

青岛海尔 (600690) \ 家用电器

——青岛海尔有序推进智能家居布局

投资要点:

► 智能家居业互联互通标准发布推进了智能家居业的发展层次

在3月9日召开的第七届“中国家电发展高峰论坛”上，中国首个智能家电互联互通团体标准正式发布，这解决了不同品牌家电的互联互通，有力的推进了智能家居业的发展层次：第一层是家电产品的本体智能化；第二层是以互联网定制工厂为代表的全流程智能化；第三层是以产品互联互通及人机对话为基础的泛平台化。

► 海尔以白电网器化为开端有序推进智能家居布局

海尔大力推进白电网器化，欧睿国际报告显示海尔以23.6%的占比位列互联空调全球销售第一，近期更是先后与阿里增资海尔多媒体、与百度合作推出语音控制智能冰箱打造“第四屏”、与环球智达开发内嵌智能网关的智能电视机顶盒以在黑电领域也建立起网关入口的优势。

► 海尔既有作为传统家电企业价值股的安全边际，同时也有开拓智能家居业的积极变化

依托海尔独有的U-home客户端软件和海尔U-home智慧家庭系统，控制连通家庭安防、娱乐、生活在内的所有智能生活场景网器，海尔U+智慧生活平台将成为企业、用户，以及各利益攸关方之间互联互通、共创共赢的生态平台。特别是随着厨房场景的重要性凸显，作为厨房核心家电的智能网络冰箱有望转入增长，而公司作为国内高端冰箱的龙头显著受益。

► 盈利预测与投资建议

基于公司并购GEA的并表效应，房地产繁荣的拉动效应及公司近期推出的员工持股计划的激励效应，我们预计公司未来几年收入增长率提高到15%左右、净利润增长率18%左右，据此预测公司2016-2018年EPS分别为0.87、1.02、1.23元，动态PE为13、11、9倍，公司作为全球家电龙头，估值偏低，给予推荐评级。

风险提示：智能网络家电的销售不达预期

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	88,775.44	89,748.32	101,774.60	117,447.88	136,239.54
增长率 (%)	2.65%	1.10%	13.40%	15.40%	16.00%
EBITDA (百万元)	8,418.24	7,623.02	9,007.31	11,217.47	13,223.41
净利润 (百万元)	4,991.56	4,300.76	5,295.11	6,245.49	7,472.49
增长率 (%)	19.75%	-13.84%	23.12%	17.95%	19.65%
EPS (元/股)	0.82	0.71	0.87	1.02	1.23
市盈率 (P/E)	13.79	16.01	13.00	11.02	9.21
市净率 (P/B)	3.15	3.03	2.60	2.22	1.89
EV/EBITDA	5.09	10.40	14.64	12.80	11.42

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	11.03元
目标价格:	14元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,098/5,491
流通A股市值 (百万元)	60,570
每股净资产 (元)	4.11
资产负债率 (%)	70.39
一年内最高/最低 (元)	11.33/7.67

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

1、《青岛海尔 (600690) \ 家用电器行业》
 2016.11.03

正文目录

1.	智能家居业具有广阔的市场远景	3
2.	海尔推进智能家居业的基础之一：较大的市场份额	4
3.	海尔推进智能家居业的基础之二：以大规模定制为特色的互联网制造工厂 ...	6
4.	海尔推进智能家居业的基础之三：全面的智能生态布局.....	7
5.	海尔推进智能家居业基础之四：开放式研发创新体系.....	10
6.	海尔推进智能家居业基础之五：积极的国际扩张战略.....	11
7.	海尔盈利能力存在改善空间	12
8.	对海尔进军智能家居业前景的综合判断	15
9.	盈利预测与投资建议.....	15

1. 智能家居业具有广阔的市场远景

智能家居（英文：smart home, home automation）是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境。作为一个平台，智能家居是一个智能化的控制系统。在这个平台上，所有的家电都可以被远程控制，并根据用户的自定义设置实现智能化的应用体验。智能家居通过物联网技术将家中的各种设备（如音视频设备、照明系统、窗帘控制、空调控制、安防系统、数字影院系统、影音服务器、影柜系统、网络家电等）连接到一起，提供家电控制、照明控制、电话远程控制、室内外遥控、防盗报警、环境监测、暖通控制、红外转发以及可编程定时控制等多种功能和手段。与普通家居相比，智能家居不仅具有传统的居住功能，兼备建筑、网络通信、信息家电、设备自动化，提供了全方位的信息交互功能。信息交互、互联互通、远程控制是其核心智能所在。

随着各种智能家电进入家庭，多个厂家的设备和多种人机交互操作软件彼此间无法互联互通却导致用户体验差，因此迫切需要解决不同品牌智能家电之间的互联互通，在3月9日召开的第七届“中国家电发展高峰论坛”上，中国首个智能家电互联互通团体标准正式发布就解决了这个问题。这一标准有望促进智能家居业的快速发展，推动智能家电在如下3个层面的深化发展。第一层是家电产品的本体智能化；第二层是以互联网定制工厂为代表的全流程智能化；第三层是以产品互联互通及人机对话为基础的交流服务平台化。第一层面是产品层面的，包含以白电互联网化为主的网络家电和以黑电为主的相当程度上PC化后的信息家电。网络家电是将普通家用电器利用数字技术、网络技术及智能控制技术设计改进的新型家电产品。网络家电可以实现互联组成一个家庭内部网络，同时这个家庭网络又可以与外部互联网相连接，网络家电包括网络冰箱、网络空调、网络洗衣机、网络热水器、网络微波炉、网络炊具等。信息家电由嵌入式处理器、相关支撑硬件、嵌入式操作系统以及应用层的软件包组成。信息家电把PC的某些功能分解出来，设计成应用性更强、更家电化的产品，使普通居民步入信息时代的步伐更为快速，是具备高性能、低价格、易操作特点的Internet工具。第二个层面是以海尔互联网工厂为代表的制造定制化；第三个层面是围绕人机交互人人互动形成的各种服务控制与社交圈。

图表 1: 不同品牌的家电互联互通正成为现实



来源：国联证券研究所

图表 2: 智能家居产业市场规模预测

2016-2021 年中国智能家居行业市场规模预测
(数据来源: 中商产业研究院)

年份	市场规模预测值
2016 年	660 亿元
2017 年	1002 亿元
2018 年	1406 亿元
2019 年	1876 亿元
2020 年	2371 亿元
2021 年	2914 亿元

来源: 中商产业研究院

智能家居可以提供的产品与服务包括智能家居管理控制系统、安防系统、通信网络系统、照明系统、窗帘与空气控制等环境系统、网络家电系统、视听终端系统等。而其中最大的子市场将会是网络家电市场, 智能家居业发展的主要标志将是智能网络家电的全面普及与联网, 这将带来家电业的全新市场。

智能家居满足了人类对高端住宅的全部需求, 具有远大的市场前景。尽管作为一个新生产业, 目前处于一个导入期与成长期的临界点, 市场消费观念还未形成, 但随着智能家居市场推广普及的进一步落实, 培育起消费者的使用习惯, 智能家居市场的消费潜力将在未来进入高速增长期。我国政府为了推动信息化、智能化城市发展也在 2013 年 8 月 14 日发表了《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》, 大力发展宽带普及、宽带提速, 加快推动信息消费持续增长, 这为智能家居业的发展打下了坚实的基础。最新召开的 2017 年中国家电及消费电子国际博览会上, 行业协会牵头组织实施了智能家居的行业统一标准, 这也为智能网络家电的互联互通扫除了最大技术障碍, 从而为智能家居业走向增长期打下基础, 业界普遍认为最迟在 2020 年, 整个行业将进入高速增长期。

2. 海尔推进智能家居业的基础之一: 较大的市场份额

没有巨量的产品份额与用户基础, 智慧生态圈就无从谈起。根据世界权威市场调查机构欧睿国际(Euromonitor)2016 年全球大型家用电器品牌零售量数据显示: 海尔大型家用电器 2016 年品牌零售量占全球市场的 10.3%, 第 8 次蝉联全球第一;同时, 冰箱、洗衣机、酒柜、冷柜继续蝉联全球第一。海尔较大的市场份额为其推进智能家居业提供了用户基础。

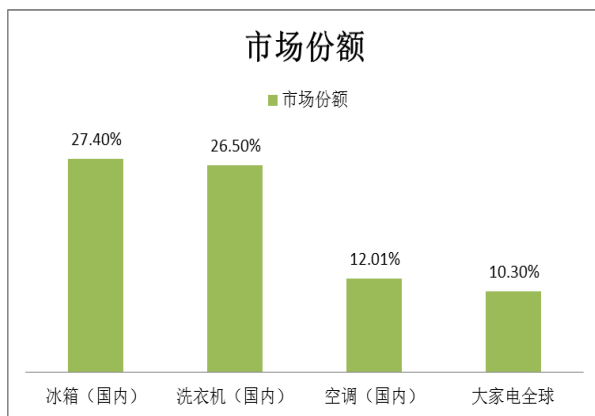
图表 3: 智能家居的控制平台



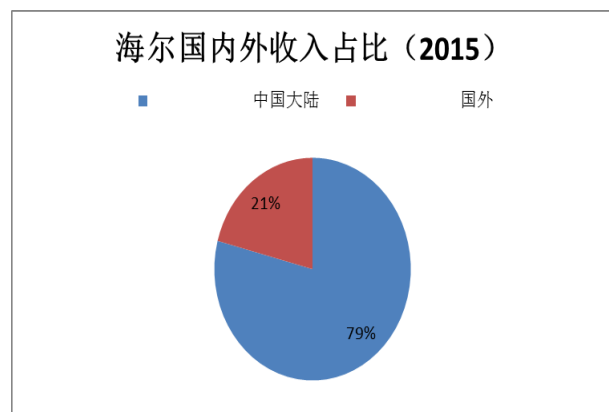
来源: 网络 国联证券研究所

海尔年均高达 5500 多万台的大家电销量及其多年来的家电累计用户量为公司下一步推进传统家电业务向智能家居业务的模式转变提供了极好的海量用户基础。

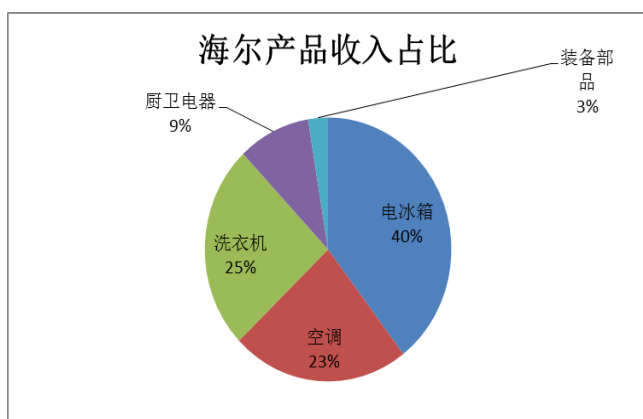
图表 4: 海尔主要产品份额 (2015)



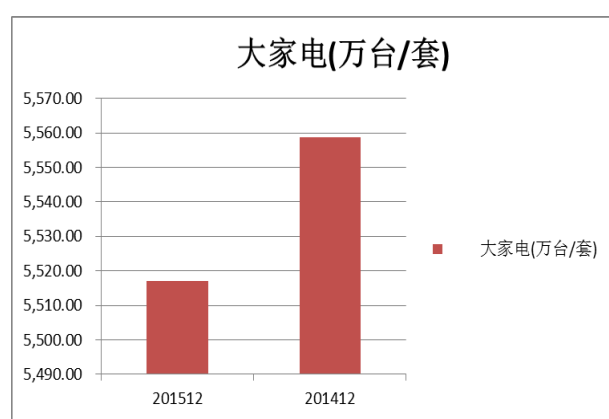
图表 5: 海尔国内外收入占比



图表 6: 海尔产品收入占比 (不含渠道服务及其它)



海尔年销售大家电多达 5500 多万台



来源：万得 国联证券研究所

来源：国联证券研究所

3. 海尔推进智能家居业的基础之二：以大规模定制为特色的互联网制造工厂

进入互联网时代,家电企业进行创新和改革的目的是要加快释放出用户的个性化需求,并运用网络思维满足用户需求。所以智能制造的“智能”不仅体现在产品本身,更在于对用户需求的把握。而海尔互联工厂打破传统的制造模式,构建起一个以用户为中心的社群经济新工业生态,并通过 COSMO 平台以开放的姿态共享,帮助中国制造转型找到了新的突破口。

作为工业和信息化部首批智能制造试点示范项目之一,海尔通过前联研发、后联用户,进而打通整个生态价值链,实现用户、产品、机器人、生产线之间的实时互联,全方位满足用户的个性化需求。在海尔看来,互联网时代要的不是高效率,而是高精度下的高效率。“高精度”对应的是用户个性化需求。智能化不仅是提升自动化程度,不仅仅是制造效率,还有对目标用户的针对性。制造业要由原来的自动化大规模生产转变成大规模地定制化生产才有出路!所以海尔互联工厂不是一个工厂的概念,而是一个生态系统,是对整个企业全系统全流程进行颠覆。

目前,海尔已累计完成 5 大产业线 28 个工厂 800 多个工序的智能化改造,建成沈阳冰箱、郑州空调、佛山洗衣机、青岛热水器、胶州空调等 7 个智能互联工厂。海尔实施互联工厂取得了初步成效,互联工厂整体效率大幅提升,产品开发周期缩短 20% 以上,交货周期由 21 天缩短到 7~15 天,能源利用率提升 5%。

