

青岛海尔

600690

增持/ 维持评级

股 价	2009/12/09
RMB24.21	

基础数据

总股本（百万股）	1339
流通 A 股（百万股）	756
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	18295

财务数据

市净率 (X)	4.3
TRACING P/E (X)*	32.94
EPS (元)	0.72
股息率 (%)	0.62

*最近四季盈利计算。

相关研究

《3 季度收入快速增长》

2009/10/23

《转型效果初现 更快成长在未来》

2009/08/11

《海尔转型 意在高远》

2009/07/14

分 析 师
 陈伟彦
 +755-82492946
 chenwy@lhqz.com

折价受让股权 大白电格局初成

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	30408.0	26577.2	32364.6	37112.6	42679.5
(+/-%)	3.2	2.4	6.4	14.7	15.0
归属母公司净利润(百万元)	768.2	966.4	1182.8	1540.0	2103.6
(+/-%)	19.4	28.7	54.0	30.2	36.6
EPS(元)	0.57	0.72	0.88	1.15	1.57
P/E(倍)	42.2	33.5	27.4	21.0	15.4

■ **背景。**公司此次公告包括两方面：拟以每股 3.0 港币受让集团持有的海尔电器 31.9% 股权；旗下控股子公司日日顺电器拟与 FPA（海尔集团收购的新西兰家电企业）签订协议，在中国市场销售 FPA 的产品。

■ **大白电格局已成。**此次股权受让后，公司将持有海尔电器 51.3% 的股权，成为海尔电器的控股股东，大白电（空调、冰箱 + 洗衣机）的布局已成。

■ **高折价率凸显集团支持。**无论是相对于行业估值水平，还是相对与市场价格，此次股权转让价格都有很高折价（相比目前市场价格折价 33%），此次转让价格都低于公司的市场价值，这些凸显了集团将 A 股作为白电上市平台并做大做强战略意图，可消除市场前期对集团战略定位的担忧。

■ **白电整合是持续的过程。**公司明确宣称将支持海尔电器在现有业务基础上发展在三四级市场的新业务模式，加上日日顺与 FPA 的合作，以及前期海尔电器成立专注三四级市场营销渠道的子公司。我们认为：公司作为海尔集团的白电旗舰，白电整合（在产品 and 产业链两方面的延伸和扩张）和业绩释放是一个持续的过程，这也将成为股价上涨的持续动力。

■ **“增持”。**我们之前预计公司 09-10 年 EPS 为 0.88 元、1.15 元，如此次股权受让可通过审批，对公司 2010 年 EPS 的增厚预计约为 0.10 元，则公司 2010 年 EPS 可为 1.25 元。我们看好公司管理改善和白电整合前景，看好公司未来 2 年业绩快速增长趋势和成长弹性，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现

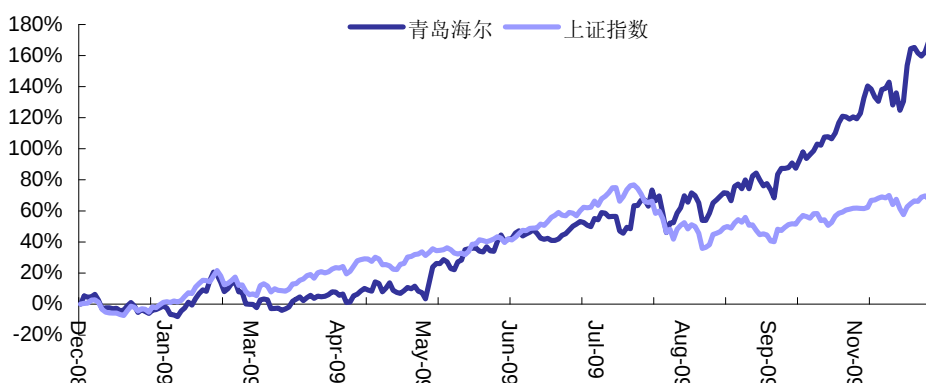


表 1、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7863	9998	12438	15724	营业收入	30408	32365	37113	42680
现金	2462	5630	8021	10970	营业成本	23376	23691	27707	31864
应收账款	795	615	705	811	营业税金及附加	95	85	101	118
其它应收款	73	81	106	114	营业费用	4075	4466	4936	5620
预付账款	169	162	190	218	管理费用	1691	2199	2067	1963
存货	1853	1886	1930	1902	财务费用	104	43	22	-1
其他	2512	1623	1486	1709	资产减值损失	51	20	20	20
非流动资产	4367	4247	4298	4241	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1384	1300	1365	1433	投资净收益	151	80	120	150
固定资产	2456	2612	2672	2555	营业利润	1167	1941	2379	3246
无形资产	135	155	175	195	营业外收入	34	50	50	50
其他	393	180	86	58	营业外支出	64	20	60	60
资产总计	12231	14245	16736	19965	利润总额	1137	1971	2369	3236
流动负债	4445	5080	5825	6625	所得税	158	394	355	485
短期借款	175	100	100	100	净利润	979	1577	2014	2751
应付账款	1614	1658	1940	2230	少数股东损益	211	394	474	647
其他	2656	3322	3785	4295	归属于母公司净利润	768	1183	1540	2104
非流动负债	85	87	87	87	EBITDA	1609	2349	2831	3730
长期借款	79	79	79	79	EPS (元)	0.57	0.88	1.15	1.57
其他	6	8	8	8	主要财务比率				
负债合计	4530	5168	5912	6712	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	927	1321	1795	2442	成长能力				
股本	1339	1339	1339	1339	营业收入	3.2%	6.4%	14.7%	15.0%
资本公积	3006	3006	3006	3006	营业利润	29.7%	66.4%	22.6%	36.4%
留存收益	2430	3412	4684	6466	净利润	19.4%	54.0%	30.2%	36.6%
归属母公司股东权益	6774	7756	9028	10811	获利能力				
负债和股东权益	12231	14245	16736	19965	毛利率	23.1%	26.8%	25.3%	25.3%
现金流量表					净利率	2.5%	3.7%	4.1%	4.9%
单位: 百万元					ROE	11.3%	15.2%	17.1%	19.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	30.0%	77.5%	124.5%	235.0%
经营活动现金流	1318	3810	3062	3514	偿债能力				
净利润	979	1577	2014	2751	资产负债率	37.0%	36.3%	35.3%	33.6%
折旧摊销	338	365	430	485	净负债比率				
财务费用	104	43	22	-1	流动比率	1.77	1.97	2.14	2.37
投资损失	-151	-80	-120	-150	速动比率	1.35	1.59	1.80	2.08
营运资金变动	183	1757	660	424	营运能力				
其它	-135	149	57	5	总资产周转率	2.60	2.44	2.40	2.33
投资活动现金流	1318	-310	-411	-277	应收账款周转率	42	44	53	53
资本支出	402	443	435	334	应付账款周转率	11.74	14.48	15.40	15.28
长期投资	-682	-83	65	62	每股指标 (元)				
其他	1037	50	90	120	每股收益	0.57	0.88	1.15	1.57
筹资活动现金流	-223	-431	-360	-388	每股经营现金流	0.98	2.85	2.29	2.62
短期借款	78	-75	0	0	每股净资产	5.06	5.79	6.75	8.08
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	42.18	27.40	21.04	15.40
资本公积增加	-11	0	0	0	P/B	4.78	4.18	3.59	3.00
其他	-290	-356	-360	-388	EV/EBITDA	19	13	11	8
现金净增加额	39	3069	2291	2848					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。