

强烈推荐-A (维持)

青岛海尔 600690.SH

目标估值: 17-20 元  
当前股价: 14.03 元  
2017 年 09 月 07 日

效率改善与 GEA 协同超预期

基础数据

上证综指	3385
总股本(万股)	609740
已上市流通股(万股)	609740
总市值(亿元)	855
流通市值(亿元)	855
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	21.0
资产负债率	69.6%
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	7	32	35
相对表现	3	20	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《青岛海尔(600690)——经营效率显著提升,协同效应值得期待》2017-08-28
- 2、《青岛海尔(600690)——解析 GEA 并购的积极效应》2017-06-26
- 3、《青岛海尔(600690)——建仓二期员工持股计划彰显信心》2017-03-29

纪敏

0755-82960304  
jimin@cmschina.com.cn  
S1090511040039

研究助理

吴昊  
0755-83074302  
wuhao7@cmschina.com.cn

研究助理

隋思誉  
suisiyu@cmschina.com.cn

□ **投资思考: 冰洗行业已经进入存量时代,产品升级是驱动消费者更新需求的最主要动力,行业受地产影响较小。**三季度家电行业整体面临原材料价格迅猛上涨的压力,客观检验下半年家电企业的市场扩张能力与资产成色。海尔是冰洗行业的引领者,技术全球领先,品牌优势明显, Q3 将有更多创新产品推出缓解成本压力;消费升级趋势助力公司高端产品(卡萨帝系列)份额的持续提高。**渠道整合和效率提升是公司原家电主业经营改善的重要驱动力,GEA 协同效应的超预期亦是增厚业绩的秘密武器。**

□ **致力于渠道整合和经营改善。**公司的渠道整合效果从 2016 年开始有所显现。在行业整体不景气的背景下(洗衣机个位数增长冰箱同比下滑),海尔连续 3 个季度剔除 GEA 主业收入增长超 20%,改善明显。**另外,2016 年公司内部目标开始统一,即以终端销售为考核导向(过往产品和渠道两个考核体系存在一定的资源内耗与效率损失)。随着产品端和渠道端关系的理顺,内部结构的持续优化,我们判断公司家电业务的市占率和盈利能力有望实现稳定与提升。**

□ **整合 GEA 效果超预期(成本协同与产品协同)。**公司上半年的全球采购资源整合以及设计模块的标准化、合同化大约带来了 2000 多万美元的成本协同下降, **2017 年的成本协同效应估计会达到 5000 万美元,超出之前的指引和市场预期。未来 3 年,预计成本协同会持续超预期。**产品方面,GEA 在国内市场定位高端,厨电是其优势品类,中国市场自 17 年 2 季度起多款型号完成认证并上市,今年下半年到明年会开设多家 GEA 品牌店。另外,立足全球研发的平台冰箱和洗衣机都有产品协同推进。**总体来看,GEA 的整合效应超此前市场预期。**

□ **投资建议: 17/18 年业绩确定性强。**考虑到 2016 年 GEA 收购费用、新增借款带来的利息支出和 GEA 的非经常性损益以及原主业的稳健增长,预计 2017 年公司有望实现 70 亿左右归母净利润; 2018 年,预计渠道变革和协同效应红利仍会持续释放。预计 17-19 年实现 EPS 1.15/1.38/1.63 元/股,对应 12/10/8 倍 PE。**维持“强烈推荐-A”评级。**

□ **风险提示: KKR 解禁, 原材料价格波动超预期、经营改善不达预期**

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	159445	181856	207914
同比增长	1%	33%	34%	14%	14%
营业利润(百万元)	6452	7118	10918	13331	15996
同比增长	-17%	10%	53%	22%	20%
净利润(百万元)	4301	5037	7035	8417	9967
同比增长	-14%	17%	40%	20%	18%
每股收益(元)	0.70	0.83	1.15	1.38	1.63
PE	20.0	17.0	12.2	10.2	8.6
PB	3.8	3.2	2.8	2.3	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 调研纪要

表 1、青岛海尔 600690 盈利预测

	16H1	16H2	17H1	17H2	2018
扣除非 GEA 利润	26	8	31.5	11	52
海尔非经常性收益	5.8	6	1.2	1.2	5
GEA 经常性利润	1.3	7.9	6.3	9	18
GEA 非经常性收益	-0.3	-4.5	5.3	5	9
并购 GEA 费用	0	-7	0	0	0
投资收益(含青岛银行核算方法变更)	10	6	6.5	6	12
利息支出	-2	-5.9	-6	-6	-13
成本协同	0	1.3	2	1.5	8
归母净利润	32.8	17.4	44.3	26.2	84

资料来源: Wind、招商证券

青岛海尔从去年三季度,经营情况一直在改善,2016Q4 改善加速。小部分受益于行业因素即消费升级,大部分受益于公司的产品战略和渠道战略调整。过去一年多,公司做了大量工作,无论营销策略、渠道策略以及定价策略,包括线上线下融合,公司都已经调整到位,经营趋势性向好。

