公司研究

公司点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

疫情难改确定性 低基数新能效有望领跑

——格力电器（000651.SZ）公司点评　　家用电器/白色家电

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

疫情与空调高温属性背离，旺季销量虽或有滞后但有保障。对照非典规律，冠状病毒传播不耐高温，随升温逐步消退，这与空调市场的高温推动需求恰好此消彼长。根据奥维数据，19 年 3-7 月空调线下销量占全年 61.8%，线上同期占比更达 62.7%，需求在高温时段集中释放。在当前疫情对市场造成系统性抑制的背景下，空调需求在各大家电中具备最强抗疫情属性，需求稳定性强。虽 2-3 月份疫情导致空调淡季短期下滑，但伴随升温疫情控制，需求具备保障。

公司年前提前锁定订单，短期需求释放有保障。格力经 19 年底的“双十一”和“百亿让利”等促销推动，锁定订单估算可达 400 万台（以实际补贴总金额及“11.11”主机型让利千元为基础估算），其中大部分处于厂商库存和渠道库存中尚未安装交付。因 1-2 月装修队停工返乡，历年 3 月后空调订单实际交付高峰，公司通过提前锁定部分 20Q1 的需求，使其在当前各大家电受疫情影响线下卖场客流及线下促销大幅减小的背景下，形成相对竞争优势。

19H1 市场策略下基数较低，20H1 营收增速有望领跑。19 年前期因公司混改磋商，并未进行主动战略布局，19 年 1-7 月格力线上线下降价幅度居主要品牌中的最低位，其中线下各月价格同比涨幅较市场整体高 4.2-8.7pct。导致公司 19 年中报空调主营增速仅 4.6%，显著低于同业增速。零售额方面 19 年 1-7 月格力线上线下增速仅 0.5%和-15.2%，对比同期市场整体增速的 16.5%和-9.5%，公司 19 年空调旺季显著未发力。因非市场因素公司 19H1 空调增速远低于市场，低基数背景下 20H1 空调增速有望显著超越市场平均水平。

新能效出台销售规则调整，富余一年销售期下公司渠道优势具超越市场资质。伴随空调新能效 GB21455-2019 出台，文件确定“在本标准实施之日（2020.7.1）前出厂或进口的产品，可在 2021 年 6 月 30 日前销售”，即待淘汰产品具有额外一年销售期。由此 20H1 尾货销售规则或将改变，造成厂商向渠道进一步压货的可能性。而格力作为在空调市场中对经销商影响力最强的企业，具备较高潜在库存上限，由此或带来公司 20H1 低端出厂产品大幅跑赢市场平均。而伴随新能效正式实施，公司产品技术优势将推动盈利进一步改善。

投资建议：疫情背景下空调市场需求在家电各品类中具相对稳健性，公司提前锁单使短期影响相对较小，19H1 低基数及待淘汰原三级能效加库存可能性下，公司具备跑赢空调整体市场的确定性。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 282.8/334.8/381.2 亿元，增速 7.9%/18.4%/13.9%，EPS 为 4.7/5.6/6.3 元，对应 PE 为 12.5/10.6/9.3，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制不及预期；新能效推行不及预期；地产需求低于预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	150,019.5	200,024.0	215,959.9	243,762.5	270,534.6
增长率（%）	36.24%	33.33%	7.97%	12.87%	10.98%
归母净利润（百万	22,401.58	26,202.79	28,279.35	33,482.59	38,122.79
增长率（%）	45.27%	16.97%	7.92%	18.40%	13.86%
净资产收益率（%）	34.15%	28.69%	25.15%	24.29%	22.85%
每股收益(元)	3.72	4.36	4.70	5.57	6.34
PE	15.80	13.48	12.50	10.56	9.27
PB	5.39	3.87	3.14	2.56	2.12

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级　　买入（维持）

2020 年 02 月 04 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超　　研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

交易数据	时间 2020.02.03
总市值/流通市值（亿元）	3,535.45/3,508.52
总股本（万股）	601,573.09
资产负债率（%）	64.92
每股净资产（元）	16.75
收盘价（元）	58.77
一年内最低价/最高价（元）	41.79/70.56

公司股价表现走势图

资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《格力电器半年报点评：增速稳健超预期 新能效有望优化格局》2019-08-31

