

中国：家用耐久财

2015 年 08 月 31 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**32.3%**

 日期 **2015/08/28**

收盘价	RMB9.82
十二个月目标价	RMB13.00
前次目标价	RMB17.00
上海 A 股指数	3,386.2

信息更新：

- ▶ 2015 年上半年营收/盈利分别同比下滑 10.8%/同比增长 2%，较本中心预期低 7.5%/7.2%。
- ▶ 本中心将目标价调降至人民币 13 元，以反映公司营运状况不如预期。

本中心观点：

- ▶ 本中心预估青岛海尔 2015 年 3 季度有望缓步回升，系因基期较低，且去库存周期接近尾声。
- ▶ 青岛海尔 5 月 15 日宣布收购海外业务，本中心预估可使 2015 年每股收益提升 2.1%。

公司简介： 青岛海尔为冷气、冰箱、冷藏箱以及小型家电的制造商。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB60,129.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,406.0 百万元
总股本股数 (百万股)	6,123.2
流通 A 股股数比例	89.9%
自由流通股数比例	36.0%
大股东；持股比例	青岛海尔, 20.6%
净负债比率	(75.3%)
每股净值 (2015F)	RMB4.20
市净率 (2015F)	2.34 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	88,775	92,179	107,183	117,072
营业利润**	6,458	6,808	9,697	12,092
税后净利润*	4,992	5,264	7,015	8,524
每股收益(元)	0.87	0.86	1.15	1.40
每股收益同比增长率 (%)	12.3	(0.7)	33.3	21.5
每股股利(元)	0.25	0.24	0.33	0.40
市盈率 (倍)	11.3	11.4	8.5	7.0
股利收益率 (%)	2.5	2.5	3.3	4.0
净资产收益率 (%)	20.3	17.0	19.8	20.8

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

刘佩鸣

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

青岛海尔 (600690 CH)

2015 年上半年疲弱表现已反映于股价

投资建议： 本中心认为 2015 年 2 季度已是公司同比增长率的谷底，3 季度有望缓慢回升(请参见[本中心 2015 年上半年预览报告](#))。此外，我们认为公司重整海外业务后，可为 2015 年每股收益估值提升 2.1%。公司目前股价相当于 8.5 倍/7.0 倍 2016/17 年预估市盈率，我们认为目前股价已触底。本中心将 2015/16/17 年每股收益预估各下调 7.8%/2.2%/0.6%，以反映 2015 年 2 季度的疲弱表现，但我们认为下跌空间有限。自上证综指 6 月中修正以来，公司股价与大盘波动一致，本中心认为，若大盘出现回稳迹象，公司股价便有望转强。本中心维持买入建议，目标价人民币 13 元，系根据 11 倍平均市盈率(2008 年至今)，目标倍数相当于 2016 年产业预估市盈率倍数折价 20%。

2015 年上半年表现疲弱在预料之中： 2015 年上半年营收/盈利为人民币 419.2/26.29 亿元，分别同比下滑 10.8%/同比增长 2.0%，较中心预估低 7.5%/7.2%。毛利率(扣除增值税后)增加 2.73 个百分点至 27.3%，系因产品组合转佳。营业利润率增幅较少，仅增加 0.27 个百分点至 7.7%，系因营业费用增加。2015 年 2 季度营收/盈利分别同比下滑 18.5%/3.5%，显示家电市场疲软。

2015 年上半年家电需求黯淡： 2015 年上半年空调营收同比下滑 18.8%，大致符合本中心预期，但逊于产业整体表现(同比下滑 9%)。冰箱/分销在 2015 年上半年营收同比下滑 5.1%/11.7%，大幅不如预期。2015 年上半年洗衣机营收同比增长 16.2%，系受惠于产品升级至滚筒式洗衣机与更高端的产品。

毛利率持续扩张： 洗衣机、冰箱、厨房电器业务的毛利率因产品升级而持续增长；然而空调、分销业务的毛利率因营收在 2015 年上半年下滑而萎缩。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

2015 年上半年营运回顾

家电需求疲软，拖累 2015 年上半年营收

空调 2015 年上半年营收同比下滑 18.8%，2 季度营收较去年同期减少 25%。产业衰退之际，青岛海尔似乎也无法不受影响，且营收表现逊于产业整体水平（2015 年上半年同比下滑 9%）。冰箱营收在 2015 年上半年较去年同期减少 5.1%为意料外的利空，显示市场需求黯淡。2015 年上半年分销营收则同比下滑 11.7%，系因 1) 家电营收疲软，尤其是空调与冰箱；2) 关闭表现不如预期的第三方分销公司；3) 重整销售组织，整合在线与线下渠道。所幸洗衣机业务表现亮眼，2015 年上半年营收同比增长 16.2%，系因产品升级至滚筒洗衣机与更高端的产品。洗衣机占公司整体营收的 17-18%，可抵销其他业务下滑的部分营收。

图 1：青岛海尔 - 2015 年上半年产品营收分布

营收分布(人民币百万元)	1H14 实际值	2H14 实际值	1H15 实际值	同比增长率(%)	1H15	差异
					先前预估	
空调	11,630	8,382	9,447	-18.8%	9,699	-2.6%
冰箱	13,707	10,961	13,011	-5.1%	14,022	-7.2%
洗衣机	5,900	9,373	6,857	16.2%	6,406	7.0%
厨房电器	2,999	3,440	3,165	5.5%	3,192	-0.8%
装备部品	3,427	944	1,152	-66.4%	1,227	-6.1%
渠道综合服务业务及其他	9,069	8,373	8,011	-11.7%	10,569	-24.2%
其他	267	303	278	3.9%	220	26.4%

资料来源：公司资料、元大预估

图 2：青岛海尔 - 2015 上半年财报回顾

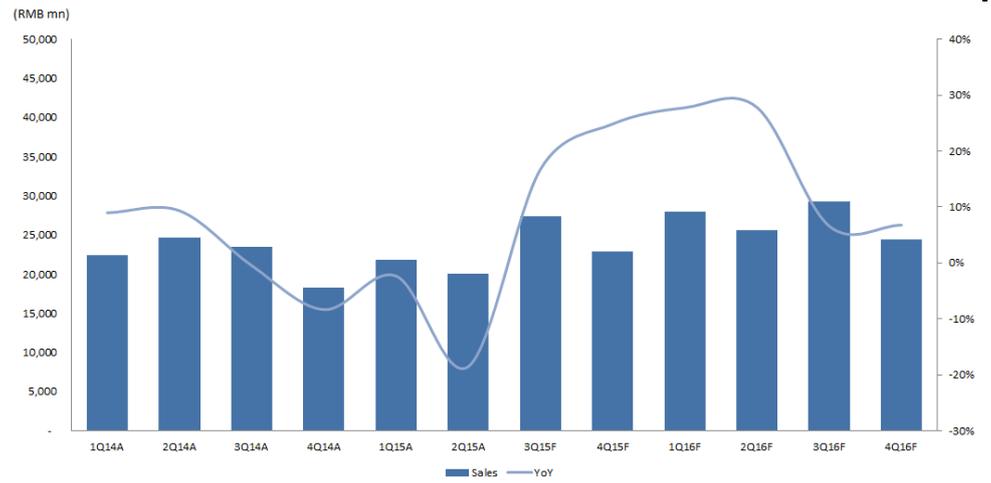
人民币百万元	1H14 实际值	2H14 实际值	1H15 实际值	同比增长率(%)	1H15	差异
					先前预估	
营业收入	47,001	41,775	41,920	-10.8%	45,337	-7.5%
营业毛利 (扣除增值税后)	11,558	12,473	11,452	-0.9%	12,377	-7.5%
营业利润(调整后)	3,484	2,974	3,221	-7.5%	3,751	-14.1%
税前净利润	3,966	4,081	3,886	-2.0%	4,365	-11.0%
归属普通股股东之税后净利润	2,577	2,414	2,629	2.0%	2,832	-7.2%
每股收益	0.47	0.40	0.43	-8.9%	0.46	-7.1%
重要比率						
营业毛利率 (扣除增值税后)	24.6%	29.9%	27.3%	2.73	27.3%	0.02
营业利润率(调整后)	7.4%	7.1%	7.7%	0.27	8.3%	-0.59
税前净利润率	8.4%	9.8%	9.3%	0.83	9.6%	-0.36
税后净利润率	5.5%	5.8%	6.3%	0.79	6.2%	0.03

资料来源：公司资料、元大预估

2015 年 3 季度有望缓步回升？

2015 年上半年空调营收不如预期，除因库存问题，部分原因可归咎于气候条件不利且整体市场需求疲弱。青岛海尔的空调部门自 2014 年起着手解决库存问题。尽管需求仍旧疲弱，但本中心认为家电营收不至于大幅滑落。我们预估 2015 年 3 季度/4 季度整体营收有望同比增长 4.2%/8.7%，自 2015 年上半年后呈现温和增长(扣除青岛海尔海外业务的并购效应)。

图 3：青岛海尔 2015 年 3 季度营收有望回升



资料来源：公司资料、元大预估

盈利预估与股票估值

本中心将 2015/16/17 年营收预估各下调 4.1%/4.1%/4.3%至人民币 921.79/1,071.83/1,170.72 亿元，以反映家电需求较预期放缓。本中心预估毛利率可由 2014 年的 27.1%分别增长至 2015/16/17 年的 28.0%/29.0%/29.9%，系因高端产品贡献增加。我们也认为营运杠杆将减少，系因需求疲软，费用增加。因此，本中心将 2015F/16F/17 年税后净利润预估各下调 7.8%/2.2%/0.6%，以反映费用上升。

本中心下调目标价，以反映财报不如预期。我们的目标价人民币 13 元系根据 11 倍公司 2008 年至今的平均市盈率，较 2016 年产业预估市盈率折价 20%。由于公司表现逊于整体产业，本中心认为此折价系属合理。

图 4：青岛海尔 - 2015/16/17 年盈利预估调整

百万人民币	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F	FY15F	FY16F	FY17F	FY15F	FY16F	FY17F
		调整前	调整前	调整前	调整后	调整后	调整后	差异	差异	差异
营业收入	88,775	96,165	111,716	122,345	92,179	107,183	117,072	-4.1%	-4.1%	-4.3%
营业毛利 (扣除增值税后)	24,031	26,869	31,888	35,978	25,828	31,065	34,968	-3.9%	-2.6%	-2.8%
营业利润(调整后)	6,457	7,886	10,152	12,415	6,808	9,697	12,092	-13.7%	-4.5%	-2.6%
税前净利润	8,047	9,232	11,613	13,877	8,271	11,159	13,554	-10.4%	-3.9%	-2.3%
税后净利润 - 合计	6,692	7,597	9,561	11,425	6,952	9,343	11,349	-8.5%	-2.3%	-0.7%
归属普通股股东之税后净利润	4,992	5,707	7,176	8,573	5,264	7,015	8,524	-7.8%	-2.2%	-0.6%
每股收益	0.82	0.94	1.18	1.41	0.86	1.15	1.40	-7.8%	-2.2%	-0.6%
重要比率										
营业毛利率 (扣除增值税后)	27.1%	27.9%	28.5%	29.4%	28.0%	29.0%	29.9%	0.08	0.44	0.46
营业利润率(调整后)	7.3%	8.2%	9.1%	10.1%	7.4%	9.0%	10.3%	-0.82	-0.04	0.18
税前净利润率	9.1%	9.6%	10.4%	11.3%	9.0%	10.4%	11.6%	-0.63	0.02	0.24
税后净利润率(包含少数股东权益)	7.5%	7.9%	8.6%	9.3%	7.5%	8.7%	9.7%	-0.36	0.16	0.36

资料来源：公司资料、元大预估

图 5: 青岛海尔 - 同业估值比较表

公司	代码	股价 (当地货币)	市值	每股收益			市盈率 (倍)			每股收益增长率 (%)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
青岛海尔	600690 CH	RMB9.82	9,410.5	0.86	1.15	1.40	11.4	8.5	7.0	(0.7)	33.3	21.5
中国同业												
美的	000333 CH	27.4	18,257	2.81	3.38	3.98	9.7	8.1	6.9	7.7	25.7	19.5
惠而浦	600983 CH	14.9	1,786	0.62	0.81	0.87	24.1	18.3	17.1	21.0	31.6	7.1
日出东方	603366 CH	10.0	1,252	0.42	0.58	0.59	23.8	17.3	16.9	-22.2	37.4	2.3
合肥美菱	000521 CH	6.6	718	0.41	0.53	0.56	16.0	12.5	11.8	6.3	28.5	6.3
无锡小天鹅	000418 CH	21.3	1,868	1.44	1.73	2.04	14.8	12.3	10.5	31.1	19.7	17.9
格力电器	000651 CH	19.5	18,357	2.74	3.15	3.57	7.1	6.2	5.5	-41.8	14.9	13.3
海信科龙	000921 CH	8.4	1,431	0.82	0.89	0.58	10.3	9.4	14.5	63.6	9.2	-35.1
华帝股份	002035 CH	12.3	690	0.88	1.11	1.48	14.0	11.0	8.3	12.8	26.5	32.5
九阳股份	002242 CH	23.7	2,845	0.79	0.90	1.01	30.1	26.5	23.6	12.6	13.6	12.3
均值							16.7	13.5	12.8	10.1	23.0	8.5
全球同业												
Panasonic	6752 JP	1333.0	27,080	80.93	88.93	109.69	16.5	15.0	12.2	55.3	9.9	23.3
Toshiba	6502 JP	380.8	13,364	-2.92	45.21	47.96	N.A.	8.4	7.9	N.A.	N.A.	6.1
Mitsubishi	6503 JP	1234.0	21,943	95.40	106.37	114.25	12.9	11.6	10.8	33.4	11.5	7.4
Sharp	6753 JP	183.0	2,578	-19.12	-18.66	1.54	N.A.	N.A.	119.2	N.A.	N.A.	N.A.
Daikin	6367 JP	7406.0	17,978	402.59	466.42	516.31	18.4	15.9	14.3	26.5	15.9	10.7
GE	GE US	25.0	252,512	1.30	1.53	1.82	19.2	16.3	13.8	-13.8	17.7	18.5
Electrolux	ELUXA SS	244.9	8,922	10.93	16.24	18.99	22.4	15.1	12.9	39.6	48.5	16.9
均值							17.9	13.7	27.3	28.2	20.7	13.8
物流												
嘉里物流	636 HK	11.1	2,431	0.69	0.74	0.81	16.2	15.0	13.7	-30.1	8.5	8.9

资料来源: 公司资料、元大、Bloomberg

注: 每股收益数字系以当地货币表示。

图 6: 青岛海尔 - 同业估值比较表 (续)

公司	代码	股价 (当地货币)	市值	净资产收益率 (%)			每股净值			市净率 (倍)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
青岛海尔	600690 CH	RMB9.82	9,410.5	17.0	19.8	20.8	5.3	3.4	2.8	2.3	2.0	1.6
中国同业												
美的	000333 CH	27.4	18,257	24.5	25.7	26.4	12.2	14.1	16.2	2.2	1.9	1.7
惠而浦	600983 CH	14.9	1,786	9.1	9.8	11.7	5.9	6.5	7.3	2.5	2.3	2.0
日出东方	603366 CH	10.0	1,252	6.1	9.1	10.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
合肥美菱	000521 CH	6.6	718	8.5	8.6	9.0	4.8	5.2	5.7	1.4	1.3	1.2
无锡小天鹅	000418 CH	21.3	1,868	18.8	17.8	18.4	8.3	9.7	11.2	2.6	2.2	1.9
格力电器	000651 CH	19.5	18,357	35.1	32.5	31.2	9.0	10.8	13.0	2.2	1.8	1.5
海信科龙	000921 CH	8.4	1,431	20.2	N.A.	N.A.	3.1	3.6	4.2	2.7	2.3	2.0
华帝股份	002035 CH	12.3	690	19.5	16.7	17.7	4.7	5.8	7.7	2.6	2.1	1.6
九阳股份	002242 CH	23.7	2,845	18.6	17.4	17.5	4.6	5.3	6.6	5.1	4.5	3.6
均值				17.8	17.2	17.8				2.7	2.3	1.9
全球同业												
Panasonic	6752 JP	1333.0	27,080	11.5	10.4	11.8	898.0	999.3	1099.3	1.5	1.3	1.2
Toshiba	6502 JP	380.8	13,364	6.3	3.8	13.6	263.9	339.5	379.0	1.4	1.1	1.0
Mitsubishi	6503 JP	1234.0	21,943	13.9	11.7	12.0	938.1	1021.8	1112.2	1.3	1.2	1.1
Sharp	6753 JP	183.0	2,578	-119.1	-49.4	3.1	87.4	91.9	136.1	2.1	2.0	1.3
Daikin	6367 JP	7406.0	17,978	12.8	12.7	12.7	3815.3	4252.0	4567.0	1.9	1.7	1.6
GE	GE US	25.0	252,512	-5.1	10.8	13.4	10.5	9.5	9.6	2.4	2.6	2.6
Electrolux	ELUXA SS	244.9	8,922	19.5	17.7	23.5	64.1	73.2	87.5	3.8	3.3	2.8
均值				-8.6	2.5	12.9				2.1	1.9	1.7
物流												
嘉里物流	636 HK	11.1	2,431	11.9	7.6	7.6	9.3	10.0	10.7	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司资料、元大、Bloomberg

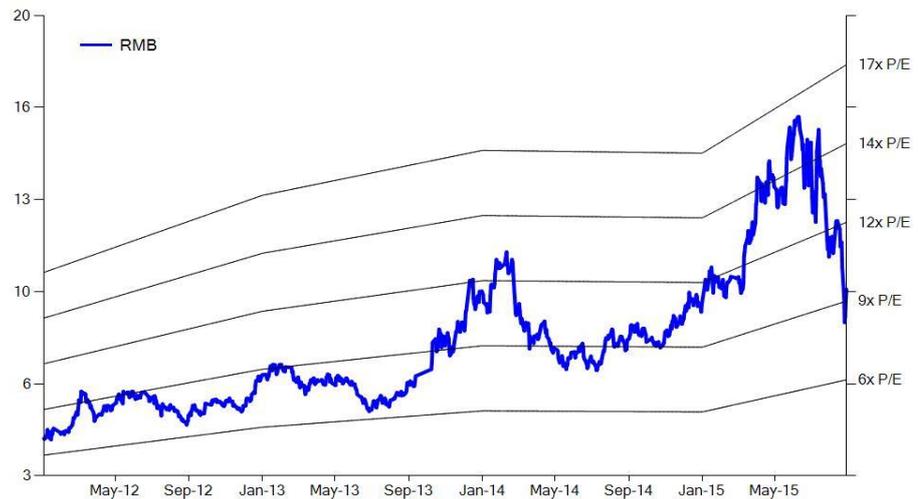
图 7：青岛海尔 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	21,871	20,049	27,425	22,835	92,179	27,944	25,622	29,233	24,384	107,183
销货成本	(15,908)	(14,560)	(19,877)	(16,007)	(65,928)	(20,279)	(18,174)	(20,709)	(16,957)	(75,628)
营业毛利	5,963	5,489	7,548	6,828	25,828	7,665	7,448	8,525	7,427	31,065
营业费用	(4,665)	(3,566)	(4,984)	(5,805)	(19,020)	(5,781)	(4,421)	(5,153)	(6,013)	(21,368)
营业利润	1,299	1,923	2,564	1,023	6,808	1,884	3,027	3,371	1,415	9,697
业外利益	249	416	399	399	1,463	365	365	365	365	1,462
税前净利润	1,548	2,339	2,963	1,422	8,271	2,250	3,392	3,737	1,780	11,159
少数股东权益	(292)	(380)	(593)	(424)	(1,688)	(502)	(549)	(747)	(530)	(2,328)
所得税费用	(277)	(310)	(482)	(251)	(1,320)	(366)	(552)	(608)	(290)	(1,816)
归属于母公司之税后净利润	979	1,650	1,888	747	5,264	1,381	2,292	2,382	960	7,015
每股稀释盈余(人民币元)	0.32	0.27	0.31	0.12	0.86	0.23	0.38	0.39	0.16	1.15
加权平均股数	3,046	6,092	6,092	6,092	6,092	6,092	6,092	6,092	6,092	6,092
重要比率										
营业毛利率	27.3%	27.4%	27.5%	29.9%	28.0%	27.4%	29.1%	29.2%	30.5%	29.0%
营业利润率	5.9%	9.6%	9.3%	4.5%	7.4%	6.7%	11.8%	11.5%	5.8%	9.0%
税前净利润率	7.1%	11.7%	10.8%	6.2%	9.0%	8.1%	13.2%	12.8%	7.3%	10.4%
有效所得税率	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	16.0%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	16.3%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料

图 8：青岛海尔 - 12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料、元大

图 9：青岛海尔 - 12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	20,641	28,644	29,954	35,383	38,472
存货	6,909	7,558	7,173	9,725	8,500
应收帐款及票据	20,038	21,731	21,640	28,790	26,292
其他流动资产	1,672	1,542	1,795	2,085	2,153
流动资产	49,260	59,475	60,562	75,983	75,417
长期投资	2,723	5,018	7,041	9,014	10,987
固定资产	7,089	8,088	9,239	10,437	11,676
什项资产	2,021	2,426	2,426	2,426	2,426
其他资产	11,833	15,532	18,705	21,877	25,089
资产总额	61,093	75,006	79,267	97,860	100,506
应付帐款及票据	25,881	27,614	26,858	35,629	31,766
短期借款	1,198	1,009	1,856	1,720	2,760
什项负债	10,967	13,005	11,886	17,057	14,556
流动负债	38,046	41,628	40,600	54,405	49,081
长期借款	717	1,801	3,314	3,070	4,926
其他负债及准备	2,299	2,458	2,458	2,458	2,458
长期负债	3,016	4,258	5,771	5,528	7,384
负债总额	41,062	45,886	46,372	59,933	56,466
股本	2,721	3,046	6,092	6,092	6,092
资本公积	615	3,542	496	496	496
保留盈余	11,140	14,880	18,655	23,686	29,800
换算调整数	19	373	373	373	373
归属母公司之权益	14,494	21,840	25,615	30,647	36,760
少数股权	5,537	7,280	7,280	7,280	7,280
股东权益总额	20,031	29,120	32,895	37,927	44,040

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	5,560	6,692	6,952	9,343	11,349
折旧及摊提	692	783	1,108	1,108	1,108
本期营运资金变动	1,402	1,560	(1,652)	3,949	(2,709)
其他营业资产	(622)	(1,237)	(1,022)	(973)	(973)
营运活动之现金流量	7,032	7,798	5,386	13,427	8,775
资本支出	(1,391)	(1,704)	(2,203)	(2,250)	(2,291)
本期长期投资变动	165	(1,058)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他资产变动	(688)	(482)	(56)	(56)	(56)
投资活动之现金流量	(1,914)	(3,245)	(3,260)	(3,307)	(3,347)
股本变动	(955)	2,397	(3,176)	(4,312)	(5,235)
本期负债变动	195	1,053	2,361	(380)	2,896
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(760)	3,450	(816)	(4,692)	(2,339)
本期产生现金流量	4,358	8,003	1,310	5,428	3,089
自由现金流量	5,259	5,538	3,036	11,030	6,378

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	86,606	88,775	92,179	107,183	117,072
销货成本	(65,094)	(64,745)	(65,928)	(75,628)	(81,568)
营业毛利	21,512	24,031	25,828	31,065	34,968
营业费用	(15,786)	(17,573)	(19,020)	(21,368)	(22,876)
营业利润	5,726	6,458	6,808	9,697	12,092
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(46)	(231)	(391)	(343)	(343)
利息收入净额	(46)	(231)	(391)	(343)	(343)
投资利益(损失)净额	622	1,237	1,022	973	973
其他业外收入(支出)净额	422	582	832	831	831
非常项目净额	N.A.	0	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	6,724	8,047	8,271	11,159	13,554
所得税费用	(1,164)	(1,354)	(1,320)	(1,816)	(2,206)
少数股权净利	(1,386)	(1,701)	(1,688)	(2,328)	(2,825)
归属母公司之净利	4,174	4,992	5,264	7,015	8,524
税前息前折旧摊销前净利	6,418	7,241	7,916	10,805	13,201
每股收益 (RMB)	0.77	0.87	0.86	1.15	1.40
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.77	0.87	0.86	1.15	1.399

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	8.5	2.5	3.8	16.3	9.2
营业利润	16.7	12.8	5.4	42.4	24.7
税前息前折旧摊销前净	15.3	12.8	9.3	36.5	22.2
税后净利润	27.7	19.6	5.5	33.3	21.5
每股收益	27.20	12.35	(0.69)	33.27	21.51
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	24.8	27.1	28.0	29.0	29.9
营业利润率	6.6	7.3	7.4	9.0	10.3
税前息前 折旧摊销前净利率	7.4	8.2	8.6	10.1	11.3
税后净利率	4.8	5.6	5.7	6.5	7.3
资产报酬率	10.0	9.8	9.0	10.5	11.4
净资产收益率	23.5	20.3	17.0	19.8	20.8
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	9.6	9.6	15.7	12.6	17.5
净现金(负债)权益比(%)	103.0	98.4	87.1	89.8	84.4
利息保障倍数 (倍)	147.7	35.8	22.1	33.6	40.5
利息及短期债	5.4	6.7	3.9	5.6	4.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	153.4	33.7	13.8	39.2	25.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	5.7	6.3	2.4	6.5	2.8
流动比率 (倍)	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5
速动比率 (倍)	1.1	1.2	1.3	1.2	1.4
净负债 (RMB 百万元)	(18,726)	(25,835)	(24,784)	(30,593)	(30,786)
每股净值 (RMB)	2.69	3.81	4.20	5.03	6.03
估值指标 (倍)					
市盈率	12.7	11.3	11.4	8.5	7.0
股价自由现金流量比	10.1	10.2	19.7	5.4	9.4
市净率	3.7	2.6	2.3	2.0	1.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	8.2	7.8	7.6	5.5	4.5
股价营收比	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

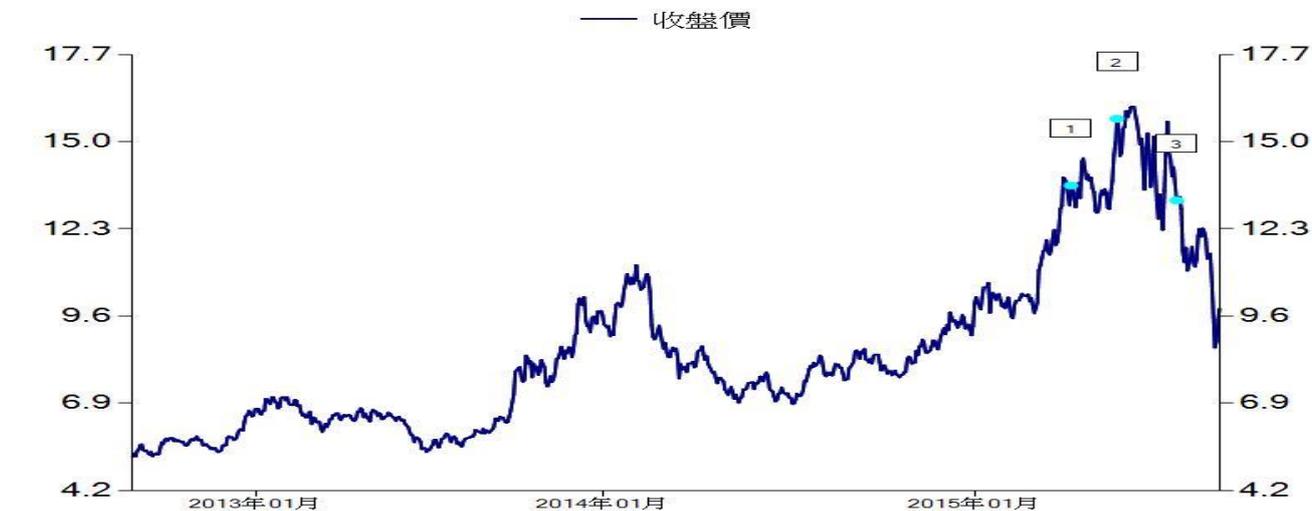
资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

青岛海尔 (600690 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/04/10	26.05	30.00	30.00	买入	刘佩昀
2	2015/05/26	29.98	37.70	37.70	买入	刘佩昀
3	2015/07/21	13.18	17.00	17.00	买入	刘佩昀
4	2015/08/31	9.82	13.00	13.00	买入	刘佩昀

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计:	417	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