

青岛海尔

600690

审慎增持 (首次)

公司步入高端引领战略收获期
——青岛海尔 2017 年报暨 2018 一季报点评

2018 年 05 月 01 日

市场数据

市场数据日期	2018-04-27
收盘价(元)	17.14
总股本(百万股)	6,097.40
流通股本(百万股)	6,097.40
总市值(百万元)	104,509.48
流通市值(百万元)	104,509.48
净资产(百万元)	48,853.24
总资产(百万元)	154,529.51
每股净资产	5.48

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	159254	186033	212204	236922
同比增长(%)	33.7%	16.8%	14.1%	11.6%
净利润(百万元)	6926	8160	9369	10315
同比增长(%)	37.4%	17.8%	14.8%	10.1%
毛利率(%)	31.0%	31.1%	31.2%	31.2%
净利润率(%)	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
净资产收益率(%)	21.5%	19.8%	19.4%	18.3%
每股收益(元)	1.14	1.34	1.54	1.69
每股经营现金流(元)	2.64	-2.64	2.36	1.80

投资要点

分析师:

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn

S0190510120006

- 公司近期披露 2017 年报和 2018 一季报。公告显示，公司 2017 年实现营收 1593 亿元/+33.7%，归母净利润 69 亿元/+37.4%。18Q1 实现营收 427 亿元/+13.0%，归母净利润 19.8 亿元/+14.0%，扣非归母净利润 17.6 亿元/+20.5%。
- 全球各市场多点开花。除 GEA 外的原公司业务方面，18Q1 公司营收较 17Q1 增长 18.9%，冰洗空零售市占率同比+4.1pp./+3.8pp./+0.9pp.。GEA 业务方面，17 年全年实现收入 458.94 亿元，十年新高。18Q1 美元收入增长 5.9%，市场份额较 17Q1+1.5pp.。其他海外市场方面，18Q1 南亚市场收入增长超过 40%，欧洲市场收入增长超过 30%。整体及部分板块毛利率略有降低，主要是 2017 年原材料涨价及汇率升值所致。
- 多点开花根源于清晰的全球布局思路。相比于国内其他一线白电龙头格力和美的，公司竞争优势在于世界级多品牌布局和全球化运营。海尔一开始就坚持自主品牌，不做 OEM。因此市场开拓先难后易，2017 年海外产能超 2000 万台，海外收入占比已达 42%，且近 100% 源于自有品牌。目前旗下 6 大品牌海尔、美国 GE Appliances、新西兰 Fisher & Paykel、日本 AQUA、卡萨帝、统帅，有望进一步实现战略和地区协同。
- 旗下多个高端品牌市场份额进一步领先。致力高端引领是海尔全球布局外另一大特色。目前产品升级导致强者愈强，品牌集中，海尔高端市场份额因此进一步提升：2017 年全年，卡萨帝在中国万元以上家电市场份额达到 35%/+9pp.。GEA 高端家电品牌 MONOGRAM 在美国高端市场份额达 20%/+1pp.，Fisher&Paykel 在新西兰高端份额达到 36%/+1pp.。
- 多品牌协同+高端引领，国内业务步入战略收获期。目前国内白电也正在进入更新换代需求为主阶段，公司坚持多品牌协同+高端引领，受益消费升级明显，步入高端引领战略收获期：17 年卡萨帝国内全年收入较 16 年+50%，对开&多门冰箱、滚筒洗衣机全年收入分别同比 16 年+45%/+43%。空调方面量价齐升，产业在线出货端监测显示海尔 18Q1 内销、出口同比 17Q1 分别+36%/+48%，中怡康零售端显示 18Q1 海尔空调零售均价同比 17Q1+9.7%，跃居国内品牌第一。
- 盈利预测与投资建议：公司自身业务稳步增长符合预期，GEA 等业务板块多点开花。公司具有高端品牌布局和全球化运营优势，并有望进一步发挥协同效应。得益于消费升级背景，我们看好公司步入高端引领战略收获期，首次覆盖并给予“审慎增持”评级，预测 18-20 年 EPS 分别为 1.34 元/+18%、1.54 元/+15%、1.69 元/+10%。

风险提示：原材料、汇率异常波动，房地产调控力度加大

报告正文

表 1、2017 年经营概况

	2017	2016	YoY
营业收入(亿元)	1500.20	1101.13	36.24%
归属于上市公司股东的净利润(亿元)	224.02	154.21	45.27%

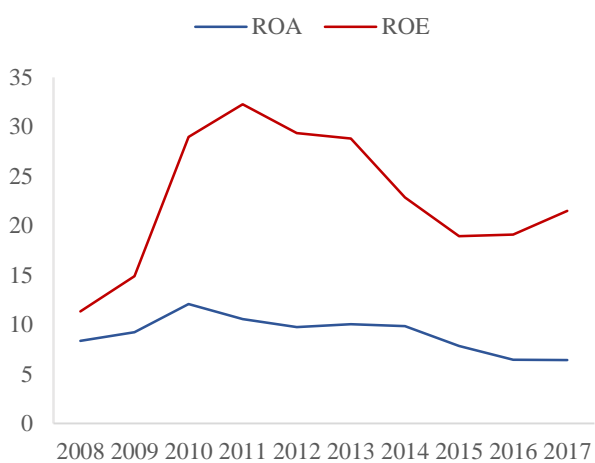
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2018Q1 经营概况

	2018Q1	2017Q1	YoY
营业收入(亿元)	426.55	377.41	13.01%
归属于上市公司股东的净利润(亿元)	19.80	17.39	14.02%

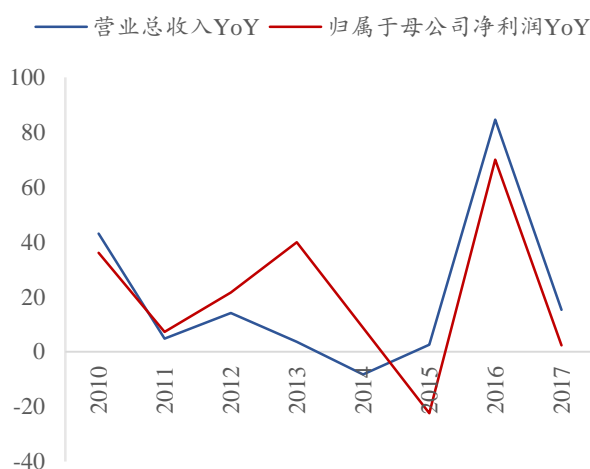
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 1: ROA 和 ROE 年度趋势(单位: %)



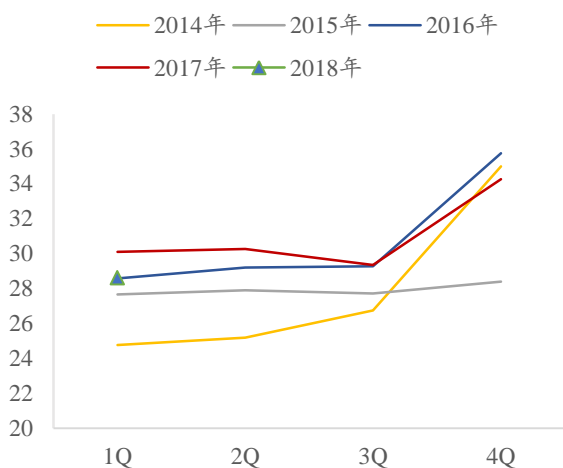
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 2: 营业总收入和净利增长趋势(单位: %)



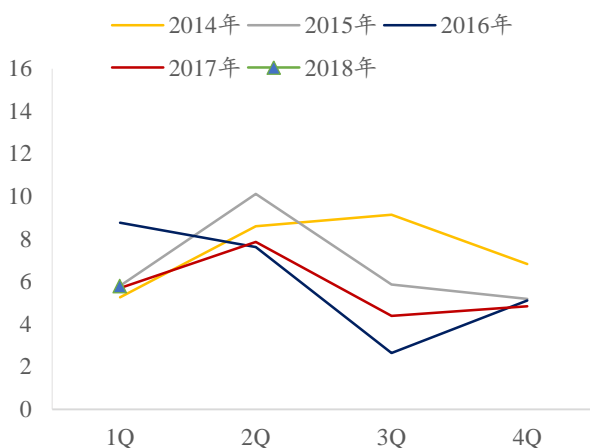
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 3: 毛利率季度趋势(单位: %)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 4: 净利润率季度趋势(单位: %)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2017 年公司分行业、分产品、分地区经营数据

单位: 亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 YoY	营业成本 YoY	毛利率比上年同期增减
分产品						
空调	287.45	196.08	31.79%	53.91%	55.05%	-0.50pp.
电冰箱	471.14	319.85	32.11%	29.95%	31.84%	-0.97pp.
厨卫	285.60	172.05	39.76%	50.21%	53.78%	-1.40pp.
洗衣机	308.95	199.03	35.58%	31.58%	29.70%	+0.94pp.
装备部品	30.25	28.34	6.31%	14.09%	14.98%	-0.72pp.
渠道综合服务及其他	203.88	183.02	10.23%	10.21%	13.69%	-2.75pp.
分地区						
中国大陆地区	916.87	623.53	31.99%	28.34%	28.89%	-0.29pp.
其他	670.40	474.83	29.17%	42.23%	41.21%	+0.51pp.

