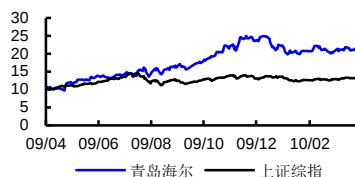


动态报告
家用电器
白色家电
青岛海尔(600690)
推荐
2009 年年报点评
(维持评级)

2010 年 4 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	21.11
总股本/流通 A 股(百万股)	1,338.52/755.69
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	28,256.13/15,952.72
上证综指/深圳成指	3,130.30/12,416.86
12 个月最高/最低 (元)	24.90/9.68

财务数据

净资产值(百万元)	7,720.73
每股净资产(元)	5.77
市净率	3.66
资产负债率	49.98%
息率	1.42%

相关研究报告:

 《青岛海尔: 股权转让进展符合预期》——
 2009-12-14

 《青岛海尔: 资产整合出现重大进展》——
 2009-12-1

《青岛海尔 09 年三季报点评: 自身盈利表现良好、未来资产整合增厚将超出预期》——

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

资产整合及内部经营改善仍有进一步展望空间

● 冰箱收入下半年收入销售超出上半年旺季表现、经营表现符合预期

2009 年公司收入 330 亿元, 同比增长 8.5%, 归属母公司所有者的净利润 11.5 亿元, 同比增长 50%。每股收益 0.86 元, 符合我们之前的预期。09 年下半年空调收入同比增加 53%, 达到 40.5 亿元, 冰箱收入 81.5 亿元, 同比增长 40%, 且环比上半年增长 1.4%, 而由于材料成本上升, 冰箱毛利率下半年 28.4%, 环比上半年下滑 3.43 个百分点, 幅度在预期范围在內。

● 内部经营改善仍有较大空间

冰箱和洗衣机行业的净利润率高于其他白电产品, 而公司利润率总体而言低于同行公司, 兼之公司在完成对海尔电器 51% 股权后, 进一步的资源内部整合使得公司在内部经营改善方面仍然较大的改善空间。2009 年公司管理和销售费用分别同比增长 22% 和 25%, 高于同期收入增幅。公司在冰箱和洗衣机产品上的领先地位也会使其受益于下半年家电以旧换新范围扩大, 以及劳动力收入增加带来的消费能力提升。

● 高端产品比率有所上升

公司在三门冰箱、对开门冰箱的市场份额上升明显, 由去年的 24% 上升到今年 2 月份的 27%。符合国内消费需求层次上升的趋势。公司在产品差异化设计方面, 也比过去更为重视。

● 部分品种市场份额有所下滑

公司在中低端产品的市场份额有所下滑, 也是公司近期股价表现不尽人意的主要原因。

● 维持“推荐”评级

预期公司 2010、2011 年每股收益 1.23 元、1.53 元, 公司在资产整合以及内部经营改善仍有进一步展望空间, 我们维持对公司的“推荐”评级。

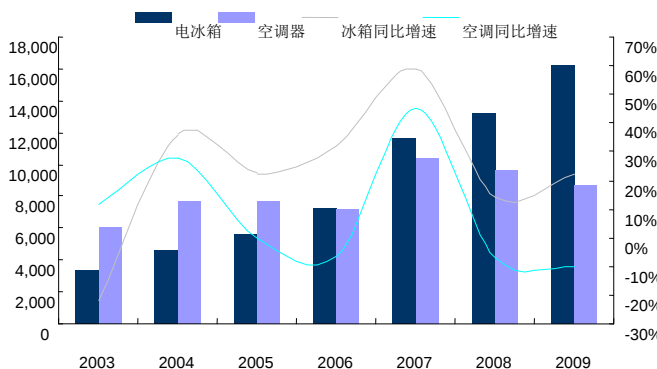
盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	30,408.04	32,979.42	48,480	58,176	66,320
(+/-%)	3.19%	8.46%	47.0%	20.0%	14.0%
净利润(百万元)	768.18	1,149.47	1645	2049	2497
(+/-%)	19.35%	49.64%	43.1%	24.6%	21.9%
每股收益 (元)	0.57	0.86	1.23	1.53	1.87
EBIT Margin	3.82%		4.5%	4.6%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	11.34%	14.89%	18.5%	19.9%	20.7%
市盈率 (PE)	36.78	24.58	17.2	13.8	11.3
EV/EBITDA	19.01		16.6	14.0	12.0
市净率 (PB)	4.17	3.66	3.18	2.74	2.34

下半年冰箱收入销售表现良好

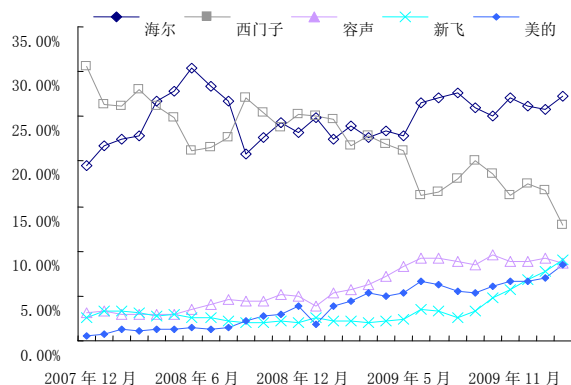
公司下半年冰箱销售收入超过上半年，冰箱收入 81.5 亿元，同比增长 40%，且环比上半年增长 1.4%。且高端市场份额有较为明显的上升迹象。

图 1: 公司冰箱和空调收入及增速表现 (百万元、%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 三门冰箱销售量市场份额 (%)



资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所

表 1: 公司 2009 年分产品销售收入和毛利率表现 (百万元、%)

	2009 年		2008 年	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
家用空调	7,364.90	26.01%	8,139.19	22.01%
商用空调	1,320.33	21.08%	1,508.83	29.49%
电冰箱	16,186.69	31.00%	13,228.60	27.51%
电冰柜	2,714.85	24.31%	2,309.19	20.44%
小家电	872.88	25.70%	982.61	26.08%
其他产品	3,912.17	13.19%	3,706.19	9.88%
合计	32,371.81	26.61%	29,874.60	23.33%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 2: 公司 2009 年 1-6 月和 7-12 月收入 and 毛利率表现

	2009 年 1-6 月		2009 年 7-12 月	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
空调	4633	25.2%	4052	25.3%
冰箱	8037	31.79%	8150	28.4%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 3: 海尔电器 2009 年 1-6 月经营表现

	洗衣机		热水器	
	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月
收入	4181	4273	1142	1047
息税前利润	174	125	56	38
息税前利润率	4.16%	2.93%	4.90%	3.63%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6282	6500	7217	9666	营业收入	32979	48480	58176	66320
应收款项	4773	7969	9563	10902	营业成本	24263	35439	42759	49608
存货净额	1743	3392	4095	4753	营业税金及附加	135	194	233	265
其他流动资产	97	194	233	265	销售费用	4984	7514	9017	8821
流动资产合计	12895	18055	21108	25586	管理费用	2116	3159	3498	4319
固定资产	2711	2667	2601	2519	财务费用	(8)	(131)	(142)	(209)
无形资产及其他	198	191	184	177	投资收益	167	170	175	180
投资性房地产	166	166	166	166	资产减值及公允价值变动	(26)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1527	1527	1527	1527	其他收入	0	0	0	0
资产总计	17497	22606	25586	29975	营业利润	1631	2444	2955	3667
短期借款及交易性金融负债	40	1257	50	50	营业外净收支	110	300	300	300
应付款项	5772	7752	9360	10865	利润总额	1740	2744	3255	3967
其他流动负债	2886	3222	3865	4389	所得税费用	366	494	488	595
流动负债合计	8698	12231	13275	15304	少数股东损益	225	605	718	875
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1149	1645	2049	2497
其他长期负债	47	47	47	47					
长期负债合计	47	47	47	47	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8745	12278	13322	15351		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1032	1455	1957	2570	净利润	1149	1645	2049	2497
股东权益	7721	8872	10307	12055	资产减值准备	(26)	2	(1)	(1)
负债和股东权益总计	17497	22606	25586	29975	折旧摊销	357	271	294	311
					公允价值变动损失	26	30	30	30
					财务费用	(8)	(131)	(142)	(209)
					营运资本变动	3256	(2624)	(86)	(2)
					其它	189	422	503	613
					经营活动现金流	4952	(255)	2789	3449
					资本开支	(344)	(251)	(251)	(251)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(487)	(251)	(251)	(251)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(79)	0	0	0
					支付股利、利息	(315)	(494)	(615)	(749)
					其它融资现金流	146	1217	(1207)	0
					融资活动现金流	(643)	723	(1821)	(749)
					现金净变动	3821	218	717	2448
					货币资金的期初余额	2462	6282	6500	7217
					货币资金的期末余额	6282	6500	7217	9666
					企业自由现金流	4439	(822)	2225	2870
					权益自由现金流	4506	502	1139	3048

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
		丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		