

青岛海尔 (600690)

经营改善已现端倪

——青岛海尔 2009 半年报点评

王稹 方馨
 21-38676720 021-38676685
 wangzhen@gtjas.com fangxin@gtjas.com

本报告导读：
 ➢ 海尔中期业绩略超预期，经营改善已现端倪。
 ➢ 调高公司09-10年EPS分别至0.81与0.95元，增持。
 ➢ 附：青岛海尔电话会议纪要

投资要点：

- **青岛海尔中期业绩略超预期。**公司 2009 年上半年实现营业收入 166.06 亿元，同比下滑 12.2%；营业利润 9.96 亿元，净利润 8.12 亿元，同比分别增长 14.1%与 21.3%。每股收益 0.497 元。
- **冰箱冰柜业务增长良好，空调或有改善。**上半年冰箱收入 80.4 亿元，冰柜 14.9 亿元，同比分别增长 8.4%与 11.6%；下乡销售 41.2 亿元。我们判断海尔冰箱内销份额仍有提升，三四级市场占比上升到 60%-70%，海外收入下降有主动调整因素。空调与小家电收入下滑超 30%，或与空调需求意外爆发导致缺货、电磁炉需求下滑等有关。
- **毛利率提升主要受益原材料价格下降。**综合毛利率 26.6%，同比提高 1.9 个百分点。其中，冰箱、冰柜毛利率分别提升 2.34 与 4.76 个百分点；空调仅略提升源于规模下滑；小家电下滑 6.69 个百分点。
- **去年 9 月实施的各项创新措施初现成效，经营改善已现端倪。**销售费用下降 12.9%，主要源于一线员工“人单帐户”的设立和财务预算的细化；存货同比下降 48%，反映“零库存”模式效果显著。[毛利率-期间费用率]提高 0.8 个百分点。目前一线经理每月进行客户需求调查和预测，公司根据预测控制生产和库存；内销专卖店订单交货周期仅两周。
- **财务费用下降 68.0%源于汇兑损失下降；管理费用提升 12.9%源于研发与下乡渠道投入。**由于公司调整销售政策鼓励现金回款，经营现金流增长 1052%；应收帐款下降 26%，预收帐款增长 36%；期末现金 59.2 亿元，同比增长 140%。
- **我们认为，公司股权激励效果显著。**下半年经营改善将持续；较低基数使得收入增长可期；进一步的资产运作可以期待。我们提高公司 09-10 年 EPS 预测分别至 0.81 与 0.95 元，调升评级至“增持”。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	29,469	30,408	27,919	33,094	37,947
(+/-)%	26.9%	3.2%	-8.2%	18.5%	14.7%
经营利润 (EBIT)	947	1,270	1,418	1,722	2,015
(+/-)%	20.9%	34.1%	11.7%	21.4%	17.0%
净利润	644	768	1,081	1,275	1,475
(+/-)%	15.7%	19.4%	40.7%	17.9%	15.7%
每股净收益 (元)	0.48	0.57	0.81	0.95	1.10
每股股利 (元)	0.20	0.14	0.24	0.29	0.33

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营利润率 (%)	3.2%	4.2%	5.1%	5.2%	5.3%
净资产收益率 (%)	10.2%	11.3%	14.4%	15.1%	15.6%
投入资本回报率 (%)	19.3%	26.6%	31.5%	28.9%	30.6%
EV/EBITDA	13.0	9.8	8.8	7.3	6.3
市盈率	31.4	26.3	18.7	15.9	13.7
股息率 (%)	1.3%	0.9%	1.6%	1.9%	2.2%

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥17.82

上次预测：¥10.60

当前价格：¥15.10

2009.08.13

交易数据

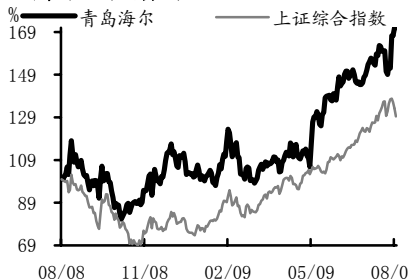
52 周内股价区间 (元)	6.90 ~ 16.11
总市值 (百万元)	20,707
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,339/756
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.56
日均成交量 (百万股)	17.7
日均成交值 (百万元)	191.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	6,774.01
每股净资产	5.06
市净率	3.0
资产负债率	37.0%

EPS (元)	2008A	2009
Q1	0.13	0.08
Q2	0.28	0.42
Q3	0.15	0.20
Q4	0.01	0.11
全年	0.57	0.81

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11.2	55.6	59.5
相对指数	6.5	31.4	34.4

相关报告

家电下乡，影响几何？

(09.07.31)

空调业务与费用投入拖累业绩

(09.04.30)

模型更新时间: 2009.08.10

股票研究

电气机械业
电气机械业

青岛海尔(600690)

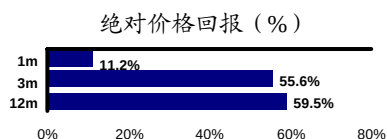
评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥17.82

上次预测: ¥10.60

当前价格: ¥15.10



52 周价格范围 6.90~16.11
市值 (百万) 20,707

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	16,509	23,214	29,469	30,408	27,919	33,094	37,947	42,569	46,970	51,664
营业成本	14,567	19,482	23,868	23,376	20,847	24,986	28,722	32,198	35,664	39,357
税金及附加	28	43	66	95	98	99	114	128	141	155
营业费用	916	1,997	3,502	4,075	3,741	4,302	4,895	5,449	5,918	6,458
管理费用	574	910	1,187	1,691	1,815	1,986	2,201	2,469	2,701	2,945
EBIT	437	783	947	1,270	1,418	1,722	2,015	2,326	2,546	2,749
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-113	51	65	151	160	160	160	160	160	160
财务费用	-2	3	48	104	35	15	17	10	1	-11
营业利润	439	780	899	1,167	1,538	1,861	2,153	2,470	2,700	2,916
所得税	76	169	126	158	221	261	301	346	378	408
少数股东损益	11	82	111	211	276	326	377	432	472	510
净利润	239	556	644	768	1,081	1,275	1,475	1,692	1,849	1,997
资产负债表										
货币资金、交易性金融	670	1,626	2,421	2,462	3,393	3,203	3,907	4,816	6,071	7,471
其他流动资产	3,174	3,944	5,370	5,402	5,008	6,011	6,884	7,799	8,616	9,486
长期投资	1,328	862	600	1,384	1,544	1,704	1,864	2,024	2,184	2,344
固定资产合计	1,536	1,945	2,548	2,660	2,898	3,178	3,401	3,555	3,591	3,602
无形及其他资产	68	85	229	318	309	300	292	284	277	271
资产合计	6,777	8,463	11,189	12,231	13,156	14,402	16,353	18,484	20,744	23,178
流动负债	722	2,107	4,043	4,445	4,337	4,365	4,907	5,421	5,914	6,440
长期负债	1	40	86	84	84	84	84	84	84	84
股东权益	5,599	5,786	6,309	6,774	7,531	8,423	9,455	10,640	11,934	13,333
投入资本(IC)	4,064	4,090	4,198	4,109	3,877	5,124	5,669	6,217	6,569	6,917
现金流量表										
NOPLAT	362	609	812	1,093	1,220	1,481	1,733	2,000	2,189	2,364
折旧与摊销	218	254	315	397	444	509	586	664	744	819
流动资金增量	(2)	400	639	289	461	(976)	(331)	(401)	(323)	(344)
资本支出	(128)	(680)	(1,062)	(598)	(672)	(781)	(800)	(811)	(772)	(823)
自由现金流	449	583	704	1,182	1,453	233	1,188	1,453	1,838	2,016
经营现金流	468	1,230	1,654	1,669	2,142	995	1,968	2,243	2,588	2,816
投资现金流	(163)	(147)	(718)	(1,266)	(677)	(786)	(805)	(816)	(777)	(828)
融资现金流	(350)	(127)	(402)	(167)	(534)	(398)	(460)	(518)	(556)	(588)
现金流净增加额	0	0	534	235	931	(190)	704	909	1,255	1,400
财务指标										
成长性										
收入增长率	7.9%	40.6%	26.9%	3.2%	-8.2%	18.5%	14.7%	12.2%	10.3%	10.0%
EBIT 增长率	-31.1%	79.1%	20.9%	34.1%	11.7%	21.4%	17.0%	15.4%	9.5%	8.0%
净利润增长率	-35.3%	132.5%	15.7%	19.4%	40.7%	17.9%	15.7%	14.8%	9.3%	8.0%
利润率										
毛利率	11.8%	16.1%	19.0%	23.1%	25.3%	24.5%	24.3%	24.4%	24.1%	23.8%
EBIT 率	2.6%	3.4%	3.2%	4.2%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	5.4%	5.3%
净利润率	1.4%	2.4%	2.2%	2.5%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%
收益率										
净资产收益率(ROE)	4.3%	9.6%	10.2%	11.3%	14.4%	15.1%	15.6%	15.9%	15.5%	15.0%
总资产收益率(ROA)	3.5%	6.6%	5.8%	6.3%	8.2%	8.9%	9.0%	9.2%	8.9%	8.6%
投入资本回报率	8.9%	14.9%	19.3%	26.6%	31.5%	28.9%	30.6%	32.2%	33.3%	34.2%
运营能力										
存货周转天数	22	21	33	37	30	25	25	25	25	25
应收账款周转天数	24	20	13	9	11	10	11	11	12	12
总资产周转天数	153	120	122	141	166	152	148	149	152	155
净利润现金含量	1.96	2.21	2.57	2.17	1.98	0.78	1.33	1.33	1.40	1.41
资本支出/收入	1%	3%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	10.7%	25.3%	36.9%	37.0%	33.6%	30.9%	30.5%	29.8%	28.9%	28.2%
净负债率	-9.4%	-23.6%	-35.6%	-32.0%	-43.5%	-36.6%	-40.1%	-44.1%	-49.9%	-55.1%
估值比率										
PE	84.5	36.3	31.4	26.3	18.7	15.9	13.7	11.9	10.9	10.1
PB	3.6	3.5	3.2	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	25.0	15.8	13.0	9.8	8.8	7.3	6.3	5.5	5.0	4.6
P/S	1.09	0.78	0.69	0.66	0.72	0.61	0.53	0.47	0.43	0.39
股息率	0.7%	1.0%	1.3%	0.9%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%

附：青岛海尔电话会议纪要（2009.08.11）

提醒：由于电话会议系统问题，本纪要可能存在一些疏漏和理解有误的地方，仅供参考。

一.公司上半年销量与价格**1. 上半年各产品的销量**

冰箱内销量提升不错，出口由于主动调整（占比小的、不赚钱的产品都不做）而大幅下降。冰箱总体的销量是下降的。

2. 上半年出口中冰箱与空调的比重

数量上空调比冰箱少一点，冰箱比空调多 1/4。下半年要看订单情况，不一定保持这个比例。

3. 销售均价

价格冰箱略有提升，空调基本持平。出口价格有提升。

二. 毛利率的提升**1. 公司下乡均价比城市低 20%，毛利率水平是否受到影响？**

冰箱产品不仅要考虑价位段，还要考虑盈利能力。虽然下乡产品价格较低，但由于是给农村定制的，功能相对简单，成本也低。因此，下乡产品的毛利对整体有一定影响，但不是很大。

2. 空调毛利率没有上升的原因，是不是因为降价？

从整个市场和冰箱的势头来看，原材料价格下降使得产品价格下降。但空调表现不是很好，收入没有达到设定目标。这主要是由于固定成本，跟价格没有太大关系。上半年公司并没有投入价格战，主要还是由于规模效应。

3. 对下半年毛利率的看法。

06-09 年毛利率提升比较快，一部分是由于原材料价格走低，08 年 4 季度到 09 年 4 月一直在降价，现在已经在涨价。对于下半年原材料涨价，公司的应对措施：

- ✓ 原材料采购是长期战略采购，钢和塑料在年初定价格，约定市场价格变动超过多少才可以调整价格，前提是要保证固定的量。因此，下半年原材料涨价可能会有点影响，但影响不大。
- ✓ 新品定价会根据当时的成本确定价格，形成新的盈利组合。
- ✓ 成套设计和工艺优化等消化原材料上涨的负面影响。

三. 关于费用率**1. 上半年管理费用大增，主要原因？**

上半年管理费用主要的两块是研发投入和家电下乡网络开发的办公费和租赁费。其中研发费用是最大的一块，包括在欧洲销售较好的三门冰箱、国内对开门和凯萨帝仿欧洲风格等新品的研发，以及家电下乡定制产品。

另外一块是家电下乡，公司原来的农村网络比较空白，这是必需的网络投入。这带来新设办事处的办公费、租赁费增加。

2. 管理费用率提高了很多，但二季度环比下降。下半年的趋势如何？

下半年主要支付研发尾款，不会有太大的投入。公司强调费用投入与收入利润的匹配，下半年费用率会降低。公司的全面预算在年初就录入系统锁死，上半年是符合预算的，全年应该也会符合预算。

3. 管理费用率的季节性成因

管理费用率在二季度较高，是因为每年二季度要进行秋季和明年春季产品的投入。选择在二季度的原因是：

- ✓ 二季度收入较高，投入能力强。
- ✓ 要根据市场的反映来决定未来要投放什么产品，涉及市场调研/产品开发和模具模型的投入等。符合秋季和春季产品上市的时间要求。

4. 公司销售费用率低于海尔电器，原因？

A 股和 H 股是两个平台。两个公司进出口的比重不一样会带来销售费用率差异。另外，港股热水器规模较小，要支撑这么大的市场，费用肯定要高一些。

四. 空调业务**1. 空调业务没有很明显的占有率提升，原因？对空调业务的改善有什么措施？**

公司二季度对空调业务进行了网络调整和产品结构调整。表面上这个调整短期影响了业绩，但长期看是有益的，已经奠定了改善的基础。

- ✓ 营销网络调整：把原有的小的或扰乱市场的网点进行了清理；成立了农村开发机构，专门开发农村市场，为公司后续

发展作基础。

✓ 产品结构调整: 高效产品 6 月以来出货很好, 7 月内销高效空调是 2-3 名之和。5 月开始空调出货有比较大的上升, 产品结构显著改善, 盈利能力提升。

2. 我们观察到空调的市场份额在下滑或者比较弱, 是否体现出公司整个战略的方向? 空调在农村是否不做大投入?

空调在农村市场发展还比较快, 公司对网络进行了调整, 把不适合公司发展的三四级网络清理。在公司层面进行了组织结构强化推进。公司对农村空调市场的发展长期看好, 不过目前还没有大的爆发。

3. 空调毛利率没有上升的原因, 是不是因为降价? (在前文毛利率中有提及)

从整个市场和冰箱的势头来看, 原材料价格下降使得产品价格下降。空调表现不是很好, 收入没有达到设定目标。

这主要是由于固定成本, 跟价格没有太大关系。上半年公司并没有投入促销去打价格战, 主要还是由于规模效应。

五. 冰箱业务

1. 冰箱行业数据自下乡以后明显提升, 公司对冰箱需求受下乡刺激的时间段有没有预期? 家电下乡中西部增长比较强, 之前东部只用了 2-3 年就完成了高增长, 中西部是否也会很快?

这个问题关系到国家宏观政策, 与产品后续竞争力。公司认为, 只要家电下乡政策不调整, 近两年销售应该不错。公司认为, 冰箱业务一是促进家电下乡, 一个是巩固原有的网络, 最重要的是要巩固一二级市场和三四级市场的稳定客户。

2. 为什么公司冰箱收入增长低于冰箱行业增速?

公司国内销量上升, 但出口是下降的, 由于不赚钱产品的出口不做了。另外, 行业统计数据存在时滞, 有一点差异。公司可以肯定, 内销份额是遥遥领先的。

3. 冰箱在家电下乡中的份额很高, 农村的购买力和需求是否确实乐观?

农村冰箱销售确实非常火。下半年家电下乡和以旧换新同时推, 需求应该是很不错的。公司下乡现在是下生产线就发货, 很多地方已经断货, 销售非常好。

六. 战略转型的解释和具体措施

1. 向服务转型的具体含义?

海尔强调由制造向服务转变, 最快速度满足客户需求。这个意思不是不做制造了, 而是加强客户意识。包括:

✓ 了解客户需求: 一线员工面对消费者, 把消费者需求传递到企业来。简单说, 以前是为产品找客户, 现在是为客户生产产品。

✓ 内部服务: 管理架构的改革, 公司是提供资源者, 支持市场人员为客户服务。这是对市场的服务, 上级对下级的服务。

2. 新的采购系统与从前的区别, 目前运作的效率如何?

从 3 月底开始, 上市公司成立了自己的采购公司, 也是为了实现为股东的承诺。运行 3 个月采购额 8 个多亿。压缩机电机两器等上市公司专用的部件实现了自己采购。

采购成本方面, 也是经过竞标的。由于采购公司刚成立, 前期有些投入, 规模也小, 厂房是租赁的, 目前的成本略高于以前。估计全年下来与使用原平台的成本应该差不多。

七. 关于中报的其他问题

1. 中报回笼现金很多, 手持现金如何考虑?

公司上半年强调安全性, 调整了销售政策, 规定哪一级客户不收承兑, 哪一级只能收现金, 哪一级只能预收款, 因此现金明显增多。回笼了这么多现金, 不是为了在手上放着, 而是体现了经营成果。这些现金的处置问题, 目前公司正在设想。可能也会包括很多产品研发, 以适应年轻一代的消费观。

2. 预提费用明显增长, 原因?

预提费用有 30 天和 60 天的预提, 由于二季度空调冰箱卖的很好, 有些安装费用已经销售尚未支付的要预提。

另外, 研发投入和网络开发有一部分预提。研发投入已经接近尾声了, 款项要分批付, 在试制合格后才能付尾款。

3. 非经常性损益: 政府补助, 减值准备冲回等。

政府补助: 一部分科研开发的政府返还, 有一部分就是退税收入。补助的收到时间不是均匀的, 科研项目要申请才有返还。减值准备冲回: 冲回的不是太多, 主要是原材料。

4. 半年报中少数股东损益减少的原因

公司有 78 个主体, 每个公司的股权比例不一样。上半年少数股东损益减少, 主要是由于 100%控股的青岛冰箱公司利润

较高，其它有少数公司权益的公司实现的利润同比下降。

八. 资本运作

1. 股权激励的进展情况，是否有时间表？

股权激励处于审批中，时间表不好说。

2. 洗衣机股权收购的方案，有无可能年内完成？

股权收购目前有些专家在做方案，还需要经过一些必要的程序。公司会积极建议集团加紧推进。

作者简介:

王稹:男,清华大学电机系电力系统自动化专业,工学博士。2005年进入国泰君安证券销售交易总部,从事电力设备行业、家用电器行业、新能源策略的研究。

方馨:女,复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007年进入国泰君安证券销售交易总部,从事家电行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com