

格力电器 (000651)

证券研究报告

2019年08月13日

股权转让方案出炉，期待后续变革之风

事件：格力电器今日正式公布，格力集团关于公开征集转让 15%格力电器股权的具体条件与流程，较 4 月的公告内容，本次公告主要根据除权除息事项，将转让价格调整为不低于 44.17 元/股。本次公开征集期为 15 个交易日，需在 9 月 2 日之前提交全套受让申请材料，并向格力集团缴纳 63 亿保证金。

转让底线价格调低，受让方必须为单一主体或一致行动人：受到年报分红除息的调整，本次股份转让价格较 4 月 9 日公布的转让底价调低 1.5 元/股，至 44.17 元/股，则按照最低价计算，15%的股权价值将达到 398 亿元。此次公告明确了受让方必须为单一法律主体，或者是同一控制人之下不超过两个法律主体组成的联合体，并需要在持股期限内保持一致行动人。这符合我们之前的预测，即为了避免带来过多的代理人问题所带来的董事会纷争，不会选择部分转让股权这一方案，一次性转让给单个主体。

本次方案对受让方资本实力提出严格要求：尽管集团在意向方所属行业、资产规模、收入与利润指标等方面未做详细规定，但不低于约 400 亿的出资额、短短 15 个交易日内需缴纳 63 亿元保证金、以及后续快速的付款条件，基本确保了受让方必须所拥有雄厚资金实力，以及对于此次转让事项充分的提前准备，在此条件之下，我们预计会参与最终竞购的受让方数量相对有限。从公告来看，允许意向受让方为境外投资者，并且在保证金缴纳设定环节也接受境外人民币或美元转账，这些细节也可预期，最终受让方并不仅局限于国内公司与机构。

期待受让方对格力带来的变革之风：我们注意到，在此次受让意向书中，除了提供常规性的受让方资格审核方面的信息以外，明确了受让方必须提供以下方面的措施计划：1)改善上市公司治理结构和激励机制的具体措施；2)上市公司后续发展战略的思路和计划，包括但不限于协助上市公司通过并购重组等方式实现产业扩张及升级的计划等；3)意向受让方对上市公司现有董事会构成的改选计划或要求，提出的维护管理层稳定的具体措施及未来与管理层合作的具体方案；4)意向受让方为上市公司引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源的具体计划；从中不难发现，格力集团这次的股权转让更看中受让方所能带来的资源协同，我们预计随着股权转让的落地，格力也将迎来变革与发展的新阶段，切实有效地发展之前所提出的多元化产业布局，以及市场期待已久的，对于管理层的激励计划。

盈利预测与投资建议：市场期待已久的股权转让方案出炉，意味着公司的混改进展进入了实质性阶段，我们目前维持公司 2019 年-2021 年净利润预测，对应分别为 288.8、319.7 和 351.5 亿元，对应动态估值分别为 10.5 倍、9.5 倍和 8.6 倍，维持买入投资评级

风险提示：地产周期带来家电需求波动；原材料成本变动。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	222,476.70	241,456.54	261,768.62
增长率(%)	36.24	33.33	11.23	8.53	8.41
EBITDA(百万元)	32,004.55	39,783.21	33,026.65	36,198.57	39,825.61
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,883.56	31,974.23	35,153.27
增长率(%)	45.27	16.97	10.23	10.70	9.94
EPS(元/股)	3.72	4.36	4.80	5.32	5.84
市盈率(P/E)	13.53	11.57	10.49	9.48	8.62
市净率(P/B)	4.62	3.32	2.78	2.30	1.98
市销率(P/S)	2.02	1.52	1.36	1.26	1.16
EV/EBITDA	5.04	2.52	4.26	3.82	2.41

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	50.38 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)	5,970.72
A 股总市值(百万元)	303,072.52
流通 A 股市值(百万元)	300,804.75
每股净资产(元)	15.54
资产负债率(%)	63.97
一年内最高/最低(元)	65.40/35.35

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《格力电器-季报点评:2019Q1 收入增速放缓，静待旺季销售》 2019-05-01
- 2 《格力电器-年报点评报告:2018 年报：业绩符合预期，2018 年累计分红率为 48%》 2019-04-29
- 3 《格力电器-公司点评:集团拟转让 15% 股权》 2019-04-09

事件

格力电器今日正式公布，格力集团关于公开征集转让 15%格力电器股权的具体条件与流程，较 4 月的公告内容，本次公告主要根据除权除息事项，将转让价格调整为不低于 44.17 元/股。本次公开征集期为 15 个交易日，需在 9 月 2 日之前提交全套受让申请材料，并向格力集团缴纳 63 亿保证金。

