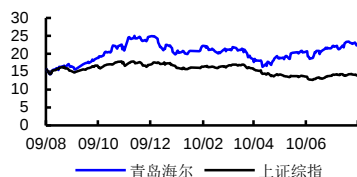


动态报告
家用电器
白色家电
青岛海尔(600690)
推荐
2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	22.79
总股本/流通 A 股(百万股)	1,338.52/897.74
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	30,504.84/20,459.52
上证综指/深圳成指	2,603.48/11,009.49
12 个月最高/最低 (元)	24.90/14.25

财务数据

净资产值(百万元)	7,203.26
每股净资产(元)	5.38
市净率	4.23
资产负债率	65.34%
息率	1.32%

相关研究报告:

《青岛海尔: 资源整合优化战略下的成长加速》——2010-6-25

《青岛海尔: 未来经营费率仍有进一步下降空间》——2010-6-9

《青岛海尔: 合并海尔电器的业绩增厚效果有望进一步提升》——2010-4-30

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980205100168

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

高附加值产品比率上升带动盈利能力提高

●高附加值产品比率上升带动二季度盈利能力提高

2010 年 1-6 月在增加合并海尔电器的洗衣机和热水器业务的基础上, 公司获得收入和归属母公司所有者利润分别为 297 亿元和 10.8 亿元, 分别同比上升 39% 和 52%, 每股收益 0.81 元, 符合预期。如将所获空调节能补贴加回到毛利中, 则公司 1-6 月毛利率 27.3%, 同比去年上升 0.68 个百分点, 主要是由于公司高附加值产品比率上升, 优化产品结构所致, 集中体现在冰箱和空调产品上。1-6 月公司冰箱收入 131 亿元, 同比上升 38%, 即用空调收入 54 亿元, 毛利率如加回补贴为约 28%, 同比上升 15%。综合二季度净利润率 4.41%, 环比上升 64%。

●费用降低、资产整合仍有较大空间

三四级市场消费能力提升已经是有目共睹, 各公司都明显加快在该市场的渠道投入, 公司整合日日顺渠道进入海尔电器 (1169 HK), 拓展除海尔品牌以外的其它品牌的销售, 预计今年达到 40 亿元, 占到日日顺销售比率的约 12%, 未来成长加速趋势明显, 有利于增加公司明年业绩再超预期可能, 也有利于提升公司估值。进一步的资产整合预期, 一方面是通过增持对部分子公司的股权来减少少数股东损益, 另一方面也可能收购白电上游产业链的资产, 如模具加工等。

●在中高端冰箱和洗衣机的国内品牌中的领先优势明显

公司在冰箱和洗衣机的高端产品市场份额处于领先地位, 特别是在冰箱产品上的产品创新优势明显, 短期难以为其它同行所撼动。公司将以此最大程度的分享两个产品更新换代加快的需求上升收益。

●资产整合推进还将进一步发挥业绩增厚效果、维持“推荐”评级

公司未来在改善运营效率降低费用、资产整合进一步推进增厚业绩上仍然有较大空间, 公司经营思路也转变为提升高附加值产品比率形成规模和盈利能力同时兼顾上升的方向。我们预期 2010、2011、2012 年每股收益 1.30 元、1.72 元、2.06 元。维持“推荐”评级。

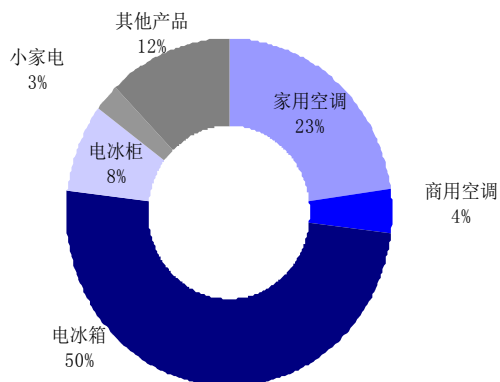
盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	30,408.04	32,979.42	52,767	62,265	70,982
(+/-%)	3.19%	8.46%	60.0%	18.0%	14.0%
净利润(百万元)	768.18	1,149.47	1684	2299	2757
(+/-%)	19.35%	49.64%	46.5%	36.5%	19.9%
每股收益 (元)	0.57	0.86	1.26	1.72	2.06
EBIT Margin	3.82%	5.31%	4.9%	4.9%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	11.34%	14.77%	18.9%	21.9%	22.2%
市盈率 (PE)	39.71	26.54	18.1	13.3	11.1
EV/EBITDA	20.51	14.49	15.5	13.4	11.5
市净率 (PB)	4.50	3.92	3.43	2.90	2.45

高附加值产品比率上升明显

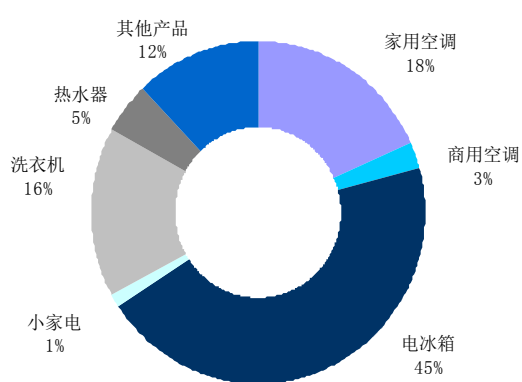
公司在合并入海尔电器后，其收入结构发生了较大的变化，冰箱和洗衣机的盈利能力较高，加上公司上半年在冰箱和洗衣机产品上中高端产品市场份额有明显提升，空调也开始注重产品差异化竞争战略，多个产品重视创新的情况下，公司的整体高附加值产品比率上升。体现在报表盈利上，我们可以看到公司 1-6 月净利润率 4.41%，环比上升 64%。

图 1: 2009 年公司收入比率分布



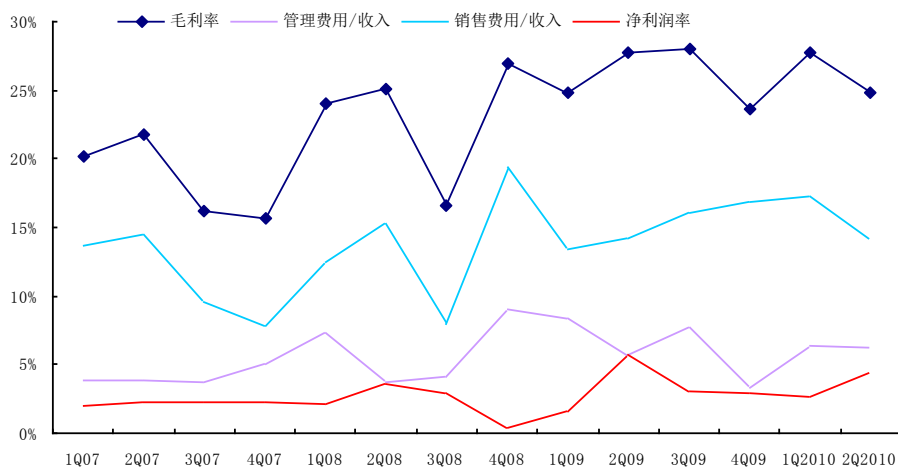
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 2010 年 1-6 月公司收入比率分布



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 1: 公司 06-10 年毛利率、净利率、费用/收入比率变化 (%)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

冰箱的高端竞争力仍处在领先地位

我们比较同类上市公司的相关产品销售收入，以及从平时跟踪的各种数据、公司交流来看，公司在空调产品上的竞争力提升由于格力、美的较强的竞争实力而比较难以快速改变，但在冰洗产品尤其是冰箱在中高端产品的竞争力仍处在领先地位。上半年海尔电器合计销售收入 33.8 亿元，获得净利润 1.26 亿元，净利率低于上半年公司综合水平，费用方面仍有较大的压缩控制空间。

表 1: 同类空调上市公司空调收入规模比较 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月
格力电器	38,184	38,329	22,972	18,884
美的电器	30,751	30,039		
青岛海尔	9,648	8,685	6,142	4,633

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表 2: 同类冰箱上市公司空调收入规模比较 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月
美菱电器	3,948	4,660	3,273	2,430
美的电器	5,014	6,313		
青岛海尔	13,229	16,187	13,132	9,526

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表 3: 同类洗衣机上市公司空调收入规模比较 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月
合肥三洋	995	1,866	1,296	714
小天鹅	2,899	3,831	3,272	1,485
青岛海尔	6,902	7,807	4,712	3,673

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

费用有进一步下降空间、资产整合仍是后期亮点

2010 年 6 月 8 日公司已公告与青岛海尔零部件采购公司及青岛海尔国际贸易有限公司修订签署了《采购配送合同》，将代理费用由原来的 2.25% 下降到 1.75%。虽然公司控股的海尔电器（1169HK）的关联交易协议是一年签订一次，但费用比率下调仍然是符合原来的协议要求的，只要低于 2.6% 即可，我们预期 2011 年该费率会做出与 A 股同等待遇的调整。

另外日日顺成为海尔电器的全资子公司后，海尔电器的国内销售关联交易自然会大幅减少，而公司通过青岛海达瑞采购服务公司的采购比率还会进一步上升，因此可以预期 2011 年公司在采购方面的关联交易还有相当大的下降空间。

公司存在进一步的资产整合预期，一方面是公司可能通过增持对部分子公司的股权来减少少数股东损益，另一方面公司也可能收购白电上游产业链的资产，如模具加工等。我们预期后面进展加快值得期待

公司将把日日顺发展成为销售多个品牌的通路商，已经与 GE、惠普、宏基、摩托罗拉、爱仕达等品牌销售。2009 年该公司销售非海尔的其他品牌收入约 15

亿元，预期今年达到 40 亿元，未来 3-5 年规划销售收入当中 1/3 收入比率为海尔品牌产品，2/3 为其他非海尔品牌产品，成为公司新的利润增长点。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6282	6500	6500	7542	营业收入	32979	52767	62265	70982
应收款项	4773	8674	10235	11668	营业成本	24263	38984	46388	53095
存货净额	1743	4266	5079	5815	营业税金及附加	135	211	249	284
其他流动资产	97	211	249	284	销售费用	4984	7862	9091	10044
流动资产合计	12895	19652	22063	25309	管理费用	2116	3121	3495	3912
固定资产	2711	2715	2792	2844	财务费用	(8)	(97)	(74)	(144)
无形资产及其他	198	191	184	177	投资收益	167	50	50	50
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	24251	26732	30023	营业利润	1631	2705	3137	3812
短期借款及交易性金融负债	40	2767	1181	200	营业外净收支	110	300	250	250
应付款项	5772	7466	8888	10176	利润总额	1740	3005	3387	4062
其他流动负债	2886	3493	4124	4691	所得税费用	366	541	508	609
流动负债合计	8698	13727	14193	15067	少数股东损益	225	780	580	696
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1149	1684	2299	2757
其他长期负债	47	47	47	47					
长期负债合计	47	47	47	47					
负债合计	8745	13774	14240	15113					
少数股东权益	1032	1578	1984	2470					
股东权益	7721	8900	10509	12439					
负债和股东权益总计	17497	24251	26732	30023					
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.86	1.26	1.72	2.06	净利润	1149	1684	2299	2757
每股红利	0.24	0.38	0.52	0.62	资产减值准备	(26)	2	0	0
每股净资产	5.77	6.65	7.85	9.29	折旧摊销	357	272	301	326
ROIC	18%	23%	22%	25%	公允价值变动损失	26	30	30	30
ROE	15%	19%	22%	22%	财务费用	(8)	(97)	(74)	(144)
毛利率	26.43%	26.12%	25.50%	25.20%	营运资本变动	3256	(4235)	(359)	(349)
EBIT Margin	4%	5%	5%	5%	其它	189	544	406	487
EBITDA Margin	6%	5%	5%	6%	经营活动现金流	4952	(1703)	2677	3251
收入增长	8%	60%	18%	14%	资本开支	(344)	(301)	(401)	(401)
净利润增长率	50%	46%	37%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	56%	63%	61%	59%	投资活动现金流	(487)	(301)	(401)	(401)
息率	1.0%	1.7%	2.3%	2.7%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	26.5	18.1	13.3	11.1	负债净变化	(79)	0	0	0
P/B	4.0	3.4	2.9	2.5	支付股利、利息	(315)	(505)	(690)	(827)
EV/EBITDA	21.4	15.5	13.4	11.5	其它融资现金流	146	2727	(1586)	(981)
					融资活动现金流	(643)	2222	(2276)	(1808)
					现金净变动	3821	218	0	1042
					货币资金的期初余额	2462	6282	6500	6500
					货币资金的期末余额	6282	6500	6500	7542
					企业自由现金流	4439	(2142)	2128	2676
					权益自由现金流	4506	664	604	1818

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
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
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	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
				谢鸿鹤	0755-82130646
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	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		数量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	