

混改成功落地，期待治理升级后的新格力

——格力电器 (000651.SZ) 报告副标题

公司简报

买入 (维持)

当前价：57.71 元

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebscn.com

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：60.16

总市值(亿元)：3471.68

一年最低/最高(元)：33.89/65.16

近3月换手率：32.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.57	0.74	42.44
绝对	-9.52	0.42	63.35

资料来源：Wind

相关研报

平淡背后信号积极，短期看点仍是混改——格力电器 (000651.SZ) 2019 年三季报点评

..... 2019-10-31

股权受让花落高瓴，期待治理战略升级的格力 2.0——格力电器 (000651.SZ) 公告点评

..... 2019-10-29

事件：高瓴完成格力电器 15%股权转让合同签订

2019 年 12 月 2 日，公司控股股东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（格力电器总股本的 15%），合计转让价款为 416.62 亿元。

受让股份的资金来源于自有资金及自筹资金，比例约为 1:1。其中：自有资金来源于各合伙人出资，合伙人合计认缴金额为人民币 218.50 亿元。自筹资金为 5 年以上期限银行贷款（3 年内无需还本）。后续国资委、珠海市政府、深交所陆续完成审批流程后股权过户，锁定期三年。

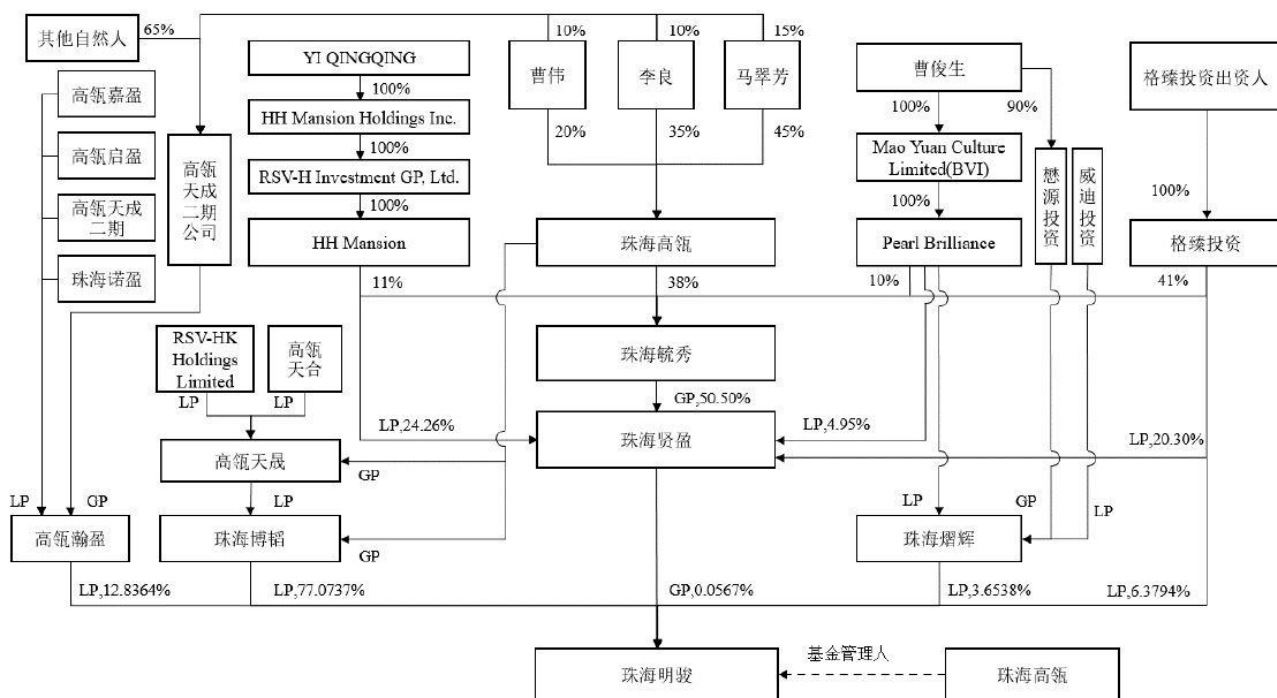
点评：

◆**持股结构&董事会席位分析：管理层持股比例将大幅提升，依旧掌握实际经营决策权**

管理层实体最终持股比例将达到 1.665%，其中 95%为董明珠持有，交割后将另外推动不超过 4%总股本的股权激励。管理层实体格臻投资（董明珠持股 95.48%）作为 LP 认缴珠海明骏 13.9 亿元的出资额，约占出资总额的 6.38%；同时拟在 6 个月内受让珠海博韬持有的 10.3 亿出资额（总出资额 4.72%）。因此，管理层实体合计认缴珠海明骏出资总额的 11.10%，即公司总股本的 1.665%。此外，管理层实体将享有珠海贤盈（珠海明骏的唯一 GP）GP 收益的 41%，GP 收益中的 8%也会拿来奖励管理层及员工。

