

强烈推荐-A (维持)

青岛海尔 600690.SH

目标估值: 14.7 元

当前股价: 11.66 元

2017 年 03 月 29 日

建仓二期员工持股计划彰显信心

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)	711
流通市值(亿元)	637
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	10	14	40
相对表现	9	7	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《青岛海尔(600690)一被低估的第三极》2017-02-27

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

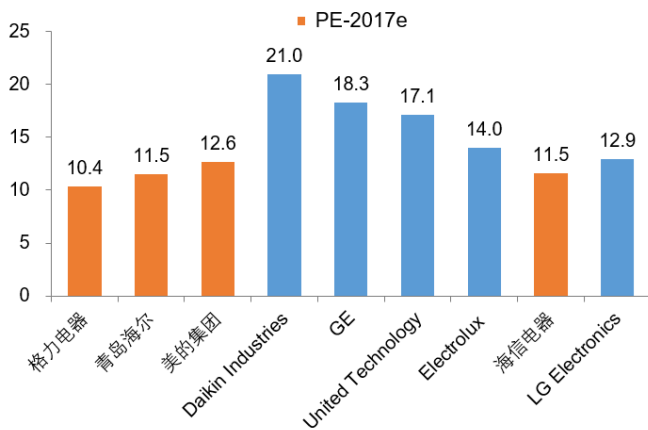
- **事件简评: 核心员工持股计划第二期已完成购买, 发展信心彰显。**公司于 2 月 28 日公告第二期持股计划, 一个月内迅速建仓完毕。本次购买金额 2.6 亿, 买入股份 2282.1 万股(占总股本 0.37%), 成交均价 11.43 元, 锁定期至 2018 年 3 月 28 日。此前公司首次核心员工持股计划于 2016 年 11 月 29 日以均价 10.02 元完成, 目前两期合计持股占比 0.77%。当前股价较两次平均购买价格(10.7 元)仅溢价约 12%, 公司此次基本以现价迅速完成购买, 彰显发展信心。我们 2 月 27 日的报告《青岛海尔: 被低估的第三极》领先于市场指明公司经营改善, 价值被低估; 至今 20 个交易日实现约 15% 涨幅。当前业绩向好趋势逐渐明晰, 国际对标估值仍有 20-30% 提升空间, 维持“强烈推荐-A”。
- **经营向好: 渠道变革成效和 GE 业绩增厚。**渠道层面, 此前由青岛海尔 600690 和海尔电器 1169.HK 分头管理的模式理顺(690 负责销售, 1169 致力于平台, 物流和结算服务), 效率得以提升。海尔电器 16 年报数据显示, 洗衣机收入 159.2 亿, 同比+6.5%(其中高端品牌卡萨帝销量增幅 37%); 热水器收入 53.6 亿, 同比+16.3%(其中燃气热水器销售额增速超过 40%); 物流服务收入 75.6 亿, 同比 14.9%(其中日日顺同比增幅超过 65%); 渠道服务收入 514.8 亿, 基本与 2015 年持平。细分品类的超预期表现或为青岛海尔整体业绩向好拉开序幕。考虑到 17 年 GE 部分 OEM 订单将转移至大陆生产, 及并表对业绩的提振, 预计公司 2017 全年归母净利润将实现 20%+ 的同比增长。
- **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 股白电巨擘被显著低估: 格力 10.4xPE, 青岛海尔 11.5xPE, 美的 12.6xPE (大金 20.7xPE, GE 18.3xPE, 伊莱克斯 14.0xPE, 联合技术 17.1xPE)。海尔集团的全球家电布局包括: 已归属上市公司的三洋日本和东南亚白电业务以及 GE 家电, 以及计划注入的斐雪派克。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。同时海尔与卡萨帝品牌分别覆盖了国内中端与高端市场, 是消费升级的显著受益品类。按青岛海尔当前的业务分部估值测算, 目标市值约 900 亿。
- **风险提示: 原材料价格波动超预期、并购整合低于预期**

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	110184	130956	145596
同比增长	3%	1%	23%	19%	11%
营业利润(百万元)	7737	6452	7444	9126	10283
同比增长	25%	-17%	15%	23%	13%
净利润(百万元)	4992	4301	4927	6146	6913
同比增长	20%	-14%	15%	25%	12%
每股收益(元)	1.64	0.70	0.81	1.01	1.13
PE	7.1	16.6	14.4	11.6	10.3
PB	1.6	3.1	2.8	2.3	2.0

