

2010-06-09

家用电器

青岛海尔 600690.SH

减少交易成本和少数股东损益有实质进展

◇ 事件：公司采购费率下调、增持海尔电器及增资章丘电机公告

◆公司有意减少交易成本和少数股东损益

我们在五月中旬的调研中了解到公司希望通过三个方面的综合努力提高盈利能力：（1）优化产品结构，提高毛利率；（2）减少交易成本、降低费用率；（3）减少少数股东损益。目前公司在上述领域都取得实质的进展。其中，优化产品结构效果已经体现，2010年1-4月公司在城镇市场冰箱和洗衣机的零售均价有8%-17%的同比上升。

◆增持海尔电器，减少少数股东损益

目前公司持有海尔电器 51.31% 的股份，公司还将通过二级市场增持。一方面，增持是公司看好海尔电器的发展前景，为下半年日日顺渠道注入创造更好的条件。另一方面是公司减少少数股东损益的途径。2009年少数股东损益占净利润的20%，2010年一季度港股并表后这一比例提升至37%。公司将遵循先易后难的方式降低少数股东损益。

◆关联采购费率降低

2010年6月公司与青岛海尔零部件采购有限公司及青岛海尔国际贸易有限公司原材料代理费用由2.25%降低为1.75%。公司预计2010年上述相关交易额占总体采购的40%，因此我们预计可当年可节约采购成本0.1%，2011年可节约采购成本0.2%。

◆与丹佛斯合作建设400万台新型冰箱压缩机电机项目

子公司章丘电机将与丹佛斯合作建设400万台新型冰箱压缩电机项目，压缩机电机的自给率将提高25个百分点。公司一体化率进一步提高。

◆维持“买入”评级

由于公司盈利能力改善，且下半年存在日日顺资产注入预期，维持买入评级。我们暂不调整公司盈利预测，但由于市场估值重心下移，给予公司2010年20倍PE估值，目标价格24.40元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	30,408	32,979	49,847	58,268	66,817
营业收入增长率	3.19%	8.46%	51.15%	16.89%	14.67%
净利润（百万元）	768	1,149	1,638	1,986	2,395
净利润增长率	19.35%	49.64%	42.52%	21.21%	20.59%
EPS（元）	0.57	0.86	1.22	1.48	1.79
ROE（归属母公司） （摊薄）	11.34%	14.89%	17.50%	18.17%	18.68%
P/E	32	21	15	12	10
P/B	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	19	12	8	6	4

维持

买入

当前价格	18.46 元
目标价格	24.40 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930209110229）

联系人：何伟

021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,339
总市值(百万元)	24,709
流通比例(%)	67.07%
12个月最高/最低(元)	25.99/12.25
近3月日均成交量(百万股)	10.17
主要股东	海尔电器国际股份有限公司

股价表现(12个月)

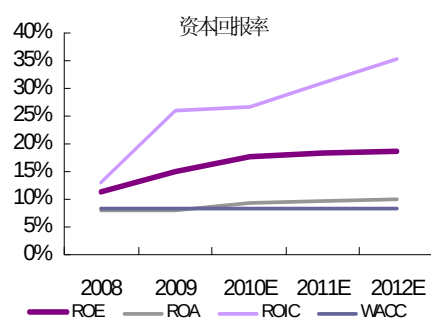
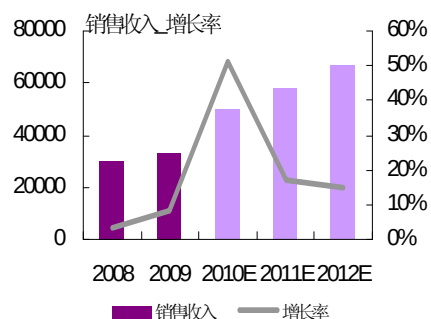
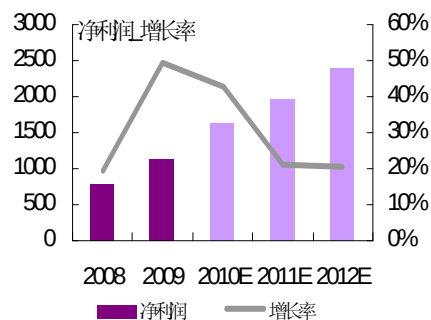
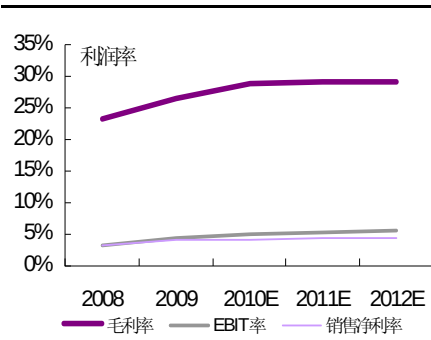
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.37	5.39	56.88
绝对收益	13.52	-12.47	48.43

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,408	32,979	49,847	58,268	66,817
营业成本	23,376	24,263	35,479	41,360	47,400
折旧和摊销	258	361	362	392	406
营业税费	95	135	199	233	267
销售费用	4,075	4,984	8,125	9,498	10,691
管理费用	1,691	2,116	3,489	4,079	4,677
财务费用	104	-8	-68	-79	-98
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	151	167	175	184	193
营业利润	1,167	1,631	2,762	3,345	4,051
利润总额	1,137	1,740	2,762	3,345	4,051
少数股东损益	211	225	447	537	644
归属母公司净利润	768.18	1,149.47	1,638.27	1,985.77	2,394.63

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	12,231	17,497	22,140	26,166	30,557
流动资产	7,863	12,895	17,347	21,546	26,125
货币资金	2,462	6,282	7,371	9,906	12,788
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	795	1,205	1,894	2,214	2,539
应收票据	2,512	3,505	5,298	6,193	7,101
其他应收款	73	63	76	71	70
存货	1,853	1,743	2,565	2,996	3,436
可供出售投资	5	11	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,384	1,527	1,545	1,563	1,583
固定资产	2,456	2,449	2,863	2,730	2,569
无形资产	135	198	188	179	170
总负债	4,530	8,745	11,302	13,223	15,080
无息负债	4,236	8,705	11,302	13,223	15,080
有息负债	294	40	0	0	0
股东权益	7,701	8,752	10,838	12,943	15,477
股本	1,339	1,339	1,339	1,339	1,339
公积金	4,167	4,262	4,575	4,953	5,409
未分配利润	1,269	2,120	3,445	4,636	6,070
少数股东权益	927	1,032	1,479	2,015	2,659

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,318	4,626	1,767	3,091	3,508
净利润	768	1,149	1,638	1,986	2,395
折旧摊销	258	361	362	392	406
净营运资金增加	-158	-2,960	2,451	586	694
其他	450	6,076	-2,685	128	14
投资活动产生现金流	-1,056	-236	-707	-218	-219
净资本支出	-135	-198	700	200	200
长期投资变化	1,384	1,527	-18	-18	-19
其他资产变化	-2,304	-1,565	-1,389	-400	-400
融资活动现金流	-223	-569	28	-338	-406
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	118	-254	-40	0	0
无息负债变化	279	4,469	2,597	1,921	1,857
净现金流	39	3,821	1,088	2,535	2,883

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.19%	8.46%	51.15%	16.89%	14.67%
净利润增长率	19.35%	49.64%	42.52%	21.21%	20.59%
EBITDA 增长率	-11.00%	43.27%	58.53%	20.60%	19.92%
EBIT 增长率	21.72%	44.08%	73.04%	22.37%	21.99%
估值指标					
PE	32	21	15	12	10
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	19	12	8	6	4
EV/EBIT	23	15	9	7	5
EV/NOPLAT	27	20	12	9	7
EV/Sales	1	1	0	0	0
EV/IC	4	5	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.13%	26.43%	28.83%	29.02%	29.06%
EBITDA 率	4.19%	5.53%	5.78%	5.96%	6.23%
EBIT 率	3.34%	4.44%	5.05%	5.29%	5.63%
税前净利润率	3.74%	5.28%	5.54%	5.74%	6.06%
税后净利润率 (归属母公司)	2.53%	3.49%	3.29%	3.41%	3.58%
ROA	8.00%	7.86%	9.42%	9.64%	9.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.34%	14.89%	17.50%	18.17%	18.68%
经营性 ROIC	13.10%	25.88%	26.67%	30.94%	35.27%
偿债能力					
流动比率	1.77	1.48	1.54	1.64	1.74
速动比率	135.23%	128.22%	131.31%	140.76%	150.91%
归属母公司权益/有息债务	23.05	193.99	-	-	-
有形资产/有息债务	40.53	430.77	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	0.86	1.22	1.48	1.79
每股红利	0.15	0.00	0.31	0.38	0.45
每股经营现金流	0.98	3.46	1.32	2.31	2.62
每股自由现金流(FCFF)	0.97	3.29	-0.68	1.41	1.70
每股净资产	5.06	5.77	6.99	8.16	9.58
每股销售收入	22.72	24.64	37.24	43.53	49.92

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。

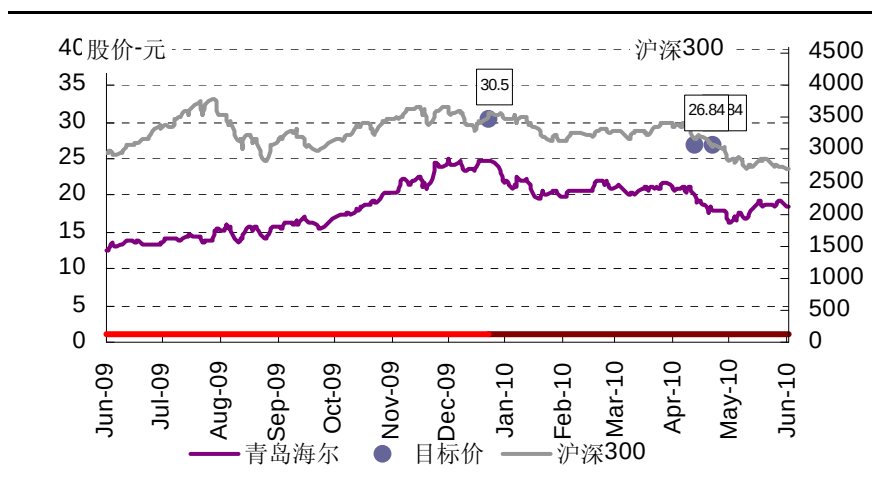
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

青岛海尔（600690）

分析师：赵磊



日期	股价	目标	评级
2009-12-30	24.77	30.50	买入
2010-04-18	21.11	26.84	买入
2010-04-29	18.51	26.84	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。