

家用电器

2009年9月24日



国都证券
GUODU SECURITIES

公司研究

公司投资价值分析

维持评级：短期-推荐，长期 A

管理创新布局长远，资产整合启动在即

——青岛海尔（600690）投资价值分析报告

核心观点

► **公司是国内冰箱制冷行业的领航者。**海尔集团是国内最具实力的产业集团之一，公司是集团最重要的白电资产平台，目前两大主业冰箱和空调具有较强的竞争力，市场份额分别居于行业第一位和第三位，但空调和小家电业务走弱抑制了公司的增长。

► **冰箱业务保持强势，空调有所企稳。**公司冰箱产品竞争力强，市场地位领先，受益于家电下乡政策程度最高，高端产品比重逐步上升。而空调业务表现不佳来自多方面原因，但在节能产品的优势较突出，在调整后市场份额开始企稳，由于改观的压力偏大，产品竞争力的提升和寻找差异化竞争突破点是关键。

► **战略倾向信息化、创新型和服务型。**公司信息化流程再造基本完成，并在商业模式、销售网格和管理机制不断创新，向服务型企业转化，一切为满足客户需求为中心。

► **财务状况表现稳健。**公司的经营效率明显高于行业其他公司，注重“正现金流”，产品毛利率水平稳步提升，偏高的费用率为公司后续经营奠定了基础，存在一定的改善空间。

► **股权激励顺利获批，小步快跑推进计划。**近期公司股权激励方案获批，改变了公司长期以来管理层激励不足的状况，行权条件和方式也更有利于公司的长足发展，后续激励计划将加大激励范围和力度，资产整合加速的可能性增加。

► **资产整合成为下一阶段最大看点。**我们认为公司将通过股权受让的方式增持海尔电器的股份，持股比例在30%-50%之间均有可能，在对海尔电器进行盈利预测后，预计2010年公司业绩增厚在0.03元-0.08元之间，资产进入后公司综合竞争力大幅提升。此外，Fisher&Paykel的股权和资产整合也值得期待。

► **关联交易减少，治理结构改善。**在公司的努力下，销售环节的关联交易下降幅度较大，采购环节的关联交易仍将通过降低采购费率、加大自主采购比重或资产整合等方式进一步减少。

投资建议与估值比较：公司冰箱业务的强势可以维持，空调旺销有望带来三季度超预期的业绩表现，股权激励的顺利实施后，资产整合预期也更加强烈。估值方面，与整个A股市场、家电板块和业内同类公司比较具备一定的估值优势，维持09、10年0.82元、0.95元的业绩预测。

公司股价走势：



公司主要指标：

指 标	数 值
总股本	133,852 万股
流通 A 股	75,569 万股
EPS (中期)	0.497 元
每股净资产	5.56 元
净资产收益率	18.73%

国都证券研究所

联系人：王京乐

电话：010-84183317

E-mail: wangjingle@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

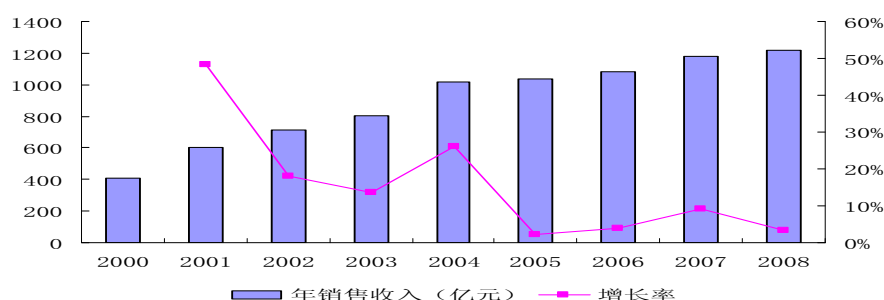
1. 公司概况	3
1.1 海尔集团是国内最具实力的产业集团之一	3
1.2 公司是国内冰箱制冷行业的领航者	5
1.3 增长的速度有所放缓	5
2. 行业背景	6
2.1 行业短期运行：内销放量爆发，出口仍有反复	6
2.2 多因素开阔中长期成长空间	7
2.3 行业集中度进一步提升	8
3. 公司经营分析	8
3.1 业务开展	8
3.1.1 冰箱强势不减，地位稳固	8
3.1.2 空调在调整后企稳	10
3.1.3 试水“零库存即需即供”新模式	11
图 23：海尔“零库存即需即供”的商业模式	11
3.2 战略方向：信息化、创新型和服务型	12
3.3 财务状况	12
3.3.1 营运效率远高于行业平均水平	12
3.3.2 高费用率坚实发展基础	13
3.3.3 毛利率水平稳步提升	13
3.3.4 注重“正现金流”	14
4. 公司发展趋势分析	14
4.1 股权激励获批，小步快跑推进计划	14
4.2 资产整合成为下一阶段最大看点	15
4.3 关联交易减少，治理结构改善	17
4.4 下乡冠军实至名归，冰箱业务支撑牢固	19
5. 盈利预测	19
6. 投资建议与估值	20
6.1 估值比较	20
6.2 投资建议	21

1. 公司概况

1.1 海尔集团是国内最具实力的产业集团之一

海尔集团的前身是青岛电冰箱总厂，1984年在引进德国利勃海尔生产线之后改组为集团公司，经过近25年的发展，海尔形成了科技、工业、贸易和金融四大支柱产业，成为了全球第四大白电制造商，位居中国电子信息百强企业之首，并在全球成立了29个生产基地、8个本土化设计研发中心和19个海外贸易公司。08年海尔集团实现销售收入1220亿元，同比增长3.4%，其中海外营业收入增长9.8%，利润增长21%。

图1：2000-2008年海尔集团年销售收入变化



资料来源：公司资料、国都证券研究所

与美的、海信和长虹等国内家电集团相比，海尔集团在冰洗产品上的优势非常突出，市场份额始终处于领先，表现出强大的竞争实力。08年海尔在家电市场的整体份额在26.2%以上，位居行业第一，高端产品份额也高达近30%。

表1：08年国内主要家电集团白电销售规模比较

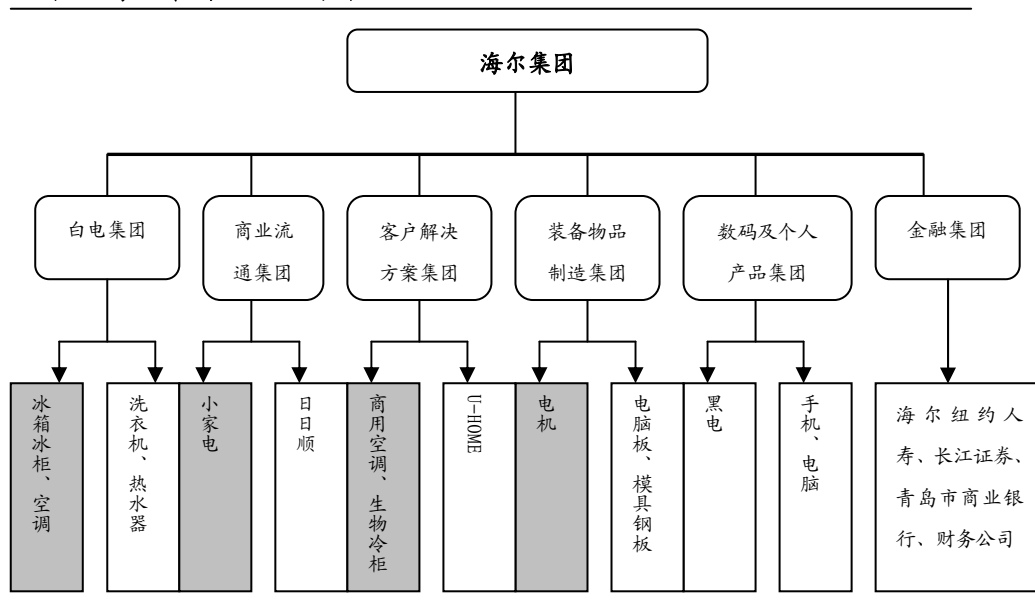
产品	海尔集团	美的集团	海信集团	长虹集团
冰箱	海尔914万台，市占率22%	华凌209万台，荣事达177万台，小天鹅40万台，市占率10%	海信科龙455万台，市占率11%	美菱284万台，市占率7%
空调	海尔492万台，市占率8%	美的1330万台，市占率20%	海信91万台，科龙147万台，市占率4%	长虹91万台，市占率1%
洗衣机	海尔883万台，市占率24%	小天鹅254万台，荣事达259万台，市占率14%	-	-

资料来源：产业在线、国都证券研究所

2007年，海尔集团实行大规模组织流程重组再造，形成了白电、商业流通、金融等六大子集团，其中白电仍是集团最为核心的业务，主要资产集中在两个资产平台青岛海尔（600690）和海尔电器（1169HK）中，青岛海尔主营产品是

冰箱冰柜和空调，而海尔电器则主要生产洗衣机和热水器。根据集团的战略规划，青岛海尔08年从德意志银行手中收购了20.1%海尔电器股权，作为集团白电资产整合平台的定位逐渐明确。可以说，青岛海尔的成长历程基本反映了集团发展壮大的过程，未来在集团中的地位将更加突出。

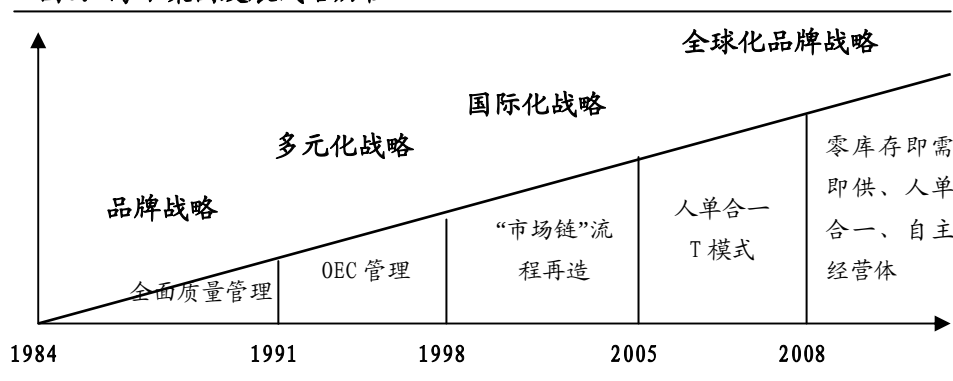
图2：海尔集团组织结构图



资料来源：公司资料、国都证券研究所（注：灰色部分为公司现有业务）

从1984年开始，海尔集团先后实施了品牌战略、多元化战略和国际化战略，管理创新也在不断升级，“OEC管理”、“市场链”和“人单合一”等管理理念受到普遍关注，2005年底又进入了全球化品牌战略阶段，开始在海外各个市场建立本土化品牌，国际影响力大幅提升。目前“创新驱动型”的海尔形象已经深入人心，使海尔成为了中国最具价值的品牌，08年品牌价值也高达803亿元。

图3：海尔集团发展战略历程



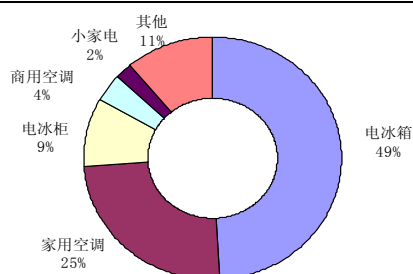
资料来源：公司资料、国都证券研究所

1.2 公司是国内冰箱制冷行业的领航者

青岛海尔于1989年成立股份有限公司，1993年在国内A股市场上市，最初主要生产冰箱产品，1997年开始开展小家电业务，2000年公司通过公开增发收购集团的空调业务资产，初步形成多元化战略的产品结构，2007年又向集团增发收购旗下空调、冰箱业务四家子公司的剩余股权，进一步强化了冰箱、空调和小家电的主营业务格局。

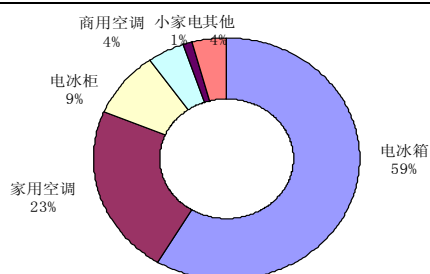
公司是国内冰箱制冷行业的龙头企业，市场占有率在25%左右，目前电冰箱收入和利润的占比分别为49%和59%，对公司业绩的贡献程度偏高，而空调业务由于受到多方面因素的影响收入占比出现下滑，但仍是公司第二大利润来源。08年公司整体实现营业收入304亿元，实现净利润7.7亿元，冰箱和空调销量分别为914万台和492万台，凭借较强的产品竞争力，市场份额分别列行业第一位和第三位。

图4：青岛海尔09年中期各产品主营收入构成



资料来源：公司资料、国都证券研究所

图5：青岛海尔09年中期各产品主营利润构成



资料来源：公司资料、国都证券研究所

表2：08年青岛海尔主要产品的产能、销量情况

主要产品	产能（万台）	销量（万台）	08年内销份额	08年出口份额
家用空调	1200	492	10.10%	5.30%
商用空调	35 亿	25.23 亿	5.41%	11.80%
冰箱	800	914	29.90%	9.80%
洗衣机	900	882	31.60%	9.50%

资料来源：公司资料、产业在线、公司调研

1.3 增长的速度有所放缓

近三年公司营业收入、净利润年复合增长率分别为9.4%和11.4%，08年以来除冰柜业务以外，各类业务的增速均出现放缓，空调和小家电业务尤其明显。但与此同时，公司的毛利率水平稳步提升，09年中期冰箱、冰柜和空调的毛利率分别达到31.8%、26.5%和25.2%，综合毛利率提升至26.3%，为业绩的实现提供了保障。

表3: 近两年公司营业收入、增长及毛利率情况

产品类型	销售收入 (亿元)			销售收入增长率 (%)			营业利润率 (%)		
	2007	2008	2009H	2007	2008	2009H	2007	2008	2009H
电冰箱	116.15	132.29	80.37	58.92	13.89	8.45	19.45	27.51	31.79
空调器	103.91	96.48	46.33	44.8	-7.2	-33.8	22.6	23.18	25.2
电冰柜	21.14	23.09	14.89	23	9.3	11.6	20.36	20.44	26.53
小家电	9.59	9.83	3.62	31.8	2.4	-37	27.8	26.08	15.1
其他类	36.59	37.06	18.29	35.8	1.3	-16.8	6.84	9.88	9.7
小计	287.4	298.7	209.8	46.5	4	-11.7	19.3	23.3	26.3

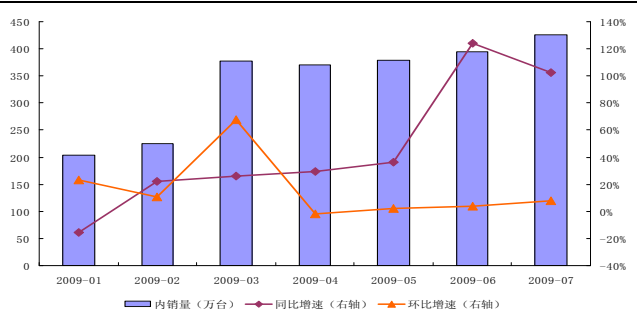
资料来源: WIND、国都证券研究所

2. 行业背景

2.1 行业短期运行: 内销放量爆发, 出口仍有反复

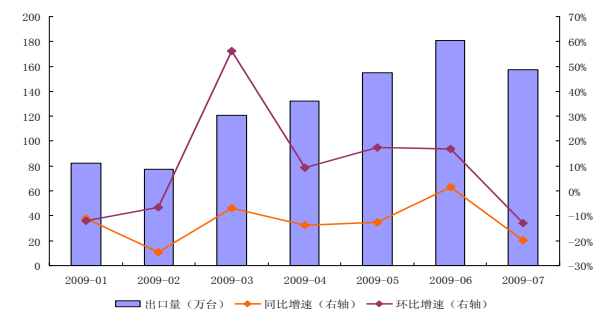
年初以来, 冰箱行业内销表现十分突出, 2-5月增幅基本保持在20%以上, 6、7月旺季增速高达100%以上, 这主要得益于家电下乡政策的刺激效应。根据商务部最新公布的1-8月下乡产品销售情况的统计数据, 冰箱销售占比最高, 在农村地区最受欢迎, 由于冰箱的季节性特征正在淡化, 农村居民对冰箱的需求仍较旺盛, 预计接下来农村销售的表现仍会保持乐观, 城镇销售放量也有望在其他政策的刺激下启动。相比之下, 出口表现反复, 在6月份实现正增长之后, 7月份出口量下滑19.8%, 主要是源于部分出口地区天气偏凉, 房地产销售低迷造成冰箱销售不旺, 预计随着海外经济企稳回升, 冰箱出口在反复后的趋势向好。

图6: 09年冰箱行业内销量月度变化



资料来源: 产业在线、国都证券研究所

图7: 09年冰箱行业出口量月度变化

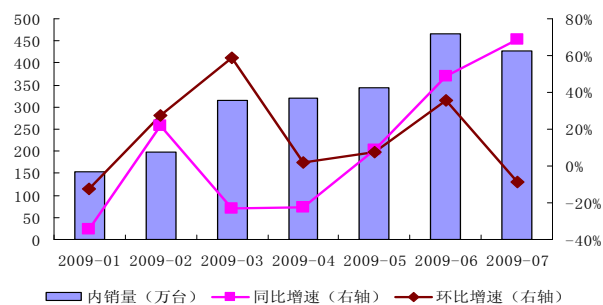


资料来源: 产业在线、国都证券研究所

空调行业内销和出口的表现具有明显的反差。内销方面, 3、4月份由于去年的高基数同比下降, 但5月份开始逐渐转为正增长, 6、7月份旺季来临内销量分别同比增长48%和69%, 相继创下近两年单月销售记录, 政策、天气和房地产市场的拉动效应是主要的驱动因素, 下一阶段随着旺季接近尾声, 天气因素逐渐淡化, 其他因素仍可为空调内销带来较好的预期。相反, 由于发达经济体国家经济恢复缓慢, 空调的出口始终保持在降幅20%-40%之间, 旺季不旺决定了全年出口的低迷, 但6、7月份出口订单数量明显回升, 出口降幅也连续两个月收窄, 预计下半年随着北美经济的进一步好转以及欧洲经济的企稳回升, 空

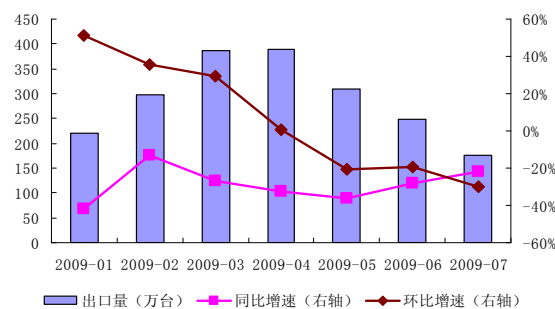
调出口的趋势将得以强化。

图8：09年空调行业内销量月度变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图9：09年空调行业出口量月度变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

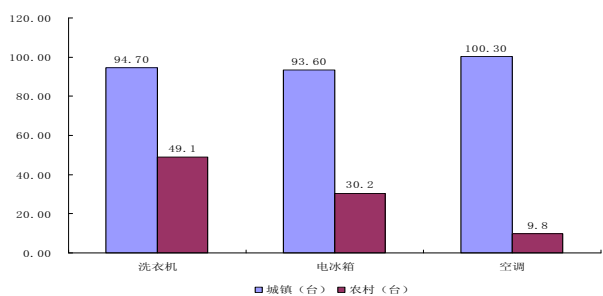
国家强力政策的出台是推动家电行业走出低谷的主要驱动力，2月份家电下乡全国推广拉动了农村需求，6月份“节能补贴”政策刺激了城镇新置需求，下半年“以旧换新”试点实施将带动城镇更新需求，政策效果的延续为行业持续回暖提供充足的动力。

除国家政策以外，上半年房地产市场成交量持续放大带动的家电需求也将在下半年三、四季度集中体现。根据我们之前的估算，房地产销售和家电销售相关性较高，尤其对空调的影响更大，其次是洗衣机和冰箱。

2.2 多因素开阔中长期成长空间

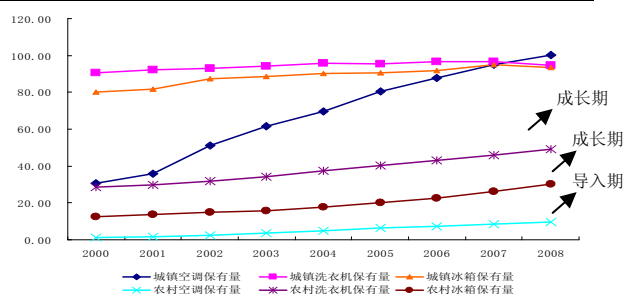
08年城镇居民空调和冰箱普及率分别为100.3%和93.6%，农村居民空调和冰箱普及率则分别为9.8%和30.2%。我们认为城镇空调虽然已达到几乎每户一台的水平，未来仍有一定的上升空间，而农村空调正处于导入期，普及率偏低，农村市场庞大的市场空间和消费群体决定了巨大的长期增长潜力，而冰洗产品在城镇的普及率偏高，增长开始逐渐来自更新需求，但在农村仍处于成长期的中后期，新置需求和更新需求均比较旺盛。

图10：2008年城乡每百户居民白电普及率情况



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图11：农村居民白电普及率增长情况



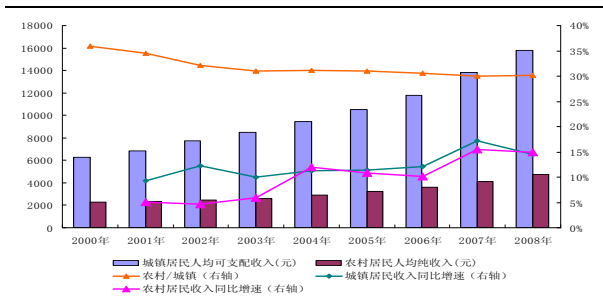
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

空调和冰箱行业在2001-2002年之间出现了一轮新置高峰，结合白电产品8-10年的使用寿命，以此对应的更新需求将有可能在2010年前后释放，因此

城镇更新需求是家电行业后期增长的动力之一。

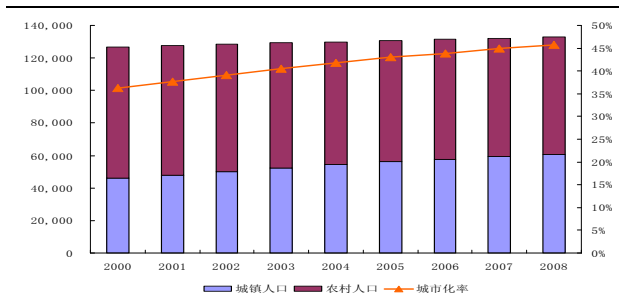
收入与消费相关性最高，目前城乡居民收入均保持15%左右的增长速度，但消费能力整体偏低，未来居民收入增长将带动家电消费增加。另外，我国的城市化进程正在不断推进，城市化率达到47%，较发达国家有较大的差距，城市化是城镇新置需求的长期源动力。

图12：2000-2008年城乡居民收入变化



资料来源：Wind、国都证券研究所

图13：城市化率及城乡人口年度变化

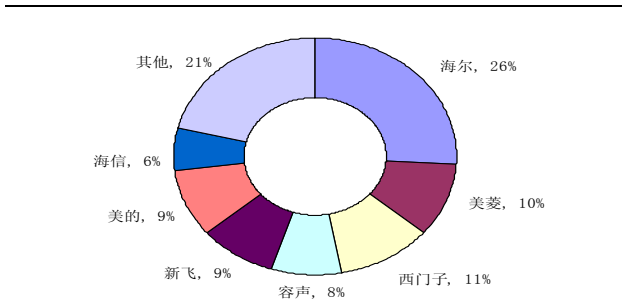


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2.3 行业集中度进一步提升

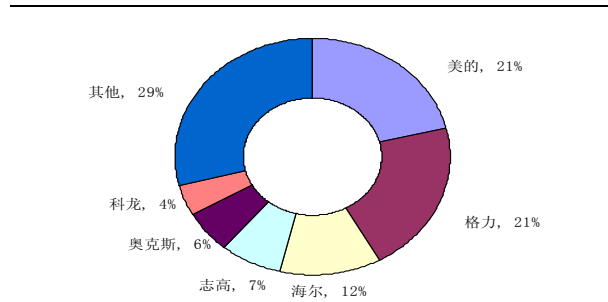
近几年家电行业市场竞争激烈，厂商淘汰率较高，08年经济危机的爆发也加速了行业的洗牌，资源和利润进一步向龙头企业转移。根据中怡康的数据统计，09年1-7月份冰箱、空调行业前三位厂商的合计市场占有率已经分别达到47%和54%，美的、海尔、格力等企业凭借较强的产品竞争力和渠道优势，仍在不断吸收中小品牌的市场份额，强者恒强的趋势将不断强化。

图14：2009年1-7月冰箱行业零售市场格局



资料来源：中怡康、国都证券研究所

图15：2009年1-7月空调行业零售市场格局



资料来源：中怡康、国都证券研究所

3. 公司经营分析

3.1 业务开展

3.1.1 冰箱强势不减，地位稳固

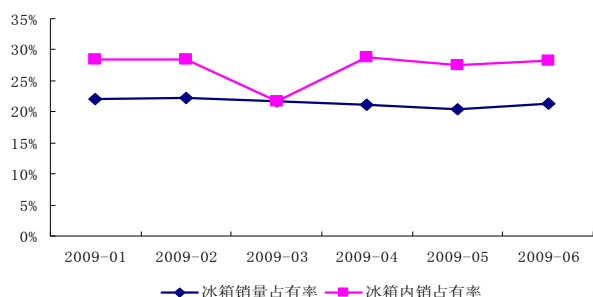
冰箱是公司起家也是目前最主要的业务。根据产业在线和中怡康的数据统

计，09年上半年公司冰箱销量和内销量的市场份额均在25%左右，超出行业第二10个百分点以上，体现出强大的产品竞争力和市场地位。

上半年家电下乡政策全面推广给公司带来了难得的历史机遇，由于冰箱在农村的普及率较彩电和洗衣机低，正处于成长期的中后期，同时公司在试点阶段就对网点布局进行了充分的准备，因此在农村市场的表现相对突出，有效的抵消了行业景气度下滑的影响，为09年上半年的营业收入做出重要贡献。根据商务部的统计数据，公司上半年下乡冰箱实现销量193.5万台，销售额41.2亿，占冰箱业务销量比重60%以上，销售收入50%以上。

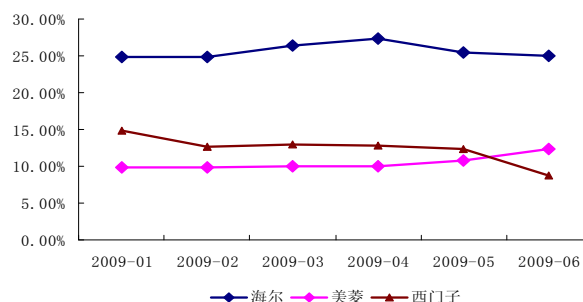
此外，通过前期对公司进行调研了解到，公司认为目前冰箱的淡旺季差异正在减弱，下半年三、四级市场同比增长有望维持，而上半年相对表现不佳的城镇市场在“以旧换新”和“节能补贴”等政策的刺激下爆发的可能性也较大。值得关注的是，公司在农村市场产品售价偏低，但对毛利率的影响有限，因为下乡产品主要是为农村居民定制，根据需求省去了部分功能，从而节约了成本。

图16：青岛海尔冰箱销量和内销份额变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图17：青岛海尔冰箱销量份额比较

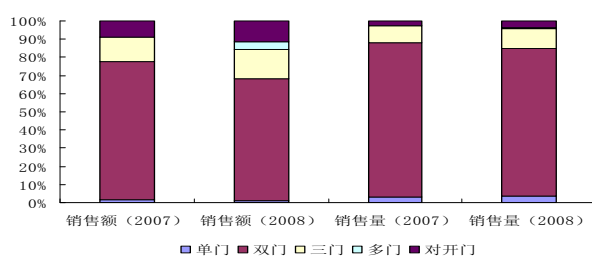


资料来源：中怡康、国都证券研究所

从公司冰箱产品的结构上来看，08年三门和对开门等高端冰箱销售量和销售额比重较07年均明显上升，同时又推出了多款多门产品，09年上半年公司高端冰箱占比达到36%，占行业比重为15%，远高于其他国内品牌，充分体现了公司定位高端的产品战略。公司表示，今年仍将重点投入去年推出的美式、法式、六门和意式四大系列卡萨帝品牌产品，并力争保持在欧洲等地出口的高增长势头。目前高端冰箱主要面对来自西门子、三星和LG的竞争，但较强的学习能力是公司未来技术上赶超外资品牌的基础，而品牌和渠道优势是国内销售的制胜武器。

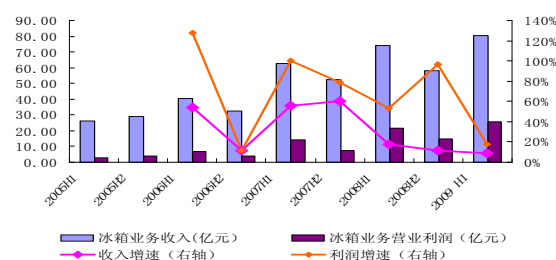
我们对海尔近几年冰箱业务的经营情况进行分析发现，07年行业景气度高涨，产销旺盛，冰箱业务收入和利润的增速均在50%以上，08年开始收入增速明显放缓，但下半年利润增速显著提高，主要是原材料价格的大幅下降节约了大量成本，而今年上半年利润增速下滑幅度较大，源于成本的小幅上升和去年同期较高的基数。总体来看，冰箱业务利润增速好于收入的趋势仍可维持，未来行业景气度逐步回升也有望带来收入和利润增速同步提升。

图18：近两年青岛海尔冰箱产品销售类型结构



资料来源：中怡康、国都证券研究所

图19：近几年公司冰箱业务经营情况



资料来源：WIND、国都证券研究所

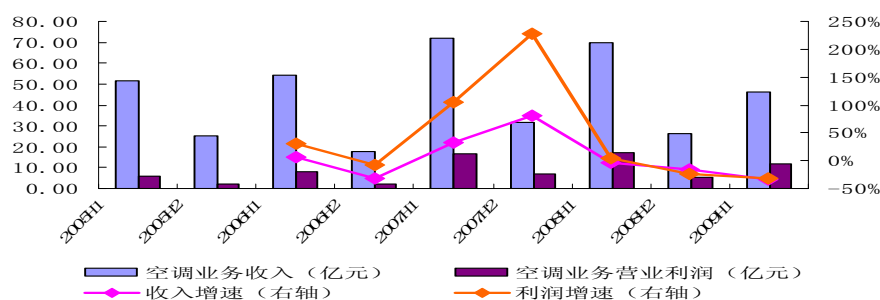
3.1.2 空调在调整后企稳

2000年公司通过收购集团空调核心资产开始引入空调业务，使空调成为除冰箱以外着力发展的第二大产品方向。近两年公司空调业务的经营情况波动较大，07年收入和利润同时出现了较高的增长，但08年下半年又同时出现下滑，市场占有率也相对下降。但产业在线的数据显示，今年6月份公司空调份额已开始止跌企稳，基本维持在10%-15%之间。

08年以来空调业务表现不佳来自多方面原因：1）由于开始实行“零库存即需即供”商业模式，放弃了部分盈利性不强、易造成库存积压的订单。2）公司预计今年3月份能效标准将会出台，率先削减四、五级能效库存，调整产品结构，但受经济环境的影响，新能效标准被推迟导致公司错失订单。3）出口下滑明显，主动放弃了部分回款风险大的订单。4）竞争对手格力、美的的产品和市场竞争能力提升较快。

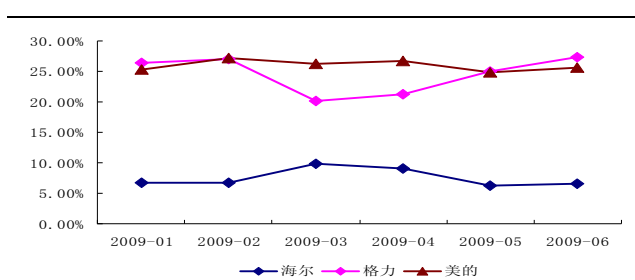
由于公司对政策的把握能力较强，库存消化彻底，高能效产品销售占比高达60%左右，因此受益节能补贴政策最为充分，7月份天气、房地产效应和政策带来终端爆发，公司节能空调销售排名第一，销量是第二、三名之和，未来两年节能定频空调仍会是公司重点投入对象。此外，今年二季度公司也对市场布局进行了较大的调整，削减了部分订单规模小、盈利性差的网点，并成立了农村市场开发机构，这都将有利于业务的后续开展。但我们认为公司空调业务改善存在一定的压力，未来产品竞争力的提升和寻找差异化竞争突破点是制胜的关键。

图20：近几年公司空调业务经营情况



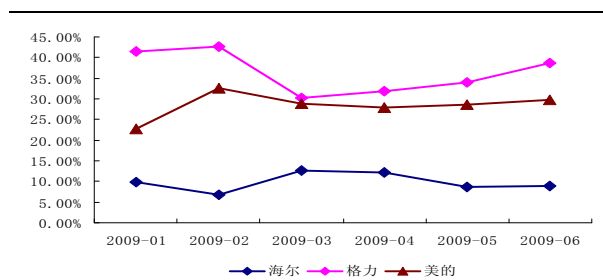
资料来源：WIND、国都证券研究所

图21: 青岛海尔空调销量份额比较



资料来源: 产业在线、国都证券研究所

图22: 青岛海尔空调内销份额比较



资料来源: 产业在线、国都证券研究所

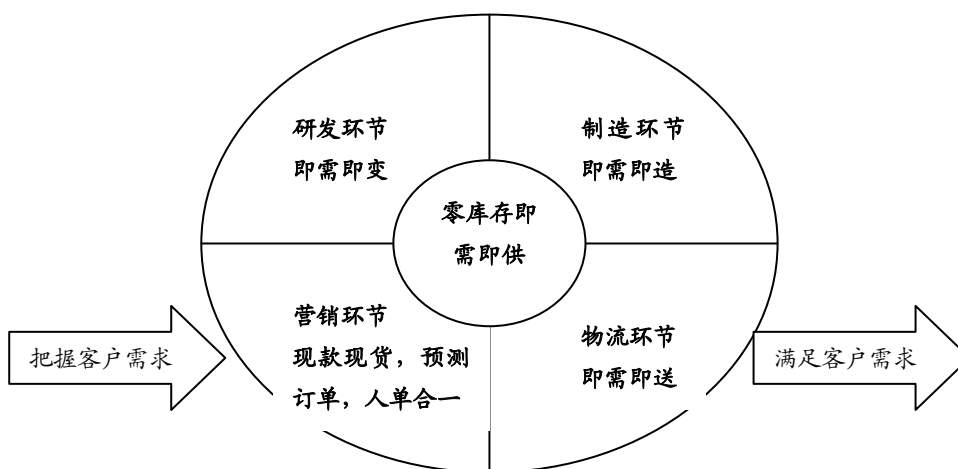
对于今年同行比较看好的变频空调, 海尔认为目前快速推广的条件仍不成熟, 但公司介入时间较早, 在技术上已和国内厂商趋同, 未来将根据市场的情况进行布局。商用空调方面, 公司主要采用大客户集中, 小客户选择性进入的方式, 上半年实现销售收入6.15亿元, 预计全年达到20亿元左右。凭借海尔集团地产公司和销售公司等销售资源, 此项业务将继续在全国范围内扩大市场影响力。

3.1.3 试水“零库存即需即供”新模式

08年下半年空调行业进入了一个比较特殊的时期, 原材料价格一改上升的势头开始深幅调整, 空调能效等级提高的市场预期不断强化, 公司的内部改革和流程再造信息化系统取得进展, 在此背景下公司的商业模式由批量生产开始向“零库存即需即供”转化。

在具体流程中, 经销商首先根据市场销售数据预测订单的数量和客户的具体需求上报给海尔, 随后海尔以此组织研发、制造、物流配送和营销, 最大限度的满足客户的需求, 产品从生产到消费者的手中仅需要15天左右, 未来效率仍会提高。

图 23: 海尔“零库存即需即供”的商业模式



资料来源: 公司调研、国都证券研究所

这种模式规避了原材料价格波动和产品积压带来的潜在风险, 提高了产业

链的经营效率，“零库存”仅是去掉企业中脱离需求、影响流通效率的无效库存，但针对淡旺季库存和生产节奏的把握会保持弹性。此外，强大的信息系统是模式推行的关键，目前海尔信息化改造已经接近尾声，终端销售人员对订单的预测每周进行反馈，同时公司实行“人单酬”合一模式也提高了对一线员工的激励力度，这都保证了订单预测的准确性和及时性。目前，“零库存即需即供”在冰箱业务的应用效果较好，因空调季节性较强，还将不断适应和调整。

3.2 战略方向：信息化、创新型和服务型

通过对海尔进行调研，我们发现公司在发展方向上注重几个方面：

1) **由企业信息化向信息化企业转型。**07年4月，海尔启动了“1000天流程再造”计划，拉开了公司管理和组织转型的序幕，其中信息化系统建设是重要的组成部分，08年1月集团ERP系统和供应商管理系统上线，将订单流、物流、资金流和信息流紧密结合，信息化建设取得突破性进展，目前海尔的信息系统正在趋于完善，在磨合期过后效果显现，公司的经营效率和及时对市场做出反应的能力提升将进一步提升。

2) **实现商业模式、管理机制和销售网络全面创新。**除商业模式由大规模生产向“零库存即需即供”转变以外，公司的销售网络创新注重实网和虚网的同步推进，其中实网包括服务网、物流网和营销网，目前在农村市场已经形成了县级专卖店向下扩散到镇、乡、村，形成销售到村的营销网；拥有44家物流中心，在2000多个县建立配送站，送货到门的物流网；建立7.3万个村级联络站，4300多家星级售后服务网点，服务到户的服务网。虚网主要指网络营销，未来有望借助参股的电子商务公司提高网络销售渠道的利用程度。此外，海尔也建立了以客户需求为中心的“自主经营体”模式，形成倒三角的管理架构，通过市场需求反馈引导管理层决策，提高市场反应度。

3) **由制造型企业向服务型企业转型。**制造型企业通常以生产为中心，以产品去寻找客户，而服务型企业以客户需求为中心，以此制造商品。经过经营理念的彻底转型，海尔的产品更加贴近消费者，市场形象不断提升。

3.3 财务状况

3.3.1 营运效率远高于行业平均水平

青岛海尔的营运效率在行业内是比较突出的，存货、应收账款以及各类资产的周转率均大幅高于格力、美的等企业，这实际上充分体现了公司的管理理念，“零库存即需即供”、“人单合一”均是提升经营效率的基础，较低的库存风险和回款风险也大幅提升了公司的综合竞争力。

表4：海尔营运能力明显好于格力、美的

单位：次数	海尔	格力	美的	行业平均
存货周转率	27.3	3.89	4.73	11.97
应收账款周转率	18.3	17.8	5.59	13.9
流动资产周转率	1.77	0.7	1.56	1.34
固定资产周转率	6.73	4.63	4.8	5.39

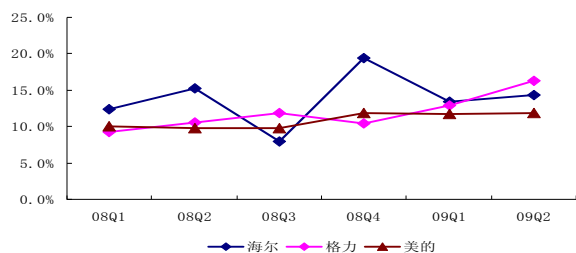
总资产周转率	1.2	0.57	0.96	0.91
--------	-----	------	------	------

资料来源：WIND、国都证券研究所

3.3.2 高费用率坚实发展基础

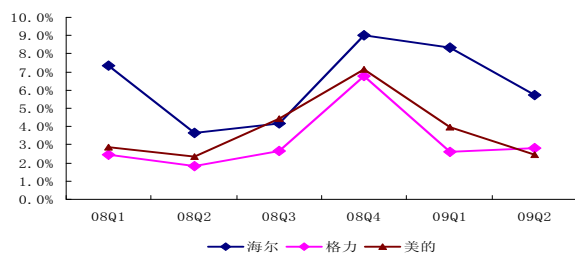
公司较高的费用水平一直是市场比较关注的，09年中期期间费用率高达20.84%，分别高于格力、美的3.3个百分点和5.6个百分点。销售费用上，08年下半年公司借助奥运契机加大了产品宣传的力度，并对家电下乡政策进行布局，提高了品牌宣传、物流配送和网点建设的投入，因此在4季度销售费用上升较快，今年投入趋缓导致费用支出趋于合理。而近两年管理费用偏高主要来自：1)对高端产品（如欧洲销售较好的三门冰箱、国内对开门和卡萨帝新品等）和农村市场的差异化产品的研发费用投入。2)家电下乡网络开发产生的办公费和租赁费。3)信息化系统建设投入。预计随着公司管理效率不断提升，信息化建设接近尾声，全面预算下管理费用出现下降的可能性较大。

图24：09年以来海尔销售费用率趋于合理



资料来源：WIND、国都证券研究所

图25：08年以来海尔管理费用率远高于同行

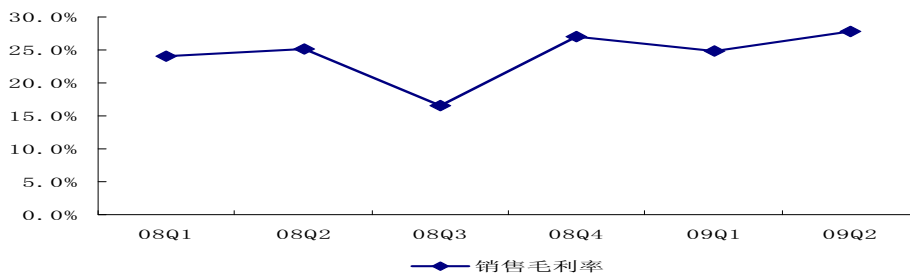


资料来源：WIND、国都证券研究所

3.3.3 毛利率水平稳步提升

公司的毛利率水平基本处于稳步上升的趋势，今年上半年冰箱、冰柜和空调等核心业务的毛利率分别同比提升2.34%、4.76%和2.02%，主要源于较低的原材料价格和产品结构的调整，而下乡产品对毛利率提升的负面影响较小，因为定制性的产品设计节省了部分成本，即使价格偏低，盈利空间在可控的范围内。

图26：08年以来青岛海尔销售毛利率变化

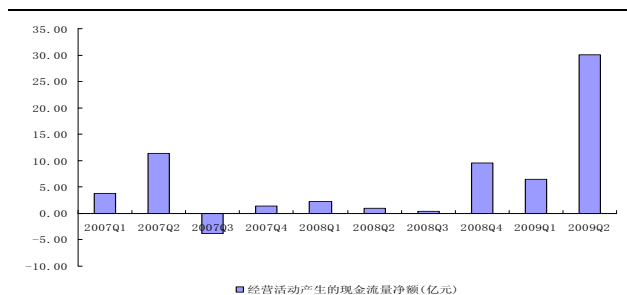


资料来源：WIND、国都证券研究所

3.3.4 注重“正现金流”

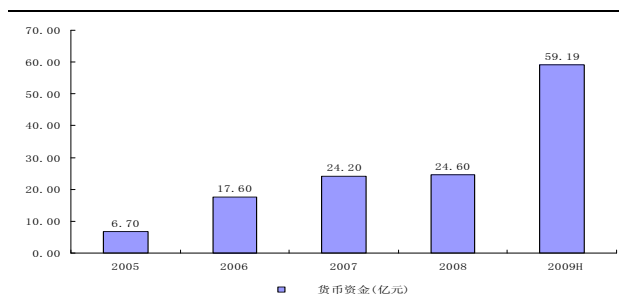
由于公司对销售政策进行调整，鼓励经销商在低利率情况下采用现金付款，并采取各种措施加快回款效率，上半年公司经营现金流量净额为36.6亿元，同比扩大10.5倍，二季度经营现金流量金额近30亿元，达到历史的最高水平，同时公司的货币资金也达到59.19亿元，较去年同期增加了137%，充足的资金实力为公司的后期经营奠定了良好的基础，我们认为，现金流的充裕也反映了公司的管理理念，“正现金流”是“人单合一”的重要组成部分，体现出公司对上下游议价能力的提升。

图27：青岛海尔经营现金流量净额变化



资料来源：WIND、国都证券研究所

图28：青岛海尔货币资金情况变化



资料来源：WIND、国都证券研究所

4. 公司发展趋势分析

4.1 股权激励获批，小步快跑推进计划

09年5月青岛海尔推出股权激励草案，计划首期激励对象包括公司董事长、董事及公司与子公司核心技术人员共计49人，股票期权数量为1771万股，有效期为自股票期权授权日起五年，激励对象可在自股票期权自授权日起12个月且09年年度报告公告之后，在计划规定的可行权日按获授股票期权总量的10%、20%、30%和40%分四期行权。9月，该计划经证监会审议通过。

表5：海尔本次股权激励分配情况

姓名	职务	期权数量 (万股)	占授与总量比例	标的股票占总股本 比例
杨绵绵	董事长	225	12.7%	0.168%
梁海山	副董事长、总经理	158	8.9%	0.118%
崔少华	副董事长	68	3.84%	0.051%
谭丽霞	董事	68	3.84%	0.051%
金道谟	副总经理	46	2.6%	0.034%
洪晓明	财务总监	28	1.58%	0.021%
明国珍	副总经理、董秘	28	1.58%	0.021%
公司及子公司核心技术人员		1150	64.9%	0.859%

(42个)

合计	1771	100%	1.32%
----	------	------	-------

资料来源：公司公告、国都证券研究所

针对公司此次股权激励方案获批，我们认为：

1) 改善了长期以来管理层激励力度不足的状况。与格力、美的等同行相比，海尔管理层薪酬普遍偏低，激励机制不充分，此次激励计划将管理层和公司股东的利益进一步结合，明确了公司业绩增长的方向。

2) 未来后续股权激励计划将遵循“小步快跑”的原则。由于此次计划仅覆盖上市公司的层面，并未涵盖集团内曾为公司成长做出巨大贡献的部分高管，未来随着资产整合的进行，后续计划将扩大激励的范围和力度，并考虑加入更多的研发和管理团队。

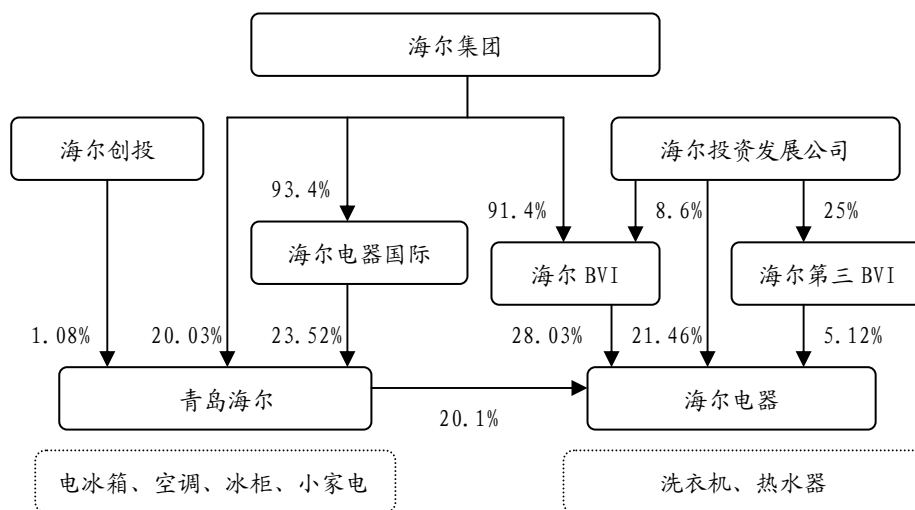
3) 行权条件偏高，行权比例递增有利长足发展。计划的行权条件是加权平均净资产收益率不低于10%，净利润相对08年复合增长率不低于18%，这实际上为公司的管理层带来了一定的挑战，但我们认为如果公司后期资产整合能够顺利实现，管理和治理水平进一步改善，管理费用趋于合理，行权条件实现的可能性较大。此外，行权比例是逐步递增的，这更加有利于公司的长足发展，中长期的激励效果更加突出。

4) 资产整合的步伐有望加快。我们去公司调研了解到，公司将在此次股权激励实施后推出资产整合方案，因此激励方案获批早于市场预期实际上预示了后续资产整合可能提速，这也成为了短期内公司股价上升的催化剂，反过来资产整合推进也有利于后续股权激励方案的跟进。

4.2 资产整合成为下一阶段最大看点

海尔集团目前有两个主要的资产运作平台，分别为A股的青岛海尔和香港的海尔电器。由于当初国内A股市场长期低迷，融资能力偏弱不能满足集团业务发展的需要，同时集团国际化意愿强烈，海尔电器成为了国际资本运作的平台，06年海尔电器收购集团洗衣机和热水器资产，剥离手机业务资产，主营业务格局逐渐确立。近几年A股市场逐渐壮大，股权分置改革基本完成，而香港市场对家电行业的估值偏低，白电整合平台重回A股又成为了集团的战略之一。我们认为目前青岛海尔作为集团白电资产整合平台的定位已经明确，去年公司收购了海尔电器20.1%的股权，今年上半年集团一致行动人又增持公司股份，股权激励也得以顺利实施，这些迹象都增加了投资者的信心。

图29：海尔集团旗下两个白电资产平台的股权关系



资料来源：公司资料、国都证券研究所

上次我们对公司进行调研了解到，在股权激励通过之后，资产整合的方案将考虑推出，我们认为公司未来资产整合的看点来自两个部分：

1) **海尔电器股权和资产的整合。**由于公司表示不放弃香港的资产平台，因此首先采用青岛海尔收购海尔电器股权的方式进行整合，我们预计在目前持股比例20%的基础上，青岛海尔将通过股份受让的方式进一步增持海尔电器的股份，持股比例达到30%-50%均有可能，在程序上也会考虑申请豁免收购要约以加快进度。在对海尔电器未来两年的业绩进行预测后，假设股权收购在09年底完成，那么在持股比例为30%、40%和50%的情况下，2010年海尔电器对公司的业绩增厚分别为0.03元、0.05元和0.08元，对应青岛海尔EPS为0.98元、1元和1.03元。

表6：海尔电器简易盈利预测表

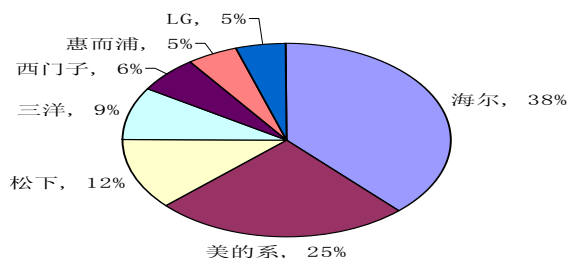
单位：百万港币	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	8549.2	11409.5	12778.6	14823.2
收入增长率	23.87%	33.46%	12%	16%
毛利率	29.1%	28.8%	31%	29%
营业成本	6058	8120.2	8817.2	10524.5
销售费用	1646.7	2268.2	2811.3	3187
销售费用率	19.3%	19.9%	22%	21.5%
管理费用	527.1	824.2	920	1022.8
管理费用率	6.2%	7.2%	7.2%	6.9%
税前利润	322	202.3	303.5	485.6
净利润	172.1	152.2	228.4	365.4

资料来源：国都证券研究所

海尔电器的洗衣机和热水器业务资产盈利能力较强，市场占有率处于行业领先，未来资产进入后将大幅提升公司的综合竞争力，白电资产有效结合也会

在原材料采购、淡旺季搭配等方面产生显著的协同效应，但多元化产品结构成形后和美的电器（000527）之间的竞争可能会不断升级。

图30：09年1-7月国内洗衣机市场零售份额



2) Fisher&Paykel股权和资产的整合。今年5月份海尔集团宣布参与新西兰白电企业Fisher&Paykel的股权融资计划，并在实施后将成为公司第一大股东，持股比例达到20%。Fisher&Paykel的主营产品包括高端冰箱、洗衣机和厨房家电等，年产约120万台高端家电，在新西兰和澳大利亚的市场份额分别为55%和18%。

我们认为，海尔与Fisher&Paykel合作主要是看中了后者较强的设计能力以及在澳洲和新西兰的市场地位，充分体现了集团国际化的发展战略和技术思路，双方共同开发高端家电产品，可在全球范围内实现技术、资源和渠道网络的互补。此外，Fisher&Paykel的主营业务与青岛海尔未来的战略规划契合性较高，产品定位高端也是公司一直坚持的，因此在海尔电器的股权和资产整合完成后，不排除未来在股权整合之后实现资产的注入。

4.3 关联交易减少，治理结构改善

公司与集团之间的关联交易额偏高始终是比较市场关注的问题，从公司的角度，关联交易可产生协同效应，降低采购成本和销售费用，对生产经营利大于弊，但从监管者和投资者的角度，大量的关联交易降低了信息的透明度，影响合理的估值判断。数据显示，近几年在公司的努力下关联交易问题正在逐步改善，其中销售环节关联交易下降显著，占营业收入的比重由06年的80.5%降至08年的48%，09年中期更是降至22%，而采购环节改善幅度较小，09年中期占营业成本的比重仍高达77.1%，但较去年同期下降了近14个百分点，我们再对销售和采购环节进行深入分析：

1) 采购关联交易。目前采购环节关联交易占比在72%左右，09年上半年交易金额仍高达94亿元，未来将成为公司改善关联交易问题的重点。公司在08年已对采购代理费进行了调整，由采购价格的2.6%调低至2.25%，并在今年3月份成立了青岛海达瑞有限公司，对压缩机、电机等上游配件进行外部采购，运行3个月内采购金额在8亿元左右，未来效率仍有提升空间。短期内钢材和塑料等大宗原材料仍会通过集团的平台进行采购，主要是因为集团较强的议价能力可获得更低的折扣价格，比如集团每年采购钢材60万吨左右，其中10-20万吨属于公司，集团集采比公司享受的折扣要低3个百分点左右，加上平台使用费公司在费用上仍有节约。

我们认为，未来公司进一步改善采购环节关联交易将会选择降低采购费率、加大自主采购比重和资产整合等方式，其中采购费率的下降需要在销量增加的前提下进行协商，自主采购比重提高则需要海达瑞公司继续承接其他零部件的采购任务，而资产整合不仅能够减少交易金额，也可优化产业链结构，对上市公司更加有利，此外公司对目前交易占比较高的青岛海尔零部件采购有限公司的后续动作值得关注。

2) 销售关联交易。公司在06年底成立重庆家电销售公司和42家销售分公司，并在08年2季度成立重庆日日顺销售公司，有计划的减少了关联交易的金额。目前销售环节的关联交易主要集中在青岛海尔零部件采购有限公司、海尔集团电器产业有限公司和海尔集团(大连)电器产业有限公司，后两家公司主要负责海尔出口产品的销售，合计占比达到60.44%，平台使用费按照FOB价的1.5%收取，预计09年上半年约为3304万元。我们认为，公司销售环节的关联交易率先改善，积极的效果已经有所体现，未来通过资产整合进一步减少销售关联交易也存在可能性。

与格力、美的等同行相比，海尔的关联交易比例仍然偏高，从我们上次调研了解到，公司将结合资产整合的进度继续改善关联交易的状况，充分体现以股东利益最大化的原则。

表7：青岛海尔近几年关联交易金额变化

单位：亿元	销售环节	占营业收入比重	采购环节	占营业成本比重	合计
2006	186.97	80.5%	139.59	71.7%	326.56
2007	159.2	54.2%	207.07	86.7%	366.27
2008	145.64	47.9%	201.04	86%	346.68
2008H	111.66	59.1%	129.95	91.3%	241.61
2009H	36.45	22%	94	77.1%	130.45
▽H	75.21	-	35.95	-	111.16

资料来源：公司年报、国都证券研究所

表8：09年中期海尔采购、销售关联交易情况

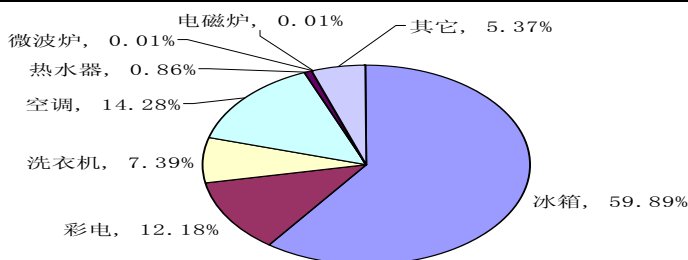
采购环节	关联交易金额(亿元)	占同类交易金额的比重
青岛海尔零部件采购有限公司	66.4	70.6%
合肥海尔物流有限公司	12	12.76%
海尔集团(大连)电器产业有限公司	4.3	4.58%
海尔集团电器产业有限公司	2.64	2.8%
销售环节		
海尔集团电器产业有限公司	14.25	39.09%
青岛海尔零部件采购有限公司	11.18	30.65%
海尔集团(大连)电器产业有限公司	7.78	21.35%
合肥海尔物流有限公司	0.95	2.62%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

4.4 下乡冠军实至名归，冰箱业务支撑牢固

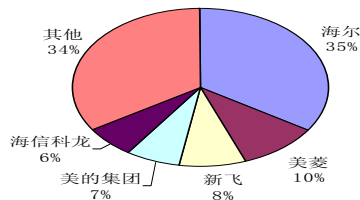
自家电下乡政策推出以来，冰箱已成为表现最为突出的子行业，而海尔作为国内冰箱制冷行业的龙头企业也因此受益匪浅。根据家电信息系统的数据，09年1-8月冰箱在三、四级市场的销售份额达到60%，比排名第二的空调行业高出46个百分点，海尔冰箱的销售表现一枝独秀，市场份额为35%，超出排名第二的美菱25个百分点，公司目前有60%-70%的销量和50%以上的销售收入来自农村市场，因此下乡政策对冰箱业务的影响较大。此外，海尔在下乡企业销售金额的排名中也处于领先。

图31：09年1-8月家电下乡分产品市场份额



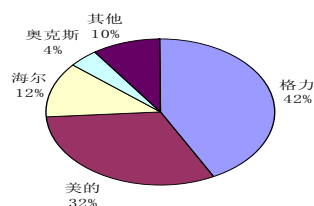
资料来源：家电下乡信息系统、国都证券研究所

图32：09年1-8月下乡冰箱企业销售量份额



资料来源：家电下乡信息系统、国都证券研究所

图33：09年1-8月下乡空调企业销售量份额



资料来源：家电下乡信息系统、国都证券研究所

考虑到冰箱产品在农村的普及率较彩电和洗衣机较低，新置需求和更新需求均具备一定的增长空间，同时经过前期的精心准备，公司在三、四级市场的销售渠道和品牌影响力更加突出，我们预计近几年内下乡政策对公司冰箱业务的推动力度可以保持，未来针对空调产品的农村开发机构也将发挥更大的作用，普及率提升后的表现值得期待。

5. 盈利预测

基本假设：

1. 考虑到09年上半年公司空调业务收入下滑严重，冰箱业务收入增幅较小，下半年主营业务销售情况有所好转但将逐渐转入淡季，预计09、10年收入增长率分别为-4.35%和12.44%。
2. 下半年原材料价格上涨的空间有限，公司产品价格趋于平稳，且高端产

品的比重不断上升，预计09、10年毛利率分别为24.3%和24.2%。

3、空调业务占比下降和农村渠道建设、产品宣传高投入之后，销售费用率将平稳下降，信息系统建设接近尾声和公司管理效率不断提高，管理费用率也将下降，人民币汇率趋稳汇兑损失减少也降低了财务费用。

4、暂不考虑进一步收购海尔电器股份的影响。

表9：青岛海尔盈利预测表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	29,468	30,408	29,084	32,703
营业收入	29,468	30,408	29,084	32,703
营业收入增长率	26.94%	3.19%	-4.35%	12.44%
二、营业总成本	28,634	29,392	27,680	31,051
营业成本	23,867	23,376	22,006	24,785
营业税金及附加	66	95	90	101
销售费用	3,502	4,074	3,839	4,251
管理费用	1,187	1,691	1,672	1,831
财务费用	48	104	58	65
资产减值损失	-37	51	15	16
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65	151	180	220
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	899	1,167	1,584	1,872
加：营业外收入	47	34	50	50
减：营业外支出	66	64	10	12
五、利润总额	880	1,137	1,624	1,910
减：所得税	126	158	227	286
加：未确认的投资损失				
六、净利润	754	979	1,397	1,623
减：少数股东损益	111	211	300	349
归属于母公司所有者的净利润	644	768	1,096	1,274
净利润率	2.18%	2.53%	3.77%	3.90%
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.48	0.57	0.82	0.95

资料来源：国都证券研究所

6. 投资建议与估值

6.1 估值比较

截止到9月23日，全部A股的PE值为24倍，PB值为3.21倍，而家用电器板块

PE值为27.5倍，PB值为3.65倍，目前估值水平已经高于大盘。家电板块中A股白电09、10年的平均PE、PB值分别为30.6倍和21.8倍，青岛海尔相对具有明显的估值优势，同时与类型相似的格力、美的比较，海尔的估值处于中游水平。因此综合来看，从估值的角度公司具备较好的投资价值。

表10：估值水平比较

股票名称	收盘价 (2009-09-23)	EPS		PE		PB
		2009E	2010E	2009E	2010E	
美的电器	17.84	0.86	1.04	20.7	17.2	5.81
格力电器	21.8	1.24	1.43	17.6	15	5.3
青岛海尔	16.67	0.82	0.95	20.3	17.5	3
可比公司平均	-	-	-	19.5	16.6	4.7
A股白电平均	-	-	-	30.6	21.8	4.3

资料来源：国都证券研究所

6.2 投资建议

青岛海尔一直是我们比较关注的公司。1-8月份，公司是家电下乡的最大受益者，冰箱业务保持了较好的增长势头，凭借着较强的品牌和渠道优势，农村市场的销售旺盛将延续，而空调业务目前的占有率已经企稳，在对商业模式创新和政策布局的调整后恢复有望加速，同时已公布的数据显示7、8月份空调内销表现突出，公司第三季度业绩将很可能较中期明显改观。此外，下半年股权激励的顺利实施后、资产整合的预期更加强烈以及关联交易的改善也为公司增加了股价上升的动力，但投资者也要防范短期内市场的系统性风险，继续维持公司“短期-推荐，长期A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。