

格力电器 (000651) 2018年三季度报点评

业绩稳健，步步为盈

2018年10月31日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2018 年三季度业绩报告，1-9 月份公司实现营业总收入 1500.50 亿元，同比增长 33.94%；实现归母净利 211.18 亿元，同比增长 36.59%。单三季度公司实现营业总收入 580.45 亿元，同比增长 38.18%；实现归母净利 83.12 亿元，同比增长 15.06%。三季度收入与业绩环比二季度均有所提升，彰显公司空调行业绝对龙头地位。
- ◆ 主营业务三季度业绩亮眼。一方面公司主营业务持续贡献，据产业在线数据，2018 年 1-9 月份家用空调内销量 YOY+8.42%，其中格力空调内销同比增速达 10.18%领跑行业；此外三季度出口量 YOY+12.70%增长稳健，系公司加大了外销力度。另一方面或为去年同期低基数效应影响，17Q3 公司收入同比增速仅为 24.72%，而同期预收款项同比增幅却达 140.06%，显然有部分收入因结算节奏或口径等因素而未确认收入，导致去年同期收入基数偏低，若还原来看 18Q3 公司的收入增长与总销量增速基本匹配，内生增长真实反映公司靓丽业绩。
- ◆ 毛利率小幅下滑，预收款项环比增长。1-9 月份公司毛利率小幅下滑，YOY-1.22pct 至 30.15%，单三季度毛利率环比二季度改善 0.96pct，主要得益于三季度原材料价格下行。公司销售费用率 YOY-2pct，管理费用率（剔除研发费用影响）YOY+0.14pct，降本增效成果显著，研发规模持续扩大，研发费用率 YOY+0.84%，带动净利率 YOY+0.27pct，盈利水平持平。Q3 预收款项环比 Q2 大幅增长 114.49 亿元，但同比增速有所下滑，YOY-52.02%，我们认为主要是去年三季度经销商因 17 年空调销售火热加大了 18 年的预期、新冷年开盘之际加大备货提前打款，同时叠加部分补库存需求导致同期基数较高所致。开盘打款虽然同比下滑，但在三季度空调渠道库存水位较高的前提下，预收环比改善也显得弥足珍贵。
- ◆ Q3 现金流大幅提升，在手现金充沛。1-9 月份公司经营性现金流净额 YOY+6.44%，单三季度同比大幅提升 191.86%，环比二季度也实现显著改善，或受益于经销商回款。在手现金充沛，货币资金 YOY+11.66%，彰显公司经营稳健以及强大的造血能力。在当前行业承压之际，公司仍能保持稳定的现金净流入，表明公司深厚扎实的渠道经销商基础再次显示其对企业的反哺支持，凸显其龙头优势。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

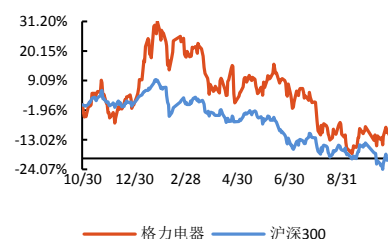
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	218852.29
流通市值（百万元）	217181.90
52周最高/最低（元）	58.70/35.60
52周最高/最低（PE）	17.57/8.35
52周最高/最低（PB）	5.34/3.28
52周涨幅（%）	-16.85
52周换手率（%）	255.79

相关研究

《空调龙头再创强劲业绩表现》

2018.10.09

《主营业务景气延续》

2018.08.31

【投资建议】

- ◆ 我们认为，三季度公司略超预期的收入增速经还原测算后仍真实反映出公司稳健的发展趋势，当然适当地补库存存在淡季也是合理的经营模式；在国内空调行业增长乏力的背景下，加大出口的力度也体现出公司向外突破的决心，品牌溢价已实现跨境复制。当前空调渠道库存相对高位，我们预计公司四季度将会采取更为温和的增长策略，预计公司 18/19/20 年营收达 1763.04/2053.17/2344.34 亿元，归母净利 284.26/326.11/346.72 亿元，EPS4.73/5.42/5.76 元，对应 PE7.83/6.83/6.42 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	150019.55	176303.90	205316.86	234434.07
增长率（%）	36.24	17.52	16.46	14.18
EBITDA（百万元）	29081.47	36480.58	41703.25	44355.52
归母净利润（百万元）	22401.58	28425.96	32611.46	34671.81
增长率（%）	45.27	26.89	14.72	6.32
EPS（元/股）	3.72	4.73	5.42	5.76
市盈率（P/E）	9.94	7.83	6.83	6.42
市净率（P/B）	3.39	2.66	2.12	1.74
EV/EBITDA	4.87	3.27	2.30	1.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 地产景气度下行；
- ◆ 多元化推进不及预期；
- ◆ 管理层波动风险；
- ◆ 原材料价格上涨。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	171534.65	206972.67	249587.89	293697.59
货币资金	99610.43	128569.52	157143.82	187849.32
应收及预付	43930.85	50701.85	62109.05	73205.13
存货	16568.35	14387.04	17020.75	19328.88
其他流动资产	11425.01	13314.26	13314.26	13314.26
非流动资产	43433.35	42170.00	40538.40	39039.97
长期股权投资	110.39	10.39	-89.61	-189.61
固定资产	17467.37	16140.71	14476.78	12866.82
在建工程	1020.71	884.28	718.57	663.43
无形资产	3606.68	3903.60	4202.14	4468.66
其他长期资产	21228.21	21231.02	21230.53	21230.67
资产总计	214968.00	249142.67	290126.29	332737.56
流动负债	147490.79	163249.82	182795.76	202469.43
短期借款	18646.10	25415.41	30442.79	35543.06
应付及预收	66853.65	75843.37	90361.93	104935.33
其他流动负债	61991.05	61991.05	61991.05	61991.05
非流动负债	642.41	642.41	642.41	642.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	642.41	642.41	642.41	642.41
负债合计	148133.20	163892.23	183438.17	203111.84
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73
资本公积	103.88	103.88	103.88	103.88
留存收益	59239.75	77438.96	98620.53	121260.88
归属母公司股东权益	65595.01	83794.22	104975.79	127616.13
少数股东权益	1239.79	1456.22	1712.33	2009.58
负债和股东权益	214968.00	249142.67	290126.29	332737.56

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	150019.55	176303.90	205316.86	234434.07
营业成本	99759.29	113581.88	132916.95	151930.10
营业税金及附加	1513.04	1798.30	2094.23	2391.23
销售费用	16660.27	18353.24	21394.02	25858.08
管理费用	6071.14	7246.09	9095.54	11768.59
财务费用	431.28	642.75	806.82	934.68
资产减值损失	263.79	607.54	287.66	214.76
公允价值变动收益	9.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	396.65	-476.02	-185.13	-282.09
资产处置收益	-1.02	-0.20	-0.05	0.00
其他收益	401.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	26126.67	33597.89	38536.46	41054.54
营业外收入	511.06	241.12	288.39	253.14
营业外支出	20.54	22.74	20.17	21.89
利润总额	26617.18	33816.27	38804.68	41285.79
所得税	4108.59	5173.89	5937.12	6316.73
净利润	22508.60	28642.38	32867.57	34969.07
少数股东损益	107.02	216.42	256.11	297.26
归属母公司净利润	22401.58	28425.96	32611.46	34671.81
EBITDA	29081.47	36480.58	41703.25	44355.52

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	16497.26	34524.46	36710.69	39908.83
净利润	22508.60	28642.38	32867.57	34969.07
折旧摊销	2033.00	2021.57	2091.75	2135.05
营运资金变动	-8417.03	2003.95	289.99	1054.43
其它	372.69	1856.56	1461.38	1750.29
投资活动现金流	-62253.46	-1115.86	-477.06	-787.46
资本支出	-2421.26	-639.84	-291.93	-505.37
投资变动	-59832.20	-476.02	-185.13	-282.09
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2269.34	-4449.52	-7659.32	-8415.87
银行借款	21610.16	0.00	0.00	0.00
债券融资	13008.99	0.00	0.00	0.00
股权融资	90.49	0.00	0.00	0.00
其他	-36978.98	-4449.52	-7659.32	-8415.87
现金净增加额	-48025.54	28959.08	28574.31	30705.50
期初现金余额	95613.13	99610.43	128569.52	157143.82
期末现金余额	45789.56	128569.52	157143.82	187849.32

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	36.24	17.52	16.46	14.18
营业利润增长	49.67	28.60	14.70	6.53
归属母公司净利润增长	45.27	26.89	14.72	6.32
获利能力 (%)				
毛利率	33.50	35.58	35.26	35.19
净利率	14.93	16.12	15.88	14.79
ROE	34.15	33.92	31.07	27.17
ROIC	13.54	14.60	14.39	13.27
偿债能力				
资产负债率 (%)	68.91	65.78	63.23	61.04
净负债比率	-1.22	-1.22	-1.19	-1.18
流动比率	1.16	1.27	1.37	1.45
速动比率	1.05	1.18	1.27	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.76	0.76	0.75
应收账款周转率	34.19	34.95	36.73	37.89
存货周转率	7.80	7.89	7.81	7.86
每股指标 (元)				
每股收益	3.72	4.73	5.42	5.76
每股经营现金流	2.74	5.74	6.10	6.63
每股净资产	10.90	13.93	17.45	21.21
估值比率				
P/E	9.94	7.83	6.83	6.42
P/B	3.39	2.66	2.12	1.74
EV/EBITDA	4.87	3.27	2.30	1.58

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。