

混改超预期，或见“新格力”

——格力电器（000651）事件点评报告

2019年04月12日

推荐/维持

格力电器 事件点评

投资要点：

- **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。
- **混改超预期，公司或成为无实控企业。**格力集团占公司股份 18.22%，拟通过公开征集受让方方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 股票，这一比例超过了市场之前 5% 的预期。本次股权转让后，公司有较大可能从国有企业转变为无实控人的混合所有制企业。保留 3.22% 的股权占比集团仍有董事提名权，并保有一个董事席位，集团仍对公司保有一定的影响力。
- **方案待定，管理层或将提高持股比例。**类比联通国企混改方案，格力电器混改或可能被资金实力雄厚的财团或关联大企业接管，此外，多种转让形式并举也是理想的转让方案，管理层有望通过受让或者股权激励方式持有更多股份，这将进一步绑定管理层与二级市场的相关利益联系。。
- **多元化能力被低估，混改或会扩展版图。**市场对格力多元化能力存在低估，混改或会解放格力电器多元化版图。复盘历史格力的多元化道路从纵深角度来看取得了丰厚成果。而市场所过分放大的一些横向多元化品类不可避免重就轻。如此次方案平稳落地，将形成股东成分多样的股权结构，公司治理结构改善，管理话语权或将进一步提升，未来公司多元化发展或将清晰且广阔版图。。
- **盈利预测与投资评级：**我们上调公司业绩预期，预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 2003.78 亿元、2102.98 亿、2314.94 亿元；归母净利润分别为 267.10 亿元、290.54 亿元和 329.21 亿元；EPS 分别为 4.42 元、4.81 元和 5.46 元，对应 PE 分别为 10.67X、9.81X 和 8.65X。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅上升，需求大幅下滑，股权转让未通过审批。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	110,113.	150,019.	200,378.	210,298.	231,494.
增长率(%)	9.50%	36.24%	33.57%	4.95%	10.08%
净利润(百万元)	15,524.6	22,508.6	26,709.6	29,053.6	32,921.2
增长率(%)	22.98%	44.99%	18.66%	8.78%	13.31%
净资产收益率(%)	28.63%	34.15%	33.65%	30.91%	29.79%
每股收益(元)	2.56	3.72	4.42	4.81	5.46
PE	18.44	12.69	10.67	9.81	8.65
PB	5.27	4.33	3.59	3.03	2.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

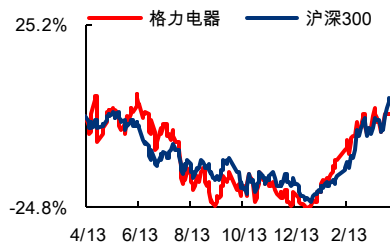
执业证书编号：

S1480117090003

交易数据

52 周股价区间(元)	55.2-48.12
总市值(亿元)	3320.68
流通市值(亿元)	3295.34
总股本/流通 A 股(万股)	601573/596982
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.86

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

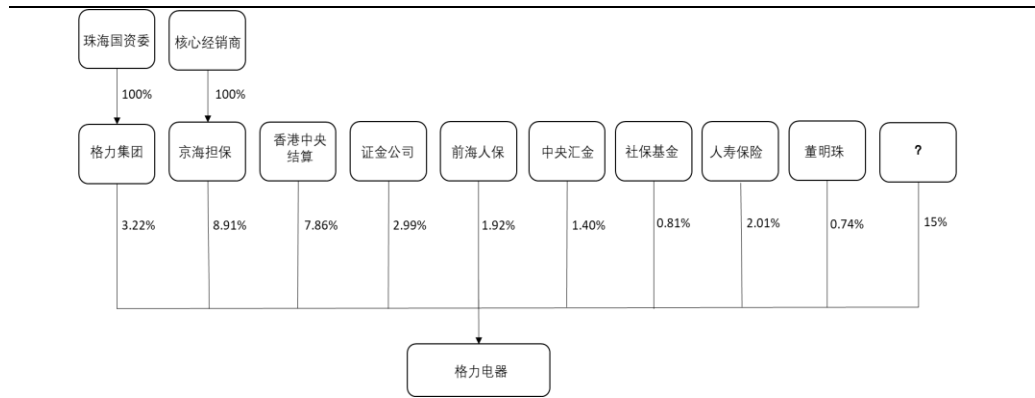
- 1、《格力电器（000651.SZ）2018 三季度点评：经营稳健依旧，业绩超预期增长》2018-11-05
- 2、《格力电器（000651.SZ）2018 中报点评：行业景气度依旧，公司业绩强势增长》2018-08-31
- 3、《格力电器（000651）2017 年报点评：销售端持续向好，高增长有望延续》2018-05-02
- 4、《格力电器（000651）2017 半年报点评：行业龙头地位稳固，盈利能力稳步提升》2017-09-01

1.1. 混改超预期，公司或成为无实控企业

1.1 股权进一步分散，公司无实控可能性较大

格力电器股东持股比例较为分散，混改后将进一步拆分第一大股东格力集团的股权占比。格力集团占公司股份 18.22%，拟通过公开征集受让方方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 股票，这一比例超过了市场之前 5% 的预期。目前，公开征集转让的具体方案还在进一步研究制定。本次股权转让后，公司有较大可能从国有企业转变为无实控人的混合所有制企业。

图 1：混改后股权结构猜想

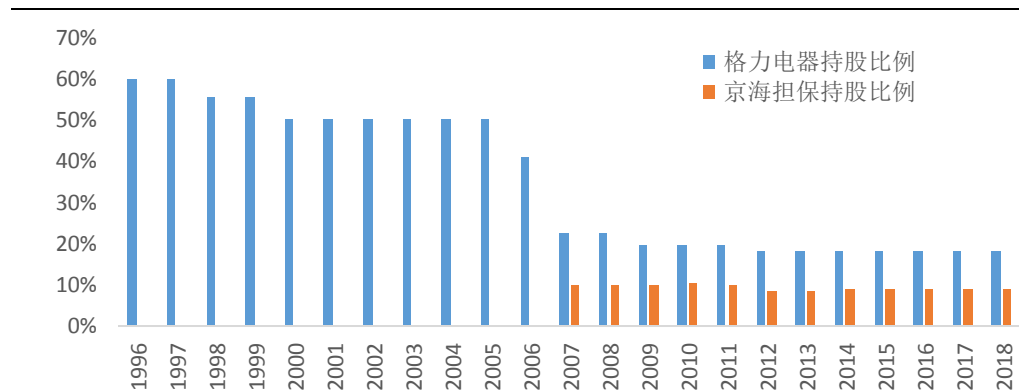


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 保留部分股权，格力集团仍具一定影响力

转让 15% 的股权后，格力集团仍持有较大份额股份。回溯历史，格力集团在格力电器的持股比例一直在逐步下降，并于 2007 年转让总股本 10% 给渠道商控股平台京海担保，自此京海担保保持了 12 年第二大股东的身份。本次转让完成后，格力集团股份占比下降至 3.22%，或将影响公司控股股东和实际控制人发生变更。保留 3.22% 的股权占比集团仍有董事提名权，并保有一个董事席位，集团仍对公司保有一定的影响力。

图 2：集团和经销商控股变化

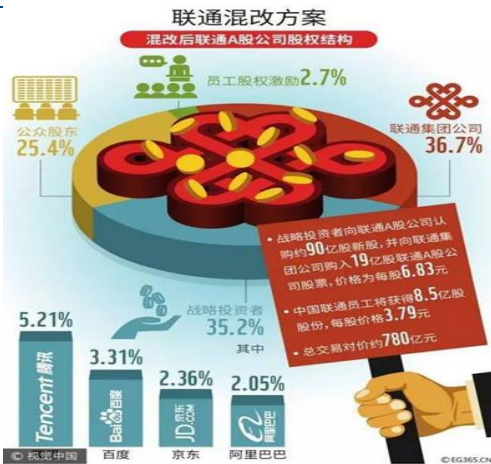


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 方案待定，管理层或将提高持股比例

具体方案尚未确定，存在管理层激励可能。依据提示性公告日期，从19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为45.67元/股，15%的股权价值将达到412亿元，此金额与之前预期来看差距较大，通过MBO或京海担保受让都存在一定压力。类比联通国企混改方案，格力电器混改或可能被资金实力雄厚的财团或关联大企业接管，此外，多种转让形式并举也是理想的转让方案，管理层有望通过受让或者股权激励方式持有更多股份，这将进一步绑定管理层与二级市场的相关利益联系。

图3：联通打响国企混改第一枪



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图4：联通混改主要由三部分组成

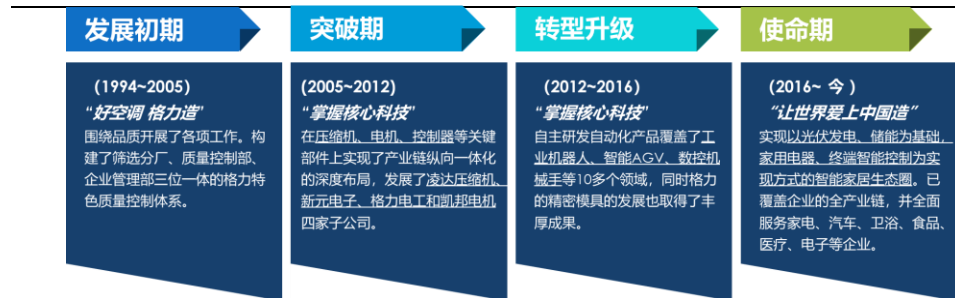


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3. 多元化能力被低估，混改或会扩展版图

市场对格力多元化能力存在低估，混改或会解放格力电器多元化版图。复盘历史格力的多元化道路从纵深角度来看取得了丰厚成果，在产业链上游的渗透与覆盖提高了公司整体的工艺、设计以及利润水平。而市场所过分放大的一些横向多元化品类不免避重就轻，以格力手机领域为例，格力在手机领域仅投资了1个亿做尝试，多元化较为谨慎。如此次方案平稳落地，将形成股东成分多样的股权结构，公司治理结构改善，管理话语权或将进一步提升，未来公司多元化发展或将有清晰且广阔版图。