表1：公司盈利预测表

利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**150020**	**200024**	**215960**	**243763**	**270535**
营业成本	**99563**	**138234**	**148039**	**165715**	**182508**
营业税金及附加	1513	1742	1881	2123	2356
营业费用	16660	18900	20621	23520	26373
管理费用	6071	4366	4714	5321	5905
研发费用	0	6988	7545	8516	9452
财务费用	431	-948	213	-631	-776
资产减值损失	264	262	263	262	262
公允价值变动收益	9	46	28	37	32
投资净收益	397	107	252	252	252
营业利润	**26127**	**30997**	**33368**	**39632**	**45143**
营业外收入	511	318	414	366	390
营业外支出	21	41	31	36	33
利润总额	**26617**	**31274**	**33752**	**39962**	**45500**
所得税	4109	4894	5282	6254	7121
净利润	**22509**	**26379**	**28470**	**33708**	**38379**
少数股东损益	107	176	190	225	256
归属母公司净利润	22402	26203	28279	33483	38123
EBITDA	32110	38113	36009	41449	46821
EPS（元）	**3.72**	**4.36**	**4.70**	**5.57**	**6.34**

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	36.24%	33.33%	7.97%	12.87%	10.98%
营业利润增长	49.67%	18.64%	7.65%	18.77%	13.91%
归属于母公司净利润增长	45.27%	16.97%	7.92%	18.40%	13.86%
获利能力					
毛利率(%)	33.63%	30.89%	31.45%	32.02%	32.54%
净利率(%)	15.00%	13.19%	13.18%	13.83%	14.19%
总资产净利润(%)	10.42%	10.43%	10.75%	11.26%	11.36%
ROE(%)	34.15%	28.69%	25.15%	24.29%	22.85%
偿债能力					
资产负债率(%)	69%	63%	57%	53%	50%
流动比率	1.16	1.27	1.46	1.61	1.77
速动比率	1.05	1.14	1.30	1.44	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.86	0.84	0.87	0.85
应收账款周转率	34	30	27	27	27
应付账款周转率	4.68	5.44	5.09	5.01	5.01
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.72	4.36	4.70	5.57	6.34
每股净现金流(最新摊薄)	-8.01	1.26	1.50	3.98	4.96
每股净资产(最新摊薄)	10.90	15.18	18.69	22.92	27.73
估值比率					
P/E	15.80	13.48	12.50	10.56	9.27
P/B	5.39	3.87	3.14	2.56	2.12
EV/EBITDA	8.49	6.89	6.45	5.01	3.81

资产负债表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	**171535**	**199711**	**216150**	**251393**	**292028**
货币资金	99610	113079	122088	146037	175855
应收账款	5814	7700	8342	9416	10450
其他应收款	253	297	320	361	401
预付款项	3718	2162	2315	2592	2854
存货	16568	20012	23033	25783	28396
其他流动资产	10342	17111	18342	20489	22557
非流动资产合计	43433	51523	46899	46059	43569
长期股权投资	**110**	**2251**	**107**	**1181**	**1179**
固定资产	17467	18374	16346	14259	12132
无形资产	3604	5205	5043	4886	4734
商誉	0	52	52	52	52
其他非流动资产	1010	788	1152	1301	1443
资产总计	**214968**	**251234**	**263049**	**297453**	**335597**
流动负债合计	**147491**	**157686**	**148018**	**156620**	**165406**
短期借款	18646	22068	650	0	0
应付账款	34553	38987	45927	51410	56620
预收款项	14143	9792	15466	17457	19374
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	**642**	**833**	**993**	**1158**	**1328**
长期借款	0	0	160	325	495
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	**148133**	**158519**	**149011**	**157778**	**166734**
少数股东权益	1240	1388	1578	1803	2059
实收资本（或股本）	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积	104	93	93	93	93
未分配利润	55740	81940	103402	128813	157746
归属母公司股东权益合计	65595	91327	112460	137871	166804
负债和所有者权益	**214968**	**251234**	**263049**	**297453**	**335597**

现金流量表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**16359**	**26941**	**35273**	**33470**	**37997**
净利润	22509	26379	28470	33708	38379
折旧摊销	2033	3109	2428	2448	2453
财务费用	431	-948	213	-631	-776
应付帐款减少	-2854	-1885	-642	-1074	-1034
预收帐款增加	4121	-4351	5674	1991	1917
投资活动现金流	**-62253**	**-21846**	**2715**	**-1596**	**65**
公允价值变动收益	9	46	28	37	32
长期股权投资减少	-6	-2140	2144	-1073	2
投资收益	397	107	252	252	252
筹资活动现金流	**-2269**	**2514**	**-28979**	**-7925**	**-8244**
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	160	165	170
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-80	-11	0	0	0
现金净增加额	**-48164**	**7609**	**9009**	**23949**	**29818**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018 年 wind 平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018 年初于东兴证券负责家电行业研究。2019 年 3 月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上