

【广发海外】海尔电器 (1169.HK)

各项业务稳健向前

● 公司公布 2017 年 1-9 月最新营运情况 (未经审核)

2017 年 1-9 月, 公司的合并收入为 574.9 亿元, 同比增长 25.4%, 其中洗衣机业务收入 (分类抵消前) 为 133.2 亿元, 同比增长 21.8%; 热水器业务收入 (分类抵消前) 为 42.7 亿元, 同比增长 16.6%; 渠道服务业务收入 469.0 亿元, 同比增长 26.3%; 物流业务收入为 62.4 亿元, 同比增长 20.2%。期间公司净利润为 23.8 亿元, 同比增长 25.6%, 归母净利润 22.4 亿元, 同比增长 20.8%。

● 各项业务发展健康

第三季度单季, 洗衣机收入 (分类抵消前) 同比增长 19.9%, 因为基数提高, 而上半年同比增速 23.2% 小幅放缓, 预计四季度有望维持 20% 左右增长。热水器单季收入同比增长 19.3%, 比上半年增速 15.1% 加快。受益于产品结构改善和燃热低基数, 预计热水器收入将维持较快增长。渠道服务业务受到海尔产品线上线下销售增长的推动, 单季收入增速为 28.2%, 比上半年增速 25.2% 有所加快。物流业务单季收入增长 18.1%, 比上半年的增速 21.3% 小幅放缓, 仍维持较快增长, 关注“双十一”对公司物流业务的带动。由于阿里巴巴提高对青岛日日顺物流有限公司的股权, 少数股东权益增加, 因此归母净利润增速低于集体净利润增速。

● 盈利预测和投资建议

维持前期盈利预测: 预计 2017-2019 年公司收入为 772、892 和 1004 亿元, 同比增长 21%、16% 和 13%, 归母净利润为 33.5、39.7 和 46.4 亿元, 同比增长 20%、18% 和 17%。目前股价对应 2017 年 PE 为 14.6 倍。考虑到公司的业绩增长稳定, 估值合理, 派息率高, 维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨。需求增长低于预期。港股投资偏好和 A 股差异大。

盈利预测:

人民币	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	62,826	63,855	77,223	89,205	100,408
增长率(%)	-6.42%	1.64%	20.94%	15.52%	12.56%
EBITDA(百万元)	2,963.45	3,291.70	4,146.19	5,058.07	5,984.32
净利润(百万元)	2,703.00	2,786.22	3,351.36	3,968.09	4,636.18
增长率(%)	10.48%	3.08%	20.28%	18.40%	16.84%
EPS (元/股)	0.968	0.998	1.197	1.417	1.655
市盈率 (P/E)	13.35	10.87	14.60	12.33	10.55
市净率 (P/B)	2.52	1.78	2.41	2.07	1.77
EV/EBITDA	9.12	5.39	8.30	6.28	4.79

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 2015 年、2016 年、2017 年港元汇率分别为 0.84、0.90、0.85 元人民币/港元。

公司评级

谨慎增持

当前价格

20.55 港元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-11-01

基本数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	2,801/2,801
流通港股市值 (百万 HKD)	56,018
每股净资产 (港元)	6.28
资产负债率 (%)	49.18
一年内最高/最低 (港元)	22.15/11.86

相对市场表现



分析师:

欧亚菲, S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

分析师:

蔡益润, S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

相关研究:

表 1: 洗衣机业务收入和毛利预测 (单位: 百万元)

洗衣机	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
总收入	14952	15920	7766	19378	22104	24621
总收入同比增速	0.6%	6.5%	23.2%	21.7%	14.1%	11.4%
其中: 向外间客户销售收入	5122	5230	2657	6015	6737	7410
YoY	0.6%	2.1%	14.2%	15.0%	12.0%	10.0%
其中: 分类间销售收入	9831	10690	5109	13363	15367	17211
YoY	0.5%	8.7%	28.5%	25.0%	15.0%	12.0%
分类间销售收入占比	65.7%	67.1%	65.8%	69.0%	69.5%	69.9%
毛利率	27.3%	27.5%	25.7%	27.2%	27.4%	27.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 热水器业务收入和毛利预测 (单位: 百万元)

