

分红利好短期股价，改革激发长期价值

——格力电器(000651.SZ) 2020年中报点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 55.04元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsecn.com

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsecn.com

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebsecn.com

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebsecn.com

市场数据

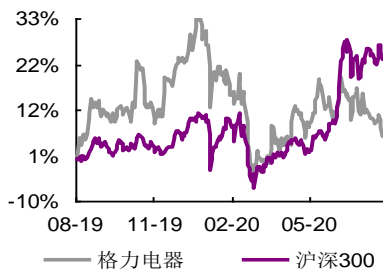
总股本(亿股): 60.16

总市值(亿元): 3311.06

一年最低/最高(元): 47.45/69.18

近3月换手率: 75.28%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.87	-26.68	-25.33
绝对	-7.34	-1.41	2.48

资料来源: Wind

◆格力电器发布2020年中报并实施中期分红: 格力电器8月30日晚间公布2020年半年报, 公司2020H1实现营业总收入706亿元, 同比-28.2%; 归母净利润63.6亿元, 同比-53.7%。其中2020Q2总营收497亿元, 同比-13.3%, 单季归母净利润为48亿元, 同比-40.5%。公司财报业绩符合前期业绩预告。

同时公司宣布进行中期分红, 以2020年中期利润为基础, 每股派息1元, 总现金分红60亿元。

同时公司披露, 已完成回购股票26亿元(预案回购30-60亿元)。

◆收入分析: 动销改善, 但降价+去库存, 2020H1空调收入同比下滑48%

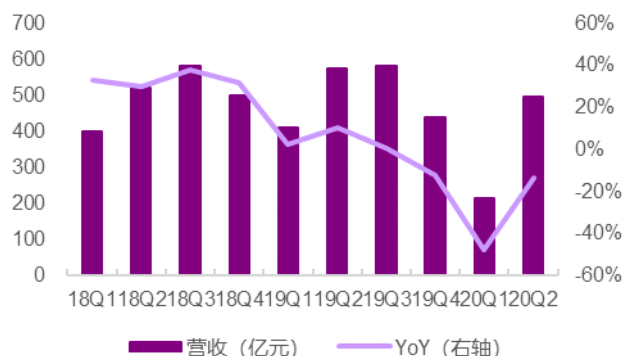
1) 分产品看: 2020H1空调主业收入413亿元, 同比-47.9%。生活电器/智能制造/其他主营(零部件等)/其他业务(材料业务)营收分别为22/2/60/198亿元, 分别同比-13.4%/-49.6%/+476.4%/+41.7%。

2) 分渠道看: 2020H1内销/出口业务分别实现收入378/119亿元, 分别同比-45.6%/-14.2%。

格力4月以来动销有明显改善, 2020Q2安装卡同比双位数增长。一方面, 公司加大在电商渠道的发力, 4~6月线上销量份额同比基本翻番(接近30%); 而线下渠道在“红四月”促销中, 份额保持在40%以上; 随后的多次直播卖货, 也有效的促进了经销商的零售改善(考虑第三方监测不包含专卖店体系, 估计格力实际线下零售表现要好于监测数据)。在份额提升驱动下, 公司零售复苏要好于行业: 格力二季度安装卡估计同比10%以上增长(根据奥维推总数据, 2020Q2空调行业单季销量同比+1%)。

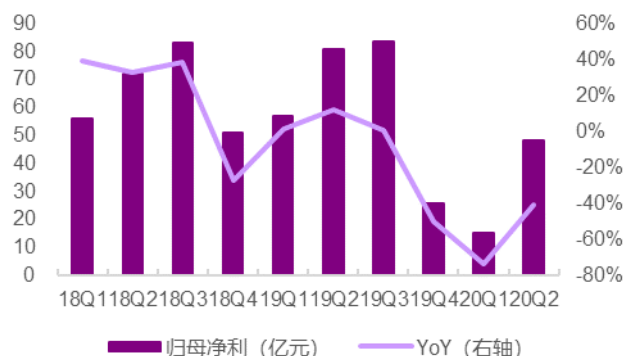
2020Q2出货继续收缩, 产品出厂价下降。单季安装卡同比有双位数增长, 但在去库存基调下, 公司单季内销出货量估计仍有10%-20%的同比下降。同时, 出厂/零售价也有明显调整。根据奥维统计, 格力2020Q2品牌价格同比下降幅度要大于行业平均水平(格力单季线下均价下滑超过10%, 线上均价下滑幅度高于20%), 预计单季内销出货价同比双位数下滑。出货端收缩叠加均价下行, 估计格力单季空调内销收入仍有30%左右同比下滑。

图 1：格力电器季度收入及同比增速



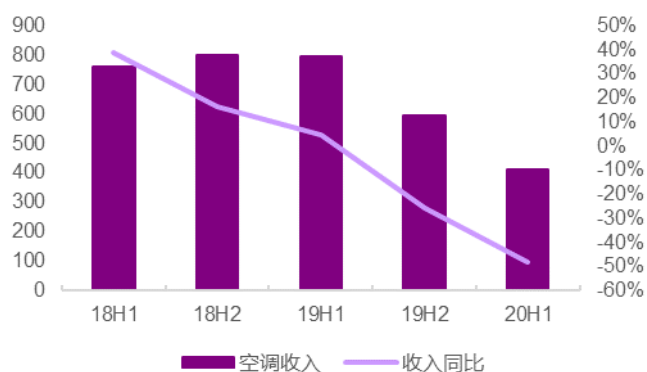
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：格力电器季度归母净利润及同比增速



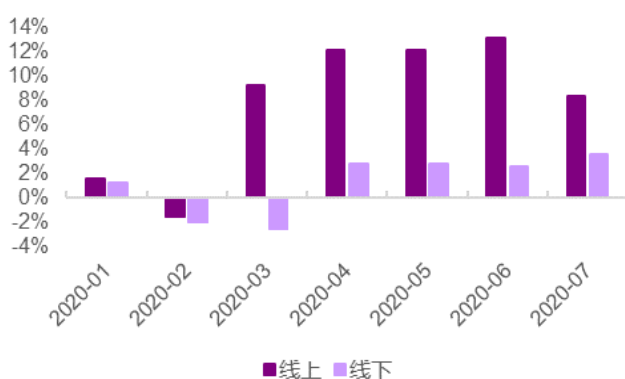
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：格力空调收入（亿元）及同比增速



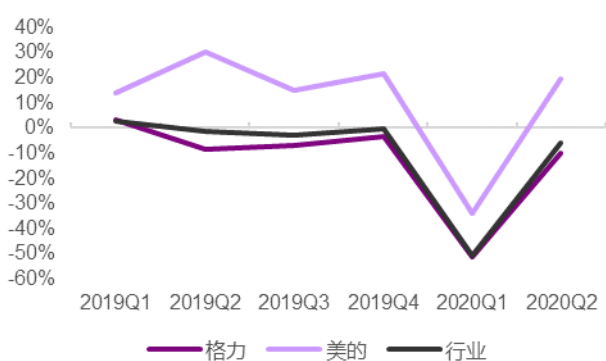
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：格力空调零售量份额同比变动：2020Q2 回暖



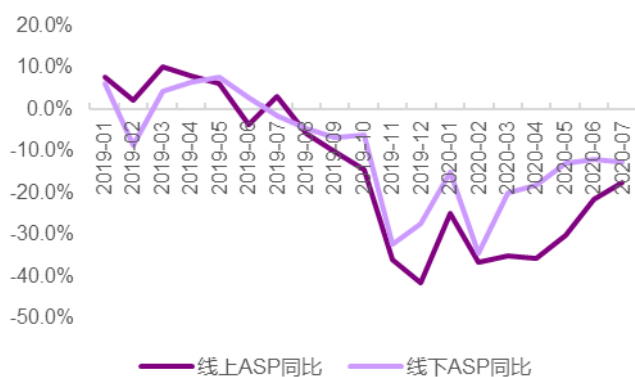
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：空调内销出货量同比增速：格力小幅跑输行业



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 6：格力空调 ASP 同比变动



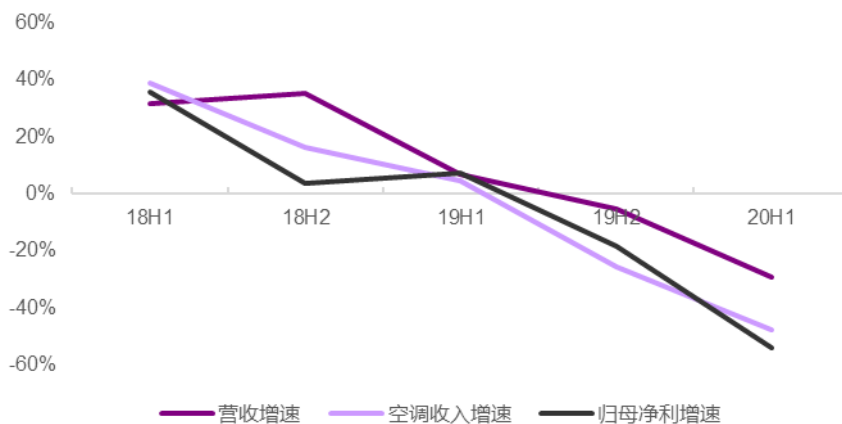
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

◆利润分析：积极降价抢份额补库存，利润增速下滑幅度略高于空调收入增速下滑幅度。

如何理解利润增速远低于收入：空调业务的收入增速较接近公司实际的利润增速。从上文的拆分中不难看出，公司收入的增长很大一部分是由零部

件、材料业务贡献。但是这部分业务基本不贡献利润，而单纯看空调主业，2020H1 收入下滑 48%，实际表现是差于报表反映出的整体营收增速的，但与利润表现增速（同比-54%）更为接近。

图 7：空调收入增速与公司利润增速更为一致，但下降幅度较利润降幅缓和



资料来源：Wind，光大证券研究所

空调价格战对利润影响究竟有多大？测算空调营业利润率下滑 1pct 左右。2020Q1 公司归母净利润同比下滑 73%，可以合理推算当季空调收入下滑同比 60%~70%（产业在线出货量同比下滑 50%，出厂价同比下降 10%~20%）；而 2020Q2 归母净利润同比下滑 41%，实际对应空调收入同比下滑 30%左右（产业在线出货量同比下滑 10%，出厂价同比下降 10-15%）。

分产品拆分：2020H1 格力空调/其他业务毛利率分别同比-4.0/-2.4ppct。而如果以空调毛利率-整体销售费用率来考察，同比-0.8pct，考虑销售费用中包含一定的其余业务费用，所以估计实际的营业利润率小幅下降 1pct 左右。之所以毛利率降幅较大，与公司线上+直播网批渠道占比增加有关。

◆经营展望：下半年有望逐步迎来温和复苏，长期关注核心仍为渠道变革

格力经营周期的反转，我们认为将分为三步：1、首先，出现动销和份额的回暖，库存逐步去化；2、动销改善后，库存问题将逐步解决，出货端逐步量价复苏；3、短期经营压力缓解后，渠道升级一定是长期锚定。

动销改善兑现，库存逐步完成去化。动销数据是判断公司基本面复苏的前瞻指标。7 月在空调行业销量同比下滑 20-30%的情况下，公司安装卡仅同比下滑个位数，表现显著好于行业。动销改善后库存也有优化。

公司经营改善逐步进入第二阶段，下半年将逐步迎来基本面的弱复苏。随着库存问题得到消化，公司在 2020H2 将逐步表现出基本面量价复苏的趋势。不过考虑到库存水平仍高于对手，以及调整期可能存在的短期阵痛，恢复的节奏相对温和。

长期维度，市场最核心的关注点还是渠道变革的进度和方向。我们看到了公司对线上渠道的态度更加积极；销司职能上收，逐步变为成职业经理管理下的成本运营中心；也看到了公司对直播、网批等新模式的探索。但诸多行为的背后，有待看到更为明确的战略方向和变革步骤。

短期大范围“直播网批”取得较好效果，而长期来看，需要更为清晰的变革步骤和方向。二季度以来，格力在全国范围内进行了多轮“直播网批”。在渠道中没有低价库存的情况下，通过网批模式用低成本商品“支援”经销商进行促销，也一并对新模式进行适度布局和探索。

但需要注意的是，这种模式使得传统渠道中代理商这一层级被逐步边缘化，刚从2018-19年库存阵痛周期中走出的代理商，对格力未来的渠道形态无法形成明确的预期，会倾向于采取观望态度。在自身新模式的人才梯队和组织运营等系统能力建立起来之前，过快的推翻自己过往的体系有较大风险，所以下一步格力有待形成更为清晰的变革规划和步骤。

旧人员离去并不可怕，更需要看到新力量的加入。在公司快速变革的周期中，利益链条和能力结构一定会发生变化，进而带来人员的更迭和组织的变革。但是在旧的人员离去的同时，更需要看到的是新力量的加入：比如零售管理和市场运营的人才和团队，数据系统和物流仓储等人才储备等。

◆投资建议：

上半年降价抢份额，下半年有望温和复苏。公司2020H1收入同比-28.6%，空调收入同比-48%，归母净利润同比-53.7%，符合前期业绩预告。降价抢份额、收缩出货去化库存是公司经营中出现的积极信号，而虽然降价明显，但推算空调业务利润率仅是小幅下降。所以虽然2020H1报表表现不佳，但动销改善和库存降低是公司基本面逐步走出底部周期的积极信号。

公司后续核心逻辑仍是跟踪渠道变革的推行。而格力投资的核心还是在于未来的判断。我们看到了公司积极变革的决心：销司的转型，新模式的探索。但是也看到了在战略方向和变革步骤的明确性方面仍需提升。旧人员离去的同时，更需要看到新力量的加入。

资金+情绪底部，静待积极信号催化。公司短期经营面临调整和阵痛，长期战略预期不够清晰，年内股价与对手分化明显。但公司底层的品牌和制造能力依旧是最大价值所在，从ROE回报，DCF折现来看，格力电器作为可选消费代表的稀缺性仍然很强。如果动销出货数据快速复苏，变革方向的预期逐步清晰，有望催化估值修复。我们维持预测公司2020-22年EPS预测为3.35/4.34/4.81元，对应PE分别为16/13/11倍。公司账面净现金资产超过1200亿元，市值扣除净现金后对应250-280亿元的利润规模的比值为8倍，价值低估，维持“买入”评级。

◆风险提示：公司渠道变革进度慢于预期，改革阵痛的影响大于预期，现金分红低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	200,024	200,508	180,610	199,470	212,966
营业收入增长率	33.33%	0.24%	-9.92%	10.44%	6.77%
净利润 (百万元)	26,203	24,697	20,126	26,110	28,910
净利润增长率	16.97%	-5.75%	-18.51%	29.73%	10.72%
EPS (元)	4.36	4.11	3.35	4.34	4.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.69%	22.42%	16.41%	19.40%	19.93%
P/E	13	13	16	13	11
P/B	3.6	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 8 月 28 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	180,610	199,470	212,966
营业成本	138,234	143,499	131,007	141,365	150,239
折旧和摊销	3,109	3,193	3,555	3,923	4,294
税金及附加	1,742	1,543	1,391	1,536	1,640
销售费用	18,900	18,310	18,964	19,349	20,189
管理费用	4,366	3,796	3,702	3,790	4,046
研发费用	6,988	5,891	5,599	6,184	6,602
财务费用	-948	-2,427	-2,973	-2,822	-3,088
投资收益	107	-227	250	260	270
营业利润	30,997	29,605	23,698	30,776	34,104
利润总额	31,274	29,353	24,003	31,081	34,409
所得税	4,894	4,525	3,696	4,787	5,299
净利润	26,379	24,827	20,306	26,295	29,110
少数股东损益	176	131	180	185	200
归属母公司净利润	26,203	24,697	20,126	26,110	28,910
EPS(按最新股本计)	4.36	4.11	3.35	4.34	4.81

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26,941	27,894	21,122	27,943	31,023
净利润	26,203	24,697	20,126	26,110	28,910
折旧摊销	3,109	3,193	3,555	3,923	4,294
净营运资金增加	17,835	-16,442	-4,996	2,727	1,480
其他	-20,207	16,447	2,437	-4,816	-3,662
投资活动产生现金流	-21,846	-11,275	-3,773	-4,059	-4,050
净资本支出	-3,831	-4,704	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	2,251	7,064	0	0	0
其他资产变化	-20,265	-13,636	527	241	250
融资活动现金流	2,514	-19,222	-20,591	-11,392	-15,318
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,422	-6,077	-15,944	0	0
无息负债变化	6,965	18,482	-5,050	5,779	4,581
净现金流	7,413	-2,400	-3,242	12,492	11,655

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.9%	28.4%	27.5%	29.1%	29.5%
EBITDA 率	16.5%	16.2%	13.3%	15.9%	16.5%
EBIT 率	15.0%	14.6%	11.3%	13.9%	14.5%
税前净利润率	15.6%	14.6%	13.3%	15.6%	16.2%
归母净利润率	13.1%	12.3%	11.1%	13.1%	13.6%
ROA	10.5%	8.8%	7.4%	9.0%	9.5%
ROE (摊薄)	28.7%	22.4%	16.4%	19.4%	19.9%
经营性 ROIC	71.1%	91.0%	74.5%	88.5%	92.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	60%	55%	53%	52%
流动比率	1.27	1.26	1.37	1.43	1.49
速动比率	1.14	1.12	1.23	1.29	1.35
归母权益/有息债务	4.14	6.89	2616.16	2869.87	3093.89
有形资产/有息债务	10.63	16.56	5461.10	5832.57	6149.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	251,234	282,972	274,666	292,525	307,810
货币资金	113,079	125,401	122,159	134,651	146,306
交易性金融资产	1,012	955	974	994	1,014
应收账款	7,700	8,513	7,093	7,833	8,363
应收票据	35,912	28,226	27,091	29,920	31,945
其他应收款(合计)	2,554	159	181	199	213
存货	20,012	24,085	20,703	21,654	22,278
其他流动资产	17,111	23,091	23,091	23,091	23,091
流动资产合计	199,711	213,364	204,057	221,284	236,301
其他权益工具	0	4,645	4,645	4,645	4,645
长期股权投资	2,251	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	18,374	19,111	19,493	19,524	19,247
在建工程	1,664	2,431	2,483	2,522	2,522
无形资产	5,205	5,306	5,496	5,684	5,867
商誉	52	326	326	326	326
其他非流动资产	9,859	15,372	15,372	15,372	15,372
非流动资产合计	51,523	69,608	70,608	71,242	71,509
总负债	158,519	170,925	149,931	155,710	160,291
短期借款	22,068	15,944	0	0	0
应付账款	38,987	41,657	37,992	40,289	42,067
应付票据	10,835	25,285	23,581	25,446	27,043
预收账款	9,792	8,226	9,030	9,973	10,648
其他流动负债	63,677	68,609	68,609	68,609	68,609
流动负债合计	157,686	169,568	148,556	154,316	158,878
长期借款	0	47	47	47	47
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	297	382	382	382	382
非流动负债合计	833	1,356	1,375	1,394	1,413
股东权益	92,715	112,048	124,735	136,815	147,519
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,593	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	81,940	93,795	106,702	118,597	129,101
归属母公司权益	91,327	110,154	122,661	134,556	145,060
少数股东权益	1,388	1,894	2,074	2,259	2,459

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.45%	9.13%	10.50%	9.70%	9.48%
管理费用率	2.18%	1.89%	2.05%	1.90%	1.90%
财务费用率	-0.47%	-1.21%	-1.65%	-1.41%	-1.45%
研发费用率	3.49%	2.94%	3.10%	3.10%	3.10%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.50	1.20	2.36	3.06	3.63
每股经营现金流	4.48	4.64	3.51	4.65	5.16
每股净资产	15.18	18.31	20.39	22.37	24.11
每股销售收入	33.25	33.33	30.02	33.16	35.40

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	13	13	16	13	11
PB	3.6	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.4	7.9	10.0	7.3	6.4
股息率	2.7%	2.2%	4.3%	5.6%	6.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