

2009 年 08 月 05 日

 市价(人民币): 15.13元
 目标(人民币): 17.60-19.12元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 755.69
 总市值(百万元) 20,251.79
 年内股价最高最低(元) 15.13/7.05
 沪深 300 指数 3786.61
 上证指数 3471.44


相关报告

- 1 《股权激励再次推出,业绩承诺彰显公司信心》, 2009.5.13
- 2 《收入下滑好于预期,但费用率高企拖累业绩》, 2009.4.30

王晓莹

 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

青岛海尔 (600690.SH)

——改变着的不仅仅是对资本市场的重视

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.262	0.481	0.574	0.800	0.956	1.142
净利润增长率	31.28%	105.03%	19.35%	39.31%	19.54%	19.49%
先前预期每股收益(元)				0.539	0.709	0.837
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.713	0.862	1.020
市盈率(倍)	35.14	46.71	15.66	18.92	15.83	13.25
行业优化市盈率(倍)	21.72	46.92	20.19	20.19	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	1.63%	0.89%	1.67%	1.59%	1.89%	2.26%
PE/G(倍)	1.12	0.44	0.81	0.48	0.81	0.68
净资产收益率	5.43%	10.20%	11.34%	14.22%	15.20%	16.11%
每股净资产(元)	4.84	4.71	5.06	5.62	6.29	7.09
市净率(倍)	1.91	4.77	1.78	2.69	2.41	2.13
每股经营性现金流(元)	1.15	0.96	0.98	2.01	1.91	1.98
已上市流通A股(百万股)	742.33	755.69	755.69	755.69	755.69	755.69
总股本(百万股)	1,196.47	1,338.52	1,338.52	1,338.52	1,338.52	1,338.52

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 近期我们对青岛海尔进行了实地调研。我们观察到公司正在改变着的, 不仅仅是对资本市场的重视程度, 更重要的是基本面方面的改变, 支撑企业长期稳健发展的运营体系得到夯实。
 - ◆ 改变之一: 海尔集团流程再造的效果开始体现, 将逐渐在公司业绩的各方面反映出来。
 - ◆ 改变之二: 借助家电下乡东风, 海尔在为家电内需提供增量的三四级市场进一步夯实了渠道基础, 从“人无我有”向“人有我优”升级。
- 同时, 今年以来冰箱和空调的销售反弹已经超过了我们先前的预期。公司冰箱、空调产品的市场份额都基本稳定, 因此得以享受行业的反弹。
- 我们在 7 月初的下半年行业投资策略报告中, 已上调公司 09 年 EPS 到 0.70 元, 由于冰箱、空调行业 6 月销量的超预期等因素, 本次再次上调。预测公司 09-11 年的收入分别为 330.4、362.1、455.5 亿元, 同比增速分别为 8.7%、9.6%、12.0%。09-11 年 EPS 分别为 0.800、0.956、1.142 元, 同比增速分别为 39.31%、19.54%、19.49%。
- 投资建议: 目前市场一致预期公司 09 年的 EPS 是 0.713 元, 我们的盈利预测较市场一致预期提高 12%, 对应 09PE 为 18.9 倍。公司流程再造的效果开始显现, 夯实了长期稳定增长的基础; 公司股权激励方案的上报审批进展顺利; 我们预计对海尔电器增持股权至控股后续也有望实施。基于

以上几点，我们给予公司 09 年 22 倍、2010 年 20 倍的 PE，合理价格为 17.6-19.12 元，建议买入。

内容目录

改变着的不仅仅是对资本市场的态度	3
改变之一：流程再造的效果开始显现	3
改变之二：借助家电下乡东风，进一步夯实了三四级市场渠道	5
行业销量超预期，稳定的份额下公司能够充分受益	5
冰箱行业受家电下乡的拉动幅度超预期	5
空调受益地产成交量放大，内销增长超预期	6
公司市场份额基本稳定	6
上调公司盈利预测	7
估值及投资建议	9
风险提示	10

图表目录

图表 1：海尔集团与行业收入增长比较	3
图表 2：海尔集团 2008 年利润增长高于行业	3
图表 3：冰箱行业企业出货量（累计）及海尔份额	4
图表 4：空调行业企业出货量（累计）及海尔份额	4
图表 5：洗衣机行业企业出货量（累计）及海尔份额	4
图表 6：城市零售市场海尔的市场份额变化（累计）	4
图表 7：09 年 1-6 月家电下乡销量冰箱比重达到 57%	5
图表 8：09 年 1-6 月海尔在各下乡产品中的销量份额	5
图表 9：冰箱内销受益家电下乡，增长明显	6
图表 10：冰箱出口量 1-6 月同比仅下降了 5.3%	6
图表 11：空调内销同比增速自 5 月起由负转正	6
图表 12：空调出口降幅下半年将收窄	6
图表 13：2009-2011 年公司冰箱、空调市场份额预测	7
图表 14：公司主要产品收入预测	8
图表 15：相关上市公司估值比较	9

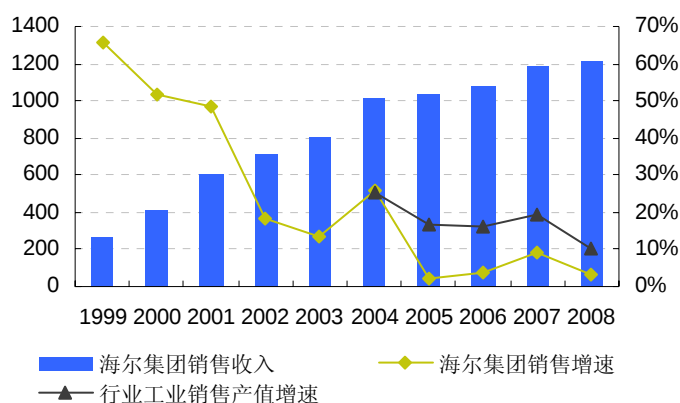
改变着的不仅仅是对资本市场的态度

近日我们对青岛海尔进行了实地调研。我们观察到公司正在改变着的，不仅仅是对资本市场的重视程度，更重要的是基本面方面的改变，支撑企业长期稳健发展的运营体系得到夯实。

改变之一：流程再造的效果开始显现

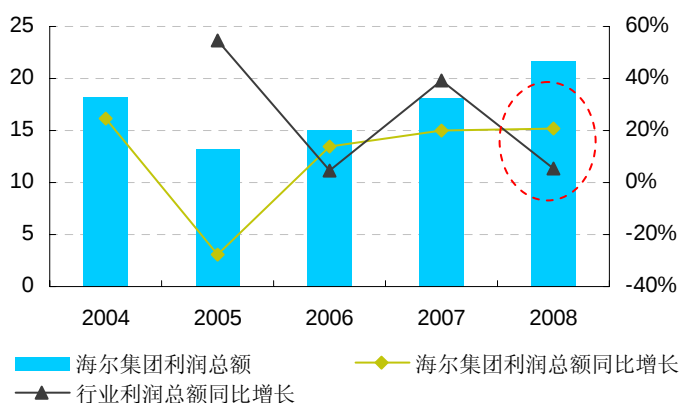
- 海尔集团 2008 年实现销售收入 1220 亿元，同比增长 8%；利润同比增长 20.6%，约 21 亿元；从利润增长显示出流程再造的效果开始体现。
- ◆ 虽然 08 年海尔集团的收入增速仍旧低于 10% 的行业增速（图表 1），但是对于收入过千亿体量的企业而言，在金融危机下保持 8% 的增速已经难能可贵；根据工信部的电子信息百强企业排名结果，与海尔集团收入规模相近的联想集团 08 年收入为 1152 亿元，同比下降了 21%。
- ◆ 更可贵的是集团 20.6% 的利润增速高于 5.3% 的行业利润增速（图表 2），说明 08 年集团在内部运营效率的提高方面的大力投入确实取得了成效，利润总额占销售收入的比重从 07 年的 1.53% 提高到 1.78%。

图表1：海尔集团与行业收入增长的比较



单位：亿元

图表2：海尔集团 2008 年利润增长高于行业



单位：亿元

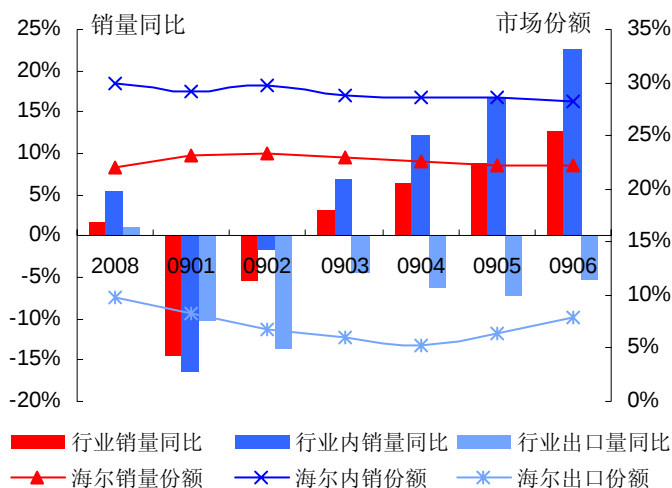
说明：行业工业销售产值是中国家电业协会对家用电器和家用影视设备行业收入的统计合计；行业利润总额是国家统计局对家用电器和家用影视设备制造业利润总额的统计合计。

来源：国金证券研究所

- 在信息系统建设的支撑下，“零库存”下的按需即供、“自主经营体”等管理模式开始运转并体现效果，“大象”开始起舞。
- ◆ 海尔 07 年启动至今的第二次流程再造当中，关键的一项就是信息系统建设，其投入之大在 08 年上市公司高企的管理费用率中就可见一斑。经过近两年的投入、建设、调整和完善，现在海尔已经能够利用这个强大的信息系统来实现更科学和现代化的管理。
- ◆ 如“零库存”下的按需即供，目前海尔已经能够做到 2 周完成经销商下订单到送货上门的全过程，这样就能够做到按需生产，公司自身的成品库存已经下降到仅有 5 天的量，抗风险能力大大增强。从上市公司 08 年报及 09 一季报中良好的资产负债表和现金流量表指标也可以体现：营业周期的缩短，现金流相当充沛（今年一季度经营性现金流达到 6.5 亿元，同比增长 185%）。当然，面对今年 6、7 月行业需求突然大幅反弹的情况，公司由于库存少，出现了供不应求、来不及生产的情况；这也是公司下一步的改善方向，即要能够帮助客户提前预测需求的变化。
- ◆ 又如部件采购，公司通过加强研发团队的合作性，开发产品力求做到零部件的标准化，这样更利于集中采购、按需即供、和降低成本。

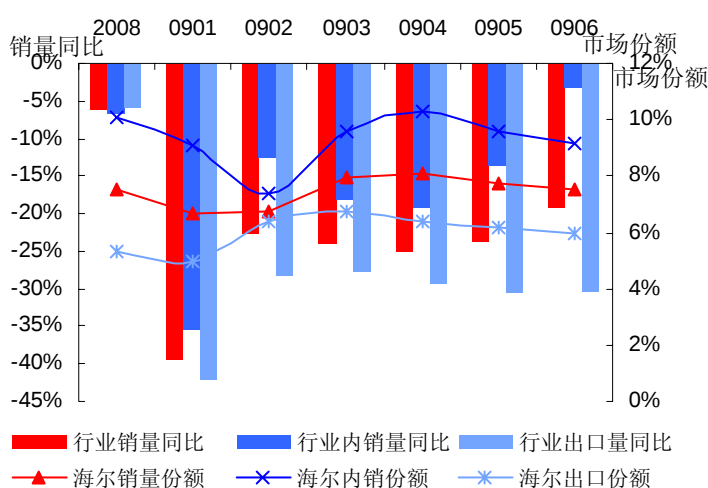
- ◆ 再如“自主经营体”的试点成功。所谓自主经营体，通俗的理解就是组建跨部门架构的重点项目团队，针对项目设置考核指标（通过信息系统可以便利地实施），以此来克服部门合作之间可能存在的低效率工作、激励团队成员对项目的投入。据我们的调研，这样的模式在集团彩电事业部、以及和上市公司密切相关的专卖店（三四级市场）销售体系都取得了很大的成效。
- 在行业波动和竞争加剧、公司自身又在变革的情况下，海尔的市场份额依然保持稳定，难能可贵。
- ◆ 和空调由于产品属性的根源带来的寡头垄断特征日益明显不同的是，冰箱行业并不具备市场集中度向寡头垄断发展的属性。作为冰箱行业龙头的海尔面对的是一个竞争日趋激烈的市场，既有外资品牌强劲竞争，又有美的这样有渠道和营销实力的新进入者。而海尔自身又在进行大规模的流程再造，在这样的情况下，公司市场份额保持稳定，其实是证明了公司的产品力、品牌力。
- ◆ 在公司自身的调整初步到位后，我们有理由相信海尔的市场份额能够继续保持稳定。

图表3：冰箱行业企业出货量（累计）及海尔份额

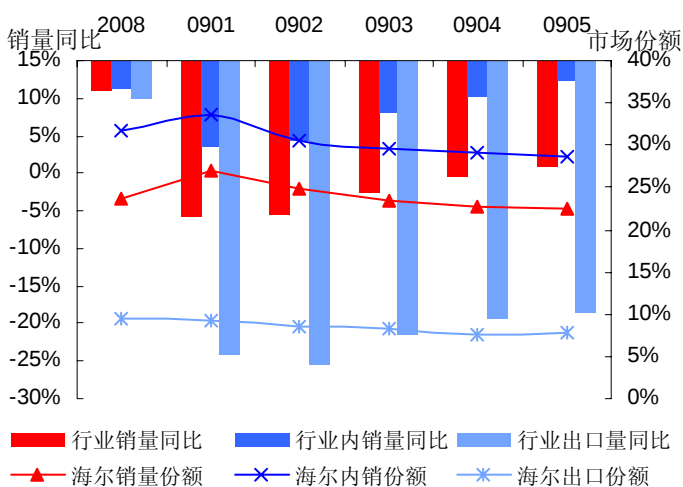


来源：IND，国金证券研究所

图表4：空调行业企业出货量（累计）及海尔份额

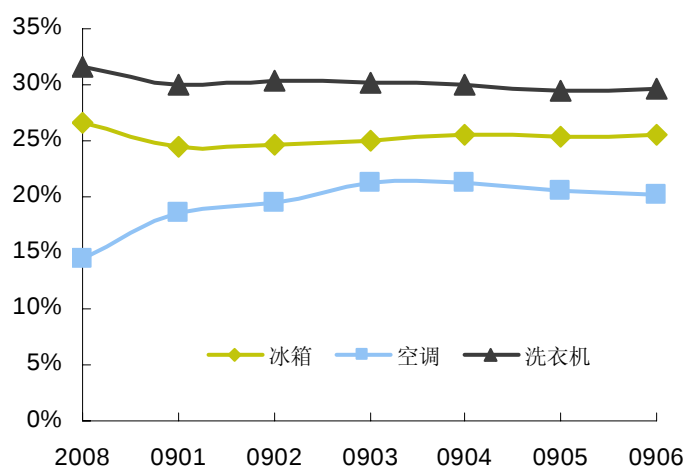


图表5：洗衣机行业企业出货量（累计）及海尔份额



来源：IND，中怡康，国金证券研究所

图表6：城市零售市场海尔的市场份额变化（累计）

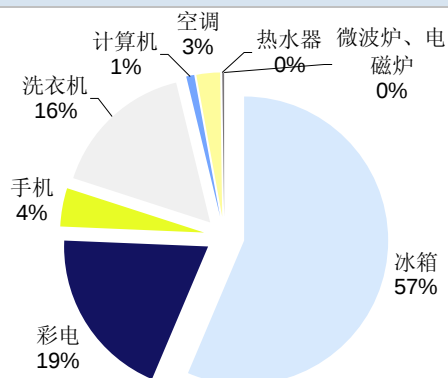


改变之二：借助家电下乡东风，进一步夯实了三四级市场渠道

■ 海尔是家电下乡的最大受益者

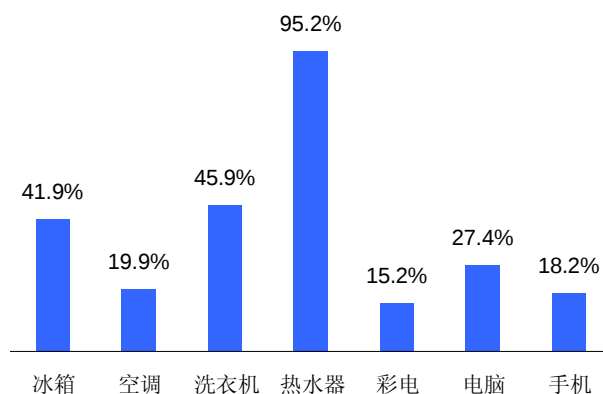
- ◆ 从家电下乡信息系统公布的今年 1-6 月的销售数据来看（图表 9），冰箱销量占比达到 57%，再次证明冰箱在农村市场正是需求量快速增长的阶段。
- ◆ 海尔在各类下乡产品中的市场分额也相当突出（图表 10），冰箱为 35.7%，高于城市零售份额 14% 个百分点，而且均价达到 2128 元，比城市零售均价仅低 20%，说明农村居民具有一定的购买力。

图表7：09 年 1-6 月家电下乡销量冰箱比重达到 57%



来源：家电下乡信息系统，国金证券研究所

图表8：09 年 1-6 月海尔在各下乡产品中的销量份额



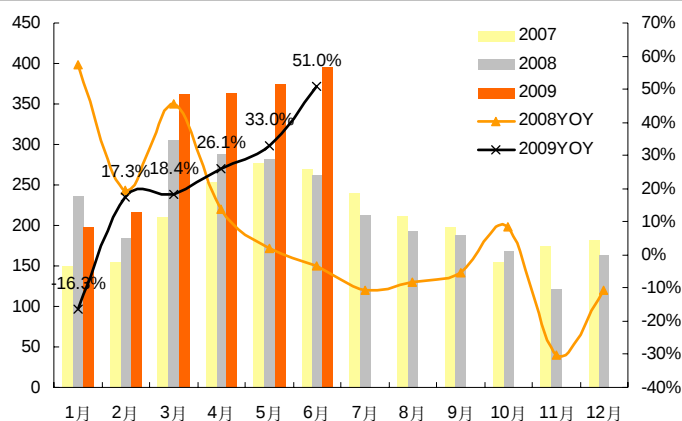
- 家电下乡对于海尔的意义，并不仅仅是销售贡献，更重要的是借此东风，在为家电内需提供增量的三四级市场进一步夯实了渠道基础，从“人无我有”向“人有我优”升级。
- ◆ 事实上，海尔从 97、98 年有了专卖店开始，三四级市场就已经在布点，一开始是县级市场，03、04 年万村千乡政策出台后，又向下渗透了一层，开始向乡镇市场布点。本次借助家电下乡的利好，当众多竞争对手还在布点的时候，海尔已经在进行网络的升级。
- ◆ 97、98 年建的店大都面积较小，100 平米已经很不错了，海尔从 07 年底开始提出新的“专业、专心、专卖”三专专卖店升级计划，要求店面面积达到 300 平方米以上。到目前，已建成了 1300 多家三专店（全国大约有 2200 个县，锁定了 1650 多个）。三专店的月度回款占到海尔专卖店渠道总回款额的 60% 以上。而且成为海尔在三四级市场的非常好的品牌宣传阵地。

行业销量超预期，稳定的份额下公司能够充分受益

冰箱行业受家电下乡的拉动幅度超预期

- 冰箱内销超预期：家电下乡拉动最大的就是冰箱，无论是从家电下乡今年 1-6 月的销售数据、还是从行业企业出货量的同比增长（图表 9），都可以证明。年初我们预计的是冰箱全年内销量增长 8% 左右，目前来看 1-6 月行业企业出货量在 08 年基数较高的情况下还能同比增长 22.5%，且 08 年下半年基本为负增长，因此考虑家电下乡下半年的同比效应会缩小一些，我们上调冰箱全年内销增速到 19.5%。
- 冰箱出口的情况也好于我们预期，1-6 月同比降幅已经收窄到 -5.3%，显示出金融危机下，全球冰箱的产能转移还在继续，同样由于 08 年下半年冰箱出口基本为负增长，我们上调冰箱全年出口增速到 -0.6%。

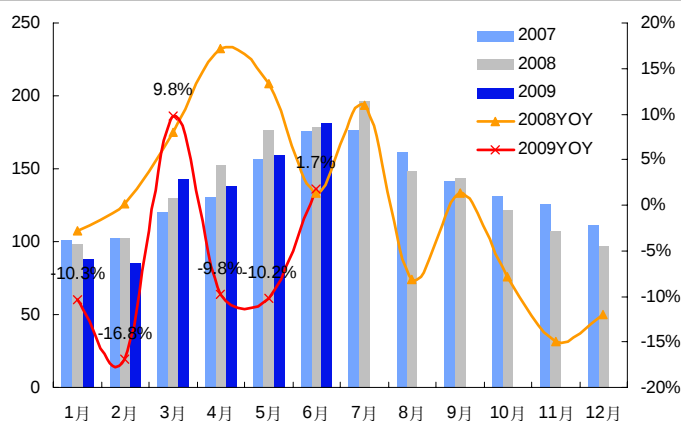
图表9：冰箱内销受益家电下乡，增长明显



单位：万台

来源：IND，国金证券研究所

图表10：冰箱出口量1-6月同比仅下降了5.3%

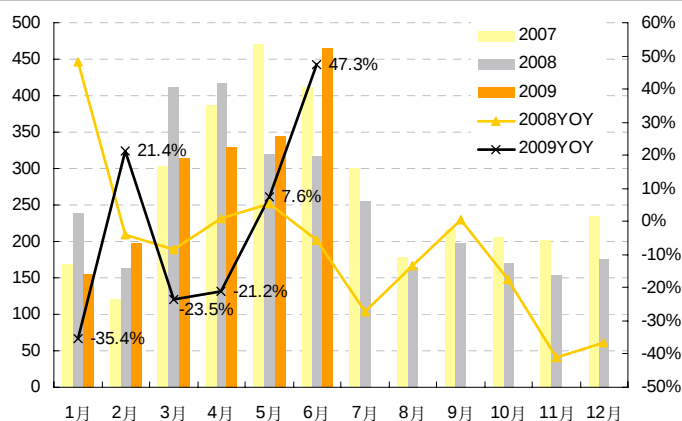


单位：万台

空调受益地产成交量放大，内销增长超预期

- 空调内销将超预期：我们在 08 年底基于相对刚性的需求，预测 09 年空调内销同比微增 0.5%；这并没有考虑房地产市场反弹贡献的提前更新或非刚性的空调购置需求。
- 房地产市场自 08 年末触底以来，成交量持续放大，目前已是当时的一倍有余，对空调消费的带动也从 5、6 月份月份开始体现，而且越来越明显（除了公司、经销商的反馈以外，我们在草根调研中也发现一次购买三、四台空调的新房装修购买者较年初增加很多）。
- 在 6 月实现同比 47.3% 的增长下，上半年的空调内销同比增速已经恢复到 -3.3%；按照购置房屋到购置空调平均滞后半年来推断，下半年房地产的拉动作用将越来越大，而且将持续到 2010 年上半年；因此我们上调 09 年空调内销增速到 12.5%。

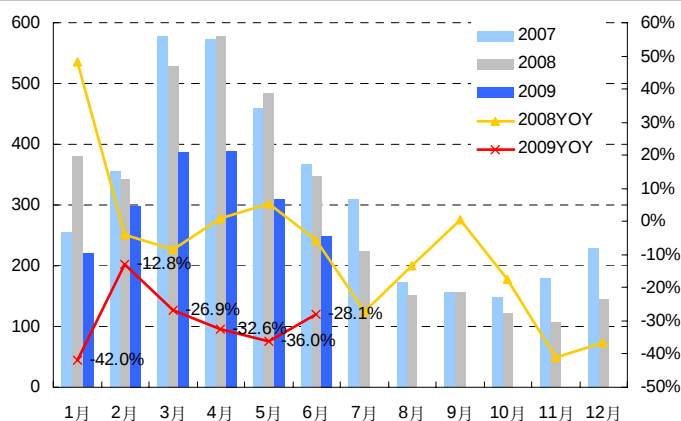
图表11：空调内销同比增速自5月起由负转正



单位：万台

来源：国金证券研究所

图表12：空调出口降幅下半年将收窄



单位：万台

公司市场份额基本稳定

- 基于上文分析，我们认为虽然面临冰箱国内市场竞争程度加剧，但公司在冰箱领域无论是技术研发、供应链和生产管理、还是营销能力都相当优秀，而且还在不断完善；并且还有领先一步的三四级市场渠道资源，因此市场份额仍旧能够保持稳定。出口方面，随着美日欧等国家经济渐次复苏，对海尔自有品牌产品的需求量也会恢复。

- 空调国内市场上，海尔的全资销售公司的渠道体系、以及即需即供、零库存的物流管理可能会在行业大幅波动的时刻滞后于市场变化，但正常情况下保持行业平均增速应该没有问题。我们也期待公司能够寻找到零库存和空调销售波动性、季节性强的特征之间的平衡点，实现新的突破。
- 因此我们对于公司两大产品的市场份额预计如下：

图表13：2009-2011 年公司冰箱、空调市场份额预测

		2008	2009E	2010E	2011E
冰箱市场份额	内销	30.0%	29.0%	29.0%	28.0%
	出口	9.8%	9.0%	11.0%	13.0%
	合计	22.0%	22.1%	21.9%	21.3%
空调市场份额	内销	10.1%	10.0%	11.0%	11.0%
	出口	5.3%	6.0%	7.0%	8.0%
	合计	7.5%	8.2%	8.9%	9.5%

来源：国金证券研究所

上调公司盈利预测

- 销量预测调整：
 - ◆ 上文已对 09 年行业的销量和公司未来三年的市场份额进行了预计。
 - ◆ 基于我们的家电相对刚性内销市场需求的测算模型、以及考虑家电下乡在 09 年的拉动可能会透支一部分未来的需求，我们目前预计 2010、2011 年冰箱内销量可能会出现个位数下降，2010 年空调行业销量也会有所下降；但出口都会较快继续增长；行业整体销量都将不同程度地增长。
- 销售均价预测调整（图表 14）：
 - ◆ 冰箱产品均价：由于原材料上涨的时间比我们预期的 2010 年开始上涨提前了半年左右，海尔家电下乡销售冰箱的均价也高于我们预期，因此我们减小 09 年冰箱均价的下滑幅度，有-8%提高到-4%；并基于需求恢复时家电产品能够通过新品策略基本将原材料的上涨程度消化，因此也相应修改 2010、2011 年的均价变化预期。
 - ◆ 空调产品均价：从终端零售情况来看，海尔在今年的空调降价中零售均价降幅平均达到了 8%，但由于上半年海尔有清理空调库存的举措、下半年的以旧换新、节能补贴政策将有助于中高端产品的消费促进，因此全年预期均价降幅为 5%。
- 毛利率预测（图表 14）：
 - ◆ 我们一直认为白色家电在目前的市场集中度下，在需求转好的前提下，上游的原材料价格的上涨能够基本通过新品策略来间接地向下传导。而且冰箱、空调的产品消费升级一直在进行当中。当然出口恢复会对毛利率有负面影响。综合三方面的考虑，我们预计公司未来的毛利率会呈现小幅下降的情况。

图表14：公司主要产品收入预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产品I 电冰箱						
平均售价 (元/件)	1,115.71	1,457.23	1,400.72	1,355.90	1,423.69	1,486.33
增长率 (YOY)		30.61%	-3.88%	-3.20%	5.00%	4.40%
销售数量 (千件)	6,550.76	7,970.50	9,444.14	10,515.63	10,428.61	10,301.62
增长率 (YOY)		21.67%	18.49%	11.35%	-0.83%	-1.22%
销售收入 (百万元)	7,308.78	11,614.82	13,228.60	14,258.11	14,847.14	15,311.66
增长率 (YOY)		31.91%	58.92%	7.78%	4.13%	3.13%
毛利率	15.37%	19.45%	27.51%	28.50%	27.50%	27.50%
销售成本 (百万元)	6,185.17	9,355.58	9,589.84	10,194.55	10,764.17	11,100.95
增长率 (YOY)		27.39%	51.26%	6.31%	5.59%	3.13%
毛利 (百万元)	1,123.61	2,259.25	3,638.76	4,063.56	4,082.96	4,210.71
增长率 (YOY)		63.92%	101.07%	11.67%	0.48%	3.13%
占总销售额比重	37.25%	40.42%	44.28%	43.82%	41.58%	38.23%
占主营业务利润比重	40.79%	40.67%	52.21%	51.83%	49.10%	45.58%
产品II 家用空调 (06年含商用空调)						
平均售价 (元/件)	1,313.59	1,633.83	1,654.98	1,575.54	1,648.01	1,723.82
增长率 (YOY)		24.38%	1.29%	-4.80%	4.60%	4.60%
销售数量 (千件)	4,700.00	5,390.00	4,918.00	5,016.95	5,870.98	7,182.66
增长率 (YOY)		14.68%	-8.76%	2.01%	17.02%	22.34%
销售收入 (百万元)	7,173.89	8,806.35	8,139.19	9,904.40	11,925.46	14,881.63
增长率 (YOY)		-6.45%	22.76%	-7.58%	21.69%	20.41%
毛利率	14.14%	23.26%	22.01%	22.50%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	6,159.27	6,758.33	6,347.82	7,675.91	9,301.86	11,607.67
增长率 (YOY)		-9.72%	9.73%	-6.07%	20.92%	21.18%
毛利 (百万元)	1,014.62	2,048.02	1,791.37	2,228.49	2,623.60	3,273.96
增长率 (YOY)		19.93%	101.85%	-12.53%	24.40%	17.73%
占总销售额比重	36.56%	30.64%	27.24%	30.44%	33.40%	37.16%
占主营业务利润比重	36.84%	36.87%	25.70%	28.42%	31.55%	35.44%
产品III 电冰柜						
销售收入 (百万元)	1,718.12	2,113.65	2,309.19	2,309.19	2,493.92	2,743.31
增长率 (YOY)		34.21%	23.02%	9.25%	0.00%	8.00%
毛利率	16.31%	20.36%	20.44%	21.00%	20.50%	20.50%
销售成本 (百万元)	1,437.94	1,683.38	1,837.20	1,824.26	1,982.67	2,180.93
增长率 (YOY)		27.60%	17.07%	9.14%	-0.70%	8.68%
毛利 (百万元)	280.18	430.27	471.98	484.93	511.25	562.38
增长率 (YOY)		82.77%	53.57%	9.70%	2.74%	5.43%
占总销售额比重	8.76%	7.35%	7.73%	7.10%	6.98%	6.85%
占主营业务利润比重	10.17%	7.75%	6.77%	6.18%	6.15%	6.09%
产品IV 商用空调						
销售收入 (百万元)		1,584.70	1,508.83	1,433.39	1,576.73	1,813.24
增长率 (YOY)			-4.79%	-5.00%	10.00%	15.00%
毛利率		18.97%	29.49%	30.00%	29.00%	29.00%
销售成本 (百万元)		1,284.08	1,063.92	1,003.37	1,119.48	1,287.40
增长率 (YOY)			-17.15%	-5.69%	11.57%	15.00%
毛利 (百万元)		300.62	444.91	430.02	457.25	525.84
增长率 (YOY)			48.00%	-3.35%	6.33%	15.00%
占总销售额比重		5.51%	5.05%	4.41%	4.42%	4.53%
占主营业务利润比重		5.41%	6.38%	5.48%	5.50%	5.69%

产品V 小家电

销售收入（百万元）	727.77	959.16	982.61	1,002.26	1,052.37	1,104.99
增长率（YOY）	-1.86%	31.79%	2.44%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.68%	27.80%	26.08%	27.00%	26.50%	26.00%
销售成本（百万元）	569.97	692.50	726.34	731.65	773.49	817.69
增长率（YOY）	-4.63%	21.50%	4.89%	0.73%	5.72%	5.71%
毛利（百万元）	157.80	266.66	256.26	270.61	278.88	287.30
增长率（YOY）	9.61%	68.99%	-3.90%	5.60%	3.06%	3.02%
占总销售额比重	3.71%	3.34%	3.29%	3.08%	2.95%	2.76%
占主营业务利润比重	5.73%	4.80%	3.68%	3.45%	3.35%	3.11%

产品VI 其他产品

销售收入（百万元）	2,694.27	3,659.12	3,706.19	3,632.06	3,813.67	4,195.03
增长率（YOY）	110.58%	35.81%	1.29%	-2.00%	5.00%	10.00%
毛利率	6.61%	6.84%	9.88%	10.00%	9.50%	9.00%
销售成本（百万元）	2,516.17	3,408.95	3,340.01	3,268.86	3,451.37	3,817.48
增长率（YOY）	115.98%	35.48%	-2.02%	-2.13%	5.58%	10.61%
毛利（百万元）	178.10	250.18	366.17	363.21	362.30	377.55
增长率（YOY）	55.60%	40.47%	46.36%	-0.81%	-0.25%	4.21%
占总销售额比重	13.73%	12.73%	12.41%	11.16%	10.68%	10.47%
占主营业务利润比重	6.47%	4.50%	5.25%	4.63%	4.36%	4.09%

销售总收入（百万元）	19622.83	28737.81	29874.60	32539.41	35709.28	40049.86
销售总成本（百万元）	16868.52	23182.82	22905.13	24698.60	27393.04	30812.13
毛利（百万元）	2754.31	5554.99	6969.46	7840.81	8316.25	9237.73
平均毛利率	14.04%	19.33%	23.33%	24.10%	23.29%	23.07%

来源：国金证券研究所

- 上调后，我们预测公司 09-11 年的收入分别为 330.4、362.1、455.5 亿元，同比增速分别为 8.7%、9.6%、12.0%。09-11 年 EPS 分别为 0.800、0.956、1.142 元，同比增速分别为 39.31%、19.54%、19.49%。

估值及投资建议

- 目前市场一致预期公司 09 年的 EPS 是 0.714 元，我们的盈利预测较市场一致预期提高了 12%，对应 09PE 为 18.9 倍。

图表15：相关上市公司估值比较

	收盘价(元)	EPS					PE			
相关公司	2009. 8. 5	2008	09E	10E	11E	复合增长率	2008	09E	10E	11E
青岛海尔	15.13	0.57	0.80	0.96	1.14	25.78%	26.36	18.92	15.83	13.25
格力电器	23.26	1.12	1.30	1.49	1.75	16.06%	20.78	17.89	15.61	13.29
美的电器	16.94	0.50	0.82	0.99	1.19	33.63%	34.11	20.66	17.13	14.30
小天鹅 A	9.97	0.07	0.31	0.47	0.65	107.17%	136.39	32.16	21.21	15.34
合肥三洋	14.15	0.35	0.58	0.79	0.98	41.61%	41.00	24.40	17.91	14.44
美菱电器	6.97	0.06	0.12	0.22	0.30	69.05%	112.24	58.08	31.68	23.23

来源：朝阳永续，国金证券研究所

- 比较相关上市公司的估值水平（图表 15），目前海尔仅比格力略高，而低于其他公司。我们认为格力由于今年有集团减持预期的压力，目前更是处在估值洼地。而海尔公司流程再造的效果开始显现，夯实了长期稳定增长的基础；公司股权激励方案的上报审批进展比较顺利；我们预计对海尔电器增持股权至控股后续也有望实施。基于以上几点，我们认为给予公司 09 年 22 倍、2010 年 20 倍的 PE 是合理的，价格为 17.6-19.12 元，距离目前股价尚有 16-26%的空间，建议买入。

风险提示

- 股权激励方案未能通过审批。不过，由于这已是公司第二次提出股权激励计划，且方案比前次更具长期性、业绩要求也更高，相比同行业公司股权激励计划的行权条件更高；我们认为通过证监会审批的确定性很大。
- 2010 年全球经济复苏出现大的反复。目前我们对于 2010 年的行业内销、出口量的增长都是基于中国及全球经济延续复苏的趋势，并在此基础上做出较为保守的预测；如若 2010 年全球经济复苏出现大的反复，可能会导致行业销量低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	19,623	29,469	30,408	33,039	36,209	40,550
增长率		50.2%	3.2%	8.7%	9.6%	12.0%
主营业务成本	-16,869	-23,868	-23,376	-25,139	-27,838	-31,262
% 销售收入	86.0%	81.0%	76.9%	76.1%	76.9%	77.1%
毛利	2,754	5,601	7,032	7,901	8,371	9,288
% 销售收入	14.0%	19.0%	23.1%	23.9%	23.1%	22.9%
营业税金及附加	-36	-66	-95	-132	-109	-122
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	-1,386	-3,502	-4,075	-4,460	-4,707	-5,069
% 销售收入	7.1%	11.9%	13.4%	13.5%	13.0%	12.5%
管理费用	-768	-1,187	-1,691	-1,817	-1,847	-1,987
% 销售收入	3.9%	4.0%	5.6%	5.5%	5.1%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	564	845	1,171	1,491	1,709	2,110
% 销售收入	2.9%	2.9%	3.9%	4.5%	4.7%	5.2%
财务费用	-3	-48	-104	62	113	156
% 销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	0	37	-51	-8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-111	65	151	151	166	183
% 税前利润	n.a	7.4%	13.3%	9.0%	8.4%	7.5%
营业利润	451	899	1,167	1,696	1,988	2,450
营业利润率	2.3%	3.1%	3.8%	5.1%	5.5%	6.0%
营业外收支	12	-19	-30	-20	-10	0
税前利润	463	880	1,137	1,676	1,978	2,450
利润率	2.4%	3.0%	3.7%	5.1%	5.5%	6.0%
所得税	-107	-126	-158	-268	-316	-539
所得税率	23.0%	14.3%	13.9%	16.0%	16.0%	22.0%
净利润	356	754	979	1,408	1,661	1,911
少数股东损益	43	111	211	338	382	382
归属于母公司的净利	314	644	768	1,070	1,279	1,529
净利率	1.6%	2.2%	2.5%	3.2%	3.5%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	314	754	979	1,408	1,661	1,911
少数股东损益	43	0	0	0	0	0
非现金支出	267	277	390	342	339	347
非经营收益	112	-105	-231	61	-151	-177
营运资金变动	494	349	183	880	711	572
经营活动现金净流	1,230	1,275	1,320	2,691	2,561	2,653
资本开支	-223	-292	-399	-97	-169	-210
投资	0	-11	-682	-71	-87	-154
其他	75	2	26	151	166	183
投资活动现金净流	-147	-301	-1,056	-17	-90	-182
股权募资	77	0	2	0	0	0
债权募资	-23	-86	118	-219	0	0
其他	-181	-226	-343	-279	-327	-389
筹资活动现金净流	-127	-312	-223	-498	-327	-389
现金净流量	956	662	42	2,175	2,144	2,082

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,626	2,421	2,462	4,637	6,781	8,863
应收款项	2,552	2,347	3,380	3,540	3,420	3,336
存货	1,348	2,929	1,853	1,722	1,678	1,713
其他流动资产	58	94	169	128	113	127
流动资产	5,584	7,791	7,863	10,027	11,992	14,039
% 总资产	65.9%	69.6%	64.3%	71.5%	75.4%	78.2%
长期投资	862	621	1,389	1,460	1,547	1,701
固定资产	1,945	2,548	2,660	2,404	2,226	2,089
% 总资产	22.9%	22.8%	21.7%	17.1%	14.0%	11.6%
无形资产	85	147	136	134	133	132
非流动资产	2,893	3,398	4,367	3,999	3,907	3,924
% 总资产	34.1%	30.4%	35.7%	28.5%	24.6%	21.8%
资产总计	8,477	11,189	12,231	14,026	15,899	17,963
短期借款	223	97	215	0	0	0
应付款项	1,749	3,832	3,966	4,762	5,286	5,814
其他流动负债	135	115	264	396	467	552
流动负债	2,107	4,043	4,445	5,159	5,754	6,366
长期贷款	40	79	79	79	79	79
其他长期负债	0	10	6	0	0	0
负债	2,147	4,133	4,530	5,238	5,833	6,445
普通股股东权益	5,786	6,309	6,774	7,523	8,419	9,489
少数股东权益	544	747	927	1,265	1,647	2,029
负债股东权益合计	8,477	11,189	12,231	14,026	15,899	17,963

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.262	0.481	0.574	0.800	0.956	1.142
每股净资产	4.836	4.714	5.061	5.620	6.289	7.089
每股经营现金净流	1.028	0.955	0.984	2.010	1.913	1.982
每股股利	0.150	0.200	0.150	0.240	0.287	0.343
回报率						
净资产收益率	5.43%	10.20%	11.34%	14.22%	15.20%	16.11%
总资产收益率	3.70%	5.75%	6.28%	7.63%	8.05%	8.51%
投入资本收益率	7.04%	10.01%	12.60%	14.13%	14.15%	14.19%
增长率						
主营业务收入增长率	18.86%	50.18%	3.19%	8.65%	9.59%	11.99%
EBIT增长率	37.83%	40.20%	38.56%	27.36%	14.59%	23.51%
净利润增长率	31.28%	105.03%	19.35%	39.31%	19.54%	19.49%
总资产增长率	25.07%	32.00%	9.31%	14.68%	13.35%	12.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	12.1	8.2	9.0	8.0	7.2
存货周转天数	24.1	32.7	37.3	25.0	22.0	20.0
应付账款周转天数	19.4	29.2	31.1	30.0	35.0	33.0
固定资产周转天数	33.9	29.4	29.6	24.3	19.8	16.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.54%	-31.81%	-28.15%	-51.86%	-66.58%	-76.26%
EBIT利息保障倍数	237.8	17.6	11.3	-24.0	-15.2	-13.5
资产负债率	25.33%	36.94%	37.03%	37.34%	36.69%	35.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	11	17	19
买入	0	4	6	11	19
持有	1	1	1	4	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1	1	2	2
评分	3.00	2.09	1.80	1.80	1.85

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-23	持有	8.15	9.18 ~ 10.44
2 2008-06-27	持有	8.97	9.18 ~ 10.44
3 2008-08-25	买入	9.73	N/A
4 2008-10-30	买入	7.75	N/A
5 2009-04-30	持有	10.01	N/A
6 2009-05-13	买入	11.44	12.19 ~ 12.19

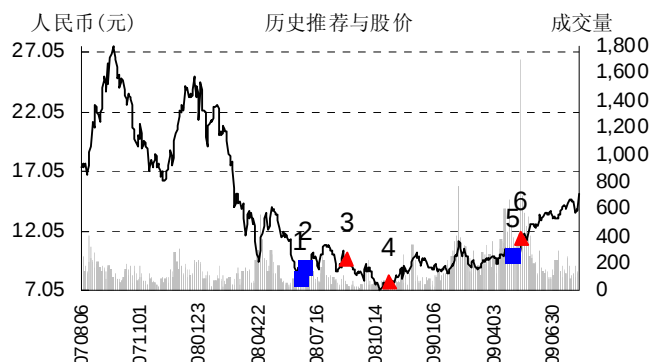
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。