图5：格力多元化发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	142911	171535	224114	234855	256973	营业收入	110113	150020	200379	210298	231495
货币资金	95613	99610	104197	109355	120377	营业成本	72886	99563	134490	141148	153963
应收账款	2961	5814	6588	6914	7611	营业税金及附加	1430	1513	2104	2208	2431
其他应收款	245	253	338	354	390	营业费用	16477	16660	25047	25236	28937
预付款项	1815	3718	6273	8955	11880	管理费用	5489	6071	8656	9085	10001
存货	9025	16568	16581	17402	18982	财务费用	-4846	431	-21	-21	-21
其他流动资产	1993	10342	11349	11547	11971	资产减值损失	-0.99	263.79	263.79	263.79	263.79
非流动资产	39459	43433	41790	39801	37845	公允价值变动收	1093.33	9.21	-150.00	-150.00	-150.00
长期股权投资	104	110	121	121	121	投资净收益	-2221.36	396.65	150.00	150.00	150.00
固定资产	17681.66	#####	#####	15160.23	13496.30	营业利润	17456	26127	31356	34128	38701
无形资产	3355	3604	3244	2920	2628	营业外收入	1096.23	511.06	250.00	250.00	250.00
其他非流动	1312	1010	0	0	0	营业外支出	20.74	20.54	20.54	20.54	20.54
资产总计	182370	214968	265904	274656	294818	利润总额	18531	26617	31585	34357	38931
流动负债合	126876	147491	184881	178904	182389	所得税	3007	4109	4875	5303	6009
短期借款	10701	18646	31964	15811	5667	净利润	15525	22509	26710	29054	32921
应付账款	29541	34553	46035	48314	52700	少数股东损益	104	107	100	100	100
预收款项	10022	14143	19648	25425	31784	归属母公司净利	15421	22402	26610	28954	32821
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	17700	32110	31841	34346	37855
非流动负债	570	642	689	739	789	EPS (元)	2.56	3.72	4.42	4.81	5.46
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	127446	148133	185570	179643	183178	成长能力					
少数股东权	1060	1240	1340	1440	1540	营业收入增长	9.50%	36.24%	33.57%	4.95%	10.08%
实收资本(或	6016	6016	6016	6016	6016	营业利润增长	29.15%	49.67%	20.01%	8.84%	13.40%
资本公积	183	104	104	104	104	归属于母公司净	23.05%	45.27%	18.78%	8.81%	13.36%
未分配利润	44075	55740	64982	75039	86438	获利能力					
归属母公司	53864	65595	79086	93665	110192	毛利率(%)	33.81%	33.63%	32.88%	32.88%	33.49%
负债和所有	182370	214968	265904	274656	294818	净利率(%)	14.10%	15.00%	13.33%	13.82%	14.22%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润	8.46%	10.42%	10.01%	10.54%	11.13%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	28.63%	34.15%	33.65%	30.91%	29.79%
经营活动现	14860	16359	3698	34279	35023	偿债能力					
净利润	15525	22509	26710	29054	32921	资产负债率(%)	70%	69%	70%	65%	62%
折旧摊销	5089.92	5552.41	0.00	1663.93	1663.93	流动比率	1.13	1.16	1.21	1.31	1.41
财务费用	-4846	431	-1539	-1770	-2802	速动比率	1.06	1.05	1.12	1.22	1.30
应收账款减	-81	#REF!	-773	-326	-697	营运能力					
预收帐款增	2402	#REF!	5505	5777	6359	总资产周转率	0.64	0.76	0.83	0.78	0.81
投资活动现	-19247	-62253	-561	-364	-364	应收账款周转率	38	34	32	31	32
公允价值变	1093	9	-150	-150	-150	应付账款周转率	4.05	4.68	4.97	4.46	4.58
长期股权投资	0	0	-1391	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-2221	397	150	150	150	每股收益(最新)	2.56	3.72	4.42	4.81	5.46
筹资活动现	-5752	-2269	1450	-28757	-23637	每股净现金流	-1.69	-8.01	0.76	0.86	1.83
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	8.95	10.90	13.15	15.57	18.32
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	18.44	12.69	10.67	9.81	8.65
资本公积增	-3	-80	0	0	0	P/B	5.27	4.33	3.59	3.03	2.58
现金净增加	-10138	-48164	4587	5158	11022	EV/EBITDA	11.25	6.32	6.65	5.55	4.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。