

格力电器 (000651)

证券研究报告

2017年08月31日

业绩增长近5成大超预期，汇兑损失影响明显

事件：公司上半年实现营业总收入 700.21 亿元，同比增长 39.8%；实现归母净利润 94.52 亿元，同比增长 47.6%。Q2 单季公司实现营业总收入 399.86 亿元，同比增长 60.0%；实现归母净利润 54.37 亿元，同比增长 67.7%，整体表现大超市场预期。上半年公司与银隆系关联交易合同金额 65.25 亿元，若扣除银隆关联交易，传统业务部分收入增速约 26.76%。从 Q2 单季看，若扣除一季度约 20 亿关联交易，二季度与银隆关联交易约贡献 45 亿左右收入，扣除后对应 Q2 季度原业务收入增速 41.98%。

Q2 空调行业高景气度持续，格力市占率显著上升：从产业在线数据看，Q2 空调行业出货量同比增长 40.1% (Q1 为 32.9%)，其中内销出货量增速达到 67.7% (Q1 为 62.3%)。进入 7 月以来。从公司角度看，上半年格力内销出货量 1511 万台，同比增长 69.0%，其中 Q2 内销出货量 890 万台，同比增长 67.9%。根据中怡康数据，17H1 格力空调销量和销售额市场份额为 34.6%、38.7%，同比大幅上升+4.8、+2.1pct。从均价来看，17H1 格力零售端均价 4192 元，同比上升 4.9%，量价提升驱动公司收入端成长。

返利结算政策致毛利率大幅波动，汇兑损失影响明显： Q2 季度毛利率、净利率分别-8.04、+0.52pct。Q2 季度公司销售、管理、财务费用率分别同比-9.78、-2.68、+7.22pct，整体费用率大幅下降-5.24pct。Q2 季度毛利率及销售费用率的大幅波动来自于公司结算政策调整。格力的对于经销商的返利计提及会计处理导致 Q2 季度销售费用及毛利率的大幅波动。

公司上半年“毛利率-销售费用率”同比大幅提升 2.89pct，在上半原材料价格整体上涨明显的情况下，公司产品结构提升以及整体性提价对冲了一部分毛利率影响。此外，管理费用的有效控制也带动了净利润率的上升。

上半年公司财务费用中汇兑损失达 4.9 亿 (16 年同期为收益 23.5 亿元)。本期汇兑损益的主要贡献来自于公司持有的外币货币资金，公司 17H1 期末持有美元外币折算为人民币约 533.78 亿元，同比大幅增加 101%。

投资建议：17H1 公司受益于前期地产销售火热带来旺盛的终端需求，以及去库存结束后补库存逻辑叠加低基数，空调内销业务显著回暖。我们预计空调行业景气度仍在提升，出货量提升将带动收入和业绩快速增长，同时高毛利自主品牌的出口占比上升也将带动盈利能力提升。从公司推出电饭煲进入生活电器领域到尝试收购银隆，格力立足于空调主业的多元化尝试正在加速。公司不低于 60% 的超高的现金分红率及股息率凸显长期投资价值，多元化尝试也有助于打开长期成长空间。考虑格力与银隆 2017 年度不超过 200 亿元关联交易 (假设 160 亿元) 收入以及假设未来年度关联交易持续，我们预计公司 2017-2019 年收入增速分别为 35.4%、6.4%、6.9%，净利润为 204 亿元、227 亿元、250 亿元，净利润增速分别为 32.2%、11.2%、10.2%，EPS 为 3.39、3.77、4.15 元，当前股价对应 17-19 年 PE 位 11.7、10.5、9.5 倍，维持买入评级。