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2016、2017 年公司业务分部

	空调分部	冰箱分部	厨卫分部	洗衣机分部	装备部品分部	渠道综合及其他	其他业务	合计
2017 年 (亿元)								
营业收入	287.45	471.14	285.60	308.95	30.25	203.88	5.28	1596.35
营业成本	196.08	319.85	172.05	199.03	28.34	183.02	0.53	1101.48
毛利	91.37	151.29	113.55	109.92	1.91	20.86	4.75	494.87
毛利率 (%)	31.79%	32.11%	39.76%	35.58%	6.31%	10.23%	90.00%	31.00%
2016 年 (亿元)								
营业收入	186.76	362.55	190.14	234.80	25.85	184.99	5.57	1190.66
营业成本	126.46	242.60	111.88	153.46	24.25	160.98	1.64	821.32
毛利	60.30	119.95	78.26	81.34	1.60	24.02	3.93	369.34
毛利率 (%)	32.29%	33.08%	41.16%	34.64%	6.18%	12.98%	70.57%	31.02%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 原材料、汇率异常波动, 房地产调控力度加大

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	88332	97122	105521	114047
货币资金	35177	29380	32279	30829
交易性金融资产	21	0	0	0
应收账款	12448	17975	18867	22068
其他应收款	961	1560	1552	1866
存货	21504	24458	28227	31320
非流动资产	63131	59498	57734	55447
可供出售金融资产	1415	1486	1450	1468
长期股权投资	12993	12025	12509	12267
投资性房地产	31	33	32	32
固定资产	16018	14766	13062	11131
在建工程	1530	765	383	191
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7005	7005	7005	7005
资产总计	151463	156620	163255	169494
流动负债	76894	82431	78803	75056
短期借款	10879	29009	20804	11536
应付票据	16379	0	0	0
应付账款	25654	31024	34728	39128
其他	23983	22398	23271	24393
非流动负债	27819	16354	17370	17163
长期借款	16036	16036	16036	16036
其他	11782	317	1334	1127
负债合计	104713	98784	96173	92219
股本	6097	6097	6097	6097
资本公积	827	827	827	827
未分配利润	22793	31317	37601	44828
少数股东权益	14534	16660	18786	20912
股东权益合计	46750	57836	67082	77275
负债及权益合计	151463	156620	163255	169494

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6926	8160	9369	10315
折旧和摊销	2776	2016	2087	2122
资产减值准备	656	-6494	5919	-1114
无形资产摊销	371	0	0	0
公允价值变动损失	-614	800	800	800
财务费用	1214	1600	1800	2000
投资损失	-1482	-1500	-1700	-1800
少数股东损益	2126	2126	2126	2126
营运资金的变动	4156	-20493	-6836	-3343
经营活动产生现金流量	16087	-16088	14419	10984
投资活动产生现金流量	-5622	2841	1525	1887
融资活动产生现金流量	923	7450	-13045	-14321
现金净变动	11045	-5798	2899	-1449
现金的期初余额	23295	35177	29380	32279
现金的期末余额	34340	29380	32279	30829

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	159254	186033	212204	236922
营业成本	109890	128151	146054	163078
营业税金及附加	809	945	1078	1203
销售费用	28276	33031	37677	42066
管理费用	11133	13005	14835	16563
财务费用	1393	1600	1800	2000
资产减值损失	656	750	1000	1250
公允价值变动	614	800	800	800
投资收益	1482	1500	1700	1800
营业利润	10113	11551	12960	14062
营业外收入	693	693	693	693
营业外支出	262	262	262	262
利润总额	10544	11983	13391	14494
所得税	1493	1697	1896	2052
净利润	9052	10286	11495	12441
少数股东损益	2126	2126	2126	2126
归属母公司净利润	6926	8160	9369	10315
EPS(元)	1.14	1.34	1.54	1.69

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	33.7%	16.8%	14.1%	11.6%
营业利润增长率	37.5%	14.2%	12.2%	8.5%
净利润增长率	37.4%	17.8%	14.8%	10.1%
盈利能力				
毛利率	31.0%	31.1%	31.2%	31.2%
净利率	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
ROE	21.5%	19.8%	19.4%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	69.1%	63.1%	58.9%	54.4%
流动比率	1.15	1.18	1.34	1.52
速动比率	0.86	0.87	0.97	1.09
营运能力				
资产周转率	112.6%	120.8%	132.7%	142.4%
应收帐款周转率	842.7%	748.7%	767.2%	745.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.14	1.34	1.54	1.69
每股经营现金	2.64	-2.64	2.36	1.80
每股净资产	5.28	6.75	7.92	9.24
估值比率(倍)				
PE	10.4	8.8	7.7	7.0
PB	2.2	1.7	1.5	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn