

格力电器 (000651) \ 家用电器

——收获满满的季节

事件：公司披露2017年中报

公司实现营业总收入700.2亿元，较上年同期增长40%；利润总额111.9亿元，较上年同期增长44%；实现归属于上市公司股东的净利润94.5亿元，较上年同期增长48%；基本每股收益1.57元，较上年增长48%。

投资要点：

- 行业迎来繁荣高峰
- 公司抓住了行业机遇；
- 以中央空调和智能装备为代表的产品结构调整初显成效；
- 原材料涨价和汇兑损益影响利润表现；
- 公司通过有效的费用管控保持了净利润率的稳定
- 盈利预测与投资结论

在行业高度繁荣的背景下，尽管面临原材料涨价和汇率波动压力，但公司通过产品结构调整和出色的费用管控，保持了良好的成长性及盈利能力，在内销市场7月份继续大增70%的带动下，我们预计公司今年收入增幅超预期，明后2年恢复正常至10%左右，毛利率略微下降，则预测公司今明2年EPS分别为3.41元、3.8元，动态估值为11倍、10倍，基于其期末现金余额仍高达765亿元及历史上一贯的现金高分红传统，作为一只典型的低估值高分红价值股仍给予推荐评级。

风险提示

房地产调控、气温异常、行业繁荣致竞争格局生变、原材料成本大涨、人民币汇率异常波动、分红政策变化！

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：38.65元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,016/5,970
流通A股市值 (百万元)	230,760
每股净资产 (元)	8.72
资产负债率 (%)	73.82
一年内最高/最低 (元)	41.79/18.61

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

邢瀚文 联系人
 电话：0510-85603752
 邮箱：
 钱建
 电话：0510-85613752
 邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《格力电器 (000651) \ 家用电器行业》
 《大型家电股获深港通巨资青睐》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	97,745.14	108,302.57	142,959.39	164,403.29	180,843.62
增长率 (%)	-29.04%	10.80%	32.00%	15.00%	10.00%
EBITDA (百万元)	15,541.25	19,174.47	23,803.97	26,415.68	27,513.77
净利润 (百万元)	12,532.44	15,420.96	20,507.75	22,903.82	24,109.98
增长率 (%)	-11.46%	23.05%	32.99%	11.68%	5.27%
EPS (元/股)	2.08	2.56	3.41	3.81	4.01
市盈率 (P/E)	18.55	15.08	11.34	10.15	9.64
市净率 (P/B)	4.89	4.32	3.67	3.15	2.74
EV/EBITDA	14.39	12.24	11.42	9.93	10.22

数据来源：公司公告，国联证券研究所

1、空调业迎来多年来罕见的繁荣时光

据中国家用电器协会统计,2017年上半年家电全行业的主营业务收入达到了8046亿元,实现利润504.8亿元;收入同比增长16.02%,利润增长9.63%。可以说是行业多年来最佳的数据。就空调而言,也是家电各门类中表现最佳的。据产业在线监测,2017年1-7月家用空调销售9334万台,同比增长39%;其中内销出货5373万台,同比增长67%;出口3961万台,同比增长13.4%。无论是销售总量,还是同比增幅,都是历史性的。特别是空调内销总量预计今年将会创造历史性的峰值,而高达67%的增幅相信也会是日后难以企及的高度。

显然,如此之好的数据不是仅凭房地产拉动就能解释的,2016年的低基数效应也是突出原因,而更大的原因则是2017年创纪录的夏季高温和几乎遍及全产业链的大涨价所推动的囤货潮。在气温方面,今夏我国不仅长江流域连创40度以上的历史高温纪录,就连北方多地也持续高温,日最高气温突破历史极值的区域分布广泛,一些传统上不使用空调的北方区域和农村区域今年都加入新购空调的队伍,促使空调内销大幅增长。在原材料涨价推动的囤货潮方面,也同样是惊人的,近年以来钢材/铜/塑料等原材料价格涨幅巨大,引发下游经销商的涨价预期,并积极囤货,其规模从生产企业出货量和终端零售量的差异看可见一斑。中怡康数据显示,2017年1-6月,空调市场累计零售量同比增长26.3%,累计零售额同比增长31.9%。中怡康口径下的1-5月空调市场的零售量和零售额分别达2399万台和840亿元,同比分别增长33.2%和38.8%。

在出口方面,2016冷年全年中国家用空调出口4653.0万台,同比增长12.8%;出口金额72.5亿美元,同比增长3.5%。其中欧洲市场同比增长108.8%,欧洲经济总体回暖推动空调销售恢复正常。非洲部分国家气温升至10年来的最高,也推动了非洲的空调消费。美国/泰国、巴基斯坦等今年也遭受了高温天气,空调市场也发展较好。但南美仍限于政治动荡和经济萧条,空调销售低迷。这再度说明,空调出口市场主要取决于当地经济状况及异常高温天气。

2、格力作为空调巨头抓住了空调业繁荣机遇

格力电器是全球最大的空调企业,借助其生产基地遍及珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、巴西、巴基斯坦等地的优势,以完善而齐全的产品线空调业繁荣机遇,今年在家用空调和中央空调等空调主要产品领域继续保持第一的市场地位,内外销合计市场份额高达29%,其中内销份额达34.9%。公司实现营业收入700.2亿元,较上年同期增长40%;利润总额111.9亿元,较上年同期增

长 44%;实现归属于上市公司股东的净利润 94.5 亿元,较上年同期增长 48%。这还是在原材料涨价和汇兑损益大幅降低背景下的利润,如果去除汇兑损益的不利影响,则增幅更为可观。分区域看,公司内地收入 470 亿元,增幅 40%;外销收入 122 亿元,增幅 14.5%。分产品看,空调实现收入 546 亿元,占 78%,增幅 30%,同比增幅与行业增幅基本一致,但公司层面降低了对空调的过分依赖;小家电实现收入 10 亿元,增长 30%;智能装备实现收入 9.62 亿元,实现了突破,但该部分收入毛利尚低;其它业务收入主要是财务公司收入 134 亿元,增幅 83%。毛利方面,主要由空调业务贡献 210 亿元和其它业务贡献 14.8 亿元,

3、以户式中央空调和智能装备为代表的产品结构调整初显成效。

根据奥维云网(AVC)的统计,上半年国内户式中央空调市场实现了 44.2%的增长,可谓超预期增长,其中多联机产品仍在户式中央空调市场中占据主导地位,上半年占比达到 65.9%,同比增长 46.9%。随着多联机在民间消费市场接受度的提高和消费升级的拉动,多联机市场仍将快速增长。今年上半年格力在中央空调市场以 18.1%的份额蝉联第一,反映公司在这一新兴市场上确立了牢固的优势地位。

在智能装备市场上,公司年度收入将突破 10 亿元级,是一次重大的产品突破,对公司整体的产品结构调整和产业升级探索都大有成效。

在新技术开发储备上,格力电器凭借 3299 件发明专利申请受理量和 871 件发明专利授权量,均位居全国榜单第七位,成为该榜单发布以来,唯一一家上榜的家电企业。在 2017 年中国制冷展创新产品发布会仪式上,格力电器三缸双级变容积比压缩机、铂韵多联机、GMV 舒睿多效型多联机三项产品获创新产品,成为获奖最多的企业之一。格力电器荣获中国节能协会颁发的“2016 年北京煤改清洁能源空气能源热泵行业突出贡献单位”奖,成功研发出-35℃低温环境下强劲制热的空气源热泵采暖设备。在北方供暖改造的大背景下,公司的这一技术创新有较好的市场机遇。

4、原材料涨价和人民币汇率变动对公司利润形成冲击

自 2016 年初以来,上游原材料价格连续暴涨,给下游制造业带来了巨大的成本压力,如锌价涨幅超过 100%、铝价涨幅超过 80%、钢材价格涨幅超过 100%、塑料价格涨幅 50%左右,而下游制成品价格涨幅远低于原材料涨幅,可以说大部分由下游制造企业内部消化。在这样的背景下,公司空调毛利率下滑近 2 个点至 38%;使用钢材较多的智能装备毛利率更大降 16 个点至 4.78%。如果政府延续目前的调控政策继续推动上游价格上涨,预计下游制造业毛利率还将进一步大幅下滑,格力尽管因采购规模巨大而有较强的议价能力,但也难以摆脱大环境的影响。

人民币汇率方面，从去年底最高 1 美元兑换人民币 6.966 元到目前 6.58 元，人民币兑美元升值 5 个点以上，对出口规模巨大的家电业形成重大冲击，格力电器海外收入毛利率为此大降 8 个点，汇兑收益减少更导致财务费用由去年的-29 亿元减值到今年的-1.9 亿元，此项收入大降 93%。

