

Q1 出货增速回落, 期待混改提升估值

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年年报和2019年一季报, 18年实现营收2000亿元, 同比增长33.3%; 归母净利润262亿元, 同比增长17%, 每10股派发现金红利15元(含税), **叠加年中分红, 分红比例为48.2%**。2018Q4单季度实现营收499.7亿元, 同比增长31.5%; 归母净利润50.8亿元, 同比下降26.8%, 2019Q1单季实现营收405.5亿元, 同比增长2.5%; 实现归母净利润56.7亿元, 同比增长1.6%; 扣非后归母净利润51.1亿元, 同比增长22.2%, 非经常性损益主要为2018年Q1公司投资收益、公允价值变动损益所得13.2亿元, 2019年同期为3.3亿元, 相差9.9亿元。
- **收入端: 2018年空调主业保持高增长, 收购晶弘布局多元化。** 2018年, 公司主营业务稳健, 空调产品创收1556.8亿元, 同比增长26.2%, 占总营收比重78.6%, 同比下滑4.6pp; 9月30日, 公司收购并表晶弘冰箱(晶弘冰箱全年同比增长50.3%, 总销量行业第九), 全年生活电器产品创收37.9亿元, 同比增长64.9%; 智能装备产品创收31.1亿元, 同比增长46.2%。公司持续领跑空调行业, 销售额增幅远超行业平均水平, 市占率进一步提升, 同事公司中央空调连续七年占有率第一。**2019年一季度, 收入增幅回落。**我们认为一方面年初渠道库存较高, 经销商在Q1进行调整; 另外一方面格力传统火四月开始发力, 而2019年3月竞品进行较大规模促销, 一定程度影响终端销售。二季度开始进入传统备货旺季, 提货节奏一定程度受天气影响。
- **收入结构变化+原材料价格变动, 毛/净利率有所下降。** 2018年公司毛利率为30.2%, 同比下降2.6pp, 一方面, 高毛利的空调品类占比下滑, 另一方面, 原材料价格上涨造成成本上升。分品类看, 空调毛利率为36.5%, 同比下降0.6pp, 生活电器毛利率18.2%, 同比下降2.4pp。报告期内, 销售费用率为9.5%, 同比下降1.7pp, 而研发费用投入增加, 2018年整体净利率为13.3%, 同比下降1.9pp。
- **股权转让让落后, 经营理念或更统一, 激励机制更灵活。** 4月9日, 公司公告称控股股东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。我们认为此次变更, 公司长期存在的集团层面与公司管理层面经营理念不一致问题大概率得到解决, 经营理念与计划更具有延续性和长期性, 股权激励方式更加灵活, 大幅提高核心管理层与技术人员黏性。我们认为公司长期估值压制因素或得以解决。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司19/20/21年EPS分别为4.80/5.35/5.96元。参考行业一致预期, 考虑公司拥有较强的品牌力, 龙头地位持续稳固, 且股权变更有助于公司治理, 或将提升估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨风险, 市场需求不及预期风险, 渠道库存超预期风险, 汇率大幅波动风险。

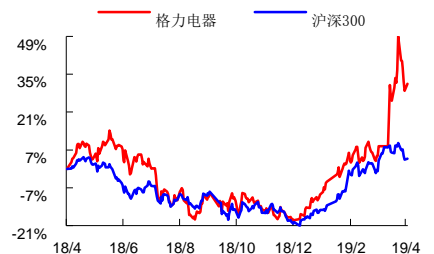
| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 200024.00 | 214006.49 | 235570.54 | 259141.79 |
| 增长率 | 33.33% | 6.99% | 10.08% | 10.01% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 26202.79 | 28886.15 | 32210.13 | 35877.36 |
| 增长率 | 16.97% | 10.24% | 11.51% | 11.39% |
| 每股收益EPS(元) | 4.36 | 4.80 | 5.35 | 5.96 |
| 净资产收益率ROE | 28.45% | 23.83% | 21.00% | 18.95% |
| PE | 13 | 12 | 10 | 9 |
| PB | 3.65 | 2.77 | 2.19 | 1.77 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 60.16 |
| 流通A股(亿股) | 59.71 |
| 52周内股价区间(元) | 35.68-65.0 |
| 总市值(亿元) | 3,447.62 |
| 总资产(亿元) | 2,512.34 |
| 每股净资产(元) | 15.18 |