海尔的互联工厂模式借助前期交互平台实现与终端用户需求的无缝对接,并通过开放平台整合全球资源,迅速响应用户的个性化需求。从原来为库存生产转变成为用户个性化而创造,让他们从“消费者”变成生产和消费合一的“产消者”。海尔互联工厂模式消除了中间环节,实现了用户、企业和利益攸关方的有机融合,这种模式创新正是全球制造企业未来变革的核心。目前海尔已完成了由大规模制造向大规模定制的转变,并将用户、研发资源、供应商和创客整合到一个共创共赢生态圈中。

在互联工厂全流程制造模式的基础上,海尔不仅实现了制造水平的突破和颠覆,还将互联工厂模式简化、软化、云化,构建起中国首个也是唯一一个自主研发、自主创新的工业互联网平台 COSMO,让其他企业也可以迅速复制这一先进的模式,实现大规模定制的转型。海尔 COSMO 实现了企业与用户、企业与资源、用户与资源三个双边市场的共赢,与西门子的 Mindsphere、美国 GE 的 Predix 平台,通过实现横向、纵向和端到端集成,形成了开放、协同、共赢的产业新生态。

2015 年公司推出行业首个用户社群交互定制体验平台——众创汇平台 (<http://diy.haier.com/>),平台通过模块定制、众创定制、专属定制等多种模式提供用户百余种定制产品及解决方案。15 年 3 月 1.0 版上线并在家博会发布,2015 年

四季度完成 PC 端和手机 M 站的正式上线，上线后月均流量增长明显，从 10 月份 2000 左右增加至 12 月份的 35 万。在平台功能迭代、产品丰富的同时，用户流量及定制订单量均同步上升，15 年定制产品订单量累计达到 15 万台。众创汇通过采用开放式社区模式，搭建用户、设计师、供应商直接面对面交流平台，将用户对产品需求、创意设想转化成产品方案；从需求端到制造端，海尔定制众创汇依托互联工厂体系实现全流程可视化定制体验，让处于前端用户与后端互联工厂互联互通。用户从单纯需求者转变成成为产品创意发起者、设计参与者以及参与决策者等，参与产品定制全流程，通过与众不同的全新体验激发用户潜在的创造力。

图表 7: 海尔的互联网工厂



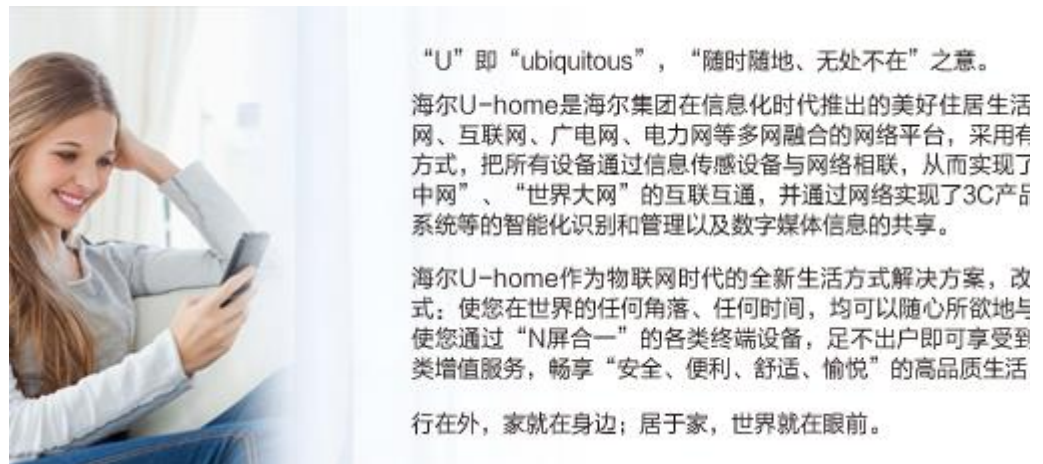
来源：海尔官网 国联证券研究所

4. 海尔推进智能家居业的基础之三：全面的智能生态布局

智能家居业的发展建立在三个基础上，一个是家电产品本体；一个是产品内涵的智能控制芯片；一个是围绕家电平台形成的人机对话人人交互的用户社群。

海尔先是逐步推进白电产品的网器化，后推进黑电的聚合入口平台，如互联网空调、与阿里合作推进多媒体等；其次开发智能芯片；再次推广海尔优家 APP，提升硬件、交互的入口覆盖度；围绕产品用户需求建立了美食、空气、洗护等七大智慧生态圈社群，已经全面完成了 3 个层面的布局，形成了初步的智能生态圈，从单纯硬件销售向“网器+交互+服务+平台”模式变革。

图表 8: 海尔智能家居业务



来源：公司 国联证券研究所

图表 9: 海尔智能家居的远程控制



来源：海尔官网 国联证券研究所

从建设成效看，2015 年海尔智能白电销售实现 210 万台，同比增长 169%；海尔优家 APP 自 15 年 4 月份正式上线后，累计用户数超过 1000 万，活跃用户数超百万；U+云平台已与苹果 Homekit、Allseen、google Brillo/Weave、华为 hilink 等协议实现互联互通，接入智能硬件品类超过 120 种；完成云平台的基础架构建设，设备数据信息日上传 1 亿条，并以此为基础形成大数据分析、人工智能交互处理能力、促进产品迭代优化与用户体验提升；生态圈资源引进第三方资源超过 120 家，通过硬件、软件及服务接口与微软、华为、魅族等企业进行战略与业务合作；通过创客大赛等形式聚集超过十万创客，产生八百多个创业创新项目；协同生态圈资源围绕 O2O 服务、人工智能、传感器、大数据等领域布局投资五十多个项目；生态圈收入同比超过 600%。

图表 10: 海尔智能家居构成



来源: 海尔网站 国联证券研究所

公司推出了一些全新的互联网产品,如互联网冰箱和空调,其中海尔馨厨冰箱通过搭载多指触控的 10.1 英寸 TFT 触摸屏和人体感应模块带来了全新的操控体验;其独有的美食 DIY、食材管理、影音娱乐、生鲜电商等功能,以及汇聚苏宁易购、豆果美食、爱奇艺、蜻蜓 FM 等众多资源方带来崭新智慧厨房体验。馨厨冰箱提供了更便捷的服务,更安心的产品并成为社交的新入口;众多资源方也可以通过馨厨冰箱与消费者交互,冰箱成为遍及千家万户的电商入口,媒介入口和 O2O 社区服务的入口。

