

强烈推荐-A (维持)

格力电器 000651.SZ

目标估值: 54.85 元

当前股价: 38.31 元

2018 年 10 月 10 日

基础数据

上证综指	2726
总股本(万股)	601573
已上市流通股(万股)	596982
总市值(亿元)	2305
流通市值(亿元)	2287
每股净资产(MRQ)	13.0
ROE(TTM)	32.9
资产负债率	63.6%
主要股东	珠海格力集团有限公司
主要股东持股比例	18.22%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《格力电器(000651)——调研纪要 0502: 探究确定性》2018-05-03
- 2、《格力电器(000651)——Q1 季报: 成长, 安抚股息之憾》2018-04-27
- 3、《格力电器(000651)——6~7%股息率对应底部估值》2018-04-09

纪敏

0755-82960304  
jimin@cmschina.com.cn  
S1090511040039

吴昊

0755-83074302  
wuhao7@cmschina.com.cn  
S1090517080007

研究助理

隋思誉

0755-83215913  
suisiyu@cmschina.com.cn

内在价值“锚定”几何?

- **投资思考: 当前企业内在价值中枢 3300 亿。**前提是空调商业模式和公司市场地位的**稳定**、未有大规模资本开支、未来稳定持续的高比例分红。本文**未对空调行业中短期景气趋势进行研判,故不作为中短期趋势投资的依据。**
- **如何评估格力的盈利平衡点? 2000 亿收入几乎是 A 股市场的最乐观预期,假设净利率维持 2017 年水平,公司 2018 年盈利将达到 300 亿,历史新高。2015 年公司实现收入 1005 亿同比-28%,当年企业真实盈利近 200 亿(归母净利 125 亿+其他流动负债差额 65 亿)则是近些年的最低点。**周期也同样印证,据产业在线,2015 年国内空调销量 6288 万台,2017 年 8875 万台,2018 年料将突破 9000 万台。参照日本,空调渗透率大致 2.5 台/户,虽日本国内新建房屋数量自 1973 年以来下降近一半,但其空调年度内销大致稳定在 800-900 万台。中国人口和家庭数量约是日本的 11 倍,大致可判断中国空调内销的终极平衡点约 9 千万-1 亿台。由此可知,如果格力的空调商业模式保持稳定且海外市场没有出现爆发式增长,那么公司的中长期盈利区间将可能是 200~300 亿。**谨慎起见,折中取 250 亿盈利来进行企业价值的测算。**
- **若按 70%分红 5%股息率则对应 3500 亿市值。**以长江电力 600900 为例(需求稳定+良好现金流+持续高比例分红),按 Wind 一致预期,未来三年盈利基本稳定在 220 亿,与 2016 和 2017 年基本相当;长电 2015-2017 年的分红比例 60-70%。长江电力当前市值 3494 亿元动态股息率 4.2%对应 2018 年 16xPE。**按前述格力中长期稳态 250 亿盈利的假设,如果未来可以维持 70%现金分红,按 5%的股息率,则合理市值 3500 亿,对应动态 14xPE。**若提高要求至动态 6%股息率,则格力合理中枢市值大致 3000 亿。
- **自由现金流贴现约对应 3300 亿市值。**过往十年(2008-2017 年报)格力(自由现金流/归母净利润)=118%。前述格力中长期年度盈利 250 亿,则保守预计未来自由现金流约 200-250 亿/年。按 10%贴现,未来长期自由现金流的现值约 2000-2500 亿元;而当前(报表净资产+其他流动负债)约 1400 亿元,保守 8 折对应 1120 亿元(18 年中报账面现金逾 1000 亿),则合理市值 2000/2500+1120=3120/3620 亿元,中枢 3370 亿元。
- **风险提示: 大规模资本开支、分红比例的不确定性**

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	110113	150020	179521	180375	200961
同比增长	9%	36%	20%	0%	11%
营业利润(百万元)	17456	26127	32951	32981	35273
同比增长	29%	50%	26%	0%	7%
净利润(百万元)	15421	22402	28113	28138	30001
同比增长	23%	45%	25%	0%	7%
每股收益(元)	2.56	3.72	4.67	4.68	4.99
PE	14.9	10.3	8.2	8.2	7.7
PB	4.3	3.5	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、长江电力 600900: Wind 一致盈利预期

预测分布变化

关键指标 归属母公司净利润

(单位:百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
预测机构数	--	--	--	15	15	13
一致预测值	11,519.98	20,781.18	22,260.91	21,874.99	22,080.75	22,686.74
中值	--	--	--	22,271.00	22,549.00	22,971.00
最大值	--	--	--	22,979.21	23,478.66	24,981.00
最小值	--	--	--	20,062.00	20,313.00	20,801.00
标准差	--	--	--	857.71	1,086.68	1,316.80

资料来源: Wind、招商证券

图 2、长江电力 600900: 上市以来分红统计

上市以来分红统计



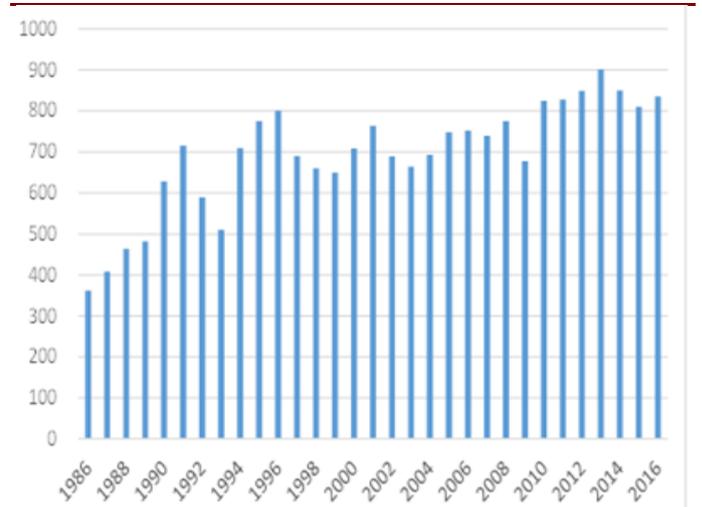
资料来源: Wind、招商证券

图 3、格力电器: 自由现金流/归母净利润

单位:亿元	经营活动净现金	自由现金流	归母净利润
2008	3.7	(6.5)	19.7
2009	94.5	87.3	29.1
2010	6.2	(18.7)	42.8
2011	33.6	(14.2)	52.4
2012	184.1	148.1	73.8
2013	129.7	105.1	108.7
2014	189.4	171.6	141.6
2015	443.8	414.9	125.3
2016	148.6	115.8	154.2
2017	163.6	139.3	224.0

资料来源: Wind、招商证券

图 4、日本: 空调内销 (1986-2016, 万台)



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	142911	171535	178008	187106	214220
现金	95613	99610	93656	102754	120236
交易性投资	0	1083	1083	1083	1083
应收票据	29963	32256	38600	38783	43210
应收款项	2961	5814	6934	6967	7762
其它应收款	245	253	303	304	339
存货	9025	16568	18617	18703	20943
其他	5104	15949	18816	18816	20987
<b>非流动资产</b>	39459	43433	42870	42366	41913
长期股权投资	104	110	110	110	110
固定资产	17682	17467	17265	17085	16925
无形资产	3355	3604	3244	2920	2628
其他	18318	22251	22251	22250	22250
<b>资产总计</b>	<b>182370</b>	<b>214968</b>	<b>220879</b>	<b>229472</b>	<b>256133</b>
<b>流动负债</b>	126876	147491	143803	143803	160017
短期借款	10701	18646	0	0	0
应付账款	29541	34553	38844	39132	43943
预收账款	10022	14143	16006	16193	18131
其他	76612	80149	89060	89060	98719
<b>长期负债</b>	570	642	642	642	642
长期借款	0	0	0	0	0
其他	570	642	642	642	642
<b>负债合计</b>	<b>127446</b>	<b>148133</b>	<b>144446</b>	<b>144446</b>	<b>160660</b>
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积金	6	12	12	12	12
留存收益	47842	59567	69031	77490	87794
少数股东权益	1060	1240	1374	1509	1652
归属于母公司所有者权益	53864	65595	75059	83518	93822
<b>负债及权益合计</b>	<b>182370</b>	<b>214968</b>	<b>220879</b>	<b>229472</b>	<b>256133</b>

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	14860	16359	31175	28222	36838
净利润	15421	22402	28113	28138	30001
折旧摊销	1817	2033	2297	2238	2186
财务费用	(3246)	1533	(1093)	(1482)	(1615)
投资收益	2221	(397)	(806)	(706)	(459)
营运资金变动	(634)	(8293)	2632	558	6911
其它	(719)	(919)	139	134	147
<b>投资活动现金流</b>	(19247)	(62253)	(1734)	(1734)	(1734)
资本支出	(3277)	(2425)	(1734)	(1734)	(1734)
其他投资	(15970)	(59829)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5752)	(2269)	(35396)	(17391)	(17622)
借款变动	(418)	14245	(18646)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(55)	6	0	0	0
股利分配	(9024)	(16844)	(18649)	(19679)	(19696)
其他	3745	324	1899	2288	2074
<b>现金净增加额</b>	<b>(10138)</b>	<b>(48164)</b>	<b>(5954)</b>	<b>9098</b>	<b>17482</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	110113	150020	179521	180375	200961
营业成本	72886	99563	111927	112448	125912
营业税金及附加	1430	1513	1811	1819	2027
营业费用	16477	16660	26210	26335	29541
管理费用	5489	6071	8258	8658	9847
财务费用	(4846)	431	(1093)	0	(1615)
资产减值损失	(1)	264	264	264	264
公允价值变动收益	1093	9	9	9	9
投资收益	(2221)	797	797	697	450
<b>营业利润</b>	<b>17456</b>	<b>26127</b>	<b>32951</b>	<b>32981</b>	<b>35273</b>
营业外收入	1096	511	511	611	511
营业外支出	21	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	<b>18531</b>	<b>26617</b>	<b>33442</b>	<b>33471</b>	<b>35763</b>
所得税	3007	4109	5194	5199	5619
<b>净利润</b>	<b>15525</b>	<b>22509</b>	<b>28247</b>	<b>28272</b>	<b>30144</b>
少数股东损益	104	107	134	134	143
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15421</b>	<b>22402</b>	<b>28113</b>	<b>28138</b>	<b>30001</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>2.56</b>	<b>3.72</b>	<b>4.67</b>	<b>4.68</b>	<b>4.99</b>

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	36%	20%	0%	11%
营业利润	29%	50%	26%	0%	7%
净利润	23%	45%	25%	0%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.8%	33.6%	37.7%	37.7%	37.3%
净利率	14.0%	14.9%	15.7%	15.7%	15.0%
ROE	28.6%	34.2%	37.5%	33.7%	32.0%
ROIC	16.4%	26.1%	35.0%	31.2%	29.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.9%	68.9%	65.4%	62.9%	62.7%
净负债比率	5.9%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	7.9	7.8	6.4	6.0	6.4
应收帐款周转率	37.7	34.2	28.2	26.0	27.3
应付帐款周转率	2.7	3.1	3.0	2.9	3.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.56	3.72	4.67	4.68	4.99
每股经营现金	2.47	2.72	5.18	4.69	6.12
每股净资产	8.95	10.90	12.48	13.88	15.60
每股股利	1.80	3.10	3.27	3.27	3.49
<b>估值比率</b>					
PE	29.9	10.3	8.2	8.2	7.7
PB	4.3	3.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	42.4	21.3	17.8	18.0	17.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 招商家电研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

## 团队荣誉:

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球: 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。