

公司研究/年报点评

2017年05月01日

家用电器/白色家电 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 12.19
合理价格区间(元): 14.0~16.0

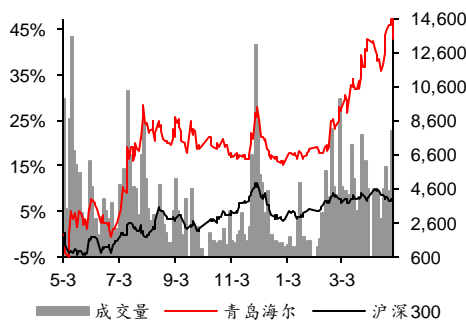
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王修宝 0755-23884591
联系人 wangxiubao@htsc.com

相关研究

- 1《青岛海尔(600690):GE 家电并表, Q3 业绩加速增长》2016.10
- 2《青岛海尔(600690):洗衣机战略调整, GE 整合逐步展开》2016.09
- 3《青岛海尔(600690):Q2 单季增速向上, 产品结构高端引领》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

GEA 助力, 收入增速屡超预期

青岛海尔(600690)

收入首破千亿, 整体业绩迈上新台阶

青岛海尔 2016 年收入首破千亿达 1191 亿元, YoY+33%。GEA 并表及原有业务经营改善, 2016Q4 收入 YoY+85%, 2017Q1 收入 YoY+70%, 增速屡超预期。公司坚持转型、升级、全球化方向, 盈利能力有望持续提升。

2016Q4 业绩超预期, 2017Q1 收入保持高增长

并表 GEA 显著增厚业绩。青岛海尔 2016Q4 实现收入 348 亿元, YoY+85%, 归母净利润 12 亿元, YoY+70%; 2017 Q1 收入 377 亿元, YoY+70%; 归母净利润 17 亿元, YoY+9%。收入增速屡超预期, 一方面是因 GEA Q4/Q1 贡献收入 115/105 亿元, 占当期总收入 33%/28%; 贡献归母净利润约 1.2/4.7 亿元, 占当期总利润的 10%/27%。另一方面, 公司白电业务快速增长, 不含 GEA 的公司原业务 Q1 收入 YoY+23%。2017Q1 业绩增速低于收入, 主要是因为 2016Q1 青岛银行会计核算方法变更, 由此增加上年同期净利润 1.7 亿元, 抬高了基数; 公司 2017Q1 扣非净利 14.6 亿元, YoY+70%。

产品结构升级与市场运营效率提升助推盈利

青岛海尔经营利润率稳中有升。2016 Q4 公司毛利率 36%, 同比提升 8pct, 净利率受并购费用影响小幅下滑 0.1pct; 2017Q1 单季毛利率环比下降 5.7pct, 但净利率环比提高 0.6pct, 主要是因为销售费用率和管理费用率分别比 2016Q4 下降 5pct/0.7pct。青岛海尔与 GEA 在采购、研发、供应链、渠道协同工作推进顺利, 初步发挥全球协同效应。

空调增速超预期, 冰洗零售价涨幅领先

青岛海尔 2017Q1 白电业务收入 YoY+25%, 其中空调/冰箱冷柜/洗衣机/厨卫收入 YoY+52%/+17%/+20%/+20%。受益于空调行业补库存行情, 2017Q1 海尔空调收入增速超预期。根据产业在线数据, 2017Q1 我国空调总销量/内销量 YoY+33%/+62%, 同期海尔空调总销量/内销量 YoY+51%/+75%, 高于行业增速。据中怡康渠道监测数据, 2017Q1, 海尔冰箱零售量 YoY-4%, 高于行业整体 5pct; 洗衣机零售量 YoY-13%, 低于行业整体 2pct。冰箱/洗衣机零售均价 YoY+11%/+16%, 领涨行业。我们认为这与公司的产品定位高端有关, 有助公司盈利回升。

全球白电龙头, 维持“买入”评级

青岛海尔积极把握消费升级趋势、抓住全球并购机会, 推进品牌高端化与全球化布局、践行人单合一双赢模式, 保持并扩大了全球市场的领先优势。收购 GEA 显著增厚了公司业绩, 并能在未来全球协同中发挥重要作用。预计公司 2017~2019 年 EPS1.00/1.23/1.47 元, 参考可比公司, 按 2017 年盈利预测, 给予公司 14~16 倍 PE 估值, 对应目标价 14.0~16.0 元。重申“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 海外市场运营风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,098
流通 A 股(百万股)	5,444
52 周内股价区间(元)	8.25-12.56
总市值(百万元)	74,330
总资产(百万元)	134,978
每股净资产(元)	4.64

