

格力电器 (000651) \家用电器

——格力电器增加新领域投入致分红史中断

事件:

公司2017年营业收入1482.9亿元,同比增长36.92%;实现净利润224亿元,同比增长44.87%,创下历史新高。2018年一季度收入395.61亿元,同比增长33.29%;归属上市公司股东净利润55.81亿元,同比增长39.04%;1季度扣非净利润同比增幅15.8%。

投资要点:

- 空调市场将从2017年的异常高速增长步入2018年的正常增长;
- 格力利润增幅大幅超越收入增幅缘于销售净利率再创新高;
- 发力中央空调及智能装备,力图打造创新增长点;
- 11年来首次不分红缘于项目投资大幅增加、多元化战略推进;
- 盈利预测与投资结论:

随城镇化进程的推进,空调在三四级市场的扩张仍有空间;消费升级也为空调的多场所应用提供了增量;北方的“煤改电”项目也给空气源热泵提供了新的市场;同时老产品更新换代需求也在逐年提升。因此,尽管行业或许不再有2017年的辉煌,但庞大的市场规模仍给格力这样的龙头企业提供了发展空间。故我们在2018年1季度行业销量增幅9.5%的历史基础上,假设公司2018年销量增长10%、收入增长12%,预测公司2018年净利润为244亿元,每股收益为4.06元,动态估值为11倍,考虑到市场对公司开拓新产业及首次不分红的过激反应,我们将公司的短期投资评级调整为观望,但不改其作为行业龙头的长期价值。

风险提示

行业销售大幅滑坡、公司市场份额减少、行业价格战、新投资领域不成功

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	108,302.57	148,286.45	166,080.82	182,688.91	199,130.91
增长率(%)	10.80%	36.92%	12.00%	10.00%	9.00%
EBITDA(百万元)	19,174.47	26,864.12	26,331.66	28,813.66	31,305.50
净利润(百万元)	15,420.96	22,125.02	24,403.02	26,574.46	28,879.17
增长率(%)	23.05%	43.47%	10.30%	8.90%	8.67%
EPS(元/股)	2.56	3.68	4.06	4.42	4.80
市盈率(P/E)	17.78	12.39	11.24	10.32	9.49
市净率(P/B)	5.09	4.18	3.45	2.90	2.48
EV/EBITDA	14.41	10.60	11.76	11.03	9.97

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投资建议: 观望
 上次建议: 推荐
 当前价格: 45.58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)	298,896
每股净资产(元)	10.90
资产负债率(%)	68.91
一年内最高/最低(元)	58.70/30.56

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

相关报告

- 1、《格力电器(000651)\家用电器行业》
《外延明确公司发展战略》
- 2、《格力电器(000651)\家用电器行业》
《收获满满的季节》
- 3、《格力电器(000651)\家用电器行业》
《大型家电股获深港通巨资青睐》

1. 空调市场将从 2017 年的异常高速增长步入 2018 年的正常增长

1.1.2017 年空调市场价量齐增

2017 年夏季的异常高温和房地产热销的滞后效应共同推动了国内空调市场的异常高速增长,据产业在线数据 2017 年中国家用空调产量 14350 万台,同比增长 28.7%;销售 14170 万台,同比增长 31%;其中内销 8875 万台,同比增长 46.8%;出口 5295 万台,同比增长 11%。中怡康数据显示 2017 年我国空调国内零售市场零售量和零售额达到 5787 万台和 1987 亿元,同比增速分别为 27.4%和 32.4%,产销规模均创下历史新高。在量增长的同时,价格也显著上升,据中怡康线下月度零售监测数据,2017 冷年空调市场均价为 3762 元,同比增幅高达 7.2%。

1.2.2018 年 1 季度空调市场步入正常状态

据奥维云网(AVC)数据显示,2018 年一季度空调整体零售额 339 亿元,同比上涨 14.9%;零售量 915 万台,同比上涨 9.5%,较 2017 年 31%的同比增速大幅下降。考虑到上年度行业性的产能大扩张、竞争加剧及外部天气、房地产市场因素扰动,2018 年空调市场将进入正常状态。但在城镇化进程加快、电商平台渗透率提升、四级及以下市场活跃度增强等因素推动下,行业也不至于出现大衰退,1 季度 10%左右的增速水平或许可以代表全年。

1.3. 行业竞争加剧、增长来自于拥有率较低的地区

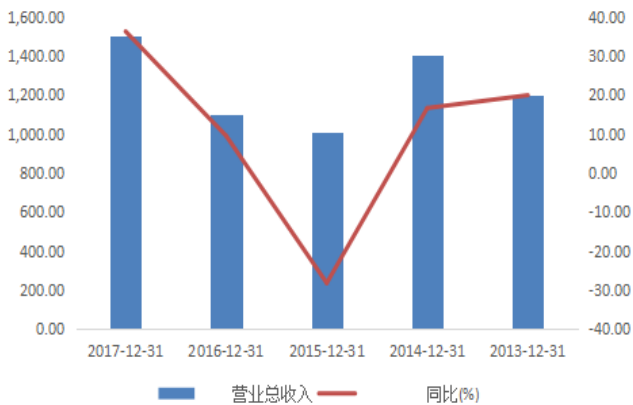
从行业竞争格局看,美的、格力、海尔三巨头对低线品牌的压力加剧,龙头品牌集中度继续提升,但去年较好的行业背景下低线品牌扩产显著,今年预计新增产能投产后空调市场将步入价格战,行业竞争激化。故奥维云网去年底预计 2018 年行业进入换挡期,预测全年零售量为 5313 万台,同比下降 5.4%,零售额 1860 亿元,同比下降 3.7%。

从区域增长分布看,由于房地产调控对沿海大城市力度更大,北上广等城市一季度空调销售同比出现下滑,而主要的增长区域来自于三四线城市,特别是百户拥有率较低的地区。

2. 格力利润增幅超越收入增幅缘于销售净利率再创新高

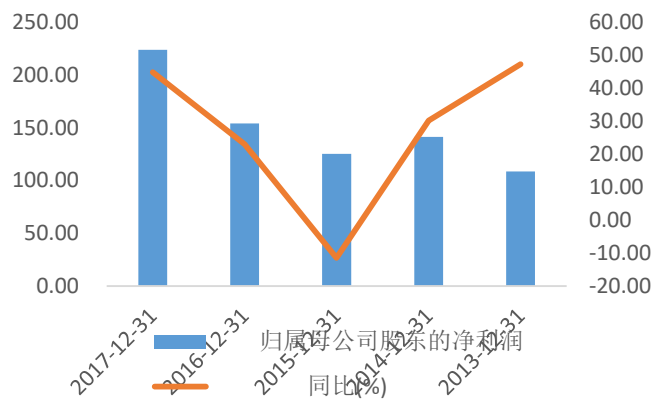
公司 2017 年营业收入 1482.9 亿元，同比增长 36.92%；实现净利润 224 亿元，同比增长 44.87%，创下历史新高。相对于收入较历史高峰 2014 年的增幅看，公司利润的增幅更大，反映公司同期的盈利能力持续提升。

图表 1: 营收变化



来源: 万得 国联证券研究所

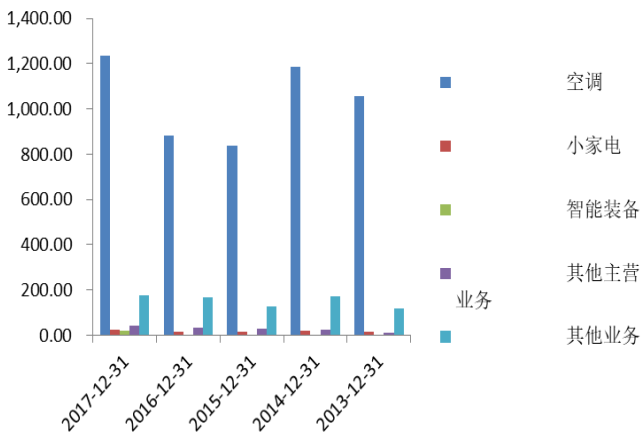
图表 2: 利润变化



来源: 万得 国联证券研究所

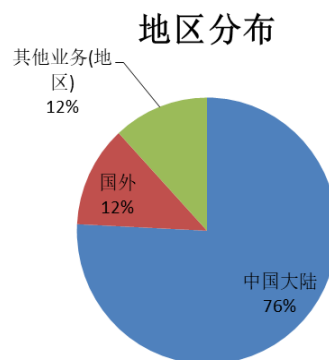
从公司收入结构看，产品结构上空调占 82%，其它产品仍处于培育阶段，其中小家电和智能装备各 20 多亿的收入有显著的增长；地区结构上海外占比仅 12%，低于其它巨头。

