

青岛海尔

600690

增持/ 维持评级

股 价	2009/09/14
RMB16.28	

基础数据

总股本（百万股）	1339
流通 A 股（百万股）	756
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	12303

财务数据

市净率 (X)	2.93
TRACING P/E (X)*	24.62
EPS (元)	0.5
股息率 (%)	0.92

*最近四季盈利计算。

相关研究

《转型效果初现 更快成长在未来》

2009/08/11

《海尔转型 意在高远》

2009/07/14

《业绩短期下滑 估值处于底部区域》

2009/04/28

分 析 师

陈伟彦

+755-82492946

chenwy@lhqz.com

股权激励获批 管理改善和治理改善并行

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	30408.0	16605.6	30975.6	35583.9	40921.5
(+/-%)	3.2	-12.2	1.9	14.9	15.0
归属母公司净利润(百万元)	768.2	665.7	1562.7	2005.8	2534.1
(+/-%)	19.4	21.3	52.6	30.9	26.3
EPS(元)	0.57	0.50	0.88	1.15	1.45
P/E(倍)	28.4	32.7	18.6	14.2	11.2

■ **事件：**公司今日公告股权激励修订方案获证监会审核无异议，修订方案的核心内容与之前一致：1771 万股、激励对象 49 人、行权价格 10.88 元、有效期 5 年，分期行权（1:2:3:4），行权条件为净利润年增长 18% 以上及 ROE 高于 10%。

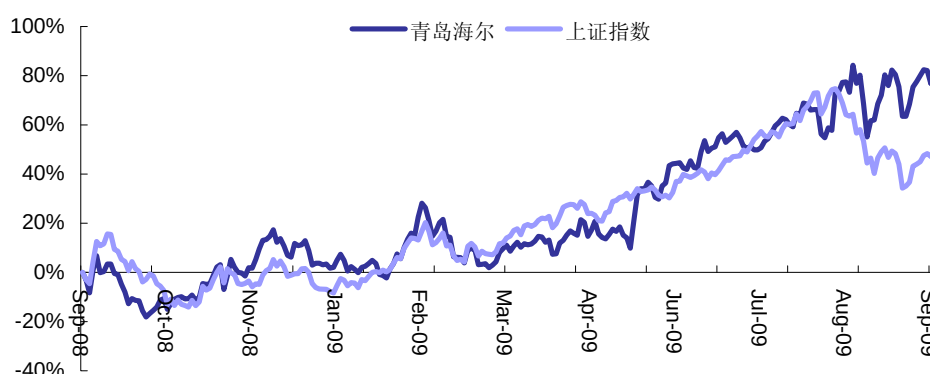
■ **冰箱业务快速成长，淡季不淡。**在家电下乡放量的驱动下，7 月冰箱内销同比增长 99%，我们预计 8 月同比增长在 60% 以上。农村冰箱市场放量成长且向上弹性较大、海尔在农村的高份额（8 月为 35%）、下半年城市冰箱市场有望扭转下滑趋势等，冰箱业务对公司业绩提升作用明显。

■ **空调业务触底反弹。**公司的空调业务在大幅下滑后已触底，随着内部管理调整到位、淡季节能空调成为主流，空调业务有望逐步恢复性反弹。

■ **管理改善和治理改善趋势明确。**海尔的最大成长潜力在于管理改善空间，海尔转型意在高远，公司力图通过转型打造最具全球竞争优势的创新能力（人、技术、管理），09 年管理改善只是初见成效，更大的改善还在 2010 年。股权激励获批后，后续白电整合等可能陆续推进，治理改善空间极大。

■ **“增持”！**考虑到 Q3 冰箱业务成长大幅超预期，我们上调盈利预测，09、10 年 EPS 为 0.88 元、1.15 元，公司的管理改善和治理改善空间极大，业绩向上弹性仍很大。我们维持“增持”评级，继续重点推荐！

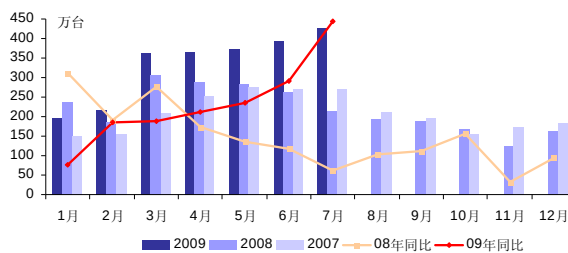
最近 52 周股价表现



冰箱业务快速成长 淡季不淡

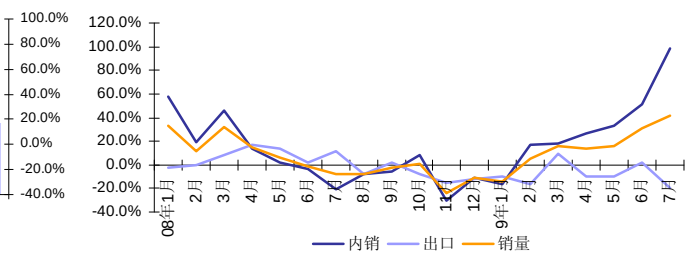
家电下乡冰箱放量成长。09年7月冰箱内销同比增长99%，虽然出口同比下滑20%，但整体销量仍同比大幅增长42%，其中家电下乡是主要成长来源，09年7月家电下乡冰箱销量达225万台，8月销量虽下降为177万台，但已接近08年8月水平（194万台），我们预计09年8月冰箱内销同比增长在60%以上（66-82%），向上弹性很大。我国农村冰箱普及率约30%，家电下乡政策加速了冰箱在农村的于快速普及，且趋势将延续。

图 1、冰箱内销情况



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

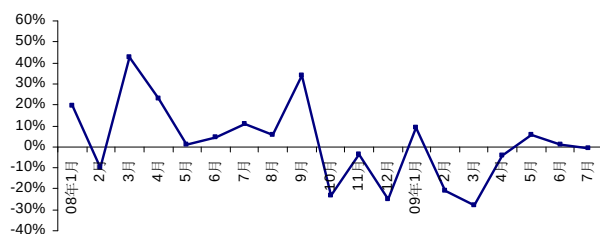
图 2、冰箱销量同比



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

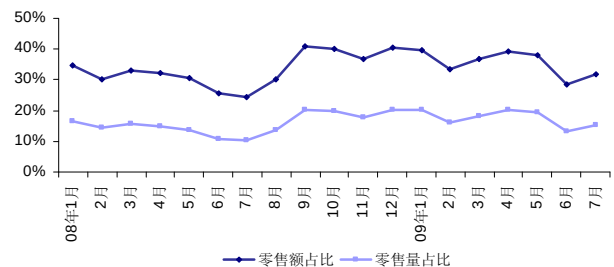
城市冰箱市场将从下滑到增长。08年Q4和09Q1是城市冰箱市场的最低谷，消费信心下降和房地产市场下滑影响冰箱更新需求，09年2月/3月城市冰箱零售量同比分别下降21%、28%，但Q2开始逐渐回升，09年7月同比降幅收窄为1%，5月还出现同比增长（6%）。下半年随着经济渡过最困难时期、消费信心回暖、房地产成交增长的滞后影响、高端冰箱的持续快速成长，城市冰箱市场有望扭转前期下滑趋势，实现同比正增长的概率很大。

图 3、城市冰箱零售量同比



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

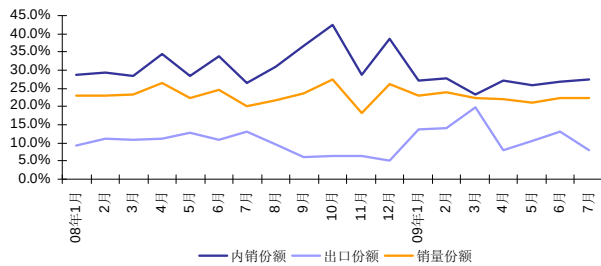
图 4、城市市场三门以上冰箱占比



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

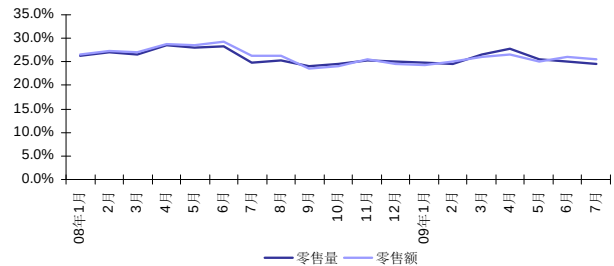
海尔最受益于冰箱行业成长。（1）冰箱行业竞争格局相对稳定，龙头企业的定价能力很强，09H1 海尔的冰箱毛利率同比提升 2.3 个百分点达 32%，其中国内冰箱毛利率提升幅度更大。（2）海尔在城市冰箱市场仍居第一，由于公司今年关注盈利能力的提升和控制经营风险，09 年 1-7 月在城市市场的份额为 25.5%，同比略下降 1.5 个百分点，仍维持行业第一。（2）海尔在农村冰箱市场绝对领先，且享有较高的品牌溢价。09 年 H1 海尔在家电下乡冰箱（含冰柜）市场份额为 42%，8 月虽降低至 35%，但仍高居第一。

图 5、海尔的冰箱市场份额



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

图 6、海尔的城市冰箱市场份额

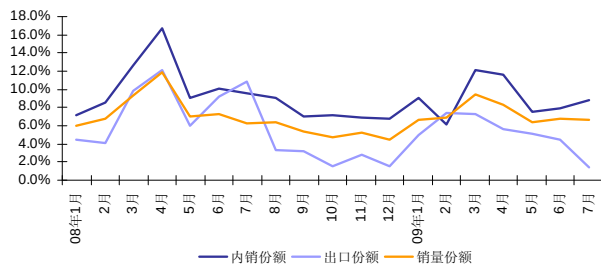


数据来源：中怡康 联合证券研究所。

空调业务触底反弹

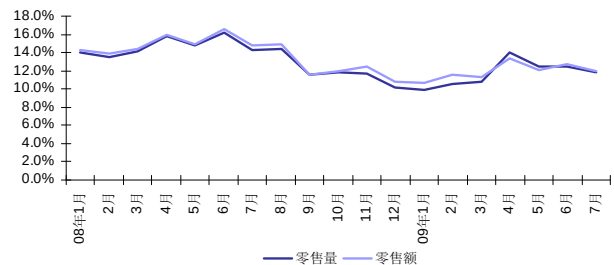
09 年上半年公司海尔的空调业务下滑有其特殊原因：（1）海尔转型期间，空调管理层和业务流程均处于调整磨合期；（2）空调行业态势和公司策略出现短期背离，海尔从 09 年初开始力推产品升级，在产品、推广和产品储备上都以高能效空调为主，但今年 6 月旺季突然启动，虽然节能空调快速增长，但市场销售主流还是低能效空调。随着旺季结束后空调行业趋于高能效空调的必然，加上海尔的空调管理体系调整逐步到位，空调业务有望逐渐趋于好转。从前期表现看，08Q4 和 09Q1 是最差时候，09Q2 已触底。

图 7、海尔的冰箱市场份额



数据来源：产业在线，联合证券研究所。

图 8、海尔的城市空调市场份额



数据来源：中怡康 联合证券研究所。

投资建议

海尔的最大成长潜力在于管理改善空间，海尔转型意在高远，公司力图通过转型打造最具全球竞争优势的创新能力（人、技术、管理），09 年管理改善只是初见成效，更大的改善还在 2010 年。股权激励批准后，后续的电电整合和降低少数股权权益比例等都可能陆续推进，治理改善空间极大。

考虑到 Q3 冰箱业务成长大幅超预期，我们上调全年冰箱收入同比增长目标至 25%（下半年同比增长为 45%），据此我们上调盈利预测：09、10 年 EPS 为 0.88 元、1.15 元，公司的管理改善和治理改善空间极大，业绩向上弹性仍很大。我们维持“增持”评级，继续重点推荐！

表 1、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7863	9862	12241	15284	营业收入	30408	30976	35584	40921
现金	2462	5640	7996	10715	营业成本	23376	23161	26699	30703
应收账款	795	589	676	778	营业税金及附加	95	81	97	113
其它应收款	73	78	101	109	营业费用	4075	4120	4673	5320
预付账款	169	159	183	210	管理费用	1691	1708	1794	1883
存货	1853	1844	1860	1833	财务费用	104	43	22	1
其他	2512	1553	1425	1639	资产减值损失	51	20	50	60
非流动资产	4367	4247	4298	4241	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1384	1300	1365	1433	投资净收益	151	80	120	150
固定资产	2456	2612	2672	2555	营业利润	1167	1923	2370	2991
无形资产	135	155	175	195	营业外收入	34	50	50	50
其他	393	180	86	58	营业外支出	64	20	60	60
资产总计	12231	14109	16539	19525	利润总额	1137	1953	2360	2981
流动负债	4445	4959	5650	6424	所得税	158	391	354	447
短期借款	175	100	100	100	净利润	979	1563	2006	2534
应付账款	1614	1621	1869	2149	少数股东损益	211	391	472	596
其他	2656	3238	3681	4175	归属于母公司净利润	768	1172	1534	1938
非流动负债	85	87	87	87	EBITDA	1609	2331	2822	3476
长期借款	79	79	79	79	EPS (元)	0.57	0.88	1.15	1.45
其他	6	8	8	8	主要财务比率				
负债合计	4530	5046	5738	6512	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	927	1318	1790	2386	成长能力				
股本	1339	1339	1339	1339	营业收入	3.2%	1.9%	14.9%	15.0%
资本公积	3006	3006	3006	3006	营业利润	29.7%	64.9%	23.2%	26.2%
留存收益	2430	3401	4667	6284	净利润	19.4%	52.6%	30.9%	26.3%
归属母公司股东权益	6774	7745	9011	10628	获利能力				
负债和股东权益	12231	14109	16539	19525	毛利率	23.1%	25.2%	25.0%	25.0%
现金流量表					净利率	2.5%	3.8%	4.3%	4.7%
单位: 百万元					ROE	11.3%	15.1%	17.0%	18.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	30.0%	77.5%	123.8%	214.3%
经营活动现金流	1318	3820	3027	3286	偿债能力				
净利润	979	1563	2006	2534	资产负债率	37.0%	35.8%	34.7%	33.3%
折旧摊销	338	365	430	485	净负债比率				
财务费用	104	43	22	1	流动比率	1.77	1.99	2.17	2.38
投资损失	-151	-80	-120	-150	速动比率	1.35	1.62	1.84	2.09
营运资金变动	183	1783	633	412	营运能力				
其它	-135	147	56	5	总资产周转率	2.60	2.35	2.32	2.27
投资活动现金流	1318	-310	-411	-277	应收账款周转率	42	43	53	53
资本支出	402	443	435	334	应付账款周转率	11.74	14.32	15.30	15.28
长期投资	-682	-83	65	62	每股指标 (元)				
其他	1037	50	90	120	每股收益	0.57	0.88	1.15	1.45
筹资活动现金流	-223	-431	-360	-390	每股经营现金流	0.98	2.85	2.26	2.46
短期借款	78	-75	0	0	每股净资产	5.06	5.79	6.73	7.94
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.37	18.59	14.21	11.25
资本公积增加	-11	0	0	0	P/B	3.22	2.81	2.42	2.05
其他	-290	-356	-360	-390	EV/EBITDA	12	8	7	6
现金净增加额	39	3078	2256	2619					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。