



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 11 日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师

guohy@cicc.com.cn

维持推荐

青岛海尔(600690.CH)

业绩释放动力充足，但空调业务仍待改善

主要财务信息

	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	30,408	28,886	30,749	32,867
(+/-%)	3.2%	-5.0%	6.5%	6.9%
营业利润	1,167	1,498	1,821	2,326
(+/-%)	29.7%	28.4%	21.6%	27.7%
净利润	768	958	1,165	1,361
(+/-%)	19.4%	24.8%	21.6%	16.8%
每股收益(元)	0.57	0.72	0.87	1.02
市盈率	26.3	21.1	17.3	14.9
市净率	2.6	2.3	1.9	1.7
股价/经营现金	15.3	10.2	10.4	9.0
EV/EBITA	11.9	9.3	7.4	5.4
净资产收益率	11.3%	12.4%	13.1%	13.3%
投入资本回报率	9.9%	10.6%	11.1%	11.1%
股息收益率	1.0%	1.3%	1.7%	2.0%

股票信息

	A股
当前股价	人民币15.1
日成交量(百万股)	12.29
52周最高价/最低价	人民币16.11/6.9
发行股数(百万股)	1,339
总市值(百万元)	20,212
流通股(百万股)	756
主要股东(持股比例)	海尔集团公司(43.54%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
600690 CH EQUITY	+9.82	+7.40	+55.99	+67.96
[上证A股指数]	-6.16	+4.35	+25.96	+78.43
[中金电器指数]	-1.42	+1.16	+13.33	+77.75

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

11/8/2009 半年报电话交流会

第2季度净利润略高于预期：

公司2季度实现净利润5.6亿，同比增长49%，与1季度下滑40%相比，有显著改善。上半年累计实现净利润6.7亿，同比增长21%，对应每股收益0.50元，略高于我们此前预期3%。

公司2季度实现营业收入98亿，同比下滑8%，相比1季度下滑幅度有所收窄，但上半年累计营业收入同比下滑12%，低于我们此前预测10%。其中冰箱占营业收入比例提升至49%，空调占比下滑至29%，冰箱内销表现与行业平均水平相似，但空调表现大幅低于行业水平。

正面：

- 毛利率提升超预期，主要来自于冰箱和冰柜毛利率分别提升2.3和4.8个百分点。经营现金流良好。
- 关联采购比例从去年同期74%下降至60%，估计新成立的海达瑞采购公司自主采购比例约达6%。
- 海尔电器贡献净利润0.28亿（持股比例19.38%）。上半年海尔电器营业收入实现净利润1.44亿，同比增长27%，净利润率恢复至3.2%。

负面：

- 家用空调营业收入表现欠佳，同比下滑34%，其中内销表现大幅低于行业平均水平。主要原因在于空调库存较低，虽然能够充分利用节能补贴政策提高产品结构，但难以应对今年旺季的需求爆发。
- 销售费用率和管理费用绝对额仍处于高位水平。

发展趋势：

由于采用“即需即供”的生产方式，预计3-4季度毛利率难以维持2季度高位，但销售费用率和管理费用有改善空间。公司空调业务的竞争力和受行业反转的拉动还有待于经营模式的改进。

盈利预测调整：

我们维持对公司的盈利预测，预计09-11年每股收益分别为0.72、0.87和1.02元。

估值与建议：

公司09-10年市盈率分别为21x和17x，基于公司充足的业绩释放动力和积极的变化方向，维持“推荐”评级。

关于盈利预测和推荐思路的几点讨论：

1、公司半年报净利润达到我们对其全年预测的 69%，但我们暂未上调对其全年的盈利预测，主要原因在于公司的营业收入表现低于此前预期，我们认为公司营业收入表现的还有待进一步观察，目前的保守盈利预测为投资提供了足够的安全边际。

2、我们推荐公司的思路不变，认为如果股权激励草案顺利通过：

1) 公司管理层利益回归 A 股，有充足的业绩释放动力，通过降低或解决采购关联交易、压缩费用恢复 A 股真实

的盈利能力；

2) 明确 A 股为白电资产乃至集团大电器的整合平台，并通过利润回归上市公司，提升资本市场形象，获得 A 股和 H 股流通股东对资产整合的支持，加快资产整合的顺利进行，从而进一步增厚 A 股的每股收益。

3) 有望促成公司管理体制和经营思路的中长期转折，从而带来整体竞争力的提升。

3、公司的半年报支持了上述推荐思路，体现了公司充足的释放业绩动力，也为 A 股进一步收购 H 股、整合白电资产奠定基础，因此我们维持对公司的“推荐”评级。

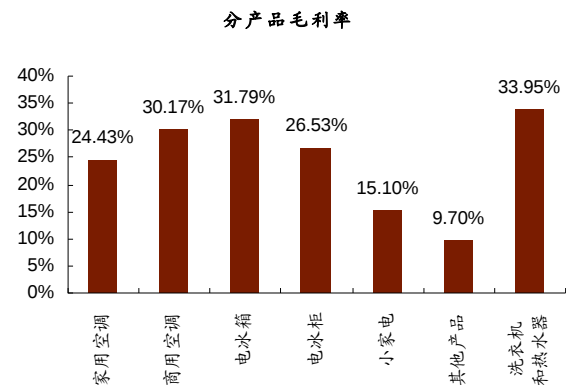
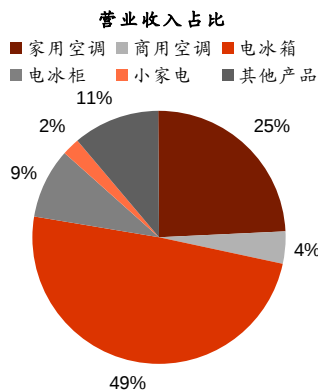
图表 1：2009 年第 2 季度业绩分析

(人民币百万元)	季度数据						年度数据		中金评论
	1Q08	2Q08	1H08	1Q09	2Q09	1H09	2008A	2009E	
营业总收入	8236	10666	18902	6801	9805	16606	30408	28886	营业收入低于预期10%。家用空调营业收入表现欠佳，同比下滑34%，其中内销表现大幅低于行业平均水平。主要原因在于空调库存较低，虽然能够充分利用节能补贴政策提高产品结构，但难以应对今年旺季的需求爆发。出口下滑幅度与行业水平持平。
营业收入	8236	10666	18902	6801	9805	16606	30408	28886	
YoY	28%	0%	10%	-17%	-8%	-12%	3%	-5%	
营业总成本	-8016	-10040	-18056	-6673	-9047	-15721	-29392	-27532	2季度管理费用绝对额持续高位，主要原因仍为：1) 信息化费用持续投入；2) 加大产品研发投入。
其中 营业成本	-6259	-7984	-14243	-5110	-7080	-12190	-23376	-21989	
销售费用	-1024	-1625	-2649	-910	-1398	-2308	-4075	-3813	
管理费用	-606	-391	-997	-565	-561	-1126	-1691	-1607	净利润略高于预期3%。
财务费用	-54	-28	-82	-15	-11	-26	-104	-28	
其他经营收益	7	61	67	40	72	111	151	144	
营业利润	226	687	914	167	829	996	1167	1498	由于成本下降、打折促销少于同行，冰箱冰柜毛利率大幅提升；但空调产销量下滑，固定成本摊销较大，毛利率提升有限。
YoY	27%	102%	76%	-26%	21%	9%	30%	28%	
营业外利润	16	-23	-8	11	16	27	-30	0	
利润总额	242	664	906	178	845	1024	1137	1498	2季度期间费用率仍然维持高位，同比08年2季度增加1个百分点。其中销售费用率仍处于高位，主要原因为加大农村市场网络建设的投入；管理费用的绝对值大幅增加，原因见上；财务费用率下降，主要得益于汇兑损失的减少。
YoY	34%	92%	72%	-26%	27%	13%	29%	32%	
所得税	-43	-151	-194	-41	-170	-212	-158	-270	
少数股东损益	-26	-137	-163	-33	-113	-146	-211	-270	2季度净利润率从1季度1.5%大幅提升至5.7%。
净利润	173	376	549	104	562	666	768	958	
YoY	32%	54%	46%	-40%	49%	21%	19%	25%	
每股收益	0.13	0.28	0.41	0.08	0.42	0.50	0.57	0.72	
财务比率									
毛利率	24.0%	25.1%	24.6%	24.9%	27.8%	26.6%	23.1%	23.9%	2季度期间费用率仍然维持高位，同比08年2季度增加1个百分点。其中销售费用率仍处于高位，主要原因为加大农村市场网络建设的投入；管理费用的绝对值大幅增加，原因见上；财务费用率下降，主要得益于汇兑损失的减少。
销售费用率	12.4%	15.2%	14.0%	13.4%	14.3%	13.9%	13.4%	13.2%	
管理费用率	7.4%	3.7%	5.3%	8.3%	5.7%	6.8%	5.6%	5.6%	
财务费用率	0.7%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	2季度净利润率从1季度1.5%大幅提升至5.7%。
营业利润率	2.7%	6.4%	4.8%	2.5%	8.5%	6.0%	3.8%	5.2%	
剔除其他经营收益	2.7%	5.9%	4.5%	1.9%	7.7%	5.3%	3.3%	4.7%	
有效税率	17.8%	22.8%	21.5%	23.2%	20.2%	20.7%	13.9%	18.0%	2季度净利润率从1季度1.5%大幅提升至5.7%。
净利润率	2.1%	3.5%	2.9%	1.5%	5.7%	4.0%	2.5%	3.3%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：分产品主营业务收入和毛利率表现

	营业收入（百万人民币）		毛利率	
	1H09	YoY	1H09	YoY
青岛海尔(600690.CH)				
家用空调	4,018	-34.43	24.43%	增加0.87个百分点
商用空调	615	-29.34	30.17%	增加0.15个百分点
电冰箱	8,037	8.45	31.79%	增加2.34个百分点
电冰柜	1,489	11.61	26.53%	增加4.76个百分点
小家电	362	-36.96	15.10%	减少6.69个百分点
其他产品	1,829	-16.84	9.70%	减少2.80个百分点
合计	16,351	-11.7	26.60%	增加1.88个百分点
海尔电器(1169.HK)				
洗衣机	3673	-2%		
热水器	999	9%		
合计	4672	0%	33.95%	增加9.84个百分点



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：海尔电器半年报业绩概要

(百万港币)	年度数据		半年报数据		
	2007A	2008A	1H07	1H08	1H09
营业收入	8,549	11,409	3,584	5,307	5,309
YoY	24%	33%	101%	48%	0%
营业总成本	-8,238	-11,226	-3,472	-5,164	-5,099
其中 营业成本	-6,058	-8,120	-2,481	-3,782	-3,507
销售费用	-1,647	-2,268	-747	-1,071	-1,205
管理费用	-527	-824	-242	-311	-381
其他经营费用	-6	-13	-2	0	-7
营业利润	312	184	112	143	210
财务费用	-24	-16	-10	-8	-6
其他损益净额	35	34	16	15	19
税前利润	322	202	119	150	223
所得税	-96	-27	-32	-15	-52
少数股东损益	-54	-23	-14	-7	-8
净利润	172	152	72	128	163
YoY	-34%	-12%	-43%	77%	27%
每股收益	0.08	0.07	0.04	0.06	0.08
财务比率					
毛利率	29.1%	28.8%	30.8%	28.7%	33.9%
销售费用率	19.3%	19.9%	20.8%	20.2%	22.7%
管理费用率	6.2%	7.2%	6.7%	5.9%	7.2%
财务费用率	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润率	-3.6%	-1.6%	-3.1%	-2.7%	-4.0%
净利润率	2.1%	1.4%	2.1%	2.5%	3.2%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：主要财务指标和预测

(人民币百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	29,469	30,408	28,886	30,749	32,867
(+/-%)	27%	3%	-5%	6%	7%
营业总成本	-28,634	-29,392	-27,532	-29,084	-30,702
营业成本	-23,868	-23,376	-21,989	-23,229	-24,785
销售费用	-3,502	-4,075	-3,813	-4,059	-4,338
管理费用	-1,187	-1,691	-1,607	-1,710	-1,499
财务费用	-48	-104	-28	14	28
其他经营收益	65	151	144	157	162
营业利润	899	1,167	1,498	1,821	2,326
少数股东损益	-111	-211	-270	-329	-384
净利润	644	768	958	1,165	1,361
(+/-%)	16%	19%	25%	22%	17%
现金流量表					
经营活动现金流	1,279	1,318	1,989	1,950	2,257
投资活动现金流	-301	-1,056	-168	-56	-50
融资活动现金流	-312	-223	-229	-254	-307
货币资金增加额	665	39	1,593	1,641	1,900
资产负债表					
总资产	11,189	12,231	13,217	14,970	17,021
流动资产	7,791	7,863	8,968	10,901	13,149
货币资金	2,421	2,462	4,162	5,803	7,703
应收帐款	579	795	757	801	856
存货	2,929	1,853	1,435	1,515	1,617
非流动资产	3,398	4,367	4,249	4,069	3,873
长期股权投资	600	1,384	1,384	1,384	1,384
固定资产	2,359	2,456	2,367	2,241	2,069
总负债	4,133	4,530	4,285	4,551	4,875
流动负债	4,043	4,445	4,200	4,466	4,790
短期借款	97	175	175	175	175
应付款项	2,828	2,253	1,818	1,908	2,035
预收帐款	804	1,025	974	1,037	1,108
长期负债	90	85	85	85	85
股东权益	7,056	7,701	8,932	10,420	12,147
实收股本	1,339	1,339	1,339	1,339	1,339
少数股东权益	747	927	1,197	1,526	1,910
财务指标					
流动比率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.1	2.4
存货周转天数	45	29	24	24	24
应收款项周转天数	29	41	41	41	41
应付款项周转天数	53	47	42	42	42
营业周期	21	22	22	22	22
毛利率	19.0%	23.1%	23.9%	24.5%	24.6%
营业利润率	3.1%	3.8%	5.2%	5.9%	7.1%
净利润率	2.2%	2.5%	3.3%	3.8%	4.1%
总资产报酬率	5.8%	6.3%	7.3%	7.8%	8.0%
净资产收益率	10.2%	11.3%	12.4%	13.1%	13.3%
投入资本回报率	9.0%	9.9%	10.6%	11.1%	11.1%
资产负债率	36.9%	37.0%	32.4%	30.4%	28.6%
全面摊薄每股收益	0.48	0.57	0.72	0.87	1.02
全面摊薄每股净资产	5.27	5.75	6.67	7.78	9.07
摊薄每股经营现金流	1.15	0.96	0.98	1.49	1.46
市盈率	31.4	26.3	21.1	17.3	14.9
市净率	2.9	2.6	2.3	1.9	1.7
股价/经营现金	15.8	15.3	10.2	10.4	9.0

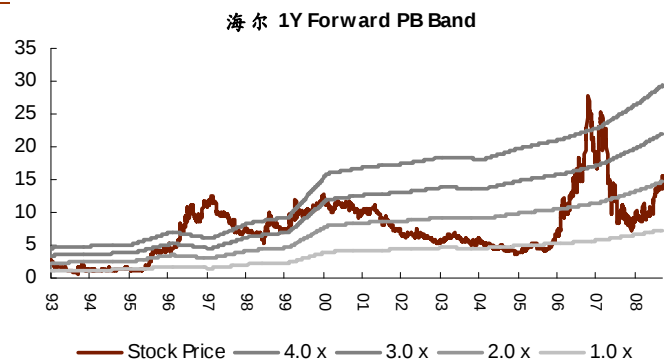
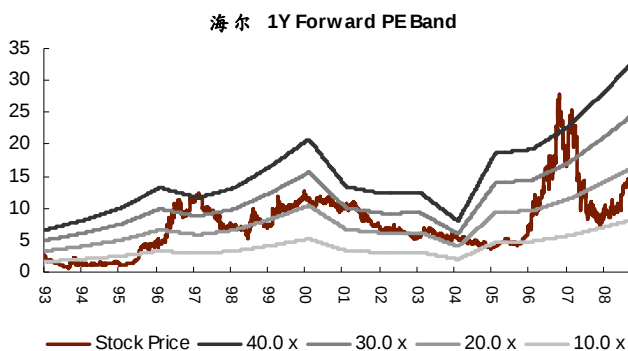
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (百万美元)	货币单位	股价 (本国货币)	每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	净利润CAGR	
A股 白电												
000527.CH	美的电器	4,316	CNY	15.60	0.50	0.76	0.96	31.4	20.5	16.3	17.3%	1.18
000651.CH	格力电器	5,991	CNY	21.80	1.05	1.27	1.46	20.8	17.2	14.9	12.9%	1.33
600690.CH	青岛海尔	2,957	CNY	15.10	0.57	0.72	0.87	26.3	21.1	17.3	19.2%	1.10
600983.CH	合肥三洋	640	CNY	13.13	0.35	0.52	0.70	37.5	25.1	18.7	37.6%	0.67
000418.CH	小天鹅A	611	CNY	9.27	0.07	0.31	0.40	132.4	30.1	22.9	25.0%	1.20
000521.CH	美菱电器	359	CNY	6.94	0.06	0.11	0.18	111.8	62.0	39.4	74.8%	0.83
600336.CH	澳柯玛	357	CNY	7.15	0.04	n.a	n.a	178.8	n.a	n.a	n.a	n.a
000921.CH	ST科龙	592	CNY	5.94	-0.23	0.09	0.16	-25.83	n.a	n.a	n.a	n.a
A股平均								64.1	29.3	21.6		
黑电												
000100.CH	TCL集团	1,762	CNY	4.10	0.19	0.17	0.21	21.2	23.7	19.9	-7.6%	-3.13
600839.CH	四川长虹	1,486	CNY	5.35	0.02	0.08	0.15	326.2	64.5	34.7	16.8%	3.84
000016.CH	深康佳	773	CNY	5.27	0.21	0.25	0.32	25.3	20.7	16.4	20.2%	1.03
600060.CH	海信电器	919	CNY	12.72	0.46	0.56	0.70	27.7	22.9	18.2	34.3%	0.67
A股平均								100.1	32.9	23.1		
H股 白电												
1169.HK	海尔电器	450	HKD	1.72	0.08	0.20	n.a	22.0	8.6	n.a	n.a	n.a
0921.HK	海信科龙	592	HKD	2.18	-0.23	n.a	n.a	-9.5	n.a	n.a	n.a	n.a
0449.HK	志高控股	209	HKD	3.17	0.22	0.41	0.52	14.7	7.8	6.1	0.24	0.33
H股平均								6.3	8.6	n.a		
黑电												
0751.HK	创维	890	HKD	2.98	0.20	0.19	0.22	14.9	15.7	13.5	12.4%	1.27
1070.HK	TCL多媒体	533	HKD	4.12	-3.62	n.a	n.a	-1.1	n.a	n.a	n.a	n.a
2618.HK	TCL通讯	95	HKD	1.03	0.04	n.a	n.a	25.75	n.a	n.a	n.a	n.a
H股平均								6.9	15.7	13.5		
美国												
WHR.US	Whirlpool	4,573	USD	61.78	5.57	3.38	4.08	11.1	18.3	15.2	20.8%	0.88
UTX.US	United Technology	52,325	USD	55.59	5.00	4.07	4.45	11.1	13.7	12.5	9.6%	1.43
GE.US	GE	156,215	USD	14.70	1.72	0.99	0.92	8.5	14.9	15.9	10.0%	1.49
欧洲												
ELUXB.SS	Electrolux	6,028	SEK	139.00	1.29	4.19	7.71	107.8	33.2	18.0	64.3%	0.52
ARCLK.TI	Arcelik	1,530	TRY	3.42	0.07	0.23	0.29	46.0	15.1	11.7	37.1%	0.41
DLG.IM	De'Longhi	466	EUR	2.20	0.27	0.21	0.22	8.1	10.6	9.8	11.6%	0.91
日本												
6502.JP	Toshiba	201	JPY	461	39	-106	-20	11.7	-4.4	-23.4	n.a	n.a
6367.JP	Daikin Industries	105	JPY	3480	264	84	44	13.2	41.6	79.2	101.6%	0.41
6752.JP	Panasonic	377	JPY	1495	133	-184	-87	11.2	-8.1	-17.2	n.a	n.a
6758.JP	Sony	287	JPY	2780	368	-170	-133	7.5	-16.3	-20.9	n.a	n.a
6753.JP	Sharp	126	JPY	1107	93	-115	-29	11.9	-9.6	-37.9	n.a	n.a
韩国												
066570.KS	LG Electronics	15,196	KRW	129000	2992	8701	11721	43.1	14.8	11.0	0.4	0.40
005930.KS	Samsung Electronics	85,172	KRW	710000	37684	36008	50301	18.8	19.7	14.1	0.4	0.52
国际平均								23.9	11.0	5.7		

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。