图表 3: 公司收入结构无显著变化



来源: 万得 国联证券研究所

图表 4: 收入地区结构

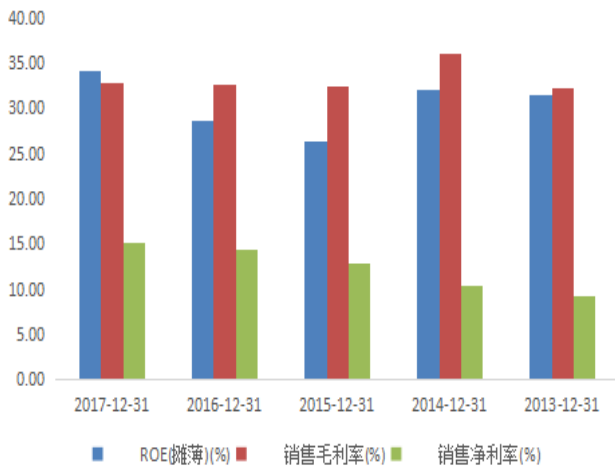


来源: 万得 国联证券研究所

从盈利能力看，公司空调产品 2017 年毛利率受成本上涨出现 1.47 个点的下滑，

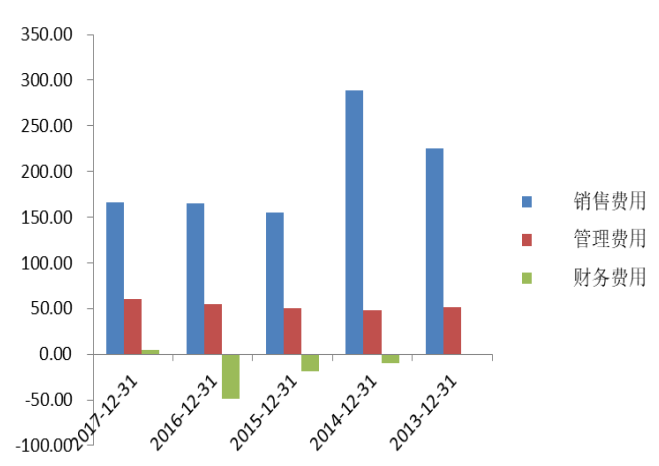
但仍维持 37.07% 的较高绝对水准；在公司整体销售净利率上，公司则持续上升，达到 15.18% 的高水平，这是公司净利润增幅远大于收入增幅的主要原因，反映公司产品在激烈竞争中仍具有较强的定价能力及对费用的良好控制。尤其是销售费用在收入增长 36.9% 的背景下，仅增长 1.1%，管理费用仅增长 10%。而财务费用因汇率大幅变动导致 5 年来首次出现 4.31 亿元的支出，而不再象历史上那样坐享数亿甚至数十亿元元的受益，故财务费用方面公司较 2016 年底出现数额超 52 亿元的大幅收益减少。考虑到公司在 2013-2014 年的行业调整期销售费用大幅增加的历史，我们推测如 2018 年行业竞争加剧，公司将再难以维持如此之低的费用增幅，故预计销售净利率或许已接近高位。

图表 5: 公司销售净利率创历史新高



来源：国联证券研究所

图表 6: 公司三项费用变化



来源：国联证券研究所

3. 发力中央空调及智能装备，力图打造创新增长点

公司在国内空调市场的占有率已处于较高水平，要进一步增长需要发力新领域。格力今年在广交会推出 GMV6 人工智能多联机，该多联机是格力人工智能中央空调的核心技术，可结合天气预报、压缩机冷媒迁移特性的电热带前馈控制策略，能提前预知未来天气温度变化趋势，进一步智能控制压缩机油温加热带，减少电加热 80% 的开启时间，格力希望凭借这一方面的核心技术发力中央空调，2017 年格力中央空调国内市场占有率连续六年保持第一，并力求在海外市场也多占份额。在家用空调销售结构优化方面，加强变频机、高能效机、环保产品以及中高档产品的推广。在智能装备业务方面，已完成初步布局，形成了“数控机床、机器人、工厂自动化、热交换器设备、新能源设备、注塑钣金设备、物流仓储设备、检测设备、精密传动部件、工业信

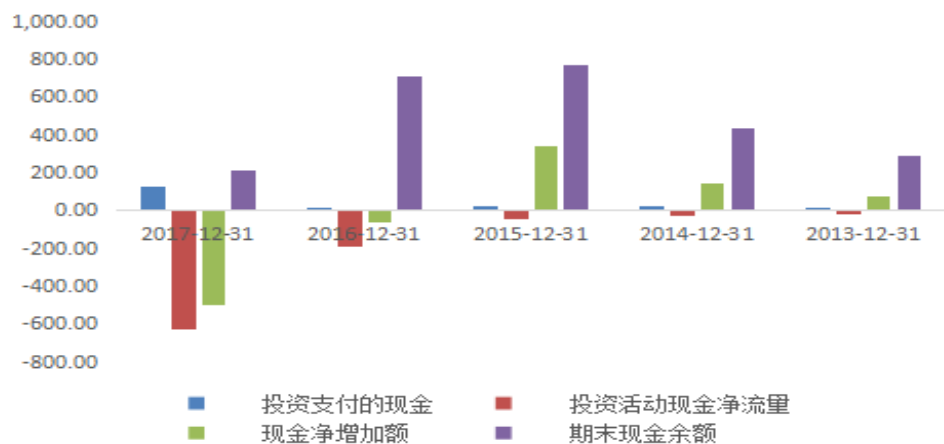
息化”十大产品业务板块。格力电器坚持“核心技术自主研发”，设有 727 个实验室，2017 年共完成发明专利申请 4182 件，授权发明专利 1273 件，发明专利授权量位列全国第七，这些技术专利积累为其打造创新增长点打下基础。

4. 11 年来首次不分红缘于投资大幅增加、结存现金大幅减少

1996 年至 2016 年，格力电器累计现金分红 19 次，分红总额达 417.92 亿元，超过期间净利润的 40%，在连续多年大比例分红后，公司宣布 2017 年中断分红，从财务报表看公司尽管 2017 年累计未分配利润高达 557 亿元、货币现金 996 亿元、经营性净现金流也有 163 亿元，看起来具备分红潜力，但是公司 2017 年投资支付的现金高达 124 亿元，比此前 4 年支付的现金总和还要多，加之 2017 年投资活动现金净流量为-622 亿元，反映公司迎来新的投资扩张期，期末现金余额也较前 2 年的 700 多亿元大幅降低近 500 亿元至 213 亿元，考虑到公司作为一家年销售额 1500 亿元的公司也需要较大规模的现金运营，则公司 2017 年的确不再具备大幅现金分红的基础。且公司对社会各界的分红要求回应比较积极，计划在 2018 年中期进行分红。

从公司业务角度看，公司要转型多元化的全球工业集团，在智能装备等新产业也需要大量投资。公司正在规划和实施的重点投资项目包括：新建空调基地项目，如洛阳、南京基地正在规划，杭州基地已在建设；智慧工厂升级项目，如珠海总部整体重新规划建设、重庆基地搬迁改造、珠海总部全球研发中心规划建设；智能装备如珠海智能装备、精密模具投资项目，武汉、洛阳智能装备投资项目；智能家电如成都、洛阳、合肥智能家电投资项目；集成电路设计投资项目；参与洛阳 LYC 轴承有限公司混改投资项目等。

图表 7：公司期末现金余额大幅减少



来源：国联证券研究所

5. 盈利预测与投资结论

随城镇化进程的推进，空调在三四级市场的扩张仍有空间；消费升级也为空调的多场所应用提供了增量；北方的“煤改电”项目也给空气源热泵提供了新的市场；同时老产品更新换代需求也在逐年提升。因此，尽管行业或许不再有 2017 年的辉煌，但庞大的市场规模仍给格力这样的龙头企业提供了发展空间。故我们在 2018 年 1 季度行业销量增幅 9.5% 及公司 1 季报扣非净利润增长 15.8% 的历史基础上，假设公司 2018 年销量增长 10%、收入增长 12%，预测公司 2018 年净利润为 244 亿元，每股收益为 4.06 元，动态估值为 11 倍，考虑到市场对公司开拓新产业及首次不分红的过激反应，我们将公司的短期投资评级调整为观望。但作为成长中的多元化全球工业集团，我们仍看好其长期价值。

图表 8：按万得一致预期格力估值仍处行业低位

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE	
					TTM	18E
2	000651.SZ	格力电器	27419701.34	27419701.34	12.24	10.91
	沪深(10)					
	最高值	最高值	33841876.03	33841876.03	27.85	24.35
	中位值	中位值	3766286.48	3642323.98	20.09	16.51
1	000333.SZ	美的集团	33841876.03	33841876.03	19.58	15.90
3	600690.SH	青岛海尔	10597285.94	10597285.94	14.79	12.98
4	000100.SZ	TCL集团	4432910.84	4432910.84	12.54	11.42
5	002032.SZ	苏泊尔	3877298.81	3877298.81	27.82	24.35
6	200418.SZ	小天鹅B	3655274.15	932255.06	15.36	13.24
7	000418.SZ	小天鹅A	3655274.15	2903429.09	25.67	22.13
8	002050.SZ	三花智控	3407349.15	3407349.15	25.95	22.41
9	002508.SZ	老板电器	3114725.73	3114725.73	20.60	17.11
10	603868.SH	飞科电器	2254230.00	2254230.00	27.85	23.11

货币单位：万元

数据来源：Wind

来源：国联证券研究所

6. 风险提示

行业销售大幅滑坡、公司市场份额减少、行业价格战、新投资领域不成功

图表9：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	100,915.	105,825.	149,472.	164,420.	179,217.	营业收入	108,302.	148,286.	166,080.	182,688.	199,130.
应收账款+票据	33,168.8	38,323.7	51,326.6	47,288.7	60,202.0	营业成本	72,885.6	99,562.9	111,817.	122,998.	134,068.
预付账款	1,814.95	3,717.87	913.59	4,181.02	1,372.11	营业税金及附加	1,430.40	1,513.04	1,694.60	1,864.06	2,031.83
存货	9,024.91	16,568.3	12,644.4	19,489.6	15,536.5	营业费用	16,477.2	16,660.2	18,659.5	20,525.4	22,372.7
其他	1,992.54	10,341.9	10,341.9	10,341.9	10,341.9	管理费用	5,488.96	6,071.14	7,931.79	8,724.97	9,510.22
流动资产合计	146,916.	175,379.	225,301.	246,323.	267,272.	财务费用	-4,845.5	431.28	-93.27	-66.17	-222.81
长期股权投资	103.91	110.39	110.39	110.39	110.39	资产减值损失	-0.99	263.79	116.37	116.37	116.37
固定资产	17,718.6	17,482.1	18,318.4	20,000.6	22,016.2	公允价值变动	1,093.33	9.21	100.00	100.00	100.00
在建工程	581.54	1,020.71	1,500.00	1,500.00	1,500.00	投资净收益	8.03	6.49	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,355.28	3,604.47	3,604.47	3,604.47	3,604.47	其他	1,716.89	1,536.72	1,806.72	1,806.72	1,806.72
其他非流动资产	8,031.87	10,377.3	10,377.1	10,376.9	10,376.6	营业利润	19,685.0	25,336.4	27,861.4	30,432.1	33,160.5
非流动资产合计	29,791.2	32,595.0	33,910.3	35,592.4	37,607.7	营业外净收益	-1,153.9	880.68	986.42	986.42	986.42
资产总计	176,708.	207,974.	259,211.	281,915.	304,880.	利润总额	18,531.1	26,217.1	28,847.8	31,418.5	34,147.0
短期借款	10,701.0	18,646.1	43,603.6	51,490.9	45,748.8	所得税	3,006.56	3,985.08	4,291.60	4,677.20	5,086.47
应付账款+票据	38,668.8	44,319.8	59,541.2	54,705.9	69,823.4	净利润	15,524.6	22,232.0	24,556.2	26,741.3	29,060.5
其他	72,152.8	77,926.6	75,545.1	80,517.1	78,109.6	少数股东损益	103.67	107.02	153.26	166.90	181.37
流动负债合计	121,522.	140,892.	178,689.	186,714.	193,682.	归属于母公司	15,420.9	22,125.0	24,403.0	26,574.4	28,879.1
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	10.80%	36.92%	12.00%	10.00%	9.00%
负债合计	121,522.	140,892.	178,689.	186,714.	193,682.	EBIT	22.04%	43.05%	5.77%	8.94%	8.13%
少数股东权益	1,059.65	1,239.79	1,393.05	1,559.94	1,741.31	EBITDA	23.38%	40.10%	-1.98%	9.43%	8.65%
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	归属于母公司	-11.46%	43.47%	10.30%	8.90%	8.67%
资本公积	183.40	103.88	103.88	103.88	103.88	获利能力					
留存收益	47,664.8	59,475.3	73,261.7	88,274.7	104,589.	毛利率	32.70%	32.86%	32.67%	32.67%	32.67%
股东权益合计	54,923.6	66,834.8	80,774.3	95,954.3	112,450.	净利率	14.33%	14.99%	14.79%	14.64%	14.59%
负债和股东权益	176,446.	207,727.	259,464.	282,668.	306,132.	ROE	28.63%	33.73%	30.74%	28.15%	26.09%
现金流量表						ROIC	32.40%	36.80%	28.17%	20.38%	18.40%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	16,664.9	22,111.2	23,597.2	25,782.3	28,101.5	资产负债	68.77%	67.75%	68.94%	66.23%	63.53%
折旧摊销	1,816.68	2,033.00	68.27	201.60	368.27	流动比率	1.21	1.24	1.26	1.32	1.38
财务费用	-3,245.9	1,532.77	-2,584.4	-2,806.5	-3,209.7	速动比率	1.12	1.05	1.13	1.16	1.25
存货减少	421.52	-7,583.4	3,923.88	-6,845.1	3,953.10	营运能力					
营运资金变动	-506.36	1,865.90	2,641.19	907.18	2,605.71	应收账款周转	3.29	3.90	3.27	3.89	3.34
其它	-3,962.9	-1,783.6	116.37	116.37	116.37	存货周转率	8.08	6.01	8.84	6.31	8.63
经营活动现金流	11,187.8	18,175.8	27,762.4	17,355.8	31,935.1	总资产周转率	0.61	0.71	0.64	0.65	0.65
资本支出	3,276.94	2,424.81	2,000.00	2,500.00	3,000.00	每股指标(元)					
长期投资	19,410.3	63,831.4	20,000.0	25,000.0	30,000.0	每股收益	2.56	3.68	4.06	4.42	4.80
其他	3,440.71	4,002.78	959.04	959.04	959.04	每股经营现金	1.86	3.02	4.61	2.89	5.31
投资活动现金流	-19,246.	-62,253.	-1,040.9	-1,540.9	-2,040.9	每股净资产	8.95	10.90	13.20	15.69	18.40
债权融资	1,328.26	8,601.18	24,957.5	7,887.33	-5,742.1	估值比率					
股权融资	0.00	90.49	0.00	0.00	0.00	市盈率	17.78	12.39	11.24	10.32	9.49
其他	-7,079.8	-10,961.	-8,032.2	-8,754.9	-9,354.3	市净率	5.09	4.18	3.45	2.90	2.48
筹资活动现金流	-5,751.5	-2,269.3	16,925.3	-867.57	-15,096.	EV/EBITDA	14.41	10.60	11.76	11.03	9.97
现金净增加额	-9,715.8	-48,145.	105,825.	149,472.	164,420.	EV/EBIT	15.92	11.46	11.79	11.11	10.09

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	021-38991500-811
深圳	张杰甫	0755-82556064