

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

格力电器 (000651)

事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月22日

员工持股计划落地，稳增长强信心

证券分析师： 陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980520110004
证券分析师： 王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980520120004
联系人： 邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	

事项：

格力电器发布员工持股计划，拟向公司董监高、中层干部及核心员工实施第一期员工持股计划，员工总数不超过 1.2 万人，股票规模不超过 1.08 亿股，占公司总股本的 1.80%，资金规模不超过 30 亿元，资金来源为员工合法薪酬及通过法律、行政法规允许的其他方式获得的自筹资金。持股计划将购买公司回购的股票，价格为 27.68 元/股，为公司第一期回购均价的 50%。

考核分两期进行，将分别对公司业绩和个人绩效进行考核，每期可归属的比例最高为 50%。公司业绩考核目标为 2021 年净利润较 2020 年增长不低于 10%，2022 年净利润较 2020 年增长不低于 20%，且当年每股现金股利不低于 2 元或现金分红率高于 50%。若第一个考核期不达标，则可递延考核，考核目标为 2021 年和 2022 年净利润合计不低于 2020 年净利润的 230%，可归属两期内股票权益。净利润为剔除股权激励或持股计划费用后的归母净利润。

员工持股计划的权益处置方式包括：1) 将已归属持有人的股票权益，全部或部分非交易过户至各持有人个人证券账户，但出于集中管理的需要，在员工退休前，过户至个人账户的股票，表决权由工会行使，未经工会事先书面确认，不得自行出售或设定质押；2) 管理委员会择机出售全部或部分股票权益，并进行现金分配。

国信家电观点：1) 持股计划涵盖上万员工，大规模强激励促发展。2) 近期跟踪：Q2 内销排产增速领先，结构调整下价格涨势依旧。3) 大规模回购持续进行，期待治理长效改善。4) 投资建议：首次员工持股计划的推出或预示着公司治理结构改善已迈出关键一步，有利于公司的长期发展。公司空调主业不断扩展应用领域，在冰洗等其他家电产品上快速开拓，在智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业实现突破，未来有望持续贡献增长动力。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润为 253/290/316 亿元，对应 EPS 为 4.21/4.82/5.26 元，对应当前股价 PE 为 12.8/11.1/10.2X，维持“买入”评级。5) 风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道改革不及预期。

评论：

■ 持股计划涵盖上万人，大规模强激励促发展

首建员工持股计划，实现核心员工与公司长期利益一致，有利于公司的长远发展。此次员工持股计划为公司首次持股计划，涵盖公司不超过 1.2 万员工，占 2020 年底公司员工总数的 14.29%。其中公司董事长董明珠拟认购股数上限为 3000 万股，占员工持股计划的 27.68%，占公司总股本的 0.50%，其余中层干部及核心员工占员工持股计划的

68.92%。此次大规模的员工持股计划有望充分调动员工的主观能动性，促进各部门之间合力发展，显著提升公司经营效率，实现员工、管理团队与股东之间的利益一致，为公司的长远发展注入强大的动力。

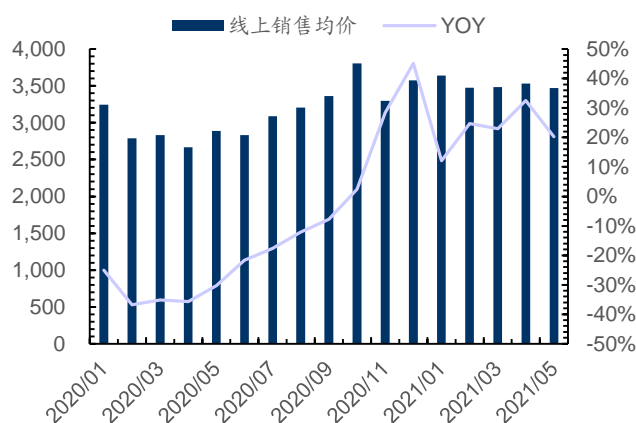
处置方式充分照顾股东利益，为市场注入信心。在处置方式上，公司对过户至个人证券账户的股票进行了较严格的规定，在退休前未经工会同意不得出售或质押，有利于维护公司股价的稳定性，保护股东的利益。此外，此次持股计划所导致的股份支付费用分三年摊销，2021-2023年费用分别为10.57、14.09和3.52亿元，预计最高只占当年净利润的5%左右，对各年净利润的影响有限。

■ 近期跟踪：Q2内销排产增速领先，结构调整下价格涨势依旧

公司空调内销排产增速领先行业：根据产业在线的数据，格力空调Q2排产1360万台，同比去年排产/实绩分别增长10.57%/13.33%，其中内销排产975万台，同比去年排产/实绩分别增长12.07%/15.38%；外销排产385万台，同比去年排产/实绩分别增长6.94%/4.05%。在内销的主战场上，公司保持了行业领先的排产增速，领先优势有望得到巩固。

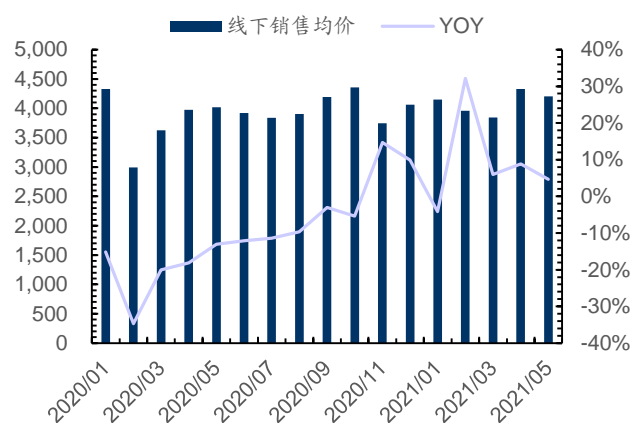
成本压力下，调结构提价格：根据奥维云网的数据，5月格力空调线上销售均价提升20%，线下销售均价提升5%，延续自去年11月以来价格上涨的趋势。在价格战趋缓、原材料价格出现回调的背景下，公司有望维持较为稳定的盈利能力。

图 1：公司线上空调销售均价自 11 月起持续提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 2：公司线下均价提升趋势显著



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

■ 大规模回购持续进行，期待治理长效改善

5月底公司公告了规模在75-150亿元的第三期回购计划，加上此前第一和第二期共120亿元的已实施回购，预计总回购将超过200亿元，三次回购都将用于员工持股计划或股权激励。此次员工持股总数不超过1.08亿股，只是第一期回购的股票数量，预计后续仍将推出激励或持股计划，为公司建立起长效化、持续性的激励政策，为长期发展保驾护航，推动治理结构的持续改善。

表 1：格力此前回购详情

序号	预案公布日期	回购价格上限 (元/股)	预计回购金额	回购目的	实际回购金额	实际回购数量 (亿股)	占总股本比例	回购均价 (元/股)
1	2020年4月13日	70	30-60亿元	员工持股计划或股权激励	60亿元	1.08	1.80%	55.36
2	2020年10月14日	70	30-60亿元	员工持股计划或股权激励	60亿元	1.01	1.68%	59.25
3	2021年5月27日	70	75-150亿元	员工持股计划或股权激励				

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：员工持股计划，迈出治理改善关键一步**

首次员工持股计划的推出或预示着公司治理结构改善已迈出关键一步，有利于公司的长期发展。公司空调主业不断扩展应用领域，在冰洗等其他家电产品上快速开拓，在智能装备、精密模具、新能源、半导体等新兴产业实现突破，未来有望持续贡献增长动力。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润为 253/290/316 亿元，对应 EPS 为 4.21/4.82/5.26 元，对应当前股价 PE 为 12.8/11.1/10.2X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道改革不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600690.SH	海尔智家	买入	26.31	0.98	1.4	1.65	27	19	16	3.3
000651.SZ	格力电器	买入	53.68	3.69	4.21	4.82	15	13	11	2.9
000333.SZ	美的集团	买入	73.80	3.87	4.26	4.62	19	17	16	4.9

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	136413	156089	167989	184913
应收款项	8886	12662	13509	14082
存货净额	27880	26208	30996	35093
其他流动资产	40084	40989	52853	55060
流动资产合计	213633	236998	266606	290660
固定资产	23007	24527	26395	28161
无形资产及其他	5878	5643	5408	5173
投资性房地产	28580	28580	28580	28580
长期股权投资	8120	11054	13049	15045
资产总计	279218	306803	340039	367619
短期借款及交易性金融负债	20304	19439	18562	19435
应付款项	53032	61140	71087	75694
其他流动负债	85143	92179	104099	116039
流动负债合计	158479	172759	193748	211168
长期借款及应付债券	1861	1861	1861	1861
其他长期负债	1998	2580	3163	3780
长期负债合计	3859	4441	5023	5641
负债合计	162337	177200	198772	216809
少数股东权益	1690	1750	1804	1849
股东权益	115190	127853	139463	148961
负债和股东权益总计	279218	306803	340039	367619

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.69	4.21	4.82	5.26
每股红利	2.37	2.10	2.89	3.68
每股净资产	19.15	21.25	23.18	24.76
ROIC	15%	20%	24%	28%
ROE	19%	20%	21%	21%
毛利率	27%	28%	28%	28%
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	15%	15%	15%	15%
收入增长	-15%	18%	12%	9%
净利润增长率	-10%	14%	15%	9%
资产负债率	59%	58%	59%	59%
息率	4.4%	3.9%	5.4%	6.9%
P/E	14.6	12.8	11.1	10.2
P/B	2.8	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	18.5	16.9	15.6	14.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	170497	200948	224134	244753
营业成本	124229	145165	161305	175464
营业税金及附加	965	1407	1521	1660
销售费用	13043	15473	17595	19580
管理费用	9656	11689	12899	14186
财务费用	(1938)	(1975)	(2330)	(2618)
投资收益	713	243	478	361
资产减值及公允价值变动	474	536	787	599
其他收入	315	0	0	0
营业利润	26044	29968	34410	37440
营业外净收支	265	97	37	133
利润总额	26309	30065	34446	37573
所得税费用	4030	4620	5285	5764
少数股东损益	104	119	136	149
归属于母公司净利润	22175	25326	29025	31660

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	22175	25326	29025	31660
资产减值准备	(849)	66	26	24
折旧摊销	3589	2370	2697	2941
公允价值变动损失	(474)	(536)	(787)	(599)
财务费用	(1938)	(1975)	(2330)	(2618)
营运资本变动	1213	12799	4976	10312
其它	886	(7)	28	20
经营活动现金流	26540	40018	35966	44358
资本开支	(4460)	(3200)	(3569)	(3898)
其它投资现金流	1030	(679)	(210)	(252)
投资活动现金流	(4485)	(6814)	(5774)	(6145)
权益性融资	15	0	0	0
负债净变化	1814	0	0	0
支付股利、利息	(14236)	(12663)	(17415)	(22162)
其它融资现金流	13787	(866)	(876)	873
融资活动现金流	(11042)	(13529)	(18291)	(21289)
现金净变动	11012	19676	11900	16925
货币资金的期初余额	125401	136413	156089	167989
货币资金的期末余额	136413	156089	167989	184913
企业自由现金流	19484	35001	30191	38022
权益自由现金流	35085	35807	31287	41112

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032