

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: 46.20 元

当前股价: 27.23 元

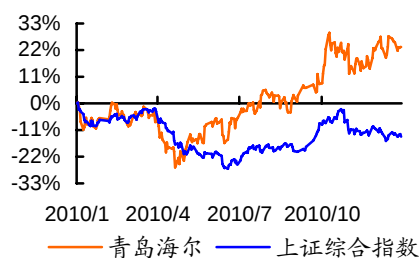
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2791.34
总股本(百万)	1340
流通股本(百万)	899
流通市值(亿)	245
EPS (TTM)	1.33
每股净资产(元)	6.53
资产负债率	50.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青岛海尔	0.41	13.08	34.40
上证综合指数	-4.64	-3.07	12.99



相关报告

《青岛海尔-集团支持态度坚决 资产重组进程加快》2011-1-9

《青岛海尔-盈利稳步提升 后续空间仍大》2010-10-28

《青岛海尔-制造+网络+服务, 创新缔造新业务模式》2010-10-13

青岛海尔

600690

强烈推荐

第二期股权激励方案顺利获批

事项: 青岛海尔公告 1) 第二期股票期权激励计划修改后获证监会审核通过。修订稿与原方案相比, 考核基期由 2009 年更改为 2010 年。主要核心内容包括: **数量:** 公司拟授予激励对象 1080 万份股票期权(占目前公司股本总额的 0.807%); 股票来源为公司向激励对象定向发行股票。**对象:** 包括高管、核心技术(业务)人员共 83 人。**行权价:** 22.31 元。**行权条件:** 最主要的财务业绩考核标准包括: 第一, 每个行权期前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%; 第二, 以 2010 年经审计的净利润为固定基数, 公司后续每一年度经审计净利润较上一年增长率不低于 18%。**行权时间安排:** 有效期为自股票期权授权日起四年。激励对象可在股票期权自授予日起 12 个月后, 按获授期权总量的 30%、30%、40%分三期行权。2) 公司拟按现有持股比例(8.7%)以现金认购青岛银行 20 亿增资方案, 约合 1.74 亿元。

- 第二期股权激励按期获批, 加快公司后续资产整合进程。公司 2010 年 9 月 18 日公布第二期股权激励计划, 2011 年 1 月 14 日公告获批, 预计 1 月 31 日股东大会后将很快确定股权授予日, 第二期股权激励计划进展顺利。反映出公司激励机制进一步强化落实, 且本次股权激励计划相对于上期, 激励对象更广, 有利于提升士气, 这对于竞争十分激烈的家电行业尤为重要。股权激励方案落定后, 预计公司将有序推进后续资产重组事项, 重组进程有望超预期。
- 2010 年 9 月后, 进入公司首期股权激励计划行权期。2010 年底公司公告, 已按行权条件授予 41 名激励对象, 第一个行权期可行权 144.3 万股。行权股份已于 2010 年 12 月 29 日上市。
- 2009 年后, 大股东改善治理结构、减少关联交易和解决同业竞争的努力一直没有间断, 大股东、管理层、小股东的利益更趋一致。2011 年新年伊始, 公司即发布公告: 控股股东海尔集团承诺, 自 2011 年起, 在五年内拟通过资产注入、股权重组等多种方式支持青岛海尔解决同业竞争、减少关联交易。拟注入资产范围超市场预期, 进一步表明集团支持态度坚决, 资产注入进程有望再超预期。注入海外家电资产和其他家电业务, 有利用公司充分发挥规模和品牌优势, 完善产业布局, 加快全球战略部署; 整合家电上下游资产, 有利于公司协调上下游资源, 发挥协同效应, 提高上市公司运营效率, 减少集团平台代理费用, 上市公司整体盈利能力有望得到大幅提升。资产注入完成后, 公司销售规模有望增长 200 亿, 为公司带来直接利润 15-20 亿。
- 公司同时公告拟出资 1.74 亿元按现有持股比例认购青岛银行 20 亿增资方案。此前公司持有青岛银行 8.7%股权, 成本核算法下长期股权投资 1.72 亿元。2009 年青岛银行资产总额 436 亿元, 净资产 41 亿元, 全年实现营业收入 11 亿元, 净利润 4.2 亿元。考虑到未来青岛银行有上市的可能, 公司有望获得较多投资收益。
- 盈利预测与公司估值: 拟注入资产按照 15-20 亿净利假设, 预计增加上市公司市值 225-300 亿元。注入资产提升公司估值空间, 按照 11 年 22 倍 PE, 公司 6-12 月目标价为 46.20 元左右, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 资产注入具有不确定性。

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	57,784	70,011
同比(%)	3%	8%	75%	21%
归属母公司净利润(百万元)	768	1,149	2,004	2,805
同比(%)	19%	50%	74%	40%
毛利率(%)	23.1%	26.4%	25.4%	26.8%
ROE(%)	12.2%	17.0%	26.0%	31.1%
每股收益(元)	0.57	0.86	1.50	2.10
P/E	48	32	18	13
P/B	5.9	5.5	4.8	4.1

资料来源: 中投证券研究所

一、两期股权激励计划内容对比

表 1: 青岛海尔及海尔电器两期股权激励计划对比

股权激励计划	青岛海尔		海尔电器	
	一期	二期	一期	二期
总股本(亿股)	13.39		20.27	
当前股价	27.23 RMB		8.95 HKD	
行权价*	10.58RMB	22.31RMB	1.7HKD	4.82HKD
授予股权数量*(万股)	1563	1080	8445	2596
股权占比	1.17%	0.81%	4.17%	1.28%
激励人数*	44 (管理层 6 人, 核心技术人员 38 人)		24	78
股权授予日	2009 年 10 月 28 日	待定	2009 年 9 月 18 日	2010 年 5 月 18 日
期权授予年限	分四期行权: 2010 年 10 月至 2013 年, 每年 10 月 28 日分别行权 10%, 20%, 30%, 40%	分三期行权: 2011 年至 2013 年, 每年授权日分别可行权 30%, 30%, 40%	4445 万股分四期行权: 2010 年至 2013 年, 每年 9 月 18 日分别行权 10%, 20%, 30%和 40%; 其余 4000 万股分三期行权: 2010 年至 2018 年每年 9 月 18 日分别行权 30%, 30%和 40%	分三期行权: 2011 年至 2014 年, 每年 5 月 18 日分别行权 30%, 30%, 40%
业绩考核基期	2008 年	2010 年		
行权条件	加权 ROE 不低于 10%, 行权期净利润较基期增长不低于 18%	加权 ROE 不低于 10%, 行权期净利润较基期增长不低于 18%		

注 1: 首期股权激励计划由于激励人员离职等原激励人员 48 人, 调整为 44 人; 原授予股权数量 1771 万股, 调整为 1563 万份; 原行权价格 10.88 元, 除权除息调整后为 10.58 元。

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

二、首期股权激励计划第一次行权情况

表 2: 青岛海尔首期股权激励计划

姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例	一期可行权数量（万股）
杨绵绵	董事长	225	15.59%	22.5
梁海山	副董事长、总经理	158	10.95%	15.8
谭丽霞	董事	68	4.71%	6.8
宫伟	财务总监	28	1.94%	2.8
明国珍	副总经理、董秘	28	1.94%	2.8
公司及子公司核心技术（业务）人员共 36 人		936	64.86%	93.6
合计	41 人	1443	100.00%	144.3

注 1: 首期股权激励计划由于激励人员离职等原激励人员 48 人，调整为 44 人，股份数调整为 1563 万份；行权价格在除权除息调整后为 10.58 元。

注 2: 首期股权激励计划第一次行权由于 3 人绩效考核未达标，实际可行权人数为 41 人，实际可行权数量 144.3 万股。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、二期股权激励计划激励范围

表 3: 青岛海尔首期股权激励计划

姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例
柴永森	董事、副总经理	158	14.63%
喻子达	董事	158	14.63%
公司及子公司核心技术（业务）人员共 81 人		764	70.74%
合计	83 人	1080	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、大白电产业配置完整

青岛海尔作为公司白色家电平台，冰、洗、空产品配置完整。目前，冰洗业务居行业第一，继续发展高端品牌路线。2010年1-11月公司冰箱和洗衣机产品销售量市占率分别为20.3%和22.8%（产业在线），1-10月销售额市占率分别为25%和28%（中怡康），均居行业首位。其中滚筒洗衣机和多门冰箱1-10月销售额市占率分别达54%和22%，公司在高端产品上拥有较大优势。随着市场竞争加剧，竞争对手不断抢占份额，公司已经开始推出差异化产品，补充不同价位产品型号，未来亦会有产能和规模的扩展以丰富产品线。

表 4：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，中投证券研究所

图 1 2010 年 1-11 月冰箱品牌市占率

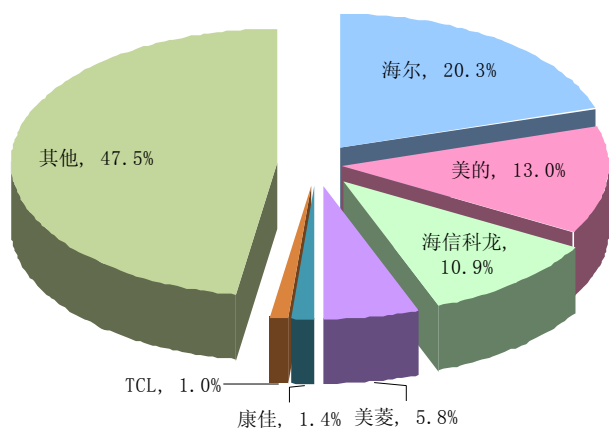
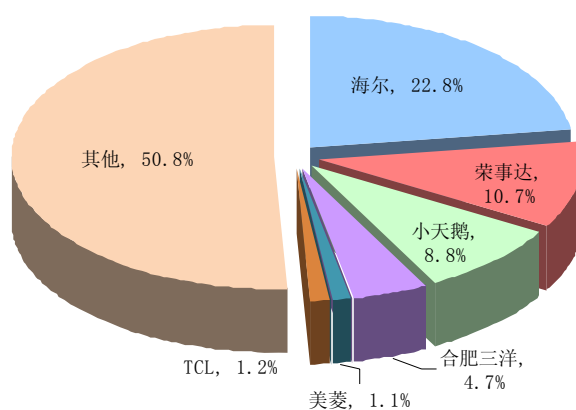


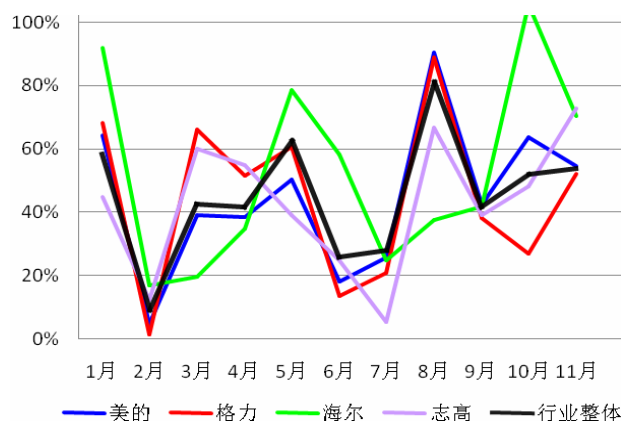
图 2 2010 年 1-11 月洗衣机品牌市占率



资料来源：产业在线，中投证券研究所

空调增长或为白电产业增长亮点。空调方面，产业在线和中怡康均显示公司有 30% 以上的增速，1-11 月销售量市占率 7%，未来仍有较大增长空间。今年 7 月公司又投资 3 亿元扩充 300 万套高能效空调。空调业务已由柴总全面负责，配备了最强的管理团队，公司在空调方面充满信心。

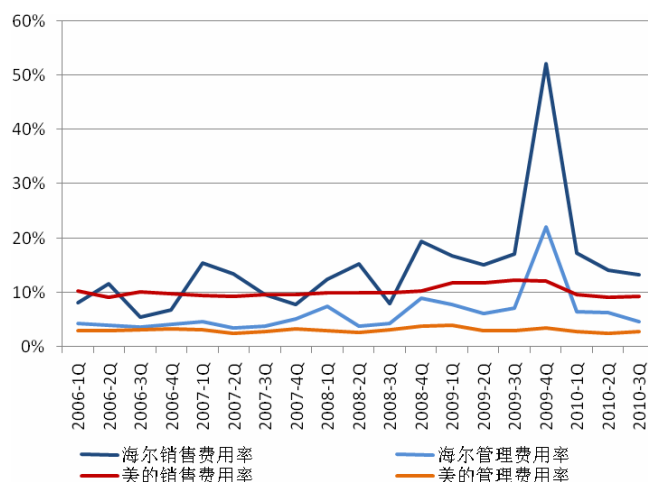
图 3 2010 年 1-11 月空调品牌增速



资料来源：产业在线，中投证券研究所

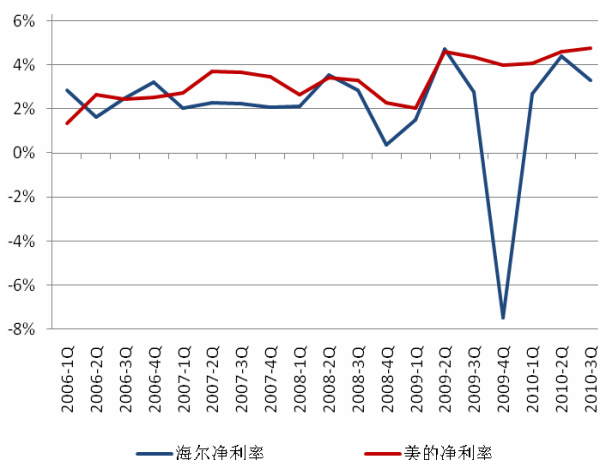
五、运营效率有望步入持续改善通道

图 4 海尔、美的费用率比较



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 5 海尔、美的归属母公司净利率比较



2009 年公司加大三四级市场渠道铺设，销售费用率增加较多。2010 年后，随着公司在不断完善治理结构的过程中，渠道扩张效应逐渐显现，销售费用率稳步下降。同时，公司不断深入推行人单合一和自主经营机制，经营效率不断提升，管理费用率也处在下降通道中。相比美的、格力等同行，公司费用率上仍有较大的提升空间。相信未来随着关联费用减低、上游资产注入带来产业链协同效应加强，公司经营效率将进入持续改善空间。

六、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, 中投证券研究所

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, 中投证券研究所

七、2010 年 1-3 季度利润表对比

表 7: 2010 年 1-3 季度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010	2009	同比
一、营业总收入	45,431	34,093	33.3%
二、营业总成本	43,660	32,453	34.5%
其中: 营业成本	34,117	24,358	40.1%
毛利率(简单测算)	24.9%	28.6%	-3.65%
营业税金及附加	97	112	
销售费用	6,688	5,565	20.2%
销售费用率	14.7%	16.3%	-1.6%
管理费用	2,585	2,363	9.4%
管理费用率	5.7%	6.9%	-1.2%
财务费用	104	35	
资产减值损失	70	20	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	187	125	
三、营业利润	1,958	1,766	10.9%
加: 营业外收入	583	71	
减: 营业外支出	11	12	
四、利润总额	2,530	1,825	38.7%
减: 所得税费用	438	397	
综合所得税率	17.3%	21.8%	-4.5%
五、净利润	2,092	1,427	46.6%
归属于母公司净利润	1,603	1,066	50.3%
净利润率	3.5%	3.1%	0.4%
少数股东损益	490	361	
少数股东损益占比	23.4%	25.3%	
六、总股本	1,339	1,339	
七、按期末股数简单每股收益:	1.20	0.80	
毛利率减销售费用率	10.2%	12.2%	-2.1%

资料来源: 公司半年报, 中投证券研究所

八、盈利预测与估值

表 8: 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	57,784	70,011
营业收入增长率	3.2%	8.5%	75.2%	21.2%
二、营业总成本	29,392	31,516	55,605	66,171
其中: 营业成本	23,376	24,263	43,095	51,251
毛利率(简单测算)	23.1%	26.4%	25.4%	26.8%
营业税金及附加	95	135	162	196
销售费用	4,075	4,984	8673	10401
销售费用率	13.4%	15.1%	15.0%	14.9%
管理费用	1,691	2,116	3446	4037
管理费用率	5.6%	6.4%	6.0%	5.8%
财务费用	104	-8	139	166
资产减值损失	51	26	90	120
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	151	167	260	333
三、营业利润	1,167	1,631	2,439	4,172
加: 营业外收入	34	116	703	154
减: 营业外支出	64	6	32	32
四、利润总额	1,137	1,740	3,110	4,294
减: 所得税费用	158	366	543	831
综合所得税率	13.9%	21.0%	17.5%	19.4%
五、净利润	979	1,375	2,567	3,463
归属于母公司净利润	768	1,149	2,004	2,805
净利润率	2.5%	3.5%	3.5%	4.0%
少数股东损益	211	225	564	658
少数股东损益占比	1.2%	16.4%	22.0%	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	1.50	2.10
净利润增长率	19.4%	49.6%	74.3%	40.0%

资料来源: 公司半年报

拟注入资产按照 15-20 亿净利假设, 预计增加上市公司市值 225-300 亿元。
注入资产提升公司估值空间, 按照 11 年 22 倍 PE, 公司 6-12 月目标价为 46.20 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

研究团队简介

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