

2011-04-07

家电行业

青岛海尔 600690.SH

维持

买入

当前价格	27.70 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930510120025)

联系人: 何伟

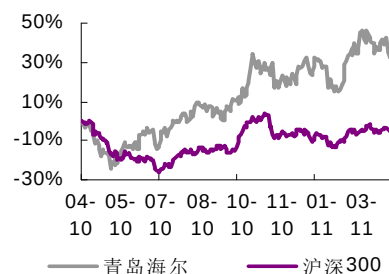
021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,340
总市值(百万元)	37,117
流通比例(%)	67.11%
12 个月最高/最低(元)	31.63/16.10
近 3 月日均成交量(百万股)	6.88
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	-8.25	-4.84	31.69
绝对收益	-7.02	-0.58	28.87

相关报告:

第三季度业务平稳运营

2010-10-29

集团资产注入预期明确,公司触发价值重估

2011-01-08

家电领袖型企业

2011-03-17

业绩全面提升,未来增长明确

2011-03-31

大股东增持彰显公司发展信心

◇ 事件: 公司大股东一致行动人增持公司股份

◆ 大股东、管理层对公司发展充满信心

海尔集团一致行动人海尔创投增持公司股票 36 万股, 占总股本 0.026%, 并拟在未来 12 个月内继续增持公司股票不超过 2644 万股, 增持比例不超过总股本 1.974%。海尔创投增持公司股份是基于对公司经营前景的信心。本次增持后, 海尔集团持有公司股份 20.01%; 海尔电器持有公司股份 23.48%; 海尔创投持有本公司股份 2.023%; 海尔集团及其一致行动人合计持股比例为 45.513%。

此前, 公司二次股权激励行权条件要求未来净利润年复合增长不低于 18%, 行权价格 22.31 元, 亦彰显管理层对公司发展的信心。

◆ 家电分销、资产注入比翼双飞, 公司增长前景明确

公司增长前景明确。日日顺已经是国内继国美、苏宁之后的第三大家电分销企业。预计未来随着非海尔品牌销售规模的扩大, 盈利能力将有迅速提升。而集团承诺的资产注入, 帮助公司成为全球家电龙头企业, 未来有望以小步快跑方式分批实施。

此外, 中国家电市场的增长将带动公司传统业务的稳定增长。目前, 农村市场已经成为家电需求的增长引擎, 家电下乡销售屡超市场预期, 3 月销售规模 345 亿元, 同比增长 179%, 再创新高。

◆ 调整充分, 当前股价估值较低, 维持“买入”评级

预计在不考虑资产注入的情况下, 未来公司业绩能够保持稳步增长。2011-2013 年 EPS 为 1.90/2.40/3.00 元。公司当前估值较低。公司销售规模同格力、美的相当, 但市值仅为格力、美的三分之二。

公司在我们二月重点推荐期间获得很好的收益(光大证券二月金股第一), 三月调整是正常的获利回调。公司当前估值具备价值投资条件, 未来亦可能出现资产注入实施、日日顺业务成熟等股价催化剂。

