

格力电器(000651)/家电

格力高瓴携手发力“中国造”

——评格力史诗级混改方案临近收官

评级: 买入

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)	62.99
市值(亿元)	3789
流通市值(亿元)	3760

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

点评报告:

《格力 Q3: 灵活调整经营策略、混改推进治理升格》

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	15.88	13.57	12.29	10.66	9.12
P/B	5.41	3.90	3.22	2.71	2.27

投资要点

12月2日格力公告: 控股股东格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》, 约定珠海明骏以46.17元/股受让格力集团持有的格力电器15%股权, 合计转让价款416.62亿元。资金来源于自有资金及自筹资金, 其中自有资金218.50亿元, 其余为银行贷款, 比例约1:1。

12月15日格力公告: 控股股东协议转让格力电器15%股份事项获得珠海市人民政府和国资委同意。

至此, 格力电器史诗级的混改方案已经临近收官, 携手高瓴资本共同发力“中国造”。本文从股权结构、公司治理、长期经营、短期动态四个维度加以解读:

一、股权结构: 公司将无实际控制人, 管理层主导地位显著增强

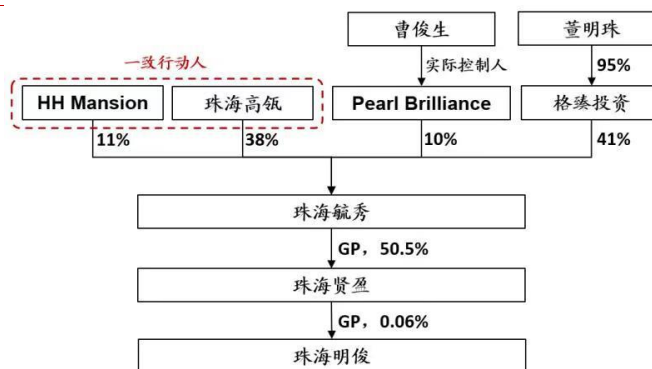
1. 结合本次权益变动前后股权结构及董事会席位安排, 上市公司本次交易完成后将无控股股东和实际控制人。

2. 相比之前国资委实际控制下, 格力管理层在经营决策中的主导地位将进一步增强, 利于此后公司在战略、营销、分红重要政策的延续性。

本次权益变动前, 上市公司控股股东格力集团持有格力电器10.96亿股股份, 占格力电器总股本18.22%, 实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。

本次权益变动后, 股权结构方面, 除陆股通外, 上市公司前三大股东分别为珠海明骏(持股15.00%)、河北京海担保投资有限公司(持股8.91%)、格力集团(持股3.22%)。股权结构中无单一股东持有上市公司50%以上股份, 亦无单一股东可实际支配上市公司股份表决权超过30%, 任一股东依其可实际支配的股份表决权无法控制上市公司重大经营决策。董事会席位方面, 上市公司董事会共有9名董事。根据合作协议, 珠海明骏有权提名3名董事(一致行动人HH Mansion和珠海高瓴、Pearl Brilliance、管理层实体格臻投资可各提名1名, 且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士), 无法达到格力电器董事会人数的1/2以上, 将无股东或投资人可控制上市公司董事会。结合本次权益变动前后的公司股权结构及董事会席位安排, 交易完成后, 上市公司将无控股股东和实际控制人。

图 1: 珠海明骏控制关系结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

二、公司治理：提升管理层持股，推进股权激励，分红率有望 50%

推进管理层持股与股权激励有助于深度绑定管理层利益，充分调动管理层积极性，促使未来加速渠道体系、多元化、国际化等多方面变革。

1. **提升管理层持股。**管理层实体直接认缴珠海明骏 13.9 亿出资额，同时未来 6 个月拟受让珠海博韬持有珠海明骏的 10.3 亿出资额，届时管理层实体占上市公司股本比例将达到 1.67%，其中 95% 为董明珠持有；而目前董明珠持股比例为 0.74%。

此外，管理层实体格臻投资将享受珠海明骏产生的 41%GP 收益，且 8% 的 GP 收益将以适当方式分配给上市公司管理层和员工。

2. **推进股权激励。**根据协议，珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance 和格臻投资一致同意，本次交易完成后，将推进上市公司层面给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 的上市公司股份。

3. **分红率有望不低于 50%，提升对长期投资者吸引力。**珠海明骏承诺在股东大会中积极行使股东投票权或促使其提名的董事在董事会上行使投票权以尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。

三、长期经营：多元化、国际化提速，线上化、数字化加码

高瓴成立于 2005 年，胡润研究院《2019 胡润全球独角兽活跃投资机构百强榜》排名第 15 位，是亚洲地区资产管理规模最大的投资机构之一，受托管理资金主要来自目光长远的全球性机构投资者。据中国基金报披露，高瓴 2006 年买进格力电器并持有至今。

高瓴入局具战略意义，助力格力长期经营：

1. 多元化、国际化有望提速

高瓴已在消费与零售、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：百度、腾讯、京东、携程、美的、格力、中通快递、滴滴出行、美团、Grab、百丽等，所投企业在互联网和消费领域布局广泛，遍及南亚、东南亚、东亚多个区域，有望与格力产生可期的资源协同，完善多元化、国际化布局。

2. 渠道体系变革、线上化加码

格力当前渠道体系存两方面掣肘：一是线上占比较低，据公司公告，目前格力、美的、海尔线上收入占内销比分别为 10%、35%、20%。二是层级较多，导致终端需求响应慢等问题，目前格力、美的、海尔经销商体系渠道层级分别为 3 级、2 级和 1 级。

借助高瓴对腾讯、京东、美团等互联网巨头的深刻认知，格力有望迎来渠道体系改革的最佳时机，尤其线上渠道的进一步加码将为格力带来可观的增量流量。

3. 强强联手、互联网赋能中国造

2018年，格力明确了全面挺进智能化时代的战略规划，包括产品智能化、生产自动化和管理信息化三方面。而作为一级市场巨头的高瓴资本，恰好互联网赋能制造业方面有着独到见解，帮助蓝月亮、百丽国际成功转型。2017年，高瓴收购百丽国际后，将滔搏从百丽分拆改造，运用互联网的新思维帮助其更新品牌，数字化等新手段改善供应链、提升经营效率，滔搏盈利能力显著提升。

混改后，格力借助高瓴的互联网资源，可加速推进数字化、智能化战略。具体来说：产品智能化方面，涉及智能手机、智能语音空调、智能互联家居、芯片、大数据等，此前参股闻泰科技也体现了这方面的战略布局。生产自动化方面，涉及智能装备、黑灯工厂、生产云监控中心等。管理信息化方面，涉及产品全生命周期追踪平台、智慧生产管理平台、云计算平台、网络协同平台、智能办公平台等。预计未来几年，以工业机器人为主的智能装备业务收入增速将快于家电业务。

■ 四、短期动态：灵活竞争、份额回升、库存释放

近期格力推出三大促销让利活动，美的、海尔跟进：

11月9日，格力宣布“双11”期间让利消费者，1P变频空调、小1P定频空调降约600元，降幅超30%，线上线下联动。11月27日起，“俊越”、“T爽”两大系列空调的售卖价格将调至“双十一”活动期间的价格水平，通过“董明珠的店”及全国各地授权专卖店销售。12月12日，格力“品悦”、“悦风II”系列产品让利，幅度与此前持平，通过“董明珠的店”及全国各地授权专卖店销售。

图2：三大龙头近期空调促销梳理

	促销时间	促销主力机型	促销价格	促销渠道	促销结果
格力	11.11日全天	俊越、T爽等系列	变频最低1599元，定频最低1399元	线上京东、天猫、苏宁等和线下KA及授权专卖店	空调销售额36亿+，同增178%，全网份额第一
	11.27日至今	俊越、T爽等系列	变频最低1599元，定频最低1399元	线上董明珠的店和线下授权专卖店	供不应求，再下单需到2020年4月才可安装
	12.12日至今	品悦、悦风II等系列	变频最低2049元，定频最低1649元	线上董明珠的店和线下授权专卖店	持续畅销
美的	11.10-11.11日	省电星、冷静星、智行、御行等系列	变频最低1499元，定频最低1249元	线上京东、天猫、苏宁等和线下KA及授权专卖店	空调销售131万台，苏宁平台销量第一
	12.12-12.17日	冷静星、智行、省电星、极光先锋等系列	变频最低1599元，定频最低1399元	线上京东、天猫、苏宁等和线下KA及授权专卖店	持续畅销
海尔	11.10-11.11日	小龙女、无季等系列	变频最低1499元，定频最低1299元	线上京东、天猫、苏宁等和线下KA及授权专卖店	全网销售额5分钟破亿。自清洁、智能品类销量全网第一
	12.15-12.17日	致静、恋+等系列	变频最低1799元，定频最低1499元	线上京东、天猫、苏宁等和线下KA及授权专卖店	持续畅销

来源：公司公告、中泰证券研究所

从实施结果看，11月两次让利活动，格力“俊越”、“T爽”系列线上线订单突破620万套，现“俊越”、“T爽”满负荷生产仍无法满足市场需求。双11促销期间，格力在阿里系空调份额由第三跃居第一；双12促销期间，产品售价整体比前两次高约20%，促销力度与前两次接近，预计仍将畅销。

格力三次促销让利活动反映其灵活的竞争策略，通过低端引流机型提升关注度，有利于市场份额回升，渠道库存释放。

■ 投资建议：“买入”评级

立足短期：行业层面，地产竣工回暖驱动行业弱复苏；公司层面，竞争策略灵活调整，促进份额回升和渠道库存释放，基本面有望在上述因素推动下触底回升。

中长期看，混改落地后，公司治理机制更加灵活，股权激励及管理层持股实现利益绑定，管理层积极性进一步提升。携手高瓴，国际化、多元化、线上化、智能化等推进值得期待。

本文预计2019-2021年公司业绩增速分别为10%/15%/17%，对应当前PE为12X/11X/9X。综上所述，本文认为格力基本面长短期双维度逻辑向好，业绩估值有望实现“戴维斯双击”，当前上行空间大于下行空间，鉴于混改收官临近，进一步消除短期不确定性，公司评级由“增持”调整为“买入”。

■ 风险提示

需求景气度下行，行业竞争恶化，全球化不及预期，多元化不及预期

图 3: 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。