

强烈推荐-A (维持)

青岛海尔 600690.SH

目标估值: 18 元  
当前股价: 14.8 元  
2017 年 06 月 25 日

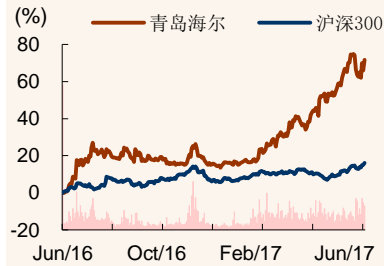
解析GEA并购的积极效应

基础数据

上证综指	3158
总股本(万股)	609763
已上市流通股(万股)	546716
总市值(亿元)	902
流通市值(亿元)	809
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	18.3
资产负债率	69.7%
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	49	70
相对表现	4	39	54



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《青岛海尔(600690)——建仓二期员工持股计划彰显信心》2017-03-29
- 2、《青岛海尔(600690)——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

- **投资思考: 市场也许低估了并购 GEA 的积极效应。**2016 海尔完成收购 GEA 之后, 拥有 GEA 等六大家电品牌, 成为真正的全球综合家电集团(拥有全球研发、制造、销售、和服务协同能力)。GEA 是美国领先的家电公司, 大家电销售在北美市场份额位居第一, 同时拥有一流的物流分销能力和强大的零售网络。2016 完成收购 GEA 后, 海尔今年不仅有利润的直接增厚, 还有协同效应的产生。预计 GEA 的盈利以及成本协同效应在 2017 和 2018 年占海尔整体盈利的 25%和 30%左右。维持“强烈推荐-A”评级。
- **解析 GEA 并购: 业绩增厚显著, 协同效应会加速释放。**2016 年 GEA 收入贡献 258 亿, 净利润贡献 4.4 亿; 2017Q1 收入贡献 105 亿, 利润贡献 4.7 亿, 扣非后 2.6 亿(GEA 非经常性损益部分主要来自外汇套期保值收益, 这部分会持续到 2018 年)。中性假设 GEA 今年利润增长 5%, 那么全年的利润贡献 18 亿左右, 较去年(6 月开始并表)增厚近 14 亿。另外, 对于非经常性损益拆解: 去年收购 GEA 产生 7 亿费用今年影响消失, 但预计收购 GEA 贷款产生利息支出今年会多 5-6 亿元。再者, 协同效应在 2017-2019 年会给海尔带来成本下降和利润率提升(0.5-1%改善)。总的来说, GEA 并购的积极效应也许会超出市场预期。
- **未来展望: GEA 协同效应持续增强, 主业增长也许会超预期。**2016 收购 GEA 时预估未来 3 年实现成本协同 10 亿, 现在公司将其提升至 20 亿元。GEA 厨电较强, 海尔冰洗强, 双方优势互补。目前 GEA 营业利润率 6%左右, 海尔净利率 6%左右, 均与同行有较大差距(美的 9%, 格力 14%), 有很大提升空间。厨电行业依旧是“大行业小公司”格局, 高端市场保持快速增长态势。我们估计 GEA 厨电在国内市场大有可为, 也许会实现弯道超车。
- **投资建议: 业绩确定性强, 坚定买入并持有。**我们估计今年底线净利润 65 亿。如果主业增长稳定, 则业绩将超市场预期。2018 年, 渠道变革和协同效应红利会加速释放。我们认为 2017/2018 业绩高增长确定, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 协同效应低于预期、地产景气下行超预期**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	89748	119066	155238	181685	211868
同比增长	1%	33%	30%	17%	17%
营业利润(百万元)	6452	7118	10020	12979	16139
同比增长	-17%	10%	41%	30%	24%
净利润(百万元)	4301	5037	6512	8213	10050
同比增长	-14%	17%	29%	26%	22%
每股收益(元)	0.70	0.83	1.07	1.35	1.65
PE	21.1	17.9	13.9	11.0	9.0
PB	4.0	3.4	3.0	2.5	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	54867	69516	74436	86775	100883
现金	24715	23505	14693	17030	19732
交易性投资	22	80	80	80	80
应收票据	12674	13797	17988	21053	24550
应收款项	6141	12247	15942	18658	21758
其它应收款	479	1180	1539	1801	2100
存货	8559	15238	19677	22873	26511
其他	2278	3469	4516	5279	6150
<b>非流动资产</b>	21093	61739	67464	72105	75864
长期股权投资	4959	11058	11058	11058	11058
固定资产	8421	15539	22011	27323	31683
无形资产	1453	7242	6518	5866	5280
其他	6261	27900	27877	27858	27843
<b>资产总计</b>	<b>75961</b>	<b>131255</b>	<b>141900</b>	<b>158880</b>	<b>176747</b>
<b>流动负债</b>	39783	73453	78446	85948	92269
短期借款	1873	18166	14799	14164	11219
应付账款	14714	20594	26608	30929	35849
预收账款	3170	5735	7409	8613	9983
其他	20026	28958	29629	32242	35218
<b>长期负债</b>	3775	20222	20222	20222	20222
长期借款	297	15531	15531	15531	15531