公司承认过去做的不够好,例如:线上线下的体系不统一,定价政策和渠道政策等也缺乏统一。现在统一目标和导向,保证线上和线下的产品是同价的。这样对经销商、KA 还是线上而言都是避免内耗和打价格战;再者,产品有很好的区隔,线上推低价同时也有高端产品。同时线下在积极开拓卡萨帝等高端的专营店,高端品牌销售高速增长,线上线下两个渠道也都在健康快速地增长。外部改善是集团和经销商交互系统 APP 推出,随时有货随时下单,库存周转得以优化,而且政策透明,管理效率都在逐步优化和提升。内部改善是,产品部门和销售部门更加一体化,以前两个部门目标不统一,现在统一关注综合毛利率和盈利能力的改善。目前公司推出了一个顺逛平台,解决价格体系不统一的痛点,使得线上线下更加融合,同时也打通了库存的边界,深化渠道下沉。

总之,公司在过去一年多时间里,产品和渠道统一目标,所有的举措有协同效应;第二是运用许多 IT 的手段支持经销商,无论是线上还是线下,帮助他们把业务做大;第三是内部效率不断提升,整个管理不断优化,盈利能力不断加强。

### 致力于渠道整合和经营改善

#### 理顺 1169 和 690 的关系

青岛海尔 690 负责产品经营,目标是提升产品竞争力和市场份额。海尔电器 1169 负责渠道运营。集团组织架构是矩阵型的体系,和其他公司有所不同。长远来看,公司有信心依托当前的组织架构把品牌竞争力发挥到最大。另外,渠道策略和产品策略如果能够匹配好,可以起到事半功倍的作用,提高经销商的积极性、利润空间以及产品的份额。矩阵型架构可以充分让集团统一做战略,而不是事业部单独每个部门做战略,提升整体的效率。

具体而言,以前产品经理负责分管产品政策,定价,出货;渠道经理关注网络拓展,客

户关系等。整合之前他们有不同的 KPI，产品经理尽可能多卖产品，渠道则着重于管好库存，提高经营管理效率，两者有些矛盾冲突。他们俩一个是零售的订单一个是批发的销售。产品经理为了月底或年底加指标，或做些返利和政策优惠，但对渠道经理来说库存压力大。现在统一以零售为考核导向，通过系统管理，透明并且不存在博弈。目的就是要把最有竞争力产品推向市场。

另外，经销商和公司的库存可以共享，不会有重叠。顺逛是一个手机端的网店。顺逛上某个产品型号会自动分配到是经销商的库存或者公司的库存，有共享但不是重叠的。这是海尔近年推出的新模式，以前顺逛的模式是帮助经销商卖货，没有连接集团，今年开始连着集团的库存，通过顺逛能看到是经销商的库存还是集团库存在提供服务。目前已经取得很好的效果，提高经销商交易转化率，同时也能通过微商互动方式去传播和营销。长远考虑，这个平台的规划是成为移动互联网时代一个很重要的节点。

### 整合 GEA 效果超预期

整体上讲，海尔和 GEA 的协同超预期。上半年协同效应带来了 2000 万美金的成本节省，全年预期超 5000 万美金。去年收购时，公司给出从收入端、供应端和成本端未来 3 年 10 亿人民币的指引。随着与 GEA 的深入对接和整合，协同效果要好于预期。今年 6 月份，公司和 GEA 合并满一周年，整合效果非常显著，未来协同效应带来的成本节省或净利率的提升会持续超预期。

具体来讲，公司在收购 GEA 之前就做了评估，产品研发、供应链采购等都可以有很强的协同效果。随着过去一年的深入，协同效果好于之前的预期。GEA 的业绩表现也是好于预期。在毛利率方面对于海尔有很大的提升作用，GEA 自身经营也非常好，整体收入实现了个位数的增长，EBITDA 绝对值增长 13%，营业利润率提升 1%。协同效果的推进过程中，供应链采购、成本方面的协同效果上半年达到 2000 万美金，对于整体 GEA 成本下降和毛利率提升有直接贡献，此外有一小部分可以体现在中国的报表方面。预计整个 2017 年成本协同效应有 5000 万美金左右。在产品协同方面，GEA 的试点产品五头灶，代表了海尔和 GEA 很好的产品协同效果；厨电作为今年和未来几年的重点方向，公司要追赶上其他的竞争对手，借助 GEA 和 FPA 可以起到比较好的作用。GEA 在厨电方面有多款新产品，大多在二季度开始面向中国市场推出。此外 GEA 今年在重点的一二线城市，选择做专门品牌展示店，厨电的协同非常顺利。

渠道方面，GEA 单独做一套渠道，也会借助原来海尔自身的渠道资源，重点将 GEA 的品牌形象店立起来。品牌是 GEA 的独立品牌，经销商优先选择海尔原来优秀的人才，也会市场化选择社会优秀人才。下半年将会有 GEA 的单独门店，明年开店速度会加快。

