

格力电器(000651)

点评报告

行业公司研究——白色家电行业

证券研究报告

混改落地在即，治理改善将至？

——格力电器点评报告

✎ : 吴东炬 执业证书编号: S1230519040004
☎ : 021-80106027
✉ : wudongju@stocke.com.cn

报告导读

格力18位核心管理层成立珠海格臻合伙企业，考虑到混改也将在近期落地，其或将实现管理层持股，进而推动治理结构改善。

投资要点

□ 管理层成立合伙企业，治理改善将至？

根据天眼查，2019年9月26日董明珠等18位格力管理层合资成立珠海格臻投资管理合伙企业，其中董明珠持股95.2%，根据此前的混改公开征集受让方公告，股权受让方应改善公司治理结构，此次成立合伙企业将为未来可能的管理层持股打下基础；目前核心经销商平台京海担保已持有公司8.91%股权，混改落地后，格力有望实现新进大股东、管理层、核心经销商共同持股，高管激励到位、治理大幅改善，有望推动格力进入新的发展阶段。

□ 空调格局向好，格力份额回升确定

基于对地产竣工数据逐步好转的判断，预计短期空调需求有望保持平稳，积极因素主要在于竞争格局改善，新冷年开盘以来，格力明显加强了促销力度，奥维显示9月格力线下均价同比下跌7%，目前促销已取得一定成果，9月格力线下渠道市占率实现同比提升2.7个百分点；过去三年龙头实施高端化战略、电商等新零售渠道崛起，使得奥克斯等小品牌获得生存空间、市占率有所提升，随着格力美的战略转向聚焦市场份额、加强促销，小品牌一方面盈利能力偏低无力跟进，另一方面因能效举报事件其成本被迫提升，未来空调竞争格局改善、格力市占率提升将较为确定。

□ 估值有望提升，维持买入评级

短期来看，通过加强促销，格力份额回升较为确定，将带动业绩实现稳健增长；长期而言，借鉴日本发展历程，国内空调行业仍具备一定成长空间，而公司核心的品牌力壁垒稳固、制造成本优势突出，我们看好格力业绩的长期成长性；随着混改落地在即、公司治理结构改善，公司估值或迎来修复，同时其现金分红比例也有望提升；维持公司2019-2021年EPS 4.75、5.24、5.78元盈利预测，对应PE为12、11、10倍，维持买入评级。

风险提示：竞争加剧引发恶价格战、原材料上涨超预期

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	198123.18	215954.26	237549.69	261304.66
(+/-)	33.61%	9.00%	10.00%	10.00%
净利润	26202.79	28586.91	31548.20	34762.50
(+/-)	16.97%	9.10%	10.36%	10.19%
每股收益(元)	4.36	4.75	5.24	5.78
P/E	13.25	12.14	11.00	9.99

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥57.71

单季度业绩

元/股

2Q/2019	1.35
1Q/2019	0.95
4Q/2018	0.85
3Q/2018	1.39



公司简介

相关报告

- 《格力电器：Q2经营超预期，期待混改落地》2019.09.02
- 《空调寡头利润增速超预期》2011.03.23
- 《格力电器(000651)：第三季度净利润增速超预期》2010.10.22
- 《格力电器(000651)：行业龙头稳步发展 增发夯实竞争能力》2010.08.19

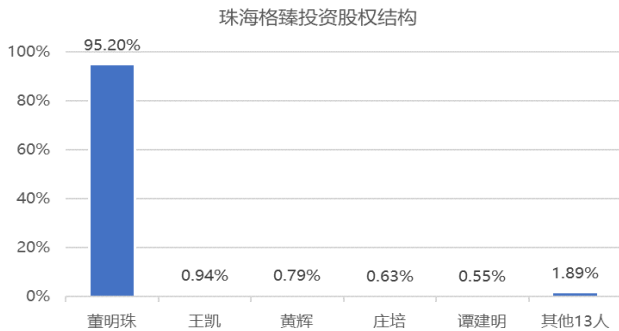
报告撰写人：请参见阅读正文之后的免责条款部分

数据支持人：杨宝龙

1. 管理层成立合伙企业，治理改善将至？

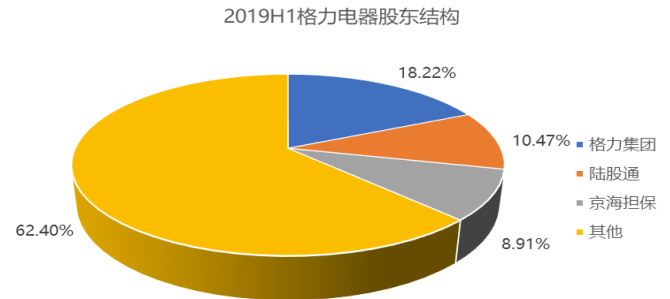
根据天眼查，2019年9月26日董明珠等18位格力管理层合资成立珠海格臻投资管理合伙企业，其中董明珠持股95.2%，根据此前的混改公开征集受让方公告，股权受让方应改善公司治理结构，此次成立合伙企业将为未来可能的管理层持股打下基础；目前核心经销商平台京海担保已持有公司8.91%股权，混改落地后，格力有望实现新进大股东、管理层、核心经销商共同持股，高管激励到位、治理大幅改善，有望推动格力进入新的发展阶段。

图 1：珠海格臻投资股权结构



资料来源：天眼查，浙商证券研究所

图 2：目前核心经销商平台京海担保持股 8.91%

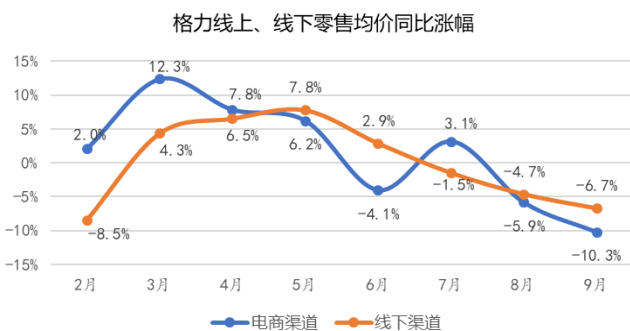


资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 空调格局向好，格力份额回升确定

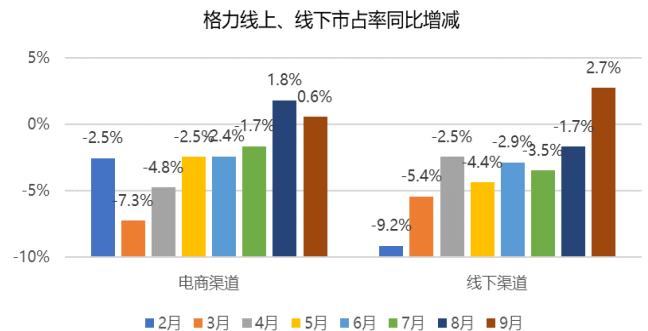
基于对地产竣工数据逐步好转的判断，预计短期空调需求有望保持平稳，积极因素主要在于竞争格局改善，新冷年开盘以来，格力明显加强了促销力度，奥维显示9月格力线下均价同比下跌7%，目前促销已取得一定成果，9月格力线下渠道市占率实现同比提升2.7个百分点；过去三年龙头实施高端化战略、电商等新零售渠道崛起，使得奥克斯等小品牌获得生存空间、市占率有所提升，随着格力美的战略转向聚焦市场份额、加强促销，小品牌一方面盈利能力偏低无力跟进，另一方面因能效举报事件其成本被迫提升，未来空调竞争格局改善、格力市占率提升将较为确定。

图 3：新冷年格力促销力度逐步加强



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 4：9月格力线上、线下份额全部止跌回升



资料来源：奥维，浙商证券研究所

3. 估值有望提升，维持买入评级

短期来看，通过加强促销，格力份额回升较为确定，将带动业绩实现稳健增长；长期而言，借鉴日本发展历程，国内空调行业仍具备一定成长空间，而公司核心的品牌力壁垒稳固、制造成本优势突出，我们看好格力业绩的长期成长性；随着混改落地在即、公司治理结构改善，公司估值或迎来修复，同时其现金分红比例也有望提升；维持公司 2019-2021 年 EPS 4.75、5.24、5.78 元盈利预测，对应 PE 为 12、11、10 倍，维持买入评级。

4. 风险提示

竞争加剧引发恶性价战、原材料上涨超预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	199710.95	239617.64	266552.40	297576.13
现金	113079.03	145408.20	163809.16	188247.00
交易性金融资产	1012.47	538.17	717.56	756.07
应收账款	43611.23	56033.79	57912.74	62511.16
其它应收款	296.59	393.33	397.76	434.88
预付账款	2161.88	3856.71	4280.55	4032.41
存货	20011.52	21540.97	24735.66	26233.38
其他	19538.24	11846.46	14698.97	15361.22
非流动资产	51523.21	47440.67	49132.84	50450.91
金额资产类	2216.20	1925.15	2105.43	2082.26
长期投资	2250.73	821.68	1060.93	1377.78
固定资产	18374.18	18473.72	18089.12	17896.26
无形资产	5204.50	5918.10	6660.95	7596.60
在建工程	1663.94	1229.58	1238.44	1213.35
其他	21813.66	19072.45	19977.96	20284.67
资产总计	251234.16	287058.30	315685.24	348027.04
流动负债	157686.13	173906.15	179758.94	186102.42
短期借款	22067.75	17138.31	19284.05	19496.70
应付款项	49822.80	66163.51	67830.71	72602.32
预收账款	9792.04	17084.61	17730.13	17696.75
其他	76003.53	73519.72	74914.05	76306.65
非流动负债	833.32	681.85	719.19	744.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	833.32	681.85	719.19	744.79
负债合计	158519.45	174588.00	180478.13	186847.21
少数股东权益	1387.62	1579.89	1792.09	2025.91
归属母公司股东权	91327.10	110890.41	133415.02	159153.92
负债和股东权益	251234.16	287058.30	315685.24	348027.04
现金流量表				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	26940.79	43674.40	26906.00	34206.51
净利润	26379.03	28779.19	31760.40	34996.32
折旧摊销	3110.33	1327.85	1410.24	1493.99
财务费用	-948.20	-1455.70	-847.44	-1528.49
投资损失	-106.77	-106.77	-106.77	-106.77
营运资金变动	-3592.01	13883.44	-1517.94	848.25
其它	2098.41	1246.38	-3792.48	-1496.79
投资活动现金流	-21845.77	1132.98	-2482.66	-2474.48
资本支出	-1546.88	-863.33	-870.96	-1093.72
长期投资	-2202.55	1707.04	-403.84	-299.79
其他	-18096.33	289.27	-1207.86	-1080.97
筹资活动现金流	2513.85	-12478.20	-6022.38	-7294.18
短期借款	3421.65	-4929.44	2145.74	212.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-907.81	-7548.76	-8168.13	-7506.83
现金净增加额	7608.87	32329.17	18400.96	24437.85

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	198123.18	215954.26	237549.69	261304.66
营业成本	138234.17	148558.78	162671.86	178125.69
营业税金及附加	1741.89	2318.12	2354.10	2563.94
营业费用	18899.58	20515.65	22567.22	26130.47
管理费用	4365.85	4758.78	5234.65	5758.12
研发费用	6988.37	7617.32	8379.05	9216.96
财务费用	-948.20	-1455.70	-847.44	-1528.49
资产减值损失	261.67	222.47	327.01	324.68
其他经营收益	46.26	46.26	46.26	46.26
投资净收益	106.77	106.77	106.77	106.77
营业利润	409.19	270.52	360.48	346.73
营业外收入	30996.88	33842.38	37376.74	41213.06
营业外支出	276.62	276.62	276.62	276.62
利润总额	31273.51	34119.01	37653.36	41489.68
所得税	4894.48	5339.81	5892.96	6493.37
净利润	26379.03	28779.19	31760.40	34996.32
少数股东损益	176.24	192.28	212.20	233.82
归属母公司净利润	26202.79	28586.91	31548.20	34762.50
EBITDA	33791.04	34488.35	37655.03	41312.77
EPS (元)	4.36	4.75	5.24	5.78
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	33.61%	9.00%	10.00%	10.00%
营业利润	18.64%	9.18%	10.44%	10.26%
归属母公司净利润	16.97%	9.10%	10.36%	10.19%
获利能力				
毛利率	30.23%	31.21%	31.52%	31.83%
净利率	13.31%	13.33%	13.37%	13.39%
ROE	32.85%	27.86%	25.48%	23.46%
ROIC	22.80%	21.83%	20.01%	18.79%
偿债能力				
资产负债率	63.10%	60.82%	57.17%	53.69%
净负债比率	13.92%	9.82%	10.68%	10.43%
流动比率	1.27	1.38	1.48	1.60
速动比率	1.14	1.25	1.35	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.80	0.79	0.79
应收帐款周转率	29.32	28.25	28.70	27.95
应付帐款周转率	3.76	3.29	3.13	3.26
每股指标(元)				
每股收益	4.36	4.75	5.24	5.78
每股经营现金	4.48	7.26	4.47	5.69
每股净资产	15.18	18.43	22.18	26.46
估值比率				
P/E	13.25	12.14	11.00	9.99
P/B	3.80	3.13	2.60	2.18
EV/EBITDA	3.68	6.38	5.41	4.35

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>