

格力电器(000651)/家电

灵活调整经营策略、混改推进治理升格!

——2019 三季度报点评

评级: 增持(维持)

分析师: 邓欣

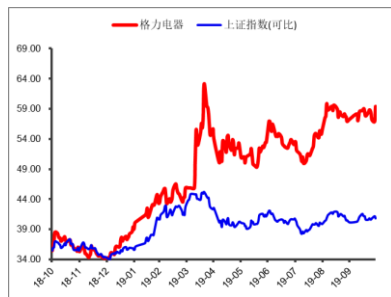
执业证书编号: S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	60.16
流通股本(亿股)	59.70
市价(元)	58.67
市值(亿元)	3529
流通市值(亿元)	3503

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告:

《格力八问, 解构空调巨头的周期与成长》2019. 6. 30

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,020	200,024	219,238	244,419	276,274
营业收入增速	36.24%	33.33%	9.61%	11.49%	13.03%
归属于母公司的净利润	22,402	26,203	28,940	33,395	38,953
净利润增长率	45.27%	16.97%	10.45%	15.39%	16.64%
摊薄每股收益(元)	3.72	4.36	4.81	5.55	6.48
P/E	14.79	12.64	11.45	9.93	8.50
P/B	5.04	3.63	3.00	2.52	2.11

投资要点

公司披露 2019 三季度: Q1-3 收入、归母、扣非 1550.4 亿、221.2 亿、215.7 亿, 同比 4.3%、4.7%、1.0%。

对应到单季度:

Q1: 收入、归母、扣非 410.1 亿、56.7 亿、51.1 亿, 同比 2.5%、1.6%、22.2%;
Q2: 收入、归母、扣非 573.3 亿、80.8 亿、82.8 亿, 同比 10.3%、11.8%、-2.0%。
Q3: 收入、归母、扣非 577.4 亿、83.7 亿、81.7 亿, 同比 0.0%、0.7%、-6.2%。
Q3 业绩基本符合预期, 我们认为, 全年公司业绩有望稳健增长。

一、收入分析: 灵活调整经营策略, Q3 收入同比持平

国内空调行业表现疲软。国内消费环境趋弱情况下, 空调行业表现疲软。据产业在线数据: 2019Q1-3 家用空调内销量 7547 万台, 同比-0.6%; 2019Q3 家用空调内销量 2264 万台, 同比-3.0%。

灵活调整策略, 格力 Q3 收入同比持平。行业不景气情况下, 格力电器灵活调整促销和价格策略, 提升市场份额, Q3 收入同比去年持平。

二、盈利分析: Q3 毛利率下降、净利率稳定

毛利率: 2019Q1-3 为 30.2%, 同比+0.01pct; 2019Q3 为 28.7%, 同比-1.64%。Q3 毛利率下降较多, 预计主因产品结构调整, 以及三季度部分空调价格策略调整。

费用率: 2019Q1-3 销售、管理、研发和财务费用率为 9.8%、1.9%、3.0%、-1.0%, 同比+1.11pct、0.00pct、-0.34pct、-0.54pct; 2019Q3 销售、管理、研发和财务费用率为 8.2%、1.8%、2.8%、-0.8%, 同比-0.20pct、+0.02pct、-0.87pct、-0.12pct。

净利率: 2019Q1-3 为 14.3%, 同比+0.05pct; 2019Q3 为 14.6%, 同比+0.08pct。净利率相对稳定。

■ **三、现金流分析：回款良好，现金流猛增**

存货：2019Q3 期末存货 195.2 亿，同比 67.4%，预计主因存货中原材料增加，以规避大宗原料价格大幅波动带来的成本风险。

应收账款+应收票据：2019Q3 期末 518.9 亿，同比-8.6%，货款回收良好。

应付账款+应付票据：2019Q3 期末 787.4 亿，同比+58.0%；

经营现金流净额：2019Q1-3 经营现金流净额 327.3 亿，同比 117.1%，预计主因下游回款良好、上游欠款增加。

■ **四、经营亮点**

1. 产品自主创新、渠道优化、品牌享誉世界

①**产品自主创新。**自年初至今公司申请专利过万。格力成为全球唯一 1300 冷吨磁悬浮离心机制造商，标志着我国磁悬浮空调研发再一次挺近技术“无人区”。三季度，公司成为大兴机场主要供应商、服务第七届世界军人运动会等。②**渠道优化线上、深耕线下。**调整价格策略，提高线上占比；同时以“一镇一点”深耕线下。③**品牌享誉世界。**今年 10 月《财富》中文网发布《2019 年“最受赞赏的中国公司榜单”》，格力排名全国第三，蝉联家电行业第一。7 月日新社发布 2018“主要商品与服务份额调查”，家用空调领域，格力蝉联全球第一。

图 1：格力再攀技术高峰



来源：公司公告、中泰证券研究所

图 2：格力品牌享誉世界



来源：公司公告、中泰证券研究所

2. 混改推进治理升格

①**股权转让落地。**10月28日晚，格力电器发布公告表示，确定珠海明骏为格力集团15%股权最终受让方。珠海明骏股东为深圳高瓴瀚盈投资咨询中心（有限合伙）和珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙），二者均为高瓴合伙企业，这意味着高瓴资本将受让格力集团15%股权，成为格力电器实控人。

②**高瓴资本：横跨多个领域的亚洲最大投资机构之一。**高瓴资本成立于2005年，目前是亚洲地区资产管理规模最大的投资机构之一。高瓴资本从创立之初就定位于做具有独立投资视角的长期投资者，目前已在消费与零售、科技创新、生命健康、金融科技、企业服务及先进制造等多个领域内投资了一大批国内外优秀企业，其中包括：百度、腾讯、京东、携程、去哪儿、Airbnb、Uber、百济神州、美的、格力、中通快递、蓝月亮、滴滴出行、美团、蔚来汽车、孩子王、摩拜单车、Grab、百丽等。根据中国基金报，高瓴资本在2006年就买进了格力电器的股份，持有至今。高瓴对家电产业有深刻理解和前瞻洞察。

③**格力治理激励有望改善。**按照新的股权结构计算，珠海明骏将持有公司15%股份，成为新任大股东，而背后的高瓴资本将成为公司实际控制人。预计公司将会形成新任大股东、管理层、核心经销商共同持股的股权结构，利益绑定后，公司治理机制有望更加灵活、更市场化，管理层和经销商积极性将进一步提升。

④**海外扩张有望加速。**高瓴资本作为具有国际影响力、投资企业遍及南亚、东南亚、东亚等多个区域，而这些区域的空调渗透率仍具有较大成长空间，借助所投企业的本土化营销、渠道、人力等资源，格力有望实现海外加速扩张。

⑤**多元化有望加速。**高瓴资本所投企业业务横跨多个领域，特别是在互联网和消费领域布局广泛，有望与格力产生可期待的协同效应，帮助公司完善多元化布局。

■ 投资&风险建议

全年来看，行业疲软下，公司灵活调整竞争策略，预计有望实现稳健增长。**长期来看**，国内空调市场每百户保有量相比日本等成熟市场仍存在较大差距；国外印度、东南亚等市场伴随经济发展逐渐扩容，公司空调业务竞争优势显著，仍存在较大增长空间。此外，混改落地后，治理机制有望更加灵活，全球化、多元化推进值得期待。

我们预计2019-2021年格力业绩增速分别为10%/15%/17%，当前PE11X/10X/8X，维持增持评级。

■ 风险提示

需求景气度下行，混改不及预期，全球化不及预期，多元化不及预期

盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	150,020	200,024	219,238	244,419	276,274
增长率	36.2%	33.3%	9.6%	11.5%	13.0%
营业成本	-99,563	-138,234	-150,902	-168,535	-190,650
% 销售收入	66.4%	69.1%	68.8%	69.0%	69.0%
毛利	50,457	61,790	68,336	75,884	85,624
% 销售收入	33.6%	30.9%	31.2%	31.0%	31.0%
营业税金及附加	-1,513	-1,742	-1,909	-2,129	-2,406
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-16,660	-18,900	-25,212	-26,886	-29,009
% 销售收入	11.1%	9.4%	11.5%	11.0%	10.5%
管理费用	-6,071	-4,366	-5,042	-5,133	-5,525
% 销售收入	4.0%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	26,212	36,783	36,172	41,736	48,684
% 销售收入	17.5%	18.4%	16.5%	17.1%	17.6%
财务费用	-431	948	-2,192	-2,444	-2,763
% 销售收入	0.3%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	264	262	260	257	255
公允价值变动收益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	0	0	0
% 税前利润	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26,451	38,145	34,239	39,550	46,177
营业利润率	17.6%	19.1%	15.6%	16.2%	16.7%
营业外收支	491	277	809	809	809
税前利润	26,941	38,422	35,048	40,358	46,986
利润率	18.0%	19.2%	16.0%	16.5%	17.0%
所得税	-4,109	-4,894	-5,404	-6,236	-7,274
所得税率	15.3%	12.7%	15.4%	15.5%	15.5%
净利润	22,509	26,379	29,125	33,608	39,201
少数股东损益	107	176	185	213	248
归属于母公司的净利润	22,402	26,203	28,940	33,395	38,953
净利率	14.9%	13.1%	13.2%	13.7%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,509	26,379	29,125	33,608	39,201
加:折旧和摊销	2,033	3,110	3,176	3,269	3,362
资产减值准备	264	262	0	0	0
公允价值变动损失	-9	-46	0	0	0
财务费用	1,533	-1,113	2,192	2,444	2,763
投资收益	-397	-107	0	0	0
少数股东损益	107	176	185	213	248
营运资金的变动	-13,335	-10,216	24,821	-22,219	25,399
经营活动现金净流	16,359	26,941	59,314	17,102	70,725
固定资本投资	-203	-1,547	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-62,253	-21,846	569	-2,342	-1,941
股利分配	0	0	-10,290	-11,874	-13,850
其他	-2,269	2,514	-24,039	-2,444	-2,763
筹资活动现金净流	-2,269	2,514	-34,329	-14,318	-16,613
现金净流量	-48,164	7,609	25,554	442	52,171

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610	113,079	138,633	139,076	191,247
应收款项	38,324	43,908	54,930	55,260	69,291
存货	16,568	20,012	18,996	24,570	24,712
其他流动资产	17,032	22,713	25,161	23,504	26,154
流动资产	171,535	199,711	237,721	242,409	311,405
% 总资产	79.8%	79.5%	83.3%	83.8%	87.3%
长期投资	2,802	5,005	5,020	5,005	5,012
固定资产	17,482	18,386	15,626	12,863	10,098
% 总资产	8.1%	7.3%	5.5%	4.4%	2.8%
无形资产	3,604	5,205	6,419	7,543	8,576
非流动资产	43,433	51,523	47,778	46,849	45,427
% 总资产	20.2%	20.5%	16.7%	16.2%	12.7%
资产总计	214,968	251,234	285,499	289,259	356,832
短期借款	18,646	22,068	0	0	0
应付款项	61,067	64,228	101,503	83,529	125,751
其他流动负债	67,777	71,391	71,391	71,391	71,391
流动负债	147,491	157,686	172,894	154,920	197,141
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	642	833	833	833	833
负债	148,133	158,519	173,728	155,753	197,975
普通股股东权益	65,595	91,327	110,199	131,720	156,824
少数股东权益	1,240	1,388	1,572	1,785	2,034
负债股东权益合计	214,968	251,234	285,499	289,259	356,832

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	3.72	4.36	4.81	5.55	6.48
每股净资产 (元)	10.90	15.18	18.32	21.90	26.07
每股经营现金净流 (元)	2.72	4.48	9.86	2.84	11.76
每股股利 (元)	0.00	0.00	1.71	1.97	2.30
回报率					
净资产收益率	34.15%	28.69%	26.26%	25.35%	24.84%
总资产收益率	10.47%	10.50%	10.20%	11.62%	10.99%
投入资本收益率	-47.09%	-70.51%	-130.14%	-70.52%	-140.86%
增长率					
营业总收入增长率	36.24%	33.33%	9.61%	11.49%	13.03%
EBIT增长率	107.45%	39.16%	-2.08%	15.50%	16.76%
净利润增长率	45.27%	16.97%	10.45%	15.39%	16.64%
总资产增长率	17.87%	16.87%	13.64%	1.32%	23.36%
资产管理能力					
应收账款周转天数	11.1	12.7	11.4	11.4	11.4
存货周转天数	30.7	32.9	32.0	32.1	32.1
应付账款周转天数	115.9	95.8	115.3	115.3	115.3
固定资产周转天数	42.2	32.3	27.9	21.0	15.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-141.29%	-125.73%	-124.43%	-143.25%	#REF!
EBIT利息保障倍数	61.1	-38.7	16.4	17.0	17.5
资产负债率	68.91%	63.10%	60.85%	53.85%	55.48%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。