

2018年10月31日

格力电器 (000651.SZ)

Q3 收入超预期，经营政策稳定

■事件：格力电器公布2018年三季报。公司Q3单季度收入YoY+38.2%，业绩YoY+38.4%，扣非业绩YoY+31.9%。10月8日晚，格力已发布业绩预告；此次三季报的实际收入、业绩情况，在预计区间的中枢位置。我们看好空调行业的长期成长空间，对公司前景保持乐观。短期而言，渠道库存水平值得关注，但更关键要看明年夏季的销售态势。

■2018Q3 收入超预期：根据第三方监测数据和我们渠道调研了解的情况，下半年开始空调终端零售增速放缓，而格力实现了单季度收入YoY+38.2%的快速增长，体现了较强的渠道控制力。我们也注意到，截至9月末格力预收款YoY+52.0%，应收票据及应收账款YoY+0.6%。同比变化与基数效应相关：2017年空调市场火爆超预期，促成了经销商积极打款主动补库存，当年9月末预收款YoY+140.0%；而今年空调市场回归平淡，经销商趋于理性，备货意愿不及去年同期。从绝对额看，今年的预收款绝对额高于2016年同期，略低于2015/2014年同期，仍在合理范围之内。

■虽然行业承压，格力经营政策保持稳定：在行业压力下，格力Q3单季度的毛利率、销售费用并未出现明显波动，毛利率同比下滑0.1pct，销售费用率小幅提高0.5pct，递延所得税资产、其他流动负债科目同比、环比均基本持平，体现出公司经营政策的可持续性。

■汇率变动带来正贡献：Q3单季度，格力财务费用率因汇兑收益降低0.5pct。汇率变动还会影响到外汇衍生品的“公允价值变动收益”及“投资收益”，公司Q3单季度整体投资净收益-4.8亿元、公允价值变动收益4.5亿元，其中远期金融合约Q3公允价值变动收益0.4亿元，综上，我们判断汇率变动对格力的收益是较大的正贡献，且主要体现在汇兑收益。

■投资建议：二级市场对空调行业的景气度能否持续存疑。我们认为，投资者在分析地产景气影响的同时，容易忽略居民消费能力自然提升所带来的贡献。我们看好空调行业的长期增长空间，也看好格力进一步产生垄断红利。预计公司2018年~2020年EPS分为4.63/4.94/5.59元；维持买入-A的投资评级，6个月目标价49.4元，相当于2019年10倍动态市盈率。

■风险提示：房地产下行超预期，原料价格大幅上涨，外贸环境恶化的风险。

100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,101.1	1,500.2	1,955.1	2,094.0	2,380.1
净利润	154.2	224.0	278.7	296.9	336.3
每股收益(元)	2.56	3.72	4.63	4.94	5.59
每股净资产(元)	8.95	10.90	13.17	15.60	18.42

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	14.4	9.9	8.0	7.5	6.6
市净率(倍)	4.1	3.4	2.8	2.4	2.0
净利润率	14.0%	14.9%	14.3%	14.2%	14.1%
净资产收益率	28.6%	34.2%	35.2%	31.6%	30.3%
股息收益率	4.9%	0.0%	6.3%	6.7%	7.6%
ROIC	-20.3%	-47.1%	-72.4%	-42.2%	-69.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 **买入-A**

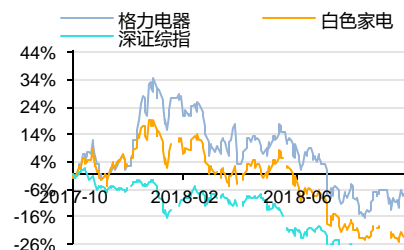
维持评级

6个月目标价：**49.4元**
股价(2018-10-30) **37.00元**

交易数据

总市值(百万元)	222,582.04
流通市值(百万元)	220,883.18
总股本(百万股)	6,015.73
流通股本(百万股)	5,969.82
12个月价格区间	35.77/57.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.17	7.45	27.18
绝对收益	-8.08	-10.43	3.1

张立聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

王修宝 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517090003
wangxb1@essence.com.cn

相关报告

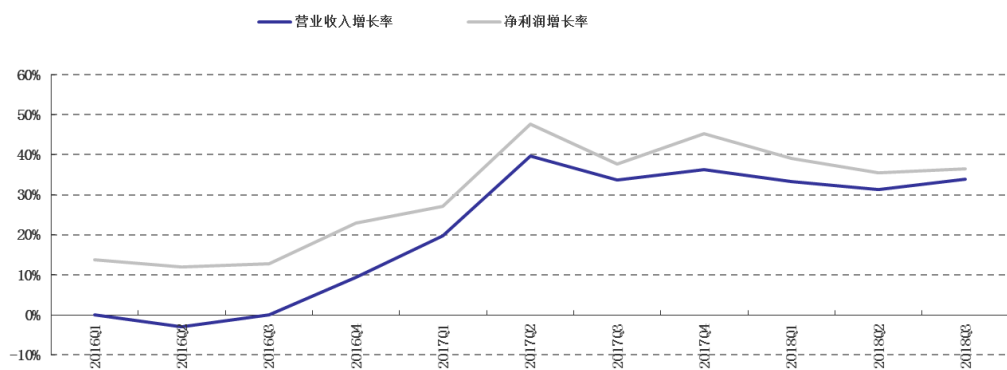
格力电器：2018 中期分红可期--2018 一季报点评/张立聪	2018-04-27
格力电器：空调何曾失望/张立聪	2017-11-01
格力电器：Q2 有惊喜，Q3 亦可期/张立聪	2017-08-31

表 1: 财务指标分析

	%	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入 YoY		20	60	25	44	33	30	38
归母净利 YoY		27	68	24	64	39	33	38
扣非归母净利 YoY		15	37	41	45	16	57	32
销售毛利率		34	30	30	37	31	29	30
销售费用率		14.8	10	8	13	11	7	8
毛利率-销售费用率		19.6	20	23	25	20	22	22
销售净利率		14	14	14	19	14	14	14
ROE		7	10	11	11	8	10	10
扣非后 ROE		6	10	12	9	6	11	11
ROA		2	3	3	3	3	3	4
销售商品提供劳务收到的现金/收入		105	54	74	66	85	38	55
经营活动现金净流量/收入		30	-13	5	28	36	-11	11
经营活动现金净流量/经营净收益		203	-80	27	155	239	-61	63
经营现金流净额占比		76	95	-19	-25	169	-89	304
投资现金流净额占比		-26	82	3	127	-63	171	-500
筹资现金流净额占比		50	-76	116	-2	-6	18	296