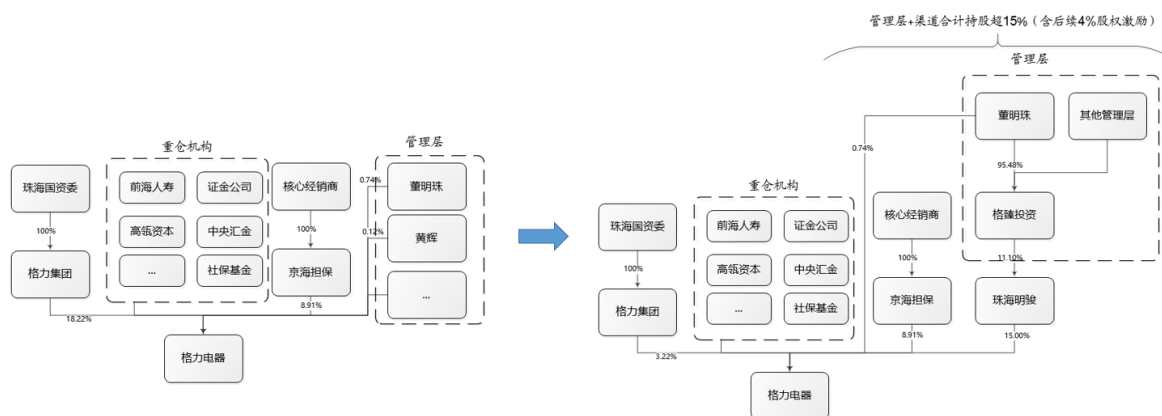
同时在交割完成后，珠海明骏将推动上市公司层面总额不超过 4%的公司高管和骨干员工的股权激励计划。若考虑 4%的股权激励后，公司管理层+珠海担保的持股比例合计将接近 15%。此外，珠海贤盈在珠海明骏 LP 转让其权益时可以指定特定主体行使优先购买权。

图 1：珠海明骏的 LP/GP 关系结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：格力混改前后股权结构示意图：股东结构多元化，管理层持股提升

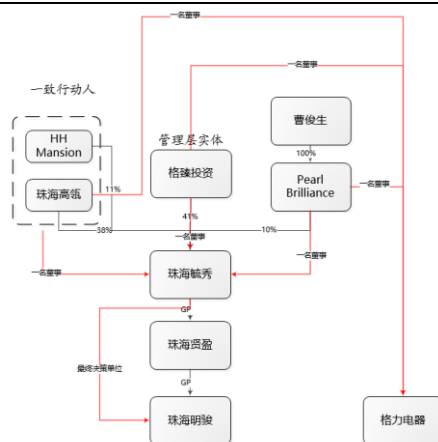


资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，基于三季报与混改公告绘制

董事会席位：珠海明骏可提名三个席位，其中至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。 新股东珠海明骏的最终决策机构为珠海毓秀（珠海贤盈的唯一 GP，珠海贤盈则为珠海明骏唯一 GP）董事会，珠海毓秀董事会由格臻投资（管理层实体）、Pearl Brilliance、以及珠海高瓴和 HH Mansion 的一致行动体各派出一名董事。

珠海贤盈代表珠海明骏行使作为格力电器的股东或相关权益人所享有的权利（表决权、提名董事等），在格力电器中可提名三个董事会席位，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，但其中至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。

图 3：珠海明骏 GP 主体治理结构梳理



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

虽然上市公司混改完成后无控股股东和实际控制人，但无论是因为合作协议对第一大股东珠海明骏的董事候选人提名要求，还是因为第二大股东河北京海担保和管理层之间的紧密联系，**管理层在上市公司董事会中实际话语权较强，掌握公司实际的经营决策。**

