

公司研究

激励作用更为明显，估值仍处底部区间

——格力电器（000651.SZ）第二期员工持股计划点评

买入（维持）

当前价/目标价：33.23/46.62元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	59.14
总市值(亿元)	1965.38
一年最低/最高(元)	29.65/54.11
近3月换手率	41.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.34	-1.49	-20.59
绝对	3.94	-9.78	-35.92

资料来源：Wind

相关研报

22Q1 业绩超出预期，提价驱动收入增长——格力电器（000651.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评（2022-05-02）
 破旧立新，价值闪耀——格力电器（000651.SZ）投资价值分析报告（2022-04-07）

要点

事件：

格力电器发布公告，拟调整第一期员工持股计划业绩考核指标。同时公司公告，拟推出第二期员工持股计划。

点评：

第一期员工持股计划：调整业绩考核目标，绑定核心员工利益。21 年 6 月公司推出第一期员工持股计划，拟用于激励的股票规模为不超过 1.08 亿股，实际购买数量约为 4633 万股，购买价格为 24.68 元/股。21 年下半年以来，国内地产销售出现明显下滑以及疫情反复冲击居民购买意愿，公司拟对业绩考核指标进行调整，主要差异在于：**1) 调整前：**2021/2022 年净利润较 2020 年增长分别不低于 10%和 20%，或 2021/2022 年净利润合计不低于 2020 年净利润的 230%（若第一期未达标）；**2) 调整后：**2021/2022 年净利润较 2020 年增长分别不低于 10 亿元和 20 亿元，或两年的净利润合计较 2020 年净利润的增长额不低于 30 亿元（若第一期未达标），且 2022 年公司净资产收益率不低于 22%。**根据调整后方案，2021 年和 2022 年的考核净利润底线（包含股份支付费用）分别 231.8/241.8 亿元，相较调整前的 244.0/266.2 亿元有所下调，但考虑到此调整进一步绑定核心高管利益，充分调动中层干部积极性，因此对于长期经营的战略意义重大。**此外，2021 年实际完成考核净利润 230.9 亿元（归母净利润 230.6 亿元+股份支付费用 0.31 亿元），略低于目标，按两年合计折算，2022 年的考核净利润应≥242.7 亿元（包含股份支付费用）。

第二期员工持股计划：激励效果将更为直接和明显。**(1) 核心内容：**公司拟将已回购的 9473 万股（占当前总股本 1.6%）以 16.36 元/股授予中层干部和核心员工 12000 人，该员工持股计划分两期考核，其中 2022/2023 年净利润（包含摊销费用）较 2020 年增长不低于 20/30 亿元（241.8/251.8 亿元，若第一期不达标，也可两年合计增长额不低于 50 亿元），2022/2023 年 ROE 不低于 22%/21%，每年现金分红率不低于 50%或现金分红不低于 2 元/股。**(2) 归母净利润底线测算：**假设第一期和第二期计划均达标，2022/2023 年净利润可达 242.7/251.8 亿元，结合两期计划在 2022/2023 年的股份支付费用为 3.94/1.27 亿元以及 5.81/7.75 亿元（若第二期 100%认购），可计算公司 2022/2023 年归母净利润的底线为 232.95/242.78 亿元。

(3) 第二期持股计划激励作用更明显：相比第一期计划，第二期计划董事长未参与，将股权悉数分配给核心骨干；第二期计划允许持有人在股份过户至个人账户满 1 年后拥有自行处置权，并未如第一期设置“退休条款”。

盈利预测、估值与评级：持续推行员工持股，改善公司治理，股息率隐含当前估值处于底部，维持“买入”评级。格力电器持续推行股份回购以及员工激励计划，进一步提升公司治理和利益共享。考虑到经济增长以及大宗价格面临的不确定性较大，下调公司 2022-24 年归母净利润 239/267/304 亿元（较前次预测下调 9%/8%/6%），现价对应 PE 为 8、7、6 倍，维持“买入”评级，目标价 46.62 元。**从股息率反推，当前格力市值处于底部区间。**定义平均股息率=（现金分红+回购注销）/平均市值，假设 2022 年平均市值=1965 亿元（5 月 20 日数据），现金分红率 50%，第一期和第三期回购注销部分（139 亿元）均在 2022 年完成，**格力 2022 年的预期平均股息率已达 13.2%，这是自 2012 年以来的最高水平。**

