

【广发海外】海尔电器 (1169.HK)

业绩稳健增长，有望迎来估值切换

核心观点：

● 今年主要白电产品均价大幅上升，海尔品牌的市场份额持续提高

2017 年 11 月，海尔电器的主要白电产品零售量份额同比提升，且今年 1-11 月家电终端产品大幅提价，有利于公司的盈利增长。

● 未来公司继续受益于价格和份额的双重提升

展望未来，随着公司管理机制的调整，过去积累的渠道问题显著改善，海尔的产品力和品牌力得以发挥作用，我们看好海尔品牌的份额持续提升：洗衣机市场上，海尔和小天鹅将继续争夺惠而浦和外资品牌的份额；热水器市场上，海尔燃热的基数低，提升空间大；冰箱市场上，海尔的龙头地位稳固。

得益于良好的竞争格局和消费升级趋势，家电产品提价顺畅，特别是均价较高的滚筒洗衣机、洗烘一体机和燃气热水器的销售占比持续提升，使得洗衣机和热水器行业的价格提升趋势更为确定。若原材料成本保持稳定，企业的毛利率有望提高。

● 看好公司的业绩增长，上调评级

预计 2017-2019 年公司收入为 772、892 和 1004 亿元人民币，同比增长 21%、16%和 13%，归母净利润为 33.5、39.7 和 46.4 亿元人民币，同比增长 20%、18%和 17%。

目前海尔电器对应 2017 年 PE 为 15.3 倍，2018 年 PE 为 13.0 倍，低于可比公司。公司的业绩增长稳健，在手现金充裕，有望迎来估值切换行情，上调评级至“买入”。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨。家电终端需求增长低于预期。竞争对手采取价格手段争夺份额，影响公司的短期业绩。人民币和港币汇率波动。

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	15.34	12.96	11.09
市净率 (P/B)	2.52	1.78	2.54	2.18	1.87
EV/EBITDA	9.12	5.39	8.90	6.78	5.21

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 21.60 港元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-12-26

基本数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	2,802/2,802
流通港股市值 (百万 HKD)	60,529
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)	22.90/11.86

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：

【广发海外】海尔电器 2017-11-01

(1169.HK)：各项业务稳健

向前

【广发海外】海尔电器 2017-10-18

(1169.HK)：渠道改革助力

白电恢复增长，内生外延发展

物流业务

今年白电终端价格大幅上升，海尔品牌的份额持续提高

今年以来，家电终端提价幅度明显。根据中怡康数据，1-11月洗衣机市场累计均价为2647元，同比上升11.0%；热水器市场累计均价为2319元，同比增长13.6%；冰箱市场均价为3747元，同比增长13.5%；空调市场均价为3784元，同比增长6.5%。

2017年11月，海尔品牌白电产品的零售量份额普遍同比提升。11月中怡康数据显示，海尔洗衣机当月零售量份额为27.6%，同比增加1.93个百分点，累计零售量份额为27.3%，同比增加0.57个百分点。海尔热水器11月单月零售量份额为18.5%，同比上升0.48个百分点，累计零售量份额为18.7%，同比增长0.21个百分点。海尔冰箱11月单月零售量份额为30.2%，同比上升2.41个百分点，累计零售量份额为27.3%，同比上升2.40个百分点。海尔空调11月单月零售量份额为9.75%，同比下降0.32个百分点，累计零售量份额为10.52%，同比上升0.40个百分点。

表1：2017年11月海尔品牌主要白电产品的零售量份额上升

	11月单月 零售量份额	同比提升 百分点	1-11月累计 零售量份额	同比提升 百分点
洗衣机	27.6%	+1.93	27.3%	+0.57
热水器	18.5%	+0.48	18.7%	+0.21
冰箱	30.2%	+2.41	27.3%	+2.40
空调	9.8%	-0.32	10.5%	+0.40

数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

未来公司继续受益于价格和份额的双重提升

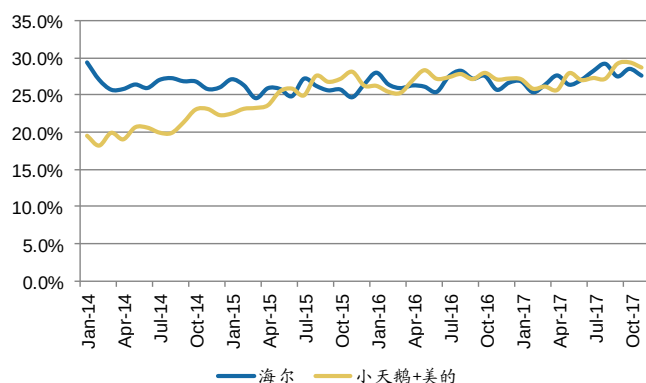
随着公司的管理机制调整，过去积累的渠道问题显著改善，海尔优秀的产品力和品牌力得以发挥作用，我们看好海尔品牌的份额继续提升：

1) 在洗衣机市场，2016年和2017年海尔品牌的市场份额持续提升，同期美的系（小天鹅+美的）的份额提升速度有所放缓。未来，我们认为海尔和美的系（小天鹅+美的）将通过争夺惠而浦及外资品牌的市场份额，使得两家公司的份额继续提高。中怡康数据显示，今年1-11月主要外资品牌在我国洗衣机市场的零售量份额合计超过29%，预计外资品牌的份额将持续降低。

2) 热水器市场上，海尔在燃气热水器市场的份额基数较低，提升速度较快，而传统龙头万家乐和万和的竞争力较弱，未来将继续让出份额。

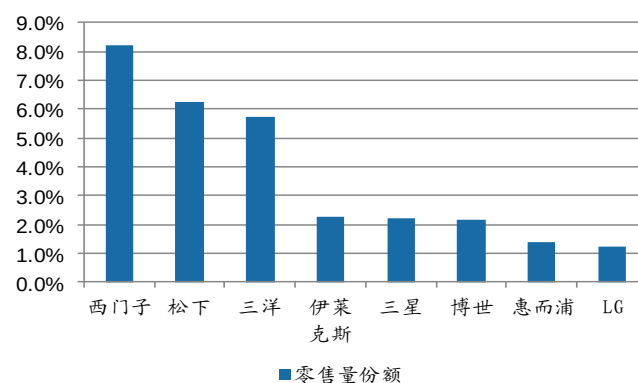
3) 冰箱市场上，海尔的龙头地位得到巩固。

图1: 海尔洗衣机的零售量份额回升, 美的系提升速度放缓



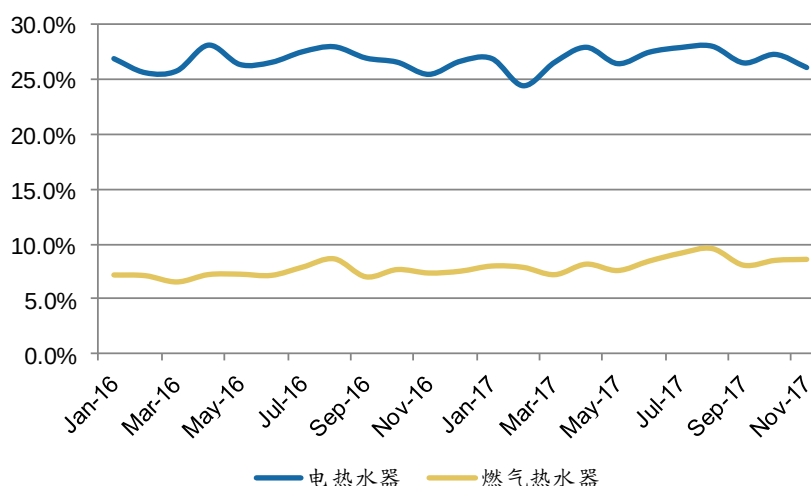
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图2: 今年1-11月, 外资品牌在我国洗衣机市场仍占据可观的零售量份额, 预计未来将持续下降



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图3: 海尔品牌热水器单月零售量份额, 燃热提升空间很大



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

得益于良好的竞争格局和消费升级趋势, 家电产品提价顺畅, 我们认为明年提价速度或放缓, 但是趋势有望延续, 特别是均价较高的滚筒洗衣机、洗烘一体机和燃气热水器的销售占比持续提升, 使得洗衣机和热水器行业的价格提升趋势更为确定。未来若原材料成本保持稳定, 企业的毛利率有望提高。

看好业绩增长, 上调评级

预计2017-2019年公司收入为772、892和1004亿元人民币, 同比增长21%、16%和13%, 归母净利润为33.5、39.7和46.4亿元人民币, 同比增长20%、18%和17%, 业绩增长前景稳健。

目前海尔电器对应2017年15.3倍PE估值, 2018年13.0倍PE估值, 低于可比公

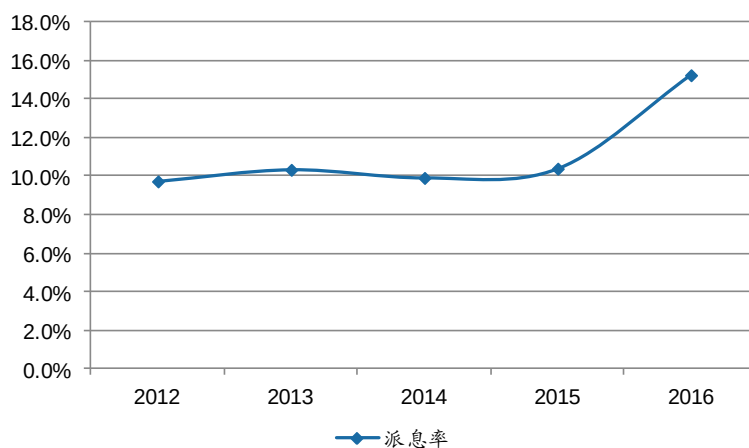
司。公司在2016年将派息率从往年的10%提升至15%，表明了回报股东的意愿，并在2016年报中表示“将于未来检讨派息率，并在适当情况下增加该比率”。考虑到公司的基本面和估值，有望迎来估值切换行情，上调评级至“买入”。

