

主要业务都保持良好增长**推荐 维持评级**分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569**1. 事件**

2010 年 8 月 27 日青岛海尔 (600690.SH) 公布了 2010 年半年报, 公司 2010 年上半年营业收入达到 296.84 亿元, 同比增长 39.48%, 营业利润为 12.36 亿元, 较去年同期增长 6.32%; 归属上市公司股东净利润为 10.80 亿元, 同比增长 51.83%。稀释每股收益为 0.807 元。每股经营活动产生的现金流净额为 3.13 元, 同比增长 2.96%。

2. 我们的分析与判断

青岛海尔 (600690.SH) 是我国重要的家电制造商之一, 也是从 2009 年下半年以来我们大力向投资者推荐的主要投资品种。公司 2010 年上半年经营快速增长, 略超出我们的预期。

公司 2010 年上半年销售保持了较好的增长, 一方面取决于公司优秀的品牌, 另一方面, 得益于公司继续推行“渠道下沉 精耕网络”的网络发展战略。在农村三四级市场通过提升增加网络数量、提升卖场竞争力, 建立了 7000 多家日日顺销售网络, 县级覆盖率 90%以上; 3 万个乡镇网络, 镇覆盖率达到 65%以上, 并在 13 万个村建立了村级服务联系站。

从细分品种看, 冰箱业务依然处于行业的龙头地位, 海尔冰箱市场零售额为 25.21%, 前 6 个月实现收入 131.32 亿元, 同比增长 37.85%, 远超过市场的平均增长速度, 公司不断推出卡萨帝等高端产品以推动销售增长和盈利能力的提高。空调收入为 61.42 亿元, 同比增长 32.57%, 其中家用空调增长快于商用空调, 实现 34.55%的增长速度。青岛海尔 (600690.SH) 由于收购了海尔电器 (1169 HK) 的股权, 从而将洗衣机和热水器业务并表, 洗衣机业务是海尔的主力产品之一, 2009 年海尔洗衣机在全球市场占据了 8.4%的市场份额, 居单品牌份额第一, 今年前 6 个月, 洗衣机实现收入 47.12 亿元, 同比增长 28.3%, 居国内洗衣机市场零售份额 28.48%, 位列第一。热水器业务实现收入 14.44 亿元, 同比增长 44.46%; 根据中怡康数据统计, 上半年海尔电热水器市场零售量份额为 28.96%, 位居行业第一。

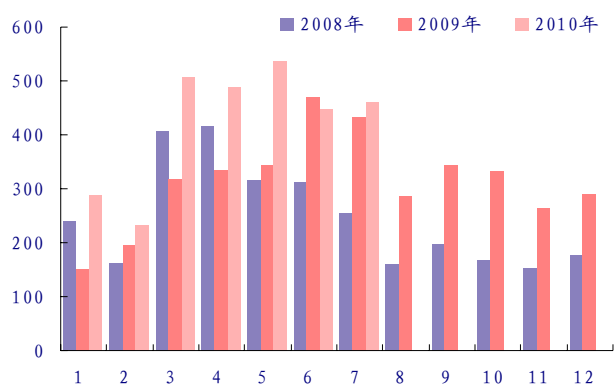
上半年公司综合毛利率为 26.09%, 比去年同期减少 2.23 个百分点。其中, 我们也注意到, 冰箱的毛利率水平仅比去年同期稍降 0.94 个百分点, 冰箱产品盈利的稳定性和抗风险能力较强, 也说明海尔冰箱在市场上具有较强的溢价能力。家用空调、洗衣机和热水器毛利率分别下降 2.81、4.25 和 6.88 个百分点。商用空调和小家电毛利率上升 2.91 个百分点和 9.61 个百分点。另外, 上半年公司接到政府节能惠民补贴 3.49 亿元, 从而大幅提高了公司二季度的净利率水平 (具体参见表 1)。

青岛海尔 (600690.SH) 经营稳健, 上半年销售费用和管理费用保持在合理范围, 经营性现金流稳定。公司于 2010 年 6 月重新签订《采购配送合同》, 将采购代理费率从 2.25%降低为 1.75%, 保证了公司合理的盈利能力。

