CMS 招商证券

推荐（维持）

主业经营回升，估值优势显著

2019 年 07 月 30 日

海尔电器1169.hk简评

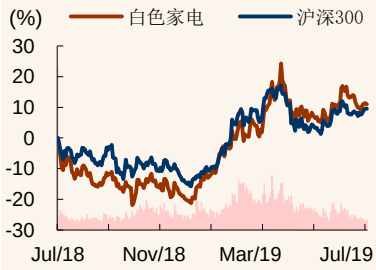
上证指数 2941

行业规模

		占比%
股票家数（只）	28	0.8
总市值（亿元）	9686	1.8
流通市值（亿元）	9117	2.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.1	25.2	9.4
相对表现	-0.8	4.6	-0.1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《2019.6 月空调数据简评—高基数内销出货下滑，美的仍优于行业》2019-07-20

2、《2019.5 月空调数据简评—内销略有下滑，美的强势依旧》2019-06-21

3、《2019.4 月空调数据简评—内销平稳，美的亮眼》2019-05-17

纪敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

隋思誉
0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn
S1090519070003

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

- **主业回暖，终端将逐渐向出货端传导。**洗衣机和热水器是海尔电器旗下两大家电业务板块。洗衣机板块自 18H2 以来，行业内销出货增速明显放缓，2019 年 1-4 月洗衣机内销出货甚至出现同比下滑；直至 19.5-6 月，行业整体景气有所复苏，内销出货量+8%/+7.2%（产业在线）。海尔洗衣机 Q2 销售情况也有所改善，内销出货+0.8%/+6.9%；终端销售（中怡康线下）+11.8%/+4.6%，终端改善早于出货。热水器方面，2019.6 零售量同比增速也已转正，海尔 5-6 月单月零售量 YoY+12.8%/+6.8%，领先于行业更早复苏。

  1）洗衣机：18Q4、19Q1 海尔洗衣机业务收入 YoY-4.5%/+4%；19Q2，据中怡康，海尔洗衣机市占率在 32%+，较去年同期提升 1.8pct；4-6 月 ASP+3%/+8%/+9%，持续上涨，量价层面均呈良好趋势。

  2）热水器：18Q4、19Q1 热水器收入 YoY-1.7%/+1.7%；19Q2，据中怡康，海尔热水器月度平均市占率在 20%+，较去年同期提升 1pct+，竞争对手 A.O.史密斯份额同期则同比下降；但 ASP 层面，海尔 Q2 均价 YoY-4.4%，故销额层面预计 Q2 也仅为小幅改善。

  3）分销&物流：分销、物流业务趋稳，对盈利影响有限；Q2 黑电、空调销售景气弱，或将影响分销业务收入。依 2018 年报海尔电器分部收入、利润占比初步测算，洗衣机/热水器/渠道分销/物流利润率分别为 9.8%/12.1%/1.9%/4.4%，物流、分销对公司盈利能力的影响有限。

图 1：海尔电器营收结构拆分

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
洗衣机营收	4225	3541	5558	6229	4899	4410	6231	5949	5094
YoY	22.2%	24.5%	19.9%	25.0%	16.0%	24.6%	12.1%	-4.5%	4.0%
热水器营收	1390	1310	1572	2165	1712	1570	1709	2129	1775
YoY	13.7%	16.6%	19.3%	27.7%	23.2%	19.9%	8.7%	-1.7%	3.7%
渠道营收	14309	14916	17672	16766	16739	17526	17292	16478	16482
YoY	21.7%	28.8%	28.2%	16.7%	17.0%	17.5%	-2.2%	-1.7%	-1.5%
物流营收	1940	2086	2211	2763	2125	2521	2642	2856	2209
YoY	25.2%	17.8%	18.1%	16.5%	9.5%	20.8%	19.5%	3.4%	4.0%
其他营收	(4146)	(3711)	(5385)	(6614)	(4889)	(4298)	(6040)	(6312)	(4930)
YoY	20.5%	21.0%	18.3%	22.3%	17.9%	15.8%	12.2%	-4.6%	0.8%
总营收	17718	18142	21628	21310	20586	21729	21834	21101	20630
YoY	21.8%	27.3%	26.8%	18.4%	16.2%	19.8%	1.0%	-1.0%	0.2%
总归母净利润	678	685	873	1122	833	835	1003	1119	919
YoY	19.6%	21.6%	21.2%	20.1%	22.9%	21.9%	14.9%	-0.3%	10.3%
NPM	3.8%	3.8%	4.0%	5.3%	4.0%	3.8%	4.6%	5.3%	4.5%

资料来源：公司公告、招商证券

- **更强的盈利能力，向好的经营趋势。**2014-2018 年，海尔电器依托较高的产品定位，持续优化产品结构，实现盈利能力的改善：毛利率从 2014 年的 14.7%，提高到 2018 年的 17.8%；净利率也由 3%提高到 4%；19Q1 在加大的经营压力下仍然实现 4.5%的净利率，YoY+0.5pct。
- **估值优势显著。**公司 Q1 总营收合计增长 0.2%，归母净利增长 10.3%，预计 Q2 收入端可能受黑电、空调的渠道业务而有所拖累；但考虑到零售端改善在 H2 将进一步向出货端传导，全年业绩仍然值得期待。据 wind 保守预计 19 年净利润 41~42 亿（+8~10%），当前市值约 479 亿，18 年报账面净现金 190 亿，扣除现金后 19 年 PE 估值仅约 7x。
- **风险提示：消费品景气下行超预期、地产景气下行超预期**

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:
纪 敏　复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。
吴 昊　新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。
隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017 年入职。
团队荣誉:
金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师
新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名
金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名
水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名
保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。