

2011-06-17

家电行业

青岛海尔 600690.SH

维持

买入

# 小步快跑，家电配件资产首先注入

◇ 事件：公司资产注入

## ◆ 家电配件首先注入

公司将以现金方式收购海尔集团拥有的家电配件资产，收购价格18.8亿元。资产包括海尔模具、青岛海尔特钢、合肥海尔特钢等10家公司。注入资产2010年收入规模42亿元，净利润1.75亿元，净利润率4.2%。由于会计内部抵消，预计不会对公司收入规模有大的影响。由于海尔具有充足的现金，流动比和速动比都很健康，因此现金收购不会对公司经营造成影响。

集团承诺，注入资产2011-2013年净利润不低于1.94亿、2.22亿、2.55亿，低于部分将以现金补偿。本次收购价格对应收购标的2010年PE为11倍。该估值低于同类上市公司估值，价格合理。

## ◆ 小步快跑，未来陆续将有资产注入

集团资产注入将遵循先易后难原则，并考虑业务成熟度和投资者的接受度。继家电上游资产注入后，集团参股的三菱重工海尔和青岛海尔开利冷冻设备的股权业务成熟，预计较容易注入；彩电业务注入暂时恐难得到投资者认同；家居业务尚不成熟；海外工厂业务规模大，预计集团海外业务规模在300亿元以上，且涉及的监管复杂，预计注入工作最为复杂。

## ◆ 上调公司盈利预测，维持“买入”评级

上调公司盈利预测5%，预计2011-2013年EPS为2.10/2.65/3.30元，维持“买入”评级。

我们认为当前股价具备投资价值。当前股价已经略低于海尔集团一致行动人海尔创投在4月6日二级市场增持价格。

## 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  | 2,818  | 3,553  | 4,417   |
| 净利润增长率             | 49.64% | 77.00% | 38.52% | 26.07% | 24.31%  |
| EPS（元）             | 0.86   | 1.52   | 2.10   | 2.65   | 3.30    |
| ROE（归属母公司）<br>（摊薄） | 14.89% | 28.98% | 29.04% | 29.06% | 28.73%  |
| P/E                | 30     | 17     | 12     | 10     | 8       |
| P/B                | 4      | 5      | 4      | 3      | 2       |
| EV/EBITDA          | 18     | 11     | 9      | 6      | 5       |

|      |        |
|------|--------|
| 当前价格 | 25.86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

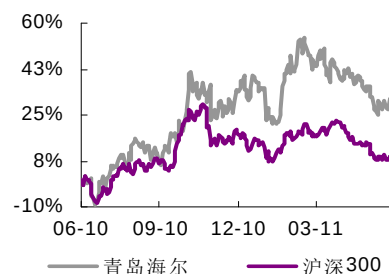
021-22169108

hewei@ebcn.com

## 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(百万股)      | 1,340        |
| 总市值(百万元)      | 34,651       |
| 流通比例(%)       | 100.00%      |
| 12个月最高/最低(元)  | 31.63/17.90  |
| 近3月日均成交量(百万股) | 5.46         |
| 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 | 1.21  | -0.58 | 24.16 |
| 绝对收益 | -5.52 | -9.52 | 29.91 |

## 相关报告：

|                     |            |
|---------------------|------------|
| 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 |
| 产品竞争力塑造有质量的增长       | 2011-04-27 |

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。

## 注入资产介绍

公司将以现金方式收购海尔集团拥有的家电配件资产，收购价格 18.8 亿元。资产包括海尔模具、青岛海尔特钢、合肥海尔特钢等 10 家公司。注入资产 2010 年收入规模 42 亿元，净利润 1.75 亿元，净利润率 4.2%。由于会计内部抵消，预计不会对公司收入规模有大的影响。

图表 1：注入资产 2010 年财务情况（单位：万元）

|    |        | 总资产            | 所有者权益         | 营业收入           | 净利润           | 净利率         |
|----|--------|----------------|---------------|----------------|---------------|-------------|
| 1  | 海尔模具   | 114,013        | 32,282        | 72,812         | 6,500         | 9%          |
| 2  | 海尔信息塑胶 | 13,041         | 6,129         | 20,749         | 1,819         | 9%          |
| 3  | 大连精密制品 | 7,048          | 4,653         | 6,927          | -33           | 0%          |
| 4  | 合肥塑胶   | 18,378         | 4,471         | 56,258         | 309           | 1%          |
| 5  | 重庆精密塑胶 | 17,423         | 4,950         | 34,971         | 308           | 1%          |
| 6  | 重庆智能电子 | 7,885          | 862           | 13,205         | 501           | 4%          |
| 7  | 青岛特钢   | 34,509         | 14,099        | 64,591         | 2,775         | 4%          |
| 8  | 合肥特钢   | 44,703         | 12,337        | 105,484        | 3,149         | 3%          |
| 9  | 美尔塑料粉末 | 15,217         | 4,838         | 44,049         | 2,365         | 5%          |
| 10 | 海尔机器人  | 4,210          | 517           | 437            | -162          | -37%        |
|    |        | <b>276,428</b> | <b>85,139</b> | <b>419,485</b> | <b>17,532</b> | <b>4.2%</b> |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

本次收购价格对应收购标的 2010 年 PE 为 11 倍。该估值低于同类上市公司估值，价格合理。集团承诺，注入资产 2011-2013 年净利润不低于 1.94 亿、2.22 亿、2.55 亿，低于部分将以现金补偿。

图表 2：收购表的估值情况

| 序号 | 标的股权          | 估值结果（万元）          | 收购价格（万元）          | 2010 年市盈率 (P/E) |
|----|---------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 1  | 海尔模具 100%股权   | 83,792.05         | 61,997.56         | 9.54            |
| 2  | 海尔信息塑胶 100%股权 | 21,816.70         | 17,285.03         | 9.50            |
| 3  | 大连精密制品 90%股权  | 4,414.64          | 4,297.26          | n.a.            |
| 4  | 合肥塑胶 94.12%股权 | 5,214.64          | 5,080.70          | 17.47           |
| 5  | 重庆精密塑胶 90%股权  | 4,484.04          | 7,948.27          | 28.66           |
| 6  | 重庆智能电子 90%股权  | 5,336.41          | 3,591.46          | 7.97            |
| 7  | 青岛特钢 100%股权   | 34,959.94         | 25,603.17         | 9.23            |
| 8  | 合肥特钢 100%股权   | 49,701.66         | 40,542.80         | 12.87           |
| 9  | 美尔塑料粉末 76%股权  | 22,136.96         | 20,935.63         | 11.65           |
| 10 | 海尔机器人 50%股权   | 828.62            | 719.45            | n.a.            |
|    | <b>合计</b>     | <b>232,685.68</b> | <b>188,001.33</b> | <b>11.09</b>    |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 3：与各受让标的业务类似的上市公司估值情况

| 公司名称           | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | P/E     |        |        |
|----------------|------------|--------------|---------|--------|--------|
|                |            |              | 2010A   | 2011E  | 2012E  |
| 模具             |            |              |         |        |        |
| 模塑科技           | 6.98       | 2,157        | 63.5 x  | 25.4 x | 17.3 x |
| 天汽模            | 15.39      | 3,167        | 29.6 x  | 27.2 x | 20.9 x |
| 成飞集成           | 27.01      | 5,570        | 112.5 x | 91.9 x | 79.5 x |
| 均值             |            |              | 68.5 x  | 48.2 x | 39.2 x |
| 中值             |            |              | 63.5 x  | 27.2 x | 20.9 x |
| 本次受让标的         |            |              | 受让 P/E  |        |        |
| 海尔模具 100% 股权   |            |              | 9.54 x  |        |        |
| 塑胶、精密          |            |              |         |        |        |
| 胜利股份           | 5.34       | 3,467        | 10.7 x  | 13.6 x | 10.4 x |
| 胜利精密           | 10.89      | 4,360        | 30.1 x  | 18.6 x | 15.8 x |
| 毅昌股份           | 9.78       | 3,922        | 26.4 x  | 22.6 x | 18.3 x |
| 金利科技           | 18.30      | 2,471        | 30.5 x  | 34.2 x | 27.6 x |
| 普利特            | 15.00      | 4,050        | 20.3 x  | 26.8 x | 18.2 x |
| 金发科技           | 15.86      | 22,148       | 38.7 x  | 22.5 x | 17.6 x |
| 均值             |            |              | 26.1 x  | 23.1 x | 18.0 x |
| 中值             |            |              | 28.3 x  | 22.6 x | 17.9 x |
| 本次受让标的         |            |              | 受让 P/E  |        |        |
| 海尔信息塑胶 100% 股权 |            |              | 9.50 x  |        |        |
| 大连精密制品 90% 股权  |            |              | n.a.    |        |        |
| 合肥塑胶 94.12% 股权 |            |              | 17.47 x |        |        |
| 重庆精密塑胶 90% 股权  |            |              | 28.66 x |        |        |
| 特钢             |            |              |         |        |        |
| 禾盛新材           | 20.79      | 3,128        | 33.0 x  | 18.8 x | 13.6 x |
| 均值             |            |              | 33.0 x  | 18.8 x | 13.6 x |
| 中值             |            |              | 33.0 x  | 18.8 x | 13.6 x |
| 本次受让标的         |            |              | 受让 P/E  |        |        |
| 青岛特钢 100% 股权   |            |              | 9.23 x  |        |        |

|               |       |        |         |        |        |
|---------------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 粉末、涂料         |       |        |         |        |        |
| 渝三峡 A         | 12.53 | 2,173  | 62.7 x  | 21.5 x | N.A.   |
| 均值            |       |        | 62.7 x  | 21.5 x | N.A.   |
| 中值            |       |        | 62.7 x  | 21.5 x | N.A.   |
| 本次受让标的        |       |        | 受让 P/E  |        |        |
| 美尔塑料粉末 76% 股权 |       |        | 11.65 x |        |        |
| 机器人、智能电子      |       |        |         |        |        |
| 机器人           | 22.80 | 6,787  | 28.5 x  | 42.9 x | 31.5 x |
| 中兵光电          | 11.71 | 8,720  | 43.4 x  | 37.6 x | 31.4 x |
| 汇川技术          | 69.66 | 15,047 | 27.8 x  | 41.4 x | 28.2 x |
| 智云股份          | 18.24 | 1,094  | 34.6 x  | 23.0 x | 17.7 x |
| 均值            |       |        | 33.6 x  | 36.2 x | 27.2 x |
| 中值            |       |        | 31.6 x  | 39.5 x | 29.8 x |
| 本次受让标的        |       |        | 受让 P/E  |        |        |
| 重庆智能电子 90% 股权 |       |        | 7.97 x  |        |        |
| 海尔机器人 50% 股权  |       |        | n.a.    |        |        |

资料来源：公司公告，WIND 资讯，截至 2011 年 6 月 9 日。上述公司中剔除了部分由于盈利较差导致市盈率过高的公司。

**图表 4：注入资产业务介绍**

|          |                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 海尔模具   | 主要产品包括塑料模具、吸附模具和钣金模具等，广泛运用于汽车、家电、电子、建材等多个行业。公司目前模具年生产能力约达 4,300 套，最大模具重量约 45 吨。公司生产的汽车模具主要供应奔驰、宝马、大众、丰田、通用、一汽、上汽等国内外知名汽车生产商，产品包括仪表盘、保险杠、门板、外饰及内部功能件等。家用电器及电子类模具除供应青岛海尔及海尔集团内其他公司外，还供应三星、LG、佳能、三洋等国外客户。除传统行业外，公司未来计划开拓航空、动车、医疗、环保等新市场领域。 |
| 2 海尔信息塑胶 | 海尔信息塑胶主要从事注塑、喷涂、印刷、产品组装等业务，产品主要应用于电子产品及洗衣机、空调等家电行业外观件中。公司具有多年家电产品外观设计经验，拥有较完善的设计队伍，在双色注塑领域具有较强的技术能力。公司具有年产 300 万台电视机壳的生产能力。                                                                                                             |
| 3 大连精密制品 | 大连精密制品主要从事塑件、钣金制品的生产，是我国东北地区最具竞争力的塑胶钣金模块供应商之一，也是青岛海尔空调、冰箱等家电部品的重要供应商。公司目前产能可满足 150 万台空调窗机和 100 万台单门冰箱的主要塑胶钣金模块制品的供应。                                                                                                                    |
| 4 合肥塑胶   | 合肥塑胶主要从事钣金及塑料制品的研发、设计、生产及喷涂，主要为青岛海尔等海尔集团下属公司以及日立、江淮、奇瑞等国内外知名企业提供专业配套产品。公司目前可年产钣金产品 1,800 万件、注塑产品 1,700 件。                                                                                                                               |
| 5 重庆精密塑胶 | 重庆精密塑胶主要从事塑料制品、钣金制品及模具的设计、开发、制造、销售，产品主要应用在洗衣机、空调、冰箱、热水器等家电行业外观、内部件上，是青岛海尔冰箱、洗衣机、空调、热水器等产品制造所需部品的重要供应商。                                                                                                                                  |
| 6 重庆智能电  | 重庆智能电子主要从事家电产品及其配套零部件的研发、设计、生产和销售，产品涉及电子                                                                                                                                                                                                |

|          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 子        | <p>装配、变压器、线束、冷凝，蒸发等领域，主要产品包括冰箱、洗衣机、热水器、空调等家用电器的电脑板和遥控器，电冰箱、冷柜等装配的冷凝器等，是青岛海尔家电智能配套产品的主要供应商。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 7 青岛特钢   | <p>青岛特钢于 1999 年从日本引进我国第一条建材和家电彩色钢板生产线，由生产建筑彩涂钢板、装饰彩涂铝板开始，逐渐开发出高档家电壳体用彩色层压钢板（VCM）、彩色预涂钢板（PCM）、具有专利技术的环保彩色钢板（PEM）三大系列几十个型号产品，广泛应用于海尔的冰箱、微波炉、冷柜、热水器、DVD 等家电产品，改变了海尔集团家电板材依赖进口的局面。其中家电 PEM 和 PPM 系列产品荣获“实用新型专利证书”，成为行业内的新一代绿色环保彩板。</p> <p>青岛特钢作为青岛海尔的冰箱、热水器、微波炉、冷柜及海尔集团的电视机、影音设备等产品生产所需部品的供应商，为海尔系列产品的更新换代提供了有利的保障。青岛特钢 2009 年和 2010 年公司分别生产彩涂钢板 3.78 万吨和 4.29 万吨，2011 预期在 10 月份规划通过技术改造生产能力提升到 6 万吨。</p> <p>公司除为海尔内部提供配套外，近年来逐步进行外部市场及海外市场的开拓规划，目前比较成熟的外部市场天津 LG、合肥美的及海外市场泰国、巴基斯坦等已开始批次批量使用青岛特钢的彩涂产品。</p> |
| 8 合肥特钢   | <p>合肥特钢专业从事彩色钢板及后续产品的研制开发和生产销售，具有世界先进水平的专业化复合材料研制开发和成果应用能力。公司于 2001 年从韩国（浦项制铁）引进全套彩色钢板生产设备和工艺技术成果，建成国内技术等级最高，规模最大的家电板生产线，技术工艺达到国际先进水平。公司生产加工范围包括高档家电壳体采用的彩色预涂钢板（PCM）、与印刷技术结合为一体的彩色预涂钢板（PPM）、具有抗菌、隔热的功能性预涂钢板（PCM）等，是青岛海尔和海尔集团内部各家电制造中心主要的部品供应商。2010 年公司生产彩涂钢板 8 万吨，2011 年通过技术改造生产能力提升到 11 万吨。</p>                                                                                                                                                                                                       |
| 9 美尔塑料粉末 | <p>美尔塑料粉末主要从事生产塑料粉末、塑料板材及高性能涂料，研究和开发与塑料粉末、塑料板材及高性能涂料相关的产品，为国家认定的高新技术企业。公司主要依托青岛海尔和海尔集团其他下属公司的内部市场需求，塑料粉末主要作为高性能涂料用于青岛海尔各类家电的外壳、散热器和装饰防护用具，塑料板材主要用于冰箱的内胆和门衬。2010 年公司生产塑料粉末 9,700 吨，塑料板材 23,000 吨，2011 年公司生产塑料粉末和塑料板材的产能将分别达到 13,000 吨和 30,000 吨。2010 年底美尔塑料粉末从德国引进绑定金属粉生产平台，大幅提升公司金属粉末涂料的竞争力，改善产品结构并增强自身盈利能力，同时也能更好地满足青岛海尔家电产品制造的配套需求。</p> <p>美尔粉末以海尔内部市场为基础，积极开拓外部市场，通过外部市场的竞争，提升产品竞争力，再致力于改善青岛海尔和海尔集团内的产品质量，最终提升海尔产品的整体竞争力。美尔塑料粉末致力于发展成为国内粉末涂料行业的前三强，成为未来家电粉末涂料的领导者。</p>                              |
| 10 海尔机器人 | <p>海尔机器人主要从事机器人及其应用工程、专用设备自动化生产线研制、开发、制造、销售，并提供相关的技术咨询、技术服务和技术转化，是国家级机器人产业化基地之一。公司目前主要产品为注塑自动化机械手、钣金自动化机械手、应用于家电制造业的自动化专机/生产线、特种机器人等。</p> <p>公司目前承接海尔集团制造竞争力提升战略，主要为青岛海尔提供支持制造竞争力提升的技术支持和自动化装备业务；通过战略承接提升青岛海尔及海尔集团各制造中心的自动化生产水平，支持实现效率提升、品质一致性。</p>                                                                                                                                                                                                                                                    |