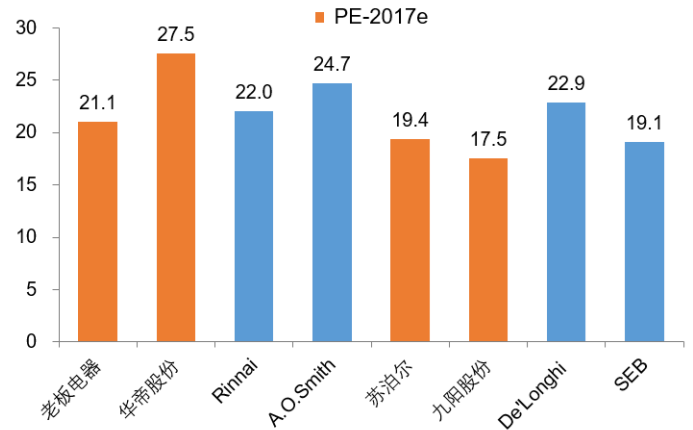
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1、国际家电估值对比：白电&黑电



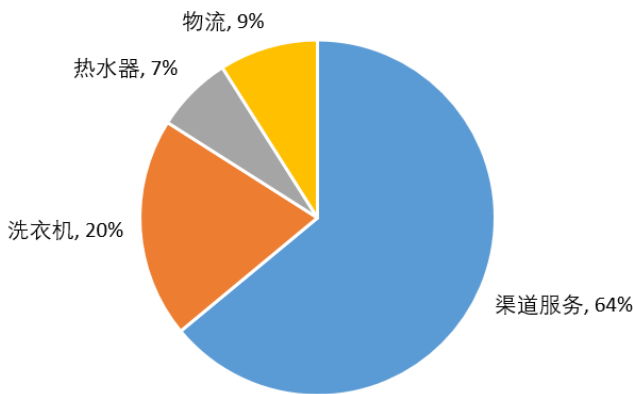
资料来源：Bloomberg、Wind、招商证券

图 2、国际家电估值对比：厨电&小家电



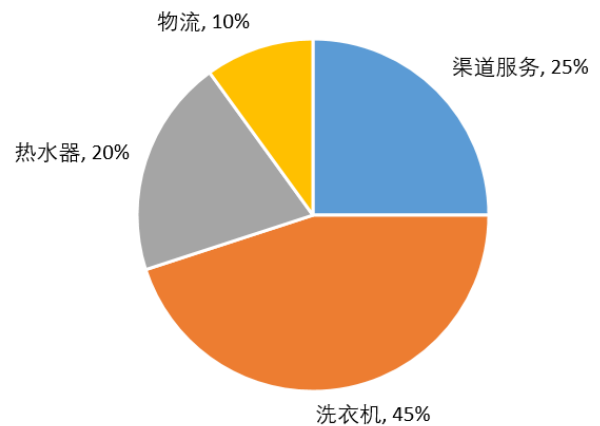
资料来源：Bloomberg、Wind、招商证券

图 3、海尔电器收入拆分（2016 年）



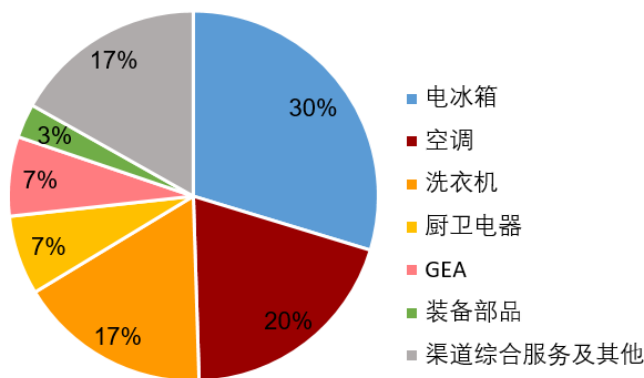
资料来源：公司公告、招商证券

图 4、海尔电器业绩拆分（2016 年）



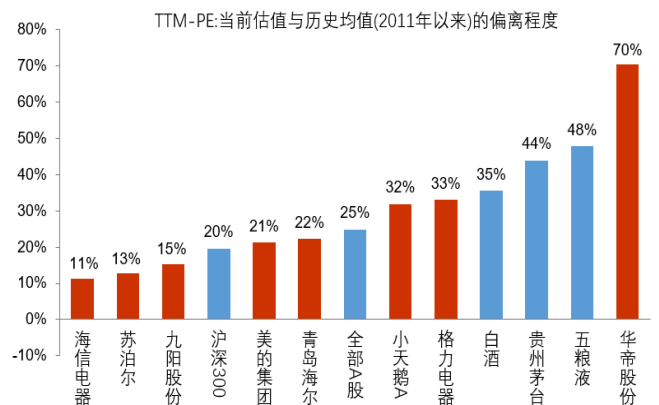
资料来源：公司公告、招商证券

图 5、青岛海尔营收业务结构（2016H1）



资料来源：Wind、招商证券

图 6、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	64128	76556	87795
现金	28644	24715	27075	32550	38904
交易性投资	0	22	22	22	22
应收票据	16435	12674	15559	18493	20560
应收款项	5296	6141	7515	8932	9931
其它应收款	273	479	588	698	776
存货	7558	8559	10568	12534	13905
其他	1269	2278	2801	3327	3697
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	84063	97456	109552
流动负债	41628	39783	46297	52580	56810
短期借款	1009	1873	1500	1000	500
应付账款	13488	14714	18184	21567	23926
预收账款	4218	3170	3918	4647	5156
其他	22914	20026	22694	25366	27228
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	49775	56058	60288
股本	3046	6123	6092	6092	6092
资本公积金	3914	639	868	868	868
留存收益	14880	15932	18405	23467	29028
少数股东权益	7280	9708	8922	10971	13275
归属于母公司所有者权益	21840	22694	25366	30428	35989
负债及权益合计	75006	75961	84063	97456	109552

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7007	5580	3850	7328	8394
净利润	4992	4301	4927	6146	6913
折旧摊销	783	1054	909	1032	1142
财务费用	129	119	(206)	(231)	(312)
投资收益	(1237)	(1320)	(1320)	(1500)	(1500)
营运资金变动	630	(124)	(2030)	(176)	(160)
其它	1711	1550	1571	2058	2311
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)	(159)	147	(40)