在白电领域,欧睿国际发布的 2016 年全球互联空调报告显示,海尔以 23.6% 的占比位列互联空调全球销售第一,这一份额也超过了后续两者的占比总和。海尔的智能互联产品甚至被美国的强势媒体《Designing Spaces》节目向近 1 亿用户进行宣传。海尔智能空调背后的支撑是海尔好空气 APP。从 2009 年海尔物联空调 APP 上线,到 2013 年升级为智能空调 APP,再到 2014 年升级为好空气 APP,智能空调 APP 的迭代速度加快。目前海尔智能空调 APP 已具备英语、意大利语、俄语、中文、西班牙语等 5 种语言应用版本。而且,海尔智能空调全球拥有北京和都柏林 2 个服务器,针对当地智能使用环境,提供当地化、个性化的解决方案。海尔现拥有最全室内空气大数据,覆盖 32 个国家和地区,诞生 500 亿大数据,通过智能云平台与用户互动需求。在海尔全球化的互联体系中,空调产品的内涵和外延都发生了极大的提升和扩展。空调作为一种固件网器和达到本体智能的同时,其所承载的是海尔给用户所提供的解决方案。全球用户的需求、痛点在海尔空调的智能互联平台上交汇,以此为方向,也在牵引海尔空调的产品与技术进行持续升级。目前已涌现舒适风系列、自清洁系列、劲铂 Homekit 系列、Dawn 系列等代表产品,其中 Dawn 新品已在西班牙、法国、俄罗斯、意大利、马耳他等欧洲区 12 国上市。

在黑电领域,海尔推进智能家居业的第一步是拉进阿里作为多媒体业务的合作伙伴。海尔多媒体公司主要从事海尔、模卡品牌的电视机研发、销售、售后服务及彩电平台运营,目前是海尔集团公司国内海尔彩电业务的唯一运营平台。海尔多媒体净资产 4.64 亿元;2016 年收入 67.35 亿元、净利润 1.13 亿元。青岛海尔及阿里巴巴将

分别以 2.14 亿元、2.68 亿元受让 45.45% 的股份，并以合计 7 亿元认缴海尔多媒体共计 1.29 亿元新增注册资本。其中，青岛海尔出资 3.1 亿元认购 5731 万元，而阿里巴巴出资 3.89 亿元认购 7164 万元。交易完成后，海尔多媒体注册资本将由 3.5 亿元变更为 4.79 亿元，其中海尔光电持股 50.51%，仍为其控股股东，阿里巴巴持股 25.25%，青岛海尔持股 20.2%，员工持股平台青岛众创盈持股 4.04%。海尔与阿里巴巴以资本合作为开端可大幅提升合作层次，为后续合作推进智能家居业务打下良好的互信基础。公司借与阿里的合作，以开放的生态圈模式，打造符合市场需求的、满足客户体验和用户交互的、具备核心竞争力的创新视听产品，进而通过智能电视聚集用户流量，进一步把握客厅经济入口，完善智能家居布局。

海尔在黑电领域的第二步推进是与中国国际广播电视台合作开发智能机顶盒，实现对家居场景的全控制。如用户下达观影指令时，家庭中的灯光、窗帘、网络投影机将自动适配程序，调节至最佳的观影亮度，给用户提供专业的家庭影院级享受。该盒子还可连接家庭安防生态系统，在手机等移动智能终端上，就能实时调取门口监控、车库监控画面，以及客人来访时一键开关庭院智能门锁。海尔此举有助于推进黑电与白电产品的一体网器化进程。

在厨电领域，海尔智慧厨房在智能家居领域作出了可贵的探索。海尔的大厨电战略由海尔、卡萨帝、斐雪派克、美国 GE、统帅等品牌组成“海尔系厨电”，推出智慧厨房实现产品与产品间的互联互通，馨厨冰箱作为智慧载体发送指令，缺少食材和烘焙工具时一键购买，冰箱提供营养师推荐的菜谱，并将菜谱发送给烤箱和灶具，智能终端自动调节程序，提供烹制方案，洗碗机参考油腻程度设定洗涤程序。

在白电、黑电、厨电等互联网硬件基础上，公司通过推广海尔优家 APP，从单纯硬件销售向“网器+交互+服务+平台”模式变革，U+云平台已接入智能硬件品类超过 120 种；完成云平台的基础架构建设，设备数据信息日上传 1 亿条，并以此为基础形成大数据分析、人工智能交互处理等能力。海尔此次与阿里合作推进智能电视业务，更为上述白电的智能化提高了一个整合的入口平台，有利于黑电与白电的一体网器化进程，从而最终在提升用户体验的基础上推进公司产品的销售。在融合更多的优质资源方之后，海尔 U+智慧生活平台将成为企业、用户，以及各利益攸关方之间互联互通、共创共赢的生态平台。

5. 海尔推进智能家居业基础之四：开放式研发创新体系

海尔坚持“世界就是我的研发部”的开放式创新战略，以用户需求为创新驱动，把传统的瀑布式研发颠覆为迭代式研发，同时建设线上线下融合的开放式创新平台承接转型，实现全球用户、创客和创新资源的零距离交互，支持不断产生颠覆性解决方案。

线上开放式创新平台 HOPE，实现创新的来源和创新转化过程中的资源匹配，持续产出跨界及颠覆性创新成果，已成为国内领先的开放式创新平台，目前平台可触及全球一流资源 320 万，注册资源 37 万，平均每年产生创意超 6000 个，研发资源

匹配周期从过去的 8 周缩短到 6 周;

线下已经在全球建立起五大研发中心,分布在青岛、日本京都&熊谷、德国纽伦堡、美国埃文斯维尔、新西兰奥克兰&达尼丁,构建全球开放式创新资源网及线下交互及产品转化、迭代。在技术、产品、创新能力上保持持续领先,累计获得国际设计大奖 90 个,14 项国家科学技术奖,牵头推动成立的首个冰箱国际标准工作组,实现了中国冰箱领域零的突破,发明专利授权及占比等创新能力持续领跑家电行业。

6. 海尔推进智能家居业基础之五:积极的国际扩张战略

海尔集团奉行积极的海外扩张战略,不仅将产品推向国际市场,还择机海外收购。海尔集团于 2009 年出资 0.29 亿美元收购新西兰上市公司斐雪派克的 20%股份,并于 2012 年发出全面要约收购,收购剩余的斐雪派克股份,出资额约为 7 亿美元。斐雪派克为澳洲知名高端家电企业,研发实力强大。

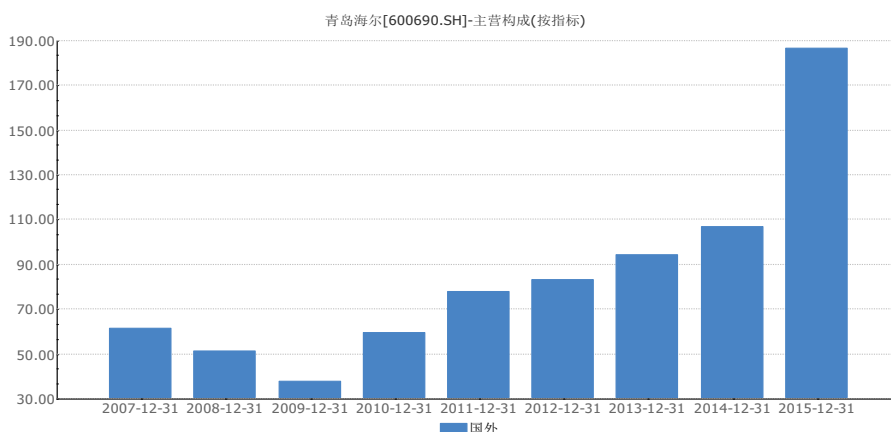
2011 年收购了三洋电机在日本、印度尼西亚等地的洗衣机、冰箱和其它家用电器业务,获得了三洋洗衣机品牌 AQUA 及相关品牌,收购价格约为 100 亿日元(约合人民币 8 亿元)。收购完成后,海尔的版图扩张到日本、东南亚,AQUA 品牌在日本的占有率稳步上升,业绩良好。

2016 年收购 GE 家电业务为公司带来一个美洲市场的发展基地,有利于加速公司在美国市场的发展,巩固公司在全球家电版图中的地位。

至此,海尔已经在全球建立了 10 个研发中心、108 个制造工厂和 66 个营销中心,这个庞大的研产销三位一体的体系可以有效支持海尔的全球战略,在全球运营六大品牌:海尔、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA、卡萨帝和统帅,这六大品牌构成了海尔全球品牌体系。公司远景目标是把自身打造成全球唯一一个拥有品牌最多、产品最全、最具国际化特质的“世界第一家电品牌集群”。

海尔海外业务坚持自有品牌发展战略,通过建立设计、制造、营销“三位一体”的本地化模式,塑造“本地化、低成本化、服务优质化”竞争优势。公司有 9 个海外工厂,工厂布局覆盖欧洲、美洲、亚洲、中东及非洲等主要区域;公司产品销往 100 多个国家,海外销售网络已超过 4.3 万家,海尔品牌在欧美等发达市场已成功进入土前十位的国际化大型连锁店;在发展中国家大力发展家电专营店。鉴于互联网时代电商快速发展带来的渠道转型的机会,海尔积极推进传统线下渠道和线上电商渠道的同步发展。

图表 11: 青岛海尔历年国外收入变化图



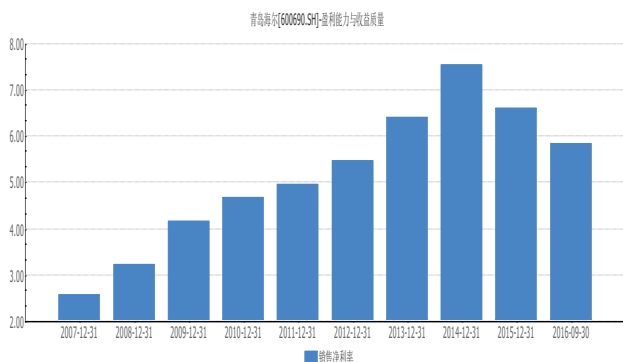
来源: WIND 国联证券研究所

海尔今明 2 年的并表效应显著: 公司 2016 年第三季度收入增幅达 50.10%, 归属母公司净利润同比提升 22.00%, 其中收入增幅显著高于同业的原因是公司于 2016 年 6 月 6 日合并通用电气家电业务, 收购日至 9 月底 GEA 贡献收入人民币 143.5 亿元、贡献归母净利润人民币 3.17 亿元。GE 并表增量收入占公司期末总收入的比重为 17%, 利润占比 8.2%, 收入贡献大于利润贡献, 反映海外收购对公司营收提高的作用开始显现。

7. 海尔盈利能力存在改善空间

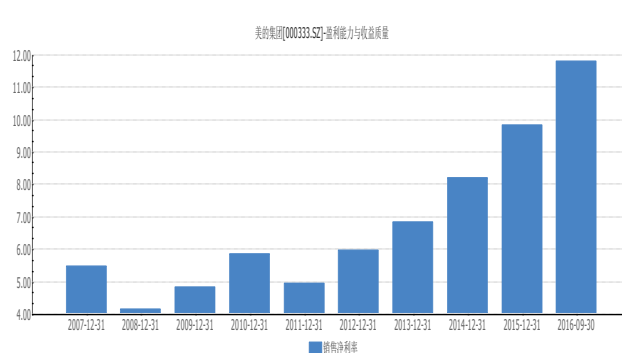
尽管海尔过去几年净利率总体也在增长, 但增长的稳定性和绝对值远低于美的集团, 按 2016 年 3 季报看, 美的集团的销售净利率高达 11.82%, 而海尔仅 5.83%, 存在较大的差距, 当然这部分也是海尔收入包含渠道服务的原因, 但即便如此公司的净利率还是存在极大的改善空间。从毛利率指标看同业差异不大, 则后期改善主要看公司费用管理及运营效率的提高。

图表 12: 海尔多年来的净利率



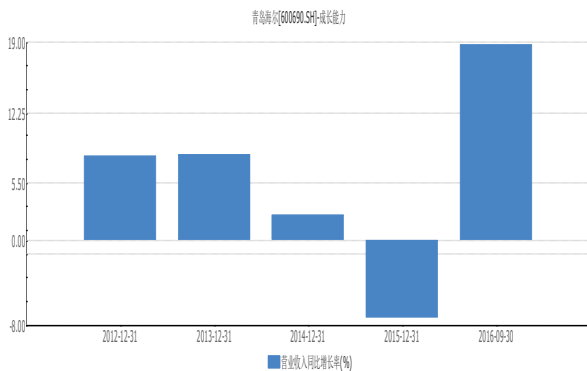
来源: 国联证券研究所

美的多年来的净利率



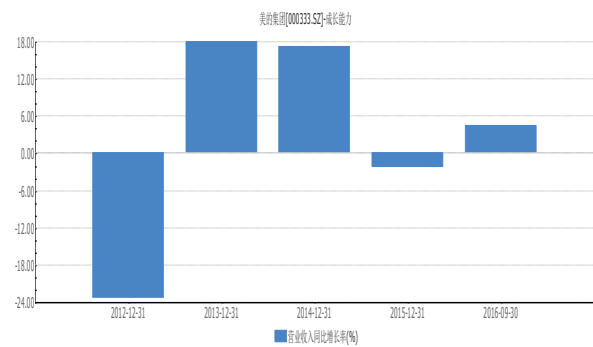
来源: 国联证券研究所

图表 13: 海尔收入增长率



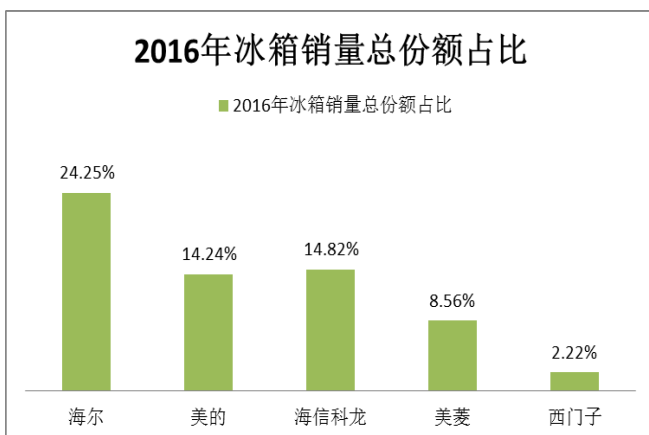
来源: 国联证券研究所

图表 14: 美的收入增长率



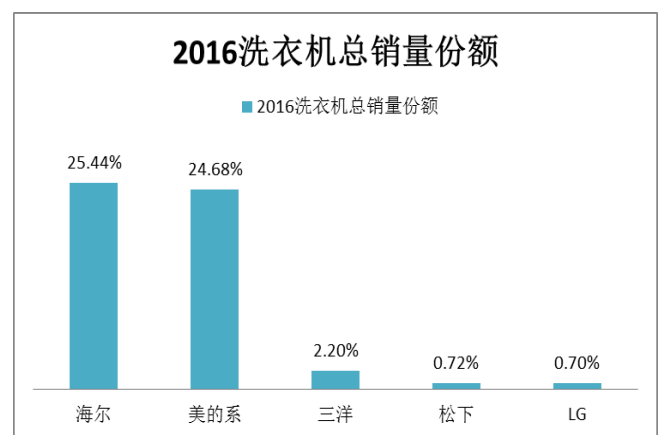
来源: 国联证券研究所

图表 15: 海尔冰箱优势明显



来源: 产业在线 国联证券研究所

图表 16: 海尔洗衣机仍处第一, 但受到美的挑战



来源: 产业在线 国联证券研究所

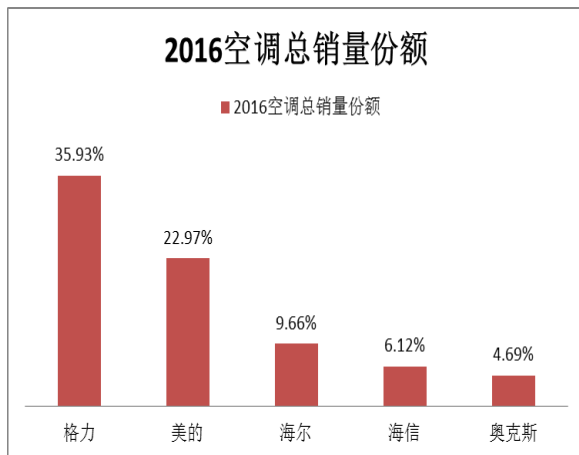
从收入增长率指标看, 与家电龙头美的比较, 排除并购因素, 海尔的收入增幅低于美的, 表明海尔在产品营销推广方面仍存在渠道选择、广告模式、落地销售的效率改善空间, 如何把品牌效应转化为更大的市场空间仍值得努力。

从负债率看, 与同行相比, 海尔负债率偏高, 显著高于美的集团、老板电器等优秀公司。考虑到其近年来跨国并购不断及投资较大, 预计负债率短期难以下降。

为调动核心层积极性, 海尔推出了员工持股计划, 这对提高公司运营效率大有益处。公司高管及核心员工共计不超过 600 人参与, 资金来源为公司提取的 27,000 万元激励基金, 股票来源为二级市场购买, 计划存续期不超过 36 个月。在考核指标上, 为激励各考核对象聚焦自身工作目标、创造业务增值、加速推进业务转型, 对董事、监事、高级管理人员、及公司平台人员的考核指标为: 2017 公司净利润较 2016 年增长超过 25%(含 25%), 则股票权益的 40%全部归属于持有人; 如果增长低于 20%(不含 20%), 则 2017 年不归属; 2018 年净利润较 2017 年增长超过 10%(含 10%),

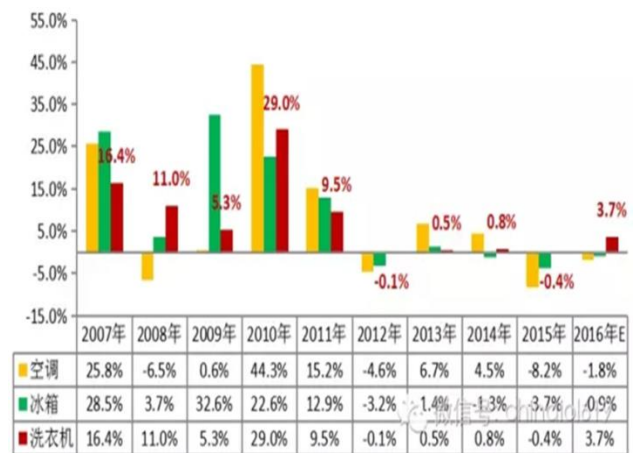
则将其名下本期持股计划标的股票权益的60%全部归属于持有人;如果增长低于8% (不含8%),则2018年不归属。从其计划看,海尔为高管设定了2017年盈利增长25%、2018年增长10%的较高目标,我们认为在并表效应及房地产装修效应的带动下,公司实现这一较高目标的可能性不容低估。

图表 17: 海尔空调份额稳居第三



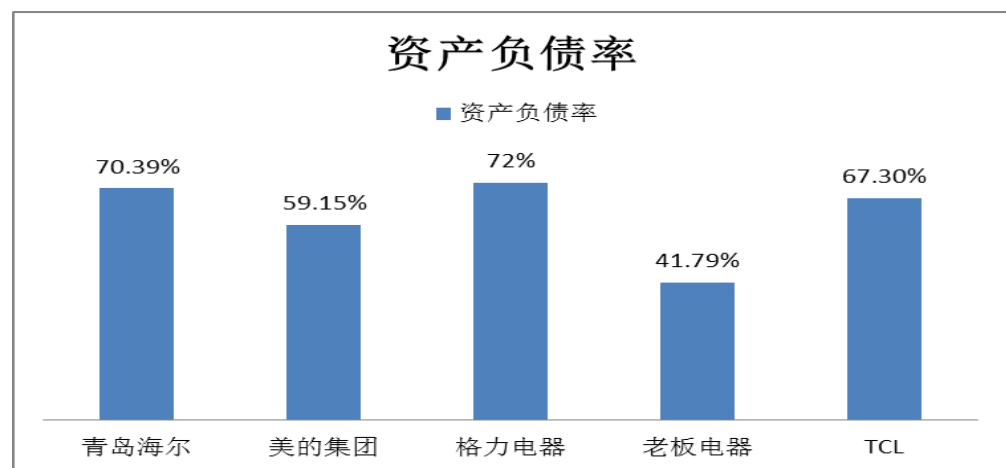
来源: 中怡康 国联证券研究所

图表 18: 海尔主要产品所在行业过去几年增长率



来源: 产业在线 国联证券研究所

图表 19: 海尔与同业的资产负债率对比 (2016年3季报)



来源: 国联证券研究所

8. 对海尔进军智能家居业前景的综合判断

我们认为，青岛海尔既有作为传统家电企业价值股的安全边际，同时也有开拓智能家居业的积极变化，后面就是等待智能家居业市场的培育与高速增长期，而这一天据业界推测在 3-5 年内将成为现实。作为业内较早布局智能家居业的优势企业，我们看好公司的发展前景。

随着未来智能家居需求的逐步增大，家电“网器化”已成为行业构建智能家居生活场景的趋势，海尔不仅在前几年大力推进白电网器化，近期更是先后与阿里增资海尔多媒体、与中国国际广播电视网络台旗下环球智达科技共同开发内嵌智能网关的智能电视机顶盒，试图在黑电领域也建立起网关入口的优势。用户通过智能电视机顶盒，依托海尔独有的 U-home 客户端软件和海尔 U-home 智慧家庭系统，控制连通家庭安防、娱乐、生活在内的所有智能生活场景网器。这表明在坚持用户需求为中心的前提下，海尔智能家居产品在融合更多的优质资源方之后，海尔 U+ 智慧生活平台也将成为企业、用户，以及各利益攸关方之间互联互通、共创共赢的生态平台。随着互联网时代用户对智能家居需求的即将高速增长期，家电的互联网升级成为了行业发展的必经之路。而海尔一直以来都致力于智能家居系统的开发和推广，在技术储备、品牌推广、行业经验方面都拥有明显的优势。3 月 8 日，公司发布了由整套全互联互通智慧家电构成的智慧家庭，共涉及客厅、厨房、浴室、卧室等 161 个智慧生活场景。

特别是随着厨房场景的重要性凸显，作为厨房核心家电的智能网络冰箱有望转入增长，而公司作为国内高端冰箱的龙头显著受益。智能网络冰箱通过外部配备大触摸屏，内部配备高清摄像头，记录内部食材的存储状态，在外屏上或者通过手机端进行远程查看。海尔与百度 DuerOS 达成战略合作，将 DuerOS 对话式人工智能操作系统赋能海尔产品序列，双方合作的首款产品海尔馨厨系列冰箱定位于智慧厨房互通互联中心，服务于生活常用的 6 大生活场景。海尔馨厨冰箱希望成为家庭中继电视屏、电脑屏和手机屏之外的“第 4 张屏”，通过冰箱的屏幕，用户可以实现语音搜索、冰箱控制、食物识别、食材管理、饮食推荐、提醒备忘、在线商城和聊天娱乐等功能。由于年轻一代对现代厨房的消费升级需求，我们认为海尔智能网络冰箱实现了革命性的跨越，具有较好的市场远景。我们看好公司智能家居业务由此起步走向更大的市场。

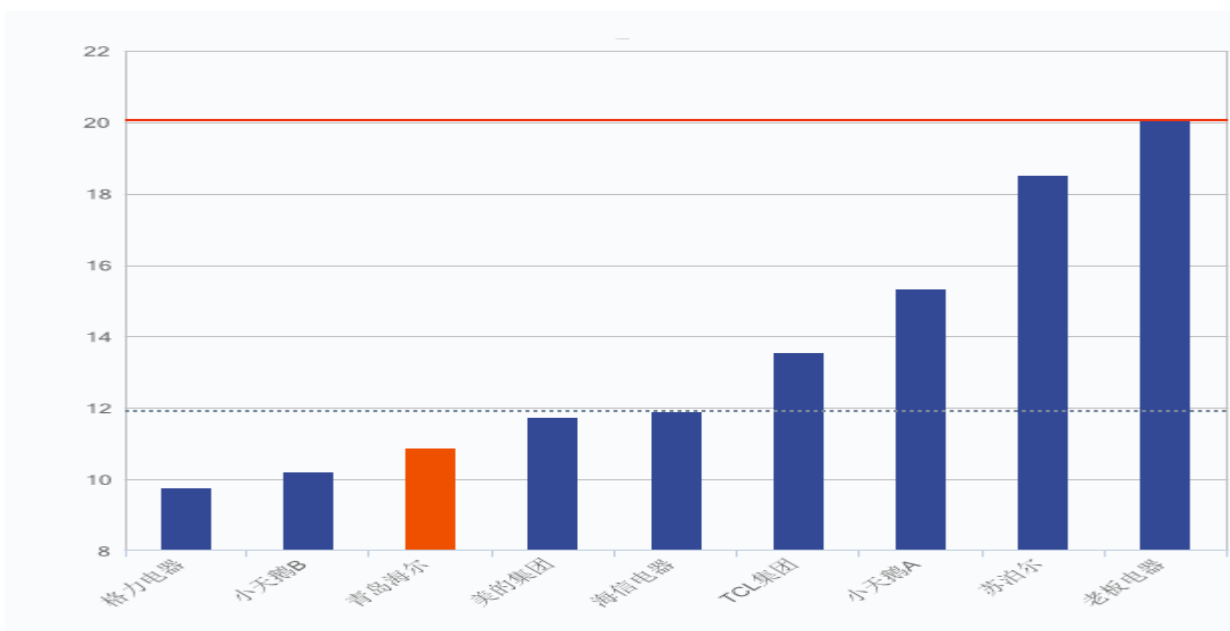
9. 盈利预测与投资建议

对未来收入增长率的假设从统计角度看，产业在线公布了家电主要产品 2016 年全年的重要经营数据，空调全年销量 1.08 亿台，同比增幅为 1.93%；冰箱销量 0.74

亿台，增长 1.65%；洗衣机销量 0.59 亿台，增长 6%；彩电销量 1.359 亿台，增长 8.6%；燃气热水器销量 0.22 亿台，增长 12.3%；电热水器销量 2660.5 万台，增长 3.3%；热泵式热水器销量 151.3 万台，增长 20.7%；太阳能热水器销量 618.5 万台、下滑 16.5%。而海尔作为空调业第三、冰箱、洗衣机第一，公司销售数据预计大致与行业持平，且据产业在线消息 2017 年 1 月空调业销售增长 16.8%、其中内销增幅 61.5%，而海尔内销增幅超 70%；但因海尔的主体业务冰箱、洗衣机的内销量同比增速应低于空调业，故将公司未来销量增速总体假定为 5% 以上，毛利率维持。

基于公司并购 GEA 的并表效应，房地产繁荣的拉动效应及公司近期推出的员工持股计划的激励效应，我们预计公司未来几年收入增长率提高到 15% 左右、净利润增长率 18% 左右，据此预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.87、1.02、1.23 元，动态 PE 为 13、11、9 倍，公司作为全球家电龙头，估值偏低，给予推荐评级。

图表 20：按万得一致预期做的行业估值比较图



来源：wind 国联证券研究所

风险提示：智能网络家电销售不达预期

图表 21：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	27,085.	23,286.4	81,419.6	93,958.3	108,991.	营业收入	88,775.	89,748.	101,774.	117,447.	136,239.
应收账款+票据	22,003.	19,293.6	26,350.1	26,322.7	34,777.8	营业成本	64,345.	64,658.	73,379.4	83,740.3	96,730.0
预付账款	747.08	556.87	1,538.58	852.74	1,909.52	营业税金及附加	399.71	397.25	472.91	545.74	633.06
存货	7,557.9	8,559.24	8,246.45	10,932.1	11,221.4	营业费用	11,578.	13,101.	13,419.5	15,486.2	17,964.0
其他	289.00	1,451.07	1,451.07	1,451.07	1,451.07	管理费用	5,994.6	6,549.1	6,901.45	7,964.27	9,238.55
流动资产合计	57,682.	53,169.3	119,028.	133,539.	158,373.	财务费用	-231.13	-498.12	552.22	1,253.43	1,367.82
长期股权投资	3,356.6	4,958.91	4,958.91	4,958.91	4,958.91	资产减值损失	189.91	318.01	241.78	241.78	241.78
固定资产	7,002.1	8,494.64	8,252.86	8,011.08	7,769.30	公允价值变动收	0.00	-90.22	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,085.8	1,391.47	2,391.47	3,191.47	3,891.47	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	972.39	1,453.47	1,467.79	1,404.04	1,340.29	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2,220.2	3,823.45	4,187.69	4,729.99	5,428.89	营业利润	6,499.1	5,132.0	6,807.17	8,216.11	10,064.2
非流动资产合计	14,637.	20,121.9	21,258.7	22,295.4	23,388.8	营业外净收益	1,547.5	1,842.8	1,600.00	1,700.00	1,800.00
资产总计	72,320.	73,291.2	140,286.	155,834.	181,762.	利润总额	8,046.6	6,974.8	8,407.17	9,916.11	11,864.2
短期借款	1,008.6	1,873.11	52,587.0	62,134.4	67,001.3	所得税	1,354.3	1,052.7	1,261.07	1,487.42	1,779.64
应付账款+票据	27,614.	26,310.4	34,887.4	34,951.2	45,720.7	净利润	6,692.2	5,922.0	7,146.09	8,428.70	10,084.6
其他	10,572.	9,307.86	11,345.4	10,598.1	12,892.4	少数股东损益	1,700.7	1,621.3	1,850.98	2,183.20	2,612.12
流动负债合计	39,195.	37,491.3	98,819.9	107,683.	125,614.	归属于母公司净	4,991.5	4,300.7	5,295.11	6,245.49	7,472.49
长期带息负债	1,800.7	1,404.98	1,404.98	1,404.98	1,404.98						
长期应付款	0.00	59.92	59.92	59.92	59.92						
其他	2,204.4	1,899.54	1,899.54	1,899.54	1,899.54						
非流动负债合计	4,005.1	3,364.44	3,364.44	3,364.44	3,364.44						
负债合计	43,200.	40,855.8	102,184.	111,048.	128,979.						
少数股东权益	7,279.9	9,708.29	11,559.2	13,742.4	16,354.6						
股本	3,045.9	6,123.15	6,123.15	6,123.15	6,123.15						
资本公积	3,535.7	5.78	5.78	5.78	5.78						
留存收益	15,258.	16,565.0	20,380.9	24,881.6	30,266.6						
股东权益合计	29,119.	32,402.2	38,069.1	44,753.0	52,750.1						
负债和股东权益	72,320.	73,258.0	140,253.	155,801.	181,729.						

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	5,401.3	4,681.71	5,786.09	6,983.70	8,554.62
折旧摊销	782.85	1,053.56	121.45	121.45	64.86
财务费用	128.73	119.26	478.70	1,179.91	1,294.30
存货减少	-772.90	372.58	312.79	-2,685.68	-289.29
营运资金变动	1,117.8	-692.25	2,576.37	29.77	3,551.95
其它	528.87	-47.98	241.78	241.78	241.78
经营活动现金流	7,186.7	5,486.88	9,517.18	5,870.93	13,418.2
资本支出	2,005.4	2,491.74	1,000.00	800.00	700.00
长期投资	1,864.9	9,463.09	500.00	600.00	700.00
其他	619.30	1,681.42	1,360.00	1,445.00	1,530.00
投资活动现金流	-3,251.0	-10,273.	-140.00	45.00	130.00
债权融资	840.65	-336.50	50,713.9	9,547.36	4,866.94
股权融资	5,075.5	342.48	0.00	0.00	0.00
其他	-1,556.8	-1,901.5	-1,957.95	-2,924.66	-3,381.83
筹资活动现金流	4,359.3	-1,895.6	48,756.0	6,622.70	1,485.11
现金净增加额	8,297.9	-6,530.2	58,133.2	12,538.6	15,033.3

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	2.65%	1.10%	13.40%	15.40%	16.00%
EBIT	16.84%	-13.96%	35.26%	24.87%	18.59%
EBITDA	16.51%	-9.45%	18.16%	24.54%	17.88%
归属于母公司净	27.49%	-13.84%	23.12%	17.95%	19.65%
获利能力					
毛利率	27.52%	27.96%	27.90%	28.70%	29.00%
净利率	7.54%	6.60%	7.02%	7.18%	7.40%
ROE	22.86%	18.95%	19.97%	20.14%	20.53%
ROIC	27.79%	17.24%	18.86%	8.95%	9.16%
偿债能力					
资产负债率	59.73%	55.74%	72.84%	71.26%	70.96%
流动比率	1.47	1.42	1.20	1.24	1.26
速动比率	1.27	1.15	1.11	1.13	1.16
营运能力					
应收账款周转率	4.09	4.77	3.89	4.56	3.96
存货周转率	8.51	7.55	8.90	7.66	8.62
总资产周转率	1.23	1.22	0.73	0.75	0.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.82	0.71	0.87	1.02	1.23
每股经营现金流	1.18	0.90	1.56	0.96	2.20
每股净资产	3.58	3.72	4.35	5.09	5.97
估值比率					
市盈率	13.79	16.01	13.00	11.02	9.21
市净率	3.15	3.03	2.60	2.22	1.89
EV/EBITDA	5.09	10.40	14.64	12.80	11.42
EV/EBIT	5.61	12.07	14.84	12.94	11.48

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064