

格力电器 (000651)

证券研究报告

2017年11月01日

预收账款显著增长，新冷年具备充足压货空间

事件：公司前三季度实现营业总收入 1120.27 亿元，同比增长 33.7%；实现归母净利润 154.61 亿元，同比增长 37.68%。Q3 单季公司实现营业总收入 420.06 亿元，同比增长 24.72%；归母净利润 60.08 亿元，同比增长 24.48%。**空调行业景气度延续，高基数下格力增速有所放缓：**Q3 空调行业延续高景气度，根据产业在线数据，17Q3 空调内销量同比+42.5%，其中受到高基数影响，格力内销出货量同比+17.5%。根据中怡康数据，截止 17Q3 季度末，格力空调销量和销售额市场份额为 32.4%、36.5%，同比大幅上升+3.3、+2.8pct。从均价来看，17Q3 期末格力零售端均价 4209 元，同比上升 3.4%，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：17Q3 毛利率、净利率为 30.44%、14.46%，同比分别下滑-1.35、-0.25pct。其中 Q3 季度公司销售、管理、财务费用率分别同比-5.83、+0.44、+1.33pct，整体费用率大幅下降-3.06pct。格力的对于经销商的返利计提及会计处理导致销售费用率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，意味着公司收入端增速将更高。公司 Q3 “毛利率-销售费用率”同比大幅提升 4.48pct。公司管理费用控制表现平稳，Q3 财务费用率大幅上升来自于汇兑损益影响。

预收账款同比翻倍增长，应收款项明显上升：公司 17Q3 存货和应收款项周转天数为 39.3 天和 9.5 天，同比分别上升 3.2 天、下降 1.0 天，整体营业周期上升 2.2 天。17Q3 期末公司货币现金为 933.8 亿元，同比下降 4.0%。其他流动负债（主要为销售返利）为 601.3 亿元，同比下降 3.0%。与此同时，17Q3 期末递延所得税资产 121.11 亿元，同比上升 11.3%。本期预收账款为 281.9 亿元，同比大幅上升 140%，在行业景气度较高的背景下，经销商打款积极，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 564.2 亿元，同比增长大幅 82.7%。存货余额 131.2 亿元，同比大幅上升 161%，其中原材料存货余额上升明显。17Q3 季度经营性净现金流为 21.02 亿元，同比下降 22.3%，其中销售商品及提供劳务现金流入 307.1 亿元，同比上升 77.5%，高于收入端增速。

投资建议：Q3 季度空调行业景气度仍在提升，公司高历史基数下绝对量增速有所放缓。但考虑到公司返利结算政策变化，实际收入端增速应该更高。上一个冷年库存去化较为明显，考虑到公司预收账款的大幅增长，我们认为公司收入端后续表现具备足够保障。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%、12.1%、11.9%，净利润为 206 亿元、239 亿元、275 亿元，净利润增速分别为 33.8%、15.7%、15.4%，EPS 为 3.43、3.97、4.58 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 12.4、10.7、9.3 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	167,115.50	187,002.24
增长率(%)	(28.17)	9.50	35.39	12.10	11.90
EBITDA(百万元)	13,543.68	14,511.75	23,548.07	27,353.33	31,641.59
净利润(百万元)	12,532.44	15,420.96	20,632.40	23,872.53	27,536.89
增长率(%)	(11.46)	23.05	33.79	15.70	15.35
EPS(元/股)	2.08	2.56	3.43	3.97	4.58
市盈率(P/E)	20.42	16.60	12.41	10.72	9.30
市净率(P/B)	5.39	4.75	4.12	3.57	3.09
市销率(P/S)	2.55	2.32	1.72	1.53	1.37
EV/EBITDA	2.57	3.21	7.77	5.30	5.21

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	42.55 元
目标价格	52 元
上次目标价	48 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)	255,969.35
流通 A 股市值(百万元)	254,044.43
每股净资产(元)	9.75
资产负债率(%)	72.93
一年内最高/最低(元)	44.30/22.00

