

公司简评 青岛海尔 (600690.SH)

► 2009 年 6 月 29 日

大股东增持表明看好企业增长

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273

1. 事件

青岛海尔(600690.SH)最近连续发布公告,称海尔集团及其一致行动人青岛海尔创业投资咨询有限公司增持上市公司股份,已经累计增持 13,853,924 股,占公司总股本的 1.04%,根据增持计划,海尔集团及海尔创投将继续增持 12,916,076 股。目前,海尔集团及一致行动人共持有股份占公司总股本的 44.58%。

2. 我们的分析与判断

青岛海尔(600690.SH)在近一个月内连续公布股权激励计划、海尔集团及一致行动人增持上市公司等公告,我们认为这不仅表明了管理层对上市公司今后的发展抱有信心,而且大股东也对上市公司的增长表现出积极态度,希望加大力度分享上市公司成长带来的成果。

目前,在上市公司的产品组合中,公司冰箱业务依然是盈利的重点,占据了总营业收入的 27.51% (2008 年报数据)。从 2009 年前四个月来看,虽然冰箱行业出口依然不理想;但是,由于政府持续推出家电下乡、以旧换新等多种刺激消费政策,冰箱行业内销逐月增加,一到四月份内销同比增长 16.17%,青岛海尔占据了冰箱行业最大的市场份额,所以我们对公司在冰箱业务的发展比较乐观。

另外,公司持有海尔电器 20.1%的股权,从而受益于洗衣机行业的发展。从目前的国内洗衣机市场竞争格局来看,海尔洗衣机市场占有率高居第一,是国内为数不多掌握滚筒洗衣机核心技术的厂商,受国内消费升级和消费政策刺激的影响,今年前四个月,洗衣机内销同比增长 10.24%,表现出良好的成长性。我们判断,在目前冰箱和洗衣机市场上,农村需求和产品升级需求分别占据了总需求的 76.94%和 78.4%,在国内需求逐步走强的大背景下,公司有望在这两个领域获得更多的利润。

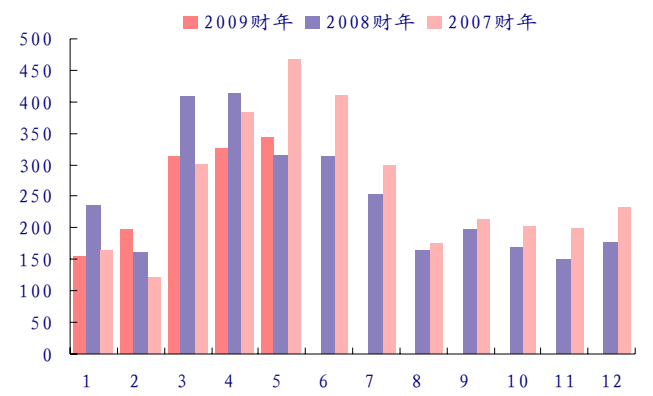
公司的空调业务面临挑战。在目前的空调市场竞争格局下,虽然公司处于第三的位置,但是公司的市场占有率有下滑的危险,在近期投标节能空调补助中,公司也只是推出了 73 款节能空调,落后于行业第一名和第二名,我们将密切关注公司未来在空调行业上的进展。从今年的空调市场来看,前四个月销售不振,随着旺季的到来,五月份行业出现了 8.95%的增长,随着高温天气席卷我国大部分地区,空调的销售有望好转;从长期看,由于我国居民空调保有量很低,空调行业有巨大的发展潜力,公司也有望从这个领域获得更多的利润。

外生性和内生性共同推动公司增长。受消费升级及政府刺激消费政策的影响,公司通过核心产品(冰箱、洗衣机和空调)受益于行业的发展;另外,公司存在通过提高运营效率的方法提升盈利能力,公司的销售费用率、管理费用率和净利率都低于行业领先水平,公司有望通过改进这些指标从而达到 2009-2012 年每年净利润复合增长率达到或超过 18%的股权激励行权要求,

3. 投资建议

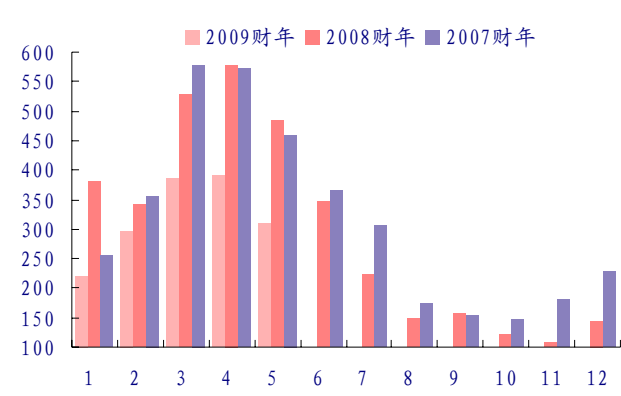
青岛海尔(600690.SH)拥有较强的品牌,是一家价值创造型公司,公司较强的供应链管理体系和零库存下的即需即供模式不断提高公司的运行效率,从而通过内生性增长弥补销售放缓,我们预计公司 2009、2010 和 2011 年的每股收益分别为 0.69 元、0.82 元和 0.98 元,对应的 PE 分别为 20.1X、16.9X 和 14.1X,我们继续维持公司“推荐”评级。

图 1: 2007-2009 中国家用空调行业内销销售量 (万台)



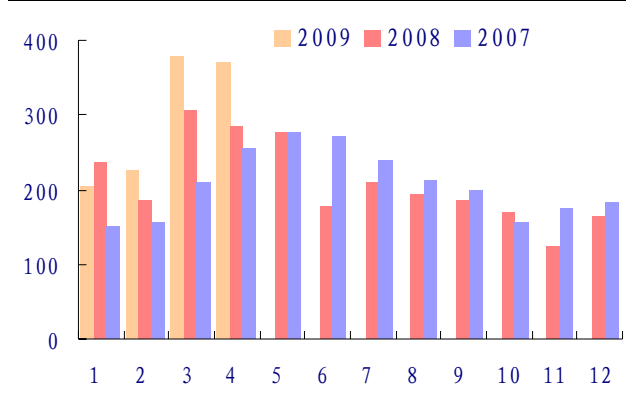
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 2: 2007-2009 中国家用空调行业外销销售量 (万台)



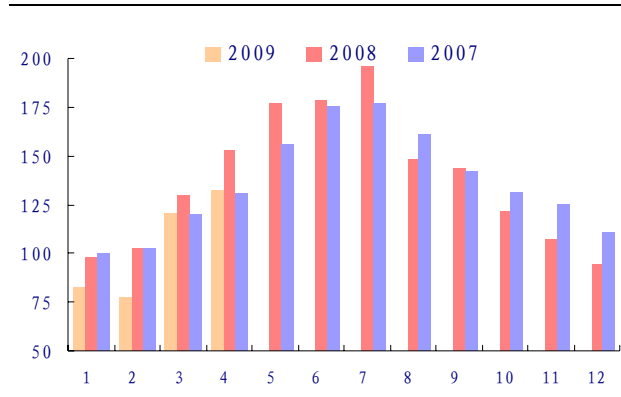
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 3: 2007-2009 中国家用冰箱行业内销销售量 (万台)



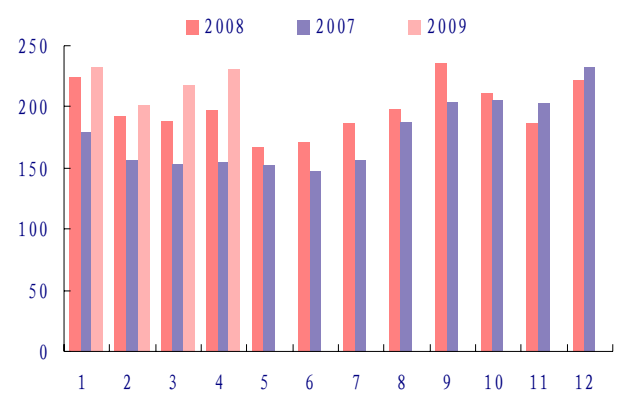
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 4: 2007-2009 中国家用冰箱行业外销销售量 (万台)



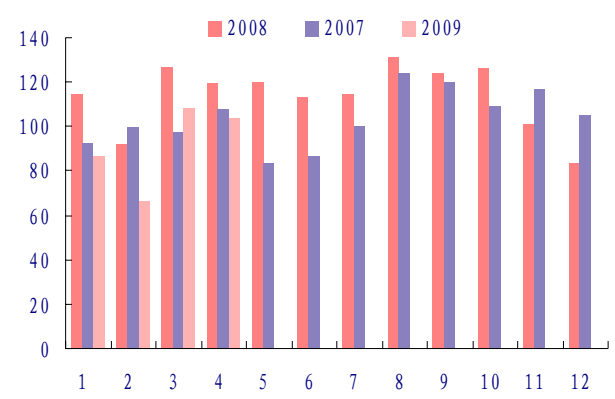
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 5: 2007-2009 中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 6: 2007-2009 中国洗衣机行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

表 1: 重要财务数据预测

资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2420.8	2461.6	2670.2	2922.0	3200.4	营业收入	29468.6	30408.0	32985.3	36095.7	39534.8
应收票据	1675.3	2512.2	2256.7	2469.5	2704.8	营业成本	23867.8	23376.0	25319.2	27742.5	30336.0
应收账款	578.9	794.6	1330.4	1455.9	1594.6	营业税金及附加	65.9	95.5	103.5	113.3	124.1
预付款项	94.2	168.6	249.1	337.4	433.9	销售费用	3502.5	4074.6	4420.0	4800.7	5218.6
其他应收款	92.9	73.4	79.7	87.2	95.5	管理费用	1187.5	1691.2	1814.2	1985.3	2174.4
存货	2928.7	1852.9	2081.0	2280.2	2493.4	财务费用	48.0	103.7	101.1	102.3	98.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	资产减值损失	-37.4	51.5	51.5	51.5	51.5
长期股权投资	600.5	1383.6	1383.6	1383.6	1383.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2359.0	2455.9	2210.6	1952.3	1681.4	投资收益	64.9	151.1	140.6	266.3	338.3
在建工程	189.2	204.0	202.0	201.0	200.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	899.3	1166.7	1316.4	1566.3	1869.6
无形资产	146.4	134.9	121.4	108.0	94.5	营业外收支净额	-19.2	-29.6	-29.6	-29.6	-29.6
长期待摊费用	1.1	0.6	0.6	0.5	0.4	税前利润	880.1	1137.1	1286.8	1536.7	1840.0
资产总计	11189.0	12230.6	12590.9	13202.9	13888.3	减: 所得税	125.8	158.4	205.9	245.9	294.4
短期借款	97.0	174.7	323.1	390.4	390.5	净利润	754.3	978.7	1080.9	1290.8	1545.6
应付票据						归属于母公司的净利					
应付账款	460.1	638.8	691.9	758.1	829.0	润	643.6	768.2	919.1	1097.6	1314.2
预收款项	2368.0	1614.1	1724.3	1889.3	2065.9	少数股东损益	110.7	210.5	161.8	193.2	231.3
应付职工薪酬	803.7	1025.3	1255.0	1506.4	1781.8	基本每股收益	0.48	0.57	0.69	0.82	0.98
应交税费	67.3	90.1	90.1	90.1	90.1	稀释每股收益	0.48	0.57	0.69	0.82	0.98
其他应付款	-258.5	-93.3	-93.3	-93.3	-93.3	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	199.9	687.9	687.9	687.9	687.9	成长性					
长期借款	305.8	0.0	-839.0	-1851.6	-2971.2	营收增长率	26.9%	3.2%	8.5%	9.4%	9.5%
预计负债	79.4	79.4	129.4	159.4	189.4	EBIT 增长率	8.0%	38.6%	13.5%	9.4%	15.7%
负债合计	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	15.7%	19.4%	19.6%	19.4%	19.7%
股东权益合计	4132.8	4529.5	4009.7	3571.2	2997.9	盈利性					
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	19.0%	23.1%	23.2%	23.1%	23.3%
净利润	754	979	1081	1291	1546	销售净利率	2.2%	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%
折旧与摊销	315	338	461	473	485	ROE	9.1%	10.0%	10.7%	11.4%	12.1%
经营活动现金流	1279	1318	372	431	496	ROIC	10.01%	12.60%	12.30%	11.95%	12.27%
投资活动现金流	-301	-1056	-59	66	138	估值倍数					
融资活动现金流	-312	-223	-104	-245	-356	PE	28.8	24.1	20.1	16.9	14.1
现金净变动	665	39	209	252	278	P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
期初现金余额	1756	2421	2462	2670	2922	P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7
期末现金余额	2421	2460	2670	2922	3200	股息收益率	1.0%	1.4%	1.1%	1.3%	1.5%
						EV/EBITDA	14.7	11.4	9.7	9.1	8.1

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、深康佳 A（000016.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908