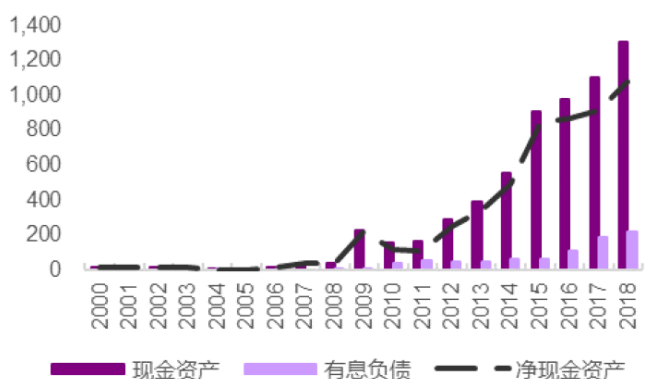
◆**公司治理优化：委托代理问题不再，高分红+回购可期**

管理层利益+经营权一致，前期委托代理问题解决。格力原股权结构相对单一，国资委为第一大股东，且在公司经营和人事任命方面拥有决定权，而管理层持股比例低（董明珠持股 0.74%）。所以两者之间存在一定的委托代理问题。

本次混改落地后，格力从原先的地方国企变为**战略投资者+渠道+管理层+国资委+二级市场投资者**的多元化股权结构。基本掌握了实际的经营决策权的管理层利益更好绑定上市公司，公司的委托代理问题不再。

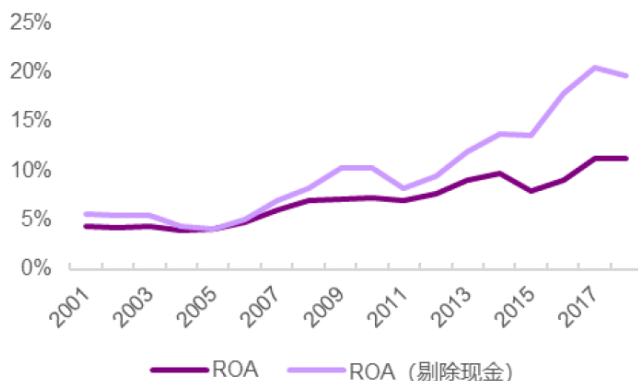
稳定高现金分红预期可适当乐观。公告中珠海明骏承诺尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。但我们认为在管理层利益与公司更深绑定的背景下，对于公司未来分红与现金回购的比例可适当乐观。

图 4：格力账面净现金资产规模（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，净现金资产=理财+货币-长短期借款-应付债券

图 5：低回报冗余现金拖累格力 ROA 提升



资料来源：Wind，光大证券研究所测算，截止 2018 年

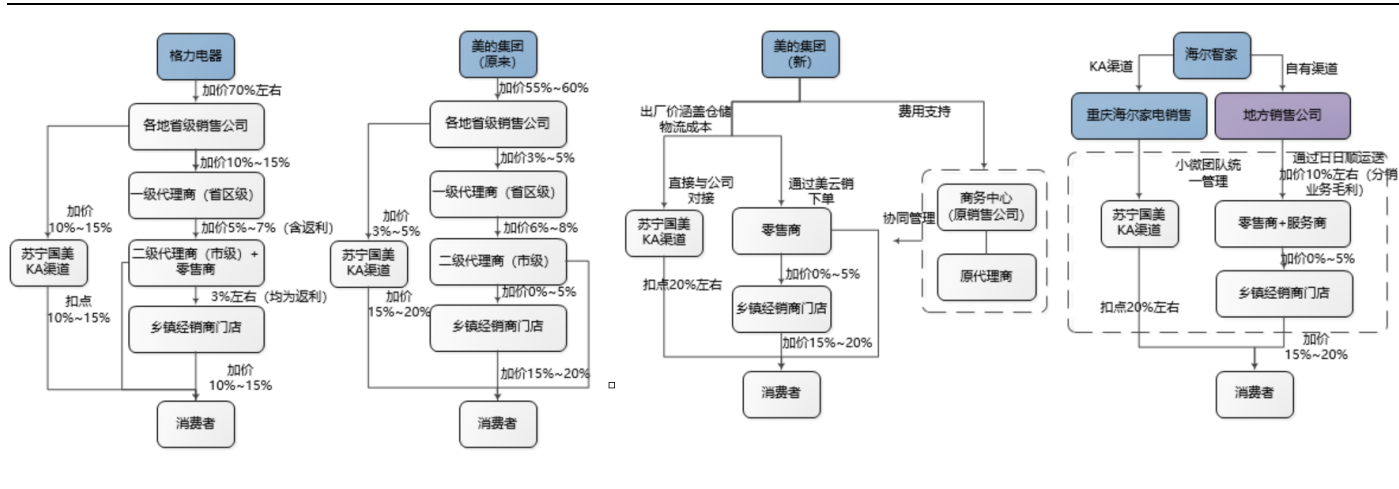
公司过去一直以来经营活动现金流远高于资本支出，导致账面现金高企。考虑现金资产较低回报率，无论从提升公司财务管理效率，还是保障股

东和管理层自身利益的角度，预计公司都会更倾向于利用多余现金进行回购、稳定高额分红的方式回报股东。

◆渠道变革可期：混改理顺利益，高瓴提供战略思维与产业资源

家电行业近年发生的最大变化来自零售渠道。19年以来竞争对手美的传统渠道提效，价格竞争力提升，同时得以充分拥抱网批电商等高增长渠道，份额一路高歌猛进，在竞争中占得先机，而格力在电商等新渠道中发展较慢，在行业竞争中受到一定限制。我们认为，本次混改的落地，正是格力渠道端升级的良好时机：

图 6：三大白渠道结构和加价水平对比：格力销售公司层级存在 5%~8% 的冗余加价



资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所绘制

(1) 治理层面掣肘不再，管理层实现战略变革环境逐步成熟。混改前管理层在和国资委就公司实际经营决策等方面存在较多的精力牵扯，经营重心也往往聚焦在短期层面。但治理结构稳定后，管理层实施大刀阔斧战略变革的环境已经逐步成熟。

(2) 高瓴兼具战略思维与产业资源，有能力赋能格力，开启零售变革新时代。高瓴曾经重度投资并长期持有格力、美的等家电龙头的股票，我们有理由相信其对家电行业有深刻的理解。与此同时，高瓴更是投了很多互联网企业，数字零售改造百丽，和腾讯系、京东系关系密切，这些都是未来家电零售变革的主导力量和参与者，高瓴有能力引入这些力量来帮助格力电器改革，赋能格力“新零售”。

渠道变革后会进一步强化制造与品牌核心优势。在新零售升级趋势中，渠道壁垒淡化，家电龙头最核心的竞争优势变为“优质制造”+“品牌零售”，所以制造和品牌领先的格力如果完成新周期下的渠道升级，依然是家用空调领域的绝对龙头。

◆盈利预测、估值与评级

前期我们发布了格力重要报告《国际视角下对格力价值的再探讨——基于 PB-ROE 框架》，认为随着外资等长线机构的不断增加，A 股消费龙头公司估值体系将逐渐向长期现金流估值方式靠拢 (DCF/PB-ROE 框架等)，并

且随着分红、回购力度的加大，参考美股消费龙头公司，ROE 与估值均有大幅上升空间。以上逻辑的演绎需要两项核心前提：1) 公司本身是一个具备持续高 ROE 能力的顶级资产；2) 公司有意愿推动持续稳定的分红、回购，背后需要优异的公司治理架构支撑。

而格力股权转让事件的落地，我们认为对以上两大核心要素都有核心推动：一方面，转让完成后管理层重心回归公司战略梳理与变革升级，短期通过价格促销行使定价权，份额有望迅速回升。若在高瓴助力下实现中长期的渠道升级，将进一步强化公司持续高 ROE 预期。另一方面，混改成功完成了转让受让股东、管理层、二级市场股东的利益绑定，强化了稳定高分红预期。

因此，我们认为格力估值修复的空间已经逐步打开，配置价值依旧显著。我们维持 2019-21 年 EPS 预测 4.88/5.35/5.94 元，对应 PE 为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

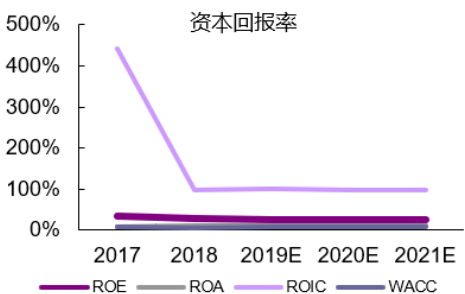
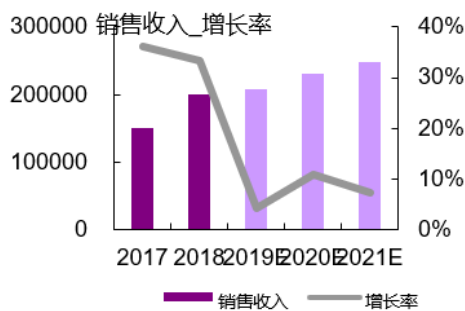
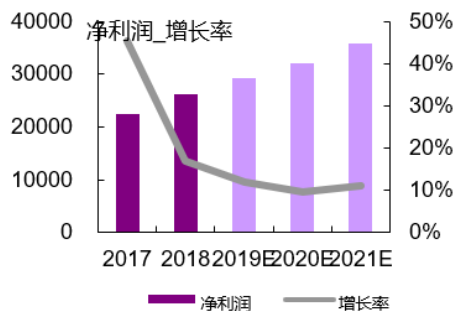
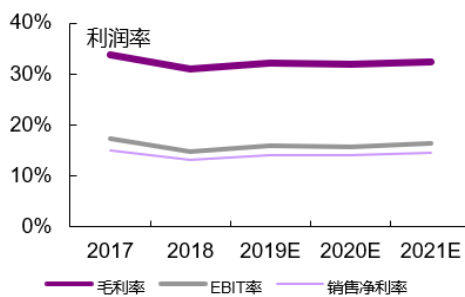
◆风险提示：

