

2017年05月02日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

15.0

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2017/4/28)	12.19
上证指数(2017/4/28)	3154.66
股价 12 个月高/低	13.11/7.91
总发行股数(百万)	6097.63
A 股数(百万)	5491.42
A 市值(亿元)	669.40
主要股东	海尔电器国际股份有限公司 (20.64%)
每股净值(元)	4.64
股价/账面净值	2.62
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.6 20.9 55.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-11-02	10.03	买入

产品组合

电冰箱	29.4%
空调器	23.9%
管道综合服务及其他	20.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	57.3%

股价相对大盘走势



青岛海尔(600690.SH)

Buy 买入

业绩好于预期，2017 年全年并表 GEA，业绩将继续快速增长

结论与建议：

**公司业绩：**公司发布2016年报及2017年一季报。公司2016实现营收1190.7亿元，YOY+32.7%，录得净利润50.4亿元，YOY+17.1%，折合EPS为0.83元，公司业绩增长好于预期。其中，公司Q4单季实现营收348.0亿元，YOY+28.3%，录得净利润12.1亿元，YOY+39.6%。公司2017Q1实现营收377.4亿元，YOY+69.7%，实现净利润17.4亿元，YOY+8.9%。公司拟每10股分红2.48元（含税），股息率为2%。

**原有业务恢复，GEA并表带来业绩的提升：**公司营收快速增长主要是公司在2016年6月实现GEA的并表所致。2016年及2017年Q1 GEA分别贡献营收258.3亿元和105亿元，而且GEA的营收也好于我们的预期。扣除GEA后，公司原有业务2016年及2017Q1营收分别为932.3亿元和272.5亿元，YOY分别增长3.82%和22.6%，其中2017Q1的冰箱、洗衣机、空调业务营收分别增长16.7%、20.4%、51.7%，出货恢复较为明显。由于公司并表GEA后快速推进协同采购（2016年协同价值2200万美元）以及家电产品升级等因素，公司2016年的综合毛利率同比提升3.1个百分点至31.0%，其中公司原有家电业务毛利率同比提升1.9个百分点至29.8%。2017Q1的综合毛利率为30.1%，也同比提升1.5个百分点。公司2016年及2017Q1期间费用率分别为25.5%和24.0%，同比分别增加4.2个百分点和2.0个百分点，主要是并购GEA后销售费用率和管理费用率有所变化，以及并购借款导致利息费用增加。公司2017Q1业绩增速较低主要是由于公司去年对青岛银行变更会计核算方法导致去年同期基期较高，公司2017Q1实际扣非后业绩实际同比增长51%，其中原有业务（不含GEA）同比增长24%。

**并购 GEA 加速全球化，协同效应增收降本：**从长远来看，公司通过收购获得GE 家电的品牌、管道、技术，将加速公司的全球化战略，还可通过 GE 厨电产品的优势来增强公司的厨电产品的短板。另外，公司与 GEA 采购端重合度较高，销售端也具备较大的互补性，目前公司的采购端协同效益已得到了较快的体现，2017 年协同价值预期将可达到 5500 万美元，2016-2019 年累计协同价值有望从原预计的 1.31 亿美元增加至 3.11 亿美元，销售端在未来五年预计也将可释放近百亿的协同收入。

**盈利预测与投资建议：**由于公司业绩好于预期，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2017、2018 年净利润为 61.6 亿元（YOY+22.2%）、68.8 亿元（YOY+11.7%），EPS 为 1.0 元、1.12 元，P/E 为 12X、11X。并购 GEA 业绩短期将实现较快增长，中长期又利于公司的国际化战略，看好公司的长远发展，目前公司估值处于市场偏低的水平，维持“买入”的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4992	4301	5037	6155	6876
同比增减	%	19.75	-13.84	17.11	22.21	11.71
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.74	0.71	0.83	1.01	1.13
同比增减	%	13.58	-59.48	17.16	22.21	11.71
A 股市盈率(P/E)	X	7.01	17.29	14.76	12.08	10.81
股利 (DPS)	RMB 元	0.49	0.21	0.25	0.30	0.34
股息率 (Yield)	%	4.04	1.74	2.03	2.48	2.78

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	88775	89748	119066	146269	157997
经营成本	64345	64658	82127	100137	107776
营业税金及附加	400	397	688	797	869
销售费用	11578	13101	21254	25892	27650
管理费用	5995	6549	8382	9992	10586
财务费用	-231	-498	721	996	1074
资产减值损失	190	318	491	793	800
投资收益	1237	1320	1620	1220	1100
营业利润	7737	6452	7118	9039	10342
营业外收入	370	618	1423	1223	1200
营业外支出	60	96	357	207	210
利润总额	8047	6975	8183	10055	11332
所得税	1354	1053	1492	1803	2040
少数股东损益	1701	1621	1655	2096	2416
归属于母公司所有者的净利润	4992	4301	5037	6155	6876

附二: 合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	28644	24715	28422	32685	37588
应收账款	5296	6141	7370	8844	10612
存货	7558	8559	8131	7725	7338
流动资产合计	59475	54867	65841	79009	94811
长期股权投资	3357	4959	6447	8381	10895
固定资产	6971	8421	9263	10189	11208
在建工程	1086	1391	1670	2004	2404
非流动资产合计	15532	21093	24257	27896	32080
资产总计	75006	75961	90098	106905	126891
流动负债合计	41628	39783	47740	57288	68746
非流动负债合计	4258	3775	3926	4083	4246
负债合计	45886	43558	51666	61371	72992
少数股东权益	7280	9708	2912	3786	8708
股东权益合计	21840	22694	35520	41748	45191
负债及股东权益合计	75006	75961	90098	106905	126891

附三: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	7007	5580	6,138	6,751	7,426
投资活动产生的现金流量净额	-3251	-10273	-1400	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	4359	-1896	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	8118	-6437	2738	3351	4026

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。