

买入 维持

青岛海尔（600690）

2010 年 7 月 27 日

顺应消费升级，优化产品结构

电子及家电行业高级行业分析师：邱春城

SAC 执业证书编号：S0850208110575

qiucc@htsec.com

021-23219413

陈子仪

SAC 执业证书编号：S0850210050002

chenzy@htsec.com

021-23219244

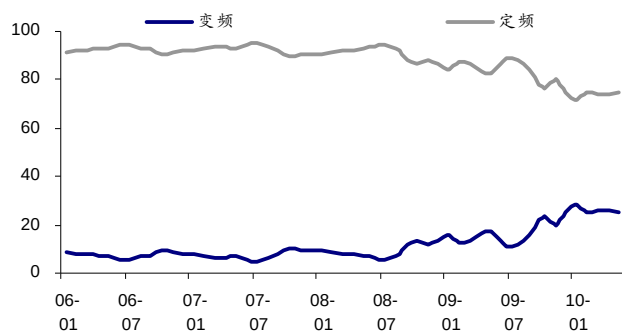
事件：公司发布公告，公司控股子公司青岛海尔空调器有限总公司将通过设立青岛海尔（胶州）空调器有限公司在胶州海尔工业园内投资建设 300 万套无氟变频高效空调厂项目，预计项目总投资人民币 3.06 亿元，预计动态投资回收期 2.7 年，所需资金由胶州空调器采用自有资金及自筹资金方式解决。

点评：

顺应消费升级，优化产品结构。此次公告的 300 万套无氟变频高效空调项目顺应消费升级的大趋势，符合当前节能环保的产业升级方向。项目将于明年 4 月达产，可有效解决变频空调的产能压力，优化产品结构。中怡康市场监测数据显示，去年下半年以来变频空调销量占比快速提升，由 09 年 7 月的 11% 提升至目前的 25%（图 1）。公司今年变频空调销量占比与行业水平相当，考虑到明年项目达产，预计该比例将大幅提高。

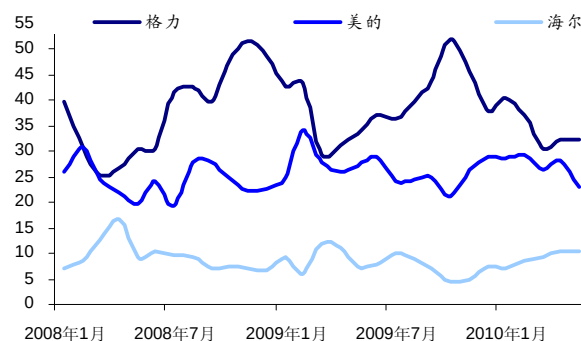
据产业在线统计数据，2009 年我国家用空调年销量 6586 万台，其中内销 3767 万台；预计未来三年行业销量复合增长率为 8%。目前海尔出货量占有率约为 10%，市场份额自去年底以来持续提升（图 2）

图 1 近年变频空调市占率（%）



资料来源：中怡康，海通证券研究所

图 2 近年家用空调龙头企业内销出货量占有率（%）



资料来源：产业在线，海通证券研究所

表明集团做强空调业务的决心。在冰洗空热四项主业中，空调业务是公司近年发展的一块短板。去年 12 月，集团对家用空调、商用空调进行整合，成立了海尔空调集团，由集团高级副总裁柴永森出任 BU 长兼家用空调事业部本部长，全面负责空调产品的运营。集团内外都对柴总的赴任给予了较高的期望。从产业在线的出货量数据来看，今年以来海尔空调内销份额持续提升。此次布局 300 万台无氟变频空调产能，达产后将共计形成空调产能 1500 万台，显示出公司对自身产品竞争力、行业发展以及产品市占率的提升充满信心。

盈利预测及投资建议。公司空调业务触底回升；日日顺 2 季度起纳入海尔电器，预计当年收入规模突破 200 亿元，未来将分享三四级市场高速发展的市场机遇；股权激励以来，公司治理持续改善，但在代理费用率、少数股东权益等方面仍

有较大改善空间；未来存在进一步资产整合的预期。我们维持公司 10-12 年盈利预测至 1.25、1.53、1.89 元，公司未来三年复合增长率达 30%，给予 20 倍 PE，6 个月目标价 25 元，维持“买入”评级。

表 1 青岛海尔盈利预测（元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电冰箱	11,614,824,628	13,228,599,733	16,186,686,918	19,424,024,301	22,337,627,947	25,018,143,300
yoy(%)	33.13	13.89	22.36	20.00	15.00	12.00
毛利率(%)	19.45	27.51	31.00	30.09	30.67	30.67
空调器	10,391,050,574	9,648,016,983	8,685,231,419	9,988,016,132	10,893,344,240	11,699,932,539
yoy(%)	18.94	(7.15)	(9.98)	15.00	9.06	7.40
毛利率(%)	22.60	23.18	25.26	24.59	24.68	24.68
其他	3,659,124,852	3,706,185,909	3,912,166,181	4,107,774,490	4,313,163,214	4,528,821,375
yoy(%)	33.75	1.29	5.56	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	6.84	9.88	13.19	9.00	9.00	9.00
电冰柜	2,113,649,303	2,309,186,041	2,714,853,145	3,257,823,774	3,746,497,340	4,196,077,021
yoy(%)	23.02	9.25	17.57	20.00	15.00	12.00
毛利率(%)	20.36	20.44	24.31	23.59	23.69	23.19
小家电	959,160,423	982,608,889	872,876,306	942,706,410	989,841,731	1,039,333,818
yoy(%)	31.79	2.44	(11.17)	8.00	5.00	5.00
毛利率(%)	27.80	26.08	25.70	24.09	24.19	24.19
其他收入	730,835,729	533,441,788	607,605,398	577,225,129	577,225,129	577,225,129
yoy(%)	27.91	(27.01)	13.90	(5.00)	0.00	0.00
毛利率(%)	6.27	11.73	17.03	10.45	10.45	10.45
洗衣机	6,750,974,969	8,120,954,000	9,185,375,000	10,195,766,250	11,215,342,875	12,336,877,163
yoy(%)	16.42	20.29	13.11	11.00	10.00	10.00
毛利率(%)		25.80	27.10	26.30	26.00	26.00
热水器	1,581,617,032	2,058,810,000	2,345,229,000	2,697,013,350	3,020,654,952	3,322,720,447
yoy(%)	23.22	45.90	13.91	15.00	12.00	10.00
毛利率(%)		40.80	40.90	39.50	39.00	38.50
日日顺				21,600,000,000	33,984,000,000	39,081,600,000
yoy(%)				20.00	18.00	15.00
毛利率(%)				2.50	3.00	3.20
内部抵消				17,439,506,332	26,101,654,543	28,806,542,144
营业总收入（合并 1169）	37,801,237,508	40,587,803,342	44,510,023,367	55,350,843,504	64,976,042,886	72,994,188,647
yoy(%)	24.77	7.37	9.66	67.83	17.39	12.34
毛利率(%)	21.24	24.56	27.33	25.32	24.98	24.65
营业总收入	29,468,645,508	30,408,039,342	32,979,419,367	55,350,843,504	64,976,042,886	72,994,188,647
营业成本	23,867,836,251	23,375,986,069	24,263,147,272	41,338,144,209	48,747,225,693	55,003,331,900
营业税金及附加	65,855,871	95,454,059	134,738,200	153,190,281	171,430,798	188,238,133
销售费用	3,502,458,839	4,074,594,217	4,984,187,508	8,296,468,084	9,153,310,212	9,920,135,029
销售费用率(%)	11.89	13.40	15.11	14.99	14.09	13.59
管理费用	1,187,483,079	1,691,186,469	2,116,221,143	3,173,098,480	3,408,375,081	3,589,377,835
管理费用率(%)	4.03	5.56	6.42	5.73	5.25	4.92
财务费用	47,970,512	103,655,265	-7,965,819	-27,159,771	-38,353,710	-45,098,980
财务费用率(%)	0.16	0.34	-0.02	-0.05	-0.06	-0.06
营业利润	899,293,751	1,166,730,606	1,630,501,338	2,566,866,085	3,534,054,811	4,338,204,731
利润总额	880,114,912	1,137,126,750	1,740,150,380	2,868,538,573	3,575,103,671	4,356,026,731
减：所得税	125,828,881	158,428,167	365,542,251	626,438,034	789,224,221	977,667,817
净利润	754,286,030	978,698,583	1,374,608,129	2,242,100,540	2,785,879,450	3,378,358,914
减：少数股东损益	110,654,013	210,520,516	225,133,509	567,279,838	732,230,535	852,584,644
归属于母公司股东净利润	643,632,018	768,178,067	1,149,474,620	1,674,820,702	2,053,648,915	2,525,774,270
净利润率(%)	2.18	2.53	3.49	3.03	3.16	3.46
EPS	0.4809	0.5739	0.8588	1.2512	1.5343	1.8870

资料来源：海通证券研究所

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高级行业分析师

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、海信电器、苏泊尔、九阳股份、合肥三洋、小天鹅、海信电器、TCL、深康佳等。

陈子仪

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

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。