相关研究

1. 格力电器(000651): 逆水方显龙头本色, 营收业绩维持高增长 (2018-10-31)
2. 格力电器(000651): 行业增速超预期, 龙头地位稳固 (2018-08-31)

关键假设：

假设 1：空调市场持续放量，公司作为行业龙头，预计空调销量保持稳步上升，毛利率保持稳步上升，预计 19-21 年毛利率为 36.5%、36.8%、37%；

假设 2：生活家电运营顺利，未来维持高速增长，占营收比重提升，公司多元化逐步推进；

假设 3：三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计 | 收入 | 200024.00 | 214006.49 | 235570.54 | 259141.79 |
| | 增速 | 33.33% | 6.99% | 10.08% | 10.01% |
| | 毛利率 | 30.89% | 31.23% | 31.16% | 31.04% |
| 空调 | 收入 | 155682.36 | 161909.65 | 174862.43 | 188851.42 |
| | 增速 | 26.15% | 4.00% | 8.00% | 8.00% |
| | 毛利率 | 36.48% | 36.50% | 36.80% | 37.00% |
| 生活家电 | 收入 | 3794.09 | 5311.73 | 6905.24 | 8631.55 |
| | 增速 | 64.90% | 40.00% | 30.00% | 25.00% |
| | 毛利率 | 18.23% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 智能装备 | 收入 | 3108.53 | 3730.24 | 4289.77 | 4718.75 |
| | 增速 | 46.19% | 20.00% | 15.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 6.48% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 其他业务 | 收入 | 37439.02 | 43054.87 | 49513.10 | 56940.07 |
| | 增速 | 68.78% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 毛利率 | 10.96% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 200024.00 | 214006.49 | 235570.54 | 259141.79 | 净利润 | 26379.03 | 29080.44 | 32426.78 | 36118.67 |
| 营业成本 | 138234.17 | 147165.07 | 162155.77 | 178716.32 | 折旧与摊销 | 3110.33 | 2284.67 | 2355.82 | 2400.90 |
| 营业税金及附加 | 1741.89 | 2108.99 | 2325.22 | 2501.99 | 财务费用 | -948.20 | -2443.08 | -3500.35 | -4454.35 |
| 销售费用 | 18899.58 | 21828.66 | 24028.20 | 26432.46 | 资产减值损失 | 261.67 | 250.00 | 250.00 | 250.00 |
| 管理费用 | 4365.85 | 11556.35 | 12720.81 | 13734.51 | 经营营运资本变动 | -7312.12 | 10461.50 | 3936.48 | 6172.28 |
| 财务费用 | -948.20 | -2443.08 | -3500.35 | -4454.35 | 其他 | 5450.08 | -613.26 | -692.16 | -703.13 |
| 资产减值损失 | 261.67 | 250.00 | 250.00 | 250.00 | 经营活动现金流净额 | 26940.79 | 39020.27 | 34776.57 | 39784.37 |
| 投资收益 | 106.77 | 256.00 | 306.00 | 306.00 | 资本支出 | -1935.73 | -216.00 | -215.00 | -215.00 |
| 公允价值变动损益 | 46.26 | 208.42 | 121.17 | 137.77 | 其他 | -19910.03 | 464.42 | 427.17 | 443.77 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -21845.77 | 248.42 | 212.17 | 228.77 |
| 营业利润 | 30996.88 | 34004.92 | 38018.06 | 42404.62 | 短期借款 | 3421.65 | -22067.75 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 276.62 | 481.07 | 414.49 | 413.71 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 31273.51 | 34485.99 | 38432.55 | 42818.32 | 股权融资 | -10.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 4894.48 | 5405.54 | 6005.78 | 6699.65 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 26379.03 | 29080.44 | 32426.78 | 36118.67 | 其他 | -897.31 | 2664.47 | 3500.35 | 4454.35 |
| 少数股东损益 | 176.24 | 194.29 | 216.65 | 241.31 | 筹资活动现金流净额 | 2513.85 | -19403.28 | 3500.35 | 4454.35 |