热水器	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
总收入	4607	5358	2700	6172	7159	8058
总收入同比增速	1.4%	16.3%	15.1%	15.2%	16.0%	12.6%
其中: 向外间客户销售收入	933	983	543	1140	1323	1521
YoY	6.1%	5.4%	17.8%	16.0%	16.0%	15.0%
其中: 分类间销售收入	3675	4375	2157	5031	5836	6537
YoY	0.2%	19.1%	14.4%	15.0%	16.0%	12.0%
分类间销售收入占比	79.8%	81.7%	79.9%	81.5%	81.5%	81.1%
毛利率	36.6%	36.9%	35.9%	36.7%	37.0%	37.2%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 渠道服务业务收入和毛利预测 (单位: 百万元)

渠道服务 (2015 年开始不包含物流)	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
总收入	51618	51485	29225	62206	71500	80051
总收入同比增速	0.0%	-0.3%	25.2%	20.8%	14.9%	12.0%
其中: 向外间客户销售收入	51351	51209	29102	61963	71258	79809
YoY	0.0%	-0.3%	25.5%	21.0%	15.0%	12.0%
其中: 分类间销售收入	267	276	123	243	243	243
YoY	0.0%	3.1%	-18.1%	-12.0%	0.0%	0.0%
分类间销售收入占比	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	9.3%	10.3%	9.8%	10.5%	10.6%	10.7%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 4: 物流业务收入和毛利预测 (单位: 百万元)

物流业务	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
总收入	6579	7562	4026	9257	11098	12938
总收入同比增速	33.9%	14.9%	21.3%	22.4%	19.9%	16.6%
其中: 向外间客户销售收入	5421	6432	3558	8105	9888	11667
YoY	0.0%	18.7%	26.2%	26.0%	22.0%	18.0%
其中: 分类间销售收入	1158	1130	468	1153	1210	1271
YoY	0.0%	-2.5%	-6.2%	2.0%	5.0%	5.0%
分类间销售收入占比	17.6%	14.9%	11.6%	12.5%	10.9%	9.8%
毛利率	10.2%	10.6%	11.2%	10.8%	11.0%	11.2%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 5: 公司总收入和毛利预测 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
公司总收入	62826	63855	35860	77223	89205	100408
总收入同比	-6.4%	1.6%	24.5%	20.9%	15.5%	12.6%
根据分部毛利加总的毛利	11240	12460	6280	15066	17505	19808
偏差率	89%	89%	91%	90%	90%	90%
总毛利	9993	11072	5695	13559	15755	17827
毛利率	15.9%	17.3%	15.9%	17.6%	17.7%	17.8%
总销售成本	52833	52783	30165	63664	73450	82581

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 6: 销售费用和管理费用预测 (单位: 百万元)