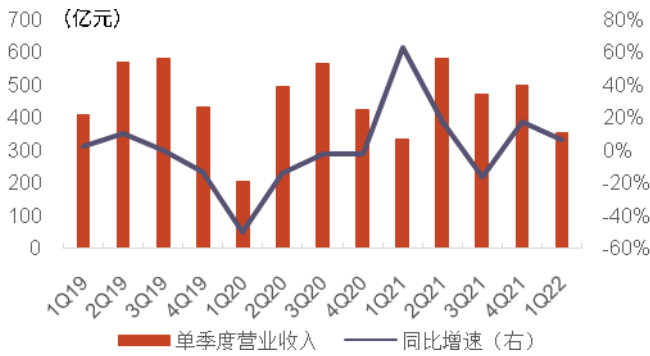
风险提示：房地产行业长期低迷，原材料价格明显上涨。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	170,497	189,654	206,385	229,839	250,858
营业收入增长率	-14.97%	11.24%	8.82%	11.36%	9.15%
净利润 (百万元)	22,175	23,064	23,892	26,696	30,437
净利润增长率	-10.21%	4.01%	3.59%	11.73%	14.01%
EPS (元)	3.69	3.90	4.24	4.74	5.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.25%	22.25%	21.26%	21.01%	21.13%
P/E	9	9	8	7	6
P/B	1.7	1.9	1.7	1.5	1.3

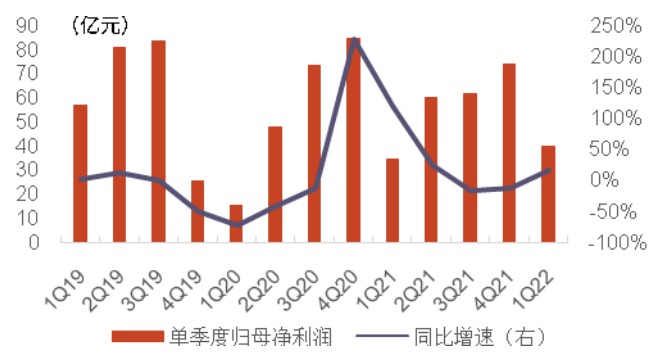
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-05-20; 注: 2020 年末公司总股本 60.16 亿股, 因回购注销, 2021 年末总股本 59.14 亿股, 预测 2022-2024 年总股本 56.31 亿股

图 1: 公司单季度营业收入及同比



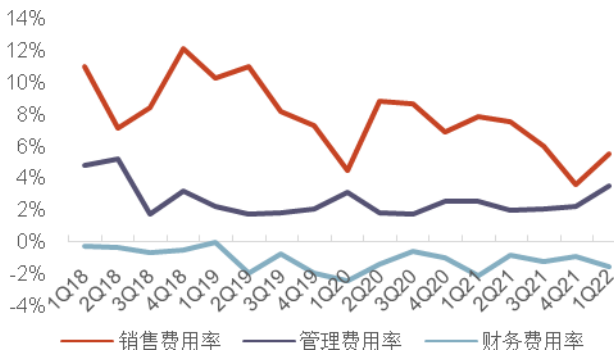
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



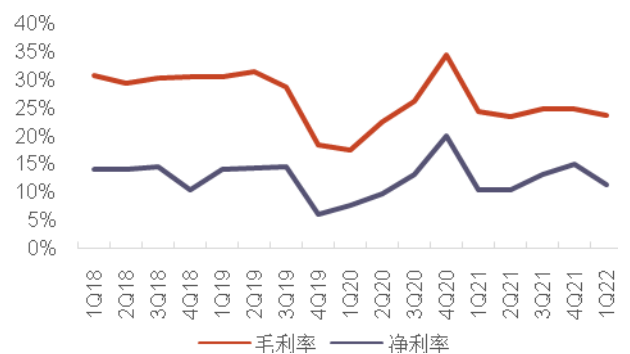
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	170,497	189,654	206,385	229,839	250,858
营业成本	124,229	142,252	149,865	165,236	179,209
折旧和摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
税金及附加	965	1,077	1,589	1,770	1,932
销售费用	13,043	11,582	14,447	17,238	18,814
管理费用	3,604	4,051	4,334	4,827	5,268
研发费用	6,053	6,297	7,223	8,044	8,780
财务费用	-1,938	-2,260	980	2,026	1,786
投资收益	713	522	250	260	270
营业利润	26,044	26,677	28,149	31,469	35,909
利润总额	26,309	26,803	28,454	31,774	36,214
所得税	4,030	3,971	4,382	4,893	5,577
净利润	22,279	22,832	24,072	26,881	30,637
少数股东损益	104	-232	180	185	200
归属母公司净利润	22,175	23,064	23,892	26,696	30,437
EPS(元)	3.69	3.90	4.24	4.74	5.40

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	19,239	1,894	37,783	37,811	41,342
净利润	22,175	23,064	23,892	26,696	30,437
折旧摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
净营运资金增加	-15,989	14,431	3,839	11,680	10,401
其他	9,463	-39,245	5,867	-5,224	-4,610
投资活动产生现金流	98	29,752	-4,060	-4,040	-4,030
净资本支出	-4,522	-5,712	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	8,120	10,337	0	0	0
其他资产变化	-3,500	25,127	240	260	270
融资活动现金流	-21,111	-25,331	-6,193	-17,353	-22,599
股本变化	0	-101	-283	0	0
债务净变化	6,174	15,669	9,947	-3,291	-7,372
无息负债变化	-14,761	33,666	-20,275	8,296	7,540
净现金流	-2,148	5,727	27,530	16,418	14,713

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.1%	25.0%	27.4%	28.1%	28.6%
EBITDA 率	16.3%	15.5%	16.3%	16.5%	17.0%
EBIT 率	14.2%	13.6%	14.3%	14.5%	14.9%
税前净利润率	15.4%	14.1%	13.8%	13.8%	14.4%
归母净利润率	13.0%	12.2%	11.6%	11.6%	12.1%
ROA	8.0%	7.1%	7.6%	8.0%	8.6%
ROE (摊薄)	19.3%	22.3%	21.3%	21.0%	21.1%
经营性 ROIC	20.0%	16.5%	18.1%	18.9%	20.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	66%	63%	61%	58%
流动比率	1.35	1.15	1.20	1.28	1.38
速动比率	1.17	0.93	1.08	1.15	1.23
归母权益/有息债务	5.20	2.74	2.35	2.86	3.88
有形资产/有息债务	11.80	7.80	6.14	7.03	8.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	279,218	319,598	318,183	338,032	355,396
货币资金	136,413	116,939	144,470	160,887	175,601
交易性金融资产	371	0	0	0	0
应收账款	8,738	13,841	8,105	9,026	9,851
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	147	334	207	231	252
存货	27,880	42,766	22,480	24,785	26,881
其他流动资产	36,591	34,994	34,994	34,994	34,994
流动资产合计	213,633	225,850	224,036	243,965	261,858
其他权益工具	7,788	10,114	10,114	10,114	10,114
长期股权投资	8,120	10,337	10,337	10,337	10,337
固定资产	18,983	31,183	32,040	32,185	31,747
在建工程	4,016	6,481	5,521	4,801	4,231
无形资产	5,878	9,917	10,016	10,112	10,207
商誉	202	708	708	708	708
其他非流动资产	6,062	4,874	4,874	4,874	4,874
非流动资产合计	65,585	93,749	94,147	94,068	93,538
总负债	162,337	211,673	201,345	206,350	206,517
短期借款	20,304	27,618	38,320	34,529	26,657
应付账款	31,605	35,875	37,466	41,309	44,802
应付票据	21,427	40,744	22,480	24,785	26,881
预收账款	0	0	10,319	11,492	12,543
其他流动负债	65,418	63,643	63,643	63,643	63,643
流动负债合计	158,479	197,101	186,228	190,686	190,305
长期借款	1,861	8,961	9,461	9,961	10,461
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	587	2,870	2,870	2,870	2,870
非流动负债合计	3,859	14,571	15,117	15,664	16,212
股东权益	116,880	107,925	116,838	131,682	148,879
股本	6,016	5,914	5,631	5,631	5,631
公积金	3,622	2,110	3,225	3,225	3,225
未分配利润	102,842	103,475	114,706	129,366	146,363
归属母公司权益	115,190	103,652	112,384	127,044	144,040
少数股东权益	1,690	4,274	4,454	4,639	4,839

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.65%	6.11%	7.00%	7.50%	7.50%
管理费用率	2.11%	2.14%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-1.14%	-1.19%	0.48%	0.88%	0.71%
研发费用率	3.55%	3.32%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	3.00	2.00	2.14	2.39	2.72
每股经营现金流	3.20	0.32	6.71	6.71	7.34
每股净资产	19.15	17.53	19.96	22.56	25.58
每股销售收入	28.34	32.07	36.65	40.81	44.55

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	9	9	8	7	6
PB	1.7	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.2	8.4	6.9	6.1	5.2
股息率	9.0%	6.0%	6.4%	7.2%	8.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE