

2014年08月29日

青岛海尔 (600690)

——2014年中报点评：收入增长稳健，中报符合预期，给予“增持”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

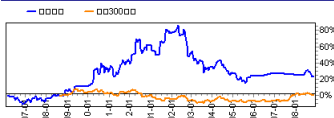
维持

市场数据:	2014年08月28日
收盘价(元)	15.26
一年内最高/最低(元)	22.77/12.39
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	2.5
息率(分红/股价)	3.01
流通A股市值(百万元)	41520

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	6.02
资产负债率%	64.87
总股本/流通A股(百万)	3030/2721
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《青岛海尔点评报告》 2014/07/22
 《青岛海尔(600690)年报&14年一季报点评报告_2014-04-29》
 2014/04/29

证券分析师

蔡雯娟 A0230513080004
 caiwj@swsresearch.com

联系人

赵莹
 (8621)23297818x7477
zhaoying@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	86,488	8	4,168	28	1.53	25.3	28.8	10	6
2014H1	47,001	9	2,577	21	0.95	25.0	15.7		
2014E	96,290	11	4,906	18	1.62	25.0	25.3	9	8
2015E	109,655	14	5,512	12	1.82	25.0	22.1	8	7
2016E	124,125	13	6,203	13	2.05	24.9	20.0	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **盈利预测与投资评级：**公司业务收入平稳，盈利能力持续改善，我们期待KKR正式入股之后所带来的资源整合效应，作为智能家居领域的绝对龙头，也期待下半年在该领域有所展现。我们维持14-16年盈利预测不变，受到KKR入股数的影响，摊薄后EPS分别为1.62元、1.82元和2.05元。目前股价（15.26元）对应14-16年估值为9.4倍、8.4倍和7.4倍，作为智能家居布局最优的企业，给予“增持”评级。
- **收入增长稳健，中报业绩符合预期。**公司发布2014年中报，共实现收入470亿，同比增长9.16%，归属上市公司股东净利润为25.77亿，同比增长20.84%，对应摊薄后EPS为0.95元/股，超出我们的预期（0.91元），公司上半年现金流情况稳健，经营性现金流同比增长7.6%。测算得，14Q2公司实现收入246.08亿，同比增长9.75%，归属上市公司股东净利润7.10亿元，同比增长39.86%。14年一季度公司实现收入223.93亿，同比增长8.97%，归属上市公司股东净利润为17.09亿元，同比增长21.30%，对应EPS为0.56元。
- **各品类保持优势排名，各项业务增长远超行业增速。**从业务划分来看，1) **空调业务：**受益天樽空调等创新产品的拉动及渠道网络建设，公司空调业务上半年实现较高收入增长，同比增长16.6%达到116.3亿元收入，毛利率则提升1.42个百分点至29.76%；2) **冰洗业务：**上半年收入小幅下降0.3%，实现收入规模137.1亿元，毛利率提升0.71个百分点到30.35%，洗衣机则实现温和增长，同比增长4.8%至59亿元规模，滚筒等高端产品热销拉动毛利率提升1.09个百分点至27.37%；3) **渠道综合服务业务：**作为向平台化企业转型的核心布局业务，14年上半年实现收入增长18.24%，达到90.7亿元%；4) **其他业务：**热水器业务上半年实现同比增长3.5%，达到20.9亿元，继续保持在电热水器领域的优势地位，厨房电器品类则实现了喜人的增长，受到产品力提升和专业渠道建设的推进，上半年同比增长25.1%，毛利率则提升1.4个百分点至37.1%。

- **空调高毛利新品带动毛利率改善，运营改善提升净利润率。**14Q2 公司实现综合毛利率 24.80%，同比提升 0.2%，从上半年各品类的毛利率变化情况来看，我们预计，主要是由于各品类产品均实现了较好的结构提升和消费升级所致，其中空调和厨电产品毛利率提升幅度较高。期间费用率方面，14Q2 销售费用率同比小幅提升 0.3 个百分点至 8.99%，预计主要是针对产品营销投入所致，管理费用率则下降 0.9 个百分点。从净利润率角度来看，公司 14Q2 净利润率水平达到 7.66%，属历史新高水平，从具体科目来看，净利润率同比改善主要来源于管理费用率和所得税率的下降。公司资产负债表各项科目显示公司资产运营周转效率改善，KKR 入股缴款成功，给公司带来较充足的现金流。
- **核心风险假设：**终端需求持续低迷，原材料价格大幅波动。

表 1：二季度利润表项目增减变动（按收入百分比，单季度）

	2014Q2	2013Q2	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		
毛利	24.80%	24.65%	0.14%
营业税金及附加	-0.40%	-0.58%	0.18%
销售费用	-8.99%	-8.67%	-0.32%
管理费用	-6.36%	-7.38%	1.03%
财务费用	-0.09%	0.05%	-0.14%
资产减值损失	-0.08%	-0.26%	0.18%
公允价值变动损益	0.00%	0.00%	
投资收益	0.66%	0.69%	-0.03%
营业利润	9.94%	9.07%	0.87%
加：营业外收入	0.44%	0.32%	0.12%
减：营业外支出	-0.05%	-0.10%	0.05%
利润总额	10.33%	9.29%	1.03%
减：所得税费用	-1.72%	-1.62%	-0.11%
净利润	8.60%	7.68%	0.93%
少数股东损益	-1.65%	-1.40%	-0.25%
归属于母公司所有者净利润	6.95%	6.27%	0.68%

资料来源：公司资料，申万研究

表 2：合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	79,857	86,488	96,290	109,655	124,125
营业总成本	75,129	80,941	89,466	101,554	114,851
营业成本	59,704	64,586	72,252	82,287	93,208
营业税金及附加	430	433	483	548	621
销售费用	9,629	10,307	10,823	12,128	13,654
管理费用	5,189	5,443	6,008	6,689	7,572
财务费用	(22)	(46)	(154)	(152)	(262)
资产减值损失	200	217	55	54	58
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	543	622	600	600	600
营业利润	5,270	6,169	7,423	8,701	9,874
营业外收支	158	545	503	120	70
利润总额	5,428	6,714	7,926	8,821	9,944
所得税	1,068	1,163	1,429	1,521	1,729
净利润	4,361	5,551	6,498	7,300	8,216
少数股东损益	1,091	1,383	1,592	1,789	2,013
归属于母公司所有者的净利润	3,269	4,168	4,906	5,512	6,203

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。