

中信证券研究部



汪浩
首席家电分析师
S1010518080005



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001

核心观点

股改终落地，方案整体略超预期。具体来说，这次转让方案设计非常巧妙地保证了核心管理层的重大利益，并且与未来公司经营表现、市值表现高度一致，且实现无实际控制人主体，后续二级市场回报更加灵活。虽尚未公告后续具体合作方案的业务细节，但参照高瓴过往经历以及即将到来的大额股权激励，长期看好公司股价表现。

■ **事项：**12月2日公司公告《股权转让协议》，珠海明骏（高瓴系）正式与格力集团签订股权转让协议，转让价46.17元，总价款416.6亿元，并披露众多相关细节内容，后续需珠海国资委、珠海市政府、深交所审核，并于12月3日复牌。

■ **股权转让略超预期，继续坚持长期正确的事。**针对已公告的转让内容，我们认为整体略超预期。从双十一格力结构性促销开始，我们认为作为行业龙头，格力开始做越来越多长期正确的事情，而从这次转让细节来看同样如此。此前，格力估值长期受到多重因素压制，具体来看，主要系：1）业务单一，且空调行业有周期性；2）国有企业，管理层激励不足，且与二级市场股东利益一致性有待提升；3）渠道变革跟进相对缓慢；4）分红比例的不确定性。而自此，预计部分影响因素将逐渐得到消除，格力有望实现估值修复。

➤ **股权激励方面：**本次转让将大幅提升公司管理层以及未来主要员工的市值利益。其中：1）管理层主体（格臻投资）直接+间接持股1.67%，对应当前市场约57亿元；2）未来将授予4%公司股份给核心员工作为股权激励，对应当前市值约138亿元；3）管理层实体承诺将把全部GP收益的8%作为公司管理层和骨干员工的激励。上述背景下，管理层激励与二级市场股东利益一致性问题得到解决，同时将从国企变为无实际控制人的公众公司，股东回报策略将更加灵活。

➤ **分红方面：**此次资金来源由219亿自有资金+198亿银团融资组成，受让股份将全部质押给银团，并提出受让人将努力推动公司实现分红率50%+，以保障债权人利益，整体分红策略基本符合预期，给予了底线保证，我们预计未来实际的分红率可能更高。

➤ **权责梳理方面：**公司崛起的一大优势是深度绑定线下经销商，但在当前渠道新的变革下也成为灵活变化的约束。此次转让之后，公司管理层+核心员工的核心利益毋庸置疑将从此前的与经销商高度关联转移到上市公司主体本身，预计能弱化渠道的束缚，继续强化如短期促销洗牌、推动渠道模式改善等新的更有利于长期发展的变革。

■ **后续转型合作方案尚未公布，持续关注高瓴产业赋能。**本次公告尚未明确说明高瓴正式进驻后为公司实现产业赋能、引入有效技术、市场和产业协同等战略资源等关键内容。但我们认为，虽然具体细节未公布，但参照此前高瓴自身强大的互联网运营能力+此前成功的数字化转型经验（如百丽），预计此次已给公司提交了具体、有效的合作方案，细节虽未公告但却值得持续期待。

格力电器	000651
评级	买入（维持）
当前价	57.71 元
总股本	6,016 百万股
流通股本	5,970 百万股
52周最高/最低价	65.0/35.68 元
近1月绝对涨幅	-9.52%
近6月绝对涨幅	13.54%
近12月绝对涨幅	63.35%

- **风险因素：**2019 年终端零售不及预期；股权转让事项不确定性；原材料价格大幅上涨；渠道库存压力继续加大；汇率大幅波动。
- **投资建议：**维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测 4.75/5.23/5.76 元（2018 年 EPS 为 4.36 元），对应 2019/20/21 年 12/11/10 倍 PE。公司底子厚实，短期悲观预期逐渐消除，股转落地略超预期，有望减弱估值压制因素；长期空调增长稳健，公司格局最优，继续推荐，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	207,822.30	225,672.19	247,308.73
营业收入增长率	36.2%	33.3%	3.9%	8.6%	9.6%
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,595.68	31,488.28	34,665.52
净利润增长率	45.3%	17.0%	9.1%	10.1%	10.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.72	4.36	4.75	5.23	5.76
毛利率%	33.6%	30.9%	31.5%	31.9%	32.3%
净资产收益率 ROE%	34.15%	28.69%	25.82%	25.20%	25.25%
每股净资产（元）	10.90	15.18	18.41	20.77	22.82
PE	16	13	12	11	10
PB	5.4	3.9	3.2	2.8	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 2 日收盘价

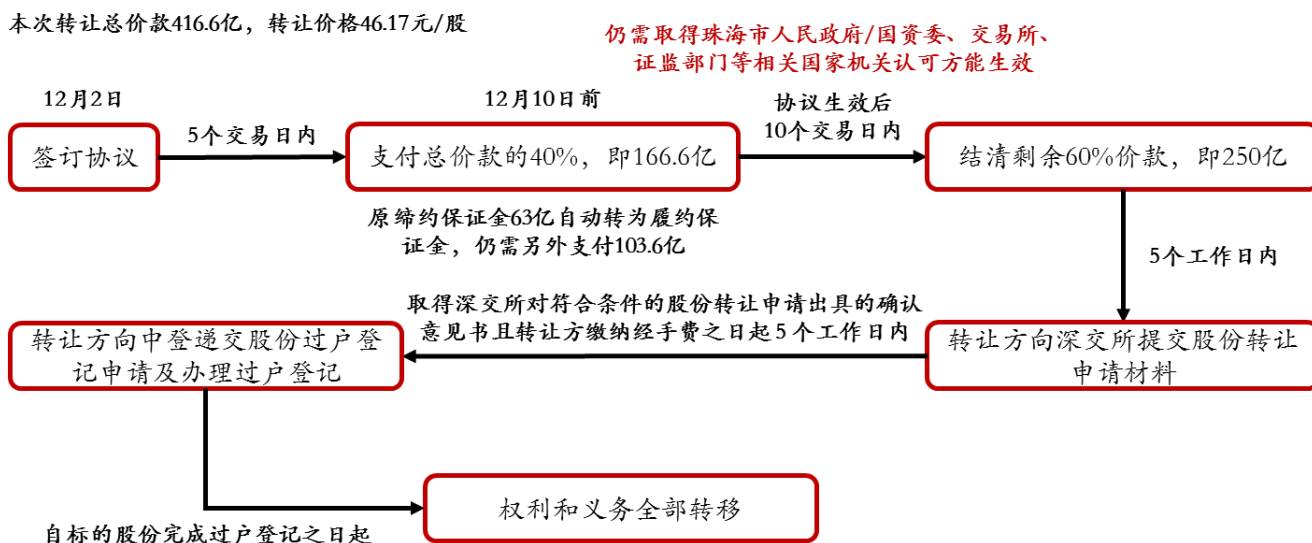
■ 股改终落地，管理层强化控制力

事项：12月2日公司公告《股权转让协议》，珠海明骏（高瓴系）正式与格力集团签订股权转让协议，转让价46.17元，总价款416.6亿元，并披露众多相关细节内容，后续需珠海国资委、珠海市政府、深交所审核，并于12月3日复牌。

定调：股权转让略超预期，继续坚持长期正确的事。针对已公告的转让内容，我们认为整体略超预期。从双十一格力结构性促销开始，我们认为作为行业龙头，格力开始做越来越多长期正确的事情，而从这次转让细节来看同样如此。此前，**格力估值长期受到多重因素压制，具体来看，主要系：**1）业务单一，且空调行业有周期性；2）国有企业，管理层激励不足，且与二级市场股东利益一致性有待提升；3）渠道变革跟进相对缓慢；4）分红比例的不确定性。而自此，部分影响因素将逐渐得到消除，格力有望实现估值修复。

从股改时间表和后续流程来看，股权转让仍需取得珠海市人民政府/国资委、交易所、证监部门等相关国家机关的认可方能正式生效，后续流程所需时间尚未完全明确。

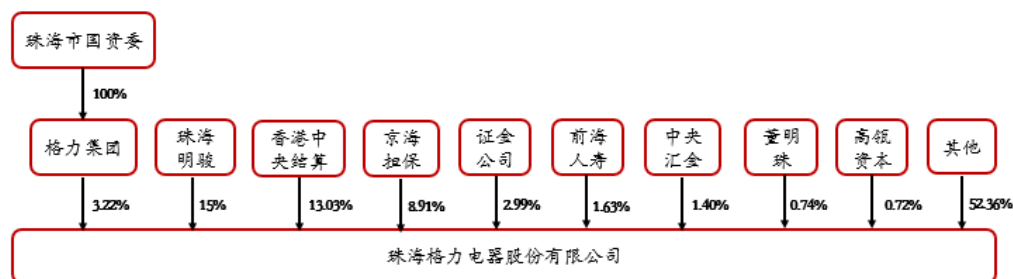
图 1：格力股改进展时间表和后续流程



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

总结来看，本次股改主要看点在于：股份转让后，公司成为无实际控制人公司，珠海明骏成为第一大股东，国企性质不再，并且公司非常巧妙地实现了核心管理层、员工与公司经营表现、市值表现利益的高度一致。

图 2：股改后格力电器主要股东结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

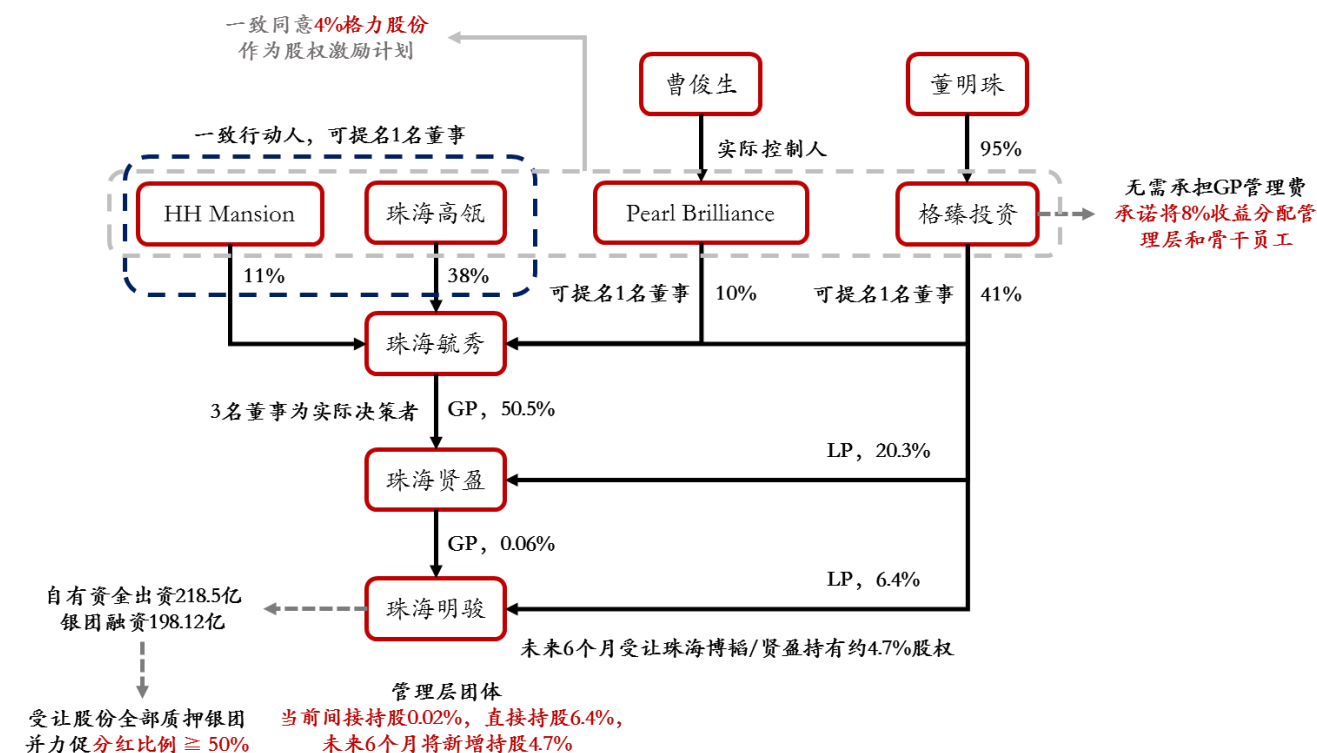
具体来看，本次股改协议的核心内容可分为以下三部分：

1、股权激励方面：本次转让将大幅提升公司管理层以及未来主要员工的市值利益。其中：1）管理层主体（格臻投资）直接+间接持股 1.67%，对应当市场约 57 亿元；2）未来将授予 4%公司股份给核心员工作为股权激励，对应当前市值约 138 亿元；3）管理层实体承诺将把全部 GP 收益的 8%作为公司管理层和骨干员工的激励。上述背景下，管理层激励与二级市场股东利益一致性问题得到解决，同时将从国企变为无实际控制人的公众公司，股东回报策略将更加灵活。

2、分红方面：此次资金来源由 219 亿自有资金+198 亿银团融资组成，受让股份将全部质押给银团，并提出受让人将努力推动公司实现分红率 50%+，以保障债权人利益，整体分红策略基本符合预期，给予了底线保证，我们预计未来实际的分红率可能更高。

3、权责梳理方面：公司崛起的一大优势是深度绑定线下经销商，但在当前渠道新的变革下也成为灵活变化的约束。此次转让之后，公司管理层+核心员工的核心利益毋庸置疑将从此前的与经销商高度关联转移到上市公司主体本身，预计能弱化渠道的束缚，继续强化如短期促销洗牌、推动渠道模式改善等新的更有利于长期发展的变革。

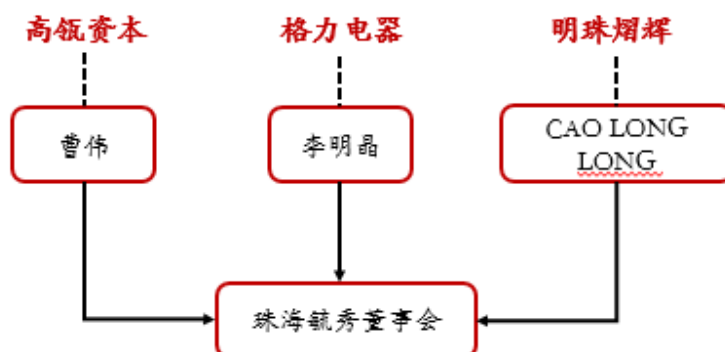
图 3：格力股权转让计划的核心要求汇总



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

管理层将保持对公司管理权限的高度集中，其中主要体现在能够掌控珠海毓秀两个董事会席位，基本可以决定珠海明骏对格力电器的主要影响。珠海毓秀董事会将由3人组成，其中1人由珠海高瓴+HH Mansion 提名，1人由 Pearl Brilliance 提名，1人由管理层实体格臻投资提名，且3人当中至少2人需经管理层实体认可。由此可见，格力管理层在珠海明骏当中仍然保留较大的影响力。

图 4：股改后珠海毓秀董事会成员构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

后续转型合作方案尚未公布，持续关注高瓴产业赋能。本次公告尚未明确说明高瓴正式进驻后为公司实现产业赋能、引入有效技术、市场和产业协同等战略资源等关键内容。

但我们认为，虽然具体细节未公布，但参照此前高瓴自身强大的互联网运营能力+此前成功的数字化转型经验（如百丽），预计此次已给公司提交了具体、有效的合作方案，细节虽未公告但却值得持续期待。

高瓴资本是对互联网和数字化有着独到见解的投资机构。在过往的资本运作中，我们看其投资案例包括腾讯、京东、百度、美团点评、滴滴出行、摩拜单车等互联网企业；与此同时，高瓴也是一家极为擅长对零售企业改造赋能的战略投资者，在保留实体企业原有优势的基础上，高瓴往往能通过对企业进行数字化改造实现企业的价值创造。百丽集团、蓝月亮等便是其经典案例。高瓴的加入使格力在渠道变革上有了更多的想象力，格力会越来越坚持做长期正确的事情（如份额、分红等）。

具体我们以百丽集团为例，来了解高瓴团队对于零售企业的赋能：

百丽是中国最大也是全球最大的女鞋行业，全球有 2 万家门店，拥有强大的商业零售系统，日活超过 600 万，但由于缺乏数字化系统的支持，在高瓴加入前已经连续多个季度例如下降。高瓴通过三方面实现对企业的数字化改造：

1、信息化实现数据统一高效。百丽的数据曾经是分散而割裂的，底层数据割裂，不同区域、不同渠道和不同门店的数据并不相通，无法形成有效的“数据对齐”。高瓴从库存开始，对渠道进行信息化改造。如通过改造将所有的库存实时反映到工厂，每一双鞋被试穿次数以及转换率均反映到店里和厂商，并做出迅速反应。

2、线下门店转型。在高瓴的协助下，阿里巴巴新零售平台事业部与百丽国际合作，将 100 多家门店进行了线上线下打通，到了 919 再次合作时，参与的门店达到了 1000 家，有 5000 名导购参与其中，利用钉钉加手淘，百丽国际完成了 168 万线下粉丝的增长量。2018 年百丽全渠道投入到了天猫双 11，12000 家门店参与作战，占比达集团门店总数的 60%。2018 年天猫双 11 活动期间百丽集团鞋、体、服三大业务线上销售 9.7 亿元，仅 1 小时 53 分超越上年全天成交，同比增长 71%。

3、线上线下一体化的电商系统。高瓴协助百丽打造线上线下一体化的电商系统，从而实现货品、会员、服务的“三通”。在进行数据化工具改造后，百丽超过 2 万家店中的 8 万名导购，节约了原先手动处理琐碎工作的时间，给用户提升了消费体验。

图 5：高瓴赋能百丽示意图



资料来源：新浪财经

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,020	200,024	207,822	225,672	247,309
营业成本	99,563	138,234	142,265	153,588	167,482
毛利率	33.63%	30.89%	31.54%	31.94%	32.28%
营业税金及附加	1,513	1,742	2,209	2,216	2,405
销售费用	16,660	18,900	21,612	23,476	25,981
营业费用率	11.11%	9.45%	10.40%	10.40%	10.51%
管理费用	6,071	4,366	4,117	4,695	5,147
管理费用率	4.05%	2.18%	1.98%	2.08%	2.08%
财务费用	431	(948)	(1,682)	(2,169)	(2,581)
财务费用率	0.29%	-0.47%	-0.81%	-0.96%	-1.04%
投资收益	397	107	200	200	200
营业利润	26,127	30,997	33,686	37,065	40,898
营业利润率	17.42%	15.50%	16.21%	16.42%	16.54%
营业外收入	511	318	500	500	500
营业外支出	21	41	30	30	30
利润总额	26,617	31,274	34,156	37,535	41,368
所得税	4,109	4,894	5,386	5,863	6,486
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%
少数股东损益	107	176	174	184	216
归属于母公司股东的净利润	22,402	26,203	28,596	31,488	34,666
净利率	14.93%	13.10%	13.76%	13.95%	14.02%

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	26,617	31,274	34,156	37,535	41,368
所得税支出	-4,109	-4,894	-5,386	-5,863	-6,486
折旧和摊销	2,033	3,110	1,524	1,624	1,722
营运资金的变化	-5,718	-6,906	5,827	-2,999	-996
其他经营现金流	-2,466	4,357	-2,041	-2,556	-3,003
经营现金流合计	16,359	26,941	34,079	27,742	32,604
资本支出	-2,425	-3,838	-1,150	-1,103	-1,017
投资收益	397	107	200	200	200
其他投资现金流	-60,225	-18,115	548	155	130
投资现金流合计	-62,253	-21,846	-402	-747	-686
发行股票	90	0	0	0	0
负债变化	34,619	51,861	6,542	-12,271	47
股息支出	0	-9,024	-9,024	-17,157	-22,042
其他融资现金流	-36,979	-40,324	1,541	2,012	2,329
融资现金流合计	-2,269	2,514	-940	-27,417	-19,666
现金及现金等价物净增加额	-48,164	7,609	32,737	-422	12,251

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610	113,079	145,816	145,395	157,646
存货	16,568	20,012	20,623	23,359	24,666
应收账款	38,071	43,611	53,574	54,936	59,326
其他流动资产	17,285	23,009	24,680	25,347	25,308
流动资产	171,535	199,711	244,693	249,037	266,947
固定资产	17,482	18,386	17,808	17,050	16,170
长期股权投资	110	2,251	2,251	2,251	2,251
无形资产	3,604	5,205	5,443	5,728	5,902
其他长期资产	22,236	25,682	25,648	25,600	25,601
非流动资产	43,433	51,523	51,150	50,628	49,923
资产总计	214,968	251,234	295,842	299,665	316,870
短期借款	18,646	22,068	28,610	16,339	16,386
应付账款	44,320	49,823	63,361	64,043	68,264
其他流动负债	84,525	85,796	90,719	91,772	92,122
流动负债	147,491	157,686	182,690	172,154	176,772
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	642	833	833	833	833
非流动性负债	642	833	833	833	833
负债合计	148,133	158,519	183,523	172,988	177,605
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	104	93	93	93	93
归属于母公司所有者权益合计	65,595	91,327	110,758	124,931	137,303
少数股东权益	1,240	1,388	1,561	1,746	1,961
股东权益合计	66,835	92,715	112,319	126,677	139,265
负债股东权益总计	214,968	251,234	295,842	299,665	316,870

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	36.24%	33.33%	3.90%	8.59%	9.59%
营业利润增长率	49.67%	18.64%	8.67%	10.03%	10.34%
净利润增长率	45.27%	16.97%	9.13%	10.12%	10.09%
毛利率	33.63%	30.89%	31.54%	31.94%	32.28%
EBITDA Margin	18.17%	16.53%	16.28%	16.31%	16.29%
净利率	14.93%	13.10%	13.76%	13.95%	14.02%
净资产收益率	34.15%	28.69%	25.82%	25.20%	25.25%
总资产收益率	10.42%	10.43%	9.67%	10.51%	10.94%
资产负债率	68.91%	63.10%	62.03%	57.73%	56.05%
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%
股利支付率	0.00%	34.44%	60.00%	70.00%	70.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。