

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

青岛海尔 (600690)

推荐 (维持)

冰箱盈利能力超出预期

2009年8月10日

分析师 李忠智
联系人 朱 政

86-21-62486940

zhuzheng@pasc.com.cn

事项

青岛海尔发布 09 年中报，09 年上半年收入为 166 亿，同比下降 12%，归属于母公司净利润为 6.6 亿，同比增长 21%，实现每股收益 0.5 元。

主要观点

冰箱业务保持稳定增长。公司09年上半年冰箱收入为80亿，同比增长8.45%。冰箱行业上半年呈现出内销好于出口，农村好于城市的局面。我们认为公司保持稳定增长的原因主要是抓住了家电下乡的机会，在增长最快的农村市场获得了较大的份额，据商务部的数据显示，青岛海尔09年上半年通过家电下乡渠道销售冰箱41亿元，占家电下乡冰箱销售总额的37%，遥遥领先竞争对手。

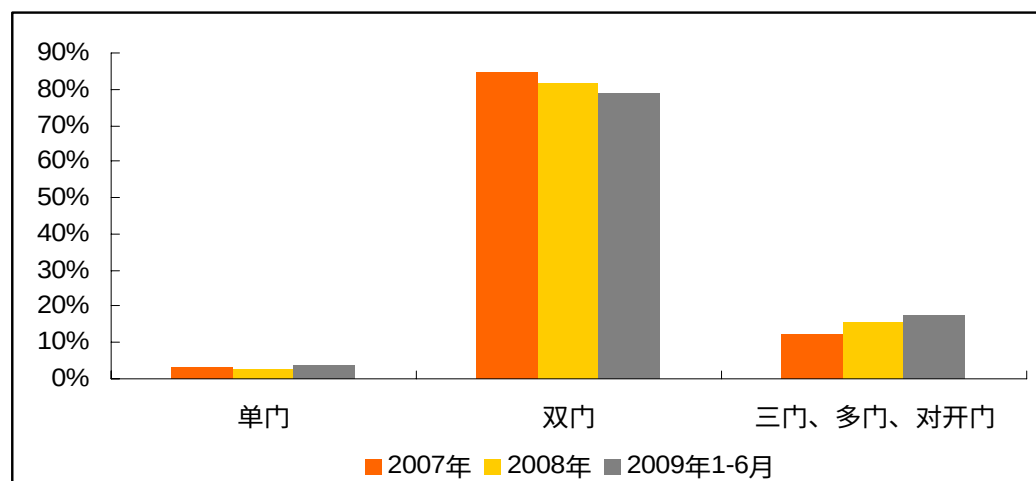
图表1 家电下乡冰箱前10名企业

	销售量（万台）	销售额（亿元）	销售额比重
青岛海尔股份有限公司	194	41	37.04%
合肥美菱股份有限公司	53	11	10.21%
河南新飞电器有限公司	48	10	9.01%
海信科龙电器股份有限公司	36	7	6.67%
美的集团有限公司	31	7	6.36%
青岛澳柯玛股份有限公司	25	4	3.90%
星星集团有限公司	20	4	3.28%
青岛海尔特种电冰柜有限公司	20	3	2.79%
六安索伊电器制造有限公司	12	3	2.52%
海尔集团公司	14	3	2.32%

资料来源：商务部，平安证券

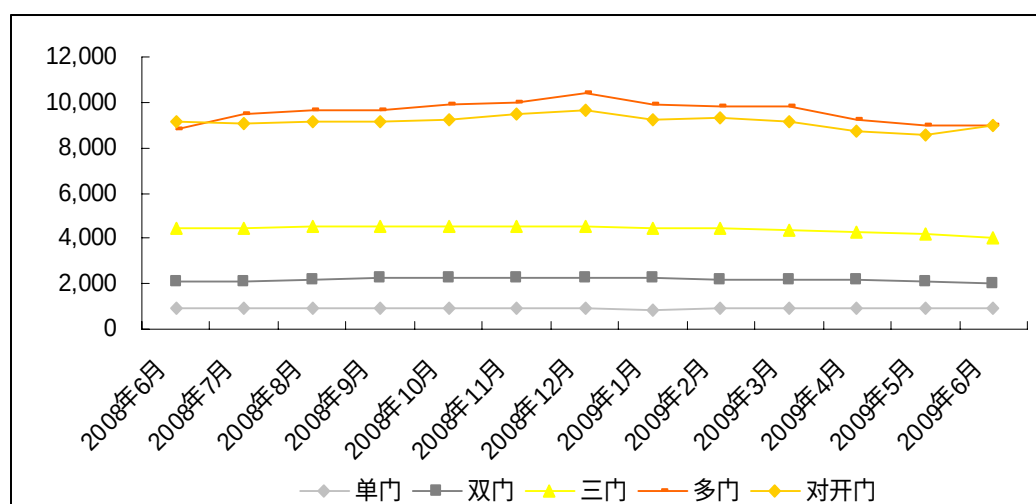
冰箱毛利率超出我们预期。报告期冰箱业务毛利率为31.79%，比去年同期提升2.34个百分点。主要原因有两个：（1）原材料价格同比下降；（2）公司加大了研发新品的力度，同时，在销售环节推行“人单酬”机制，销售人员的业绩与其创造的价值挂钩，使得销售人员推新产品的动力增强，产品结构得到改善。

图表2 青岛海尔各类型冰箱销量占比



资料来源：中怡康，平安证券

图表3 各类型冰箱价格



资料来源：中怡康，平安证券

空调业务表现较弱。公司09年上半年家用空调收入为40亿，同比下降34%，毛利率为24.4%，比去年同期增加了0.87个百分点。空调业务下滑一方面是因为行业整体的走弱；另一方面是公司在行业能效升级之际，为抢占高能效空调的市场份额，致力于控制工厂和渠道库存，清理低能效空调。总体来看，公司空调业务与格力、美的的差距在拉大，未来需关注其改善效果。

管理费用率本期比去年提升1.5个百分点，与公司加大研发投入有关。存货本期为18亿，同比下降47%，控制良好。货币资金本期为59亿，同比增长137%，与公司销售政策调整、汇款结构变化、预收款增加及票据到期解付相关。目前公司货币资金充足，为后续的战略规划提供了资金支持。

公司股权激励方案正在接受证监会审核，方案通过将增强业绩确定性。另外，公司被海尔集团定位为白电资产整合平台，海尔电器（1169.HK）有望率先被整合进公司，由于

海尔电器费用率较高，我们认为存在一定整合空间。目前资产注入的方式和时间不确定，我们暂不考虑资产注入，预计公司09年、10年EPS为0.80元、0.93元，对应PE为19倍和17倍，给予“推荐”评级。

图表4 公司季度数据

单位：百万元

单季度数据	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
主营业务收入	8236.08	10666.41	7062.35	4443.20	6800.93	9804.71
同比增长	32.89%	-2.30%	7.31%	-23.02%	-17.43%	-8.08%
毛利率	24.00%	25.15%	16.63%	26.97%	24.86%	27.79%
销售费用率	12.43%	15.24%	8.01%	19.35%	13.38%	14.26%
管理费用率	7.36%	3.67%	4.17%	8.99%	8.31%	5.72%
财务费用率	0.66%	0.26%	0.31%	0.00%	0.22%	0.11%
有效所得税率	17.77%	22.79%	21.98%	124.71%	23.20%	20.17%
归属于母公司所有者净利润	173.03	375.83	201.97	17.35	104.01	561.74
同比增长	41.69%	55.54%	37.64%	-86.97%	-39.89%	49.47%
净利润率	2.41%	4.81%	3.49%	0.47%	2.01%	6.88%
EPS	0.13	0.28	0.15	0.01	0.08	0.42
季度累计数据	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
主营业务收入	8236.08	18902.49	25964.84	30408.04	6800.93	16605.64
同比增长	32.89%	10.44%	9.57%	3.19%	-17.43%	-12.15%
毛利率	24.00%	24.65%	22.47%	23.13%	24.86%	26.59%
销售费用率	12.43%	14.02%	12.38%	13.40%	13.38%	13.90%
管理费用率	7.36%	5.28%	4.98%	5.56%	8.31%	6.78%
财务费用率	0.66%	0.43%	0.40%	0.34%	0.22%	0.16%
有效所得税率	17.77%	21.45%	21.59%	13.93%	23.20%	20.70%
归属于母公司所有者净利润	173.03	548.86	750.83	768.18	104.01	665.75
同比增长	41.69%	50.89%	47.08%	19.35%	-39.89%	21.30%
净利润率	2.41%	3.76%	3.69%	3.22%	2.01%	4.89%
EPS	0.13	0.41	0.56	0.57	0.08	0.50

资料来源：平安证券

近期相关报告

青岛海尔调研报告——《关注业务改善和资产注入》

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257