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)	(1084)	(1352)
其他	2608	952	750	1731	1812
现金净增加额	8115	(6589)	(1569)	5475	6354

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	110184	130956	145596
营业成本	64345	64658	79911	94776	105142
营业税金及附加	400	397	496	590	656
营业费用	11578	13101	15977	18858	20966
管理费用	5995	6549	7713	9167	10192
财务费用	(231)	(498)	(206)	(231)	(312)
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	1500	1500
营业利润	7737	6452	7444	9126	10283
营业外收入	370	618	618	800	800
营业外支出	60	96	292	200	100
利润总额	8047	6975	7770	9726	10983
所得税	1354	1053	1201	1531	1766
净利润	6692	5922	6569	8194	9218
少数股东损益	1701	1621	1642	2049	2304
归属于母公司净利润	4992	4301	4927	6146	6913
EPS (元)	1.64	0.70	0.81	1.01	1.13

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3%	1%	23%	19%	11%
营业利润	25%	-17%	15%	23%	13%
净利润	20%	-14%	15%	25%	12%
获利能力					
毛利率	27.5%	28.0%	27.5%	27.6%	27.8%
净利率	5.6%	4.8%	4.5%	4.7%	4.7%
ROE	22.9%	19.0%	19.4%	20.2%	19.2%
ROIC	20.0%	14.0%	16.5%	17.1%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	57.3%	59.2%	57.5%	55.0%
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	1.5
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	8.2	8.0
应收帐款周转率	18.5	15.7	17.2	15.9	15.4
应付帐款周转率	4.7	4.6	5.0	4.8	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.64	0.70	0.81	1.01	1.13
每股经营现金	2.30	0.91	0.63	1.20	1.38
每股净资产	7.17	3.71	4.16	4.99	5.91
每股股利	0.46	0.49	0.18	0.22	0.25
估值比率					
PE	7.1	16.6	14.4	11.6	10.3
PB	1.6	3.1	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	20.8	24.7	20.9	17.2	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。