25	16,395.75	17,046.93	17,686.90
净利润 (百万元)	14,155.17	12,532.44	13,993.31	14,828.66	15,670.47
增长率 (%)	30.21%	-11.46%	11.66%	5.97%	5.68%
EPS (元/股)	2.35	2.08	2.33	2.46	2.60
市盈率 (P/E)	10.62	12.00	10.74	10.14	9.59
市净率 (P/B)	3.40	3.16	2.71	2.36	2.07
EV/EBITDA	4.29	9.10	10.94	7.63	9.52

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

1. 公司价值凸显获深港通巨资买入认可

自深港通开通 2 周以来，格力电器有 8 天为买入最多股，港资总计买入额高达 34.14 亿元，不仅表明公司的投资价值深得国际资本认可，而且也相当程度上对冲了个别保险机构退出预期的冲击。

香港市场充斥着大量低估值的股票，可以说整体估值远高于港股的深圳股市并不具备估值优势，但格力却是一个显著的例外，按过去 4 个季度业绩计算的 PE(TTM) 仅 10 倍，大约位于沪深市场估值最低的第 40 名，估值比它低的仅有部分金融和公用事业股，在制造业股票里面格力估值属于最低的前 5 名之列。

从国际比较角度看，欧美大型的家电上市公司已经较少，我们以美国家电大型上市公司惠而浦为例，该公司过去 5 年收入复合增长率 2.6%、利润复合增长率 4.8%，5 年平均 PE 高达 16 倍，最新 PE14 倍。而格力过去 5 年（2011-2015 年）的收入增长 17.5%、利润增长了 140%，增长率远超惠而浦，可以说，按惠而浦的估值水平，格力目前低估了 40%。再考虑到格力电器高达 13%的净利率和五年平均 6.09%的高股息率，则格力电器突出的投资价值才是香港投资者巨资认同的根本原因。

2. 空调行业处于继续反转中

今年空调业的显著特点是不仅内销出货量在下半年大幅增长，出口市场也同步增长，这是多年来少有的现象。产业在线发布的最新数据显示，2016 年 9 月家用空调生产 894.6 万台，同比增长 40.6%，销售 857.51 万台，同比增长 30.1%。其中，内销出货 614.04 万台，同比增长 36.8%；出口 243.47 万台，同比增长 16%。

2016 年 1-10 月份累计出口 4177.39 万台，同比增长 13%。其中 10 月份中国家用空调出口非洲同比增长 59.7%，南非是进口中国家用空调最大的国家，共进口 11.8 万台，同比增长 186%。出口欧洲更是持续大幅度增长，1-10 月份累计同比增长 105.8%。出口亚洲同比增长 16.3%，其中 10 月份同比增长 17.5%。日本是进口中国家用空调最大的亚洲国家。而对北美洲、大洋洲和拉丁美洲市场的出口处于下滑趋势。

从价格方面看，2016 年上半年国内空调均价 3503 元，同比增长 0.8%，且自 3 月至今空调价格持续回升，表明今年空调价格战总体趋于缓和，尤其是新品与中高端产品的价格持续稳定。其原因主要一是龙头企业经营策略的主动调整，二是产品结构升级，1 级能效、2 级能效产品销售占比从 2015 年的 40.4%增加到今年上半年的 49.3%；智能空调市场占比从 2015 年的 8%上升到今年上半年的 16.1%。另外原材料价格的上涨也在相当程度上抑制了空调业的价格战，我们预计空调业均价在成本推动下明年仍将持续提高，空调企业的利润率不会受到明显的成本影响。

