

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2018年08月31日

## 中报重启分红，收入业绩高增长

**事件:公司发布2018年半年度业绩。**公司2018年H1实现营业收入909.76亿元,同比增长31.5%,归母净利润128.06亿元,同比增长35.48%,扣非净利润126.32亿元,同比增长40.3%,EPS2.13元;其中Q2实现营业收入519.79亿元,同比增长30.15%,净利润72.25亿元,同比增长32.85%。此外,公司向全体股东每10股派发现金红利6元,共计派息36.09亿元(尚待股东大会批准),现金分红率为28.19%。

**上半年空调行业景气度高,公司空调业务高速增长。**1)分品类看,公司2018年H1空调业务收入758.2亿元,同比增长38.77%,根据产业在线数据显示,2018年1-6月格力家用空调总销量2690万台,同比增长16.7%;暖通资讯显示,中央空调在国内市占率同比提升1.61pct至17.03%。生活电器收入同比增长55.68%,智能装备业务增长下滑63.02%,但公司在各方面布局全面推进。2)分内外销看,公司2018H1内销同比增长38.27%,出口同比增长11.96%。产业在线数据显示,2018H1空调内销量1760万台,同比增长16.5%,出口930万台,同比增长17.1%。尽管从7月产业在线数据看,空调内销增速下滑5.1%,我们认为即使8月继续小幅下滑,9-12月在0%左右增长,行业内销也将达到9%增速,且龙头公司的表现明显优于行业,公司目前全年销售目标仍然维持2000亿。

**盈利能力进一步提升。**上半年公司毛利率为30.03%,同比下降1.91pct(其中空调业务毛利率下降4.09pct至34.37%,生活电器业务下降2.39pct,智能装备业务提升6.89pct)。空调业务毛利率的下降主要是出口业务毛利率下降较多,幅度达-5.82pct,此外,毛利率的下降要结合销售费用率和销售返利来看。2018H1公司销售费用率同比下降3.46pct,毛利率和销售费用率的双双下降表明公司在积极兑现返利当中,毛利率-销售费用率为21.3%,同比大幅提升1.6pct,其他流动负债中的销售返利科目与期初余额基本持平,公司真实盈利能力在加强。上半年由于公司职工薪酬等增加的原因,管理费用率同比提升0.87pct,由于汇兑损失同比减少,公司财务费用率同比下降0.07pct(上半年汇兑损失2.38亿元,去年同期汇兑损失4.9亿元)。综合看,公司净利率提升0.42pct至14.16%。

**迈向科技型多元工业集团,半年度重启分红。**除了空调行业,格力未来将在智能装备和机器人、精密铸造、新能源产业等进行多元布局。天眼查显示,格力电器的芯片公司珠海零边界集成电路有限公司成立,注册资本10亿元,董明珠任董事长,格力电器副总裁、总工程师谭建明任董事。

**盈利预测与投资建议:**公司空调业务预计将保持较高增速,从长期看业务多元化有助于打开新的成长空间。基于公司出货以及利润端表现略超预期,我们将公司2018-2020年净利润从原来的276、311和348亿调整为287、331和370亿,增速为28.26%、15.31%和11.73%,当前股价对应18-20年PE为8.5、7.4、6.6倍,维持“买入”评级。

**风险提示:**房地产周期性下行导致销量不达预期;原材料价格大幅上涨;渠道库存压力

### 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	40.60元
目标价格	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)	5,969.82
A股总市值(百万元)	244,238.67
流通A股市值(百万元)	242,374.52
每股净资产(元)	13.02
资产负债率(%)	63.64
一年内最高/最低(元)	58.70/36.42

### 作者

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

**马王杰** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110518080001  
mawangjie@tfzq.com

**罗岸阳** 联系人  
luoanyang@tfzq.com

**谢丽媛** 联系人  
xieliyuan@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:收入业绩均表现靓丽,经营性净现金流大幅增长》2018-04-27
- 《格力电器-年报点评报告:分红预案低于预期,收入业绩表现双靓丽》2018-04-26
- 《格力电器-季报点评:预收账款显著增长,新冷年具备充足压货空间》2017-11-01