3. 投资建议

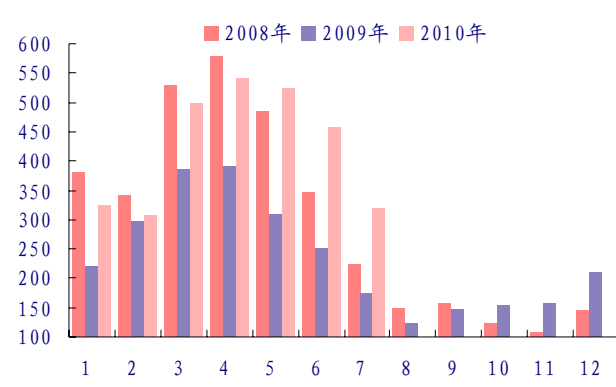
我们认为青岛海尔(600690.SH)正在进入利润快速增长期, 公司较强的供应链管理体系和零库存下的即需即供模式不断提高公司的运行效率, 提高公司的盈利能力, 公司的主要产品在市场上占据了有利的竞争地位, 公司具备长期投资价值; 根据银河证券估值模型, 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.28 元、1.53 元和 1.86 元, 对应的 PE 估值为 17.75X、14.95X 和 12.23X, 继续维持公司“推荐”评级。

图 1: 2008-2010 年中国家用空调行业内销销售量 (万台)



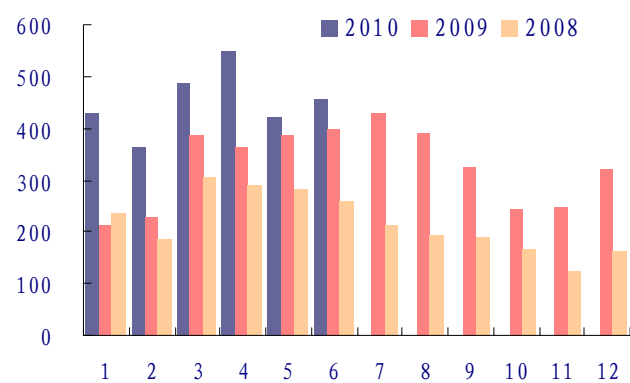
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 2: 2008-2010 年中国家用空调行业外销销售量 (万台)



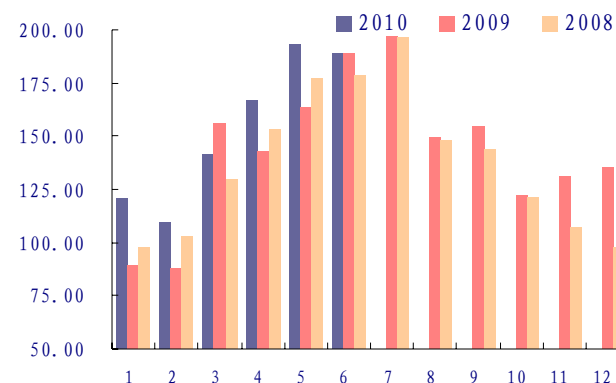
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 3: 2008-2010 年中国家用冰箱行业内销销售量 (万台)



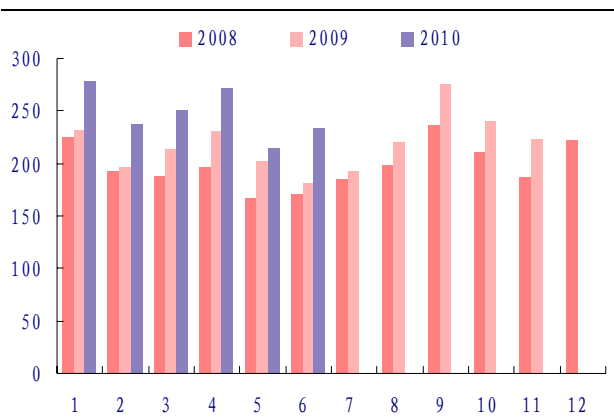
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 4: 2008-2010 年中国家用冰箱行业外销销售量 (万台)



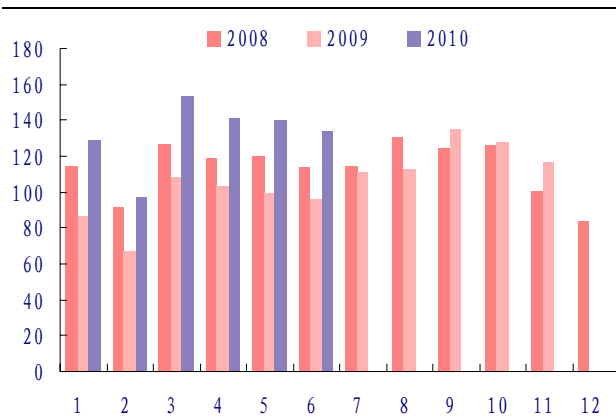
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 5: 2008-2010 年中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 6: 2008-2010 年中国洗衣机行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

表 1: 青岛海尔(600690.SH)分季度财务数据表 (单位: 亿元)

单位: 亿元	20092Q	增长率	20091Q	增长率	20094Q	增长率	20093Q	增长率	20092Q	增长率	20091Q	增长率
营业收入	163.71	66.97%	133.13	95.75%	64.01	44.07%	99.72	41.20%	98.05	-8.07%	68.01	-17.42%
营业成本	123.07	73.83%	96.19	88.24%	48.93	50.78%	71.80	21.94%	70.80	-11.32%	51.10	-18.36%
毛利率	24.82%	-	27.75%	-	23.56%	-	28.00%	-	27.79%	-	24.86%	-
营业税金及附加	0.39	0.00%	0.29	-3.33%	-0.98	-421.57%	0.42	66.54%	0.39	69.57%	0.30	76.47%
销售费用	22.94	64.09%	22.98	152.53%	10.78	25.36%	15.98	182.90%	13.98	-13.97%	9.10	-11.13%
销售费用率	14.01%	-	17.26%	-	16.83%	-	16.03%	-	14.26%	-	13.38%	-
管理费用	10.2	81.82%	8.45	49.56%	2.16	-45.92%	7.74	163.29%	5.61	43.48%	5.65	-6.77%
管理费用率	6.23%	-	6.35%	-	3.37%	-	7.76%	-	5.72%	-	8.31%	-
财务费用	0.41	272.73%	0.18	20.00%	-0.33	-	-0.01	-104.95%	0.11	-60.71%	0.15	-72.22%
资产减值损失	0.07	-117.07%	0.25	-41.86%	0.23	4.63%	0.01	-108.74%	-0.41	272.73%	0.43	-23.21%
投资净收益	0.6	-16.67%	0.34	-15.00%	0.04	-88.81%	0.51	-2.84%	0.72	18.03%	0.40	471.43%
营业利润	7.23	-12.79%	5.13	207.19%	2.06	-352.30%	4.29	28.01%	8.29	20.67%	1.67	-26.11%
营业外收入	2.92	1360.00%	0.84	600.00%	0.62	8654.40%	0.22	100.40%	0.20	233.33%	0.12	-25.00%
营业外支出	0.05	66.67%	0.02	100.00%	0.00	-91.52%	0.02	-94.30%	0.03	-90.00%	0.01	0.00%
利润总额	10.09	19.41%	5.96	234.83%	2.69	-418.37%	4.49	42.14%	8.45	27.26%	1.78	-26.45%
净利润	8.64	28.00%	4.92	259.12%	2.11	913.16%	3.52	42.93%	6.75	31.58%	1.37	-31.16%
归属母公司净利润	7.22	28.47%	3.58	244.23%	1.82	950.92%	3.01	48.86%	5.62	49.47%	1.04	-39.88%
净利率	4.41%	-	2.69%	-	2.85%	-	3.02%	-	5.73%	-	1.53%	-

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 青岛海尔(600690.SH)重要财务数据预测

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2461.6	6282.5	9558.5	11029.2	12692.3	营业收入	30408.0	32979.4	50176.8	57897.4	66384.2
应收票据	2512.2	3505.0	4110.3	4742.7	5437.9	营业成本	23376.0	24263.1	37350.5	42962.3	49181.6
应收账款	794.6	1204.6	1572.0	1813.9	2079.7	营业税金及附加	95.5	134.7	205.0	236.5	271.2
预付款项	168.6	97.3	-12.5	-138.8	-283.3	销售费用	4074.6	4984.2	7153.4	8254.1	9464.0
其他应收款	73.4	63.1	96.0	110.8	127.0	管理费用	1691.2	2116.2	2960.4	3415.9	3850.3
存货	1852.9	1742.5	2558.3	2942.6	3368.6	财务费用	103.7	-8.0	134.0	160.7	58.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	51.5	25.7	25.7	25.7	25.7
长期股权投资	1383.6	1527.3	1527.3	1527.3	1527.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2455.9	2449.5	2237.8	1991.3	1724.6	投资收益	151.1	167.1	167.1	167.1	167.1
在建工程	204.0	261.9	231.0	215.5	207.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1166.7	1630.5	2515.0	3009.3	3699.8
无形资产	134.9	197.9	178.1	158.3	138.5	营业外收支净额	-29.6	109.6	109.6	109.6	109.6
长期待摊费用	0.6	1.2	1.0	0.9	0.8	税前利润	1137.1	1740.2	2624.6	3119.0	3809.5
资产总计	12230.6	17497.2	22068.6	24404.7	27032.2	减: 所得税	158.4	365.5	419.9	499.0	609.5
短期借款	174.7	0.0	3136.2	1766.0	0.0	净利润	978.7	1374.6	2204.7	2619.9	3200.0
应付票据	638.8	2615.0	1023.3	1177.0	1347.4	归属于母公司净利润	768.2	1149.5	1718.8	2042.5	2494.7
应付账款	1614.1	3156.9	3581.6	4119.7	4716.0	少数股东损益	210.5	225.1	485.9	577.4	705.3
预收款项	1025.3	989.4	1408.2	1891.4	2445.5	基本每股收益	0.57	0.86	1.28	1.53	1.86
应付职工薪酬	90.1	294.8	294.8	294.8	294.8	稀释每股收益	0.57	0.86	1.28	1.53	1.86
应交税费	-93.3	131.0	131.0	131.0	131.0	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	687.9	1190.3	1190.3	1190.3	1190.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	404.1	585.6	785.0	营收增长率	3.2%	8.5%	52.1%	15.4%	14.7%
长期借款	79.4	0.0	50.0	80.0	110.0	EBIT 增长率	38.6%	26.5%	69.3%	20.8%	19.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	19.4%	49.6%	49.5%	18.8%	22.1%
负债合计	4529.5	8744.9	11306.1	11322.4	11106.7	盈利性					
股东权益合计	7701.1	8752.2	10756.1	13075.9	15919.0	销售毛利率	23.1%	26.4%	25.6%	25.8%	25.9%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.5%	3.5%	3.4%	3.5%	3.8%
净利润	979	1375	2205	2620	3200	ROE	10.0%	13.1%	16.0%	15.6%	15.7%
折旧与摊销	338	357	469	482	494	ROIC	12.60%	13.31%	15.06%	17.00%	18.91%
经营活动现金流	1318	4626	458	3305	3847	估值倍数					
投资活动现金流	-1056	-236	-33	-33	-33	PE	39.7	26.5	17.7	14.9	12.2
融资活动现金流	-223	-569	2851	-1801	-2151	P/S	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5
现金净变动	39	3821	3276	1471	1663	P/B	4.0	3.5	2.8	2.3	1.9
期初现金余额	2421	2462	6282	9558	11029	股息收益率	0.6%	0.9%	0.7%	1.0%	1.2%
期末现金余额	2460	6282	9558	11029	12692	EV/EBITDA	19.4	13.8	8.6	6.7	5.0

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908