

【广发家电&海外】海尔电器 (01169.HK)

顺着历史足迹探寻海尔两上市平台之差异

● 资产整合与战略定位调整, 形成制造+综合渠道服务两大业务板块

海尔电器是海尔集团旗下两大上市平台之一。经过历史上多次的资产整合与战略调整, 公司目前主要业务囊括了制造 (洗衣机、热水器) 与渠道综合服务两大板块。中怡康数据显示, 2018FY 海尔品牌洗衣机、热水器零售量市场份额分别达到 30.9%、19.3%, 位列相应的市场第一位; 综合渠道服务承担了公司内部以及海尔集团附属公司生产的家电产品在三四线城市的分销及售后工作, 同时也对第三方提供维修、安装、派送等服务。

● 关联交易、海外业务、内部抵销, 导致两大上市平台财报差异

海尔电器 (01169.HK) 于 2010 年起开始纳入青岛海尔 (600690.SH) 合并报表, 但从业务和财报的角度来看, 各分部业务间仍有着一定差异。总结海尔电器 (01169.HK) 资产整合与战略调整历程可以大致分为四个阶段:

- (1) 2001-2005: 注入手机制造资产, 集团获得 01169.HK 部分股权
 - (2) 2005-2008: 注入洗衣机、热水器资产, 剥离手机业务
 - (3) 2008-2018: 重点发展综合渠道服务, 纳入 600690.SH 合并报表
 - (4) 2018-至今: 拟置换部分日日顺物流股权, 打造家庭用水生态平台
- 目前, 两大上市平台的分部业务和财报上的差异主要有以下几点:

- (1) 制造业务上海尔电器 (01169.HK) 不包括 AQUA、GEA 等海外相关资产; 同时收入确认上若不考虑分部间抵消, 则通过日日顺渠道分销的洗衣机、热水器产品也记录在综合渠道服务收入中;
- (2) 综合渠道服务中海尔电器 (01169.HK) 的内部抵销范围不包括海尔电器 (01169.HK) 与青岛海尔 (600690.SH) 生产的家电分销收入。

● 盈利预测

我们认为洗衣机与热水器市场相对成熟, 消费更多以更新需求为主, 在升级换代过程中更形成消费升级, 带来结构性的均价提升; 同时受到来自地产弱周期的压力较小, 公司市场龙头地位稳固, 有望保持长期的稳定增长。不考虑资产置换的影响, 预计 2018-2020 年归母净利润将分别达到 37.2、42.2、46.7 亿元, 同比增长 10.8%、13.4%、10.6%, 最新收盘价对应 2019FY 估值为 13.2x。综合考虑到公司主业的行业属性、竞争格局、品牌地位以及可比公司估值水平, 我们给予公司合理价值 22.58 人民币, 对应最新汇率 26.23 港元、对应 2019FY 估值为 15x, 维持“买入”评级。

● 风险提示

经济和消费增速放缓; 原材料价格大幅上升; 地产景气度大幅下降。

盈利预测:

(人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	63,855	78,798	86,805	95,311	104,222
增长率 (%)	1.6	23.4	10.2	9.8	9.3
EBITDA (百万元)	3,841	4,697	5,291	5,930	6,522
净利润 (百万元)	2,786	3,358	3,719	4,220	4,666
增长率 (%)	3.1	20.5	10.8	13.4	10.6
EPS (元/股)	0.99	1.20	1.33	1.51	1.66
市盈率 (P/E)	11.02	14.91	14.98	13.21	11.94
市净率 (P/B)	1.67	2.17	2.12	1.86	1.63
EV/EBITDA	5.93	9.61	8.97	7.43	6.14

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

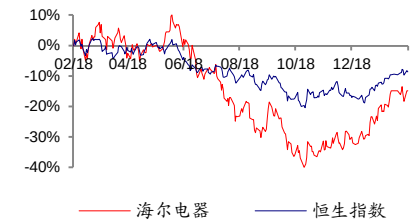
识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	23.10 港元
合理价值	26.23 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-02-20

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意, 王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发海外】海尔电器 2018-03-22
(1169.HK): 竞争优势强化, 盈利增长稳健

联系人: 黄涛 0755-82771936
szhuangtao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

两大业务板块：制造 + 综合渠道服务	4
四大发展阶段：多次战略定位调整与资产整合	6
2001-2005：注入手机资产，海尔集团取得 01169.HK 部分股权	7
2005-2008：陆续注入洗衣机、热水器资产，拟打造白电旗舰	7
2008-2018：重新定位上市平台，重点发展综合渠道服务业务	8
2018 至今：拟置换部分日日顺物流股权，打造家庭用水生态平台	10
简析 690 与 1169 两上市平台的财报异同	10
制造业务：自主品牌分销毛利较低，海外业务归属导致财务数据差异	11
渠道服务业务：非海尔品牌业务逐步淡化，差异主要来自内部抵销	12
盈利预测	13
风险提示	15

图表索引

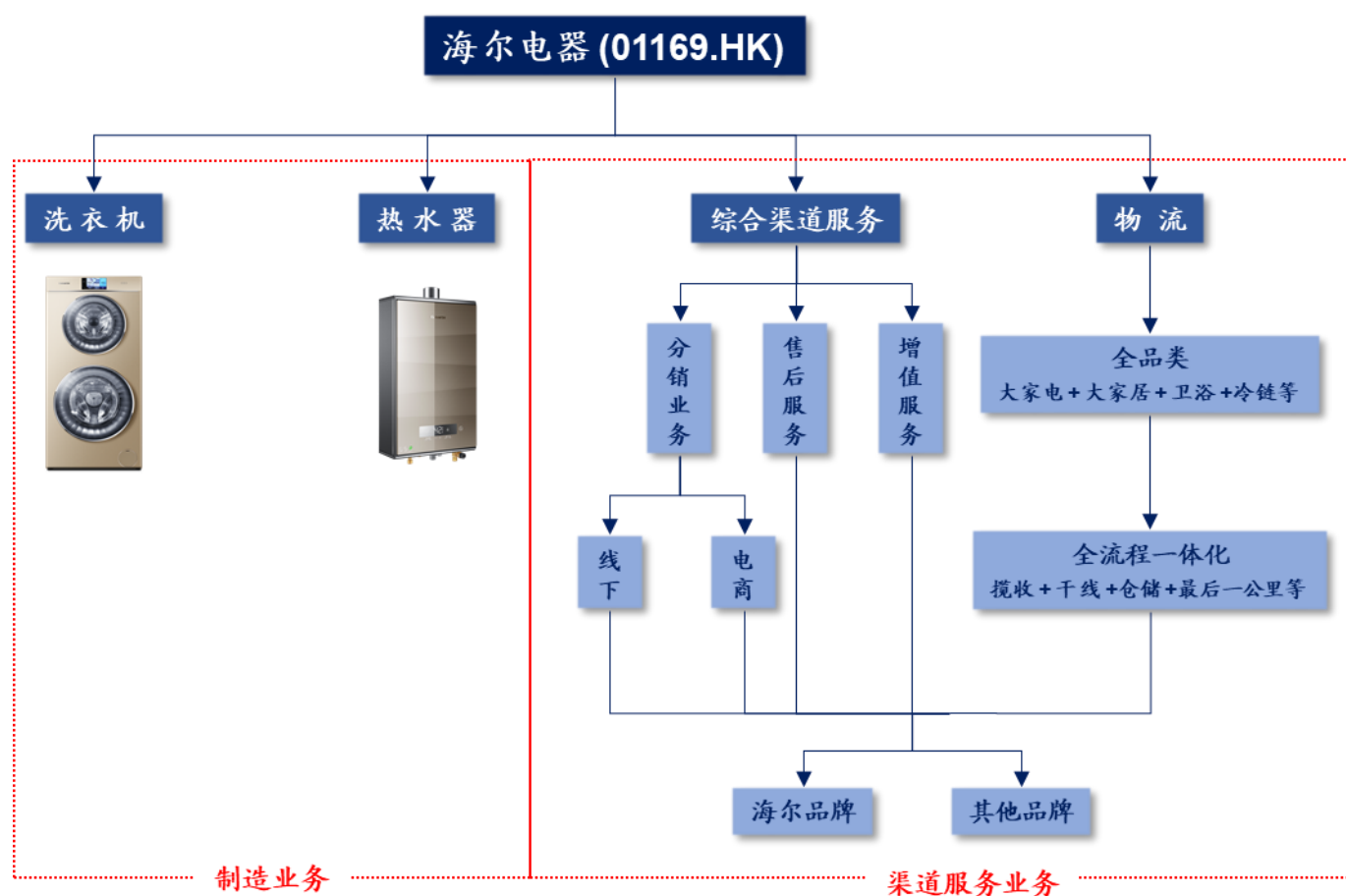
图 1: 海尔电器拥有家电制造 + 渠道服务两大业务板块	4
图 2: 收入端渠道综合服务贡献较大 (亿元人民币)	5
图 3: 利润端洗衣机业务贡献较多 (亿元人民币)	5
图 4: 通过海尔电器内部分销的产品收入占比较高	5
图 5: 利润贡献较高的制造业务具备更高的毛利空间	5
图 6: 至今为止集团对海尔电器的定位经历过四个发展阶段	6
图 7: 海尔电器手机业务整合历程	7
图 8: 海尔电器白电业务整合历程	7
图 9: 海尔电器综合渠道服务业务整合历程	8
图 10: 中国净水器市场规模 (十亿人民币)	10
图 11: 净水器渗透率	10
图 12: 海尔两大兄弟上市平台制造业务范围	11
图 13: 690 与 1169 洗衣机业务情况对比 (亿元人民币, %)	12
图 14: 海尔两大兄弟上市平台综合渠道业务范围	12
图 14: 690 与 1169 渠道综合服务业务情况对比 (亿元人民币)	13
图 15: 渠道综合服务采购成本 (亿元人民币, 按不同制成品采购来源拆分) ...	13
表 1: 首次注入波轮洗衣机资产后海尔集团旗下剩余洗衣机业务的相关公司	8
表 2: 部分综合渠道服务业务整合详情	9
表 3: 收入预测 (千元人民币)	14
表 4: 可比公司估值表	14

两大业务板块：制造 + 综合渠道服务

海尔电器是由海尔集团控股的两大上市平台之一。在上市近20年的时间里，海尔电器经历过多次资产整合与战略定位调整，逐步形成了**制造 + 渠道服务**两大业务板块。本篇报告旨在梳理海尔电器各阶段的资产整合历史，通过讨论集团对01169.HK战略定位的变革还原两大兄弟上市平台的异同，对大家已经相熟的具体业务着笔较少。

其中，若未特殊说明货币单位均采用人民币。

图 1：海尔电器拥有家电制造 + 渠道服务两大业务板块



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

(1) 制造业务：

洗衣机 + 热水器：中怡康数据显示，2018FY海尔品牌洗衣机与热水器零售量市占率分别达到30.9%、19.3%，均位列行业第一。

其中，公司产品在三、四线市场主要通过内部自建的日日顺渠道进行分销；在一、二线及海外市场则通过海尔联属公司及其他渠道分销。

(2) 渠道服务业务：

- a. **综合渠道服务**: 主要为上市公司内部产品、海尔集团内部产品、第三方品牌产品提供分销、维修、安装等渠道服务。其中线下的自主品牌产品通过海尔专卖店及日日顺加盟店分销, 非海尔品牌的第三方产品仅通过日日顺加盟店分销。
- b. **物流业务**: 实现了以大件物流为主的全品类、全流程一体化的物流服务。目前主要包括了家电、家居、零担、冷链等板块。

图 2: 收入端渠道综合服务贡献较大 (亿元人民币)

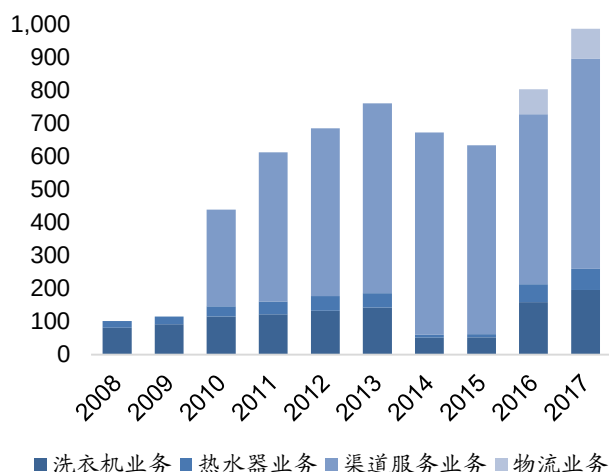
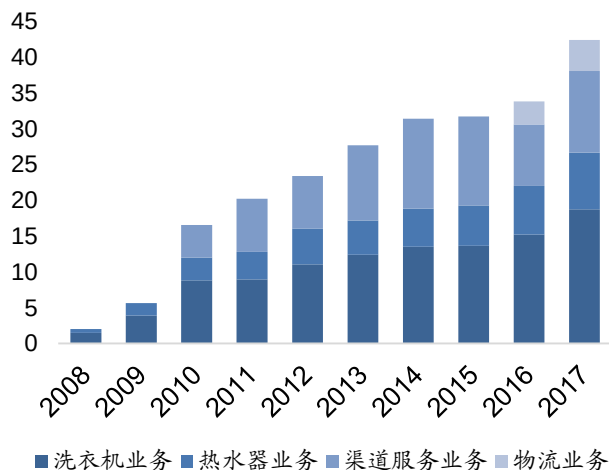


图 3: 利润端洗衣机业务贡献较多 (亿元人民币)



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 不考虑分部间内部抵销数据; 2016 年起物流业务分类与渠道服务业务分类单独披露

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 不考虑分部间内部抵销数据; 2016 年起物流业务分类与渠道服务业务分类单独披露

图 4: 通过海尔电器内部分销的产品收入占比较高

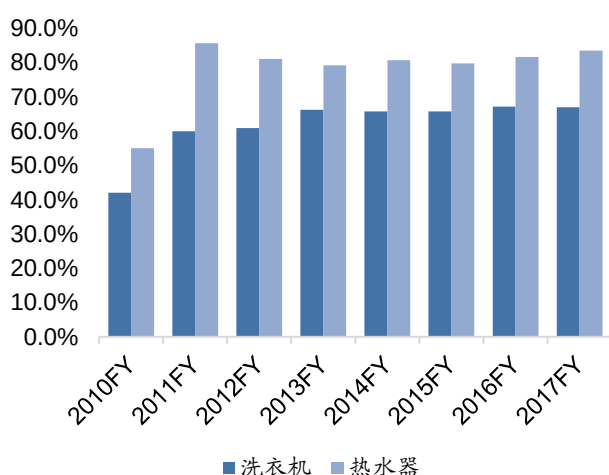
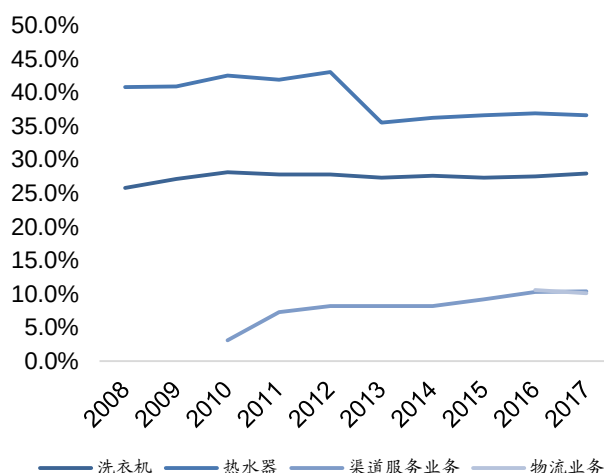


图 5: 利润贡献较高的制造业务具备更高的毛利率



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 2016 年起物流业务分类与渠道服务业务分类单独披露

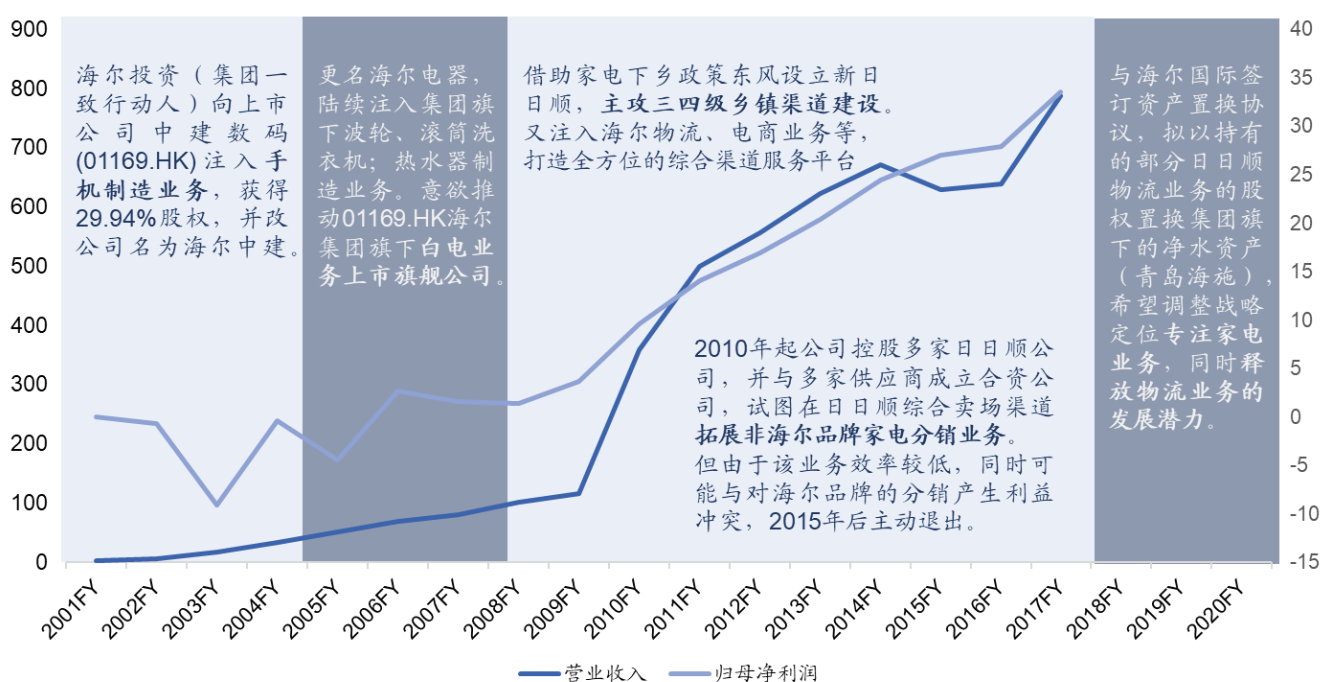
不考虑分部间的内部抵消，收入端由于综合渠道服务板块承担了大部分自主品牌的热水器与洗衣机分销工作（2017FY通过日日顺渠道分销的洗衣机及热水器产品分别约占相应业务总收入的67%、84%），因而对整体收入贡献的占比较高；利润端则是毛利率更高的热水器与洗衣机制造业务有着更好的表现。

四大发展阶段：多次战略定位调整与资产整合

从海尔的发展历史来看，集团对01169.HK上市平台的战略定位一共经历过四个阶段：

- (1) 2001-2005：注入手机制造资产，海尔集团取得上市公司部分股权。
- (2) 2005-2008：注入洗衣机、热水器资产，剥离手机制造业务，掌握上市公司控制权，海尔集团意图将01169.HK打造为白电资产整合上市的旗舰平台。
- (3) 2008-2018：2008年海尔集团重新将海尔电器（600690.SH）定位为白电资产整合上市平台，而将01169.HK定位于渠道综合业务发展平台。借家电下乡政策东风的契机，整合集团上下的相关渠道资源至01169.HK，推进三四线城市渠道的建设。2010年起公司曾拓展第三方家电分销业务，但随后因低效与利益冲突主动退出。
- (4) 2018至今：与海尔国际签订资产置换协议，拟以持有的部分日日顺物流资产置换青岛海施（全屋净水业务）51%的股权，01169.HK意欲重新聚焦于家电业务，构建家庭用水整套解决方案的业务结构（洗衣机 + 热水器 + 净水器），同时释放日日顺三方物流业务发展的潜力。

图 6：至今为止集团对海尔电器的定位经历过四个发展阶段



数据来源：资产注入说明书，广发证券发展研究中心

2001-2005: 注入手机资产, 海尔集团取得 01169.HK 部分股权

2000年海尔投资与中建通讯陆续成立飞马青岛、飞马香港两家合营公司, 主要负责海尔品牌手机的制造业务。与海尔集团旗下其他公司对集团的高度依赖相类似, 飞马合营公司原材料主要通过海尔集团旗下的国际贸易与零部件采购公司向第三方供应商采购, 而其销售则是通过海尔集团旗下的海尔通讯及集团拥有的渠道体系进行分销, 2004H1飞马青岛向海尔通信出售产品的收入占其总收入的86.4%。

图 7: 海尔电器手机业务整合历程



数据来源: 资产注入说明书, 广发证券发展研究中心

在2001年至2005年期间, 海尔集团通过增发的形式将飞马手机制造业务注入上市平台, 同时陆续剥离无关业务。截止至2003年12月31日, 海尔集团及其一致行动人取得了彼时名为海尔中建(01169.HK) 29.94%的股份, 实现了手机制造资产的借壳上市, 开启了此后持续多年的资产整合之路。

2005-2008: 陆续注入洗衣机、热水器资产, 拟打造白电旗舰

2005年, 海尔集团又将旗下青岛、顺德、合肥三家从事波轮洗衣机制造业务的子公司以增发股份及发行可转票据的形式注入上市公司, 并更名01169.HK(海尔中建)为海尔电器。本次注资完成后, 海尔各方(海尔集团及一致行动人)对上市公司的持股比例已超过50%, 成为其第一大股东, 同时管理层全面入驻上市公司董事会。

图 8: 海尔电器白电业务整合历程



数据来源: 资产注入说明书, 广发证券发展研究中心

表 1: 首次注入波轮洗衣机资产后海尔集团旗下剩余洗衣机业务的相关公司

公司名称	产品	地点	2003FY 营业收入 (百万元人民币)
海尔梅罗尼电器有限公司	滚筒	中国	290
海尔梅罗尼洗衣机有限公司	滚筒	中国	492
HHW S.A.	波轮	突尼斯、阿尔及利亚、摩洛哥 利比亚	55
Haier Middle East Appliances	波轮	约旦、叙利亚、黎巴嫩、利比亚、 埃及、伊拉克巴勒斯坦、科威特	NA
HAS Appliances	波轮	叙利亚、伊拉克	NA
HNR Company Pvt Limited	波轮	巴基斯坦	70
Hayes Haier Appliances	波轮	孟加拉	13
Haier Electrical Appliances (Thai)	波轮	泰国	65

数据来源：资产注入说明书，广发证券发展研究中心

公告显示，彼时海尔集团意图将01169.HK作为其白电业务上市旗舰，拟在合适时机将余下空调、冰箱、冷柜、滚筒洗衣机等白电业务（包括A股权益）注入海尔电器。

2006年海尔集团再次将旗下经营滚筒洗衣机业务的盈德喜洗衣机、盈德喜电器（原梅罗尼），以及经营热水器业务的青岛、武汉、重庆热水器公司注入海尔电器，并剥离了与白电无关的手机业务。

2007年海尔电器再次从盈德喜公司收购剩余的少数股东权益。至此，海尔集团经营国内洗衣机业务的资产已经全部整合至海尔电器。

2008-2018：重新定位上市平台，重点发展综合渠道服务业务

图 9：海尔电器综合渠道服务业务整合历程



数据来源：资产注入说明书，广发证券发展研究中心

2008年海尔集团调整两大上市平台定位，重新将A股青岛海尔定位为白电业务上市旗舰，而在01169.HK（海尔电器）侧重于发展综合渠道服务业务。同年6月德意志银行行使青岛海尔发行的认沽权证，青岛海尔获得海尔电器近20%股权；

2010年青岛海尔再次收购海尔集团持有海尔电器31.9%股权，成为第一大股东，并在同期将上市公司纳入合并报表。

表 2：部分综合渠道服务业务整合详情

整合动作		整合目的	
整合集团旗下综合渠道服务业务			
2010/9	并购海尔物流	拟为客户提供完备的端对端物流解决方案。包括：分销、仓储、拟向供应链（售后物流）、第三方物流、供应商管理库存、国际货运代理等。	
2011/6	并购海尔售后服务	整合海尔集团现有的售后服务资产，拟通过其呼叫中心与加盟服务商组成的售后服务网络向客户提供售后及增值服务。包括：安装、保养、维修、回复查询、处理投诉、配件采购、销售延保、产品质量调查等。	
2011/6	并购海尔电商平台	实现虚实网结合，通过线上引流至线下完成产品的销售、配送、售后、客户反馈的一系列工作。	
日日顺分销体系资产整合			
2010/9	收购烟台日日顺	2010/9	设立山东日日顺 拓展分销平台/
2010/9	收购合肥日日顺	2010/9	设立苏州日日顺 网路，覆盖非海
2010/9	收购福建日日顺	2010/9	收购湖南日日顺 尔品牌及其他
2012/12	收购诸城、兖州、日照、济宁、泰安、济南、曲阜、莱芜等日日顺		产品分销业务
非海尔品牌家电分销业务			
2011/6		发展微波炉、电子秤、烤箱、蒸锅等分销业务	
2011/6	设立多家合资公司	发展电饭煲、压力锅、电磁炉、慢炖锅等分销业务	
2011/11	签订总分销协议	发展电吹风、直发器、卷发器等个护家电分销业务	
2012/5		发展电风扇、取暖器、豆浆机等分销业务	
进一步发展分销网络			
2011/6	与海尔专卖店拥有人签订管理服务协议	为 68 家海尔专卖店拥有人提供管理服务，收取全年提货额 2%（于 2030 年递减至 1%）作为管理费用。包括：业务知识&销售技巧培训、专卖店管理、市场开拓、网络发展、系统平台支持、宣传营销方案支持、财务&人力资源管理等	

数据来源：资产注入说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

随着此后多次对集团物流、售后、电商、日日顺等资产的整合，海尔电器基本形成了如今从分销到仓、配、送、装、售后等增值服务相结合的多维一体综合渠道服务业务板块。值得注意的两点是：

(1) 2010年前后海尔电器曾将通过日日顺加盟店分销的非海尔品牌家电作为

重点发展的一块业务，但2015年后则因其盈利能力较差，并且对自身海尔品牌的家电产品在终端竞争上有所掣肘而逐步将其淡化。

(2) 2016年起物流业务分类从综合渠道服务中分离出来成为独立的业务板块。

2018 至今：拟置换部分日日顺物流股权，打造家庭用水生态平台

公告显示，海尔电器拟通过出售日日顺物流股权置换海尔国际旗下家用净水解决方案平台青岛海施51%的股权。预计本次资产置换完成后，海尔电器仍将持有日日顺物流47%的股权。

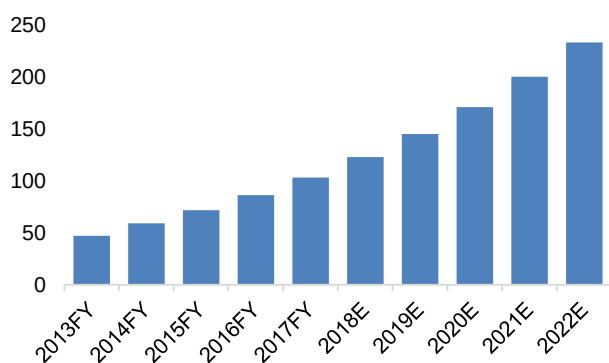
本次资产置换主要出于以下目的考虑：

(1) **调整海尔电器战略定位：**更加专注家电业务发展，整合净水业务后将以热水器+洗衣机+净水器打造成**智慧全网用水方案生态系统**，例如通过物联网技术调整热水器&洗衣机用水之酸碱度，以期实现更好的洗涤与沐浴效果等。

同时处于行业高速成长期的净水器业务也有望借助海尔电器现有成熟的分销与售后体系快速发展。中怡康数据显示，青岛海施市场线上/线下份额分别从2015FY的3.6% / 2.9%增长至2018H1的11.3% / 4.1%，销售额位列市场第五。

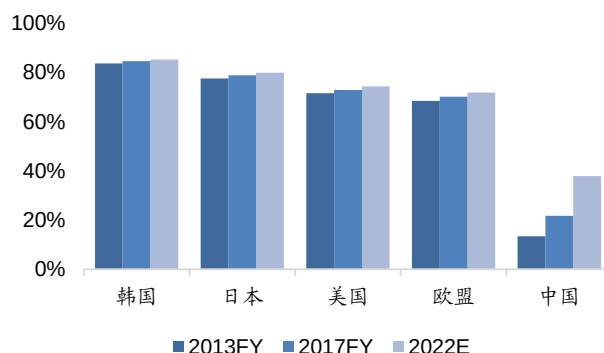
(2) **充分释放物流业务长期发展潜力：**一方面部分股权的置出使得日日顺物流可以更加独立的发展，并更易于借助海尔集团的力量；另一方面也可以解决日日顺在开拓第三方品牌相关配送及售后服务业务时与上市公司主业产生的掣肘问题。

图 10：中国净水器市场规模（十亿人民币）



数据来源：资产置换说明书，广发证券发展研究中心

图 11：净水器渗透率



数据来源：资产置换说明书，广发证券发展研究中心

简析 690 与 1169 两上市平台的财报异同

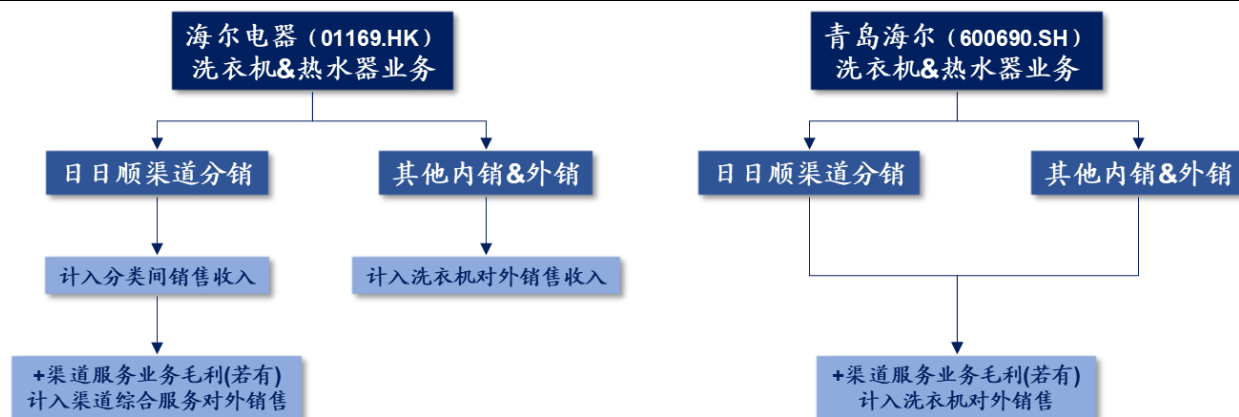
海尔电器于2010年起开始纳入青岛海尔合并报表，而两家公司实际控制权又同属于海尔集团。在两上市公司与海尔集团三者之间又有着较多的关联交易，业务间也有着些许的重叠，导致投资者在阅读两家公司的财报时容易产生困惑。其中以报表间

业务收入、毛利率的差异为甚。

本节我们试图基于此前梳理的资产整合历史，从财报的角度试图解析海尔两兄弟上市平台之间的异同。

制造业务：自主品牌分销毛利较低，海外业务归属导致财务数据差异

图 12：海尔两大兄弟上市平台制造业务范围



数据来源：资产注入说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

以洗衣机业务为例，青岛海尔（600690.SH）的洗衣机收入直接统计了产品经销售公司出售给经销商产生的销售收入，而海尔电器（01169.HK）的收入确认则可大致分为两类：

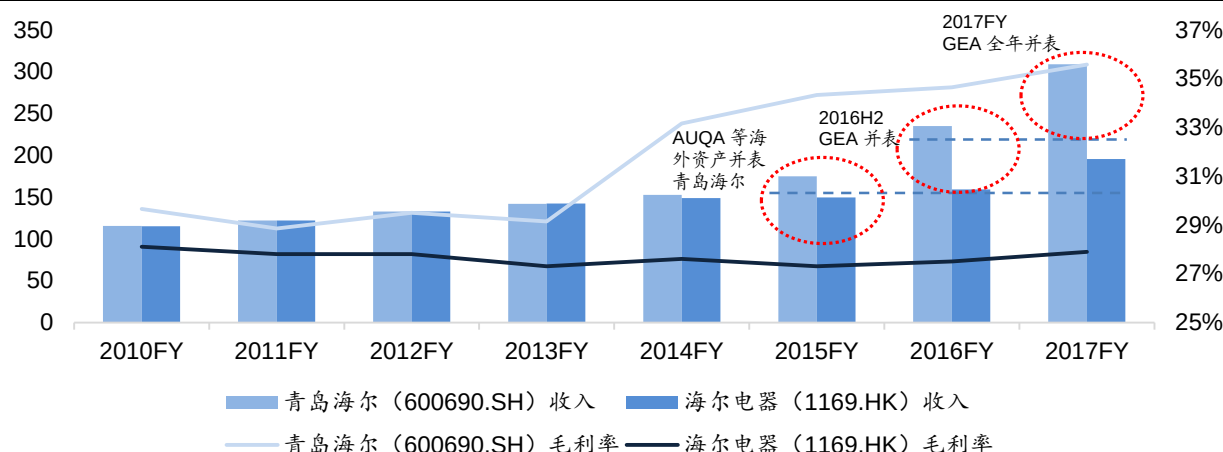
- (1) 通过海尔电器（01169.HK）旗下日日顺渠道分销的产品：同时计入**洗衣机的分类间销售收入**（不包含分销业务的毛利），以及加上渠道服务业务（分销业务）应有的毛利空间后计入**渠道服务业务的对外销售收入**。
- (2) 通过青岛海尔（600690.SH）旗下销售公司/电商等直营渠道分销的产品：直接计入**洗衣机业务的对外销售收入**。

海尔集团旗下两家兄弟上市平台的洗衣机财报数据自2015FY起产生了较大的偏离。对比资产整合历史来看，其收入与毛利率产生差异的主要原因分别来自：

- (1) 收入差异：2015FY、2016H2青岛海尔分别将**AQUA、GEA等海外资产纳入合并报表**，其洗衣机业务直属于青岛海尔（600690.SH），不在海尔电器（01169.HK）的报表内体现，是造成报表收入数据偏离的主要原因。
- (2) 毛利率差异：2014FY前青岛海尔与海尔电器的洗衣机销售收入基本一致，毛利率剪刀差通常在1pct至2pct之间，主要或是由于此前自主品牌分销业务加价率、毛利空间相对较低。

2014FY后剪刀差连续四年持续扩大，一方面或是受海外资产注入青岛海尔（600690.SH）的影响，另一方面或在于分销业务加价率有所提升（海尔电器渠道服务业务同期毛利率也相应有所提升）

图 13: 690与1169洗衣机业务情况对比 (亿元人民币, %)



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

*注: 海尔电器洗衣机收入 = 洗衣机分类间销售收入 + 洗衣机对外销售收入

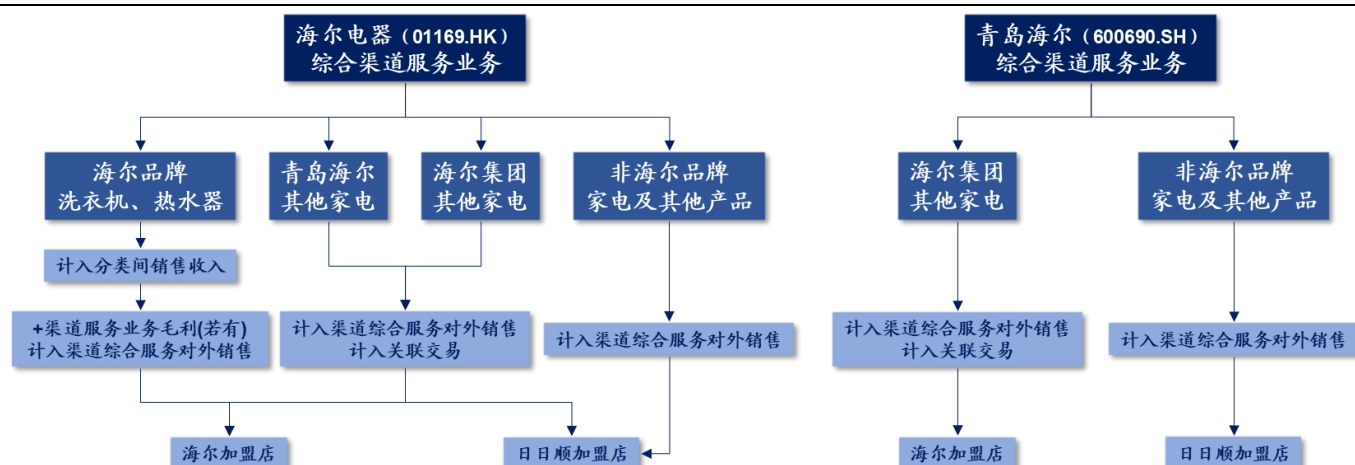
渠道服务业务: 非海尔品牌业务逐步淡化, 差异主要来自内部抵销

渠道服务业务方面, 海尔电器与青岛海尔在收入上的主要差异来自于内部抵销。

其中, 海尔电器 (01169.HK) 的相关收入包含了通过日日顺分销的:

- (1) 海尔电器生产的洗衣机、热水器;
- (2) 青岛海尔 + 海尔集团生产的各类家电
- (3) 第三方非海尔品牌生产的家电及其他产品

图 14: 海尔两大兄弟上市平台综合渠道业务范围



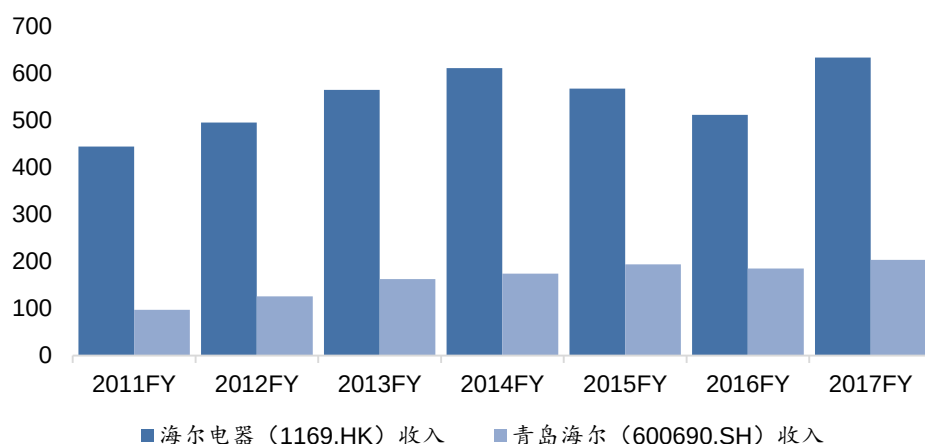
数据来源: 资产注入说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

而青岛海尔 (600690.SH) 的相关收入仅包含了通过日日顺分销的:

- (1) 海尔集团生产的各类家电

(2) 第三方非海尔品牌生产的家电及其他产品

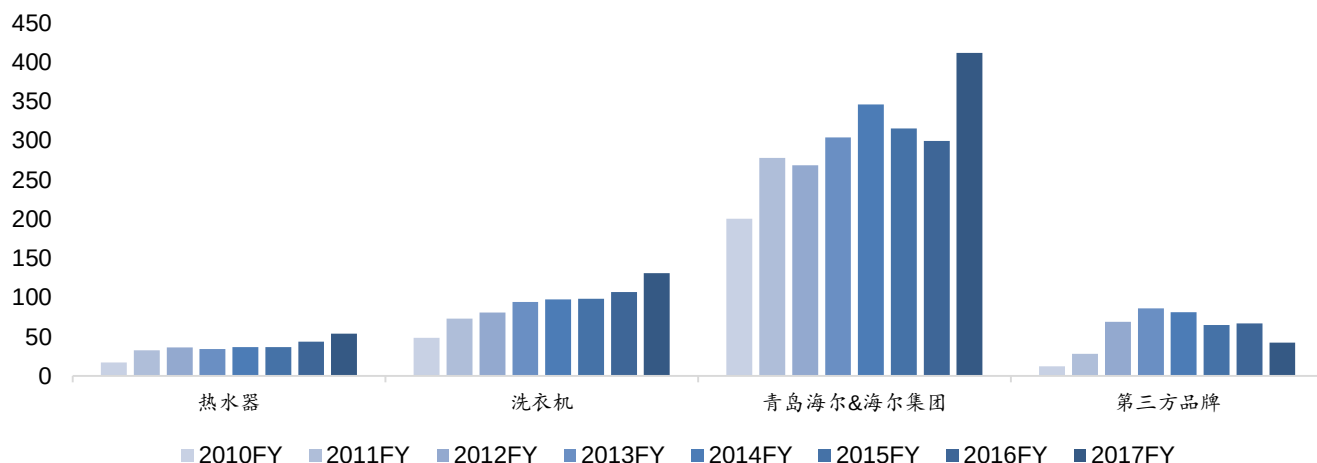
图 15: 690与1169渠道综合服务业务情况对比 (亿元人民币)



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

将海尔电器 (01169.HK) 渠道综合服务的采购成本拆分来看 (不考虑物流、售后服务的收入), 日日顺分销业务中来自青岛海尔与海尔集团的产品仍占据主要部分。

图 16: 渠道综合服务采购成本 (亿元人民币, 按不同制成品采购来源拆分)



数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

*注: 热水器、洗衣机为海尔电器相应的分类间收入; 青岛海尔 & 海尔集团为海尔电器关联交易中的采购制成品项目; 非海尔品牌产品为剩余其他部分

而来自第三方品牌的部分在2010FY公司战略强调发展第三方品牌家电分销业务的过程中得到了快速发展, 但在2015FY战略调整后逐步被淡化, 规模有所缩小。

盈利预测

表 3: 收入预测 (千元人民币)

	2016FY	2017FY	2018E	2019E	2020E
洗衣机收入	5,230,282	6,458,087	6,780,991	7,255,661	7,908,670
YoY	2.1%	23.5%	5.00%	7.00%	9.00%
热水器收入	983,028	1,064,082	1,138,568	1,241,039	1,365,143
YoY	5.4%	8.2%	7.00%	9.00%	10.00%
渠道服务与物流业务	51,209,399	63,384,144	78,885,567	86,814,037	94,948,402
YoY	-9.8%	23.8%	24.46%	10.05%	9.37%
其中: 洗衣机	10,690,169	13,094,783	14,404,261	15,700,645	16,956,696
热水器	4,375,132	5,373,037	5,910,341	6,442,271	6,957,653
其他海尔品牌	29,930,623	41,161,645	46,924,275	53,024,431	59,387,363
其他	12,645,643	11,646,690	11,646,690	11,646,690	11,646,690
综合毛利率	17.34%	17.54%	17.66%	17.79%	17.83%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

考虑到洗衣机与热水器市场特性以及公司品牌的龙头地位, 我们提出如下假设:

- (1) 在相对更为成熟的市场空间与格局的前提下, 行业成长主要源自于消费升级带来产品均价的结构性提升。对于公司而言, 其龙头地位以及自有高端品牌卡萨帝的前瞻布局使其更易于抓住消费升级带来的机会。

其中, 公司分部间收入中洗衣机与热水器部分的主要来自于日日顺渠道在三四线城市的分销收入, 对外收入则主要来自于其他渠道。因此在短期内受不同地产市场景气度的影响, 分部间收入增长预计将稍快于对外收入;

- (2) 渠道综合服务与物流服务收入中, 其他部分预计将保持相对稳定的增长, 但第三方品牌家电的分销收入在战略定位调整的影响下将会有所下滑, 整体有望持平;
- (3) 受主要原材料价格钢、铁、铜、铝、塑料等价格在2018FY年末起出现企稳下降趋势的推动, 成本压力将逐步缓解, 带动综合毛利率有所上行。

表 4: 可比公司估值表

	简称	代码	市值	归母净利润 (百万人民币/美元)			PE (x)		
			(百万人民币/美元)	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
A 股	格力电器	000651.SZ	270,648	26,556	28,100	30,508	10.19	9.63	8.87
	美的集团	000333.SZ	303,145	20,397	22,246	24,773	14.86	13.63	12.24
	小天鹅 A	000418.SZ	34,338	1,797	2,101	2,438	19.11	16.34	14.08
	青岛海尔	600690.SH	101,895	7,595	8,321	9,405	13.39	12.24	10.82
							A 股平均		
							12.96		
海外	A.O.史密斯	AOS.N	268,422	444	458	495	19.65	19.06	17.62
	RINNAI	5947.T	303,145	191	186	200	18.08	18.57	17.28
	NORITZ	5943.T	34,338	52	42	47	14.34	18.04	15.96
	WHIRLPOOL	WHR.N	102,277	-183	849	1,001	-49.17	10.60	8.99
	伊莱克斯	ELUXB.ST	8,730	438	480	631	18.24	16.65	12.67