资料来源：公司公告，光大证券研究

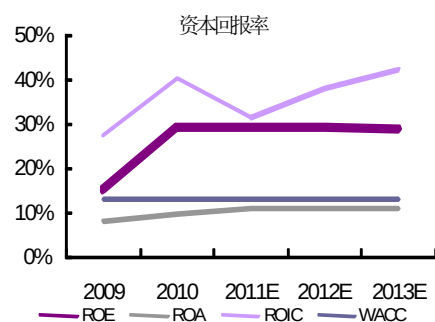
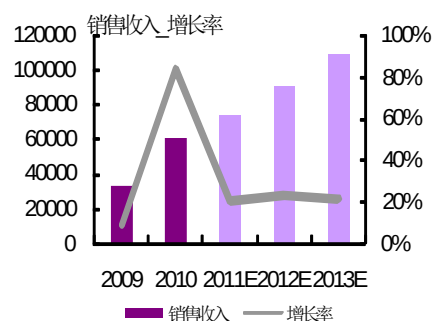
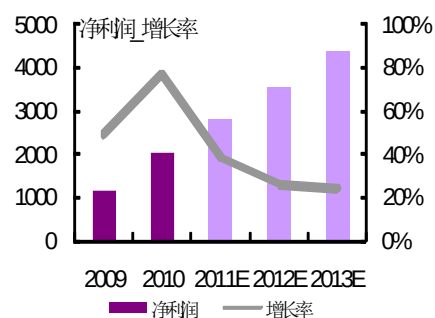
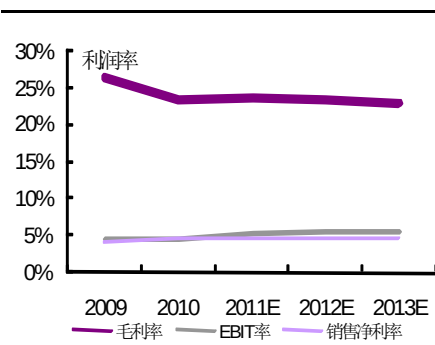


图表 5：未来可能注入资产介绍

| 注入资产      | 简介                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 四个海外控股制造厂 | <p>四个海外控股制造厂从事研发、生产及销售冰箱、空调和洗衣机等白电产品，是集团海外销售的主体。2010 年集团海外销售 55 亿美元，剔除集团出口业务，预计集团海外工厂销售规模在 300 亿元左右。目前，集团已经成功打开海外家电市场，特别是欧美市场，品牌已经具备世界影响力。</p> <p>上述资产的注入将使青岛海尔转变为全球性企业。</p>                                                                                                      |
| 合资企业参股股份  | <p>包括集团参股的三菱重工海尔和青岛海尔开利冷冻设备的股权。</p> <p>集团持有三菱重工海尔 45% 的股份。该公司主要生产家用空调以及中央空调，生产能力 20 万套。国内销售产品使用“海尔”商标，出口产品使用“三菱重工”商标。</p> <p>集团持有海尔开利冷冻设备 49% 的股份。该公司生产冷冻、冷藏设备。公司是家乐福在亚太地区最大冷冻设备供应商，沃尔玛、大润发、家世界、利群集团、易初莲花等超市连锁企业都是公司的客户。</p> <p>上述资产的注入将明显增强青岛海尔中央空调业务竞争力，以及拓展商用冷藏领域的业务。</p>      |
| 彩电        | 海尔是彩电市场二线知名品牌。2010 年销售规模在 100 亿左右，城市市场占有率 5%。                                                                                                                                                                                                                                     |
| 家居业务      | <p>海尔是国内最先提出智能家居概念，并身体力行进行市场培育与推广的企业。海尔于 2006 年提出“海尔 U-Home，让您的家与世界同步”的新生活理念，建立了世界一流的 U-Home 实验室，在国内外拥有多处 U-Home 体验厅。该市场当前处于培育期。预计未来将成为重要的利润增长点。</p>                                                                                                                              |
| 总结        | <p>2010 年海尔集团全球收入 1357 亿元，利润 62 亿元，是全球最大的白电集团。2010 年，集团整体业务的利润率达到 4.6%，同上市公司相当。因此预计注入的资产具有健康的盈利能力。公司对资产注入秉持以下原则：具有良好的盈利能力；符合监管；考虑投资者意见；考虑业务成熟度。</p> <p>公司资产注入将先易后难。继家电上游资产注入后，集团参股的三菱重工海尔和青岛海尔开利冷冻设备的股权业务成熟，预计较容易注入；彩电业务注入暂时恐难得到投资者认同；家居业务尚不成熟；海外工厂业务规模大，且涉及的监管复杂，预计注入工作最为复杂。</p> |

资料来源：光大证券研究所整理

## 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   | 55,973   | 68,899   | 84,337   |
| 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    | 9,371    | 11,328   | 13,550   |
| 管理费用      | 2,116    | 3,417    | 3,807    | 4,405    | 5,140    |
| 财务费用      | -8       | 7        | 122      | 41       | 17       |
| 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    | 3,998    | 5,285    | 6,349    |
| 利润总额      | 1,740    | 3,712    | 4,298    | 5,285    | 6,349    |
| 少数股东损益    | 225      | 790      | 620      | 675      | 662      |
| 归属母公司净利润  | 1,149.47 | 2,034.59 | 2,818.24 | 3,552.84 | 4,416.53 |

| 资产负债表 (百万元) | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 17,497 | 29,267 | 31,736 | 38,531 | 46,322 |
| 流动资产        | 12,895 | 23,571 | 26,381 | 33,626 | 41,886 |
| 货币资金        | 6,282  | 10,098 | 9,177  | 13,360 | 18,255 |
| 交易型金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收帐款        | 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  | 4,378  | 5,044  | 5,753  |
| 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 | 18,943 | 22,541 | 26,521 |
| 无息负债        | 8,705  | 18,917 | 18,943 | 22,541 | 26,521 |
| 有息负债        | 40     | 861    | 0      | 0      | 0      |
| 股东权益        | 8,752  | 9,489  | 12,793 | 15,989 | 19,800 |
| 股本          | 1,339  | 1,340  | 1,340  | 1,340  | 1,340  |
| 公积金         | 4,262  | 3,242  | 3,586  | 4,009  | 4,517  |
| 未分配利润       | 2,120  | 2,429  | 4,769  | 6,868  | 9,508  |
| 少数股东权益      | 1,032  | 2,469  | 3,089  | 3,764  | 4,426  |

| 现金流量表 (百万元) | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 4,626  | 5,584  | 572    | 5,136  | 6,029  |
| 净利润         | 1,149  | 2,035  | 2,818  | 3,553  | 4,417  |
| 折旧摊销        | 357    | 449    | 616    | 651    | 668    |
| 净营运资金增加     | -2,960 | 467    | 4,957  | 1,134  | 1,330  |
| 其他          | 6,080  | 2,632  | -7,820 | -202   | -386   |
| 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   | -1,117 | -1,072 | -1,285 |
| 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 | 26     | 3,598  | 3,980  |
| 净现金流        | 3,821  | 1,818  | -921   | 4,183  | 4,895  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |         |         |         |
| 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%  | 38.52%  | 26.07%  | 24.31%  |
| EBITDA 增长率              | 34.48%  | 74.23%  | 39.86%  | 27.24%  | 18.13%  |
| EBIT 增长率                | 44.08%  | 86.06%  | 40.31%  | 30.73%  | 20.14%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |         |         |         |
| PE                      | 30      | 17      | 12      | 10      | 8       |
| PB                      | 4       | 5       | 4       | 3       | 2       |
| EV/EBITDA               | 18      | 11      | 9       | 6       | 5       |
| EV/EBIT                 | 22      | 13      | 10      | 7       | 6       |
| EV/NOPLAT               | 28      | 17      | 12      | 9       | 7       |
| EV/Sales                | 1       | 1       | 1       | 0       | 0       |
| EV/IC                   | 8       | 7       | 4       | 3       | 3       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                     | 26.43%  | 23.38%  | 23.55%  | 23.36%  | 22.88%  |
| EBITDA 率                | 5.52%   | 5.24%   | 6.07%   | 6.29%   | 6.11%   |
| EBIT 率                  | 4.44%   | 4.49%   | 5.23%   | 5.57%   | 5.50%   |
| 税前净利润率                  | 5.28%   | 6.13%   | 5.87%   | 5.88%   | 5.81%   |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 3.49%   | 3.36%   | 3.85%   | 3.95%   | 4.04%   |
| ROA                     | 7.86%   | 9.65%   | 10.83%  | 10.97%  | 10.96%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 14.89%  | 28.98%  | 29.04%  | 29.06%  | 28.73%  |
| 经营性 ROIC                | 26.93%  | 39.95%  | 31.08%  | 37.99%  | 42.20%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |         |         |         |
| 流动比率                    | 1.48    | 1.26    | 1.48    | 1.57    | 1.65    |
| 速动比率                    | 128.22% | 107.18% | 123.28% | 133.27% | 142.11% |
| 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   | -       | -       | -       |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 0.86    | 1.52    | 2.10    | 2.65    | 3.30    |
| 每股红利                    | 0.30    | 0.10    | 0.77    | 0.95    | 3.79    |
| 每股经营现金流                 | 3.45    | 4.17    | 0.43    | 3.83    | 4.50    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 3.16    | 0.63    | -1.43   | 2.52    | 2.99    |
| 每股净资产                   | 5.76    | 5.24    | 7.24    | 9.12    | 11.47   |
| 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。2011 年从市场底部精准的抓住家电二月行情。

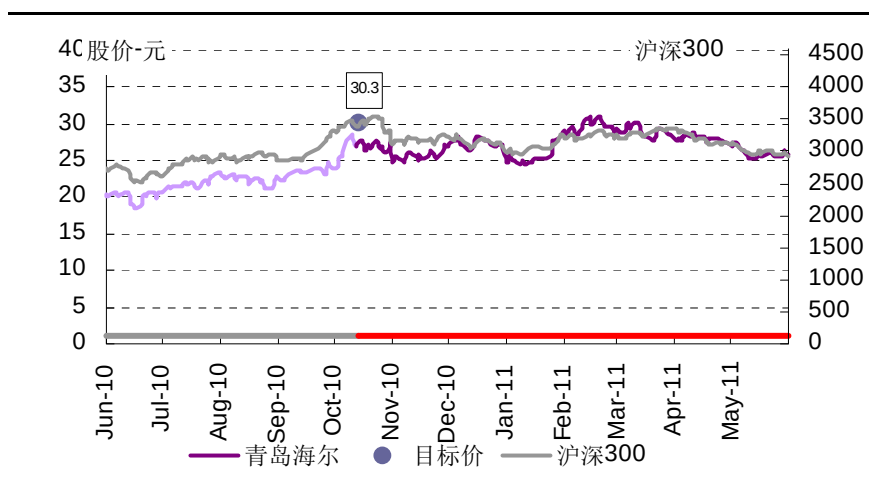
## 分析师声明

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，本证券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 |
|------------|-------|-------|----|
| 2010-11-29 | 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 |
| 2011-04-06 | 28.16 | 40.00 | 买入 |
| 2011-04-19 | 27.85 | 40.00 | 买入 |
| 2011-04-26 | 28.29 | 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   | 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

本证券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。