

格力电器 (000651)

证券研究报告

2019年12月03日

突破式的混改方案，期待明珠再放光彩

事件：格力电器2019年12月2日公告，其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（占总股本的15%），转让总价为416.62亿元，较8月6日公告的调整后的最低转让价44.17元/股，溢价4.5%，较停牌前一日的交易价格57.71元/股，折价20%。

突破式的股权转让结构，格力电器实现无实际控制人：本次股权转让的交易结构安排中，存在诸多突破式的安排：1) **受让方出资结构中存在融资结构：**转让所需的416.62亿元资金中，自有资金出资比例为218.5亿元，剩余约198亿元使用银团贷款的方式提供资金，但本次所有贷款均不存在与市值涨跌挂钩的补仓或平仓机制；2) **格力实现无实际控制人：**在转让完毕后，珠海明骏的股份数占比仅比第二大股东海担高6.09%，并不能认为存在重大影响。**从这个角度来看，更懂得企业长期经营的管理层与经销商代表在董事会的实际影响力更大。**3) **转让条款保障股权结构稳定：**珠海明骏以及上层结构中，核心的决策层所涉及到的三方利益主要是珠海高瓴&HH Mansion、Pearl Brilliance和格臻投资，目前的转让协议中约定双方本身的实际控制人不得变更，这样的股权结构安排有助于协调与保障格力在中短期的财务目标以及长期企业发展角度的稳定发展。

多重方式激励管理层，稳定预期分红率50%：根据此次转让结构中的安排，高瓴层面在交易结构与协议中，以多重形式保障管理层的激励：1) 在珠海明骏LP层面持股：格臻投资通过认缴珠海明骏的份额，以及与珠海博韬的转让份额，两者合计约24.26亿元，实际约占融资比例前11.1%份额；2) 在GP份额格臻所享有的8%的收益部分也将分配给有贡献的管理层；3) 后续股权激励的推行；4) 保证管理层的核心影响力。此外，市场所期待的分红率预期也在协议中出现，将尽力促使每年净利润分红比例不低于50%。

投资建议：市场期待已久的股权转让协议最终签署，并以多种形式保障了管理层的激励与影响力，从而有望强化公司未来经营目标的长期性。而以高瓴投资与潜在的银团贷款要求，叠加50%以上的分红比例，也能保障公司中短期的财务目标的稳定实现。我们认为，随着近期格力采取双十一30亿元大促销，以及后续27日晚推出的百亿补贴计划，公司近期加快库存去化并获得终端市占率的有效提升，轻装上阵也有助于来年更为有效的开年业绩。我们也期待着混改最终落地之后的格力，能在熟悉新零售的高瓴资本协助下，进化其商业模式，发挥品牌优势，以及稳步发展多元化主业。我们调整目前的盈利预测，19-21年的净利润分别为270.0、309.1和343.0亿（前值为278.49、310.77和344.86亿元），对应动态估值分别为12.9、11.2和10.1倍，维持“买入”评级。

风险提示：促销情况不及预期；转让控制权可能对经营产生波动。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	208,189.29	222,695.12	241,693.37
增长率(%)	36.24	33.33	4.08	6.97	8.53
EBITDA(百万元)	28,386.91	39,783.21	30,867.76	35,251.40	39,004.24
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	26,997.30	30,908.82	34,295.21
增长率(%)	45.27	16.97	3.03	14.49	10.96
EPS(元/股)	3.72	4.36	4.49	5.14	5.70
市盈率(P/E)	15.50	13.25	12.86	11.23	10.12
市净率(P/B)	5.29	3.80	3.22	2.68	2.30
市销率(P/S)	2.31	1.74	1.67	1.56	1.44
EV/EBITDA	5.68	2.52	6.07	5.36	3.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	57.71元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,015.73
流通A股股本(百万股)	5,969.92
A股总市值(百万元)	347,167.83
流通A股市值(百万元)	344,524.03
每股净资产(元)	16.75
资产负债率(%)	64.92
一年内最高/最低(元)	65.40/35.35

作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《格力电器-季报点评:营收平稳，静待股改后启航》2019-10-31
- 《格力电器-公司点评:股改终落地，期待开启新篇章》2019-10-29
- 《格力电器-半年报点评:收入稳健增长，期待混改后变革》2019-09-02

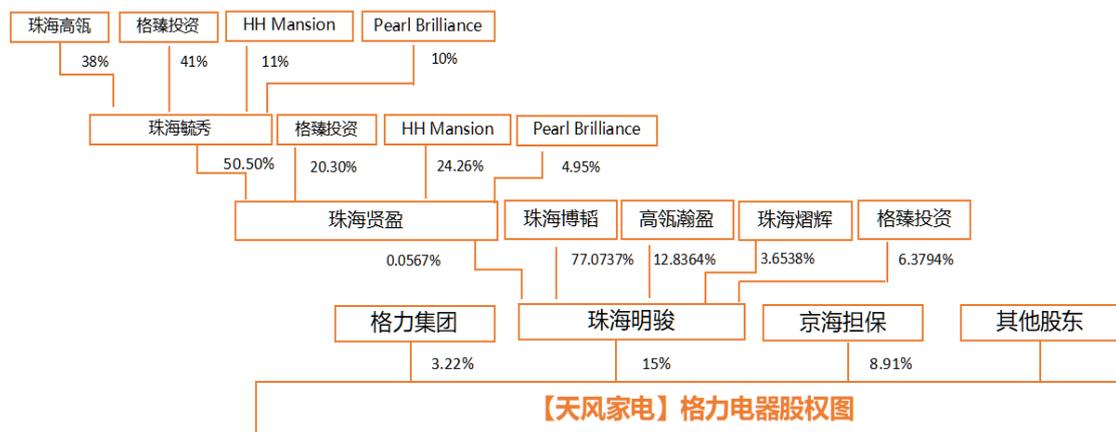
事件

格力电器 2019 年 12 月 2 日公告，其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（占总股本的 15%），转让总价为 416.62 亿元，较 8 月 6 日公告的调整后的最低转让价 44.17 元/股，溢价 4.5%，较停牌前一日的交易价格 57.71 元/股，折价 20%。

突破式的股权转让结构，格力电器实现无实际控制人

本次股权转让的交易结构安排中，存在诸多突破式的安排：1）受让方出资结构中存在融资结构：转让所需的 416.62 亿元资金中，自有资金出资比例为 218.5 亿元，剩余约 198 亿元（不超过总金额 50%比例）使用银团贷款的方式提供资金，但本次所有贷款均不存在与市值涨跌挂钩的补仓或平仓机制，即不会因股价下跌导致股权比例变更的情况；2）格力实现无实际控制人：在转让完毕后，珠海明骏的股份数占比仅比第二大股东京海担保（格力核心经销商持股公司）高 6.09%，并不能认为存在重大影响。根据目前格力董事会 9 人比例分配来看，除去 3 名独立董事之外，剩余 6 名董事会席位提名权分配为珠海明骏 3 人，京海担保 2 人，格力集团 1 人，珠海明骏可提名的 3 名董事中且包含 1 名董事提名权来自于格臻投资（即管理层实体），珠海明骏不存在控制董事会席位，从而拥有重大影响。从这个角度来看，更懂得企业长期经营的管理层与经销商代表在董事会的实际影响力更大。3）转让条款保障股权结构稳定：珠海明骏以及上层结构中，核心的决策层所涉及到的三方利益主要是珠海高瓴&HH Mansion、Pearl Brilliance 和管理层实体（格臻投资），目前的转让协议中约定双方本身的实际控制人不得变更，且均不谋求格力电器实际控制权，这样的股权结构安排有助于协调与保障格力在中短期的财务目标以及长期企业发展角度的稳定发展。

图 1：格力电器股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：格臻投资股权出资比例结构

格臻投资股权出资比例				
序号	姓名	合伙人性质	认缴出资比例	在上市公司任职情况
1	董明珠	普通合伙人	95.482%	董事长、总裁
2	王凯	有限合伙人	0.889%	总裁助理
3	黄辉	有限合伙人	0.741%	董事、执行总裁
4	庄培	有限合伙人	0.593%	副总裁
5	谭建明	有限合伙人	0.519%	总工程师、副总裁
6	望靖东	有限合伙人	0.222%	董事、副总裁、财务负责人、董事会秘书
7	赵志伟	有限合伙人	0.222%	总裁助理
8	胡余生	有限合伙人	0.222%	总裁助理、总工程师助理
9	方祥建	有限合伙人	0.148%	助理总裁
10	张辉	有限合伙人	0.148%	总裁助理、副总工程师
11	文辉	有限合伙人	0.148%	总裁助理
12	胡文丰	有限合伙人	0.148%	总裁助理
13	刘华	有限合伙人	0.148%	总裁助理、副总工程师
14	夏光辉	有限合伙人	0.074%	总工程师助理
15	陈伟才	有限合伙人	0.074%	总裁助理
16	谢东波	有限合伙人	0.074%	总裁助理
17	张龙	有限合伙人	0.074%	总裁助理、总工程师助理
18	李绍斌	有限合伙人	0.074%	总裁助理、总工程师助理

资料来源：公司公告，天风证券研究所

多重方式激励管理层，稳定预期分红率 50%

根据此次转让结构中的安排，高瓴层面在交易结构与协议中，以多重形式保障管理层的激励：1) 在珠海明骏 LP 层面持股：格臻投资通过认缴珠海明骏的份额，以及与珠海博韬的转让份额，两者合计约 24.26 亿元，实际约占融资比例前 11.1% 份额；2) 在 GP 份额格臻所享有的 8% 的收益部分也将分配给有贡献的管理层；3) 后续股权激励性的推行：将在交易完成后，给予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；4) 保证管理层的核心影响力：格臻投资的核心股东为格力电器董事长董明珠（持股比例为 95.482%），从现有股权交易结构中，格臻投资是珠海明骏及其上层架构的重要影响股东（珠海毓秀占比 41%、珠海贤盈 41%）。此外，市场所期待的分红率预期也在协议中出现，将尽力促使每年净利润分红比例不低于 50%。

投资建议

市场期待已久的股权转让协议最终签署，并以多种形式保障了管理层的激励与影响力，从而有望强化公司未来经营目标的长期性。而以高瓴投资与潜在的银团贷款要求，叠加 50% 以上的分红比例，也能保障公司中短期的财务目标的稳定实现。我们认为，随着近期格力采取双十一 30 亿元大促销，以及后续 27 日晚推出的百亿补贴计划，公司近期加快库存去化并获得终端市占率的有效提升，轻装上阵也有助于来年更为有效的开年业绩。我们也期待着混改最终落地之后的格力，能在熟悉新零售的高瓴资本协助下，进化其商业模式，发挥品牌优势，以及稳步发展多元化主业。我们调整目前的盈利预测，19-21 年的净利润分别为 270.0、309.1 和 343.0 亿（前值为 278.49、310.77 和 344.86 亿元），对应动态估值分别为 12.9、11.2 和 10.1 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610.43	113,079.03	149,426.49	147,088.51	189,019.82
应收票据及应收账款	38,070.91	43,611.23	49,510.39	36,763.55	56,870.47
预付账款	3,717.87	2,161.88	4,349.26	2,969.00	4,542.37
存货	16,568.35	20,011.52	17,490.39	22,440.13	20,735.21
其他	13,567.09	20,847.30	12,990.15	16,306.07	16,945.77
流动资产合计	171,534.65	199,710.95	233,766.68	225,567.26	288,113.64
长期股权投资	110.39	2,250.73	2,250.73	2,250.73	2,250.73
固定资产	17,482.11	18,385.76	19,025.22	19,353.37	19,463.68
在建工程	1,020.71	1,663.94	1,034.36	668.62	431.17
无形资产	3,604.47	5,204.50	5,710.95	6,216.53	6,875.65
其他	14,542.24	14,946.94	14,484.91	14,729.64	14,759.10
非流动资产合计	36,759.92	42,451.88	42,506.17	43,218.89	43,780.34
资产总计	214,968.00	251,234.16	283,100.17	276,310.18	339,701.54
短期借款	18,646.10	22,067.75	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	44,319.82	49,822.80	70,456.24	49,494.58	77,920.85
其他	84,524.88	85,795.58	92,518.23	84,595.54	98,390.14
流动负债合计	147,490.79	157,686.13	172,974.47	144,090.12	186,311.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79
非流动负债合计	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79
负债合计	148,133.20	158,519.45	173,656.32	144,809.31	187,055.78
少数股东权益	1,239.79	1,387.62	1,555.77	1,738.55	1,954.13
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	103.88	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	59,343.63	85,532.75	101,872.36	123,746.58	144,675.89
其他	131.77	(314.77)	(93.38)	(93.38)	(93.38)
股东权益合计	66,834.80	92,714.71	109,443.85	131,500.87	152,645.75
负债和股东权益总	214,968.00	251,234.16	283,100.17	276,310.18	339,701.54

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	22,508.60	26,379.03	26,997.30	30,908.82	34,295.21
折旧摊销	2,033.00	3,110.33	1,296.77	1,415.21	1,538.02
财务费用	1,532.77	(1,112.66)	(2,361.25)	(2,161.13)	(2,591.14)
投资损失	(396.65)	(106.77)	5.71	(166.44)	(89.58)
营运资金变动	(12,645.51)	(9,785.91)	29,504.08	(23,030.90)	21,660.44
其它	3,326.34	8,456.77	49.62	185.89	220.48
经营活动现金流	16,358.54	26,940.79	55,492.24	7,151.44	55,033.42
资本支出	2,418.40	8,257.50	2,064.57	1,945.86	2,144.40
长期投资	6.48	2,140.34	100.00	100.00	100.00
其他	(64,678.33)	(32,243.60)	(1,157.69)	(4,658.73)	(4,566.86)
投资活动现金流	(62,253.46)	(21,845.77)	1,006.88	(2,612.87)	(2,322.46)
债权融资	18,646.10	22,067.75	10,000.00	10,000.00	10,000.00
股权融资	(364.65)	481.37	2,583.35	2,161.84	2,591.85
其他	(20,550.79)	(20,035.28)	(42,735.01)	(19,038.40)	(23,371.51)
筹资活动现金流	(2,269.34)	2,513.85	(30,151.66)	(6,876.56)	(10,779.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(48,164.26)	7,608.87	26,347.46	(2,337.98)	41,931.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,019.55	200,024.00	208,189.29	222,695.12	241,693.37
营业成本	99,562.91	138,234.17	145,077.88	153,544.77	166,824.11
营业税金及附加	1,513.04	1,741.89	1,703.84	1,915.18	2,320.26
营业费用	16,660.27	18,899.58	20,568.42	22,269.51	22,960.87
管理费用	6,071.14	4,365.85	4,440.46	4,453.90	4,833.87
研发费用	3,617.60	6,988.37	6,736.33	6,680.85	7,250.80
财务费用	431.28	(948.20)	(2,361.25)	(2,161.13)	(2,591.14)
资产减值损失	263.79	261.67	(41.70)	161.15	126.81
公允价值变动收益	9.21	46.26	(127.38)	0.00	0.00
投资净收益	396.65	106.77	(5.71)	166.44	89.58
其他	(4,633.01)	(669.24)	336.85	(532.88)	(379.15)
营业利润	26,126.67	30,996.88	31,861.58	36,197.32	40,257.37
营业外收入	511.06	317.86	426.59	418.65	387.75
营业外支出	20.54	41.23	40.31	33.97	38.42
利润总额	26,617.18	31,273.51	32,247.86	36,582.01	40,606.69
所得税	4,108.59	4,894.48	5,073.56	5,487.30	6,091.00
净利润	22,508.60	26,379.03	27,174.30	31,094.71	34,515.69
少数股东损益	107.02	176.24	177.00	185.89	220.48
归属于母公司净利润	22,401.58	26,202.79	26,997.30	30,908.82	34,295.21
每股收益(元)	3.72	4.36	4.49	5.14	5.70

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.24%	33.33%	4.08%	6.97%	8.53%
营业利润	49.67%	18.64%	2.79%	13.61%	11.22%
归属于母公司净利润	45.27%	16.97%	3.03%	14.49%	10.96%
获利能力					
毛利率	33.63%	30.89%	30.31%	31.05%	30.98%
净利率	14.93%	13.10%	12.97%	13.88%	14.19%
ROE	34.15%	28.69%	25.02%	23.82%	22.76%
ROIC	-47.09%	-70.51%	-106.77%	-55.87%	-112.31%
偿债能力					
资产负债率	68.91%	63.10%	61.34%	52.41%	55.06%
净负债率	-121.14%	-98.16%	-127.40%	-104.25%	-117.28%
流动比率	1.16	1.27	1.35	1.57	1.55
速动比率	1.05	1.14	1.25	1.41	1.44
营运能力					
应收账款周转率	4.23	4.90	4.47	5.16	5.16
存货周转率	11.72	10.94	11.10	11.15	11.20
总资产周转率	0.76	0.86	0.78	0.80	0.78
每股指标(元)					
每股收益	3.72	4.36	4.49	5.14	5.70
每股经营现金流	2.72	4.48	9.22	1.19	9.15
每股净资产	10.90	15.18	17.93	21.57	25.05
估值比率					
市盈率	15.50	13.25	12.86	11.23	10.12
市净率	5.29	3.80	3.22	2.68	2.30
EV/EBITDA	5.68	2.52	6.07	5.36	3.76
EV/EBIT	6.12	2.73	6.34	5.58	3.92

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com