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 其中 A.O.史密斯、RINNAI、NORITZ、WHIRLPOOL、伊莱克斯归母净利润预测来自于彭博一致预期, 且相关单位均为百万美元, 其余均来自广发证券发展研究中心家电组外发报告中的盈利预测, 相关单位均为百万人民币

综合考虑到上市公司与可比公司之间不同主业的行业属性以及潜在成长空间、各自市场的竞争格局、公司品牌相应的市场地位以及可比公司估值水平, 我们给予公司合理价值22.58元人民币, 对应最新汇率26.23港元, 对应2019FY估值为15x, 略低于同样以热水器为主业的A.O. Smith, RINNAI, NORRITZ等, 维持“买入”评级。

风险提示

经济和消费增速放缓

家用电器由于整体普及度较高, 需求与经济、消费增速相关度较高, 因此经济与消费增速的放缓可能会对公司增长有所影响;

原材料价格大幅上升

家电的制造成本中主要原材料钢、铁、铜、铝、塑料的占比相对较高, 相应的价格出现较大的波动将对家电企业的盈利能力产生影响;

地产景气度大幅下降

公司主业所处行业相对成熟受地产景气度波动影响较小, 但若地产景气度出现大幅下降, 则来自于新房装修带来的需求部分或将有所下降, 对行业销量有一定影响。

资产负债表

单位：人民币，百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	28,497	34,581	37,458	43,650	48,932
现金及现金等值项	12,596	15,015	16,772	20,146	24,136
应收及预付	10,186	9,057	10,159	10,852	12,027
存货	5,183	8,414	8,208	10,121	10,030
其他流动资产	532	2,095	2,320	2,530	2,740
非流动资产	7,652	8,860	9,469	9,800	9,893
物业，厂房及设备	3,276	4,088	4,506	4,703	4,696
可供出售投资	1,401	1,283	1,163	1,083	1,043
预付土地租赁款	1,031	1,161	1,277	1,370	1,442
无形资产	524	513	514	513	511
其他非流动资产	1,420	1,814	2,008	2,131	2,202
资产总计	36,149	43,441	46,927	53,449	58,825
流动负债	17,316	18,702	19,723	22,434	23,595
应付及预收	15,458	17,866	18,845	21,513	22,630
拨备	546	674	738	801	865
其他流动负债	1,312	162	140	120	100
非流动负债	463	1,646	897	1,016	1,118
递延收入及税项	143	339	432	509	567
拨备	546	674	738	801	865
其他非流动负债	8	953	31	31	31
负债总计	17,779	20,349	20,619	23,450	24,713
已发行权益	2,877	2,995	2,995	2,995	2,995
限制性股份奖励	-153	-159	-159	-159	-159
可转换权益	55	0	0	0	0
储备	14,760	18,044	21,063	24,533	28,399
非控股权益	831	2,212	2,407	2,630	2,875
负债和股东权益	36,149	43,441	46,927	53,449	58,825

利润表

单位：人民币，百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,855	78,798	86,805	95,311	104,222
营业成本	-52,783	-64,974	-71,476	-78,357	-85,641
毛利	11,072	13,824	15,330	16,954	18,581
其他收入及收益	679	815	978	1,173	1,408
销售及分销费用	-6,091	-7,877	-8,767	-9,722	-10,735
行政费用	-2,032	-2,352	-2,561	-2,802	-3,054
其他费用及亏损	-63	-52	-87	-95	-104
融资成本	-43	-11	-56	-15	-14
应占联营公司损益	-27	3	3	4	4
除税前溢利	3,494	4,350	4,840	5,497	6,086
所得税开支	-684	-825	-924	-1,055	-1,175
年内溢利	2,811	3,525	3,915	4,442	4,912
非控股权益应占溢	24	167	196	222	246
本公司股东应占溢	2,786	3,358	3,719	4,220	4,666
EPS (元)	0.99	1.20	1.33	1.51	1.66
年内其他全面收益	45	-116	-11	-11	-13
年内全面收益总额	2,856	3,409	3,905	4,431	4,899
EBITDA	3,841	4,697	5,291	5,930	6,522
EPS (元)	0.99	1.20	1.33	1.51	1.66

现金流量表

单位：人民币，百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,594	4,173	4,565	5,069	5,531
净利润	3,494	4,350	4,840	5,497	6,086
折旧摊销	303	336	396	418	421
营运资金变动	387	100	97	78	52
其它	-590	-614	-767	-924	-1,029
投资活动现金流	-926	-2,538	-1,161	-922	-719
资本支出	-861	-1,185	-1,053	-792	-551
投资变动	-65	-1,353	-111	-134	-172
其他	0	0	3	4	4
筹资活动现金流	-394	772	-1,647	-773	-823
银行借款	-13	-61	-22	-20	-20
股权融资	-30	1,324	0	0	0
其他	-351	-491	-1,625	-753	-803
现金净增加额	2,352	2,342	1,757	3,374	3,989
期初现金余额	10,244	12,673	15,015	16,772	20,146
期末现金余额	12,596	15,015	16,772	20,146	24,136

主要财务比率

至12月31日

成长能力

营业收入	1.6%	23.4%	10.2%	9.8%	9.3%
除税前溢利	4.5%	24.5%	11.2%	13.6%	10.7%
归母净利润	3.1%	20.5%	10.8%	13.4%	10.6%

获利能力

毛利率	17.3%	17.5%	17.7%	17.8%	17.8%
净利率	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
ROE	15.9%	16.1%	15.6%	15.4%	14.9%
ROIC	15.2%	16.8%	16.5%	16.2%	15.7%

偿债能力

资产负债率	49.2%	46.8%	43.9%	43.9%	42.0%
净负债比率	3.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
流动比率	1.65	1.85	1.90	1.95	2.07
速动比率	1.09	1.23	1.30	1.32	1.47

营运能力

总资产周转率	1.92	1.98	1.92	1.90	1.86
应收账款周转率	11.97	13.69	14.00	14.10	14.20
存货周转率	11.02	9.56	8.60	8.55	8.50

每股指标 (元)

每股收益	0.99	1.20	1.33	1.51	1.66
每股经营现金流	1.28	1.49	1.63	1.81	1.97
每股净资产	6.55	8.24	9.38	10.70	12.17

估值比率

P/E	11.02	14.91	14.98	13.21	11.94
P/B	1.67	2.17	2.12	1.86	1.63
EV/EBITDA	5.93	9.61	8.97	7.43	6.14

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。