

青岛海尔 (600690.sh)

盈利能力显著改善，未来蓝图愈加动人

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511030001

10 年业绩略超预期

公司 10 年实现营收 605.88 亿，同比增长 35.57% (可比口径)，归属于上市公司股东净利润 20.35 亿，同比增长 47.07%。10 年业绩略超此前的预期。

盈利能力显著改善，运营效率持续提升。

公司 10 年净利率 3.36%，相较 09 年上升约 0.25 个百分点，继续保持上升势头，盈利能力持续改善。改善主要来自 1、生产效率提升对冲了大部分原材料价格上涨压力；2、营运效率提升与协同效应带来销售费用率下降。

公司通过勤进快销等措施，有效地缩短了排产周期，加快了销售速度，公司的存货周转率、应收账款周转率等指标提升快速。而 10 年随着这些措施的深入执行，公司运营效率进一步增强，各项周转率指标进一步提升。

资产架构初步形成，未来蓝图愈加动人

随着 10 年一系列重组，公司的定位愈加清晰：母公司是家电产品与服务的提供商，而海尔电器则是虚实网与互联网结合下的家电（含 IT 产品）通路平台。未来两大业务主体的协同效应将会进一步体现。

未来 5 年集团的白电、家电上游，及其他家电相关业务将陆续注入上市公司，支持青岛海尔做大做强。目前正在积极筹备中，未来将以各方共赢为原则，陆续完成资产注入。未来公司将形成一体化产业链，具备更强的国际竞争力。

盈利预测与估值

预计 11~13 年公司 EPS 分别为 2.04 元、2.58 元、3.22 元。给予公司 11 年 18 倍市盈率，给予目标价 36.72 元，“买入”评级。

风险提示

原材料风险依旧存在。冰箱行业增速存在大幅下降的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	32,979.42	60,588.25	78,927.5	100,887.	129,174.
增长率 (%)	8.46%	83.72%	30.27%	27.82%	28.04%
EBITDA (百万元)	2,089.09	4,167.64	5,314.86	6,910.01	8,571.60
净利润(百万元)	1,149.47	2,034.59	2,733.80	3,451.44	4,318.82
增长率 (%)	49.64%	77.00%	34.37%	26.25%	25.13%
每股收益 (元)	0.859	1.518	2.040	2.576	3.223
市盈率	28.87	18.58	81.94	107.27	112.05
市净率	4.30	5.38	3.87	2.86	3.87
EV/EBITDA	13.39	7.45	4.63	2.73	1.30

数据来源: 青岛海尔股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	28.16
目标价格(元)	36.72
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.47%	0.57%	31.01%
沪深 300	0.06%	2.60%	-3.95%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,339.96/899.18

主要股东:

海尔电器国际股份有限公司

主要股东持股比例

23.48%

财务比率

ROE	28.98%
ROA	15.91%
资产负债率	67.58%
每股净资产(元)	5.24

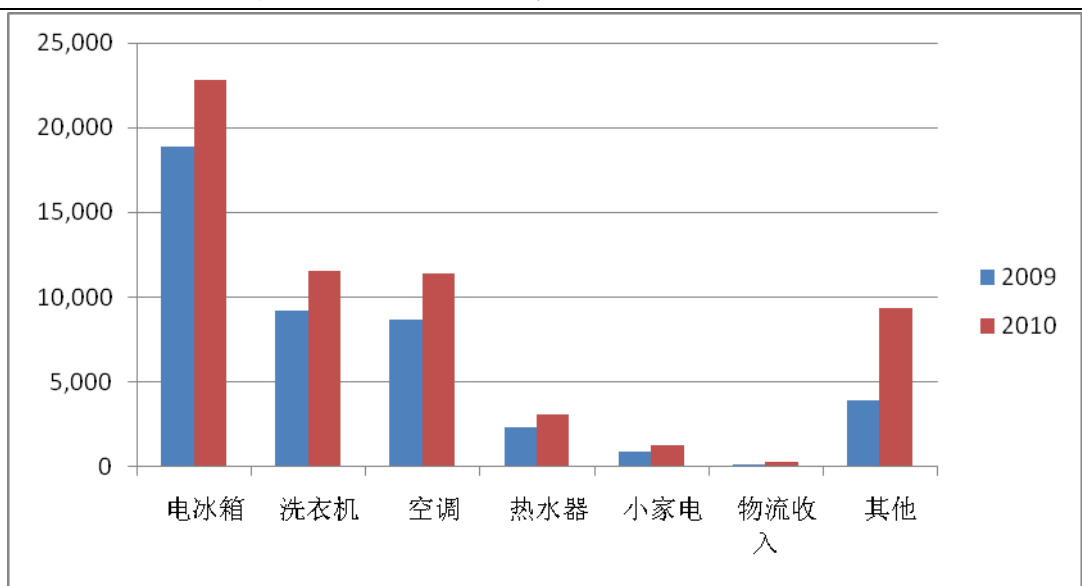
2010 年报数据

10年业绩略超预期

公司10年实现营收605.88亿，同比增长35.57%（可比口径），归属于上市公司股东净利润20.35亿，同比增长47.07%。10年业绩略超此前的预期。

分业务来看，10年公司的主要白电收入：电冰箱228亿，同比增长20.68%；洗衣机115亿，同比增长25.55%；空调114亿，同比增长31.21%。其他业务收入94亿，同比增长140.37%（其中属于日日顺的社会分销业务收入约26亿元，同比增长约192%）。

图 1：公司 09、10 年分项业务收入对比（单位：百万）



数据来源：公司公告

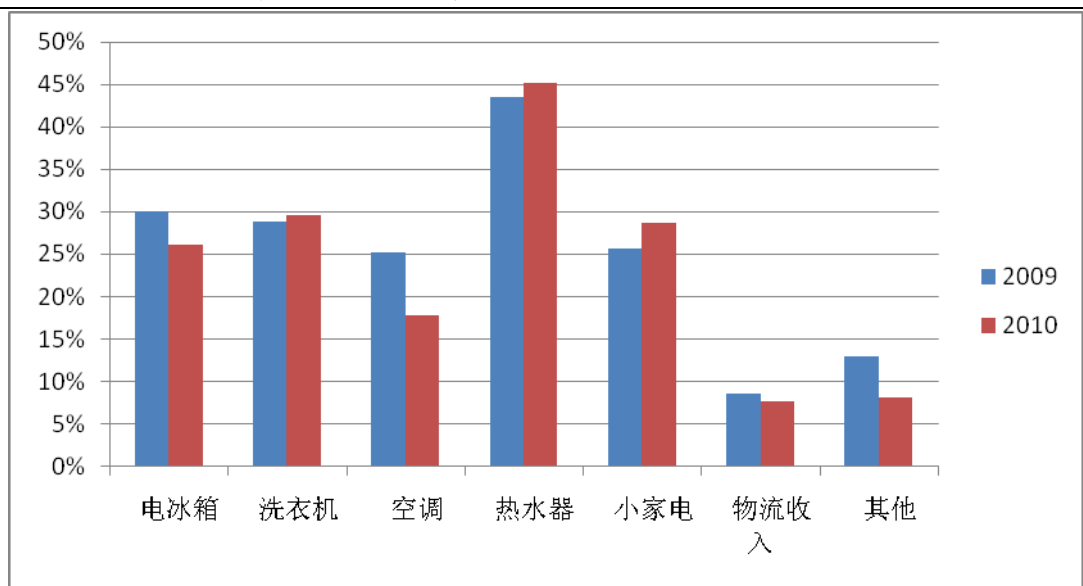
盈利能力显著改善，运营效率持续提升

毛利率略有下滑，销售费用率下降明显

公司10年净利率3.36%，相较09年上升约0.25个百分点，继续保持上升势头，盈利能力持续改善。改善主要来自两个方面。

首先是毛利率略有下滑。在原材料价格不断上涨的不利局面下，公司积极调整与优化生产与产品结构，通过深化产品模块化、优化产品结构、进一步减少中间环节成本等措施，使公司多项产品的毛利率不降反升，而整体毛利率也仅小幅下降。

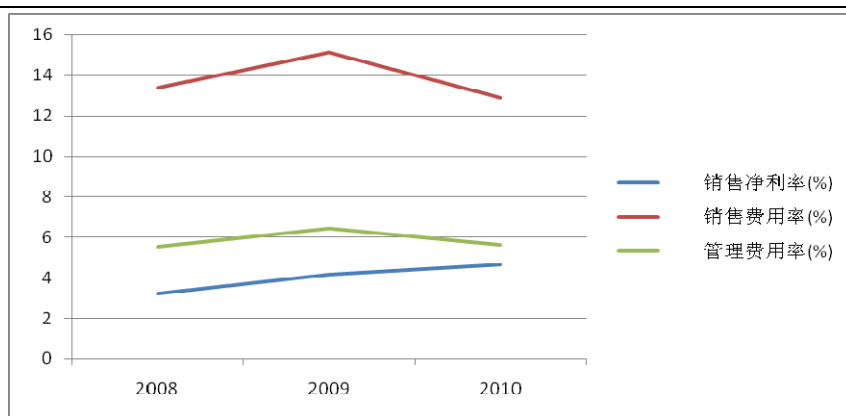
图 2：公司 09、10 年分项业务毛利率对比



数据来源：公司公告

其次是销售费用率与管理费用率下降明显，10年公司销售费用率由09年的15.98%下降为12.90%，管理费用率由6.42%降为5.64%。原因有两点，首先是经营改革走向深入，效率开始体现。近年来公司一个重大的经营理念变革是实施勤进快销与周单制，本质是通过生产环节与销售环节更密切的配合实现更高的资金使用效率。但由此带来的是制度实行初期较高的销售与管理费用。而10年年报显示，随着变革的深入，公司在经营效率方面继续显著改善的同时，费用率也显著下降。其次是资产整合初步完成后，公司与海尔电器的协同效应开始呈现，各项费用的效率得以显著提高。

图 3：10 年公司销售与管理费用率下降明显

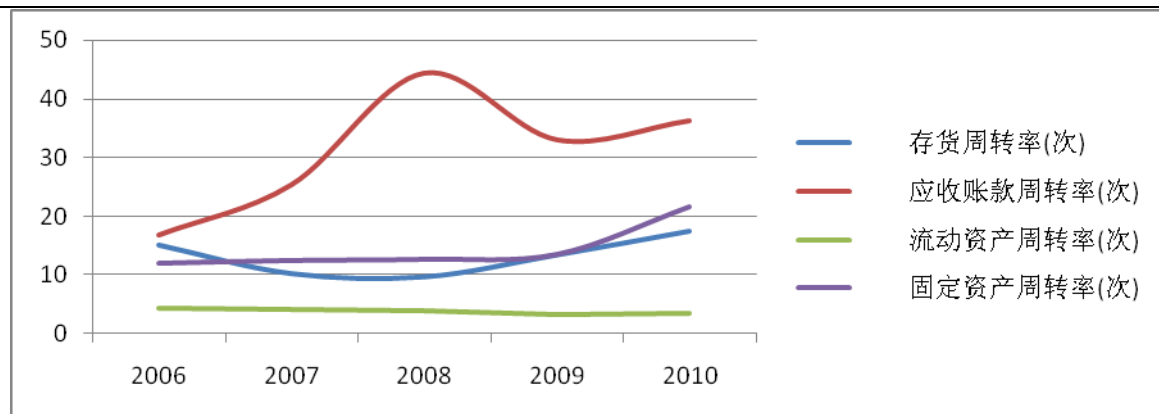


数据来源：公司公告

营运效率显著提升

上一小节我们提到，公司通过勤进快销等措施，有效地缩短了排产周期，加快了销售速度，公司的存货周转率、应收账款周转率等指标提升快速。而10年随着这些措施的深入执行，公司运营效率进一步增强，各项周转率指标也得到显著提升。

图 4：10 年公司经营效率显著提升



数据来源：公司公告

资产架构初步形成，未来蓝图愈加动人

业务框架搭建完毕

随着对海尔电器、合肥海尔空调，以及海尔物流三家公司股权的重组，公司作为集团旗下家电业务整合平台的定位愈加清晰。

在这一系列的股权整合完成后，集团家电业务的整体框架搭建基本完毕。公司的业务定位是家电产品与服务的提供商，优势在于制造、网络，与服务，而海尔电器的业务定位是虚实网与互联网结合下的家电（含IT产品）通路平台。10年两大业务主体的协同效应已经开始呈现，而未来协同效应还会进一步体现。

资产注入还将持续，公司竞争力将进一步加强

11年年初，海尔集团承诺5年内将陆续把集团的白电、家电上游，以及其他家电相关业务注入上市公司青岛海尔，支持青岛海尔做大做强。目前该计划正在积极筹备过程中，未来将视各项业务的准备成熟程度，以交易各方共赢为目标，陆续完成资产注入。未来公司将形成从上游原材料，到下游通路的完成产业链。一体化的产业链将有效促进公司“全球家电龙头”目标的实现。

10转赠10派1元，彰显公司对未来的信心

公司同时公告10年利润分配预案：以公司2010年末股本为基数，以资本公积向全体股东每10股转赠10股，同时每10股派1元。公司的分配方案显示了管理层对公司未来发展的信心。

盈利预测与估值

经过上述分析，我们给出下列关键假设：

- 1、冰箱行业整体增速较10年有所放缓，但公司量市场份额有所回升；同时公司三门、开门等高端冰箱占比进一步提升，产品结构进一步优化，均价上行。
- 2、公司空调业务市场份额保持稳定。
- 3、公司热水器业务中，太阳能热水器与燃气热水器增速快于整体热水器业务增速，同时带动毛利率继续上行。
- 4、洗衣机业务，滚筒洗衣机占比继续上升，毛利率水平提升。
- 5、社会分销与通路业务在11年达到50亿元销售额的水平。
- 6、公司协同效应持续体现，销售费用率微降，营运效率进一步提高。
- 7、暂不考虑集团后续资产注入。

上述假设下，我们预计11~13年公司EPS分别为2.04元、2.58元、3.22元。给予公司11年18倍市盈率，给予目标价36.72元，“买入”评级。

风险提示

10年冰箱行业的高增速主要源于农村市场的快速成长。11年，公司的冰箱业务可能面临农村需求增速放缓的风险。

公司依然面临原材料价格上涨的风险。

资产负债表

单位：百万元

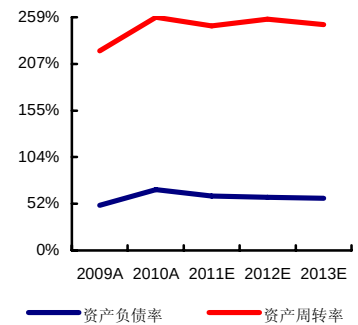
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,895	23,571	28,338	38,599	51,824
货币资金	6,282	10,098	13,148	18,884	26,556
应收及预付	4,870	9,860	12,243	16,154	20,689
存货	1,743	3,557	2,947	3,561	4,580
其他流动资产	0	56	0	0	0
非流动资产	4,602	5,696	5,621	6,008	6,508
长期股权投资	1,527	1,078	1,078	1,078	1,078
固定资产	2,449	3,172	3,338	3,458	3,635
在建工程	262	645	797	994	1,238
无形资产	199	364	408	478	557
其他长期资产	164	437	0	0	0
资产总计	17,497	29,267	33,959	44,607	58,332
流动负债	8,698	18,673	20,493	26,100	33,515
短期借款	0	861	0	0	0
应付及预收	8,658	17,795	20,493	26,100	33,515
其他流动负债	40	17	0	0	0
非流动负债	47	1,105	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	1,105	0	0	0
负债合计	8,745	19,778	20,493	26,100	33,515
股本	1,339	1,340	1,340	1,340	1,340
资本公积	3,031	1,781	1,781	1,781	1,781
留存收益	3,352	3,891	6,624	10,076	14,395
归属母公司股东权益	7,721	7,020	9,745	13,197	17,516
少数股东权益	1,032	2,469	3,605	5,039	6,834
负债和股东权益	17,497	29,267	33,843	44,336	57,865

利润表

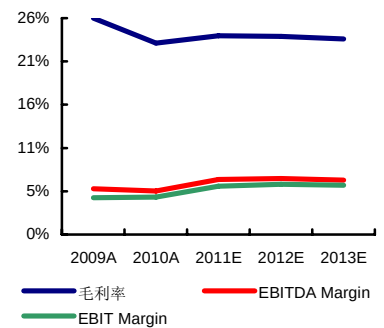
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	32979	60588	78928	100887	129175
营业成本	24263	46420	59768	76455	98325
营业税金及附加	135	160	208	252	323
销售费用	4984	7815	9876	12371	15523
管理费用	2116	3417	4406	5632	7212
财务费用	-8	7	-117	-198	-287
资产减值损失	26	46	116	155	196
公允价值变动收益	0	0	-8	30	30
投资净收益	167	264	213	222	226
营业利润	1631	2987	4876	6472	8139
营业外收入	116	737			
营业外支出	6	12			
利润总额	1740	3712	5135	6509	8177
所得税	366	888	1265	1623	2063
净利润	1375	2824	3870	4886	6114
少数股东损益	225	790	1136	1434	1795
归属母公司净利润	1149	2035	2734	3451	4319
EBITDA	1838	3225	5315	6910	8572
EPS (元)	0.86	1.52	2.04	2.58	3.22

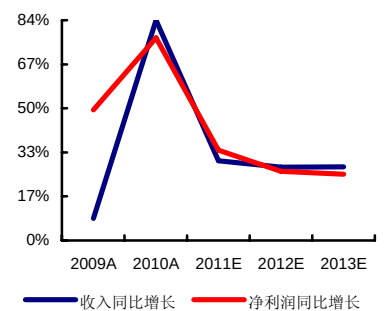
资产负债率趋势



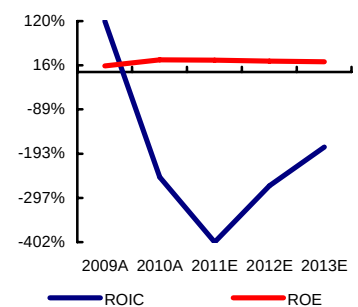
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

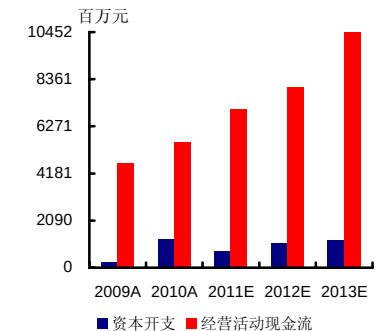
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,626	5,584	5,900	6,567	8,657
净利润	1,375	2,824	3,870	4,886	6,114
折旧摊销	357	449	645	733	779
营运资金变动	2,992	2,638	1,316	1,082	1,862
其它	-97	-328	69	-134	-98
投资活动现金流	-236	-3,530	-508	-832	-984
资本支出	-263	-1,259	-747	-1,084	-1,240
投资变动	26	-2,272	247	222	226
其他	0	0	-8	30	30
筹资活动现金流	-569	-235	-2,341	0	0
银行借款	190	2,171	-861	0	0
债券融资	-444	-1,869	-1,095	0	0
股权融资	0	135	0	0	0
其他	-315	-672	-385	0	0
现金净增加额	3,821	1,818	3,050	5,736	7,672
期初现金余额	2,462	6,282	10,098	13,148	18,884
期末现金余额	6,282	8,100	13,148	18,884	26,556

主要财务比率

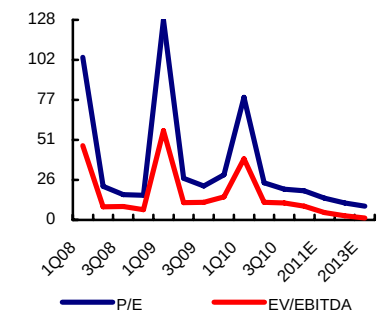
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.5%	83.7%	30.3%	27.8%	28.0%
营业利润	39.7%	83.2%	63.3%	32.7%	25.7%
归属于母公司净利润	49.6%	77.0%	34.4%	26.3%	25.1%
获利能力					
毛利率	26.4%	23.4%	24.3%	24.2%	23.9%
净利率	4.2%	4.7%	4.9%	4.8%	4.7%
ROE	14.9%	29.0%	28.1%	26.2%	24.7%
ROIC	120.3%	-248.2%	-401.7%	-268.6%	-177.4%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	67.6%	60.6%	58.9%	57.9%
净负债比率	-71.3%	-97.3%	-98.5%	-103.6%	-109.1%
流动比率	1.48	1.26	1.38	1.48	1.55
速动比率	1.27	1.04	1.20	1.31	1.37
营运能力					
总资产周转率	2.22	2.59	2.50	2.57	2.51
应收账款周转率	32.99	36.21	40.56	40.56	40.56
存货周转率	13.50	17.52	20.28	21.47	21.47
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	1.52	2.04	2.58	3.22
每股经营现金流	3.46	4.17	4.40	4.90	6.46
每股净资产	5.77	5.24	7.27	9.85	13.07
估值比率					
P/E	28.9	18.6	13.8	10.9	8.7
P/B	4.3	5.4	3.9	2.9	2.2
EV/EBITDA	14.7	8.9	4.6	2.7	1.3

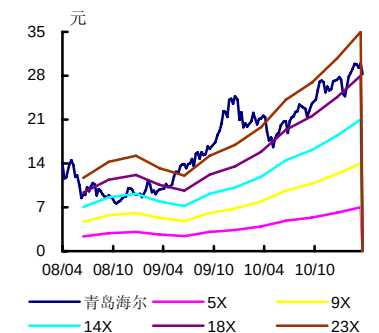
资本支出与经营活动现金流



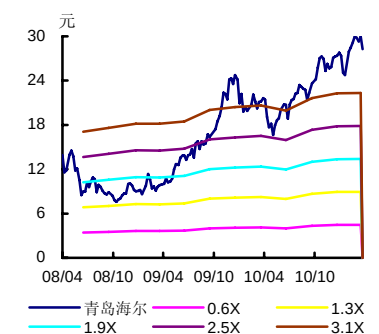
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

青岛海尔(600690.sh)_季报点评	王俊爽	2010-10-29
青岛海尔(600690.sh)_公告点评	王俊爽	2010-10-14
青岛海尔(600690.sh)_中报点评	王俊爽	2010-08-27

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。