

青岛海尔 (600690.SH) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 28.44 元

目标(人民币): 40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	899.18
总市值(百万元)	38,108.51
年内股价最高最低(元)	31.09/16.03
沪深 300 指数	3230.96
上证指数	2938.98



相关报告

1. 《二次激励获批,未来三年复合 18%以上增长》, 2011.1.17
2. 《给力: 海尔集团家电资产计划 5 年内整体上市》, 2011.1.10

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

毛利率稳定抗通胀, 净利润增速超市场预期

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.859	1.518	2.039	2.419	2.854
每股净资产(元)	5.77	5.24	8.30	9.99	11.99
每股经营性现金流(元)	3.46	4.17	4.02	5.52	5.42
市盈率(倍)	28.87	18.58	13.95	11.76	9.97
行业优化市盈率(倍)	45.80	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	49.64%	77.00%	34.09%	18.66%	17.97%
净资产收益率(%)	14.89%	28.98%	24.56%	24.21%	23.80%
总股本(百万股)	1,338.52	1,339.96	1,338.52	1,338.52	1,338.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 青岛海尔 1Q11 实现营业收入 165 亿元、同比增长 23%; 净利润 5.3 亿元、同比增长 47%, 超过我们前期 35% 的预期、也超市场预期; EPS 为 0.394 元。

经营分析

- **收入增速一般因商业模式和产品结构不同, 期待市场份额企稳和上升:** 与格力、美的相比海尔的收入增速显得不高(其中还有约 10 个点的贡献来自于日日顺社会化业务, 去年同期尚未并表), 一方面是因今年行业增速最高的是空调, 尤其是空调出口(图表 1), 而海尔空调业务比重小、且采取零库存下即供即需而不是压货的模式; 另一方面是因海尔产品均价近几年逐渐攀升, 目前已显著高于美的系以及全部国内品牌(图表 2), 但市场份额在美的系的低价冲击面前略有下降。面对竞争对手海尔开始采取高(卡萨帝)、中(海尔)、低(统帅)三条品牌线运营的策略, 其中统帅是今年刚开始运作, 而卡萨帝系列销售额成倍数增长, 期待多品牌线策略和日日顺商业流通平台能够给海尔带来市场份额的企稳和上升。
- **真正的抗通胀公司, 毛利稳定净利提升(图表 3):** 1Q 毛利率 24.4%, 扣除低毛利率的日日顺社会化业务(毛利率估计在 5% 左右)后, 制造业务的毛利率估计与去年同期相同, 这与其他白电上市公司一季报毛利率明显下降形成鲜明对比, 还是得益于卡萨帝系列销售大幅增长对于毛利率的拉动。销售费用和管理费用率也持续下降, 净利率持续提升, 彰显流程再造和大股东将 A 股定位为家电业务整合平台后的支持效果。1Q 净利率 3.22%, 和美的格力相比还有较大提升空间。
- **资产质量进一步优化:** 同比进一步优化的资产结构, 货币资金比重上升、应收下降、应付上升, 唯有存货比重略有提高; 但变化趋势和已披露季报的格力相比, 明显更好(图表 4)。

盈利预测

- **盈利预测(不考虑资产注入):** 预计 2011-2013 年收入为 751、913、1050 亿元, 增速 24.0%、21.6%、15.0%; 每股收益 2.04、2.42、2.85 元, 净利润增速 34%、18.7%、18.0%。

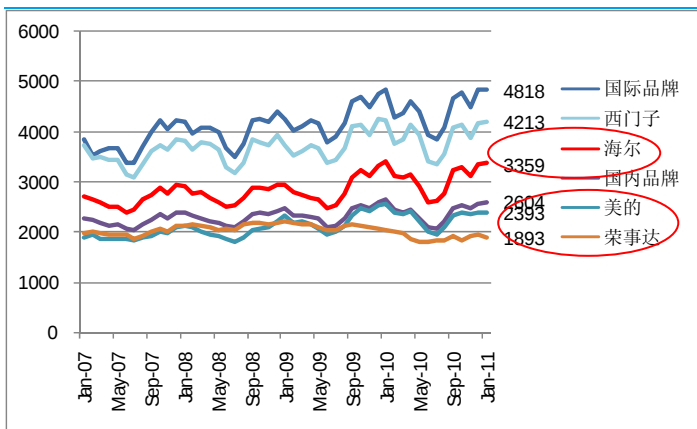
投资建议

- **利润率改善+资产注入提升业绩，渠道业务发展提升估值：**公司 2010 年收入 606 亿，目前 P/S=0.62，与美的 P/S=0.83 之间的差距是向上的空间；而向上的动力来自于①创新能力强（产品创新、商业模式创新），市场份额稳定；②净利率持续提升，源于公司定价能力强、流程再造效果持续体现、加上集团、管理层、资本市场、消费者四方利益一致；③今年 1 月已披露海尔集团家电产业以 A 股为平台整体上市的规划，因此资产注入还将增厚业绩。12 个月目标 40 元，对应 20X11PE。公司已披露 10 股转增 10 股的分配方案，短、中期投资均是好标的。

图表1：1Q 空冰洗产业在线内外销量增速

YOY	内销量	外销量	备注
空调	29%	49%	1-3 月
冰箱	15%	-2%	1-2 月
洗衣机	31%	9%	1-2 月

图表2：以冰箱为例，海尔的均价显著高于美的系



来源：产业在线，中怡康国金证券研究所

图表3：利润表分项点评

(金额单位：百万元)	1Q10	1H10	4Q10	1Q11	1Q11	1Q11	点评
					同比	环比	
营业收入	13,313	29,684	15,158	16,478	23.8%	8.7%	日日顺社会化业务贡献估计在 10% 左右；空冰洗热业务都基本与所处行业的内销增速相当。
毛利率	27.8%	26.1%	18.8%	24.4%	-3.3	5.6	毛利率同比下降 3.3 个点是因为 1Q10 日日顺社会化业务（毛利率约为 5%-7%）尚未并表，实际上今年 1Q 海尔制造业务的毛利率同比是上升的（卡萨帝高端系列产品的销售额大幅增长）。 毛利率环比上升 5.6 个百分点是由于 4Q10 出口业务较多而毛利率较低。
销售费用率	17.3%	15.5%	7.4%	14.5%	-2.8	7.0	销售费用率同比下降，显示规模效益和费用的有效控制；而毛利率-销售费用率同比略有下降也是因增加了日日顺社会化业务造成；
毛利率-销售费用率	10.5%	10.7%	11.4%	9.9%	-0.6	-1.5	销售费用率环比上升和出口内销比重不同有关
管理费用率	6.4%	6.3%	5.5%	4.9%	-1.4	-0.6	管理费用持续下降，显示流程再造变革的效果越来越明显地体现
财务费用率	0.1%	0.2%	-0.6%	0.3%	0.2	1.0	汇兑损失增加
-资产减值损失	25	32	-24	20	-21%	—	
+公允价值变动收益	0	0	0	0	—	—	
+投资收益	34	94	76	94	174%	23%	主要因公司持股 42% 海尔集团财务公司盈利大幅增长
+营业外收支	82	369	154	90	10.6%	-41.2%	
利润总额	595	1605	1182	871	46%	-26%	
-所得税费用	103	248	450	158	52%	-65%	
-少数股东损益	133	276	300	182	37%	-39%	
归属于母公司所有者净利润	358	1080	432	531	48%	23%	
净利率	2.69%	3.64%	2.85%	3.22%	0.5	0.4	净利率同比环比均上升；相比美的、格力还有很大改善空间

来源：国金证券研究所

图表4：同比进一步优化的资产结构，货币资金比重上升、应收下降、应付上升，唯有存货比重略有提高；变化趋势比格力更好

青岛海尔	1Q10	1Q11	青岛海尔	1Q 0	1Q11
货币资金+短期投资	34%	36%	应付账款+应付票据	34%	41%
应收账款+应收票据	35%	30%	预收款项	8%	5%
其他应收款	0%	1%	其他应付款	11%	12%
存货	10%	13%	应付职工薪酬	1%	2%
预付账款	1%	1%	应交税费与其他应交款	1%	2%
其他流动资产	0%	0%	其他	7%	4%
流动资产	79%	82%	流动负债	62%	67%

格力电器	1Q10	1Q11	格力电器	1Q10	1Q11
货币资金+短期投资	47%	39%	应付账款+应付票据	35%	32%
应收账款+应收票据	15%	20%	预收款项	17%	13%
其他应收款	1%	1%	其他应付款	2%	2%
存货	13%	19%	应付职工薪酬	1%	1%
预付账款	3%	5%	应交税费与其他应交款	2%	1%
其他流动资产	0%	1%	其他	13%	15%
流动资产	80%	84%	流动负债	78%	68%

来源：国金证券研究所

图表5：各产品业务模块 2011 年发展规划表

业务	国内市场发展规划	国外市场发展规划
冰箱	实现海尔、卡萨帝、统帅多品牌矩阵式组织管理体系；实现第一型号竞争力和产品阵容，保持领先高端产品第一的竞争力持续上升。	强化新兴市场开拓，建立南美经营体和大客户经营体集中资源推动业务发展；以高端差异化产品为切入点，重点推进二代意式三门冰箱上市、对开门冰箱产品升级项目。
洗衣机	一二级市场推进高端产品推广，在保证利润的同时增强海尔洗衣机的品牌势能；积极拓展三四级市场销售网络，提升三四级市场份额	将以大客户为导向，通过提供全套解决方案成为客户最佳的商业合作伙伴，通过提供差异化的产品方案成为用户最信赖的品牌。将继续推进欧洲、美国、日本三个重点市场的发展，从“走进去”到“走上去”
空调	①创新商业模式，通过经营 AB 类用户、送方案入户实现勤进快销、淡季不淡；②整合家用空调与商用空调的企划、研发、渠道资源，实现运营效率最大化、提升产品的技术与成本优势，通过物联网空调、除甲醛空调等领先产品成为行业主导和用户首选；③加强与专业家电连锁渠道的合作，实现产品份额的提升；④同时充分利用日日顺渠道，加速农村市场的开发	①将以创造用户需求、创造客户价值为方向，推出满足不同地区高端市场需求的低碳环保节能健康空调；②持续重点跟进海外工程项目订单，扩大工程订单的份额；③充分整合海尔家用商用空调资源，统一企划、开发，通过渠道共享，实现运营效率最大化。
热水器	目标：实现 11 年的高速增长， <u>在一二级市场通过社区店的网络深入、产品持续升级的差异化买点、持续升级的顾问式销售模式；在三四级市场，通过到县、到乡镇、到村庄的细化专卖店网络，深入到用户身边，为用户提供最佳方案；</u>	<u>将继续推进印度、俄罗斯、澳洲三个重点市场的发展，从“走进去”到“走上去”。</u>
日日顺	①将继续拓展日日顺电器、日日顺 e 家的网络建设，通过勤进快销的模式，吸引更多的上游品牌商加入，同时推进日日顺电器加盟店的建设， <u>到年底全国新建 2000 家县镇加盟店；②日日顺 e 家将销售区域覆盖到全国 13 个省，拓展 2000 家网络；日日顺乐家到 2011 年底将提供上千种高品质、低价格的商品，自建 Argos 模式店、加盟店，不断提高门店配送能力。</u>	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	30,408	32,979	60,588	75,104	91,346	105,031
增长率		8.5%	83.7%	24.0%	21.6%	15.0%
主营业务成本	-23,376	-24,263	-46,420	-58,162	-71,542	-82,859
%销售收入	76.9%	73.6%	76.6%	77.4%	78.3%	78.9%
毛利	7,032	8,716	14,168	16,942	19,803	22,172
%销售收入	23.1%	26.4%	23.4%	22.6%	21.7%	21.1%
营业税金及附加	-95	-135	-160	-188	-228	-263
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,075	-4,984	-7,815	-9,388	-11,144	-12,499
%销售收入	13.4%	15.1%	12.9%	12.5%	12.2%	11.9%
管理费用	-1,691	-2,116	-3,417	-3,755	-4,019	-4,201
%销售收入	5.6%	6.4%	5.6%	5.0%	4.4%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,171	1,481	2,776	3,611	4,411	5,209
%销售收入	3.9%	4.5%	4.6%	4.8%	4.8%	5.0%
财务费用	-104	8	-7	1	2	2
%销售收入	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-51	-26	-46	-14	-16	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	151	167	264	316	380	456
%税前利润	13.3%	9.6%	7.1%	7.5%	7.8%	7.9%
营业利润	1,167	1,631	2,987	3,915	4,777	5,653
营业利润率	3.8%	4.9%	4.9%	5.2%	5.2%	5.4%
营业外收支	-30	110	726	300	100	100
税前利润	1,137	1,740	3,712	4,215	4,877	5,753
利润率	3.7%	5.3%	6.1%	5.6%	5.3%	5.5%
所得税	-158	-366	-888	-927	-975	-1,151
所得税率	13.9%	21.0%	23.9%	22.0%	20.0%	20.0%
净利润	979	1,375	2,824	3,288	3,901	4,602
少数股东损益	211	225	790	559	663	782
归属于母公司的净	768	1,149	2,035	2,729	3,238	3,820
净利率	2.5%	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	979	1,375	2,824	3,288	3,901	4,602
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	390	383	496	385	417	450
非经营收益	-231	-123	-374	-225	-480	-556
营运资金变动	183	2,992	2,638	1,938	3,554	2,752
经营活动现金净流	1,320	4,626	5,584	5,386	7,392	7,249
资本开支	-399	-263	-1,259	-171	-475	-625
投资	-682	0	-2,531	-202	-201	-50
其他	26	26	259	316	380	456
投资活动现金净流	-1,056	-236	-3,530	-56	-296	-219
股权募资	2	0	135	-93	0	0
债权募资	118	-254	302	-84	0	0
其他	-343	-315	-672	-611	-819	-971
筹资活动现金净流	-223	-569	-235	-788	-819	-971
现金净流量	42	3,821	1,818	4,542	6,278	6,058

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,462	6,282	10,098	15,904	22,181	28,239
应收款项	3,380	4,773	9,304	10,942	12,724	13,958
存货	1,853	1,743	3,557	4,417	5,433	6,293
其他流动资产	169	97	612	642	717	748
流动资产	7,863	12,895	23,571	31,904	41,056	49,238
%总资产	64.3%	73.7%	80.5%	85.1%	87.3%	88.6%
长期投资	1,389	1,538	1,113	1,313	1,514	1,564
固定资产	2,660	2,711	3,817	3,847	3,945	4,159
%总资产	21.7%	15.5%	13.0%	10.3%	8.4%	7.5%
无形资产	136	199	364	433	508	583
非流动资产	4,367	4,602	5,696	5,595	5,970	6,309
%总资产	35.7%	26.3%	19.5%	14.9%	12.7%	11.4%
资产总计	12,231	17,497	29,267	37,499	47,025	55,547
短期借款	215	40	861	0	0	0
应付款项	3,966	7,952	15,984	21,202	27,325	31,986
其他流动负债	264	707	2,839	2,667	3,141	3,544
流动负债	4,445	8,698	19,685	23,870	30,466	35,531
长期贷款	79	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	47	94	0	0	0
负债	4,530	8,745	19,778	23,870	30,466	35,531
普通股股东权益	6,774	7,721	7,020	11,109	13,376	16,050
少数股东权益	927	1,032	2,469	3,282	3,945	4,727
负债股东权益合计	12,231	17,497	29,267	37,499	47,025	55,547

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.574	0.859	1.518	2.039	2.419	2.854
每股净资产	5.061	5.768	5.239	8.300	9.993	11.991
每股经营现金净流	0.984	3.456	4.167	4.024	5.523	5.416
每股股利	0.200	0.150	0.300	0.612	0.726	0.856
回报率						
净资产收益率	11.34%	14.89%	28.98%	24.56%	24.21%	23.80%
总资产收益率	6.28%	6.57%	6.95%	7.13%	6.78%	6.78%
投入资本收益率	12.60%	13.31%	20.38%	19.57%	20.37%	20.06%
增长率						
主营业务收入增长率	3.19%	8.46%	83.72%	23.96%	21.62%	14.98%
EBIT增长率	38.56%	26.50%	87.42%	30.10%	22.15%	18.09%
净利润增长率	19.35%	49.64%	77.00%	34.09%	18.66%	17.97%
总资产增长率	9.31%	43.06%	67.27%	23.24%	25.40%	18.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.2	11.1	10.1	12.5	12.0	11.5
存货周转天数	37.3	27.0	20.8	28.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	31.1	35.9	37.6	55.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	29.5	27.1	19.1	16.1	14.0	13.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.15%	-71.33%	-97.35%	-110.51%	-128.06%	-135.92%
EBIT利息保障倍数	11.3	-185.9	416.9	-3,178.4	-2,773.8	-2,348.5
资产负债率	37.03%	49.98%	67.58%	62.39%	63.75%	63.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	2	15	16	21	43
买入	0	5	6	6	13
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.23	1.29	1.29	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-28	买入	22.79	26.60 ~ 28.60
2 2010-08-31	买入	22.70	26.60 ~ 28.60
3 2010-09-14	买入	22.30	26.60 ~ 28.60
4 2010-09-23	买入	22.78	26.60 ~ 28.60
5 2010-10-14	买入	24.08	28.40 ~ 31.00
6 2010-10-29	买入	27.55	36.00 ~ 37.00
7 2011-01-10	买入	26.89	40.00 ~ 40.00
8 2011-01-17	买入	24.78	40.00 ~ 40.00

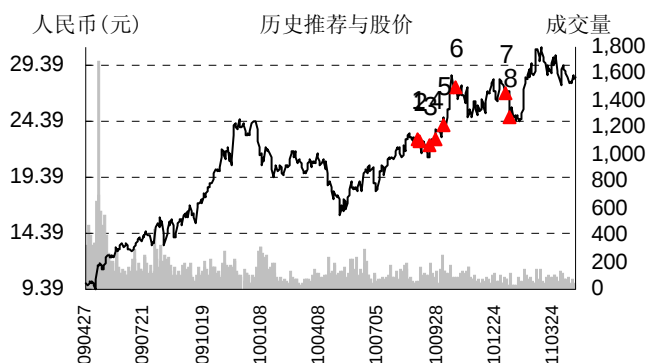
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室