



上市公司年报点评

研究报告
家电行业—白电

买入 调高

青岛海尔（600690）

2010 年 04 月 19 日

业绩符合预期

电子元器件及家电行业高级分析师：邱春城

SAC 执业证书编号：S0850208110575

qiucc@htsec.com

021-23219413

联系人：陈子仪

chenzy@htsec.com

021-23219244

年报及公告主要内容。报告期内，青岛海尔实现营业收入 329.79 亿元，同比增长 8.46%；利润总额 17.40 亿元，同比增长 53.03%；实现净利润 11.49 亿元，同比增长 49.64%，对应每股收益 0.859 元，符合我们 0.851 元的预期；扣非后净利润 10.67 亿元（对应每股收益 0.7973 元），同比增长 35.03%。公司报告期内实现经营活动产生的现金流量净额 46.26 亿元，对应每股 3.46 元，同比增长 251.12%。2009 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3 元（含税）。

表 1 青岛海尔 2009 年主要经营指标及同比变化

	2008	2009	变动情况		2008	2009	变动情况
营业收入（亿元）	304.08	329.79	8.46%	综合毛利率（%）	23.13	26.43	3.30
营业利润（亿元）	11.67	16.31	39.75%	三项费用率（%）	19.30	21.51	2.20
归属于母公司股东的净利润（亿元）	7.68	11.49	49.64%	销售净利率（%）	2.53	3.49	0.96
归属于母公司所有者权益（亿元）	67.74	77.21	13.98%	全面摊薄 ROE（%）	11.34	14.89	3.55
总资产（亿元）	122.31	174.97	43.06%	存货周转天数	36.82	26.67	-10.15
经营活动产生的现金流净额（亿元）	13.18	46.26	251.12%	应付账款周转天数	31.09	35.89	4.80
基本每股收益（元）	0.57	0.86	49.64%	流动比率	1.77	1.48	-0.29
归属于母公司股东的每股净资产（元）	5.06	5.77	13.98%	速动比率	1.35	1.28	-0.07
每股经营活动现金流（元）	0.98	3.46	251.12%	资产负债率（%）	37.03	49.98	12.94

资料来源：公司公告，海通证券研究所

收入增速逐季改善，下半年收入同比增长 41.08%。09 年公司收入增速逐季改善，四季度达到年内高点同比增长 44.09%。虽然下半年各项主营业务同比均实现了较快增长，但从全年来看空调及小家电业务收入同比仍下滑约 10%。充分受益于家电下乡的电冰箱及冰柜下半年增速持续走高，全年分别增长 22.36%、17.57%。出口方面，由于同期基数较低，下半年出口降幅收窄，但收入占比进一步下滑至 8.98%，全年出口降幅为 26.33%，出口占比下降 5.41 个百分点至 11.46%。

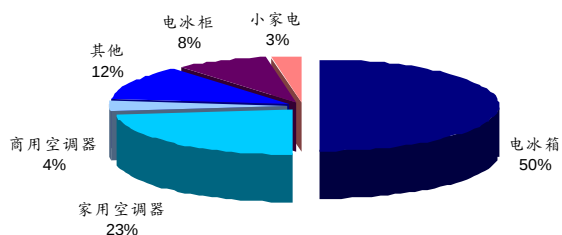
表 2 青岛海尔分产品、地区收入增速（%）

	1H08	1H09	2H08	2H09	2008	2009	同比变动
电冰箱	17.86	8.45	9.21	40.09	13.89	22.36	8.47
空调	-3.04	-33.80	-16.51	52.94	-7.15	-9.98	-2.83
——家用空调	n/a	-34.43	n/a	66.43	n/a	-9.51	n/a
——商用空调	n/a	-29.34	n/a	10.45	n/a	-12.49	n/a
电冰柜	7.27	11.61	12.09	25.72	9.25	17.57	8.32
小家电	29.06	-36.96	-20.63	25.20	2.44	-11.17	-13.61
其他	41.16	-16.84	-28.29	38.26	1.29	5.56	4.27
主营业务收入	10.54	-11.70	-5.24	41.08	3.96	8.36	4.40
境内	15.43	-7.66	-1.17	52.14	8.38	15.51	7.14
境外	-7.46	-32.50	-29.96	-13.98	-16.51	-26.33	-9.81
营业收入	10.44	-12.15	-6.86	42.31	3.19	8.46	5.27

