

空调

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 43.60元

当前股价: 28.69元

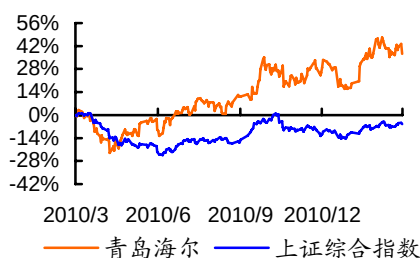
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2955.77
总股本(百万)	1340
流通股本(百万)	899
流通市值(亿)	258
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	-7.00	5.32	22.03
上证综合指数	1.75	7.11	11.30



相关报告

《青岛海尔-第二期股权激励方案顺利获批》2011-1-16

《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

600690

强烈推荐

产融结合 双轮驱动 持续发展

投资要点:

- 2010 年公司实现营业收入 606 亿元, 同比增长 35.6%; 净利润 20 亿元, 同比增长 47%, EPS 1.52 元, 超市场预期。扣除非经常性损益后净利润 18 亿元, 同比增长 66%。其中国内收入 539 亿, 同比增长 36.6%, 外销收入 59.3 亿, 同比增长 27.9%。内销占比 90%, 较高增速主要受益于国内家电市场蓬勃发展, 同时公司持续推进商业模式转型, 提升运营效率, 在业务面和资本面都取得了较大的发展。
- 业务层面, 冰、洗、空产品分别实现收入 228 亿、115 亿和 114 亿元, 同比均实现 20%以上增长。其中冰箱和洗衣机全球市占率达 10.8%和 9.1%, 蝉联第一。热水器收入 31 亿元, 同比增长 33%, 国内市占率 28%, 居行业首位, 其中太阳能热水器实现三位数增长。此外, 主导公司商业模式变革的日日顺商业流通业务实现大幅增长, 物流收入 2.9 亿元, 同比增长 53.2%, 海尔电器披露渠道服务收入 282 亿元, 其中有 9%左右为非海尔品牌收入。日日顺商业业务定位于 B2B 渠道通路商, 目前已建有 83 个物流中心, 近 6000 家专卖店和 700 家加盟店, 拓展了 2.8 万个销售网点, 有利推动公司规模的增长, 实现收入多元化。预计日日顺为载体的制造+网络+服务商业模式下, 公司规模将会持续稳定增长。
- 资本层面, 2010 年 3 月份完成对海尔电器 31.93% 股权的过户, 完成对海尔电器的控股及并表; 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%; 2011 年初实施二次股权激励, 同时公告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、减少关联交易方案。通过一系列的实际行动来改善上市公司治理结构。集团支持态度坚决, 资产重组完成后公司规模、经营活力和效率都将会得到显著提升。
- 2010 年公司毛利率 23.4%, 同比下降 4.5 个百分点。毛利率下滑主要为空调补贴因素干扰。加回 6.7 亿元空调补贴款后公司实际毛利率约为 24.2%, 另外, 由于渠道收入占比提高, 渠道毛利在 3%-5%, 削减整体毛利率。
- 经营效率不断改善, 销售费用率与管理费用率同比下降明显, 分别下降 3.8 和 2.5 个百分点。销售费用率和管理费用率分别为 12.9%和 5.6%, 综合形成净利润率 4.7%, 同比提高 0.5 个百分点, 实际盈利能力逐步提升。相比格力、美的等同行, 销售净利润率仍有较大的提升空间。随着公司网络建设规模扩大, 收入总量增加, 产品结构优化, 效率改善, 这一点也非常值得期待。
- 2011 年公司预计投资 45 亿元, 同时公告拟投资 10 亿元用于在广东和沈阳 400 万台冰箱冰柜扩产项目。2010 年利润分配预案每 10 股转增 10 股派现金 1 元。
- **盈利预测与公司估值:** 综合考虑, 我们提高公司 10/11/12 年 EPS 分别为 2.18 元, 2.92 元和 3.77 元。考虑到未来的成长性, 按照 11 年 EPS 给予 20 倍估值, 公司 6-12 月目标价为 43.60 元左右, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 消费需求倾向下降影响家电消费, 原材料成本上升压制毛利率。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60588	82028	106569	132044
同比(%)	36%	35%	30%	24%
归属母公司净利润(百万元)	2035	2924	3907	5048
同比(%)	47%	44%	34%	29%
毛利率(%)	23.4%	23.9%	24.2%	24.2%
ROE(%)	29.0%	29.4%	28.8%	27.5%
每股收益(元)	1.52	2.18	2.92	3.77
P/E	18.89	13.15	9.84	7.62
P/B	5.48	3.87	2.83	2.09
EV/EBITDA	9	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

一、销售收入分产品

表 1: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 入同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
电冰箱	22,811	38.1%	20.7%	18,902	42.9%
洗衣机	11,535	19.3%	25.6%	9,187	20.8%
空调	11,396	19.0%	31.2%	8,685	19.7%
小家电	1,293	2.2%	48.2%	873	2.0%
热水器	3,125	5.2%	33.3%	2,344	5.3%
物流收入	289	0.5%	53.2%	189	0.4%
其他	9,387	15.7%	140.4%	3,905	8.9%
合计	59,835	100.0%	35.7%	44,084	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、产品毛利率变化

表 2: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
电冰箱	26.2%	30.1%	-3.9%
洗衣机	29.7%	28.8%	0.8%
空调	17.8%	25.3%	-7.5%
小家电	28.7%	25.7%	2.9%
热水器	45.1%	43.5%	1.7%
物流收入	7.7%	8.5%	-0.9%
其他	8.2%	13.0%	-4.8%
合计	23.4%	27.9%	-4.5%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、分地区收入、毛利率

表 3: 收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比	营业收入同比	营业收入 (2009)	收入占比
国内	53,904	90.1%	36.6%	39,447	89.5%
国外	5,931	9.9%	27.9%	4,637	10.5%
合计	59,835	100.0%	35.7%	44,084	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
国内	24.8%	29.3%	-4.5%
国外	10.2%	15.5%	-5.3%
合计	23.4%	27.9%	-4.5%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	23571	29002	38879	47653	营业收入	60588	82028	106569	132044
现金	10098	12958	17144	21114	营业成本	46420	62434	80827	100136
应收账款	2142	2670	3568	4380	营业税金及附加	160	238	300	375
其它应收款	102	131	173	214	营业费用	7815	10089	12788	15581
预付账款	556	468	727	851	管理费用	3417	4512	5755	6998
存货	3557	4220	5707	6969	财务费用	7	57	157	112
其他	7117	8555	11560	14125	资产减值损失	46	30	30	30
非流动资产	5696	10116	12243	13198	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1078	1228	1178	1195	投资净收益	264	233	243	150
固定资产	3172	7472	9512	10350	营业利润	2987	4901	6955	8961
无形资产	363	479	606	729	营业外收入	737	350	80	50
其他	1082	937	947	925	营业外支出	12	13	13	13
资产总计	29267	39118	51122	60851	利润总额	3712	5238	7022	8998
流动负债	18673	24426	31160	34216	所得税	888	1210	1641	2106
短期借款	861	4486	5618	3974	净利润	2824	4028	5381	6893
应付账款	6400	7772	10422	12763	少数股东损益	790	1104	1475	1845
其他	11413	12167	15121	17479	归属母公司净利润	2035	2924	3907	5048
非流动负债	1105	1178	1333	1382	EBITDA	3443	5735	8451	10806
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.52	2.18	2.92	3.77
其他	1105	1178	1333	1382	主要财务比率				
负债合计	19778	25604	32494	35598	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2469	3573	5048	6893	成长能力				
股本	1340	1340	1340	1340	营业收入	35.6%	35.4%	29.9%	23.9%
资本公积	1781	1781	1781	1781	营业利润	32.3%	64.1%	41.9%	28.8%
留存收益	3891	6814	10453	15233	归属于母公司净利润	47.1%	43.7%	33.6%	29.2%
归属母公司股东权益	7020	9941	13580	18360	获利能力				
负债和股东权益	29267	39118	51122	60851	毛利率	23.4%	23.9%	24.2%	24.2%
现金流量表					净利率	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	29.0%	29.4%	28.8%	27.5%
经营活动现金流	5584	4359	6689	8547	ROIC	-256.8	100.7%	92.8%	101.2%
净利润	2824	4028	5381	6893	偿债能力				
折旧摊销	449	777	1339	1733	资产负债率	67.6%	65.5%	63.6%	58.5%
财务费用	7	57	157	112	净负债比率	4.35%	17.52%	17.29	11.16%
投资损失	-264	-233	-243	-150	流动比率	1.26	1.19	1.25	1.39
营运资金变动	2543	-385	-26	-125	速动比率	1.07	1.01	1.06	1.18
其它	24	115	81	84	营运能力				
投资活动现金流	-3530	-5038	-3219	-2548	总资产周转率	2.59	2.40	2.36	2.36
资本支出	1264	5017	3360	2545	应收账款周转率	34	32	32	32
长期投资	-2533	140	-47	16	应付账款周转率	9.71	8.81	8.88	8.64
其他	-4799	120	94	13	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-171	3539	716	-2028	每股收益(最新摊薄)	1.52	2.18	2.92	3.77
短期借款	861	3625	1131	-1644	每股经营现金流(最新摊薄)	4.17	3.25	4.99	6.38
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.24	7.42	10.13	13.70
普通股增加	1	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1250	0	0	0	P/E	18.89	13.15	9.84	7.62
其他	216	-86	-415	-384	P/B	5.48	3.87	2.83	2.09
现金净增加额	1818	2860	4186	3971	EV/EBITDA	9	5	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

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。

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、阳光照明、老板电器、万和电气、九阳股份等。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434