

青岛海尔 (600690.SH) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

做强上市公司又一步：H 股收购集团物流资产

事件

青岛海尔公告，其控股 51% 的 H 股海尔电器以全现金 7.63 亿元、收购集团物流资产（青岛海尔物流有限公司）100% 的股权，对应 09 年 9.53 倍 PE、2.73 倍 PB。该项关联交易尚需提交股东大会审议。

评论

海尔物流是一块优质资产：海尔物流成立于 2000 年，目前下有北京、青岛、重庆、合肥四大分支机构。在海尔集团自身庞大的业务量和下，海尔物流的规模和运营效率都具备相当的市场竞争力和社会化服务能力。公司 2009 年收入 16.9 亿元、净利润 8006 万，净利率 4.7%。

收购强化海尔电器日日顺业务的独立性和社会化服务能力：公司控股 51% 的 H 股海尔电器的业务重点已经定位为发展三四级市场的家电通路业务（日日顺），因此，收购集团物流资产将令日日顺的业务结构更为独立和完善，为其加大海尔以外品牌经营比重的努力提供更好的平台，对于打开日日顺的发展空间有很大帮助。

收购增厚公司业绩，并减少关联交易：1) 收购增厚公司利润，且现金收购不稀释股本，因此以 09 年海尔物流的业绩测算，年化后增厚 A 股 EPS 约 0.03 元。2) 减少与集团的关联交易额和费用；09 年青岛海尔向海尔物流的采购金额约为 30 亿元、销售金额约为 2.4 亿元。

投资建议

盈利预测调整：基于此，我们分别上调对公司明后年的盈利预测 0.03 元，即 EPS 1.330、1.715、2.047 元，增速 55%、29%、22%。

投资建议：我们认为公司对于适应信息化时代的商业模式、精细化管理等方面的探索在国内家电企业中处于明显的领先水平，期待也有信心效果会逐渐体现到公司的业绩增长上。目前股价对应 17X10PE，考虑海尔集团在强化上市公司白电旗舰地位上还可能后续动作，我们认为 3-6 个月公司的估值在 20X10PE-17X11PE 之间是合理的，即 26.6-28.6 元，距离目前股价还有 17-26% 的空间，维持买入建议。

图表1：三张表与预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	29,469	30,408	32,979	55,129	67,553	78,464
增长率		3.2%	8.5%	67.2%	22.5%	16.2%
主营业务成本	-23,868	-23,376	-24,263	-41,356	-50,775	-59,230
% 销售收入	81.0%	76.9%	73.6%	75.0%	75.2%	75.5%
毛利	5,601	7,032	8,716	13,772	16,778	19,234
% 销售收入	19.0%	23.1%	26.4%	25.0%	24.8%	24.5%
营业税金及附加	-66	-95	-135	-221	-270	-314
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-3,502	-4,075	-4,984	-8,269	-9,795	-11,138
% 销售收入	11.9%	13.4%	15.1%	15.0%	14.5%	14.2%
管理费用	-1,187	-1,691	-2,116	-3,308	-3,822	-4,237
% 销售收入	4.0%	5.6%	6.4%	6.0%	5.7%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	845	1,171	1,481	1,975	2,891	3,545
% 销售收入	2.9%	3.9%	4.5%	3.6%	4.3%	4.5%
财务费用	-48	-104	8	26	27	46
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	37	-51	-26	-51	-32	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	65	151	167	150	180	210
% 税前利润	7.4%	13.3%	9.6%	5.7%	5.6%	5.5%
营业利润	899	1,167	1,631	2,100	3,065	3,768
营业利润率	3.1%	3.8%	4.9%	3.8%	4.5%	4.8%
营业外收支	-19	-30	110	550	150	70
税前利润	880	1,137	1,740	2,650	3,215	3,838
利润率	3.0%	3.7%	5.3%	4.8%	4.8%	4.9%
所得税	-126	-158	-366	-424	-514	-614
所得税率	14.3%	13.9%	21.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	754	979	1,375	2,226	2,701	3,224
少数股东损益	111	211	225	445	405	484
归属于母公司的净利润	644	768	1,149	1,780	2,296	2,740
净利率	2.2%	2.5%	3.5%	3.2%	3.4%	3.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	754	979	1,375	2,226	2,701	3,224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	277	390	383	261	256	271
非经营收益	-105	-231	-123	-548	-331	-280
营运资金变动	349	183	2,992	939	1,177	1,137
经营活动现金净流	1,275	1,320	4,626	2,877	3,803	4,352
资本开支	-292	-399	-263	170	-221	-305
投资	-11	-682	0	-1,711	-2	-1
其他	2	26	26	150	180	210
投资活动现金净流	-301	-1,056	-236	-1,391	-43	-96
股权募资	0	2	0	-1,232	1,368	0
债权募资	-86	118	-254	-85	0	0
其他	-226	-343	-315	0	-534	-689
筹资活动现金净流	-312	-223	-569	-1,317	834	-689
现金净流量	662	42	3,821	170	4,595	3,567

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,421	2,462	6,282	6,452	11,047	14,614
应收款项	2,347	3,380	4,773	7,099	8,588	9,851
存货	2,929	1,853	1,743	2,827	3,051	3,233
其他流动资产	94	169	97	165	205	239
流动资产	7,791	7,863	12,895	16,543	22,891	27,936
% 总资产	69.6%	64.3%	73.7%	72.3%	77.9%	80.9%
长期投资	621	1,389	1,538	3,249	3,249	3,250
固定资产	2,548	2,660	2,711	2,812	2,901	2,977
% 总资产	22.8%	21.7%	15.5%	12.3%	9.9%	8.6%
无形资产	147	136	199	268	326	387
非流动资产	3,398	4,367	4,602	6,330	6,478	6,615
% 总资产	30.4%	35.7%	26.3%	27.7%	22.1%	19.1%
资产总计	11,189	12,231	17,497	22,873	29,369	34,552
短期借款	97	215	40	0	0	0
应付款项	3,832	3,966	7,952	12,286	15,056	17,533
其他流动负债	115	264	707	1,375	1,721	2,024
流动负债	4,043	4,445	8,698	13,661	16,777	19,558
长期贷款	79	79	1	1	1	1
其他长期负债	10	6	47	0	0	0
负债	4,133	4,530	8,746	13,662	16,778	19,558
普通股股东权益	6,309	6,774	7,721	7,735	10,711	12,629
少数股东权益	747	927	1,032	1,477	1,882	2,365
负债股东权益合计	11,189	12,231	17,498	22,874	29,370	34,552

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.538	0.574	0.859	1.330	1.715	2.047
每股净资产	4.714	5.061	5.768	5.779	8.002	9.435
每股经营现金净流	0.955	0.984	3.456	2.150	2.841	3.251
每股股利	0.150	0.200	0.150	0.399	0.515	0.614
回报率						
净资产收益率	10.20%	11.34%	14.89%	23.02%	21.43%	21.70%
总资产收益率	5.75%	6.28%	6.57%	7.78%	7.82%	7.93%
投入资本收益率	10.01%	12.60%	13.30%	18.00%	19.28%	19.86%
增长率						
主营业务收入增长率	50.18%	3.19%	8.46%	67.16%	22.54%	16.15%
EBIT增长率	40.20%	38.56%	26.50%	33.32%	46.39%	22.63%
净利润增长率	105.03%	19.35%	49.64%	54.90%	28.94%	19.37%
总资产增长率	32.00%	9.31%	43.07%	30.72%	28.40%	17.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	8.2	11.1	10.0	9.5	9.0
存货周转天数	32.7	37.3	27.0	25.0	22.0	20.0
应付账款周转天数	29.2	31.1	35.9	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	29.4	29.6	27.2	17.0	14.3	12.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.81%	-28.15%	-71.32%	-70.03%	-87.72%	-97.46%
EBIT利息保障倍数	17.6	11.3	-185.9	-75.8	-108.0	-77.3
资产负债率	36.94%	37.03%	49.98%	59.73%	57.13%	56.60%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-06	买入	15.23	17.60 ~ 19.12
2	2009-08-11	买入	15.84	17.60 ~ 19.12
3	2009-09-15	买入	16.19	19.19 ~ 21.02
4	2009-10-23	买入	18.15	20.40 ~ 22.30
5	2009-12-14	买入	24.33	27.50 ~ 30.00
6	2010-04-19	买入	19.72	26.50 ~ 28.00
7	2010-06-10	买入	19.79	22.90 ~ 25.40
8	2010-08-28	买入	22.79	26.60 ~ 28.60

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室