资料来源：公司公告，海通证券研究所

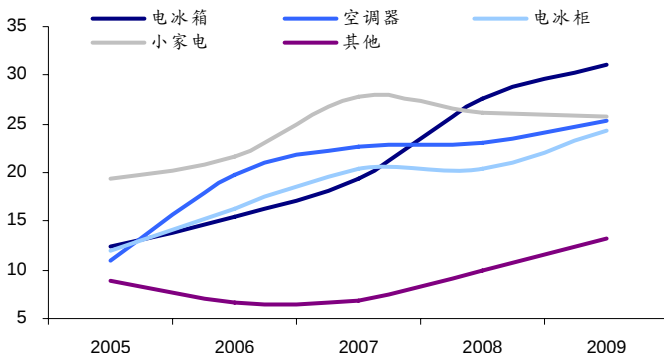
请务必阅读正文之后的免责条款

图 1 2009 青岛海尔主营业务构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 青岛海尔主营业务毛利率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

全年毛利率创历史新高，4 季度有所回落。全年来看，在原材料价格较低、产品结构优化、内销收入占比提高的共同作用下，公司综合毛利率大幅提升 3.30 个百分点，创下 26.43% 的历史新高。由图 2 可见，近年公司各主营业务毛利率持续走高，除占比最小的小家电外，报告期内各项主营产品毛利率均达到历史最高水平。在此基础上，毛利率最高的冰箱收入占比由去年的 44% 提升至 50%，毛利率很低的出口业务占比持续萎缩，两个结构的变化都促进了综合毛利率的提升。

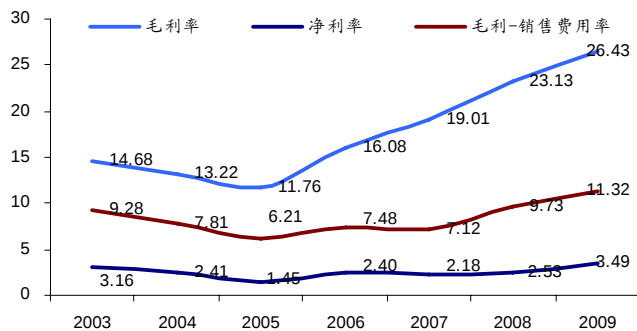
虽然全年毛利率创下历史新高，但 4 季度毛利率 23.57%，环比、同比分别下滑 4.42、3.39 个百分点。我们分析原因有二：其一、由于公司提前一个季度确定原材料采购价格，市场价格变动对公司的影响会滞后，原材料价格上涨在四季度的毛利率中有所反应；另外，由于四季度销售规模较小，单位产品固定成本分摊较多，毛利率较低。

表 3 青岛海尔分产品、地区毛利率（%）

	1H08	1H09	2H08	2H09	2008	2009	同比变动
冰箱	29.45	31.79	25.03	30.23	27.51	31.00	3.50
空调	24.36	25.20	20.06	25.33	23.18	25.26	2.08
——家用空调	23.56	24.43	17.29	27.89	22.01	26.01	4.00
——商用空调	30.02	30.17	28.76	13.16	29.49	21.08	-8.41
电冰柜	21.77	26.53	18.62	21.62	20.44	24.31	3.87
小家电	21.79	15.10	32.12	33.23	26.08	25.70	-0.38
其他	12.50	9.70	6.06	16.27	9.88	13.19	3.31
主营业务毛利率	24.72	26.60	21.06	26.61	23.33	26.61	3.28
境内	28.25	28.59	22.34	28.07	25.96	28.33	2.36
境外	8.32	14.18	10.78	7.97	9.14	11.76	2.62
营业收入	24.65	26.59	20.62	26.27	23.13	26.43	3.30

