



胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

业绩符合预期, 未来关注资产注入预期

——青岛海尔(600690)年报点评

研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2011年3月31日

报告关键要素:

公司2010年业绩亮丽, 未来控股母公司逐步将青岛海尔作为旗下家电业务整合平台, 未来将注入的资产包括海尔集团白色家电资产、业务和相关股权和家电上游资产和业务。该部分资产注入后公司盈利能力有望显著提升。

事件:

- **公司公布年报**, 报告期内公司实现营业收入605.88亿元, 同比增长35.57%; 实现归属于母公司股东的净利润20.34亿元, 同比增长47.07%; 报告期内公司盈利能力进一步提升, 公司净利润率同比提升0.46个百分点至4.66%。每股收益为1.52元。2010年度的利润分配预案为: 以公司2010年末股本1,339,961,770股为基数, 以资本公积金向全体股东每10股转增10股, 不送红股。现金分红方案为: 以公司2010年末股本1,339,961,770股为基数, 每10股派1.00元(含税), 共分配133,996,177元。

点评:

- **冰箱、洗衣机和空调营收增速略低于行业平均增速**。报告期内公司实现营业收入605.88亿元, 同比增长35.57%; 其中冰箱业务营业收入增速为20.68%, 洗衣机业务同比增速为25.55%, 空调业务同比增速为31.21%, 均略低于行业出货平均增速, 但小家电业务同比增速达到53%, 引人关注。
- **多种因素导致毛利率下降3.05个百分点**。报告期内公司综合毛利率为25.38%, 较去年同期下降3.05个百分点, 其中冰箱和空调业务毛利率下降是主因。受原材料价格上涨和节能补贴影响, 空调业务毛利率大幅下降7个百分点至17.79%, 若将节能补贴调回营业收入, 空调业务毛利率为22.34%; 报告期内, 冰箱毛利率下降4个百分点; 新并入公司的洗衣机、热水器业务毛利率分别提高1个百分点和2个百分点; 小家电业务毛利率提高3个百分点至28.65%。
- **销售费用率和管理费用率大幅下降**。报告期内公司发生销售费用和管理费用分别为78.15亿元与34.17亿元, 销售费用率和管理费用率分别为12.90%和5.64%, 分别较去年同期下降2.21个百分点和0.78个百分点。随着未来母公司旗下白电上下游业务资产注入公司, 未来销售费用率和管理费用率仍有下降空间。
- **净利润率有所提高**。受益期间费用率下降和营业外补贴(空调节能补贴为主)大幅增加, 公司净利润率提高0.46个百分点至4.66%。未来公司净利润率应还有提高空间。
- **资产注入是看点**。公司1月8日发布公告, 母公司海尔集团承诺将在未来五年内将青岛海尔作为旗下家电业务整合平台, 未来将注入的资产包括: 1) 海尔集团白色家电资产、业务和相关股权, 全面解决同业竞争问题; 2)、注入家电上游资产和业务, 减少关联交易, 促进青岛海尔上下游产业一体化发展。受相关规定束缚, 公司2007年以来未再有过增发, 产能扩展速度明显较竞争对手慢, 公司应有动力尽早解决相关问题。

- 给予公司买入的评级。不考虑资产注入影响，预计公司2011年与2012年的每股收益为1.78元与2.02元，对应的市盈率分别为16.16倍与14.22倍，维持“买入”投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
(亿元)					(亿元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	235.71	210.40	263.80	322.76	营业收入	605.88	609.51	705.56	802.68
现金	100.98	78.52	112.07	150.95	营业成本	464.20	452.16	523.93	596.37
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	1.60	1.83	2.12	2.41
应收票据	70.61	67.05	77.61	88.30	销售费用	78.15	78.63	91.02	103.55
应收款项	22.43	22.54	26.09	29.68	管理费用	34.17	36.57	42.33	48.16
存货	35.57	36.17	41.91	47.71	财务费用	0.07	-2.11	-2.38	-3.29
其他	6.12	6.12	6.12	6.12	资产减值损失	0.46	0.01	0.02	0.02
非流动资产	56.96	54.92	54.14	53.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.78	0.00	0.00	0.00	投资收益	2.64	1.50	1.50	1.50
固定资产	31.72	42.30	43.82	44.13	营业利润	29.87	44.72	50.83	57.76
无形资产	3.63	3.45	3.28	3.11	营业外收入	7.37	0.00	0.00	0.00
其他	10.82	9.17	7.04	5.96	营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00
资产总计	292.67	265.32	317.94	375.96	利润总额	37.12	44.72	50.83	57.76
流动负债	186.73	125.58	139.57	153.70	所得税	8.88	10.73	12.20	13.86
短期借款	8.61	0.00	0.00	0.00	净利润	28.24	33.99	38.63	43.90
应付帐款	64.00	61.04	70.73	80.51	少数股东权益	7.90	10.20	11.59	13.17
预收帐款	19.12	19.12	19.12	19.12	归属母公司净利润	20.35	23.79	27.04	30.73
其他	95.00	45.41	49.72	54.06	EPS (元)	1.52	1.78	2.02	2.29
长期负债	11.05	10.95	10.95	10.95	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2010A	2011E	2012E	2013E
其他	11.05	10.95	10.95	10.95	每股指标				
负债合计	197.78	136.53	150.52	164.65	每股收益	1.52	1.78	2.02	2.29
股本	13.40	13.40	13.40	13.40	每股经营现金	1.40	-1.61	2.50	2.90
资本公积金	17.81	17.81	17.81	17.81	每股净资产	5.23	7.01	9.03	11.32
未分配利润	24.29	48.08	75.13	105.86	增长率				
少数股东权益	24.69	34.89	46.48	59.65	营业收入增长率	83.72%	0.60%	15.76%	13.77%
母公司所有者权益	70.11	93.91	120.95	151.68	营业利润增长率	83.17%	49.75%	13.65%	13.64%
负债及权益合计	292.67	265.32	317.94	375.97	净利润增长率	77.00%	16.94%	13.65%	13.64%
现金流量表					获利能力				
(亿元)					毛利率	23.38%	25.82%	25.74%	25.70%
	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	3.36%	3.90%	3.83%	3.83%
经营活动现金流	55.84	-17.19	31.67	36.10	ROE	29.02%	25.34%	22.36%	20.26%
净利润	28.24	33.99	38.63	43.90	ROIC	24.65%	34.32%	34.55%	35.24%
资产减值准备	0.46	0.01	0.02	0.02	偿债能力				
折旧摊销	4.49	2.41	2.78	2.93	资产负债率	74.55%	42.94%	40.03%	40.34%
财务费用	0.07	-2.11	-2.38	-3.29	流动比率	1.26	1.68	1.89	2.10
投资收益	2.64	1.50	1.50	1.50	速动比率	1.07	1.39	1.59	1.79
营运资金变动	0.00	-49.99	-5.88	-5.96					

投资活动现金流	-35.30	2.13	-0.50	-0.50	营运能力				
资本支出	0.00	-10.50	-2.00	-2.00	资产周转率	2.59	2.18	2.42	2.31
其他投资	-35.30	12.63	1.50	1.50	存货周转率	17.52	12.60	13.42	13.31
筹资活动现金流	-1.71	-6.50	2.38	3.29	应收帐款周转率	36.21	28.52	30.67	30.43
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-1.71	-6.50	2.38	3.29	PE	18.88	16.16	14.22	12.51
现金净增加额	18.82	-21.56	33.55	38.89	PB	5.48	4.09	3.18	2.53

资料来源：中原证券研究所

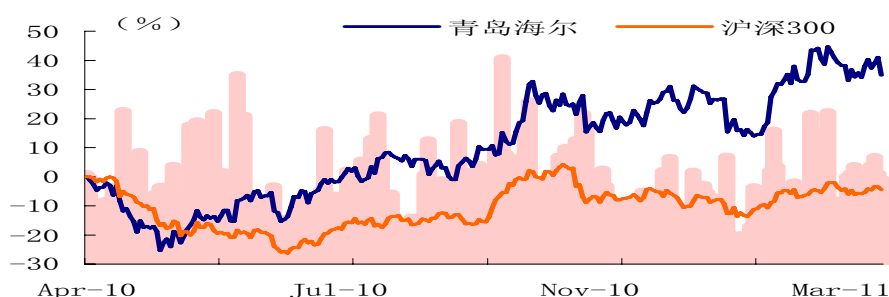
市场数据（2011年03月30日）

收盘价（元）	28.69
一年内最高/最低（元）	31.63/16.10
沪深300指数	3256.08
市净率（倍）	5.26
流通市值（亿元）	257.98

基础数据（2010年09月30日）

每股净资产（元）	5.45
每股经营现金流（元）	1.40
毛利率（%）	24.90
净资产收益率（%）	21.97
资产负债率（%）	66.27
总股本/流通股（万股）	/
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。