

【广发海外】海尔电器 (1169.HK)

竞争优势强化，盈利增长稳健

● 海尔电器发布 2017 年业绩，符合预期

公司 2017 年实现收入 788 亿元人民币 (YoY +23%)，归母净利润 33.6 亿元 (YoY +20.6%)。拟派息每股 0.29 港元，分红率提升至 20%。

● 各项业务增长稳健，竞争优势得到强化

2017 年公司的洗衣机收入为 196 亿元人民币 (YoY +23%)，其中滚筒收入占比升至 54%，高端品牌卡萨帝洗衣机收入增长 51%。继巩固高端市场后，公司将强化对中端市场的份额争夺，预计 2018 年洗衣机收入可维持两位数增长。2017 年热水器收入为 64 亿元 (YoY +20%)，其中电热收入增长超过 10%，燃热收入增长超过 45%。下半年热水器收入增速环比上半年有所加快，预计该趋势在 2018 年将延续。2017 年渠道服务分部收入为 637 亿元 (YoY +24%)，随着海尔产品的销量增长，渠道服务收入将同步增长。2017 年日日顺物流业务收入为 90 亿元 (YoY +19%)。

在成本上涨背景下，2017 年公司毛利率为 17.5%，同比提升 0.2pct，销售费用率和管理费用率合计上升约 0.3pct。预计 2018 年毛利率稳中有升，公司仍将增加费用投入，但费用率可控，对净利率影响较小。

● 盈利预测和投资建议

2018 年预计洗衣机和热水器收入将维持两位数增长，并带动渠道服务收入增长。产品结构和销售均价有望提高，对冲成本上涨和费用投入的压力，毛利率和净利率将保持稳定。预计 2018-2020 年归母净利润为 40.0、46.5 和 53.1 亿元人民币，同比增长 19%、16% 和 14%，2018 年 EPS 为 1.43 元。现价对应 2018 年 PE 为 16.2 倍。由于公司的竞争优势稳固，盈利稳健增长，分红率提升，且龙头有望享有一定估值溢价，维持“买入”评级。

● **风险提示：**原材料价格大幅上涨。贸易摩擦若持续升级，或影响出口收入。竞争对手采取激烈的价格手段，影响短期业绩。

盈利预测：

货币：人民币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,854.9	78,798.3	91,288.3	102,858.9	113,401.4
增长率(%)	1.64%	23.40%	15.85%	12.67%	10.25%
EBITDA(百万元)	3,442.93	4,087.06	5,205.62	6,045.80	6,843.67
净利润(百万元)	2,785.36	3,358.30	4,003.41	4,649.17	5,313.81
增长率(%)	3.05%	20.57%	19.21%	16.13%	14.30%
EPS (元/股)	0.998	1.198	1.428	1.659	1.896
市盈率 (P/E)	12.95	9.05	16.22	13.97	12.22
市净率 (P/B)	2.05	1.46	2.72	2.37	2.06
EV/EBITDA	6.35	3.81	8.92	7.68	6.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

28.25 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-03-22

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 2017-12-26

(1169.HK)：业绩稳健增长，有望迎来估值切换

【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

竞争优势强化，各项业务增长稳健

海尔电器发布 2017 年业绩，符合预期

海尔电器发布2017年业绩，实现收入788亿元人民币，同比增长23.45%，毛利138.2亿元，同比增长24.9%，归母净利润33.58亿元，同比增长20.6%。拟派末期股息为每股0.29港元，分红率提升。

各项业务增长稳健，竞争优势得到强化

2017年公司的洗衣机收入为195.5亿元人民币，同比增长22.8%，其中滚筒收入占比从2016年的47%提升到54%，增长主要由销量推动，而波轮洗衣机的收入增长主要来自于价格提升。洗衣机出口收入同比增长28.9%，占收入比例为9.1%。高端品牌卡萨帝洗衣机收入同比增长50.8%，占洗衣机收入的7%。公司推出的直驱电机、空气洗等创新技术得到用户的欢迎，同时采取“叠硬币”等活泼直观的方式展示产品的优点，推动了收入的增长。

表1：海尔电器洗衣机分产品类型的销量及均价增速

	2017 销量增速	2017 均价增速
滚筒洗衣机	37%	5%
波轮洗衣机	-7%	13%

数据来源：海尔电器2017年业绩展示PPT，广发证券发展研究中心

表2：海尔电器洗衣机分品牌的销量及均价增速

	2017 销量增速	2017 均价增速
卡萨帝品牌	36%	11%
海尔和统帅品牌	4%	17%

数据来源：海尔电器2017年业绩展示PPT，广发证券发展研究中心

展望2018年，在高端市场，随着消费升级的进程继续，以及卡萨帝品牌的竞争优势加强，公司仍保有很强的竞争力。产能方面，2017年新建工厂投产后，滚筒洗衣机产能将提升51%。同时，在巩固高端市场后，公司将注意力向中端市场延伸，凭借产品优势、规模优势和品牌优势继续争夺中端市场的份额。消费者不再盲目追求低价，而是更关注产品的品质和性价比，这一趋势对公司更为有利。我们预计2018年公司的洗衣机收入仍能维持两位数增长。

2017年热水器业务收入64.4亿元人民币，同比增长20.1%，其中电热水器销售收入同比增长超过10%，燃气热水器同比增长超过45%。公司的燃热技术特点是恒温技术、消除一氧化碳的安全技术，提升用户体验。2017年下半年热水器收入增速

约为24%，高于上半年的15%，我们认为该增长趋势在2018年仍将延续。

表3：海尔电器热水器分产品类型的销量及均价增速

	2017 销量增速	2017 均价增速
电热水器	4.9%	5.4%
燃气热水器	25.2%	16.6%
热泵热水器	40.2%	11.9%

数据来源：海尔电器2017年业绩展示PPT，广发证券发展研究中心

2017年渠道服务分部实现收入637亿元人民币，同比增长23.7%，其中线上渠道收入为147亿元，同比增长62%，占渠道业务收入的23%。海尔集团自有产品在线下渠道销售收入为453亿元，同比增长约21%。零售端库存周转加快，海尔专卖店和综合店的零售端库存金额降低10%，零售商的毛利率提升，表明渠道的运作较为健康。随着海尔产品的销量增长，渠道服务分部的收入将同步增长。

2017年日日顺物流业务收入为90亿元人民币，同比增长19.0%。其中家电业务占物流收入比例为60%左右，增长18%，家居（含健康器材）业务占收入比例为12%左右，增长超过25%，零担业务收入占比约18%，收入增长3%，但是通过调整经营质量，扭亏为盈。目前，公司在家电领域的优势显著，在家居和健康器材领域，也和主流参与者普遍达成合作，体现出较强的竞争力。

2017年公司的毛利率为17.54%，同比提升0.2个百分点，在原材料上涨的背景下，依靠结构升级，提升售价，保持毛利率稳中有升。销售费用率和管理费用率分别为10.0%和3.0%，合计同比上升约0.3个百分点，主要原因是在终端门店的投入增加。预计2018年，公司仍会增加对终端门店的支持，但是费用率的上升仍处于可控范围，对净利率影响较小。

盈利预测

2018年，预计公司的洗衣机和热水器销售收入将维持两位数增长，同时推动渠道服务业务的收入增长。产品结构和销售均价有望进一步提高，对冲成本上涨和费用投入增长的压力，毛利率和净利率将保持稳定。

预计2018-2020年，公司的收入为912.9、1028.6、1134.0亿元人民币，同比增长15.9%、12.7%和10.2%，归母净利润为40.0、46.5和53.1亿元，同比增长19.2%、16.1%和14.3%，EPS为1.43、1.66和1.90元。现价对应2018年PE为16.2倍，考虑到公司的竞争优势稳固，盈利有望维持稳健增长，分红率提升，且龙头有望享有一定估值溢价，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨，影响毛利率。

贸易摩擦若持续升级，或影响出口收入。

竞争对手采取激烈的价格手段，影响公司的短期业绩。

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	28575	34581	40880	46012	51311	经营活动现金流	3594	4173	4127	4279	4862
货币资金	12673	15015	18516	21344	24593	净利润	2804	3345	4192	4868	5564
应收及预付	10187	9057	12756	14353	15815	折旧摊销	343	345	351	389	428
存货	5183	8414	7607	8315	8902	营运资金变动	343	358	-1055	-793	-946
其他流动资产	532	2095	2000	2000	2000	其它	104	125	639	-184	-184
非流动资产	7692	8860	8125	8392	8639	投资活动现金流	-926	-2538	-428	-465	-485
长期股权投资	299	253	258	263	268	资本支出	-861	-1288	-563	-600	-620
固定资产	3295	4088	4342	4608	4855	投资变动	-21	130	135	135	135
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-44	-1379	0	0	0
无形资产	524	513	513	508	504	筹资活动现金流	-316	772	-198	-987	-1127
其他长期资产	3575	4006	3012	3012	3012	银行借款	-25	0	-162	0	0
总资产	36268	43441	49005	54404	59950	股权融资	-30	1264	8	0	0
流动负债	17407	18702	21264	22915	24158	其他	-261	-492	-44	-987	-1127
应付及预收	15540	17866	20664	22265	23458	现金净增加额	2352	2407	3501	2827	3250
其他流动负债	1794	674	600	650	700	期初现金余额	10244	12673	15015	18516	21344
非流动负债	463	1646	1431	1431	1431	期末现金余额	12596	15080	18516	21344	24593
长期借款	0	31	31	31	31						
其他非流动负债	463	1616	1400	1400	1400						
负债合计	17870	20349	22694	24346	25588						
股本	2877	2995	2996	2996	2996						
资本公积	14786	18044	21073	24601	28654						
其他	-98	-159	-159	-159	-159						
归属母公司股东权	17565	20881	23911	27439	31491						
少数股东权益	833	2212	2400	2619	2870						
负债和股东权益	36268	43441	49005	54404	59950						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	63855	78798	91288	102859	113401
营业成本	52783	64974	75042	84305	92832
其他收入及收益	679	815	847	879	979
营业费用	6091	7877	9129	10286	11227
管理费用	2033	2352	2739	3086	3402
财务费用	43	11	6	6	6
其他费用及亏损	63	52	50	50	50
投资收益	-27	3	5	5	5
税前利润	3493	4350	5175	6010	6869
所得税	684	825	983	1142	1305
净利润	2810	3525	4192	4868	5564
少数股东损益	24	167	189	219	250
归属母公司净利润	2785	3358	4003	4649	5314
EBITDA	3693	4087	5206	6046	6844
EPS (元)	1.00	1.20	1.43	1.66	1.90

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.6	23.4	15.9	12.7	10.2
归属母公司净利润增长	3.0	20.6	19.2	16.1	14.3

获利能力(%)

毛利率	17.3	17.5	17.8	18.0	18.1
净利率	4.4	4.5	4.6	4.7	4.9
ROE	15.9	16.1	16.7	16.9	16.9

偿债能力

资产负债率(%)	49.3	46.8	46.3	44.8	42.7
流动比率	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.09	1.23	1.28	1.35	1.45

营运能力

总资产周转率	1.92	1.98	1.97	1.99	1.98
应收账款周转率	11.79	13.61	13.52	13.52	13.52
存货周转率	11.02	9.56	9.86	10.14	10.43

每股指标(元)

每股收益	1.00	1.20	1.43	1.66	1.90
每股经营现金流	1.29	1.49	1.47	1.53	1.73
每股净资产	6.29	7.45	8.53	9.79	11.23

估值比率

P/E	13.0	9.0	16.2	14.0	12.2
P/B	2.1	1.5	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	6.4	3.8	8.9	7.7	6.8

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。
- 邓崇静：高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2016 年获《亚洲货币》中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，2014 年加入广发证券，从事港股汽车与汽车零部件领域行业研究。
- 刘 屹：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。