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	89,797	119,066	189,654	221,914	255,729
+/-%	(7.36)	32.59	59.28	17.01	15.24
归属母公司净利润(百万元)	4,304	5,037	6,081	7,530	8,956
+/-%	(19.37)	17.03	20.74	23.82	18.94
EPS (元, 最新摊薄)	0.71	0.83	1.00	1.23	1.47
PE (倍)	17.27	14.76	12.22	9.87	8.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

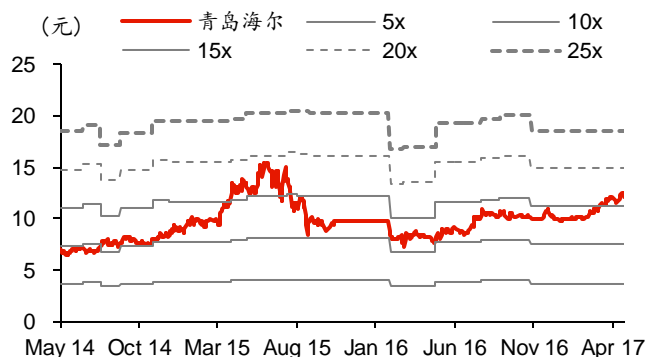
图表1: 公司单季度财务分析

单位: 亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY (%)	-8.4	15.2	50.1	84.6	69.7
归母净利 YoY (%)	48.1	3.7	-40.6	70.0	8.9
ROE (%)	6.9	7.0	2.0	4.7	6.4
扣非后 ROE (%)	4.2	7.3	3.1	3.1	5.4
ROA (%)	2.6	2.1	0.8	1.4	1.6
销售毛利率 (%)	28.6	29.2	29.3	35.8	30.1
销售净利率 (%)	8.8	7.6	2.7	5.1	5.7
销售商品提供劳务收到的现金	233.8	256.4	409.9	465.3	420.1
经营活动现金净流量	10.5	37.1	1.8	31.2	58.1
购建固定无形长期资产支付的现金	4.9	5.3	10.2	5.6	7.3
投资支付的现金	1.4	2.8	7.8	2.5	3.5
投资活动现金净流量	-4.0	-366.0	-19.0	-7.0	-10.1
吸收投资收到的现金	0.1	0.1	-0.1	0.8	0.2
取得借款收到的现金	18.1	295.1	58.3	63.0	103.8
筹资活动现金净流量	0.9	293.5	-3.0	6.8	-9.9
现金流量净额	7.5	-35.8	-20.5	33.7	38.5

资料来源: Wind、华泰证券研究所

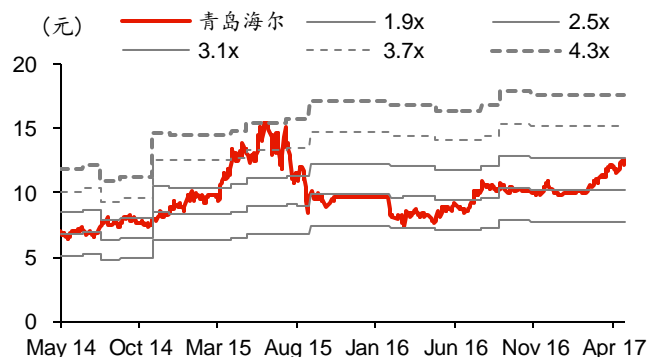
PE/PB - Bands

图表2: 青岛海尔历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 青岛海尔历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	54,854	69,516	108,937	125,713	139,393
现金	24,757	23,505	37,439	43,808	50,483
应收账款	6,046	12,247	20,160	23,589	27,183
其他应收账款	544.78	1,180	2,037	2,383	2,746
预付账款	526.72	578.54	876.67	1,032	1,190
存货	8,564	15,238	23,795	26,534	25,504
其他流动资产	14,416	16,767	24,629	28,367	32,286
非流动资产	21,106	61,739	38,758	36,794	34,790
长期投资	4,959	11,058	11,058	11,058	11,058
固定资产投资	8,424	15,539	14,538	13,016	11,234
无形资产	1,454	7,242	7,242	7,242	7,242
其他非流动资产	6,269	27,900	5,920	5,478	5,257
资产总计	75,961	131,255	147,695	162,507	174,183
流动负债	39,744	73,453	83,421	89,755	91,459
短期借款	1,873	18,166	14,785	12,782	5,918
应付账款	14,663	20,594	25,048	29,482	34,005
其他流动负债	23,208	34,693	43,588	47,491	51,535
非流动负债	3,775	20,222	18,643	18,813	18,993
长期借款	297.24	15,531	15,531	15,531	15,531
其他非流动负债	3,478	4,691	3,112	3,282	3,462
负债合计	43,519	93,675	102,064	108,568	110,452
少数股东权益	9,708	11,216	13,185	15,787	18,882
股本	6,123	6,098	6,098	6,098	6,098
资本公积	83.38	83.38	83.38	83.38	83.38
留存公积	15,971	19,619	26,266	31,971	38,668
归属母公司股	22,733	26,365	32,447	38,152	44,849
负债和股东权益	75,961	131,255	147,695	162,507	174,183