GEA 和卡萨帝一样定位高端，实际上 GEA 更关注于海归以及崇尚美式生活的人群，填补这个高端细分市场。GEA 的产品定位第一就可以把整个产品的消费分级进行完美的覆盖。第二 GEA 在厨电的产品发展，除了在烟灶等传统产品上之外，公司会利用 GEA 自身的优势，如 GEA 在洗碗机、烤箱上的优势，公司不会跟市场上的竞争对手打价格战，更多是利用技术上的优势推出更好的产品。第三 GEA 自身在美国是家装、建材、房屋装修等渠道，针对 GEA 的产品特点重点推嵌入式的产品，未来渠道上也会跟现有市场上的企业有不一样的地方。第四是整个消费升级的趋势下，市场对差异化、智能化产品都有很高的需求，公司有信心尽快打开内销市场。

GEA 上半年是淡季，下半年四季度由于圣诞节等节日较多是销售旺季。去年下半年 8 个亿。对资本市场的指引上说，EBITDA 是双位数增长。

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	76264	86760	98966
现金	24715	23505	15024	17012	19351
交易性投资	22	80	80	80	80
应收票据	12674	13797	18475	21072	24092
应收款项	6141	12247	16374	18676	21352
其它应收款	479	1180	1581	1803	2061
存货	8559	15238	20095	22835	25995
其他	2278	3469	4634	5282	6035
<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>143728</b>	<b>158865</b>	<b>174831</b>
<b>流动负债</b>	39783	73453	79580	85082	89657
短期借款	1873	18166	14869	13395	9922
应付账款	14714	20594	27174	30877	35151
预收账款	3170	5735	7567	8598	9788
其他	20026	28958	29971	32211	34796
<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>99802</b>	<b>105304</b>	<b>109879</b>
股本	6123	6098	6098	6098	6098
资本公积金	639	649	649	649	649
留存收益	15932	19619	23653	30523	38638
少数股东权益	9708	11216	13527	16292	19567
归属于母公司所有者权益	22694	26365	30399	37269	45385
<b>负债及权益合计</b>	<b>75961</b>	<b>131255</b>	<b>143728</b>	<b>158865</b>	<b>174831</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	9736	13933	16455
净利润	4301	5037	7035	8417	9967
折旧摊销	1054	2424	3535	4619	5503
财务费用	119	789	1401	1252	1119
投资收益	(1320)	(1620)	(1714)	(1595)	(1595)
营运资金变动	(124)	(403)	(2847)	(1537)	(1824)
其它	1550	1828	2327	2776	3285
<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	(8951)	(2679)	(4850)
借款变动	(1248)	30667	(6264)	(1473)	(3473)
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)	(1548)	(1852)
其他	952	2187	313	342	475
<b>现金净增加额</b>	<b>(6589)</b>	<b>(1717)</b>	<b>(8480)</b>	<b>1988</b>	<b>2339</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	159445	181856	207914
营业成本	64658	82127	108364	123135	140179
营业税金及附加	397	688	921	1050	1201
营业费用	13101	21254	28222	32007	36593
管理费用	6549	8382	10842	12184	13930
财务费用	(498)	721	1401	1252	1119
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	10918	13331	15996
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	11618	14031	16696
所得税	1053	1492	2273	2848	3454
<b>净利润</b>	5922	6691	9346	11183	13242
少数股东损益	1621	1655	2311	2765	3275
<b>归属于母公司净利润</b>	4301	5037	7035	8417	9967
<b>EPS (元)</b>	0.70	0.83	1.15	1.38	1.63

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	33%	34%	14%	14%
营业利润	-17%	10%	53%	22%	20%
净利润	-14%	17%	40%	20%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.0%	31.0%	32.0%	32.3%	32.6%
净利率	4.8%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%
ROE	19.0%	19.1%	23.1%	22.6%	22.0%
ROIC	14.0%	8.2%	12.8%	13.7%	14.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.3%	71.4%	69.4%	66.3%	62.8%
净负债比率	3.0%	27.9%	21.2%	18.2%	14.6%
流动比率	1.4	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.2	0.7	0.7	0.8	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	5.7	5.7
应收帐款周转率	15.7	12.9	11.1	10.4	10.4
应付帐款周转率	4.6	4.7	4.5	4.2	4.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.70	0.83	1.15	1.38	1.63
每股经营现金	0.91	1.32	1.60	2.28	2.70
每股净资产	3.71	4.32	4.99	6.11	7.44
每股股利	0.49	0.49	0.25	0.30	0.36
<b>估值比率</b>					
PE	20.0	17.0	12.2	10.2	8.6
PB	3.8	3.2	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	35.6	24.6	15.5	12.8	10.9

## 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，水晶球家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第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。2015、2016年新财富家电行业第3名核心成员；2016年保险资管最受欢迎卖方分析师IAMAC奖第3名。

隋思誉，北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学、经济学双学士。

## 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。