

2020年04月30日

证券研究报告·2019年报及2020一季报点评

格力电器 (000651) 家用电器

持有 (下调)

当前价: 55.22元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 重压下调整，期待涅槃

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布2019年年报及2020年一季报，2019年实现营收2005.1亿元，同比增长0.2%，基本持平；实现归母净利润247亿元，同比下降5.8%。Q4单季度实现营收438.3亿元，同比下滑12.3%；实现归母净利润25.8亿元，同比增长49.3%。公司拟每10股派发12元，分红率为29.2%，为历年来分红较低水平。2020年Q1，公司实现收入209.1亿元，同比下滑49%；实现归母净利润15.6亿元，同比下滑72.5%。
- **库存影响，营收业绩承压。**2019年以来公司渠道库存一直处于较高位置，加之2019年凉夏导致旺季不旺，2019H2，尤其进入新冷年后，渠道库存压力增大。公司空调品类实现营收1386.7亿元，同比变动-10.9%，主营业务承压。分地区看，内销主营业务实现收入1360.7亿元，同比下滑8.3%；外销主营业务实现营收208.2亿元，同比下滑6.5%。
- **行业价格战促销，Q4毛利率降低。**2019年公司毛利率/净利率分别为27.6%/12.5%，同比变动-2.7pp/-0.9pp。主要原因为Q4公司跟进了业内价格战，举办大规模让利促销活动，空调出货量均价下降，Q4毛利率仅18.3%，同比下滑12.2pp，带动全年毛利率下行。此外，2019年毛利率较低的非空调业务营收占比提升拉低了整体盈利能力。
- **线上占比较小，Q1受冲击较大。**Q1公司收入、利润同比下滑超50%，主要是受新冠疫情影响，强安装属性的空调终端销售受阻，上下游企业复工复产滞后所致。2019年全年，“董明珠的店”注册分销店铺超10万家，全年销售额累计突破14亿，同比增长达660%，但由于公司线上渠道占比较小，疫情期间受冲击较大。
- **重压下行业盘整，期待龙头涅槃。**空调行业整体线下占比较高，即使是线上销售为主的公司，仍需要在线下提供上门安装服务。因此，全行业都较大程度受到新冠疫情影响。我们认为，疫情将会加速行业整合，配合即将出台的新能效标准，龙头企业市占率或将迎来进一步提升，巩固寡头垄断格局。随着混改落地，我们期待公司焕发更多活力。
- **盈利预测与投资建议。**2019年公司盈利低于预期，我们调整2020-2022年EPS分别为4.08元、4.58元、5.07元，下调至“持有”评级。
- **风险提示：**原材价格或大幅波动、贸易壁垒升级风险、疫情持续时间过长风险，夏季气温较低导致销量不达预期风险。

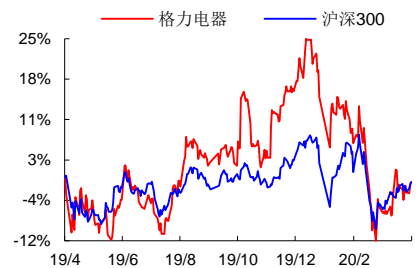
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200508.33	200424.49	218354.57	238002.78
增长率	0.24%	-0.04%	8.95%	9.00%
归属母公司净利润(百万元)	24696.64	24566.34	27536.54	30489.12
增长率	-5.75%	-0.53%	12.09%	10.72%
每股收益EPS(元)	4.11	4.08	4.58	5.07
净资产收益率ROE	22.16%	19.00%	17.56%	16.28%
PE	13	14	12	11
PB	2.96	2.56	2.11	1.76

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)	59.70
52周内股价区间(元)	49.22-69.88
总市值(亿元)	3,321.89
总资产(亿元)	2,918.36
每股净资产(元)	16.75

### 相关研究

1. 格力电器(000651): 巨额回购计划, 混改后活力焕发 (2020-04-13)
2. 格力电器(000651): 混改落地, 疫情不改长期逻辑 (2020-02-03)
3. 格力电器(000651): 混改落地优化治理, 大刀阔斧消化库存 (2019-12-02)
4. 格力电器(000651): 营收业绩超预期, 混改提振估值 (2019-09-02)

**关键假设：**

假设 1：预计渠道继续去库存，全年空调收入略微承压；

假设 2：受促销活动及行业价格战影响，预计空调品类毛利率较 2019 年所有下行，2020-2022 年毛利率分别为 36.5%，36.8%，37%；

假设 3：公司销售费用率维持在 9.2%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	200508.33	200424.49	218354.57	238002.78
	增速	0.24%	-0.04%	8.95%	9.00%
	毛利率	28.43%	27.69%	27.77%	27.77%
空调	收入	138665.06	131731.80	142270.35	153651.97
	增速	-10.93%	-5.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	37.12%	36.50%	36.80%	37.00%
生活家电	收入	5575.91	6969.89	8363.87	10036.64
	增速	46.96%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.30%	19.00%	19.00%	19.00%
智能装备	收入	2141.29	2184.11	2227.79	2272.35
	增速	-31.12%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	6.60%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务	收入	54126.08	59538.69	65492.56	72041.81
	增速	44.57%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	7.98%	10.00%	10.00%	10.00%

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200508.33	200424.49	218354.57	238002.78	净利润	24827.24	24696.25	27682.16	30650.35
营业成本	143499.37	144933.19	157727.02	171904.06	折旧与摊销	3194.42	509.05	520.92	536.36
营业税金及附加	1542.98	1805.19	1891.30	2041.25	财务费用	-2426.64	-2882.93	-3855.82	-4735.49
销售费用	18309.81	18439.05	20088.62	21896.26	资产减值损失	-842.89	250.00	250.00	250.00
管理费用	3795.65	9019.10	9825.96	10710.13	经营营运资本变动	17345.06	21545.95	7951.05	9612.34
财务费用	-2426.64	-2882.93	-3855.82	-4735.49	其他	-14203.48	-437.81	-613.13	-625.06
资产减值损失	-842.89	250.00	250.00	250.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27893.71</b>	<b>43680.52</b>	<b>31935.18</b>	<b>35688.51</b>
投资收益	-226.63	186.00	196.00	206.00	资本支出	17884.62	-216.00	-215.00	-215.00
公允价值变动损益	228.26	131.09	149.34	156.41	其他	-29159.66	762.48	345.34	362.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-11275.05</b>	<b>546.48</b>	<b>130.34</b>	<b>147.41</b>
<b>营业利润</b>	<b>29605.11</b>	<b>29177.97</b>	<b>32772.84</b>	<b>36298.98</b>	短期借款	-6123.57	-15944.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-252.40	47.76	-14.15	-33.22	长期借款	46.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>29352.71</b>	<b>29225.73</b>	<b>32758.69</b>	<b>36265.76</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	4525.46	4529.48	5076.53	5615.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	24827.24	24696.25	27682.16	30650.35	其他	-13145.29	-3867.22	3855.82	4735.49
少数股东损益	130.60	129.91	145.62	161.23	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-19221.98</b>	<b>-19811.40</b>	<b>3855.82</b>	<b>4735.49</b>
归属母公司股东净利润	24696.64	24566.34	27536.54	30489.12	<b>现金流量净额</b>	<b>-2399.55</b>	<b>24415.60</b>	<b>35921.34</b>	<b>40571.41</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	125400.72	149816.32	185737.65	226309.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10908.95	10737.19	11750.67	12828.71	销售收入增长率	0.24%	-0.04%	8.95%	9.00%
存货	24084.85	24196.23	26361.33	28753.45	营业利润增长率	-4.49%	-1.44%	12.32%	10.76%
其他流动资产	52969.53	24311.05	26400.48	28690.12	净利润增长率	-5.88%	-0.53%	12.09%	10.72%
长期股权投资	7064.19	7064.19	7064.19	7064.19	EBITDA 增长率	-8.40%	-11.75%	9.83%	9.04%
投资性房地产	498.65	498.65	498.65	498.65	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	195.25	378.63	546.56	毛利率	28.43%	27.69%	27.77%	27.77%
无形资产和开发支出	5631.46	5143.43	4654.41	4165.38	三费率	9.81%	12.26%	11.93%	11.71%
其他非流动资产	56413.82	56413.55	56413.28	56413.01	净利率	12.38%	12.32%	12.68%	12.88%
<b>资产总计</b>	<b>282972.16</b>	<b>278375.85</b>	<b>319259.28</b>	<b>365269.13</b>	ROE	22.16%	19.00%	17.56%	16.28%
短期借款	15944.18	0.00	0.00	0.00	ROA	8.77%	8.87%	8.67%	8.39%
应付和预收款项	82302.48	77731.41	84815.78	93397.04	ROIC	-95.35%	-41.40%	-36.00%	-35.53%
长期借款	46.89	46.89	46.89	46.89	EBITDA/销售收入	15.15%	13.37%	13.48%	13.49%
其他负债	72630.96	70603.79	76720.69	83498.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>170924.50</b>	<b>148382.09</b>	<b>161583.35</b>	<b>176942.85</b>	总资产周转率	0.75	0.71	0.73	0.70
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73	固定资产周转率	21.83	4208.39	1348.39	793.09
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	应收账款周转率	24.73	23.97	25.35	25.21
留存收益	97294.32	121860.65	149397.20	179886.32	存货周转率	6.47	5.99	6.21	6.21
归属母公司股东权益	110153.57	127969.77	155506.31	185995.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.98%	—	—	—
少数股东权益	1894.08	2024.00	2169.62	2330.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>112047.66</b>	<b>129993.76</b>	<b>157675.92</b>	<b>188326.28</b>	资产负债率	60.40%	53.30%	50.61%	48.44%
负债和股东权益合计	282972.16	278375.85	319259.28	365269.13	带息债务/总负债	9.36%	0.03%	0.03%	0.03%
					流动比率	1.26	1.42	1.56	1.69
					速动比率	1.12	1.26	1.40	1.53
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	4.11	4.08	4.58	5.07
					每股净资产	18.63	21.61	26.21	31.31
					每股经营现金	4.64	7.26	5.31	5.93
					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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn