



家用电器业/可选消费品

青岛海尔 (600690)

智慧家庭+互联工厂战略引领行业

范杨 (分析师)

021-38675923

fanyang@gtjas.com

证书编号 S0880513070007

本报告导读:

海尔智慧家庭(对外)+互联工厂(对内)的战略顺利推进,我们认为公司转型在2014年初见成果,看好其未来的竞争力和盈利能力。

投资要点:

上调2015年收入及盈利预测,上调目标价至28.5元,建议“增持”

我们上调2015年收入/EPS预测至1022亿/1.9元(原1008亿元/1.77元,+1.3/7.1%),上调目标价至28.5元(原21.06元,+35%),对应2015年15倍PE估值。建议“增持”。

“全流程用户体验”,将互联网的力量注入企业生产服务

海尔希望成为通过大规模个性化定制,满足用户全流程最佳体验的智能化互联企业。海尔正在通过:1)用户交互提升服务体验;2)协同设计优化设计资源;3)线上线下结合改善购买体验;4)模块供货和智能制造提升需求响应速度;和5)智能物流优化社会资源来努力达成这一目标。

对外:智慧家庭战略改变消费观念

海尔致力于将所有的家电产品变为“网器”,即使家电产品与互联网结合,构成一张为消费服务的“务联网”,创建家电行业的“粉丝经济”。在这一理念下,公司通过鼓励员工内部创业,与外部小微创业团队协作的形式不断推动创新产品商用化。“焙多芬”烤箱、空气盒子、水盒子、空气魔方等一系列创新产品脱颖而出。

对内:互联工厂战略改变生产模式

我们认为海尔是目前在工厂互联网化布局最为领先的家电企业。公司比较早地开始关注工业4.0,且已经逐步完成了首批互联工厂的设计和建设。公司2014年中报指出其沈阳冰箱互联工厂是拥有全球第一条高柔性个性化定制总装线。我们认为,海尔已经具备了大规模定制生产的初步能力。

风险:家电需求持续不振,导致竞争环境不断恶化。

财务摘要(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	79,857	86,488	92,066	102,203	112,312
(+/-)%	8%	8%	6%	11%	10%
经营利润(EBIT)	4,905	5,718	6,453	7,898	8,764
(+/-)%	25%	17%	13%	22%	11%
净利润	3,269	4,168	4,972	5,748	6,514
(+/-)%	22%	27%	19%	16%	13%
每股净收益(元)	1.08	1.38	1.64	1.90	2.15
每股股利(元)	0.37	0.46	0.49	0.47	0.54
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率(%)	6.1%	6.6%	7.0%	7.7%	7.8%
净资产收益率(%)	29.4%	28.8%	23.2%	22.4%	21.2%
投入资本回报率(%)	-314.3%	-326.8%	-110.2%	-119.0%	-110.2%
EV/EBITDA	10.0	8.3	6.0	4.4	3.3
市盈率	19.5	15.3	12.8	11.1	9.8
股息率(%)	0.7%	1.6%	2.0%	2.3%	2.3%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.50**

上次预测: 21.06

当前价格: 20.98

2015.01.15

交易数据

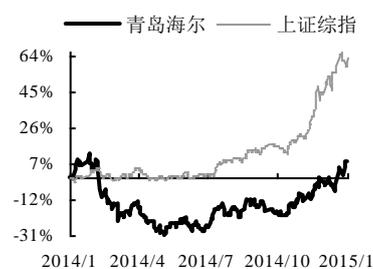
52周内股价区间(元)	13.63-22.77
总市值(百万元)	63,904
总股本/流通A股(百万股)	3,046/2,737
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量(百万股)	38.97
日均成交值(百万元)	711.85

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	21,465
每股净资产	7.05
市净率	3.0
净负债率	-121.55%

EPS(元)	2013A	2014E
Q1	0.24	0.29
Q2	0.47	0.56
Q3	0.44	0.54
Q4	0.23	0.25
全年	1.38	1.64