| 归属母公司股东净利润 | 26202.79 | 28886.15 | 32210.13 | 35877.36 | 现金流量净额 | 7412.50 | 19865.41 | 38489.08 | 44467.48 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 113079.03 | 132944.44 | 171433.52 | 215901.00 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 46069.69 | 50449.85 | 55357.30 | 61000.14 | 销售收入增长率 | 33.33% | 6.99% | 10.08% | 10.01% |
| 存货 | 20011.52 | 21203.24 | 23388.37 | 25795.13 | 营业利润增长率 | 18.64% | 9.70% | 11.80% | 11.54% |
| 其他流动资产 | 20550.71 | 21933.20 | 24041.25 | 26345.52 | 净利润增长率 | 17.20% | 10.24% | 11.51% | 11.39% |
| 长期股权投资 | 2250.73 | 2250.73 | 2250.73 | 2250.73 | EBITDA 增长率 | 15.98% | 2.07% | 8.94% | 9.43% |
| 投资性房地产 | 537.59 | 537.59 | 537.59 | 537.59 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 20038.12 | 18448.30 | 16787.33 | 15081.29 | 毛利率 | 30.89% | 31.23% | 31.16% | 31.04% |
| 无形资产和开发支出 | 5256.30 | 4777.88 | 4298.45 | 3819.02 | 三费率 | 11.16% | 14.46% | 14.11% | 13.78% |
| 其他非流动资产 | 23440.47 | 23440.04 | 23439.62 | 23439.19 | 净利率 | 13.19% | 13.59% | 13.77% | 13.94% |
| 资产总计 | 251234.16 | 275985.28 | 321534.17 | 374169.61 | ROE | 28.45% | 23.83% | 21.00% | 18.95% |
| 短期借款 | 22067.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.50% | 10.54% | 10.09% | 9.65% |
| 应付和预收款项 | 66936.39 | 80290.08 | 85991.94 | 94311.40 | ROIC | -190.57% | -238.75% | -155.60% | -135.27% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 16.58% | 15.82% | 15.65% | 15.57% |
| 其他负债 | 69515.30 | 73678.65 | 81098.91 | 89296.22 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 158519.45 | 153968.73 | 167090.85 | 183607.62 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.81 | 0.79 | 0.74 |
| 股本 | 6015.73 | 6015.73 | 6015.73 | 6015.73 | 固定资产周转率 | 11.16 | 11.93 | 13.96 | 16.76 |
| 资本公积 | 93.38 | 93.38 | 93.38 | 93.38 | 应收账款周转率 | 29.60 | 27.38 | 27.90 | 27.62 |
| 留存收益 | 85439.37 | 114325.53 | 146535.66 | 182413.01 | 存货周转率 | 7.51 | 7.12 | 7.24 | 7.24 |
| 归属母公司股东权益 | 91327.10 | 120434.64 | 152644.77 | 188522.12 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 67.51% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 1387.62 | 1581.91 | 1798.56 | 2039.87 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 92714.71 | 122016.54 | 154443.32 | 190561.99 | 资产负债率 | 63.10% | 55.79% | 51.97% | 49.07% |
| 负债和股东权益合计 | 251234.16 | 275985.28 | 321534.17 | 374169.61 | 带息债务/总负债 | 13.92% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.27 | 1.48 | 1.65 | 1.80 |
| | | | | | 速动比率 | 1.14 | 1.34 | 1.51 | 1.66 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 4.36 | 4.80 | 5.35 | 5.96 |
| | | | | | 每股净资产 | 15.41 | 20.28 | 25.67 | 31.68 |
| | | | | | 每股经营现金 | 4.48 | 6.49 | 5.78 | 6.61 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 丁可莎 | 销售经理 | 021-68416017 | 13122661803 | dks@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |