

# 格力电器 (000651.SZ)

## 混改顺利落地，估值提升可期

### 核心观点：

- **混改顺利落地，2019年12月3日复牌。**2019年12月2日晚，格力电器发布关于公司控股股东签署《股份转让协议》暨公司控制权拟发生变更的提示性公告。公告称12月2日格力集团与珠海明骏正式签署《股权转让协议》，向珠海明骏转让15%股份，合计转让价款416.62亿元，转让价46.17元/股（较底价高5%，较11月29日收盘价折价20%），锁定期3年。自此，混改顺利落地，2019年12月3日复牌。
- **管理层深度参与，超市场预期，治理结构改善可期。**根据公告内容，**股权：**管理层实体未来将直接持有珠海明骏约11%股权（格力电器股权约1.67%）。**管理层：**珠海明骏有权提名3名（或以上）董事，至少有2名需要管理层认可。**股权激励：**公司层面将给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过4%上市公司股份的股权激励计划。**分红承诺：**珠海明骏承诺积极行使投票权尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于50%。我们认为，混改完成后，既有管理结构维持稳定不变且与上市公司利益绑定更为紧密，管理层对珠海明骏的话语权和股权激励比例超市场预期，分红承诺也有助于提振市场对于公司的信心，公司长期以来压制估值的因素有望消除。
- **投资建议。**公司作为空调行业龙头，具备显著的竞争优势。随着混改落地，公司未来治理结构优化、稳定分红预期均值得期待。我们预计2019-2021年归母净利润为282.5、311.9、342.8亿元。最新收盘价对应2020年PE为11.1x，外资流入叠加混改落地将有效驱动估值中枢提升，基于此我们继续给予格力电器对应2020年PE 14.0x，合理价值72.58元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,020	200,024	209,139	225,388	242,395
增长率(%)	36.2	33.3	4.6	7.8	7.5
EBITDA(百万元)	28,048	32,858	34,448	37,682	41,018
净利润(百万元)	22,400	26,203	28,247	31,190	34,284
增长率(%)	44.9	17.0	7.8	10.4	9.9
EPS(元/股)	3.72	4.36	4.70	5.18	5.70
市盈率(P/E)	11.74	8.19	12.29	11.13	10.13
市净率(P/B)	4.01	2.35	3.19	2.72	2.34
EV/EBITDA	6.49	3.76	6.78	5.70	4.72

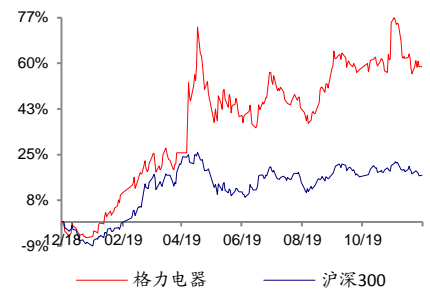
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	57.71元
合理价值	72.58元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-03

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

### 分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

格力电器(000651.SZ):业绩 2019-10-31

平稳，混改落地有望提升估值

格力电器(000651.SZ):混改 2019-10-29

即将落地，估值中枢提升可期

### 联系人：

黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

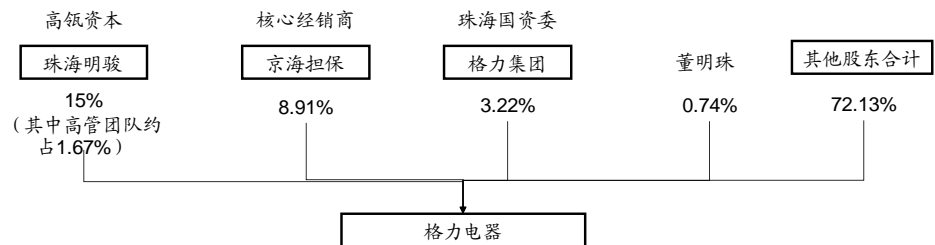
## 本次股权变动的具体情况

2019年12月2日，格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》，约定珠海明骏以46.17元/股的价格受让格力集团持有的格力电器9.02亿股股份(占格力电器总股本的15%)，合计转让价款为416.62亿元，转让价46.17元/股较2019年11月29日收盘价57.71折价20%，珠海明骏股份锁定期为3年。本次交易转让价款将在协议生效之日起10个工作日内全部结清完成。珠海明骏的资金来源于自有资金及自筹资金，比例约为1:1。其中自筹资金来源为银行贷款，期限不低于5年，各家拟贷款银行明确贷款后的前3年可为宽限期，宽限期内无需还本。本次股份转让将导致上市公司无控股股东和实际控制人。

珠海明骏承诺本次受让完成后将在权限范围内保持格力电器经营管理团队的整体稳定，格力电器治理结构不发生重大变化。同时将尽最大努力和能力为珠海市经济发展进行有效的产业投资和战略资源导入，并促使格力电器为珠海市经济持续健康发展做出新的贡献。

此外，格力明骏承诺在上市公司涉及分红的股东大会中积极行使股东投票权或促使其提名的董事在董事会上行使投票权以尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于50%。

图1：股权转让完成后，格力电器的股权结构示意



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

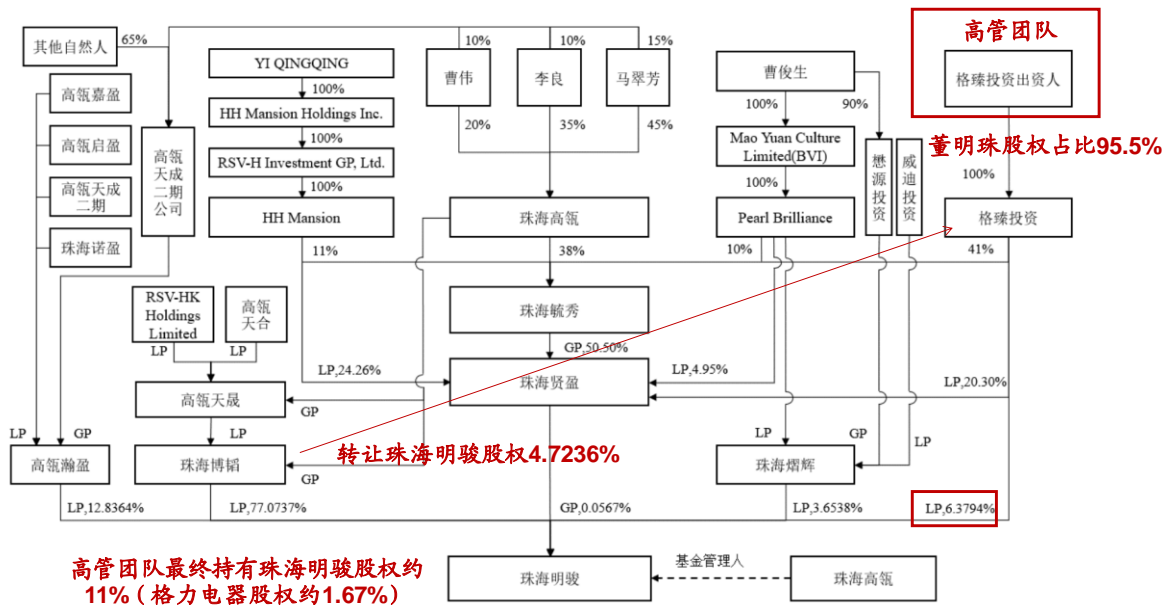
注：董明珠持股比例为2019Q3财报公布数据，若以董明珠持股格臻投资95.5%计算，则其个人在混改后持格力电器股份约为2.33%。

表1: 《股份转让协议》签订后的后续时间及行动安排

后续安排时间表	具体内容
本协议签订后 5 个工作日内	向转让方支付转让总价款的 40% 作为履约保证金
本协议签订后 10 个工作日内	将剩余的 60% 股份转让价款全部结清
足额支付全部股份转让价款之日起 5 个工作日内	提交申请: 转让方负责向深交所提交标的股份转让的申请材料, 受让方予以配合
取得深交所对符合条件的股份转让申请出具的确认意见书且转让方缴纳经手费之日起 5 个工作日内	过户登记: 转让方负责向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司 (以下简称“中登深圳分公司”) 递交标的股份过户登记的申请及办理过户登记, 受让方予以协助。

数据来源: 《格力电器: 详式权益变动报告书》, 广发证券发展研究中心

图2: 珠海明骏股权结构示意图



数据来源: 《格力电器: 详式权益变动报告书》, 广发证券发展研究中心

## 维护管理层稳定的相关措施与合作方案

根据公开征集方案, 意向受让方在向转让方提交的受让申请材料中应提出维护管理层稳定的措施及未来与管理层合作的方案。经珠海明骏与格力电器管理层协商, 管理层实体格臻投资于 2019 年 12 月 2 日与珠海明骏及相关主体签署了一系列合作协议, 方案要点如下:

(1) **管理层的股权安排:** 管理层实体通过受让珠海毓秀的股权、受让珠海贤盈的有限合伙份额、认缴珠海明骏的有限合伙份额, 分别在珠海毓秀、珠海贤盈、珠海明骏享有相应的权益, 并与珠海博韬达成有关珠海明骏份额的转让协议安排。转让完成后, 管理层实体未来将直接持有珠海明骏约 11.1% 股权 (格力电器股权约 1.67%)。

(2) **受让方治理结构:** 珠海毓秀的董事会是珠海贤盈的最终决策机构, 对珠海明骏和珠海贤盈的重大事项作出决策。珠海毓秀的董事会由 3 名成员组成, 其中珠

海高瓴和 HH Mansion 有权共同委派 1 名董事、Pearl Brilliance 有权委派 1 名董事、管理层实体有权委派 1 名董事。

**(3) 上市公司股权激励安排:** 在本次交易完成交割后, 推进上市公司层面给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划。此外, 根据合作协议及珠海贤盈的有限合伙出资份额比例, 就珠海明骏产生的 GP 收益, 管理层实体享有 41% 的分配比例, 并且管理层实体应确保其享有的占全部 GP 收益的 8% 的部分应以适当的方式分配给对上市公司有重要贡献的上市公司管理层成员和员工。

**(4) 上市公司董事提名和选举:** 按照珠海毓秀董事会决议选出的人选, 珠海明骏有权提名三名董事候选人, 其中应包括一名由珠海高瓴提议的董事候选人, 一名由 Pearl Brilliance 提议的董事候选人, 一名由管理层实体提议的董事候选人, 且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。

条款中还包含合作协议签约各方实际控制人变更禁止、上市公司控制权变更禁止、退出和转让承诺等其他相关安排。

## 投资建议

公司作为空调行业龙头, 具备显著的竞争优势。随着混改落地, 公司未来治理结构优化、稳定分红预期均值得期待。我们预计 2019-2021 年归母净利润为 282.5、311.9、342.8 亿元。最新收盘价对应 2020 年 PE 为 11.1x, 外资流入叠加混改落地将有效驱动估值中枢提升, 基于此我们继续给予格力电器对应 2020 年 PE 14.0x, 合理价值 72.58 元/股, 维持“买入”评级。

## 风险提示。

地产销售大幅下滑; 国内消费力持续减弱; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>171,554</b>	<b>199,711</b>	<b>225,685</b>	<b>244,608</b>	<b>272,216</b>
货币资金	99,611	113,079	130,001	143,001	164,451
应收及预付	41,789	45,773	56,491	60,845	65,399
存货	16,568	20,012	18,414	19,735	21,103
其他流动资产	13,586	20,847	20,780	21,027	21,263
<b>非流动资产</b>	<b>43,434</b>	<b>51,523</b>	<b>51,003</b>	<b>51,521</b>	<b>52,049</b>
长期股权投资	110	2,251	2,251	2,251	2,251
固定资产	17,482	18,386	18,862	18,590	18,217
在建工程	1,021	1,664	2,164	1,864	1,564
无形资产	3,604	5,205	5,466	5,587	5,798
其他长期资产	21,216	24,018	22,260	23,230	24,220
<b>资产总计</b>	<b>214,988</b>	<b>251,234</b>	<b>276,688</b>	<b>296,129</b>	<b>324,265</b>
<b>流动负债</b>	<b>147,491</b>	<b>157,686</b>	<b>165,460</b>	<b>165,968</b>	<b>173,297</b>
短期借款	18,646	22,068	16,509	10,504	11,066
应付及预收	58,463	59,615	77,683	83,375	89,288
其他流动负债	70,382	76,004	71,267	72,088	72,943
<b>非流动负债</b>	<b>642</b>	<b>833</b>	<b>886</b>	<b>886</b>	<b>886</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	642	833	886	886	886
<b>负债合计</b>	<b>148,133</b>	<b>158,519</b>	<b>166,346</b>	<b>166,854</b>	<b>174,183</b>
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	125	93	93	93	93
留存收益	59,239	85,439	102,388	121,102	141,672
归属母公司股东权益	65,615	91,327	108,776	127,510	148,101
少数股东权益	1,240	1,388	1,566	1,765	1,981
<b>负债和股东权益</b>	<b>214,988</b>	<b>251,234</b>	<b>276,688</b>	<b>296,129</b>	<b>324,265</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>150,020</b>	<b>200,024</b>	<b>209,139</b>	<b>225,388</b>	<b>242,395</b>
营业成本	99,759	138,280	144,537	154,909	165,650
营业税金及附加	1,513	1,742	2,091	2,254	2,424
销售费用	16,660	18,900	19,450	20,961	22,543
管理费用	2,454	4,366	4,392	4,846	5,333
研发费用	3,618	6,988	6,692	7,438	8,241
财务费用	431	-948	-862	-1,654	-1,992
资产减值损失	265	262	93	106	120
公允价值变动收益	9	46	80	60	40
投资净收益	397	107	100	150	200
<b>营业利润</b>	<b>26,126</b>	<b>30,997</b>	<b>33,525</b>	<b>37,019</b>	<b>40,686</b>
营业外收支	490	277	182	202	222
<b>利润总额</b>	<b>26,616</b>	<b>31,274</b>	<b>33,707</b>	<b>37,221</b>	<b>40,908</b>
所得税	4,108	4,894	5,281	5,832	6,408
<b>净利润</b>	<b>22,508</b>	<b>26,379</b>	<b>28,426</b>	<b>31,389</b>	<b>34,500</b>
少数股东损益	107	176	179	199	215
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22,400</b>	<b>26,203</b>	<b>28,247</b>	<b>31,190</b>	<b>34,284</b>
EBITDA	28,048	32,858	34,448	37,682	41,018
EPS (元)	3.72	4.36	4.70	5.18	5.70

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,338</b>	<b>26,941</b>	<b>35,360</b>	<b>33,723</b>	<b>36,816</b>
净利润	22,508	26,379	28,426	31,389	34,500
折旧摊销	2,033	3,110	2,472	2,701	2,813
营运资金变动	-8,576	-1,211	4,268	545	530
其它	373	-1,338	195	-913	-1,028
<b>投资活动现金流</b>	<b>-62,253</b>	<b>-21,846</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,869</b>	<b>-1,920</b>
资本支出	-2,421	-3,831	-3,529	-2,049	-2,130
投资变动	-9,016	-9,797	-30	-30	-30
其他	-50,816	-8,218	2,039	210	240
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,248</b>	<b>2,514</b>	<b>-16,918</b>	<b>-18,854</b>	<b>-13,445</b>
银行借款	8,601	3,407	-5,559	-6,005	562
股权融资	111	0	0	0	0
其他	-10,961	-893	-11,359	-12,849	-14,008
<b>现金净增加额</b>	<b>-48,164</b>	<b>7,609</b>	<b>16,922</b>	<b>13,000</b>	<b>21,450</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>71,321</b>	<b>21,360</b>	<b>113,079</b>	<b>130,001</b>	<b>143,001</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>21,360</b>	<b>28,772</b>	<b>130,001</b>	<b>143,001</b>	<b>164,451</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	36.2%	33.3%	4.6%	7.8%	7.5%
营业利润增长	49.3%	18.6%	8.2%	10.4%	9.9%
归母净利润增长	44.9%	17.0%	7.8%	10.4%	9.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.5%	30.9%	30.9%	31.3%	31.7%
净利率	15.0%	13.2%	13.6%	13.9%	14.2%
ROE	34.1%	28.7%	25.97%	24.46%	23.1%
ROIC	-130.3%	-1645.	-422.8%	-457.4%	-493.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.9%	63.1%	60.1%	56.3%	53.7%
净负债比率	8.7%	8.8%	6.0%	3.5%	3.4%
流动比率	1.16	1.27	1.36	1.47	1.57
速动比率	1.03	1.13	1.22	1.32	1.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.76	0.86	0.79	0.79	0.78
应收账款周转率	4.23	4.90	4.12	4.12	4.12
存货周转率	7.80	7.56	7.85	7.85	7.85
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.72	4.36	4.70	5.18	5.70
每股经营现金流	2.72	4.48	5.88	5.61	6.12
每股净资产	10.91	15.18	18.08	21.20	24.62
<b>估值比率</b>					
P/E	11.74	8.19	12.29	11.13	10.13
P/B	4.01	2.35	3.19	2.72	2.34
EV/EBITDA	6.49	3.76	6.78	5.70	4.72



## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。