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	110,113.10	150,019.55	200,042.00	221,075.74	242,817.14
增长率(%)	9.50	36.24	33.34	10.51	9.83
EBITDA(百万元)	14,511.75	28,386.91	33,463.19	38,332.92	42,479.82
净利润(百万元)	15,420.96	22,401.58	28,731.34	33,129.66	37,015.02
增长率(%)	23.05	45.27	28.26	15.31	11.73
EPS(元/股)	2.56	3.72	4.78	5.51	6.15
市盈率(P/E)	15.84	10.90	8.50	7.37	6.60
市净率(P/B)	4.53	3.72	3.06	2.54	2.13
市销率(P/S)	2.22	1.63	1.22	1.10	1.01
EV/EBITDA	3.21	5.68	3.71	2.88	2.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 事件：公司发布 2018 年半年度业绩

公司 2018 年 H1 实现营业收入 909.76 亿元，同比增长 31.5%，归母净利润 128.06 亿元，同比增长 35.48%，扣非净利润 126.32 亿元，同比增长 40.3%，EPS2.13 元；其中 Q2 实现营业收入 519.79 亿元，同比增长 30.15%，净利润 72.25 亿元，同比增长 32.85%。此外，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元，共计派息 36.09 亿元（尚待股东大会批准），现金分红率为 28.19%。

## 上半年空调行业景气度高，公司空调业务高速增长

**分品类看**，1)分品类看，公司 2018 年 H1 空调业务收入 758.2 亿元，同比增长 38.77%，根据产业在线数据显示，2018 年 1-6 月格力家用空调总销量 2690 万台，同比增长 16.7%；暖通资讯显示，中央空调在国内市占率同比提升 1.61pct 至 17.03%。生活电器收入同比增长 55.68%，智能装备业务增长下滑 63.02%，但公司在智能装备各方面全面布局推进。**分内外销看**，公司 2018H1 内销同比增长 38.27%，出口同比增长 11.96%。产业在线数据显示，2018H1 空调内销量 1760 万台，同比增长 16.5%，出口 930 万台，同比增长 17.1%。尽管从 7 月产业在线数据看，空调内销增速下滑 5.1%，我们认为即使 8 月继续延续 7 月小幅下滑，9-12 月保持 0%左右增长，行业内销也将达到 9%增速，且龙头公司的表现明显优于行业，公司目前全年销售目标仍然维持 2000 亿。

## 盈利能力进一步提升

上半年公司毛利率为 30.03%，同比下降 1.91pct（其中空调业务毛利率同比下降 4.09pct 至 34.37%，生活电器业务下降 2.39pct，智能装备业务同比提升 6.89pct）。空调业务毛利率的下降主要是出口业务毛利率下降较多，幅度达-5.82pct，此外，我们认为毛利率的下降要结合销售费用率和销售返利来看。2018H1 公司销售费用率同比下降 3.46pct，毛利率和销售费用率的双双下降表明公司在积极兑现返利当中，**从毛利率—销售费用率指标看，2018 年毛销差为 21.3%，同比大幅提升 1.6pct**。上半年由于公司职工薪酬增加和折旧摊销年限调整等原因，管理费用率同比提升 0.87pct，由于汇兑损失同比减少，公司财务费用率同比下降 0.07pct（上半年汇兑损失 2.38 亿元，去年同期汇兑损失 4.9 亿）。综合看，公司净利率提升 0.42pct 至 14.16%。

## 迈向科技型多远工业集团，半年度进行中期分红

凭借着深厚的研发积累，除了空调行业，格力未来将在智能装备和机器人、精密铸造、新能源产业等进行多元布局。天眼查数据显示，格力电器的芯片公司珠海零边界集成电路有限公司成立，注册资本 10 亿元，董明珠任董事长，格力电器副总裁、总工程师谭建明任董事。2017 年格力电器未进行年度分红，主要是芯片等投资所需金额存在不确定性，公司此次中期分红一定程度上稳定了对未来分红的预期。

## 盈利预测与投资建议

公司空调业务预计将保持较高增速，从长期看业务多元化有助于打开新的成长空间。基于公司出货以及利润端表现略超预期，我们将公司 2018-2020 年净利润从原来的 276、311 和 348 亿调整为 287、331 和 370 亿，增速为 28.26%、15.31%和 11.73%，当前股价对应 18-20 年 PE 为 8.5、7.4、6.6 倍，维持“买入”评级。。

## 风险提示

房地产周期性下行导致销量不达预期；原材料价格大幅上涨；渠道库存压力

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	95,613.13	99,610.43	121,429.84	134,910.44	159,581.21
应收账款	3,205.52	6,067.32	5,987.33	7,250.48	7,476.42
预付账款	1,814.95	3,717.87	1,470.99	4,237.67	2,041.85
存货	9,024.91	16,568.35	18,328.62	19,466.22	22,305.10
其他	33,252.28	45,570.68	63,583.08	54,486.56	72,826.09
<b>流动资产合计</b>	<b>142,910.78</b>	<b>171,534.65</b>	<b>210,799.86</b>	<b>220,351.37</b>	<b>264,230.67</b>
长期股权投资	103.91	110.39	110.39	110.39	110.39
固定资产	17,718.61	17,482.11	17,006.85	16,376.11	15,639.08
在建工程	581.54	1,020.71	648.43	437.06	292.23
无形资产	3,355.28	3,604.47	3,516.73	3,428.99	3,341.26
其他	12,962.40	14,542.24	13,443.01	13,885.31	13,955.89
<b>非流动资产合计</b>	<b>34,721.74</b>	<b>36,759.92</b>	<b>34,725.41</b>	<b>34,237.86</b>	<b>33,338.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>182,369.71</b>	<b>214,968.00</b>	<b>251,953.02</b>	<b>260,535.35</b>	<b>303,918.62</b>
短期借款	10,701.08	18,646.10	19,600.00	19,600.00	19,600.00
应付账款	31,764.08	37,157.37	52,958.02	45,509.74	62,449.61
其他	84,411.12	91,687.33	97,677.49	96,924.97	104,643.24
<b>流动负债合计</b>	<b>126,876.28</b>	<b>147,490.79</b>	<b>170,235.51</b>	<b>162,034.71</b>	<b>186,692.85</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	569.82	642.41	572.82	595.02	603.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>569.82</b>	<b>642.41</b>	<b>572.82</b>	<b>595.02</b>	<b>603.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>127,446.10</b>	<b>148,133.20</b>	<b>170,808.33</b>	<b>162,629.73</b>	<b>187,296.27</b>
少数股东权益	1,059.65	1,239.79	1,419.66	1,615.77	1,824.98
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	183.40	103.88	103.88	103.88	103.88
留存收益	47,758.02	59,343.63	73,709.30	90,274.13	108,781.64
其他	(93.20)	131.77	(103.88)	(103.88)	(103.88)
<b>股东权益合计</b>	<b>54,923.60</b>	<b>66,834.80</b>	<b>81,144.69</b>	<b>97,905.63</b>	<b>116,622.35</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>182,369.71</b>	<b>214,968.00</b>	<b>251,953.02</b>	<b>260,535.35</b>	<b>303,918.62</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	15,524.63	22,508.60	28,731.34	33,129.66	37,015.02
折旧摊销	1,816.68	2,033.00	995.28	1,009.85	1,019.59
财务费用	(3,245.96)	1,532.77	(1,429.27)	(1,801.33)	(2,232.21)
投资损失	2,221.36	(396.65)	(300.00)	(400.00)	(400.00)
营运资金变动	2,605.71	(13,334.90)	4,542.34	(4,167.32)	5,314.53
其它	(4,062.46)	4,015.72	177.82	196.11	209.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,859.95</b>	<b>16,358.54</b>	<b>32,717.51</b>	<b>27,966.97</b>	<b>40,926.14</b>
资本支出	3,253.43	2,418.40	129.59	57.80	41.60
长期投资	8.45	6.48	0.00	0.00	0.00
其他	(22,508.44)	(64,678.33)	360.18	743.82	(94.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,246.55)</b>	<b>(62,253.46)</b>	<b>489.78</b>	<b>801.62</b>	<b>(52.98)</b>
债权融资	10,701.08	18,646.10	20,401.25	19,867.08	19,956.11
股权融资	4,938.09	(364.65)	1,223.34	1,840.72	2,255.48
其他	(21,390.73)	(20,550.79)	(33,012.47)	(36,995.79)	(38,413.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,751.56)</b>	<b>(2,269.34)</b>	<b>(11,387.88)</b>	<b>(15,288.00)</b>	<b>(16,202.39)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(10,138.16)</b>	<b>(48,164.26)</b>	<b>21,819.41</b>	<b>13,480.60</b>	<b>24,670.77</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>110,113.10</b>	<b>150,019.55</b>	<b>200,042.00</b>	<b>221,075.74</b>	<b>242,817.14</b>
营业成本	72,885.64	99,562.91	133,428.01	146,794.29	161,473.40
营业税金及附加	1,430.40	1,513.04	2,037.27	2,451.00	2,537.97
营业费用	16,477.27	16,660.27	23,604.96	25,423.71	27,438.34
管理费用	5,488.96	6,071.14	8,601.81	9,329.40	10,101.19
财务费用	(4,845.55)	431.28	(1,429.27)	(1,801.33)	(2,232.21)
资产减值损失	(0.99)	263.79	200.00	154.27	206.02
公允价值变动收益	1,093.33	9.21	(2.05)	0.00	0.00
投资净收益	(2,221.36)	396.65	300.00	400.00	400.00
其他	2,349.70	(1,015.41)	(595.91)	(800.00)	(800.00)
<b>营业利润</b>	<b>17,455.70</b>	<b>26,126.67</b>	<b>33,897.18</b>	<b>39,124.41</b>	<b>43,692.44</b>
营业外收入	1,096.23	511.06	500.00	500.00	500.00
营业外支出	20.74	20.54	20.00	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>18,531.19</b>	<b>26,617.18</b>	<b>34,377.18</b>	<b>39,604.41</b>	<b>44,172.44</b>
所得税	3,006.56	4,108.59	5,465.97	6,278.64	6,948.21
<b>净利润</b>	<b>15,524.63</b>	<b>22,508.60</b>	<b>28,911.21</b>	<b>33,325.77</b>	<b>37,224.23</b>
少数股东损益	103.67	107.02	179.87	196.11	209.21
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15,420.96</b>	<b>22,401.58</b>	<b>28,731.34</b>	<b>33,129.66</b>	<b>37,015.02</b>
每股收益(元)	2.56	3.72	4.78	5.51	6.15

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.50%	36.24%	33.34%	10.51%	9.83%
营业利润	29.15%	49.67%	29.74%	15.42%	11.68%
归属于母公司净利润	23.05%	45.27%	28.26%	15.31%	11.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.81%	33.63%	33.30%	33.60%	33.50%
净利率	14.00%	14.93%	14.36%	14.99%	15.24%
ROE	28.63%	34.15%	36.04%	34.41%	32.24%
ROIC	-20.29%	-47.09%	-75.96%	-77.83%	-93.00%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.88%	68.91%	67.79%	62.42%	61.63%
净负债率	28.46%	31.62%	36.82%	29.60%	6.73%
流动比率	1.13	1.16	1.24	1.36	1.42
速动比率	1.06	1.05	1.13	1.24	1.30
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	34.74	32.36	33.19	33.40	32.98
存货周转率	11.90	11.72	11.46	11.70	11.63
总资产周转率	0.64	0.76	0.86	0.86	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.56	3.72	4.78	5.51	6.15
每股经营现金流	2.47	2.72	5.44	4.65	6.80
每股净资产	8.95	10.90	13.25	16.01	19.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.84	10.90	8.50	7.37	6.60
市净率	4.53	3.72	3.06	2.54	2.13
EV/EBITDA	3.21	5.68	3.71	2.88	2.01
EV/EBIT	3.66	6.12	3.82	2.96	2.06

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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。

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com