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E	100,000,000	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,101.1	1,500.2	1,955.1	2,094.0	2,380.1	成长性					
减:营业成本	728.9	995.6	1,295.3	1,384.1	1,565.8	营业收入增长率	9.5%	36.2%	30.3%	7.1%	13.7%
营业税费	14.3	15.1	19.7	21.1	24.0	营业利润增长率	29.1%	49.7%	24.4%	6.6%	13.1%
销售费用	164.8	166.6	254.2	284.8	340.4	净利润增长率	23.0%	45.3%	24.4%	6.5%	13.3%
管理费用	54.9	60.7	88.0	94.2	107.1	EBITDA 增长率	7.1%	95.6%	16.1%	5.0%	9.7%
财务费用	-48.5	4.3	-18.1	-23.6	-35.7	EBIT 增长率	3.8%	107.5%	16.5%	5.1%	10.3%
资产减值损失	-0.0	2.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.7%	112.6%	15.9%	5.1%	10.3%
加:公允价值变动收益	10.9	0.1	5.0	5.0	5.0	投资资本增长率	-8.4%	-24.6%	80.6%	-32.7%	53.8%
投资和汇兑收益	-22.2	4.0	4.0	8.0	8.0	净资产增长率	13.1%	21.7%	20.6%	18.3%	18.0%
营业利润	174.6	261.3	325.0	346.4	391.6	利润率					
加:营业外净收支	10.8	4.9	5.3	5.5	7.0	毛利率	33.8%	33.6%	33.7%	33.9%	34.2%
利润总额	185.3	266.2	330.3	351.9	398.6	营业利润率	15.9%	17.4%	16.6%	16.5%	16.5%
减:所得税	30.1	41.1	50.2	53.5	60.6	净利润率	14.0%	14.9%	14.3%	14.2%	14.1%
净利润	154.2	224.0	278.7	296.9	336.3	EBITDA/营业收入	13.2%	18.9%	16.9%	16.5%	16.0%
						EBIT/营业收入	11.5%	17.6%	15.7%	15.4%	15.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	54	42	32	28	22
货币资金	956.1	996.1	1,564.1	1,256.4	1,589.1	流动营业资本周转天数	-230	-152	-132	-128	-112
交易性金融资产	-	6.0	6.0	6.0	6.0	流动资产周转天数	431	377	380	383	357
应收账款	32.1	60.7	47.9	74.2	71.2	应收帐款周转天数	10	11	10	11	11
应收票据	299.6	322.6	546.4	395.9	688.4	存货周转天数	30	31	30	30	30
预付帐款	18.1	37.2	18.5	43.8	31.2	总资产周转天数	562	477	459	453	416
存货	90.2	165.7	165.3	188.3	203.2	投资资本周转天数	-163	-100	-93	-93	-84
其他流动资产	32.9	127.1	66.0	75.3	89.5	投资回报率					
可供出售金融资产	13.8	21.7	20.9	18.8	20.5	ROE	28.6%	34.2%	35.2%	31.6%	30.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	10.5%	9.9%	12.2%	11.0%
长期股权投资	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	ROIC	-20.3%	-47.1%	-72.4%	-42.2%	-69.1%
投资性房地产	6.0	5.2	5.2	5.2	5.2	费用率					
固定资产	177.2	174.8	173.0	155.6	137.7	销售费用率	15.0%	11.1%	13.0%	13.6%	14.3%
在建工程	5.8	10.2	10.2	10.2	10.2	管理费用率	5.0%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	33.6	36.0	35.2	34.3	33.4	财务费用率	-4.4%	0.3%	-0.9%	-1.1%	-1.5%
其他非流动资产	109.8	118.5	107.5	111.9	112.6	三费/营业收入	15.5%	15.4%	16.6%	17.0%	17.3%
资产总额	1,823.7	2,149.7	2,831.6	2,436.5	3,062.8	偿债能力					
短期债务	107.0	186.5	312.7	67.3	-	资产负债率	69.9%	68.9%	71.5%	60.9%	63.3%
应付帐款	317.6	371.6	648.8	408.5	762.7	负债权益比	232.0%	221.6%	251.4%	155.5%	172.2%
应付票据	91.3	97.7	197.4	125.6	231.1	流动比率	1.13	1.16	1.20	1.38	1.39
其他流动负债	752.8	819.2	860.8	875.4	937.8	速动比率	1.06	1.05	1.11	1.25	1.28
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-2.62	61.11	-17.00	-13.68	-9.98
其他非流动负债	5.7	6.4	6.0	6.0	6.0	分红指标					
负债总额	1,274.5	1,481.3	2,025.7	1,482.8	1,937.5	DPS(元)	1.80	-	2.32	2.47	2.80
少数股东权益	10.6	12.4	13.8	15.3	17.0	分红比率	70.2%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	60.2	60.2	60.2	60.2	60.2	股息收益率	4.9%	0.0%	6.3%	6.7%	7.6%
留存收益	477.6	593.4	731.9	878.3	1,048.1						
股东权益	549.2	668.3	805.9	953.8	1,125.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E		
净利润	155.2	225.1	278.7	296.9	336.3	EPS(元)	2.56	3.72	4.63	4.94	5.59
加:折旧和摊销	18.2	20.3	22.7	23.3	23.8	BVPS(元)	8.95	10.90	13.17	15.60	18.42
资产减值准备	-0.0	2.6	-	-	-	PE(X)	14.4	9.9	8.0	7.5	6.6
公允价值变动损失	-10.9	-0.1	5.0	5.0	5.0	PB(X)	4.1	3.4	2.8	2.4	2.0
财务费用	-32.5	15.3	-18.1	-23.6	-35.7	P/FCF	17.0	12.0	3.2	-13.8	4.4
投资损失	22.2	-4.0	-4.0	-8.0	-8.0	P/S	2.0	1.5	1.1	1.1	0.9
少数股东损益	1.0	1.1	1.4	1.5	1.7	EV/EBITDA	3.2	5.7	2.4	2.5	1.2
营运资金的变动	26.1	-133.3	297.8	-235.3	215.6	CAGR(%)	24.3%	14.5%	30.4%	24.3%	14.5%
经营活动产生现金流量	148.6	163.6	583.6	59.7	538.7	PEG	0.6	0.7	0.3	0.3	0.5
投资活动产生现金流量	-192.5	-622.5	-17.6	4.9	-7.7	ROIC/WACC	-2.1	-4.9	-7.5	-4.4	-7.2
融资活动产生现金流量	-57.5	-22.7	2.0	-372.3	-198.3	REP	0.5	0.9	0.2	0.4	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪、王修宝声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034