3. 格力仍占据空调行业的龙头地位

格力电器今年前 9 个月实现营业收入和净利润分别为 824.29 亿元、112.29 亿

元，分别同比增长 1.11%、12.82%。销售毛利率达 34%，净利率达 13.7%，是大型制造类企业中高净利率记录的创造者。从中怡康统计结果看，格力空调从 6 月份开始进入增长反转期，其中 6 月份空调内销零售量增长 26.81%；零售额同比增长 31.66%。根据《日本经济新闻》发布的《2015 年全球主要商品与服务市场份额调查》数据，格力电器以占有率 23.1%位列第一，出货量超过 1.7 亿台。根据奥维云网 12 月 7 日发布的线下空调零售风云榜，格力电器线下份额高达 38.4%，具有显著的份额优势，公司仍牢牢占据空调行业的龙头地位。因此，公司将得益于整个行业的持续好转。

4. 格力电器进军新领域的预期仍在

根据市场调查机构的调查，中国国内市场去年出货量 6288 万台，已较为接近国内市场容量的天花板，而国际空调市场也容不下中国空调的巨大产能。因此，继续固守空调市场固然盈利很好，但将失去增长。因此，家电巨头们纷纷跨界收购，或收购国外同类公司占据海外市场，或收购新兴产业进入新领域，如同海尔、美的所做的那样。在这样的外部压力下，格力电器别无选择，只有通过并购走向新领域。随着保险机构举牌压力的消除，未来公司进军新领域的预期仍在。

5. 盈利预测与投资结论

在空调行业持续反转的背景下，我们预计公司空调主业将走出 2015 年下跌的泥潭，重新恢复增长，但在行业天花板的大背景下由于高基数效应，增速将低至 5% 左右；在原材料成本大涨的背景下，我们假设公司可通过局部涨价局部转移成本压力，但毛利率将难以大幅上升，而维持在 33% 左右的水平。则根据模型测算，我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别是 2.33 元、2.46 元、2.6 元，当前股价的 2017 年动态估值水平低于 10 倍，据此我们认为格力电器有足够的边际安全，加之潜在的跨界并购预期，故给予推荐评级。