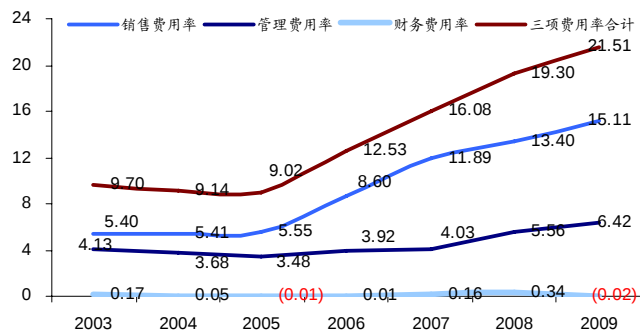
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 青岛海尔利润率情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 青岛海尔费用率情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

09 年净利率创近年新高，利润增速远高于收入增长。由图 3、4 可见，05 年以来公司毛利率持续快速提升，年均提升 3.67 个百分点；与此同时，三项费用率尤其是销售费用率也大幅走高，费用率年均提升 3.12 个百分点。

虽然费用率居高不下，但由于毛利率的提升幅度高于销售费用率及其他费用率的增幅，公司扣除销售费用的毛利率（即毛利率-销售费用率）、净利润率每年均稳步增长。报告期内，由于费用率涨幅低于毛利率，净利润率同比提升 0.96 个百分点至 3.49%，创下 02 年以来的新高，致使利润增速（49.64%）大幅高于收入增速（8.46%）。

表 4 青岛海尔报告期数据分析（%）

% of sales	2008	2009	同比变化	利润率贡献	4Q08	4Q09	同比变化	利润率贡献
毛利	23.13	26.43	3.30	3.30	26.97	23.57	-3.39	-3.39
营业税金及附加	0.31	0.41	0.09	-0.09	0.68	0.37	-0.31	0.31
销售费用	13.40	15.11	1.71	-1.71	19.35	16.83	-2.52	2.52
管理费用	5.56	6.42	0.86	-0.86	8.99	3.38	-5.61	5.61
财务费用	0.34	-0.02	-0.37	0.37	0.00	-0.52	-0.52	0.52
资产减值损失	0.17	0.08	-0.09	0.09	0.49	0.36	-0.13	0.13
投资收益	0.50	0.51	0.01	0.01	0.70	0.07	-0.64	-0.64
营业利润	3.84	4.94	1.11	1.11	-1.84	3.21	5.05	5.05
营业外收入	0.11	0.35	0.24	0.24	0.02	0.98	0.96	0.96
营业外支出	0.21	0.02	-0.19	0.19	0.08	0.01	-0.07	0.07
利润总额	3.74	5.28	1.54	1.54	-1.90	4.18	6.08	6.08
所得税	0.52	1.11	0.59	-0.59	-2.37	0.88	3.25	-3.25
税后利润	3.22	4.17	0.95	0.95	0.47	3.30	2.83	2.83
少数股东损益	0.69	0.68	-0.01	0.01	0.08	0.44	0.36	-0.36
归属于母公司所有者的净利润	2.53	3.49	0.96	0.96	0.39	2.86	2.47	2.47

资料来源：海通证券研究所

经营活动现金流 4 倍于净利润。公司报告期内实现经营活动产生的现金流量净额 46.26 亿元，对应每股 3.46 元，同比增长 251.12%；分别是营业收入、营业利润、归属于母公司所有者净利润的 0.14、2.84、4.02 倍。

由表 5 可见，经营性应付项目的大幅增加是现金流激增的主因。其中，受采购采用票据结算方式增加影响，应付票据余额由期初的 6.39 亿元增加 309.38%至 26.15 亿元；应付账款由期初 16.14 亿元增加 95.59%至 31.57 亿元，主要系报告期内采购公司新形成的对外应付账款所致。

表 5 青岛海尔经营活动现金流情况（元）

	2008	2009
净利润	978,698,583.16	1,374,608,129.03
资产减值准备	51,491,051.03	25,661,478.55
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	313,955,032.72	343,656,365.68
无形资产摊销	11,563,491.36	13,250,673.53
长期待摊费用摊销	12,708,656.01	394,842.33
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4,357,776.71	2,396,462.75
财务费用	16,718,233.50	12,403,923.05
投资损失	-151,058,393.06	-167,071,754.33
递延所得税资产减少	-101,178,576.09	29,243,764.10
递延所得税负债增加	-2,808,207.63	
存货的减少	1,059,056,268.36	107,956,447.45
经营性应收项目的减少	-1,117,805,974.54	-1,342,273,704.48
经营性应付项目的增加	241,891,628.08	4,226,035,915.36
经营活动产生的现金流量净额	1,317,589,569.61	4,626,262,543.02

资料来源：公司公告，海通证券研究所

同口径下关联采购、销售占同类交易的比例降低。关联交易额同比有所下降，其中采购同比下降 5.80%，占同类交易金额的比例为 66.79%；销售额同比下降 53.32%，占同类交易金额 20.89%。

2009 年 3 月公司成立全资子公司“青岛海达瑞采购服务有限公司”，试行自行采购部分专属零部件，直接降低公司 2009 年关联交易额约 32.5 亿元。公司拟在 2010 年加大海达瑞采购专属零部件的力度，进一步降低关联交易。但考虑到海尔电器关联交易相关额度将合并进入公司 2010 年预计关联交易额度中，因此公司 2010 年预计日常关联交易总额较 2009 年实际发生额会有较大增加。公司公告称，2010 年海尔电器拟发生采购类关联交易额不超过 2,100,863 万元，销售类关联交易额不超过 225,540 万元，金融服务类关联交易不超过 119,900 万元，关联交易总额共计 2,446,303 万元，占本公司 2010 年预计发生日常关联交易总额的 38.9%。

附表 公司单季度数据对比（%）

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
销售收入（亿元）	61.98	109.18	65.81	57.72	82.36	106.66	70.62	44.43	68.01	98.05	99.72	64.02
收入同比增长	46.07	22.02	48.52	3.21	32.89	-2.30	7.31	-23.02	-17.43	-8.08	41.19	44.09
收入环比增长	10.83	76.16	-39.72	-12.30	42.70	29.51	-33.79	-37.09	53.06	44.17	1.70	-35.79
毛利率	20.23	21.77	16.19	15.68	24.00	25.15	16.63	26.97	24.86	27.79	28.00	23.57
销售费用率	13.62	14.43	9.59	7.81	12.43	15.24	8.01	19.35	13.38	14.26	16.03	16.83
管理费用率	3.79	3.85	3.68	5.03	7.36	3.67	4.17	8.99	8.31	5.72	7.76	3.38
管管费用率合计	0.06	0.14	-0.09	0.61	0.66	0.26	0.31	0.00	0.22	0.11	-0.01	-0.52
财务费用率	17.48	18.42	13.19	13.45	20.45	19.17	12.48	28.34	21.92	20.09	23.78	19.70
营业利润率	2.52	3.31	3.15	3.01	2.75	6.44	4.74	-1.84	2.46	8.45	4.30	3.21
税前利润率	2.55	3.37	2.85	2.89	2.94	6.22	4.47	-1.90	2.62	8.62	4.50	4.18
所得税率	15.41	19.10	7.14	10.70	17.77	22.79	21.98	124.71	23.20	20.17	21.72	20.98
净利润率	1.97	2.21	2.23	2.31	2.10	3.52	2.86	0.39	1.53	5.73	3.02	2.86
业绩同比增速	1.43	66.28	32.77	-25.97	41.69	55.54	37.64	-86.97	-39.89	49.47	48.88	955.09

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。海尔电器（1169.HK）尚未公布年报，且公司（600690.SH）09 年业绩完全符合我们的预期，我们暂时维持公司 2010 年 1.20 元的盈利预测，待海尔电器公布年报后再视情况调整。我们认为股权激励将促使相关利益统一，公司作为集团资产整合平台的定位明确，存在后续整合预期，公司 16 日收盘价 21.11 元，对应 10 年 17.59 倍 PE，调高至“买入”评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子元器件及家电行业核心分析师

重点研究上市公司：ST 三安、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、合肥三洋、小天鹅、苏泊尔、九阳股份、海信电器、TCL 集团、深康佳等

陈子仪：TMT 小组助理分析师

重点研究上市公司：格力电器、青岛海尔、美的电器、合肥三洋、小天鹅、苏泊尔、九阳股份、海信电器、TCL 集团、深康佳等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。