转让底线价格调低，受让方必须为单一主体或一致行动人

受到年报分红除息的调整，本次股份转让价格较 4 月 9 日公布的转让底价调低 1.5 元/股，至 44.17 元/股，则按照最低价计算，15%的股权价值将达到 398 亿元。此次公告明确了受让方必须为单一法律主体，或者是同一控制人之下不超过两个法律主体组成的联合体，并需要在持股期限内保持一致行动人。这符合我们之前的预测，即为了避免带来过多的代理人问题所带来的董事会纷争，不会选择部分转让股权这一方案，一次性转让给单个主体。

本次方案对受让方资本实力提出严格要求

尽管集团在意向方所属行业、资产规模、收入与利润指标等方面未做详细规定，但不低于约 400 亿的出资额、短短 15 个交易日内需缴纳 63 亿元保证金、以及后续快速的付款条件（注：受让方应自被确定为最终受让方之日起 10 个工作日内与格力集团签订《股份转让协议》，签订《股份转让协议》之日起 5 个工作日内支付交易价款总额的 40%作为履约保证金，在办理股份过户登记手续前，意向受让方需向格力集团支付全部交易价款。），基本确保了受让方必须所拥有雄厚资金实力，以及对于此次转让事项充分的提前准备，在此条件之下，我们预计会参与最终竞购的受让方数量相对有限。从公告来看，允许意向受让方为境外投资者，并且在保证金缴纳设定环节也接受境外人民币或美元转账，这些细节也可预期，最终受让方并不局限于国内公司与机构。

期待受让方对格力带来的变革之风

我们注意到，在此次受让意向书中，除了提供常规性的受让方资格审核方面的信息以外，明确了受让方必须提供以下方面的措施计划：1) 改善上市公司治理结构和激励机制的具体措施；2) 上市公司后续发展战略的思路和计划，包括但不限于协助上市公司通过并购重组等方式实现产业扩张及升级的计划等；3) 意向受让方对上市公司现有董事会构成的改选计划或要求，提出的维护管理层稳定的具体措施及未来与管理层合作的具体方案；4) 意向受让方为上市公司引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源的具体计划；从中不难发现，格力集团这次的股权转让更看中受让方所能带来的资源协同，我们预计随着股权转让的落地，格力也将迎来变革与发展的新阶段，切实有效地发展之前所提出的多元化产业布局，以及市场期待已久的，对于管理层的激励计划。

盈利预测与投资建议

市场期待已久的股权转让方案出炉，意味着公司的混改进展进入了实质性阶段，我们目前维持公司 2019 年-2021 年净利润预测，对应分别为 288.8、319.7 和 351.5 亿元，对应动态估值分别为 10.5 倍、9.5 倍和 8.6 倍，维持买入投资评级

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610.43	113,079.03	164,352.94	165,561.62	208,090.20
应收票据及应收账款	38,070.91	43,611.23	55,901.05	37,641.23	63,770.12
预付账款	3,717.87	2,161.88	4,707.67	3,175.52	4,862.75
存货	16,568.35	20,011.52	19,554.75	23,458.22	22,745.71
其他	13,567.09	20,847.30	13,325.73	16,407.29	17,314.62
流动资产合计	171,534.65	199,710.95	257,842.14	246,243.87	316,783.38
长期股权投资	110.39	2,250.73	2,250.73	2,250.73	2,250.73
固定资产	17,482.11	18,385.76	18,166.75	17,681.63	17,023.83
在建工程	1,020.71	1,663.94	1,034.36	668.62	431.17
无形资产	3,604.47	5,204.50	4,909.62	4,614.74	4,319.87
其他	14,542.24	14,946.94	14,463.50	14,687.43	14,696.72
非流动资产合计	36,759.92	42,451.88	40,824.97	39,903.15	38,722.32
资产总计	214,968.00	251,234.16	305,494.43	293,671.05	363,313.26
短期借款	18,646.10	22,067.75	22,067.00	22,067.00	22,067.00
应付票据及应付账款	44,319.82	49,822.80	77,077.23	52,133.24	84,219.91
其他	84,524.88	85,795.58	95,084.34	85,355.17	101,218.39
流动负债合计	147,490.79	157,686.13	194,228.57	159,555.42	207,505.30
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	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79
非流动负债合计	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79
负债合计	148,133.20	158,519.45	194,910.42	160,274.61	208,250.08
少数股东权益	1,239.79	1,387.62	1,554.30	1,738.50	1,952.29
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	103.88	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	59,343.63	85,532.75	103,013.98	125,642.20	147,095.15
其他	131.77	(314.77)	(93.38)	(93.38)	(93.38)
股东权益合计	66,834.80	92,714.71	110,584.01	133,396.43	155,063.17
负债和股东权益总	214,968.00	251,234.16	305,494.43	293,671.05	363,313.26