6. 风险提示

原材料成本上涨、行业价格战、销售市场滑坡。

图表：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	53,739.2	93,591.0	91,489.4	106,592.	100,386.	营业收入	137,750.	97,745.	101,654.	106,229.	111,540.
应收账款+票据	53,522.5	18,013.0	56,007.5	21,343.9	59,875.1	营业成本	88,022.1	66,017.	68,108.8	71,173.7	74,732.3
预付账款	1,591.49	847.93	1,694.37	962.33	1,827.21	营业税金及附加	1,362.42	751.89	781.97	817.16	858.02
存货	8,599.10	9,473.94	10,262.0	10,362.0	11,293.2	营业费用	28,890.0	15,506.	16,126.6	16,852.2	17,694.9
其他	558.38	1,684.83	1,684.83	1,684.83	1,684.83	管理费用	4,818.17	5,048.7	4,389.23	4,586.75	4,816.09
流动资产合计	118,010.	124,610.	162,138.	141,945.	176,067.	财务费用	-942.24	-1,928.8	-2,110.92	-2,431.4	-2,788.5
长期股权投资	92.21	95.46	95.46	95.46	95.46	资产减值损失	398.42	86.32	225.71	225.71	225.71
固定资产	14,947.0	15,453.8	15,688.4	13,878.2	12,067.9	公允价值变动收	-1,381.5	-1,010.3	0.00	100.00	100.00
在建工程	1,254.35	2,044.84	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-3.60	3.25	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,480.29	2,656.14	2,596.86	2,537.58	2,478.30	其他	1,544.95	2,166.5	1,544.80	1,544.80	1,544.80
其他非流动资产	9,120.65	11,734.0	11,675.8	11,617.5	11,559.3	营业利润	15,361.2	13,422.	15,678.3	16,650.0	17,647.0
非流动资产合计	27,894.5	31,984.3	30,056.5	28,128.8	26,201.0	营业外净收益	1,391.17	1,486.6	895.11	895.11	895.11
资产总计	145,905.	156,595.	192,194.	170,074.	202,268.	利润总额	16,752.4	14,909.	16,573.4	17,545.1	18,542.2
短期借款	3,578.77	6,276.66	38,546.7	0.00	27,367.3	所得税	2,499.48	2,285.6	2,486.02	2,616.78	2,766.33
应付账款+票据	33,666.9	32,221.9	26,429.4	34,861.2	29,493.9	净利润	14,252.9	12,623.	14,087.4	14,928.4	15,775.8
其他	61,030.8	68,213.4	69,383.9	68,951.8	70,241.3	少数股东损益	97.79	91.29	94.12	99.74	105.40
流动负债合计	98,276.5	106,711.	134,360.	103,813.	127,102.	归属于母公司净	14,155.1	12,532.	13,993.3	14,828.6	15,670.4
长期带息负债	2,258.97	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	2,258.97	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	16.12%	-29.04	4.00%	4.50%	5.00%
负债合计	100,535.	106,711.	134,360.	103,813.	127,102.	EBIT	28.06%	-9.58%	3.31%	4.43%	4.17%
少数股东权益	978.80	1,045.23	1,139.35	1,239.10	1,344.50	EBITDA	26.44%	-9.05%	5.50%	3.97%	3.75%
股本	3,007.87	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	归属于母公司净	47.31%	-11.46%	11.66%	5.97%	5.68%
资本公积	3,191.27	185.95	185.95	185.95	185.95	获利能力					
留存收益	37,953.5	41,319.6	49,177.1	57,503.6	66,302.9	毛利率	36.10%	32.46%	33.00%	33.00%	33.00%
股东权益合计	45,131.4	48,566.6	56,518.2	64,944.4	73,849.0	净利率	10.35%	12.91%	13.86%	14.05%	14.14%
负债和股东权益	145,666.	155,278.	190,878.	168,757.	200,951.	ROE	32.06%	26.37%	25.27%	23.28%	21.61%
现金流量表						ROIC	42.34%	28.00%	30.35%	14.44%	29.37%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	14,923.7	13,545.4	13,326.5	14,067.5	14,915.0	资产负债率	68.90%	68.15%	69.91%	61.04%	62.84%
折旧摊销	1,356.86	1,317.73	1,702.04	1,702.04	1,702.04	流动比率	1.20	1.17	1.21	1.37	1.39
财务费用	283.16	-728.54	-1,879.7	-2,200.2	-2,557.3	速动比率	1.11	1.05	1.11	1.24	1.28
存货减少	4,571.62	-902.22	-788.07	-100.05	-931.16	营运能力					
营运资金变动	1,987.31	33,276.1	-43,462.	43,395.3	-43,473.	应收账款周转率	2.59	5.50	1.83	5.04	1.87
其它	-4,104.6	-3,373.0	225.71	225.71	225.71	存货周转率	10.24	6.97	6.64	6.87	6.62
经营活动现金流	19,018.0	43,135.4	-30,876.	57,090.3	-30,119.5	总资产周转率	0.94	0.62	0.53	0.62	0.55
资本支出	1,777.31	2,884.51	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	2,454.84	3,007.95	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.35	2.08	2.33	2.46	2.60
其他	1,370.01	1,179.31	760.84	860.84	860.84	每股经营现金流	3.16	7.17	-5.13	9.49	-5.01
投资活动现金流	-2,862.1	-4,713.1	760.84	860.84	860.84	每股净资产	7.34	7.90	9.21	10.59	12.05
债权融资	2,575.97	584.50	32,270.0	-38,546.	27,367.3	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	10.62	12.00	10.74	10.14	9.59
其他	-4,440.2	-8,267.5	-4,256.11	-4,301.8	-4,313.9	市净率	3.40	3.16	2.71	2.36	2.07
筹资活动现金流	-1,864.3	-7,683.0	28,013.9	-42,848.	23,053.4	EV/EBITDA	4.29	9.10	10.94	7.63	9.52
现金净增加额	14,326.1	32,615.6	93,591.0	91,489.4	106,592.	EV/EBIT	4.67	9.95	12.21	8.47	10.54

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064