

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2019年04月09日

## 集团拟转让 15%股权

**事件：**格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 的股票。本次转让价格不低于提示性公告日 (2019 年 4 月 9 日) 前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值，最终转让价格以公开征集并经国资监管部门批复的结果为准。本次转让完成后，公司控股股东和实际控制人可能将发生变更。格力集团后续将进一步研究制定公开征集转让的具体方案，本次公开征集转让尚需取得国资监管部门等有权机构的批准，是否能取得批准及批准时间存在不确定性。

**转让 15% 股权，意味着价值将至少达到 412 亿。**按照 (2019 年 4 月 9 日) 前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值计算，定价为 45.67 元/股，15% 的股权价值将达到 412 亿元，我们预计大概率通过一些条件限制以确保不会出现做过于分散的股权转让方案，这也就意味着，受让方必须拥有足够的资本实力。

**预计管理层意愿将会对竞标结果有重要影响。**从管理层的意愿来看，与管理层关系更为友好的资本方无疑会更受欢迎。我们认为，参考万科这样的大型企业，多个战略性股东不具有绝对控制权，而交由优秀的管理层团队去经营，这将能够很大程度减少委托代理问题，改善公司资本治理结构。此外，我们认为，格力电器本身具有类“毒丸计划”以规避恶性竞标风险。从格力电器资产负债表中来看，截止 2018Q3，格力账上拥有货币资金 1042.7 亿元，其相对应的负债端，除了常规的短期借款与应付账款之外，其他流动负债科目有 603.78 亿元。2018 年中报细分解释项表明，大量的未发放返点费用 591.95 亿元，是格力历年以来潜在的利润蓄水池。但我们强调，其会计科目上归属权来看，为历年来应付给经销商而未发放的返利。

**是否会出现媒体报道预期中的管理层或经销商 MBO?**以目前格力电器的股权关系看，公司与经销商的深度绑定、共同深耕产业，是格力商业模式成功的一大关键所在。近年来，格力电器也通过旗下的格力财务公司，给予经销商支持，也使得格力对于经销商有更为强大的话语权。我们认为，京海担保作为第二大股东，的确存在进一步增持公司的可能性。但从京海担保的实力来看，从 2007 年京海担保入股格力以来，累计从格力分红为 39.37 亿元。从资金实力角度来看，仍缺乏全盘接手股权的资金能力。

**投资建议与评级。**整体看，格力集团转让公司控制权，将使得公司治理朝着更加市场化的方向发展。若后续管理层与公司新的实际控制人利益一致，则将减少更多委托代理问题。截止 2019 年 4 月 8 日，公司的 EV/EBITDA 为 7.3 倍，参考海外家电龙头 8-10 倍，仍有提升空间。我们维持公司 2018-2019 年盈利预测，预计 2018-2020 年利润为 267.21 亿、294.44 亿和 325.9 亿元，当前股价对应 PE 为 18-20 年 10.6 倍、9.7 倍和 8.7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**控制权转让存在不确定性；转让控制权可能对经营产生波动

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	200,089.61	209,882.03	221,482.05
增长率(%)	9.50	36.24	33.38	4.89	5.53
EBITDA(百万元)	14,511.75	28,386.91	31,069.82	33,978.98	37,303.59
净利润(百万元)	15,420.96	22,401.58	26,721.46	29,444.18	32,590.27
增长率(%)	23.05	45.27	19.28	10.19	10.68
EPS(元/股)	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42
市盈率(P/E)	18.42	12.68	10.63	9.65	8.71
市净率(P/B)	5.27	4.33	3.61	3.04	2.59
市销率(P/S)	2.58	1.89	1.42	1.35	1.28
EV/EBITDA	3.21	5.68	5.31	4.52	3.51

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	47.21 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)	284,002.65
流通 A 股市值(百万元)	281,835.00
每股净资产(元)	14.41
资产负债率(%)	64.43
一年内最高/最低(元)	51.06/35.35

### 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** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518120002  
luoanyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《格力电器-公司点评:董明珠获 11 届董事会提名，缓解市场不确定性担心》 2019-01-02
- 2 《格力电器-公司点评:拟参与闻泰科技收购安世集团项目，多元布局加快》 2018-12-03
- 3 《格力电器-季报点评:Q3 收入利润逆势高速增长，引领行业》 2018-10-31



## 事件：格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 的股票

格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 的股票。本次转让价格不低于提示性公告日（2019 年 4 月 9 日）前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值，最终转让价格以公开征集并经国资监管部门批复的结果为准。本次转让完成后，公司控股股东和实际控制人可能将发生变更。格力集团后续将进一步研究制定公开征集转让的具体方案，本次公开征集转让尚需取得国资监管部门等有权机构的批准，是否能取得批准及批准时间存在不确定性。

### 转让 15% 股权，意味着价值将至少达到 412 亿

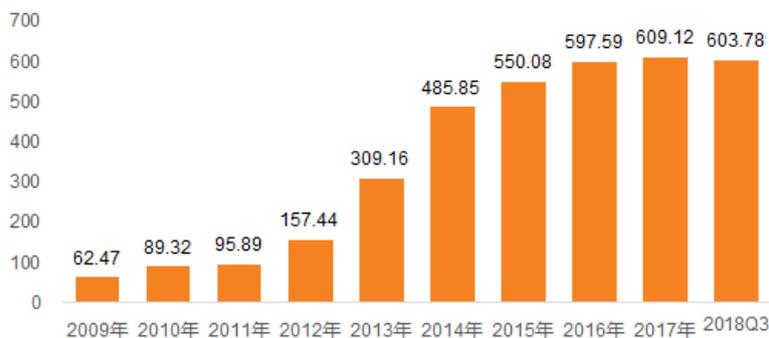
按照（2019 年 4 月 9 日）前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值计算，定价为 45.67 元/股，15% 的股权价值将达到 412 亿元。按照转让 15% 股权比例之后，珠海市人民政府的代表方格力集团将保留 3.22% 股份比例，仍将拥有一个董事会席位来看，如果 15% 股权分解给多位竞标者，将会带来更为松散的董事会席位，这也会给公司带来过多的代理人问题以及利益之争，这将影响管理层的中长期规划选择，因此，尽管目前是公开招标的方式进行转让，我们预计大概率通过一些条件限制以确保不会出现做过于分散的股权转让方案，这也就意味着，受让方必须拥有足够的资本实力。

### 预计管理层意愿将会对竞标结果有重要影响

从管理层的意愿来看，与管理层关系更为友好的资本方无疑会更受欢迎。我们认为，参考万科这样的大型企业，多个战略性股东不具有绝对控制权，而交由优秀的管理层团队去经营，这将能够很大程度减少委托代理问题，改善公司资本治理结构。例如，曾经的“格力父子之争”便是过去股权制度之下所引起的管理问题。

此外，我们认为，格力电器本身具有类“毒丸计划”以规避恶性竞标风险。从格力电器资产负债表中来看，截止 2018Q3，格力账上拥有货币资金 1042.7 亿元，其相对应的负债端，除了常规的短期借款与应付账款之外，其他流动负债科目有 603.78 亿元。2018 年中报细分解释项表明，大量的未发放返点费用 591.95 亿元，是格力历年以来潜在的利润蓄水池。但我们强调，其会计科目上归属权来看，为历年来应付给经销商而未发放的返利。

图 1：格力电器其他流动负债（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 是否会出现媒体报道预期中的管理层或经销商 MBO?

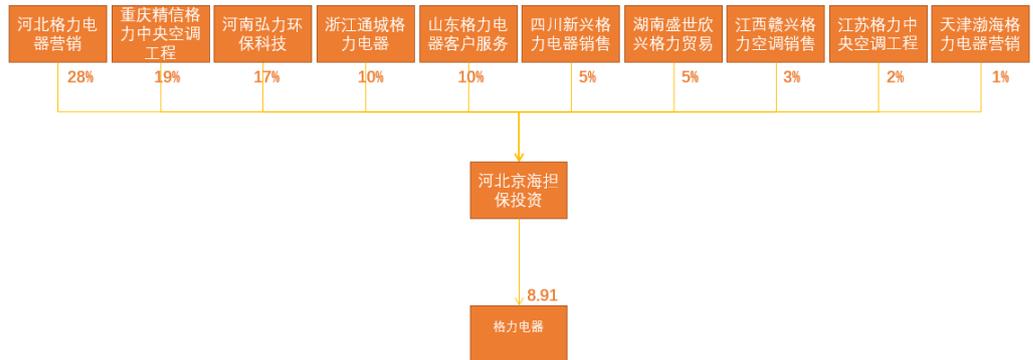
以目前格力电器的股权关系看，公司与经销商的深度绑定、共同深耕产业，是格力商业模式成功的一大关键所在。近年来，格力电器也通过旗下的格力财务公司，给予经销商支持以及类供应链金融的服务方式盘活上市公司大量的闲置现金为股东创造价值的同时，也使

得格力对于经销商有更为强大的话语权。

回溯历史，京海担保是由格力电器主要的销售公司出资成立的，为了让格力电器股份建立厂商之间的战略伙伴关系，促进格力电器与经销商共同持续健康发展，2007 年京海担保受让格力集团 10%股份。

京海担保股权结构：大股东为河北格力电器营销有限公司，拥有京海担保 28%股权，其余股东分别为重庆精信格力（19%）、河南弘利环保（17%）、浙江通诚格力（10%）、山东格力（10%）、四川新兴格力（5%）、湖南盛世欣兴格力（5%）、江西赣兴格力（3%）、江苏格力（2%）和天津渤海格力（1%）。目前京海担保的法人代表、董事长总经理为郭书战，同时也是格力电器的董事之一。

图 2：京海担保股权结构图



资料来源：天眼查，天风证券研究所

我们认为，京海担保作为第二大股东，的确存在进一步增持公司的可能性。从商业发展来看，进一步深度绑定渠道，或将使得格力在尝试家电产品多元化的道路上获得更多的支持。但从京海担保的实力来看，从 2007 年京海担保入股格力以来，累计从格力分红为 39.37 亿元。从资金实力角度来看，仍缺乏全盘接手股权的资金能力。

## 转让价格：预计最终转让价会由市价和前 30 日均价之间的高者决定

目前公司仍设定为 4 月 9 日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值，但公告仍显示，最终转让价格以公开征集并经国有资产监督管理部门批复的结果为准。考虑到防止国有资产流失的问题，我们预计最终转让价会由公开征集时的市价和 4/9 日前 30 日均价之间的高者决定。而公司的股价从基本面来看，一季度的业绩与市场所关心的年报分红方案可能会是决定格力短期股价走势的一个重要影响因素。

## 预计格力电器后续多元化将会有更清晰的结果

在 2018 年股东大会上，董明珠表示未来格力电器多元化布局主要集中在空调、高端装备、生活品类、通信设备四大类。我们预计后续在公司控制权发生变化之后，多元化也将会逐步落地，利用上市公司现有资源，加大多元化业务的投入，做大做强公司业务。

## 投资建议与盈利预测

整体看，格力集团转让公司控制权，将使得公司治理朝着更加市场化的方向发展。若后续

管理层与公司新的实际控制人利益一致，则将减少更多委托代理问题。截止 2019 年 4 月 8 日，公司的 EV/EBITDA 为 7.3 倍，参考海外家电龙头 8-10 倍，仍有提升空间。我们维持公司 2018-2019 年盈利预测，预计 2018-2020 年利润为 267.21 亿、294.44 亿和 325.9 亿元，当前股价对应 PE 为 18-20 年 10.6 倍、9.7 倍和 8.7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**控制权转让存在不确定性；转让控制权可能对经营产生波动