其他	3478	4691	4691	4691	4691
<b>负债合计</b>	<b>43558</b>	<b>93675</b>	<b>98668</b>	<b>106170</b>	<b>112491</b>
股本	6123	6098	6098	6098	6098
资本公积金	639	649	649	649	649
留存收益	15932	19619	23131	29911	38155
少数股东权益	9708	11216	13355	16053	19355
归属于母公司所有者权益	22694	26365	29877	36657	44901
<b>负债及权益合计</b>	<b>75961</b>	<b>131255</b>	<b>141900</b>	<b>158880</b>	<b>176747</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	5580	8055	9475	13346	16289
净利润	4301	5037	6512	8213	10050
折旧摊销	1054	2424	3535	4619	5503
财务费用	119	789	1401	1270	1164
投资收益	(1320)	(1620)	(1714)	(1595)	(1595)
营运资金变动	(124)	(403)	(2414)	(1870)	(2147)
其它	1550	1828	2155	2710	3313
<b>投资活动现金流</b>	(10273)	(39596)	(9266)	(9266)	(9266)
资本支出	(2492)	(2598)	(9266)	(9266)	(9266)
其他投资	(7782)	(36998)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(1896)	29825	(9020)	(1743)	(4320)
借款变动	(1248)	30667	(6333)	(635)	(2944)
普通股增加	3077	(26)	0	0	0
资本公积增加	(3276)	10	0	0	0
股利分配	(1401)	(3013)	(3000)	(1433)	(1807)
其他	952	2187	313	325	431
<b>现金净增加额</b>	<b>(6589)</b>	<b>(1717)</b>	<b>(8811)</b>	<b>2337</b>	<b>2702</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	89748	119066	155238	181685	211868
营业成本	64658	82127	106110	123342	142962
营业税金及附加	397	688	897	1049	1224
营业费用	13101	21254	27477	31977	37289
管理费用	6549	8382	10556	12173	14195
财务费用	(498)	721	1401	1270	1164
资产减值损失	318	491	491	491	491
公允价值变动收益	(90)	95	95	95	95
投资收益	1320	1620	1620	1500	1500
<b>营业利润</b>	6452	7118	10020	12979	16139
营业外收入	618	1423	800	800	800
营业外支出	96	357	100	100	100
<b>利润总额</b>	6975	8183	10720	13679	16839
所得税	1053	1492	2068	2768	3486
<b>净利润</b>	5922	6691	8652	10911	13352
少数股东损益	1621	1655	2139	2698	3302
<b>归属于母公司净利润</b>	4301	5037	6512	8213	10050
<b>EPS (元)</b>	0.70	0.83	1.07	1.35	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	33%	30%	17%	17%
营业利润	-17%	10%	41%	30%	24%
净利润	-14%	17%	29%	26%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.0%	31.0%	31.6%	32.1%	32.5%
净利率	4.8%	4.2%	4.2%	4.5%	4.7%
ROE	19.0%	19.1%	21.8%	22.4%	22.4%
ROIC	14.0%	8.2%	12.0%	13.4%	14.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.3%	71.4%	69.5%	66.8%	63.6%
净负债比率	3.0%	27.9%	21.4%	18.7%	15.1%
流动比率	1.4	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.2	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	8.0	6.9	6.1	5.8	5.8
应收帐款周转率	15.7	12.9	11.0	10.5	10.5
应付帐款周转率	4.6	4.7	4.5	4.3	4.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.70	0.83	1.07	1.35	1.65
每股经营现金	0.91	1.32	1.55	2.19	2.67
每股净资产	3.71	4.32	4.90	6.01	7.36
每股股利	0.49	0.49	0.23	0.30	0.36
<b>估值比率</b>					
PE	21.1	17.9	13.9	11.0	9.0
PB	4.0	3.4	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	33.2	23.0	15.3	12.2	10.1

## 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。