洗衣机和热水器制造业务						
	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
销售费用率	15.3%	15.8%	15.0%	15.8%	15.5%	15.2%
销售费用	2993	3362	1570	4037	4536	4967
管理费用率	5.0%	4.8%	4.2%	4.8%	4.7%	4.6%
管理费用	978	1021	440	1226	1375	1503
渠道服务业务						
	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
销售费用率	6.8%	7.7%	7.2%	7.7%	7.6%	7.6%
销售费用	3510	3964	2104	4759	5434	6044
管理费用率	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	619	515	263	622	715	801
物流业务						
	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
销售费用率	1.3%	1.5%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	86	113	40	139	166	194
管理费用率	5.3%	5.5%	5.8%	5.6%	5.5%	5.4%
管理费用	349	416	234	518	610	699
合计						
	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
根据分部加总的销售费用	6588	7440	3714	8934	10136	11205
报表销售费用	5348	6091	3160	7326	8312	9188
销售费用偏差率	81%	82%	85%	82%	82%	82%
报表销售费用率	8.5%	9.5%	8.8%	9.5%	9.3%	9.2%
根据分部加总的管理费用	1946	1952	936	2367	2701	3002
报表管理费用	1973	2032	994	2414	2755	3062
管理费用偏差率	101%	104%	106%	102%	102%	102%
报表管理费用率	3.1%	3.2%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元人民币				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	23288	28497	32845	38026	43573
货币资金	10244	12596	14547	17175	20245
应收及预付	8362	10186	11442	13210	14862
存货	4399	5183	5756	6641	7466
其他流动资产	282	532	1100	1000	1000
非流动资产	7010	7652	6783	6883	6895
长期股权投资	320	299	309	319	329
固定资产	3108	3276	3458	3548	3550
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	531	524	131	131	131
其他长期资产	3051	3553	2885	2885	2885
流动负债	13002	17316	17765	19455	20846
应付及预收	12333	15449	17265	18955	20346
其他流动负债	582	1794	500	500	500
非流动负债	1573	463	582	612	600
长期借款	0	0	32	32	0
应付债券	1108	0	0	0	0
其他非流动负债	466	463	550	580	600
负债合计	14575	17779	18347	20067	21446
股本	2891	2877	2885	2885	2885
资本公积	12063	14760	17487	20839	24775
留存收益	-111	-98	-98	-98	-98
归属母公司股东权	14843	17539	20274	23626	27562
少数股东权益	879	831	1008	1217	1461
负债和股东权益	30297	36149	39629	44910	50468

	单位: 百万元人民币				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	62826	63855	77223	89205	100408
营业成本	52833	52783	63664	73450	82581
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	5348	6091	7326	8312	9188
管理费用	1973	2032	2414	2755	3062
财务费用	71	43	3	3	1
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	-27	15	15	15
营业利润	2613	2878	3831	4701	5590
营业外收入	803	679	579	521	510
营业外支出	72	63	0	0	0
利润总额	3344	3494	4410	5221	6100
所得税	609	684	882	1044	1220
净利润	2734	2811	3528	4177	4880
少数股东损益	32	24	176	209	244
归属母公司净利润	2703	2786	3351	3968	4636
EBITDA	2963	3292	4146	5058	5984
EPS (元)	0.97	1.00	1.20	1.42	1.66

	单位: 百万元人民币				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2530	3594	1628	3310	3762
净利润	2762	2804	3528	4177	4880
折旧摊销	292	343	327	370	408
营运资金变动	-360	343	-2492	-863	-1170
其它	-164	104	265	-374	-356
投资活动现金流	-2373	-926	226	-93	-63
资本支出	-1357	-861	221	-98	-68
投资变动	-1502	-21	5	5	5
其他	487	-44	0	0	0
筹资活动现金流	-376	-316	97	-589	-629
银行借款	-88	-25	-41	0	-32
股权融资	-30	-30	0	0	0
现金净增加额	-219	2352	1951	2628	3070
期初现金余额	10930	10244	12596	14547	17175
期末现金余额	10711	12596	14547	17175	20245

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-6.4	1.6	20.9	15.5	12.6
归属母公司净利润增长	10.5	3.1	20.3	18.4	16.8
获利能力(%)					
毛利率	15.9	17.3	17.6	17.7	17.8
净利率	4.4	4.4	4.6	4.7	4.9
ROE	18.2	15.9	16.5	16.8	16.8
ROIC	43.1	56.9	60.8	63.1	63.6
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	49.2	46.3	44.7	42.5
净负债比率	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
流动比率	1.79	1.65	1.85	1.95	2.09
速动比率	1.19	1.09	1.24	1.31	1.42
营运能力					
总资产周转率	2.17	1.92	2.04	2.11	2.11
应收账款周转率	10.61	11.94	12.17	12.17	12.17
存货周转率	13.10	11.02	11.06	11.06	11.06
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.00	1.20	1.42	1.66
每股经营现金流	0.91	1.29	0.58	1.18	1.34
每股净资产	5.13	6.10	7.24	8.44	9.84
估值比率					
P/E	13.3	10.9	14.6	12.3	10.6
P/B	2.5	1.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.1	5.4	8.3	6.3	4.8

广发海外消费研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 蔡益润：高级分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014年金牛分析师家用电器行业第五名，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。