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	22,508.60	26,379.03	28,883.56	31,974.23	35,153.27
折旧摊销	2,033.00	3,110.33	1,203.46	1,225.75	1,240.12
财务费用	1,532.77	(1,112.66)	(1,947.17)	(2,535.58)	(3,025.93)
投资损失	(396.65)	(106.77)	572.65	191.78	191.78
营运资金变动	(12,645.51)	(9,785.91)	29,543.58	(21,873.40)	19,993.76
其它	3,326.34	8,456.77	(298.84)	366.72	257.15
经营活动现金流	16,358.54	26,940.79	57,957.24	9,349.50	53,810.15
资本支出	2,418.40	8,257.50	211.47	42.66	24.41
长期投资	6.48	2,140.34	0.00	0.00	0.00
其他	(64,678.33)	(32,243.60)	2,348.50	(1,369.93)	(626.73)
投资活动现金流	(62,253.46)	(21,845.77)	2,559.97	(1,327.27)	(602.32)
债权融资	18,646.10	22,067.75	22,067.00	22,067.00	22,067.00
股权融资	(364.65)	481.37	2,169.27	2,536.29	3,026.63
其他	(20,550.79)	(20,035.28)	(33,479.57)	(31,416.84)	(35,772.89)
筹资活动现金流	(2,269.34)	2,513.85	(9,243.30)	(6,813.55)	(10,679.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(48,164.26)	7,608.87	51,273.91	1,208.68	42,528.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,019.55	200,024.00	222,476.70	241,456.54	261,768.62
营业成本	99,562.91	138,234.17	153,063.97	165,397.73	178,526.20
营业税金及附加	1,513.04	1,741.89	2,180.27	2,342.13	2,617.69
营业费用	16,660.27	18,899.58	23,137.58	25,835.85	28,794.55
管理费用	2,453.50	4,365.85	4,411.71	4,696.33	4,706.60
研发费用	3,617.60	6,988.37	6,674.30	7,968.07	8,114.83
财务费用	431.28	(948.20)	(1,947.17)	(2,535.58)	(3,025.93)
资产减值损失	263.79	261.67	138.73	231.23	270.00
公允价值变动收益	9.21	46.26	(474.30)	179.39	38.51
投资净收益	396.65	106.77	(572.65)	(191.78)	(191.78)
其他	(1,015.36)	(669.24)	2,093.89	24.78	306.55
营业利润	26,126.67	30,996.88	33,770.36	37,508.40	41,611.41
营业外收入	511.06	317.86	642.92	500.00	200.00
营业外支出	20.54	41.23	50.00	37.26	50.00
利润总额	26,617.18	31,273.51	34,363.28	37,971.14	41,761.41
所得税	4,108.59	4,894.48	5,304.26	5,809.58	6,389.50
净利润	22,508.60	26,379.03	29,059.02	32,161.56	35,371.92
少数股东损益	107.02	176.24	175.46	187.33	218.64
归属于母公司净利润	22,401.58	26,202.79	28,883.56	31,974.23	35,153.27
每股收益(元)	3.72	4.36	4.80	5.32	5.84

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.24%	33.33%	11.23%	8.53%	8.41%
营业利润	49.67%	18.64%	8.95%	11.07%	10.94%
归属于母公司净利润	45.27%	16.97%	10.23%	10.70%	9.94%
获利能力					
毛利率	33.63%	30.89%	31.20%	31.50%	31.80%
净利率	14.93%	13.10%	12.98%	13.24%	13.43%
ROE	34.15%	28.69%	26.49%	24.29%	22.96%
ROIC	-47.09%	-70.51%	-115.62%	-55.39%	-99.11%
偿债能力					
资产负债率	68.91%	63.10%	63.80%	54.58%	57.32%
净负债率	-121.14%	-98.16%	-128.67%	-107.57%	-119.97%
流动比率	1.16	1.27	1.33	1.54	1.53
速动比率	1.05	1.14	1.23	1.40	1.42
营运能力					
应收账款周转率	4.23	4.90	4.47	5.16	5.16
存货周转率	11.72	10.94	11.25	11.23	11.33
总资产周转率	0.76	0.86	0.80	0.81	0.80
每股指标(元)					
每股收益	3.72	4.36	4.80	5.32	5.84
每股经营现金流	2.72	4.48	9.63	1.55	8.94
每股净资产	10.90	15.18	18.12	21.89	25.45
估值比率					
市盈率	13.53	11.57	10.49	9.48	8.62
市净率	4.62	3.32	2.78	2.30	1.98
EV/EBITDA	5.04	2.52	4.26	3.82	2.41
EV/EBIT	5.38	2.73	4.42	3.96	2.48

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com