5、出口与电商渠道仍是新的增长途径

在出口方面，2016 冷年格力依然保持了 20% 以上的增长，出口市场份额从 2015 冷年的 18% 提高至 20%，但毛利率大幅低于内地市场。根据奥维云网的数据显示，截止 2017 年 6 月，空、冰、洗、油烟机、燃气灶、热水器等大家电的线上销售量和销售额都取得了超过 50% 的同比增速，空调的零售量和零售额线上增速均超过了 100%。可见，电商渠道仍是家电不可忽视的新途径。

6、公司通过出色的费用管控以保证净利润率的稳定

尽管近年以来，原材料价格飞涨，汇率大幅波动，但格力电器通过出色的费用管控力保净利润率的稳定。今年上半年在营业收入增加 200 亿元的情况下，公司销售费用反由 94 亿元降低至 85 亿元。销售费用率由 18% 降至 12%，管理费用率由 5.62% 降至 4.12%，导致净利率由 13.11% 提高至 13.74%，从而促进了公司净利润的增长。

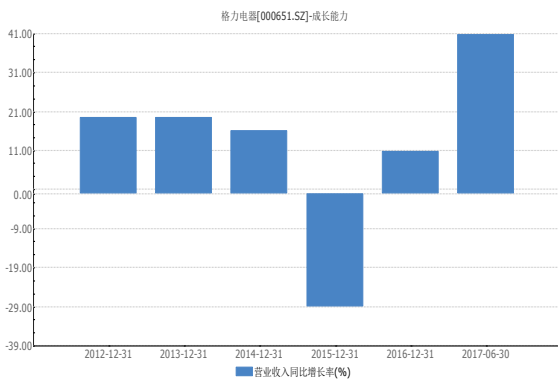
7、盈利预测与投资结论

在行业高度繁荣的背景下，尽管面临原材料涨价和汇率波动压力，但公司通过产品结构调整和出色的费用管控，保持了良好的成长性及盈利能力，在内销市场 7 月份继续大增 70% 的带动下，我们预计公司今年收入增幅在 25% 左右，明后 2 年恢复正常至 10% 左右，毛利率略微下降，则预测公司今明 2 年 EPS 分别为 3.41 元、3.8 元，动态估值为 11 倍、10 倍，基于其期末现金余额仍高达 765 亿元及历史上一贯的现金高分红传统，给予推荐评级。

8、风险提示

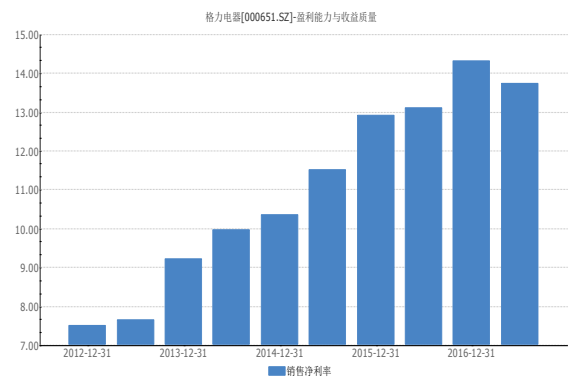
房地产调控、气温异常、行业繁荣致竞争格局生变、原材料成本大涨、人民币汇率异常波动、分红政策变化！

图表 1: 公司收入增长率



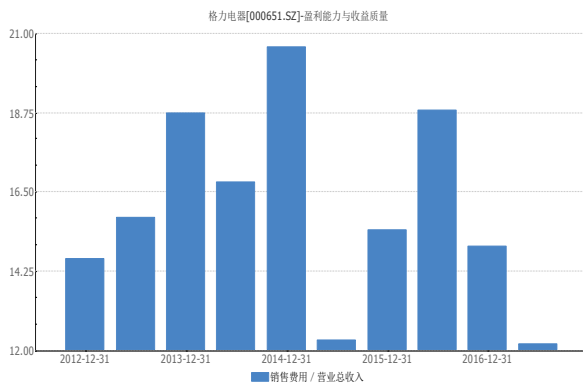
来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司净利润率变化图



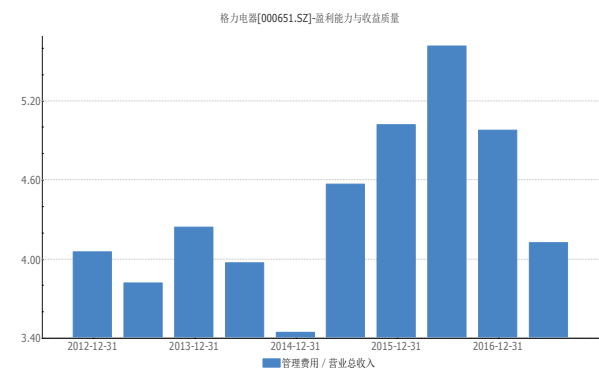
来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 销售费用率变化图



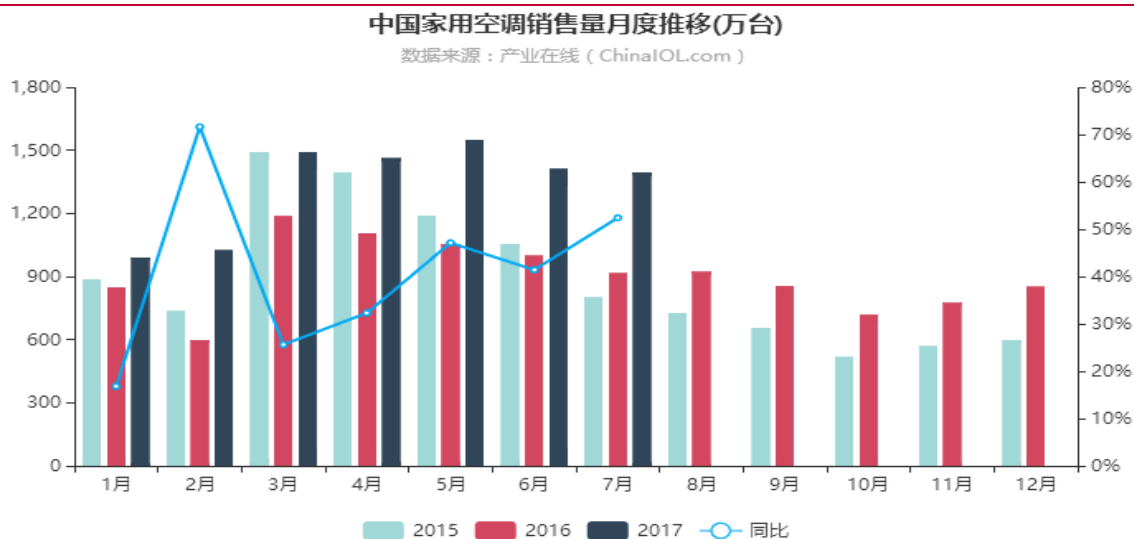
来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 管理费用率变化图



来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 中国家用空调销售月度统计图 (产业在线)



来源: 产业在线国联证券研究所

图表 6: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	93,591.0	100,915.	128,663.	147,962.	162,759.	营业收入	97,745.	108,302.	142,959.	164,403.	180,843.
应收账款+票据	18,013.0	33,168.8	55,562.9	46,478.6	65,767.0	营业成本	66,017.	72,885.6	97,212.3	111,794.	122,973.
预付账款	847.93	1,814.95	1,702.20	2,342.52	2,106.67	营业税金及附加	751.89	1,430.40	1,888.13	2,171.35	2,388.49
存货	9,473.94	9,024.91	16,018.9	12,781.4	18,898.9	营业费用	15,506.	16,477.2	20,014.3	23,016.4	27,126.5
其他	1,684.83	1,992.54	1,992.54	1,992.54	1,992.54	管理费用	5,048.7	5,488.96	6,433.17	7,398.15	7,233.74
流动资产合计	124,610.	146,916.	203,940.	211,558.	251,524.	财务费用	-1,928.8	-4,845.5	-3,956.1	-4,182.9	-4,513.7
长期股权投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91	资产减值损失	86.32	-0.99	161.25	161.25	161.25
固定资产	15,453.8	17,718.6	16,395.5	14,490.9	12,586.3	公允价值变动收	-1,010.3	1,093.33	200.00	200.00	200.00
在建工程	2,044.84	581.54	500.00	500.00	500.00	投资净收益	3.25	8.03	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,656.14	3,355.28	3,280.56	3,205.84	3,131.12	其他	2,166.5	1,716.89	1,809.47	1,809.47	1,809.47
其他非流动资产	11,734.0	8,031.87	7,961.61	7,891.36	7,821.10	营业利润	13,422.	19,685.0	23,215.7	26,054.2	27,483.1
非流动资产合计	31,984.3	29,791.2	28,241.6	26,192.0	24,142.4	营业外净收益	1,486.6	-1,153.9	1,043.98	1,043.98	1,043.98
资产总计	156,595.	176,708.	232,181.	237,750.	275,666.	利润总额	14,909.	18,531.1	24,259.6	27,098.2	28,527.1
短期借款	6,276.66	10,701.0	44,281.1	34,644.0	53,312.6	所得税	2,285.6	3,006.56	3,608.95	4,034.74	4,249.07
应付账款+票据	32,221.9	38,668.8	49,714.8	51,926.3	59,878.9	净利润	12,623.	15,524.6	20,650.7	23,063.5	24,278.0
其他	68,213.4	72,152.8	72,950.6	75,279.1	75,347.4	少数股东损益	91.29	103.67	142.97	159.68	168.09
流动负债合计	106,711.	121,522.	166,946.	161,849.	188,539.	归属于母公司净	12,532.	15,420.9	20,507.7	22,903.8	24,109.9
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	106,711.	121,522.	166,946.	161,849.	188,539.						
少数股东权益	1,045.23	1,059.65	1,202.62	1,362.30	1,530.39						
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73						
资本公积	185.95	183.40	183.40	183.40	183.40						
留存收益	41,319.6	47,664.8	57,071.6	67,577.5	78,636.7						
股东权益合计	48,566.6	54,923.6	64,473.4	75,139.0	86,366.2						
负债和股东权益	155,278.	176,446.	231,420.	236,988.	274,905.						

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-29.04	10.80%	32.00%	15.00%	10.00%
EBIT	-9.58%	22.04%	26.26%	11.92%	4.48%
EBITDA	-9.05%	23.38%	24.14%	10.97%	4.16%
归属于母公司净	30.21%	23.05%	32.99%	11.68%	5.27%
获利能力					
毛利率	32.46%	32.70%	32.00%	32.00%	32.00%
净利率	12.91%	14.33%	14.45%	14.03%	13.42%
ROE	26.37%	28.63%	32.41%	31.04%	28.42%
ROIC	28.00%	32.40%	31.34%	19.28%	19.99%
偿债能力					
资产负债	68.15%	68.77%	71.90%	68.08%	68.39%
流动比率	1.17	1.21	1.22	1.31	1.33
速动比率	1.05	1.12	1.11	1.22	1.22
营运能力					
应收账款周转率	5.50	3.29	2.60	3.56	2.78
存货周转率	6.97	8.08	6.07	8.75	6.51
总资产周转率	0.62	0.61	0.62	0.69	0.66
每股指标 (元)					
每股收益	2.08	2.56	3.41	3.81	4.01
每股经营现金流	7.17	1.86	0.31	6.26	0.86
每股净资产	7.90	8.95	10.52	12.26	14.10
估值比率					
市盈率	18.55	15.08	11.34	10.15	9.64
市净率	4.89	4.32	3.67	3.15	2.74
EV/EBITDA	14.39	12.24	11.42	9.93	10.22
EV/EBIT	15.72	13.52	12.41	10.70	10.97

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	13,545.4	16,664.9	19,563.3	21,976.1	23,190.6
折旧摊销	1,317.73	1,816.68	1,888.34	1,888.34	1,888.34
财务费用	-728.54	-3,245.9	-2,344.0	-2,570.8	-2,901.7
存货减少	-902.22	421.52	-6,994.0	3,237.46	-6,117.5
营运资金变动	33,276.1	-506.36	-10,437.	12,983.9	-11,031.
其它	-3,373.0	-3,962.9	161.25	161.25	161.25
经营活动现金流	43,135.4	11,187.8	1,837.37	37,676.1	5,189.42
资本支出	2,884.51	3,276.94	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,007.95	19,410.3	0.00	0.00	0.00
其他	1,179.31	3,440.71	1,087.38	1,087.38	1,087.38
投资活动现金流	-4,713.1	-19,246.	1,087.38	1,087.38	1,087.38
债权融资	584.50	1,328.26	33,580.0	-9,637.0	18,668.6
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-8,267.5	-7,079.8	-8,756.8	-9,827.0	-10,149.
筹资活动现金流	-7,683.0	-5,751.5	24,823.1	-19,464.	8,519.50
现金净增加额	32,615.6	-9,715.8	100,915.	128,663.	147,962.

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	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064