

家用电器

2017年07月18日

青岛海尔 (600690)

——渠道改革成效显著，GEA 整合良好

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据： 2017年07月17日

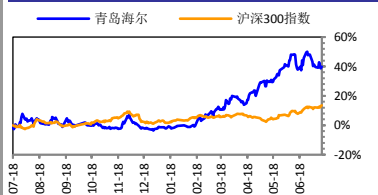
收盘价(元)	14.29
一年内最高/最低(元)	15.37/9.7
市净率	3.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	87132
上证指数/深证成指	3176.47 / 10055.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	4.64
资产负债率%	69.66
总股本/流通A股(百万)	6098/6097
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170504》 2017/05/04

《青岛海尔(600690)点评：并购 GEA 迈入全球化新阶段，一季度业绩超预期》
2017/05/02

证券分析师

刘迟到 A0230515050001
liucd@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

马王杰 A0230116090005
mawj2@swsresearch.com

联系人

史晋星
(8621)23297818x转
shijx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **中报收入端有望延续一季度表现，未来空调净利率以及公司费用率存改善空间。**17年一季中公司原有白电业务收入同比增长 24.9% (冰箱+16.7%，洗衣机+20.4%，空调+51.7%，厨卫+20.2%)，受益去年低基数以及终端需求良好，我们预计公司空调 H1 增速在 50%-60%；冰洗作为强势品类，随着渠道调整结束，市场份额不断提升，二季度预计延续一季度经营态势。公司 2016 年空调业务净利率较低 (约 4%左右)，格力电器的净利率在 14%左右，空调业务的净利率提升能带来公司业绩的弹性。1-5 月，海尔空调均价提升 5.51%，受益于产品结构进一步优化；公司加强运营管理，若能降低期间费用率，也将贡献明显的业绩增长。
- **公司渠道调整成效显著，品牌与产品力领先。**2015 年 12 月，公司对渠道进行调整，主要包括：1) 组织整合：此前占公司收入约 60% 的专卖店销售渠道中存在营销和产品两个团队，将两个团队整合后，经营目标更统一；2) 考核方式调整：对经销商考核调整为终端零售和产品结构 (返点的依据)，对内部人员 KPI 中加大零售份额的考核比重，3) 终端销售加强：加大终端人员营销培训，通过终端展示提高转化率。经过一年左右的调整，公司渠道销售能力迅速提升，从中怡康数据看，1-5 月海尔冰箱市场份额提升 2.82 个百分点至 30.62%；洗衣机提升 1.97 个百分点至 28.85%。公司在产品与品牌上积累深厚：海尔产品力引领家电公司，全球拥有 10 大开放式研发中心，嫁接斐雪派克技术，开发出“静音、防震动”的洗衣机等，高端品牌卡萨帝广受市场认可，已经累计拓展品牌专柜及专柜 3300 多家，卡萨帝品牌 2017Q1 增长 40% 以上 (2016 年卡萨帝品牌销量占比约 2%，贡献约 6% 左右的收入)。
- **与 GEA 整合进展良好，未来厨电发力值得期待。**GEA 去年 7 个月贡献收入 258.34 亿元，贡献 4.35 亿元归母净利润，8.85 个亿扣非净利润。根据 2016 半年报披露，公司目标 GEA2017 年 EBITDA 增长 10%，我们预计扣非后净利润在 11-13 亿左右。GEA 与海尔协同性强，体现在 1) 采购协同：预计 2016-2019 年累计协同价值 3.11 亿美金目标 (20 亿 RMB)；2) 产品与研发协同：降低重复开发所带来的成本、效率问题，发挥海尔冰洗和 GEA 厨电优势。公司年报披露，GEA 2016 年净利率约 3.4% 左右，竞争对手惠而浦 EBIT 北美区域比 GEA 高 6 个百分点，未来存较大提升空间。借助 GE 在厨电上的深厚积累，海尔将通过卡萨帝和海尔双品牌布局厨电，卡萨帝主打高端，海尔定位中端。厨电市场格局仍较为分散，海尔凭借强大的产品力，在厨电行业仍有发展机会。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司 2017-2019 年的净利润分别为 63.11 亿元、73.29 亿元和 85.13 亿元 (考虑 GEA 并表) 的预测，对应的动态市盈率分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，公司初步形成全球品牌运营，创新驱动为核心，强化终端营销能力，并购 GE 协同效应显著，维持“买入”投资评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	119,066	37,741	154,093	164,083	174,965
同比增长率 (%)	32.67	69.73	29.42	6.48	6.63
净利润 (百万元)	5,037	1,739	6,311	7,329	8,513
同比增长率 (%)	17.11	8.89	25.30	16.13	16.16
每股收益 (元/股)	0.83	0.29	1.03	1.20	1.40
毛利率 (%)	31.0	30.1	31.0	31.0	31.0
ROE (%)	19.1	6.1	19.7	18.6	17.8
市盈率	17		14	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	88,775	89,748	119,066	154,093	164,083	174,965
营业收入同比增长率 (yoy)	2.65%	1.10%	32.67%	-	-	-
减: 营业成本	64,345	64,658	82,127	106,324	113,217	120,726
毛利率 (%)	27.52%	27.96%	31.02%	31.00%	31.00%	31.00%
减: 营业税金及附加	400	397	688	890	948	1,011
主营业务利润	24,031	24,693	36,251	-	-	-
主营业务利润率 (%)	27.07%	27.51%	30.45%	-	-	-
减: 销售费用	11,578	13,101	21,254	25,888	26,581	27,994
减: 管理费用	5,995	6,549	8,382	11,711	12,306	12,248
减: 财务费用	-231	-498	721	-120	-120	-200
经营性利润	6,689	5,540	5,894	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	16.05%	-17.17%	6.38%	-	-	-
经营性利润率 (%)	7.53%	6.17%	4.95%	-	-	-
减: 资产减值损失	190	318	491	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,237	1,320	1,620	0	0	0
营业利润	7,737	6,452	7,118	9,450	11,200	13,237
加: 营业外净收入	310	523	1,066	1,400	1,400	1,400
利润总额	8,047	6,975	8,183	10,850	12,600	14,637
减: 所得税	1,354	1,053	1,492	2,466	2,864	3,327
净利润	6,692	5,922	6,691	8,384	9,736	11,310
少数股东损益	1,701	1,621	1,655	2,073	2,408	2,797
归属于母公司所有者的净利润	4,992	4,301	5,037	6,311	7,329	8,513
净利润同比增长率 (yoy)	19.75%	-13.84%	17.11%	-	-	-
全面摊薄总股本	3,046	6,123	6,098	6,098	6,098	6,098
每股收益 (元)	1.74	0.71	0.83	1.03	1.20	1.40
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.62%	4.79%	4.23%	-	-	-
ROE	22.86%	18.95%	19.10%	19.70%	18.60%	17.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。