风险提示：原材料价格波动风险；渠道库存压力；汇率波动风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,564.45	110,113.10	149,077.16	158,683.29	169,570.06
增长率(%)	(28.17)	9.50	35.39	6.44	6.86
EBITDA(百万元)	13,543.68	14,511.75	23,548.07	26,313.33	29,101.81
净利润(百万元)	12,532.44	15,420.96	20,382.08	22,656.17	24,964.25
增长率(%)	(11.46)	23.05	32.17	11.16	10.19
EPS(元/股)	2.08	2.56	3.39	3.77	4.15
市盈率(P/E)	19.00	15.44	11.68	10.51	9.54
市净率(P/B)	5.01	4.42	3.84	3.35	2.94
市销率(P/S)	2.37	2.16	1.60	1.50	1.40
EV/EBITDA	2.57	3.21	7.02	4.81	5.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	39.58 元
目标价格	48 元
上次目标价	40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,015.73
流通 A 股股本(百万股)	5,970.49
A 股总市值(百万元)	238,102.63
流通 A 股市值(百万元)	236,312.07
每股净资产(元)	8.72
资产负债率(%)	73.82
一年内最高/最低(元)	41.79/19.49

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《格力电器-季报点评:行业高景气度持续，Q1 市占率显著上升》2017-05-02
- 《格力电器-年报点评报告:内销迎来景气周期，高股息率彰显高价值》2017-04-27
- 《格力电器-公司点评:终止筹划收购银隆，主业价值更值得重视》2016-11-17

1. 事件

公司上半年实现营业总收入 700.21 亿元，同比增长 39.8%；实现归母净利润 94.52 亿元，同比增长 47.6%。Q2 单季公司实现营业总收入 399.86 亿元，同比增长 60.0%；实现归母净利润 54.37 亿元，同比增长 67.7%，整体表现大超市场预期。

上半年公司与银隆系关联交易合同金额 65.25 亿元，若扣除银隆关联交易，传统业务部分收入增速约 26.76%。从 Q2 单季看，若扣除一季度约 20 亿关联交易，二季度与银隆关联交易约贡献 45 亿左右收入，扣除后对应 Q2 季度原业务收入增速 41.98%。

2. Q2 空调行业高景气度持续，格力市占率显著上升

Q2 空调行业延续高景气度，上半年低基数效应叠加补库存需求带动行业高速增长。从产业在线数据看，Q2 空调行业出货量同比增长 40.1% (Q1 为 32.9%)，其中内销出货量增速达到 67.7% (Q1 为 62.3%)。进入 7 月以来。从公司角度看，上半年格力内销出货量 1511 万台，同比增长 69.0%，其中 Q2 内销出货量 890 万台，同比增长 67.9%。根据中怡康数据，17H1 格力空调销量和销售额市场份额为 34.6%、38.7%，同比大幅上升+4.8、+2.1pct。从均价来看，17H1 格力零售端均价 4192 元，同比上升 4.9%，量价提升驱动公司收入端成长。

3. 返利结算政策致毛利率大幅波动，汇兑损失影响明显

17H1 毛利率、净利率为 31.94%、13.74%，同比分别下滑-3.75、+0.63pct。其中 Q2 季度毛利率、净利率分别-8.04、+0.52pct。Q2 季度公司销售、管理、财务费用率分别同比-9.78、-2.68、+7.22pct，整体费用率大幅下降-5.24pct。Q2 季度毛利率及销售费用率的大幅波动来自于公司结算政策调整。格力的对于经销商的返利计提及会计处理导致 Q2 季度销售费用及毛利率的大幅波动。一方面，格力以销售折扣等方式支付给经销商返利，前期计提在销售费用中的返利冲回，带来了销售费用率的大幅下降；另一方面，由于销售返利的存在，毛利率同时也有所下滑。若排除返利政策波动影响同口径对比，意味着公司上半年收入端增速将更高。

公司上半年“毛利率-销售费用率”同比大幅提升 2.89pct，在上半年原材料价格整体上涨明显的情况下，公司产品结构提升以及整体性提价对冲了一部分毛利率影响。此外，管理费用的有效控制也带动了净利润率的上升。

上半年公司财务费用中汇兑损失达 4.9 亿 (16 年同期为收益 23.5 亿元)。本期汇兑损益的主要贡献来自于公司持有的外币货币资金，公司 17H1 期末持有美元外币折算为人民币约 533.78 亿元，同比大幅增加 101%。