公司详细情况可参考深度报告《家电领袖型企业》

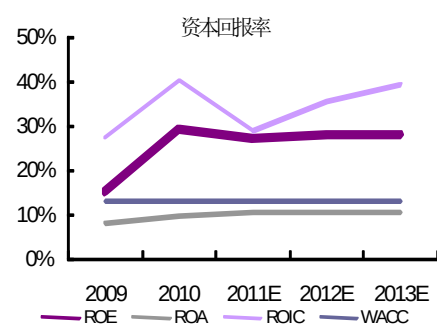
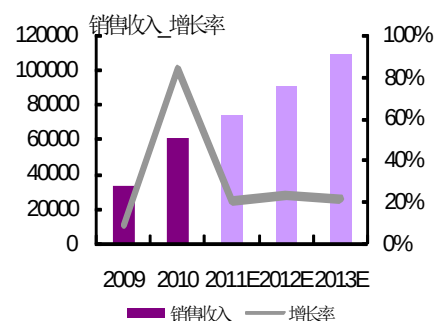
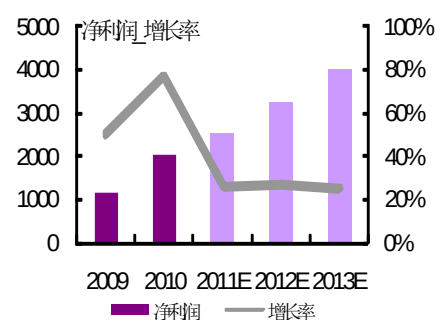
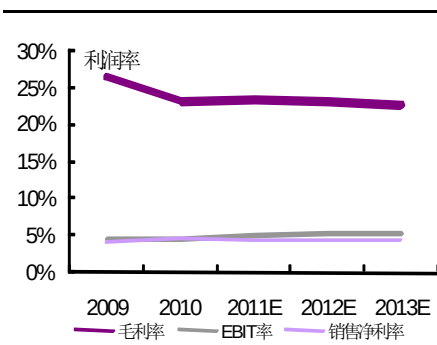
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	32,979	60,588	73,212	89,904	109,359
营业收入增长率	8.46%	83.72%	20.84%	22.80%	21.64%
净利润(百万元)	1,149	2,035	2,546	3,221	4,014
净利润增长率	49.64%	77.00%	25.12%	26.52%	24.63%
EPS(元)	0.86	1.52	1.90	2.40	3.00
ROE(归属母公司) (摊薄)	14.89%	28.98%	26.99%	27.55%	27.64%
P/E	32	18	15	12	9
P/B	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	19	12	10	8	6

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)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	32,979	60,588	73,212	89,904	109,359
营业成本	24,263	46,420	56,041	68,979	84,431
折旧和摊销	357	449	616	651	668
营业税费	135	160	176	216	262
销售费用	4,984	7,815	9,518	11,508	13,768
管理费用	2,116	3,417	3,880	4,495	5,249
财务费用	-8	7	123	44	23
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	167	264	290	319	351
营业利润	1,631	2,987	3,710	4,932	5,921
利润总额	1,740	3,712	4,010	4,932	5,921
少数股东损益	225	790	662	725	723
归属母公司净利润	1,149.47	2,034.59	2,545.77	3,220.79	4,014.11

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	17,497	29,267	31,523	38,106	45,641
流动资产	12,895	23,571	26,167	33,202	41,206
货币资金	6,282	10,098	8,957	12,928	17,567
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,205	2,142	2,782	3,416	4,156
应收票据	3,505	7,061	8,532	10,027	11,650
其他应收款	63	102	829	940	1,048
存货	1,743	3,557	4,383	5,050	5,759
可供出售投资	11	14	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,527	1,078	1,078	1,078	1,078
固定资产	2,449	3,172	3,448	3,135	2,774
无形资产	198	363	345	328	311
总负债	8,745	19,778	18,960	22,560	26,543
无息负债	8,705	18,917	18,960	22,560	26,543
有息负债	40	861	0	0	0
股东权益	8,752	9,489	12,562	15,546	19,099
股本	1,339	1,340	1,340	1,340	1,340
公积金	4,262	3,242	3,563	3,958	4,431
未分配利润	2,120	2,429	4,520	6,384	8,741
少数股东权益	1,032	2,469	3,131	3,855	4,578

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,626	5,584	353	4,858	5,695
净利润	1,149	2,035	2,546	3,221	4,014
折旧摊销	357	449	616	651	668
净营运资金增加	-2,960	467	4,947	1,132	1,328
其他	6,080	2,632	-7,756	-146	-316
投资活动产生现金流	-236	-3,530	-376	119	151
净资本支出	263	1,259	700	200	200
长期投资变化	1,527	1,078	0	0	0
其他资产变化	-2,026	-5,868	-1,076	-81	-49
融资活动现金流	-569	-171	-1,118	-1,007	-1,207
股本变化	0	1	0	0	0
债务净变化	-254	821	-861	0	0
无息负债变化	4,469	10,212	43	3,600	3,983
净现金流	3,821	1,818	-1,141	3,971	4,639

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.46%	83.72%	20.84%	22.80%	21.64%
净利润增长率	49.64%	77.00%	25.12%	26.52%	24.63%
EBITDA 增长率	34.48%	74.23%	30.83%	27.62%	17.96%
EBIT 增长率	44.08%	86.06%	29.79%	31.45%	20.10%
估值指标					
PE	32	18	15	12	9
PB	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	19	12	10	8	6
EV/EBIT	24	14	11	9	7
EV/NOPLAT	30	18	14	11	9
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	8	7	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.43%	23.38%	23.45%	23.28%	22.79%
EBITDA 率	5.52%	5.24%	5.68%	5.90%	5.73%
EBIT 率	4.44%	4.49%	4.84%	5.18%	5.11%
税前净利润率	5.28%	6.13%	5.48%	5.49%	5.41%
税后净利润率 (归属母公司)	3.49%	3.36%	3.48%	3.58%	3.67%
ROA	7.86%	9.65%	10.18%	10.35%	10.38%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.89%	28.98%	26.99%	27.55%	27.64%
经营性 ROIC	26.93%	39.95%	28.78%	35.38%	39.29%
偿债能力					
流动比率	1.48	1.26	1.46	1.55	1.62
速动比率	128.22%	107.18%	121.94%	131.15%	139.29%
归属母公司权益/有息债务	193.99	8.15	-	-	-
有形资产/有息债务	430.77	33.10	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.86	1.52	1.90	2.40	3.00
每股红利	0.30	0.10	0.72	0.88	3.53
每股经营现金流	3.45	4.17	0.26	3.63	4.25
每股自由现金流(FCFF)	3.16	0.63	-1.60	2.31	2.74
每股净资产	5.76	5.24	7.04	8.72	10.84
每股销售收入	24.61	45.22	54.64	67.09	81.61

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。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

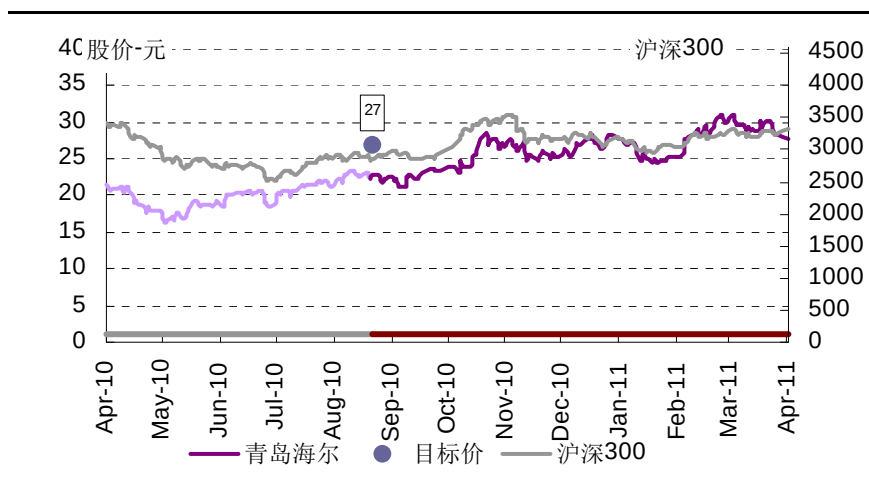
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-08-26	22.23	27.00	买入
2010-08-30	22.79	27.00	买入
2010-09-14	21.27	27.00	买入
2010-10-29	26.93	30.30	增持
2010-11-29	26.93	32.00	买入
2011-01-08	27.70	40.00	买入
2011-03-16	28.58	40.00	买入
2011-03-30	28.99	40.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。