

青岛海尔 (600690.sh)

多方面改善带来盈利能力明显加强

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

1、两年多来公司治理结构显著改善，盈利能力明显加强。首先观念方面，以集团运作为核心转变为以上市公司为核心进行业务调整和发展，然后在实际操作层面，作出一系列积极安排，包括：整合海尔电器、降低关联交易规模与平台费率、注入海尔物流、宣布5年内实现集团整体上市等。另外09、10年公司分别推出两次股权激励，同时择时增持公司股票。凡此种种，无不反映出大股东，管理层对公司的坚定支持，对股价的高度重视和信心。未来，公司仍将坚定不移地重视市场管理，加快资产注入速度，增持海尔电器股权以降低少数股东权益，尽快实现业务扩张和规模提升，最终实现整体上市。

2、业务发展层面，多品牌运作初显成效，11Q1收入利润双双实现超行业的大幅增长。在高中低端市场都收到良好效果，11Q1收入(165亿)增长23%，远好于冰箱行业平均水平，尽管10Q4以来原材料价格上涨，众多家电企业1季度利润率下滑，但是由于公司高端品较多，利润率并没有下滑，实现了有质量的增长，利润增长47%，EPS 0.40元。展望未来，公司在传统优势领域会取得更大突破，充分分享消费升级带来的机会。

3、公司流程再造，信息化建设经过三年多努力，已产生实效，而这一块近十亿元投入基本完成，与此相关公司管理费用率会大大降低，销售费用率也会有所降低，将会充分体现规模效应。另外，公司关联采购代理费从2.25%到1.75%，再到1.25%，今年将会全面体现效益。

4、日日顺业务逐步扩大，业务模式趋于完善，未来将成为公司业务拓展抢占市场份额的利器，布局完成后也会成为重要的利润贡献点。(目前已建成上百个物流中心，两千多家配送站；六千多家大型专卖点，上万个县级分销网点，三万多个乡镇营销网点；三千多家服务中心，非常完善的服务体系。)

5、盈利预测与估值。维持原有11~13年EPS判断：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。

6、风险提示。存在需求在个别月份低于预期的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	32,979.42	60,588.25	78927.5	100887.	129174.
增长率(%)	8.46%	83.72%	30.27%	27.82%	28.04%
EBITDA(百万元)	2,089.09	4,167.64	5314.86	6910.01	8571.60
净利润(百万元)	1,149.47	2,034.59	2733.80	3452.18	4319.56
增长率(%)	49.64%	77.00%	34.37%	26.28%	25.13%
每股收益(元)	0.859	1.518	2.040	2.576	3.224
市盈率	28.87	18.58	13.41	10.62	8.49
市净率	4.30	5.38	3.76	2.78	3.76
EV/EBITDA	13.39	7.45	4.38	2.54	1.15

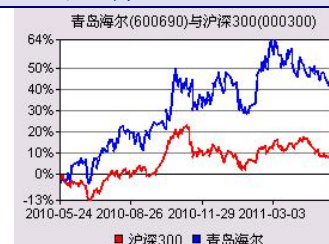
数据来源：青岛海尔股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	27.36
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	-4.50%	-4.57%	49.44%
沪深300	-5.40%	-1.33%	12.74%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1,339.96/1,339.96

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

治理结构显著改善，盈利能力明显

过往两年多公司治理结构显著改善，盈利能力明显加强。首先是观念的转变，从以集团运作为核心转变为以上市公司为核心进行业务调整和发展，然后是从实际操作中体现，做了一系列有利于上市公司业绩提升的安排，包括：整合海尔电器，减少关联交易规模，降低关联交易平台费率，注入海尔物流，宣布逐步注入其他盈利资产，5年内实现集团整体上市等等，另外2009年，2010年公司分别推出两次股权激励，中途也择时通过二级市场增持了公司股票，凡此种种，无不反映出大股东，管理层对公司的坚定支持，对股价的高度重视和坚强信心。未来，公司仍然坚定不移重视市场管理，加快资产注入速度，增持海尔电器股权以降低少数股东权益，尽快实现业务扩张和规模提升，最终实现整体上市。

多品牌运作初见成效

公司业务发展层面，卡萨帝，海尔，统帅多品牌运作取得初步成效，在高中低端市场都收到良好效果，11年一季度收入（165亿）增长23%，远好于冰箱行业平均水平，由于公司高端品较多，尽管10年四季度以来原材料价格上涨，众多家电企业1季度利润率下滑，但是由于公司高端品较多，利润率并没有下滑，实现了有质量的增长，利润增长47%，EPS 0.40元。展望未来，公司在传统优势领域会取得更大突破。充分分享消费升级带来的机会。

费用率水平有望下降

公司流程再造，信息化建设等经过三年多的努力，已经产生实效，而这一块近十亿元投入基本完成，与此相关公司管理费用率会大大降低，销售费用率也会有所降低，也会充分体现规模效应。另外，公司关联采购代理费从2.25%降到1.75%，后有降到1.25%，此项费率变化，今年也会全面体现效益。

日日顺渠道渐趋完善

公司日日顺业务也在逐步扩大，业务发展模式也在逐步完善，未来将成为公司业务拓展抢占市场份额的重要利器，布局完成后也会成为重要的利润贡献点。（目前已建成上百个物流中心，2000多家配送站；6000多家大型专卖点，上万个县级分销网点，三万多个乡镇营销网点；3000多家服务中心，非常完善的服务体系。）

盈利预测与估值

维持原有11~13年EPS判断：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

存在需求在个别月份低于预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

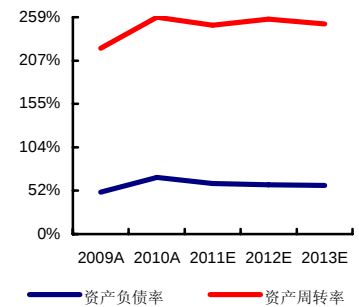
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,895	23,571	28,338	38,599	51,824
货币资金	6,282	10,098	13,148	18,884	26,556
应收及预付	4,870	9,860	12,243	16,154	20,689
存货	1,743	3,557	2,947	3,561	4,580
其他流动资产	0	56	0	0	0
非流动资产	4,602	5,696	5,621	6,008	6,508
长期股权投资	1,527	1,078	1,078	1,078	1,078
固定资产	2,449	3,172	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

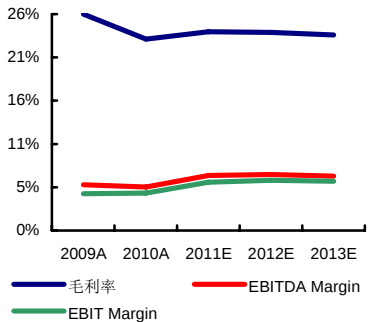
单位：百万元

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

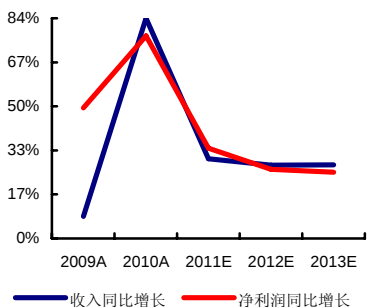
资产负债率趋势



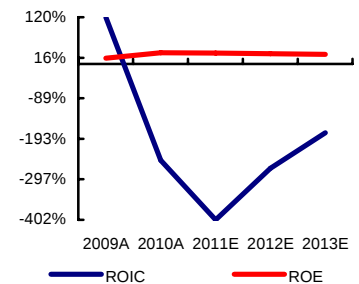
经营利润率趋势



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

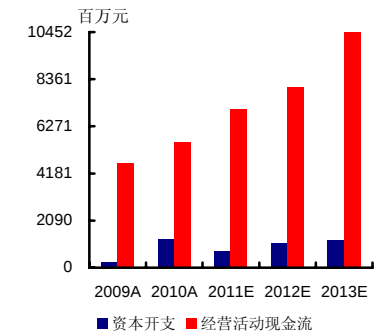
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,626	5,584	5,900	6,567	8,657
净利润	1,375	2,824	3,870	4,886	6,114
折旧摊销	357	449	645	733	779
营运资金变动	2,992	2,638	1,316	1,082	1,862
其它	-97	-328	69	-134	-98
投资活动现金流	-236	-3,530	-508	-832	-984
资本支出	-263	-1,259	-747	-1,084	-1,240
投资变动	26	-2,272	247	222	226
其他	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

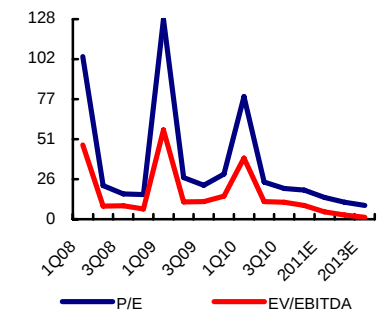
单位：%

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

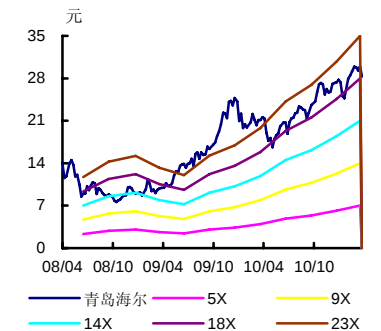
资本支出与经营活动现金流



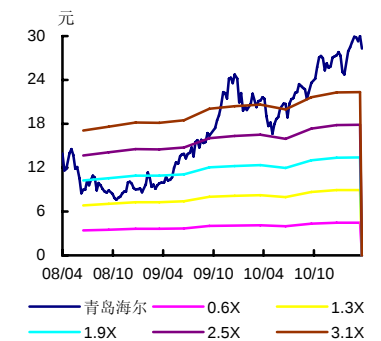
相对估值



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, 020-87555888-8615。

相关研究报告

青岛海尔(600690.sh)_年报点评	王俊爽	2011-04-06
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

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。