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

- 1 《格力电器-半年报点评:业绩增长近 5 成大超预期，汇兑损失影响明显》 2017-08-31
- 2 《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
- 3 《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

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	62,023	100,433	80,689
应收账款	3,133	3,206	4,248	3,179	5,132
预付账款	848	1,815	1,703	2,232	2,164
存货	9,474	9,025	15,329	11,911	18,524
其他	18,674	33,252	68,780	40,346	80,933
流动资产合计	120,949	142,911	152,084	158,100	187,443
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	191,021	196,980	226,093
短期借款	6,277	10,701	3,000	3,000	3,000
应付账款	27,402	31,764	41,298	34,368	50,173
其他	78,947	84,411	80,832	84,007	86,111
流动负债合计	112,625	126,876	125,131	121,375	139,283
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	123,925	141,833
少数股东权益	1,045	1,060	1,198	1,363	1,554
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	56,127	65,676	76,690
其他	-103	-93	-299	-299	-299
股东权益合计	48,567	54,924	63,341	73,055	84,260
负债和股东权益总	161,698	182,370	191,021	196,980	226,093

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12,624	15,525	20,632	23,873	27,537
折旧摊销	1,318	1,817	1,883	2,058	2,230
财务费用	-729	-3,246	-2,087	-2,340	-2,618
投资损失	-97	2,221	-100	-100	-100
营运资金变动	30,678	2,606	-35,803	28,638	-31,178
其它	584	-4,062	139	165	190
经营活动现金流	44,378	14,860	-15,336	52,294	-3,939
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	2,420	2,698
其他	-18,224	-21,391	-23,168	-19,404	-21,602
筹资活动现金流	-7,683	-5,752	-15,976	-11,984	-13,904
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	31,982	-10,138	-33,590	38,410	-19,744

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	167,115	187,002
营业成本	66,017	72,886	97,417	108,959	121,738
营业税金及附加	752	1,430	1,422	1,660	1,867
营业费用	15,506	16,477	21,914	24,232	26,554
管理费用	5,049	5,489	6,708	7,019	7,480
财务费用	-1,929	-4,846	-2,087	-2,340	-2,618
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	27,635	32,030
营业外收入	1,404	1,096	1,000	1,000	1,000
营业外支出	11	21	25	19	22
利润总额	14,909	18,531	24,728	28,616	33,009
所得税	2,286	3,007	3,956	4,579	5,281
净利润	12,624	15,525	20,771	24,037	27,727
少数股东损益	91	104	139	165	190
归属于母公司净利润	12,532	15,421	20,632	23,873	27,537
每股收益(元)	2.08	2.56	3.43	3.97	4.58

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%	12.10%	11.90%
营业利润	-15.99%	29.15%	36.07%	16.35%	15.90%
归属于母公司净利润	-11.46%	23.05%	33.79%	15.70%	15.35%
获利能力					
毛利率	34.35%	33.81%	34.65%	34.80%	34.90%
净利率	12.46%	14.00%	13.84%	14.29%	14.73%
ROE	26.37%	28.63%	33.20%	33.30%	33.29%
ROIC	-18.84%	-22.15%	-169.40%	-53.88%	-290.99%
偿债能力					
资产负债率	69.96%	69.88%	66.84%	62.91%	62.73%
净负债率	100.18%	28.46%	33.36%	83.03%	21.95%
流动比率	1.07	1.13	1.22	1.30	1.35
速动比率	0.99	1.06	1.09	1.20	1.21
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	12.27	12.29
总资产周转率	0.63	0.64	0.80	0.86	0.88
每股指标(元)					
每股收益	2.08	2.56	3.43	3.97	4.58
每股经营现金流	7.38	2.47	-2.55	8.69	-0.65
每股净资产	7.90	8.95	10.33	11.92	13.75
估值比率					
市盈率	20.42	16.60	12.41	10.72	9.30
市净率	5.39	4.75	4.12	3.57	3.09
EV/EBITDA	2.57	3.21	7.77	5.30	5.21
EV/EBIT	2.85	3.66	8.45	5.73	5.60

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