股权转让事项后续审批，长期战略和管理层合作风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润 (百万元)	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EPS (元)	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
P/E	15	13	12	11	10
P/B	5.3	3.8	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 2 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业成本	99,563	138,234	141,608	157,587	168,153
折旧和摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
营业税费	1,513	1,742	2,087	2,313	2,483
销售费用	16,660	18,900	21,605	23,475	24,831
管理费用	6,071	11,354	10,437	11,564	12,415
财务费用	431	-948	-974	-1,335	-1,462
公允价值变动损益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	100	100	100
营业利润	26,127	30,997	34,358	37,724	41,943
利润总额	26,617	31,274	34,833	38,199	42,418
少数股东损益	107	176	100	100	100
归属母公司净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	214,968	251,234	252,567	271,535	289,389
流动资产	171,535	199,711	201,583	220,588	238,891
货币资金	99,610	113,079	112,200	123,422	136,129
交易型金融资产	602	1,012	0	0	0
应收帐款	5,814	7,700	8,173	9,277	10,197
应收票据	32,256	35,912	39,662	43,943	47,178
其他应收款	253	2,096	417	463	497
存货	16,568	20,012	20,816	22,850	24,046
可供出售投资	2,175	2,216	1,300	1,300	1,300
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	110	2,251	2,261	2,271	2,281
固定资产	17,467	18,386	18,995	19,058	18,657
无形资产	3,604	5,205	5,139	5,077	5,018
总负债	148,133	158,519	139,771	147,065	151,671
无息负债	129,487	136,452	139,771	147,065	151,671
有息负债	18,646	22,068	0	0	0
股东权益	66,835	92,715	112,796	124,470	137,718
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,604	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	55,740	81,940	102,250	113,824	126,973
少数股东权益	1,240	1,388	1,488	1,588	1,688

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16,359	26,941	30,729	33,401	36,549
净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
折旧摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
净营运资金增加	17,341	15,024	1,216	3,869	3,545
其他	-25,417	-17,397	-2,635	-5,693	-5,998
投资活动产生现金流	-62,253	-21,846	-1,162	-2,910	-2,710
净资本支出	-2,421	-3,831	-3,200	-3,000	-2,800
长期投资变化	110	2,251	-10	-10	-10
其他资产变化	-59,943	-20,265	2,048	100	100
融资活动现金流	-2,269	2,514	-30,447	-19,269	-21,132
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,945	3,422	-22,068	0	0
无息负债变化	12,742	6,965	3,320	7,294	4,606
净现金流	-49,962	7,413	-880	11,222	12,707

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EBITDA 增长率	78.81%	16.66%	10.58%	8.97%	10.94%
EBIT 增长率	87.60%	13.81%	12.70%	9.03%	11.28%
估值指标					
PE	15	13	12	11	10
PB	5	4	3	3	3
EV/EBITDA	10	9	8	7	6
EV/EBIT	11	10	8	7	6
EV/NOPLAT	13	11	10	9	7
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	58	11	10	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	33.63%	30.89%	32.16%	31.86%	32.28%
EBITDA 率	18.65%	16.32%	17.29%	17.01%	17.58%
EBIT 率	17.30%	14.76%	15.94%	15.69%	16.26%
税前净利润率	17.74%	15.63%	16.69%	16.52%	17.08%
税后净利润率 (归属母公司)	14.93%	13.10%	14.05%	13.91%	14.39%
ROA	10.47%	10.50%	11.65%	11.89%	12.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
经营性 ROIC	442.88%	97.01%	101.00%	96.83%	98.18%
偿债能力					
流动比率	1.16	1.27	1.45	1.50	1.58
速动比率	1.05	1.14	1.30	1.35	1.42
归属母公司权益/有息债务	3.52	4.14	-	-	-
有形资产/有息债务	10.75	10.63	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
每股红利	0.00	1.50	3.43	3.76	4.17
每股经营现金流	2.72	4.48	5.11	5.55	6.08
每股自由现金流(FCFF)	0.74	1.57	4.36	4.47	5.17
每股净资产	10.90	15.18	18.50	20.43	22.61
每股销售收入	24.94	33.25	34.70	38.45	41.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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 2019 版权所有。

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