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	33%	8%
相对指数	-2%	-8%	-57%

相关报告

《收入增速回落,盈利能力进一步提升》2014.10.30

《拥抱未来的家电公司》2014.08.28

《U+是海尔发展智能家居的杀手锏》2014.07.30

《“内部创业”释放企业创新力》2014.05.25

《一季度空调超行业增长,冰洗承压》2014.04.29

模型更新时间: 2015.01.15

股票研究

可选消费品
家用电器业

青岛海尔 (600690)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.50

上次预测: 21.06

当前价格: 20.98

公司网址

www.haier.net

公司简介

公司是一家主要从事白色家电研发、生产和销售的企业。

“海尔”是世界白色家电第一品牌、中国最具价值品牌。

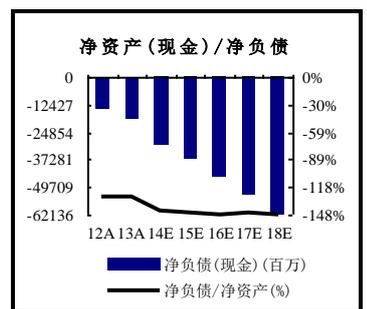
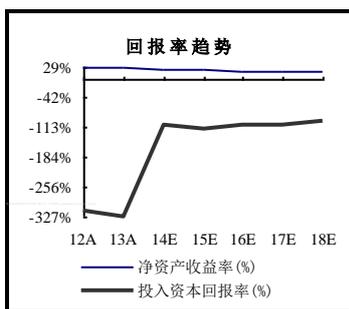
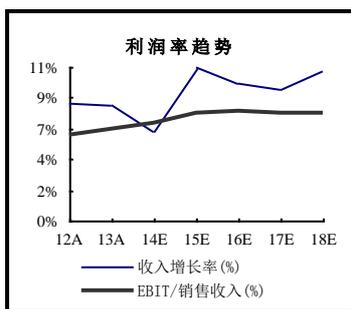
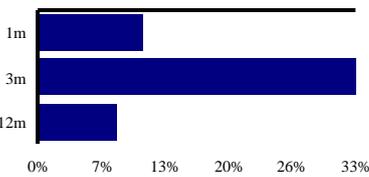
52 周价格范围 13.63-22.77

市值 (百万) 63,904

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	79,857	86,488	92,066	102,203	112,312	122,959	136,091
营业成本	59,704	64,586	69,160	76,246	83,927	92,004	101,895
税金及附加	430	433	368	409	449	492	544
销售费用	9,629	10,307	10,495	11,447	12,354	13,525	14,970
管理费用	5,189	5,443	5,588	6,204	6,817	7,464	8,261
EBIT	4,905	5,718	6,453	7,898	8,764	9,474	10,421
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	543	622	1,200	676	710	746	783
财务费用	-22	-46	-219	-258	-330	-410	-495
营业利润	5,270	6,169	7,776	8,754	9,706	10,570	11,648
所得税	1,068	1,163	1,454	1,639	1,810	1,966	2,160
少数股东损益	1,091	1,383	1,650	1,717	1,732	1,791	1,968
净利润	3,269	4,168	4,972	5,748	6,514	7,164	7,871
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	16,284	20,625	31,843	38,460	46,349	54,401	63,294
其他流动资产	71	59	59	59	59	59	59
长期投资	2,266	2,745	2,745	2,745	2,745	2,745	2,745
固定资产合计	6,347	7,057	7,185	7,101	6,878	6,598	6,308
无形资产及其他资产	1,376	1,668	1,650	1,616	1,569	1,524	1,504
资产合计	49,688	61,016	74,383	84,184	95,140	106,828	119,858
流动负债	31,341	38,006	43,485	47,312	51,459	55,821	61,162
非流动负债	2,921	3,016	2,299	2,299	2,299	2,299	2,299
股东权益	11,129	14,467	21,422	25,678	30,756	36,291	42,012
投入资本(IC)	-1,254	-1,447	-4,800	-5,444	-6,524	-7,250	-8,454
现金流量表							
NOPLAT	3,940	4,728	5,292	6,476	7,187	7,769	8,546
折旧与摊销	663	690	636	678	706	708	693
流动资金增量	509	1,059	3,465	526	809	401	894
资本支出	-1,223	-1,391	-751	-560	-435	-384	-382
自由现金流	3,889	5,086	8,642	7,120	8,267	8,494	9,750
经营现金流	5,519	6,510	9,459	7,736	8,721	8,908	10,148
投资现金流	-1,181	-1,376	449	116	275	362	400
融资现金流	-469	-925	1,309	-1,234	-1,107	-1,219	-1,655
现金流净增加额	3,869	4,210	11,217	6,618	7,889	8,051	8,894
财务指标							
成长性							
收入增长率	8.4%	8.3%	6.4%	11.0%	9.9%	9.5%	10.7%
EBIT 增长率	25.3%	16.6%	12.9%	22.4%	11.0%	8.1%	10.0%
净利润增长率	21.5%	27.5%	19.3%	15.6%	13.3%	10.0%	9.9%
利润率							
毛利率	25.2%	25.3%	24.9%	25.4%	25.3%	25.2%	25.1%
EBIT 率	6.1%	6.6%	7.0%	7.7%	7.8%	7.7%	7.7%
净利润率	4.1%	4.8%	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%	5.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	29.4%	28.8%	23.2%	22.4%	21.2%	19.7%	18.7%
总资产收益率(ROA)	6.6%	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%	6.7%	6.6%
投入资本回报率(ROIC)	-314.3%	-326.8%	-110.2%	-119.0%	-110.2%	-107.2%	-101.1%
运营能力							
存货周转天数	44.8	40.0	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6
应收账款周转天数	20.5	19.4	20.3	20.3	20.3	21.5	21.5
总资产周转天数	227	258	295	301	309	317	321
净利润现金含量	1.27	1.17	1.43	1.04	1.06	0.99	1.03
资本支出/收入	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	69.0%	67.2%	61.6%	58.9%	56.5%	54.4%	52.9%
净负债率	-129.6%	-129.3%	-143.2%	-145.2%	-146.9%	-146.7%	-147.9%
估值比率							
PE	19.5	15.3	12.8	11.1	9.8	8.9	8.1
PB	5.7	4.4	3.0	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.0	8.3	6.0	4.4	3.3	2.5	1.7
P/S	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
股息率	0.7%	1.6%	2.0%	2.3%	2.3%	2.6%	3.4%

绝对价格回报 (%)



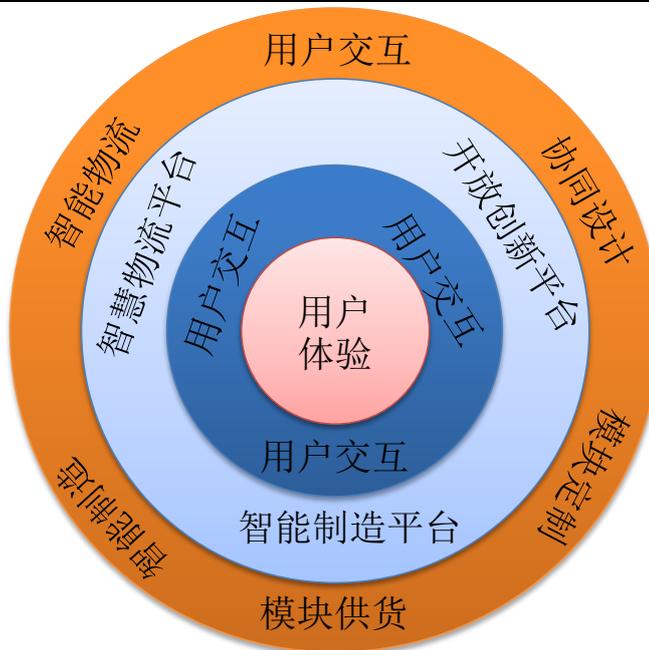
我们近期参加了海尔在青岛举办的“创客大会”，学习了张瑞敏先生关于海尔战略转型的构想，深入了解了公司在平台化战略、互联网工厂建设等一系列战略性举措和阶段性成果。我们认为，海尔 2014 年在推进的“投资驱动平台”（推动企业创新）和“用户付薪平台”（推动企业接近客户，挖掘“粉丝”价值）方面取得了阶段性成果，且制造端的“互联工厂”已经具有了相当强的柔性生产能力，为个性化的批量定制化生产打下了良好的基础。综合看来，我们认为青岛海尔在与互联网资源整合，释放企业创新能力和适应互联网时代下消费者的新需求方面，都处于行业领先的地位。

我们认为，在这一良好的基础之上，随着消费者对互联网依赖程度和对消费体验的依赖程度不断提高，海尔在产品竞争力和盈利能力上都将持续提升。因此，我们上调 2015 年收入/EPS 预测至 1022 亿/1.9 元（原 1008 亿元/1.77 元，+1.3%/7.1%），上调目标价至 28.5 元（原 21.06 元，+35%），对应 2015 年 15 倍 PE 估值。建议“增持”。

1. 以用户为中心，颠覆传统产品开发和销售模式

海尔正在构建以用户为中心的大规模个性化定制模式和生态系统，这个系统已经初步成型。

图 1. 海尔以用户为中心的大规模定制生产生态系统



数据来源：国泰君安证券研究

海尔是最早大力推进电商战略的家电企业，并且在与消费者进行在线互动方面先知先觉。我们在《2015 年家电行业策略：家电行业变形计》（2014-11-18）对此进行了一个初步的阐释，电商化对家电行业的意义不仅在于消除中间环节成本，还在于厂商得以与消费者直接交互，信息获取的成本的即时性大大增强，这种变化对制造业的影响是深远的。

以海尔为例，海尔已经发展出了一套用户交互→产品创新的机制，在原有客服和渠道市场反馈的基础上增加开发者论坛、用户在线反馈数据挖掘等通道，大大提升了产品研发的效率和产品的成功率。例如海尔推出的“风洞”空调就是与消费者互动的成果，并且获得了不俗的成绩。

图 2. 商业模式创新：以海尔为核心的商业“共生体”



数据来源：国泰君安证券研究

这是在互联网时代尤为关键的“商业模式”创新

互联网使得信息的传递和人与人之间的交互成本无限接近于零，海尔得以整合全球“用户智慧”和“专业头脑”，将这些资源纳入到同一利益“共生体”之内，提升产品附加值，降低产品研发损耗，同时依托互联网交易和智慧物流大大降低交易的成本和风险。我们认为这是在互联网时代尤为关键的“商业模式”创新。

在这新视角下，企业价值体系得以扩张，市场价值挖掘的空间大幅延展，以消费者为中心的资源整合视角使得海尔得以通过资源再整合大幅提升社会效益和剩余价值，同时获得更多的价值分配。

2. 工业 3.x，颠覆产品的生产模式

用户的需求得以更有效的收集和分析，并同时整合全球资源的同时，能够按需求进行定制化的、柔性的生产安排的生产能力是整个新商业模式的另一基础。海尔在 2013 年工业 4.0 概念被提出时就开始对工厂的互联网化和数据化进行积极研究的探索。

海尔互联工厂与工业 4.0 理想还有差距，但可以认为公司已经处于工业 3.x 阶段

通过大量的传感器、大数据处理工具和机器人协作，海尔互联网工厂得以高效地完成定制化批量订单的生产，在不提高制造成本的基础之上提升产品的附加值，以及为创新性设计的低成本实践提供有力支撑。由于海尔互联工厂距离与需求实时互动还有一定距离（这需要 IT 系统和企业运营机制做出相应调整，还需要消费者需求与上游资源的发展与成熟），我们认为海尔互联网工厂处于工业 3.x 阶段。

图 3. 海尔互联网工厂融合于海尔生态圈中



数据来源：国泰君安证券研究

海尔在 2014 年已经完成了沈阳冰箱互联网工厂、青岛热水器互联网工厂、佛山洗衣机互联网工厂和郑州空调互联网工厂建设

依托菲雪派克在制造设备的强大设计和生产能力，以及全球领先自动化设备供应商和集成商的支持，海尔在 2014 年已经完成了沈阳冰箱互联网工厂、青岛热水器互联网工厂、佛山洗衣机互联网工厂和郑州空调互联网工厂建设。

2014 年海尔中期报告显示，公司沈阳冰箱互联工厂成为业内第一个智能自动化互联示范工厂，拥有全球第一条高柔性个性化定制总装线。在这一产线上，前工序吸附、发泡等核心工序均采用引领的高自动化线体；物流实现了白电引领的按定制需求快速柔性无人配送，大量机器人的使用进一步提升产品品质保障度；可支持 9 个平台 500 多个型号的柔性大规模定制，快速满足用户的个性化体验。青岛滚筒互联工厂内筒智能无人生产线加工效率提升 3 倍，打造出家电行业首个黑灯车间。

图 4. 沈阳冰箱互联网工厂实景及效率提升情况

沈阳冰箱智能化互联工厂推进成果		
单线产能	单位面积产出	生产周期
100万 →180万台	50台/平 →100台/平	4小时→2 小时

数据来源：上市公司 2014 年中期报告，国泰君安证券研究

依托柔性化生产能力，未来海尔的互联网工厂将能够承接个性化批量订单，并高效率地生产。这种能力将改变原有研发-采购-大规模生产-市场营销-零售的供给推动模式，为需求推动的新模式（C2B）创造发展的空

间。

3. 上调盈利预测与目标价，建议“增持”

我们上调公司 2015/2016 年收入预测至 1022/1123 亿元(原 1008/1097 亿元, +1.3%/2.4%), 同时上调 2015/2016 年 EPS 预测至 1.90/2.15 元(原 1.77/1.96 元, +7.1%/9.9%)。

表 1. 公司盈利预测调整情况

本次更新	2015/1/15			上次更新			2014/10/30		
	2014E		变化	2015E		变化	2016E		变化
	旧预测	新预测		旧预测	新预测		旧预测	新预测	
收入	92,066	92,066	不变	100,848	102,203	+1.3%	109,688	112,312	+2.4%
EBIT	6,453	6,453	不变	7,294	7,898	+8.3%	7,856	8,764	+11.6%
EPS	1.64	1.64	不变	1.77	1.90	+7.1%	1.96	2.15	+9.9%

数据来源: 国泰君安证券研究

在地产复苏、原材料成本下降、人民币贬值推动出口复苏三大动力推动下, 家电行业估值水平有了明显的修复。考虑到海尔在互联网化、智能化以及工业 4.0 等方面的卓越表现, 我们认为公司未来的竞争力、盈利能力均有不断超越现有预期的可能性。因此我们认为应该给予海尔较多的估值溢价。我们给予公司 2015 年 15xPE 估值, 对应股价 28.5 元(原 21.06 元, +35%)。建议“增持”。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		