

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.35 元

当前股价: 22.79 元

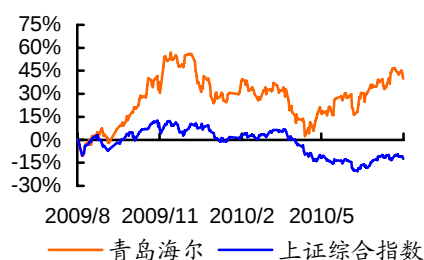
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2603.48
总股本(百万)	1339
流通股本(百万)	898
流通市值(亿)	205
EPS (TTM)	1.05
每股净资产(元)	6.54
资产负债率	50.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青岛海尔	7.91	24.48	4.31
上证综合指数	0.57	-0.85	-14.69



相关报告

《青岛海尔-动作大 进展快 均有利于上市公司》2010-6-9

《青岛海尔-销售收入快速增长 盈利能力有所提升》2010-4-29

《青岛海尔-众望所归 受让股份直接控股海尔电器》2009-12-14

青岛海尔

600690

强烈推荐

盈利增长超预期, 后续看点仍多

投资要点:

- 公司上半年实现营业收入 296.8 亿元, 增长 39.5% (二季度收入 163.7 亿元, 同比增长 35.3%)。上半年实现净利润 10.8 亿元, 同比大增 51.8%, EPS 0.81 元。
- 上半年公司主要产品均保持良好增长势头。最重要产品冰箱实现收入 131.3 亿元 (占总销售 44.8%), 同比增长 37.9%, 增长一方面源于公司在农村市场销售旺盛, 另一方面公司持续进行产品创新, 加上本身品牌优势明显, 高端产品销售稳步上升, 三门及多门、对开门冰箱销售占比从年初的 20% 提升至 30%。市场份额稳居第一。同期, 空调收入 61.4 亿元, 同比增长 32.6%, 本期海尔空调内销收入增长高于格力, 反映公司空调市占率有所回升。上半年公司洗衣机收入 47.1 亿元, 增长 28.3%。
- 上半年公司毛利率 26.1%, 同比下降 2.2 个百分点。毛利率下滑主要为空调补贴因素干扰。上半年公司收到空调节能补贴款 3 亿多元, 加回后公司实际毛利率下滑幅度并不大 (约 1 个百分点), 产品结构变化对冲了部分材料上升带来的毛利率影响。
- 报告期内, 公司推行人单合一和自主经营机制, 经营效率不断改善, 销售费用率与管理费用率同比略有下降, 分别为 15.5% 和 6.3%。三项费用率合计下降 0.9 个百分点, 综合形成净利润率提高 0.3 个百分点, 达 3.6%, 实际盈利能力略有提升。相比格力、美的等同行, 仍有一定的提升空间。
- 报告期内, 公司持续改善治理结构, 特别是实施股权激励以来, 投资者关系不断改善, 非常注重倾听资本市场声音。2010 年 3 月, 公司已经完成对海尔电器 31.93% 股权的过户, 完成对海尔电器集团的控股及并表; 收购合肥海尔空调 20% 的少数股东权益; 6 月重新签订新的《采购配送合同》, 公司向集团采购代理费由原来的 2.25% 调低为 1.75%。未来大股东, 管理层还将有一系列支持上市公司做大做强, 提高盈利能力的举措。
- 借助日日顺在三四级市场的渠道拓展值得期待。公司一直推行“渠道下沉精耕网络”的网络发展战略。目前在全国县级市场建立了 7000 多家日日顺销售网络, 县级覆盖率 90% 以上; 3 万家乡镇网络, 镇覆盖率达到 65% 以上网络遍布全国各个角落, 这些将为未来扩大农村市场奠定坚实基础。
- **盈利预测与公司估值:** 综合考虑, 我们提高公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 1.43 元, 1.89 元。考虑到未来的成长性, 按照 11 年 EPS 给予 15 倍估值, 公司 6-12 月目标价为 28.35 元左右, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动影响家电消费。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	30,408	32,979	55,084	65,617
同比(%)	3%	8%	67%	19%
归属母公司净利润(百万元)	768	1,149	1,910	2,524
同比(%)	19%	50%	66%	32%
毛利率(%)	23.1%	26.4%	26.9%	27.9%
ROE(%)	12.2%	17.0%	24.7%	28.7%
每股收益(元)	0.57	0.86	1.43	1.89
P/E	40	27	16	12
P/B	4.8	4.5	4.0	3.4

资料来源: 中投证券研究所

一、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	29,684	21,282	39.5%
二、营业总成本	28,542	20,203	41.3%
其中: 营业成本	21,926	15,258	43.7%
毛利率(简单测算)	26.1%	28.3%	-2.17%
营业税金及附加	68	69	
销售费用	4,592	3,369	36.3%
销售费用率	15.5%	15.8%	-0.4%
管理费用	1,865	1,452	28.4%
管理费用率	6.3%	6.8%	-0.5%
财务费用	59	35	
资产减值损失	32	19	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	94	84	
三、营业利润	1,236	1,162	6.3%
加: 营业外收入	376	40	
减: 营业外支出	7	10	
四、利润总额	1,605	1,192	34.6%
减: 所得税费用	248	258	
综合所得税率	15.5%	21.6%	-6.2%
五、净利润	1,356	934	45.2%
净利润率	1,080	712	51.8%
归属于母公司净利润	3.6%	3.3%	0.3%
少数股东损益	276	223	
少数股东损益占比	20.4%	23.8%	
六、总股本	1,339	1,339	
七、按期末股数简单每股收益:	0.81	0.53	
毛利率减销售费用率	10.7%	12.5%	-1.8%

资料来源: 公司半年报

二、二季度利润表对比

表 2: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010Q2	2009Q2	同比
一、营业总收入	16,370	12,103	35.3%
二、营业总成本	15,707	11,217	40.0%
其中: 营业成本	12,307	8,623	42.7%
毛利率(简单测算)	24.8%	28.8%	-3.93%
营业税金及附加	40	39	
销售费用	2,294	1,828	25.5%
销售费用率	14.0%	15.1%	-1.1%
管理费用	1,019	739	37.9%
管理费用率	6.2%	6.1%	0.1%
财务费用	41	12	
资产减值损失	6	-23	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	60	44	
三、营业利润	722	929	-22.2%
加: 营业外收入	293	11	
减: 营业外支出	5	9	
四、利润总额	1,010	931	8.4%
减: 所得税费用	145	195	-25.7%
综合所得税率	14.3%	20.9%	-6.6%
五、净利润	865	736	17.4%
净利润率	722	573	25.9%
归属于母公司净利润	4.4%	4.7%	-0.3%
少数股东损益	143	163	
少数股东损益占比	16.5%	22.1%	
六、总股本	1,339	1,339	
七、按期末股数简单每股收益:	0.54	0.43	
毛利率减销售费用率	10.8%	13.7%	-2.8%

资料来源: 公司半年报

三、销售收入分季度

表 3: 销售收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	13,313	16,370			
	同比增长率	45.0%	120.4%			
2009 年	营业收入	9,179	7,427	9,972	6,402	32,979
	占全年比例	27.8%	22.5%	30.2%	19.4%	100.0%
	同比增长率	11%	-30%	41%	44%	8%
2008 年	营业收入	8,236	10,666	7,062	4,443	30,408
	占全年比例	27.1%	35.1%	23.2%	14.6%	100.0%
	同比增长率	27.7%	0.0%	7.3%	-23.0%	3.2%
2007 年	营业收入	6,450	10,665	6,581	5,772	29,469
	占全年比例	21.9%	36.2%	22.3%	19.6%	100.0%

资料来源: 公司半年报

四、利润分季度

表 4: 净利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	358	722			
	对应 EPS	0.27	0.54			
	同比增长率	159.3%	36.9%			
2009 年	普通股利润	138	528	301	183	1,149
	占全年比例	12.0%	45.9%	26.2%	15.9%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.39	0.22	0.14	0.86
	同比增长率	-20.1%	40.4%	48.9%	955.1%	49.6%
2008 年	普通股利润	173	376	202	17	768
	占全年比例	22.5%	48.9%	26.3%	2.3%	100.0%
	对应 EPS	0.13	0.28	0.15	0.01	0.57
	同比增长率	31.8%	53.6%	37.6%	-85.7%	19.4%
2007 年	普通股利润	131	245	147	121	644
	占全年比例	20.4%	38.0%	22.8%	18.8%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.18	0.11	0.09	0.48

资料来源: 公司半年报

五、收入分产品、分地区

表 5: 收入分产品 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占 比构成	营业收 入同比	营业收入 (2009H1)	收入占比构 成
家用空调	5,407	18.4%	34.6%	4,018	19.1%
商用空调	735	2.5%	19.6%	615	2.9%
电冰箱	13,132	44.8%	37.9%	9,526	45.3%
小家电	346	1.2%	-4.6%	362	1.7%
洗衣机	4,712	16.1%	28.3%	3,673	17.5%
热水器	1,444	4.9%	44.5%	999	4.8%
其他产品	3,552	12.1%	94.2%	1,829	8.7%
合计	29,328	100.0%	39.5%	21,023	100.0%

资料来源: 公司半年报

表 6: 收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 比同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
内销	25,993	89%	38.9%	18,715	89%
外销	3,335	11%	44.5%	2,307	11%
合计	29,328	100%	39.5%	21,023	100%

资料来源: 公司半年报

六、毛利率分产品、分地区

表 7: 收入分产品 (单位: 百万元, %)

分产品	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
家用空调	21.6%	24.4%	-2.8%
商用空调	33.1%	30.2%	2.9%
电冰箱	30.0%	31.0%	-0.9%
小家电	24.7%	15.1%	9.6%
洗衣机	26.8%	31.1%	-4.3%
热水器	39.4%	46.3%	-6.9%
其他产品	10.7%	9.7%	1.0%
合计	26.1%	28.3%	-2.2%

资料来源: 公司半年报

表 8: 收入分地区 (单位: 百万元, %)

分产品	毛利率(2010H1)	毛利率(2009H1)	毛利率同比
内销	28.0%	30.1%	-2.1%
外销	11.3%	14.2%	-2.9%
合计	26.1%	28.3%	-2.2%

资料来源: 公司半年报

五、盈利预测与估值

表 9：盈利预测（单位：百万，%）

科目(单位：百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	30,408	32,979	55,084	65,617
营业收入增长率	3.2%	8.5%	67.0%	19.1%
二、营业总成本	29,392	31,516	52,868	62,109
其中：营业成本	23,376	24,263	40,246	47,302
毛利率(简单测算)	23.1%	26.4%	26.9%	27.9%
营业税金及附加	95	135	215	236
销售费用	4,075	4,984	8742	10293
销售费用率	13.4%	15.1%	15.9%	15.7%
管理费用	1,691	2,116	3527	4090
管理费用率	5.6%	6.4%	6.4%	6.2%
财务费用	104	-8	99	138
资产减值损失	51	26	40	50
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	151	167	149	149
三、营业利润	1,167	1,631	2,365	3,657
加：营业外收入	34	116	548	154
减：营业外支出	64	6	32	32
四、利润总额	1,137	1,740	2,881	3,779
减：所得税费用	158	366	506	663
综合所得税率	13.9%	21.0%	17.6%	17.6%
五、净利润	979	1,375	2,375	3,116
净利润率	4.7%	4.2%	4.3%	4.7%
归属于母公司净利润	768	1,149	1,910	2,524
少数股东损益	211	225	466	592
少数股东损益占比	1.2%	16.4%	19.6%	19.0%
六、总股本	1,339	1,339	1,339	1,339
七、按期末股数简单每股收益：	0.57	0.86	1.43	1.89
净利润增长率	19.4%	49.6%	66.2%	32.1%

资料来源：公司半年报

综合考虑，我们提高公司 10 年，11 年 EPS 分别为 1.43 元，1.89 元。考虑到未来的成长性，按照 11 年 EPS 给予 15 倍估值，公司 6-12 月目标价为 28.35 元左右，维持“强烈推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434