表 2: 海尔电器的 PE 估值低于可比公司

		2017/12/26		EPS (元)			PE		
		股价	单位	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
600690.SH	青岛海尔	19.09	人民币元	0.82	1.17	1.38	23.3	16.3	13.8
000651.SZ	格力电器	44.66	人民币元	2.56	3.31	3.78	17.4	13.5	11.8
000333.SZ	美的集团	56.30	人民币元	2.28	2.60	3.13	24.7	21.7	18.0
000418.SZ	小天鹅	66.91	人民币元	1.68	2.34	2.91	39.8	28.6	23.0
1169.HK	海尔电器	21.60	港元	1.00	1.20	1.42	10.9	15.3	13.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 海尔电器的派息率提高



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格大幅上涨, 尽管企业可以提价传导, 但是仍有可能降低利润率, 并可能影响终端需求量。

家电终端需求的增长可能受到地产销量或者宏观经济波动的影响而低于预期。

若竞争对手采取价格手段争夺份额, 可能影响公司的短期业绩。

人民币和港币汇率波动。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	23288	28497	32845	38026	43573	经营活动现金流	2530	3594	1628	3310	3762
货币资金	10244	12596	14547	17175	20245	净利润	2762	2804	3528	4177	4880
应收及预付	8362	10186	11442	13210	14862	折旧摊销	292	343	327	370	408
存货	4399	5183	5756	6641	7466	营运资金变动	-360	343	-2492	-863	-1170
其他流动资产	282	532	1100	1000	1000	其它	-164	104	265	-374	-356
非流动资产	7010	7652	6783	6883	6895	投资活动现金流	-2373	-926	226	-93	-63
长期股权投资	320	299	309	319	329	资本支出	-1357	-861	221	-98	-68
固定资产	3108	3276	3458	3548	3550	投资变动	-1502	-21	5	5	5
在建工程	0	0	0	0	0	其他	487	-44	0	0	0
无形资产	531	524	131	131	131	筹资活动现金流	-376	-316	97	-589	-629
其他长期资产	3051	3553	2885	2885	2885	银行借款	-88	-25	-41	0	-32
流动负债	13002	17316	17765	19455	20846	股权融资	-30	-30	0	0	0
应付及预收	12333	15449	17265	18955	20346	现金净增加额	-219	2352	1951	2628	3070
其他流动负债	582	1794	500	500	500	期初现金余额	10930	10244	12596	14547	17175
非流动负债	1573	463	582	612	600	期末现金余额	10711	12596	14547	17175	20245
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						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币						至12月31日					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	62826	63855	77223	89205	100408	成长能力(%)					
营业成本	52833	52783	63664	73450	82581	营业收入增长	-6.4	1.6	20.9	15.5	12.6
营业税金及附加	0	0	0	0	0	营业利润增长	-6.5	10.1	39.9	20.6	18.5
销售费用	5348	6091	7326	8312	9188	归属母公司净利润增长	10.5	3.1	20.3	18.4	16.8
管理费用	1973	2032	2414	2755	3062	获利能力(%)					
财务费用	71	43	3	3	1	毛利率	15.9	17.3	17.6	17.7	17.8
资产减值损失	0	0	0	0	0	净利率	4.4	4.4	4.6	4.7	4.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	18.2	15.9	16.5	16.8	16.8
投资净收益	12	-27	15	15	15	ROIC	43.1	56.9	60.8	63.1	63.6
营业利润	2613	2878	3831	4701	5590	偿债能力					
营业外收入	803	679	579	521	510	资产负债率(%)	48.1	49.2	46.3	44.7	42.5
营业外支出	72	63	0	0	0	净负债比率	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
利润总额	3344	3494	4410	5221	6100	流动比率	1.79	1.65	1.85	1.95	2.09
所得税	609	684	882	1044	1220	速动比率	1.19	1.09	1.24	1.31	1.42
净利润	2734	2811	3528	4177	4880	营运能力					
少数股东损益	32	24	176	209	244	总资产周转率	2.17	1.92	2.04	2.11	2.11
归属母公司净利润	2703	2786	3351	3968	4636	应收账款周转率	10.61	11.94	12.17	12.17	12.17
EBITDA	2963	3292	4146	5058	5984	存货周转率	13.10	11.02	11.06	11.06	11.06
EPS (元)	0.97	1.00	1.20	1.42	1.66	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	15.3	13.0	11.1
						P/B	2.5	1.8	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	9.1	5.4	8.9	6.8	5.2

广发海外研究小组

- 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			
服务热线				

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。