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	5,604	8,055	(1,532)	12,776	18,075
净利润	5,925	6,691	8,050	10,132	12,051
折旧摊销	1,054	2,424	1,886	1,964	2,003
财务费用	(513.89)	720.89	1,966	1,781	1,527
投资损失	(1,320)	(1,620)	(400.00)	(200.00)	(250.00)
营运资金变动	(290.67)	(438.47)	(10,523)	(1,070)	2,563
其他经营现金	749.75	276.93	(2,512)	169.58	180.41
投资活动现金	(10,273)	(39,596)	21,812	200.00	250.00
资本支出	2,492	2,598	(55.81)	0.00	0.00
长期投资	2,656	766.59	(34.60)	0.00	0.00
其他投资现金	(5,125)	(36,232)	21,722	200.00	250.00
筹资活动现金	(1,896)	29,825	(6,346)	(6,608)	(11,649)
短期借款	(418.83)	16,292	(3,381)	(2,003)	(6,864)
长期借款	297.24	15,234	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3,077	(25.52)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(5,895)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,044	(1,675)	(2,965)	(4,605)	(4,786)
现金净增加额	(6,411)	(1,507)	13,935	6,368	6,675

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	89,797	119,066	189,654	221,914	255,729
营业成本	64,717	82,127	125,239	147,411	170,026
营业税金及附加	397.32	687.77	1,096	1,282	1,477
营业费用	13,108	21,254	30,815	35,566	42,006
管理费用	6,554	8,382	21,292	23,283	25,705
财务费用	(513.89)	720.89	1,966	1,781	1,527
资产减值损失	306.32	490.55	0.00	300.00	500.00
公允价值变动收益	(90.22)	94.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,320	1,620	400.00	200.00	250.00
营业利润	6,458	7,118	9,645	12,491	14,738
营业外收入	618.46	1,423	500.00	600.00	800.00
营业外支出	95.92	357.39	300.00	700.00	800.00
利润总额	6,981	8,183	9,845	12,391	14,738
所得税	1,056	1,492	1,795	2,259	2,687
净利润	5,925	6,691	8,050	10,132	12,051
少数股东损益	1,621	1,655	1,969	2,602	3,095
归属母公司净利润	4,304	5,037	6,081	7,530	8,956
EBITDA	6,999	10,262	13,498	16,236	18,268
EPS(元)	0.70	0.83	1.00	1.23	1.47

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(7.36)	32.59	59.28	17.01	15.24
营业利润	(22.19)	10.21	35.51	29.50	17.99
归属母公司净利润	(19.37)	17.03	20.74	23.82	18.94
获利能力(%)					
毛利率	27.93	31.02	33.96	33.57	33.51
净利率	4.79	4.23	3.21	3.39	3.50
ROE	18.93	19.10	18.74	19.74	19.97
ROIC	232.34	16.96	35.87	45.63	63.30
偿债能力					
资产负债率(%)	57.29	71.37	69.10	66.81	63.41
净负债比率(%)	5.15	39.14	31.66	27.00	19.42
流动比率	1.38	0.95	1.31	1.40	1.52
速动比率	1.16	0.73	1.02	1.11	1.25
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.15	1.36	1.43	1.52
应收账款周转率	13.71	12.73	11.56	10.14	10.07
应付账款周转率	4.32	4.66	5.49	5.41	5.36
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.83	1.00	1.23	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.32	(0.25)	2.10	2.96
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.32	5.32	6.26	7.36
估值比率					
PE(倍)	17.27	14.76	12.22	9.87	8.30
PB(倍)	3.27	2.82	2.29	1.95	1.66
EV_EBITDA(倍)	12.16	8.29	6.31	5.24	4.66

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com