4. 收账款大幅上升，应收款项明显增长

公司 17H1 存货和应收款项周转天数为 42.7 天和 13.6 天，较期初分别下降 3.0 天、上升 3.9 天，整体营业周期上升 0.9 天。17H1 期末公司货币现金为 1053.2 亿元，同比上升 5.9%。其他流动负债 (主要为销售返利) 为 615.6 亿元，同比上升 0.5%。与此同时，17H1 期末递延所得税资产 125.48 亿元，同比上升 15.1%。本期预收账款为 63.0 亿，同比大幅上升 36.5%，体现了未来强劲的收入增长潜力。从应收款项来看，应收票据及款项共计 285.2 亿元，同比增长大幅 70.9%。存货余额 133.4 亿元，同比大幅上升 139.8%，其中原材料

存货余额较期初上升了 11 亿元。17H1 经营性净现金流为 36.4 亿元,同比大幅下降 68.2%,其中销售商品及提供劳务现金流入 523.2 亿元,同比上升 38.75%,与收入增速基本匹配。其中,Q2 季度经营性净现金流为-51.41 亿元(去年同期为 53.37 亿元)。Q2 销售商品及提供劳务现金流入同比增长 34.5%,显著低于 Q2 季度收入增速。其中期末应收票据同比增长约 100 亿元,且存货余额也有所上升。我们预计,公司与银隆的关联交易对于公司整体账期有所拉长。

5. 投资建议

17H1 公司受益于前期地产销售火热带来旺盛的终端需求,以及去库存结束后补库存逻辑叠加低基数,空调内销业务显著回暖。我们预计空调行业景气度仍在提升,出货量提升将带动收入和业绩快速增长,同时高毛利自主品牌的出口占比上升也将带动盈利能力提升。从公司推出电饭煲进入生活电器领域到尝试收购银隆,格力立足于空调主业的多元化尝试正在加速。公司不低于 60%的超高的现金分红率及股息率凸显长期投资价值,多元化尝试也有助于打开长期成长空间。考虑格力与银隆 2017 年度不超过 200 亿元关联交易(假设 160 亿元)收入以及假设未来年度关联交易持续,我们预计公司 2017-2019 年收入增速分别为 35.4%、6.4%、6.9%,净利润为 204 亿元、227 亿元、250 亿元,净利润增速分别为 32.2%、11.2%、10.2%,EPS 为 3.39、3.77、4.15 元,当前股价对应 17-19 年 PE 位 11.7、10.5、9.5 倍,维持买入评级。

6. 风险提示

原材料价格波动风险;渠道库存压力;汇率波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	88,820	95,613	61,921	100,721	80,176
应收账款	3,133	3,206	4,248	2,804	4,732
预付账款	848	1,815	1,703	2,025	1,954
存货	9,474	9,025	15,329	10,478	17,071
其他	18,674	33,252	68,780	35,193	75,433
流动资产合计	120,949	142,911	151,982	151,220	179,367
长期股权投资	95	104	104	104	104
固定资产	15,454	17,719	17,579	17,187	16,599
在建工程	2,045	582	433	373	349
无形资产	2,656	3,355	3,761	4,155	4,537
其他	12,626	12,962	12,061	12,061	12,061
非流动资产合计	32,876	34,722	33,938	33,880	33,650
资产总计	161,698	182,370	190,920	190,100	218,017
短期借款	6,277	10,701	3,000	3,000	3,000
应付账款	27,402	31,764	41,298	30,387	46,135
其他	78,947	84,411	80,832	81,705	83,716
流动负债合计	112,625	126,876	125,131	115,092	132,851
长期借款	0	0	2,000	2,000	2,000
应付债券	0	0	0	0	0
其他	506	570	550	550	550
非流动负债合计	506	570	2,550	2,550	2,550
负债合计	113,131	127,446	127,681	117,642	135,401
少数股东权益	1,045	1,060	1,197	1,353	1,526
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	186	183	299	299	299
留存收益	41,423	47,758	56,027	65,089	75,075
其他	-103	-93	-299	-299	-299
股东权益合计	48,567	54,924	63,239	72,458	82,616
负债和股东权益总	161,698	182,370	190,920	190,100	218,017

