

强烈推荐-A (维持)

青岛海尔 600690.SH

目标估值: 13.0 元
当前股价: 10.52 元
2017 年 02 月 27 日

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	609763
已上市流通股(万股)	546716
总市值(亿元)	641
流通市值(亿元)	575
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	70.4%
主要股东	海尔电器国际股份有
主要股东持股比例	20.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	3	28
相对表现	2	-2	16

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

被低估的第三极

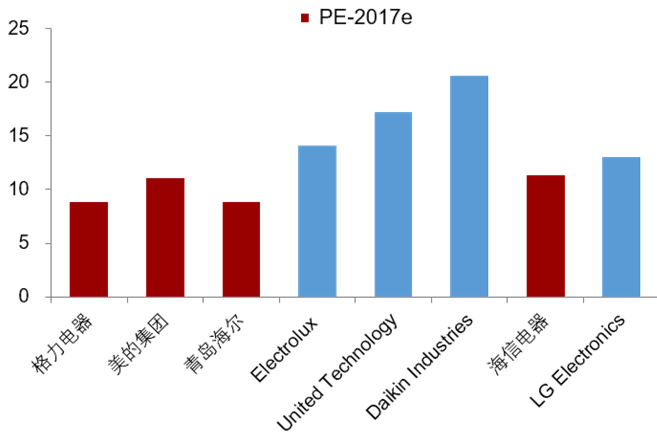
- **投资思考: 被低估的第三极....** 在《家电周观点 17w07-估值的彼岸》中曾提及“国际对比, 具有全球竞争力的 A 股家电企业(以低估值的白电龙头为代表)的估值中枢具备上行空间”。近年来, 市场相对更加聚焦于美的集团(机器人业务的国际外延战略并购)和格力电器(空调业务强劲复苏)而忽略了三巨擎之一的青岛海尔。公司 2017 经营向好(渠道变革+GEA 资产整合)且价值低估(对比历史溢价率和按分部估值), 强烈推荐-A。
- **估值分析: 全球化领先布局, 却并未享受国际化估值。** 按 2017 年 PE (数据来源 bloomberg 和 wind) 国际对比, A 股白电巨擎被显著低估: 格力电器 9.3xPE, 美的 11.9xPE, 青岛海尔 8.9xPE (伊莱克斯 14.5xPE, 联合技术 17.2xPE, 大金 20.7xPE, 林内 20.6xPE)。海尔集团的全球家电布局包括: 2011 年收购三洋日本和东南亚的白电业务; 2012 年收购新西兰著名厨电品牌斐雪派克; 2016 年收购 GE 家电业务等。其中三洋日本和东南亚白电业务以及 GE 家电已经归属上市公司资产, 斐雪派克也将有计划地注入上市公司。海尔家电的全球化涵盖了品牌、渠道和产能三个层面, 领先于国内家电同行。按青岛海尔当前的业务分部估值测算, 目标市值大致接近 800 亿。
- **公司经营: 渠道变革成效和 GE 业绩增厚。** 渠道层面, 由青岛海尔 600690 和海尔电器 1169.HK 分头管理的模式得以理顺(690 负责销售, 1169 致力于平台, 物流和结算服务), 效率得到提升; 考虑到 GE 并表对业绩的提振, 预计公司 2017 全年营收和归母净利润将实现 20%+ 的同比增长。
- **底线价值: 比较(市值-净现金)/过往三年平均盈利(不含金融行业), 以此作为被并购底线价值指标, 家电最具价值企业的前五名分别为格力电器(A 股第 5 名)青岛海尔(A 股 17 名)海信电器(A 股 18 名)海信科龙和 TCL 集团。考虑到历史上优质家电企业的业绩平滑能力, 比较(市值-净现金)/过往三年平均自由现金流似乎更具“客观性”, 家电最具价值企业分别为格力电器(A 股第 2 名)小天鹅(A 股 8 名) 青岛海尔(A 股 20 名)和美的集团(A 股 24 名)。**
- **风险提示: 原材料价格波动超预期、地产景气下行超预期**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	88775	89748	108933	126773	139421
同比增长	3%	1%	23%	16%	10%
营业利润(百万元)	7737	6452	7786	9739	10899
同比增长	25%	-17%	1%	25%	12%
净利润(百万元)	4992	4301	4973	6182	7058
同比增长	20%	-14%	16%	24%	14%
每股收益(元)	1.64	0.70	0.82	1.01	1.16
PE	6.4	15.0	12.9	10.4	9.1
PB	1.5	2.8	2.5	2.1	1.8

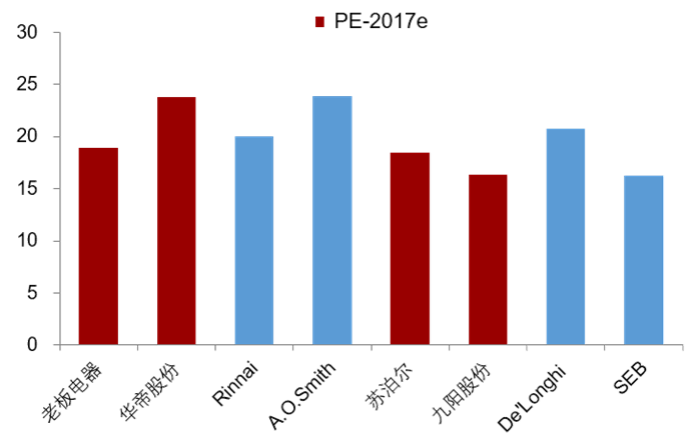
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、国际家电估值对比：白电&&黑电



资料来源：Bloomberg、Wind、招商证券

图 2、国际家电估值对比：厨电&&小家电



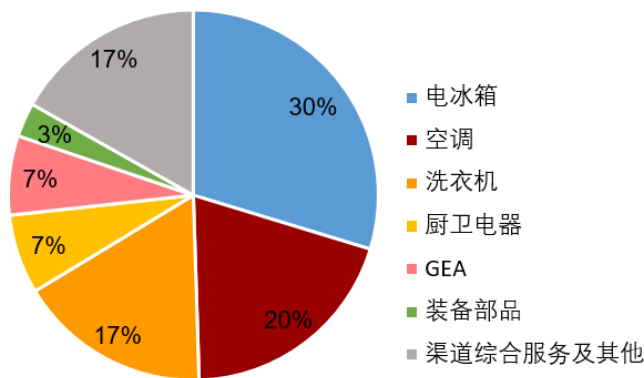
资料来源：Bloomberg、Wind、招商证券

图 3、海尔全球化战略示意图



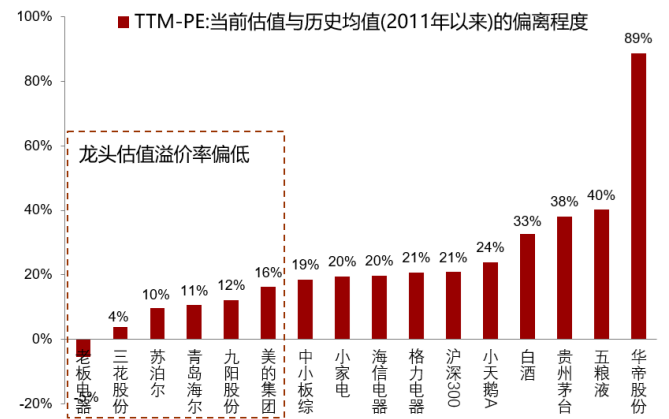
资料来源：公司公告、招商证券

图 4、青岛海尔营收业务结构 (2016H1)



资料来源：Wind、招商证券

图 5、家电板块核心标的的历史估值溢价率



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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	59475	54867	64029	75812	87224
现金	28644	24715	27385	33195	40287
交易性投资	0	22	22	22	22
应收票据	16435	12674	15383	17902	19688
应收款项	5296	6141	7430	8647	9510
其它应收款	273	479	581	676	743
存货	7558	8559	10459	12149	13426
其他	1269	2278	2770	3222	3547
非流动资产	15532	21093	19935	20900	21756
长期股权投资	3357	4959	4959	4959	4959
固定资产	6971	8421	8176	9246	10194
无形资产	972	1453	875	788	709
其他	4232	6261	5924	5908	5895
资产总计	75006	75961	83964	96712	108980
流动负债	41628	39783	45920	51249	55158
短期借款	1009	1873	1500	1000	500
应付账款	13488	14714	17996	20903	23102
预收账款	4218	3170	3878	4504	4978
其他	22914	20026	22546	24842	26578
长期负债	4258	3775	3478	3478	3478
长期借款	0	297	0	0	0
其他	4258	3478	3478	3478	3478
负债合计	45886	43558	49397	54727	58636
股本	3046	6123	6092	6092	6092
资本公积金	3914	639	868	868	868
留存收益	14880	15932	18451	23539	29237
少数股东权益	7280	9708	9155	11485	14146
归属于母公司所有者权益	21840	22694	25412	30500	36198
负债及权益合计	75006	75961	83964	96712	108980

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7007	5580	4159	7848	9129
净利润	4992	4301	4973	6182	7058
折旧摊销	783	1054	909	1032	1142
财务费用	129	119	(208)	(236)	(323)
投资收益	(1237)	(1320)	(1320)	(1320)	(1500)
营运资金变动	630	(124)	(1998)	(149)	85
其它	1711	1550	1803	2339	2667
投资活动现金流	(3251)	(10273)	(5260)	(2000)	(2000)
资本支出	(2005)	(2492)	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资	(1246)	(7782)	(3260)	0	0
筹资活动现金流	4359	(1896)	(158)	(38)	(37)
借款变动	(903)	(1248)	491	(500)	(500)
普通股增加	325	3077	3046	0	0
资本公积增加	3336	(3276)	(3046)	0	0
股利分配	(1007)	(1401)	(1401)	(1094)	(1360)
其他	2608	952	752	1556	1823
现金净增加额	8115	(6589)	(1259)	5810	7092

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	88775	89748	108933	126773	139421
营业成本	64345	64658	79084	91860	101522
营业税金及附加	400	397	490	571	628
营业费用	11578	13101	15632	17748	19240
管理费用	5995	6549	7299	8240	8784
财务费用	(231)	(498)	(208)	(236)	(323)
资产减值损失	190	318	171	171	171
公允价值变动收益	0	(90)	0	0	0
投资收益	1237	1320	1320	1320	1500
营业利润	7737	6452	7786	9739	10899
营业外收入	370	618	618	618	800
营业外支出	60	96	292	200	100
利润总额	8047	6975	8112	10158	11599
所得税	1354	1053	1265	1645	1880
净利润	6692	5922	6848	8512	9719
少数股东损益	1701	1621	1875	2330	2661
归属于母公司净利润	4992	4301	4973	6182	7058
EPS (元)	1.64	0.70	0.82	1.01	1.16

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3%	1%	23%	16%	10%
营业利润	25%	-17%	1%	25%	12%
净利润	20%	-14%	-0%	24%	14%
获利能力					
毛利率	27.5%	28.0%	27.4%	27.5%	27.2%
净利率	5.6%	4.8%	4.6%	4.9%	5.1%
ROE	22.9%	19.0%	19.6%	20.3%	19.5%
ROIC	20.0%	14.0%	17.1%	18.0%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	57.3%	58.8%	56.6%	53.8%
净负债比率	1.3%	3.0%	1.8%	1.0%	0.5%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
存货周转率	8.9	8.0	8.8	8.1	7.9
应收帐款周转率	18.5	15.7	17.1	15.8	15.4
应付帐款周转率	4.7	4.6	5.0	4.7	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.64	0.70	0.82	1.01	1.16
每股经营现金	2.30	0.91	0.68	1.29	1.50
每股净资产	7.17	3.71	4.17	5.01	5.94
每股股利	0.46	0.49	0.18	0.22	0.25
估值比率					
PE	6.4	15.0	12.9	10.4	9.1
PB	1.5	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	22.0	26.1	21.3	17.1	15.4

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。

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。2016年获新财富家电行业第3名。2015年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2014年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2013年获新财富家电行业第5名，水晶球奖家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名。

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、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2016年获新财富家电行业第3名，金牛奖第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第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。