**附录：格力集团对格力电器持股变化**

时间	事件	持股比例变动
1996年11月	成立时	60%
1998年	配股	降至55.35%
2000年	配股	降至50.285%
2006年3月	股权分置改革	降到41.06%
2007年3月	转让部分股权给格力地产	降到39.74%
2007年5月	转让10%股权给京海担保	降到29.74%
2007年6月	减持	降至28.58%
2007Q3	减持	降至26.92%
2007年12月	增发稀释	降至22.58%
2009年2月	股权激励	降到21.3%
2009年12月	减持	降至19.45%
2012年1月	增发稀释	降到18.22%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 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	120,415.10	131,337.76	153,934.72
应收账款	3,205.52	6,067.32	5,990.20	6,577.34	6,855.58
预付账款	1,814.95	3,717.87	1,472.23	3,947.39	1,780.38
存货	9,024.91	16,568.35	18,336.92	17,544.25	20,556.84
其他	33,252.28	45,570.68	63,602.65	49,865.99	68,650.28
<b>流动资产合计</b>	<b>142,910.78</b>	<b>171,534.65</b>	<b>209,817.10</b>	<b>209,272.73</b>	<b>251,777.80</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>250,970.26</b>	<b>249,456.71</b>	<b>291,465.75</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	52,979.47	40,502.58	57,970.94
其他	84,411.12	91,687.33	97,690.80	93,735.57	101,788.51
<b>流动负债合计</b>	<b>126,876.28</b>	<b>147,490.79</b>	<b>170,270.27</b>	<b>153,838.14</b>	<b>179,359.45</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>170,843.09</b>	<b>154,433.16</b>	<b>179,962.87</b>
少数股东权益	1,059.65	1,239.79	1,407.08	1,581.37	1,765.57
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	72,704.36	87,426.45	103,721.58
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>80,127.17</b>	<b>95,023.55</b>	<b>111,502.89</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>182,369.71</b>	<b>214,968.00</b>	<b>250,970.26</b>	<b>249,456.71</b>	<b>291,465.75</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	15,524.63	22,508.60	26,721.46	29,444.18	32,590.27
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	(1,417.81)	(1,749.52)	(2,128.09)
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)	4,545.12	(4,860.70)	5,478.11
其它	(4,062.46)	4,015.72	165.24	174.29	184.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,859.95</b>	<b>16,358.54</b>	<b>30,709.29</b>	<b>23,618.10</b>	<b>36,744.07</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)	1,211.88	1,788.91	2,151.36
其他	(21,390.73)	(20,550.79)	(32,007.53)	(35,153.06)	(36,201.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,751.56)</b>	<b>(2,269.34)</b>	<b>(10,394.40)</b>	<b>(13,497.07)</b>	<b>(14,094.13)</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>20,804.66</b>	<b>10,922.66</b>	<b>22,596.96</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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>200,089.61</b>	<b>209,882.03</b>	<b>221,482.05</b>
营业成本	72,885.64	99,562.91	133,459.77	139,361.67	147,285.56
营业税金及附加	1,430.40	1,513.04	2,037.76	2,326.90	2,314.97
营业费用	16,477.27	16,660.27	26,011.65	26,235.25	26,577.85
管理费用	5,488.96	6,071.14	8,603.85	9,234.81	9,213.65
财务费用	(4,845.55)	431.28	(1,417.81)	(1,749.52)	(2,128.09)
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>31,492.35</b>	<b>34,718.65</b>	<b>38,412.09</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>31,972.35</b>	<b>35,198.65</b>	<b>38,892.09</b>
所得税	3,006.56	4,108.59	5,083.60	5,580.18	6,117.62
<b>净利润</b>	<b>15,524.63</b>	<b>22,508.60</b>	<b>26,888.74</b>	<b>29,618.48</b>	<b>32,774.47</b>
少数股东损益	103.67	107.02	167.28	174.29	184.20
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15,420.96</b>	<b>22,401.58</b>	<b>26,721.46</b>	<b>29,444.18</b>	<b>32,590.27</b>
每股收益(元)	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42

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%	33.38%	4.89%	5.53%
营业利润	29.15%	49.67%	20.54%	10.24%	10.64%
归属于母公司净利润	23.05%	45.27%	19.28%	10.19%	10.68%
<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%	13.35%	14.03%	14.71%
ROE	28.63%	34.15%	33.94%	31.51%	29.70%
ROIC	-20.29%	-47.09%	-70.36%	-68.74%	-82.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.88%	68.91%	68.07%	61.91%	61.74%
净负债率	28.46%	31.62%	37.29%	31.60%	2.90%
流动比率	1.13	1.16	1.23	1.36	1.40
速动比率	1.06	1.05	1.12	1.25	1.29
<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	0.84	0.82
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.56	3.72	4.44	4.89	5.42
每股经营现金流	2.47	2.72	5.10	3.93	6.11
每股净资产	8.95	10.90	13.09	15.53	18.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.42	12.68	10.63	9.65	8.71
市净率	5.27	4.33	3.61	3.04	2.59
EV/EBITDA	3.21	5.68	5.31	4.52	3.51
EV/EBIT	3.66	6.12	5.48	4.66	3.61

### 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