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12,624	15,525	20,382	22,656	24,964
折旧摊销	1,318	1,817	1,883	2,058	2,230
财务费用	-729	-3,246	-2,087	-2,222	-2,374
投资损失	-97	2,221	-100	-100	-100
营运资金变动	30,678	2,606	-35,803	29,523	-30,932
其它	584	-4,062	137	157	173
经营活动现金流	44,378	14,860	-15,588	52,072	-6,040
资本支出	2,726	3,253	2,020	2,000	2,000
长期投资	3	8	0	0	0
其他	-7,442	-22,508	-4,298	-3,900	-3,900
投资活动现金流	-4,713	-19,247	-2,279	-1,900	-1,900
债权融资	8,680	10,701	5,000	5,000	5,000
股权融资	1,861	4,938	2,193	2,302	2,454
其他	-18,224	-21,391	-23,018	-18,674	-20,059
筹资活动现金流	-7,683	-5,752	-15,825	-11,372	-12,605
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	31,982	-10,138	-33,692	38,800	-20,545

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,564	110,113	149,077	158,683	169,570
营业成本	66,017	72,886	97,417	103,228	110,193
营业税金及附加	752	1,430	1,422	1,576	1,693
营业费用	15,506	16,477	21,914	23,009	24,079
管理费用	5,049	5,489	6,708	6,665	6,783
财务费用	-1,929	-4,846	-2,087	-2,222	-2,374
资产减值损失	86	-1	50	50	50
公允价值变动收益	-1,010	1,093	0	0	0
投资净收益	97	-2,221	100	100	100
其他	2,480	2,350	-200	-200	-200
营业利润	13,516	17,456	23,752	26,477	29,246
营业外收入	1,404	1,096	700	700	700
营业外支出	11	21	25	19	22
利润总额	14,909	18,531	24,428	27,158	29,925
所得税	2,286	3,007	3,908	4,345	4,788
净利润	12,624	15,525	20,519	22,813	25,137
少数股东损益	91	104	137	157	173
归属于母公司净利润	12,532	15,421	20,382	22,656	24,964
每股收益(元)	2.08	2.56	3.39	3.77	4.15

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-28.17%	9.50%	35.39%	6.44%	6.86%
营业利润	-15.99%	29.15%	36.07%	11.47%	10.46%
归属于母公司净利润	-11.46%	23.05%	32.17%	11.16%	10.19%
获利能力					
毛利率	34.35%	33.81%	34.65%	34.95%	35.02%
净利率	12.46%	14.00%	13.67%	14.28%	14.72%
ROE	26.37%	28.63%	32.85%	31.86%	30.79%
ROIC	-18.84%	-22.15%	-169.40%	-50.53%	-234.61%
偿债能力					
资产负债率	69.96%	69.88%	66.88%	61.88%	62.11%
净负债率	100.18%	28.46%	33.42%	83.86%	14.43%
流动比率	1.07	1.13	1.21	1.31	1.35
速动比率	0.99	1.06	1.09	1.22	1.22
营运能力					
应收账款周转率	32.57	34.74	40.00	45.00	45.00
存货周转率	11.13	11.90	12.24	12.30	12.31
总资产周转率	0.63	0.64	0.80	0.83	0.83
每股指标(元)					
每股收益	2.08	2.56	3.39	3.77	4.15
每股经营现金流	7.38	2.47	-2.59	8.66	-1.00
每股净资产	7.90	8.95	10.31	11.82	13.48
估值比率					
市盈率	19.00	15.44	11.68	10.51	9.54
市净率	5.01	4.42	3.84	3.35	2.94
EV/EBITDA	2.57	3.21	7.02	4.81	5.06
EV/EBIT	2.85	3.66	7.63	5.22	5.48

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com