

## 国际白电巨头回归

## 研究结论

- **预测拟注入资产可能增厚 EPS 0.83 元** 海尔集团承诺自 2011 年起，在 5 年内通过资产注入等方式支持青岛海尔做大做强。拟注入资产包括 1) 海外白色家电资产；2) 合资参股的白电资产；3) 家电上游资产和业务；4) 彩电、家居业务等其他家电资产。按照我们的测算，在中性情景假设下，以上 4 项业务 2010 年的收入规模在 460 亿元左右，净利润 11.2 亿元，现金收购下，拟注入资产可能增厚 EPS 0.83 元（增厚 10 年青岛海尔 EPS 55%）。青岛海尔现金充裕，假设全部借款现金收购，净负债率提升至 12% 左右，在可控范围内，因此我们认为公司有现金收购的能力。考虑各项拟注入资产的业务成熟度、与公司现有业务的关联程度以及注入的复杂程度，我们预计家电上游资产率先注入上市公司的可能性较大，根据我们的测算，该项业务 2010 年净利润在 1.96 亿元左右。
- **老牌龙头焕发新活力** 作为冰、洗龙头，公司注重“质”的竞争，通过提升产品竞争力来稳固龙头地位。公司 07 年推出卡萨帝高端子品牌冰箱，目前已拓展到冰箱、洗衣机、空调等 9 大品类。卡萨帝品牌产品均价为海尔品牌的 2-3 倍，目前销售收入占比在冰箱品类中不足 4%，其他品类更低，未来卡萨帝高端品牌的进一步推进将提升海尔在高端市场的竞争力。公司在二三级市场依靠高端产品提升竞争力，三四级市场依托旗下日日顺的渠道优势带动农村市场销售。另外，公司注重提升管理及生产效率，近年来实施的零库存、模块化制造等战略最终将体现为竞争力的提升。
- **三大需求推动家电行业持续增长** 我们预计在农村、城镇、出口三大需求推动下，我国冰、洗、空三大白电未来 3 年有望保持 14%-17% 的增长。其中农村市场是未来家电消费的主要增长点，家电下乡政策持续拉动农村家电普及。城镇方面，以旧换新政策推动城镇家庭在 19 世纪末起大规模购置的存量家电的更新换代需求；十二五期间的保障房建设有力拉动城镇新增需求。新兴市场需求以及冰、洗产业的进一步转移，带动出口市场稳步增长。
- **首次给予公司买入评级，目标价 39.46 元。**根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.97、2.37 和 2.93 元，参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，并考虑公司的成长性，给予 2011 年 18 倍 PE，对应目标价 35.46 元，首次给予公司买入评级。
- **风险因素：**资产注入不确定性风险 房地产调控风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

郭洋

家电行业资深分析师

8621-63325888-6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

联系人

唐思宇

8621-63325888-6082

tangsiyu@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 6 月 8 日) 26.20 元

目标价格 35.46 元

总股本/A 股 (百万股) 1340

A 股市值 (亿元) 344.38

国家/地区 中国

行业 家电行业

报告发布日期 2011 年 6 月 8 日

## 股价表现



## 财务预测

单位：百万元

|               | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入          | 60588 | 77174 | 93283 | 108758 |
| 同比 (%)        | 35.6% | 27.4% | 20.9% | 16.6%  |
| 归属母公司净利       | 2035  | 2634  | 3170  | 3922   |
| 同比 (%)        | 47.1% | 29.5% | 20.3% | 23.7%  |
| 毛利率 (%)       | 23.4% | 23.5% | 23.2% | 23.1%  |
| ROE (%)       | 29.0% | 27.3% | 26.4% | 26.2%  |
| 每股收益 (元)      | 1.52  | 1.97  | 2.37  | 2.93   |
| P/E (倍)       | 16.93 | 13.07 | 10.86 | 8.78   |
| P/B (倍)       | 4.91  | 3.57  | 2.86  | 2.30   |
| EV/EBITDA (倍) | 7.77  | 5.40  | 4.33  | 3.66   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>1 预计资产注入增厚 EPS 0.83 元 .....</b> | <b>5</b>  |
| 1.1 收购资产盈利情况 .....                 | 5         |
| 1.2 集团承诺资产情况 .....                 | 7         |
| <b>2 传统业务：老牌龙头焕发新活力 .....</b>      | <b>10</b> |
| 2.1 冰洗龙头地位稳固 .....                 | 10        |
| 2.2 高端产品提升盈利能力 .....               | 12        |
| 2.3 日日顺渠道优势助力发展 .....              | 13        |
| 2.4 管理内功提升竞争力 .....                | 14        |
| <b>3 行业：三大需求推动家电行业持续增长 .....</b>   | <b>15</b> |
| 3.1 农村市场是未来家电行业的主要增长点 .....        | 15        |
| 3.2 更新换代推动城镇需求稳步增长 .....           | 18        |
| 3.3 产业转移助力出口增长 .....               | 20        |
| <b>4 盈利预测及估值 .....</b>             | <b>22</b> |
| 4.1 现有业务稳定增长 .....                 | 22        |
| 4.2 估值 .....                       | 23        |
| <b>5 风险因素 .....</b>                | <b>24</b> |
| 5.1 资产注入不确定性风险 .....               | 24        |
| 5.2 房地产调控风险 .....                  | 24        |
| <b>附录 .....</b>                    | <b>25</b> |
| 1.1 公司简介 .....                     | 25        |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 中性情境下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购） .....            | 5  |
| 图表 乐观情境下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购） .....            | 5  |
| 图表 悲观情境下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购） .....            | 6  |
| 图表 不同 PE 倍数、情景假设下股权收购 EPS 增厚情况 .....        | 6  |
| 图表 预测拟注入资产注入时间排序 .....                      | 6  |
| 图表 预测拟注入资产注入 EPS 增厚情况表（中性情景假设下现金收购预测） ..... | 7  |
| 图表 海尔集团、青岛海尔收入（单位：亿元） .....                 | 7  |
| 图表 集团海外控股工厂情况 .....                         | 8  |
| 图表 三菱重工海尔 .....                             | 9  |
| 图表 海尔模具 .....                               | 9  |
| 图表 海尔特钢 .....                               | 10 |
| 图表 青岛海尔各产品市场地位及业务展望 .....                   | 11 |
| 图表 2010 年冰箱市场份额 .....                       | 11 |
| 图表 2010 年洗衣机市场份额 .....                      | 11 |
| 图表 卡萨帝发展大事记 .....                           | 12 |
| 图表 海尔各产品均价情况 .....                          | 12 |
| 图表 卡萨帝子品牌与海尔品牌产品均价对比 .....                  | 12 |
| 图表 2010 年海尔冰箱均价对比 .....                     | 13 |
| 图表 2010 年海尔洗衣机均价对比 .....                    | 13 |
| 图表 日日顺 .....                                | 13 |
| 图表 存货周转天数 .....                             | 14 |
| 图表 应收账款周转天数 .....                           | 14 |
| 图表 资产减值准备占营业收入比 .....                       | 15 |
| 图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户） .....                 | 16 |
| 图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户） .....                | 16 |
| 图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户） .....                 | 16 |
| 图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户） .....                 | 16 |
| 图表 城镇农村人均年可支配收入情况（元/人） .....                | 17 |
| 图表 家电下乡销量（万台） .....                         | 17 |
| 图表 家电下乡、内销增速对比（2010 年 1-10 月同比增速） .....     | 17 |
| 图表 苏宁大陆地区连锁店分布（家） .....                     | 18 |
| 图表 2010H 苏宁可比店面销售增速 .....                   | 18 |
| 图表 家电以旧换新销量、销售额 .....                       | 18 |
| 图表 空调产品需求结构 .....                           | 19 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 2009 年我国空调销量构成 .....            | 19 |
| 图表 冰箱产品需求结构 .....                  | 19 |
| 图表 2009 年我国冰箱销量构成 .....            | 19 |
| 图表 洗衣机产品需求结构 .....                 | 20 |
| 图表 2009 年我国洗衣机销量构成 .....           | 20 |
| 图表 保障房建设拉动的家电需求 .....              | 20 |
| 图表 全球家电产能分布情况 .....                | 21 |
| 图表 各品类 07-10 年出口复合增速 .....         | 21 |
| 图表 冰洗空市场需求预测（单位：万台） .....          | 21 |
| 图表 公司分业务收入假设 .....                 | 22 |
| 图表 可比公司估值水平(2011 年 5 月 30 日) ..... | 23 |
| 图表 集团近年来资产整合、降低关联交易情况 .....        | 24 |
| 图表 青岛海尔营业收入历史情况 .....              | 25 |
| 图表 青岛海尔净利润历史情况 .....               | 25 |
| 图表 青岛海尔分业务收入情况（百万元） .....          | 25 |
| 图表 青岛海尔 2010 年各业务收入占比（%） .....     | 25 |
| 图表 青岛海尔股权结构图 .....                 | 26 |

## 1 预计资产注入增厚 EPS 0.83 元

**集团承诺资产注入** 据公司 11 年 1 月公告，海尔集团承诺自 2011 年起，在 5 年内通过资产注入、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，做大做强。拟注入资产包括 1) 集团海外白色家电资产，包含海外 4 个从事冰、洗、空的控股制造工厂。2) 合资参股的白电资产，包括三菱重工海尔和青岛海尔开利以及其他白电企业。3) 家电上游资产和业务，包括模具、特钢、新材料等。另外集团支持将海外贸易业务注入上市公司，原材料采购方面集团支持青岛海尔自行采购，或将零部件集采业务注入上市公司，预计将关联交易降低到 30% 以下，进一步实现上下游产业一体化发展。4) 其他家电相关资产，包括彩电、家居业务等。

### 1.1 收购资产盈利情况

**我们预计注入资产增厚 EPS 0.83 元** 不考虑各项资产未来收入的增长情况，不考虑股本摊薄（假设现金收购），各情景假设下注入资产收入和盈利情况如下表所示。在中性情景假设下，注入资产 2010 年收入 463 亿元，增厚 77%，净利润 11.19 亿元，现金收购下增厚 EPS 0.83，增厚青岛海尔 2010 年 EPS 的 55%。

**图表 中性情境下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购）**

| 业务     | 10 年收入<br>(推算数) | 收入增厚<br>(%) | 净利润率假<br>设       | 10 年净利润<br>(推算数) | EPS<br>(按 13.40 亿股) | EPS 增厚<br>(%) |
|--------|-----------------|-------------|------------------|------------------|---------------------|---------------|
| 海外白电   | 300 亿元          | 50%         | 2%               | 6 亿元             | 0.45                | 29%           |
| 合资白电资产 | 30 亿元           | 5%          | 8%               | 1.13 亿元          | 0.08                | 6%            |
| 家电上游资产 | 28 亿元           | 5%          | 7%               | 1.96 亿元          | 0.15                | 10%           |
| 其他家电资产 | 105 亿元          | 17%         | 彩电 1.8%<br>家居 6% | 2.3 亿元           | 0.15                | 10%           |
| 合计     | 463 亿元          | 77%         |                  | 11.19 亿元         | 0.83                | 55%           |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图表 乐观情景下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购）**

| 业务     | 10 年收入<br>(推算数) | 收入增厚<br>(%) | 净利润率假<br>设       | 10 年净利润<br>(推算数) | EPS<br>(按 13.40 亿股) | EPS 增厚<br>(%) |
|--------|-----------------|-------------|------------------|------------------|---------------------|---------------|
| 海外白电   | 300 亿元          | 50%         | 3%               | 9 亿元             | 0.67                | 44%           |
| 合资白电资产 | 30 亿元           | 5%          | 8%               | 1.13 亿元          | 0.08                | 6%            |
| 家电上游资产 | 28 亿元           | 5%          | 8%-9%            | 2.4 亿元           | 0.18                | 12%           |
| 其他家电资产 | 110 亿元          | 19%         | 彩电 2.5%<br>家居 6% | 2.8 亿元           | 0.23                | 15%           |
| 合计     | 463 亿元          | 77%         |                  | 15.63 亿元         | 1.17                | 77%           |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图表 悲观情境下承诺注入资产盈利能力情况（现金收购）**

| 业务     | 10 年收入<br>(推算数) | 收入增厚<br>(%) | 净利润率假<br>设       | 10 年净利润<br>(推算数) | EPS<br>(按 13.40 亿股) | EPS 增厚<br>(%) |
|--------|-----------------|-------------|------------------|------------------|---------------------|---------------|
| 海外白电   | 250 亿元          | 41%         | 1%               | 2 亿元             | 0.19                | 12%           |
| 合资白电资产 | 20 亿元           | 3%          | 8%               | 0.75 亿元          | 0.06                | 4%            |
| 家电上游资产 | 28 亿元           | 5%          | 5%               | 1.4 亿元           | 0.1                 | 7%            |
| 其他家电资产 | 85 亿元           | 14%         | 彩电 1.5%<br>家居 3% | 1.35 亿元          | 0.1                 | 7%            |
| 合计     | 383 亿元          | 63%         |                  | 6 亿元             | 0.45                | 29%           |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

上市公司现金充足，有现金收购的能力。青岛海尔净负债率为负数，在资产负债表上体现为净现金。在中性情境下，注入资产 2010 年净利润 11.19 亿元，以 10 倍 PE 收购价计算，我们假设全部借款现金收购，测算现金收购后净负债率在 12%（假设注入资产 ROE15%），我们认为公司现金充裕，即使完全采用借款现金收购方式，净负债率也在可控范围之内。

股权收购下，按 10 倍 PE 定价测算，中性情景下增厚 EPS 0.29 元。假设公司以增发普通股的方式收购集团资产（以 27 元增发价计算），在不同 PE 收购倍数下，各情景假设的 EPS 增厚情况如下表所示。

**图表 不同 PE 倍数、情景假设下股权收购 EPS 增厚情况**

|          |    | 收购 PE 倍数 |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------|----|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|          |    | 6        | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 13   | 14   |
| 盈利假<br>设 | 乐观 | 0.61     | 0.54 | 0.47 | 0.41 | 0.35 | 0.30 | 0.12 | 0.10 | 0.08 |
|          | 中性 | 0.48     | 0.43 | 0.38 | 0.33 | 0.29 | 0.24 | 0.20 | 0.16 | 0.12 |
|          | 悲观 | 0.27     | 0.24 | 0.22 | 0.19 | 0.17 | 0.14 | 0.25 | 0.20 | 0.15 |

资料来源：东方证券研究所

预计首先注入家电上游资产的可能性最大 另外我们从各项拟注入资产的业务成熟度、与公司现有业务的关联程度、注入复杂程度三个维度考量，对各项资产注入的先后顺序进行排序，但实际注入进度及顺序存在不确定性。按照以上三个维度判断，家电上游资产首先注入的可能性最大，按照我们的测算，该项资产 2010 年净利润 1.96 亿元。

**图表 预测拟注入资产注入时间排序**

| 业务     | 业务成熟度<br>(1 为最成熟) | 与现有业务关联程度<br>(1 为关联度最大) | 注入复杂程度<br>(4 为最复杂) | 注入时间排序 |
|--------|-------------------|-------------------------|--------------------|--------|
| 海外白电   | 2                 | 2                       | 4                  | 2      |
| 合资白电资产 | 3                 | 3                       | 3                  | 3      |
| 家电上游资产 | 1                 | 1                       | 1                  | 1      |
| 其他家电资产 | 4                 | 4                       | 2                  | 4      |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图表 预测拟注入资产注入 EPS 增厚情况表（中性情景假设下现金收购预测）**

|      | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 海外白电 | -     | -     | 0.52  | 0.54  | 0.57  |
| 合资白电 | -     | -     | -     | 0.10  | 0.11  |
| 家电上游 | 0.15  | 0.16  | 0.17  | 0.18  | 0.19  |
| 其他白电 | -     | -     | -     | -     | 0.20  |
| 合计   | 0.15  | 0.16  | 0.69  | 0.82  | 1.07  |

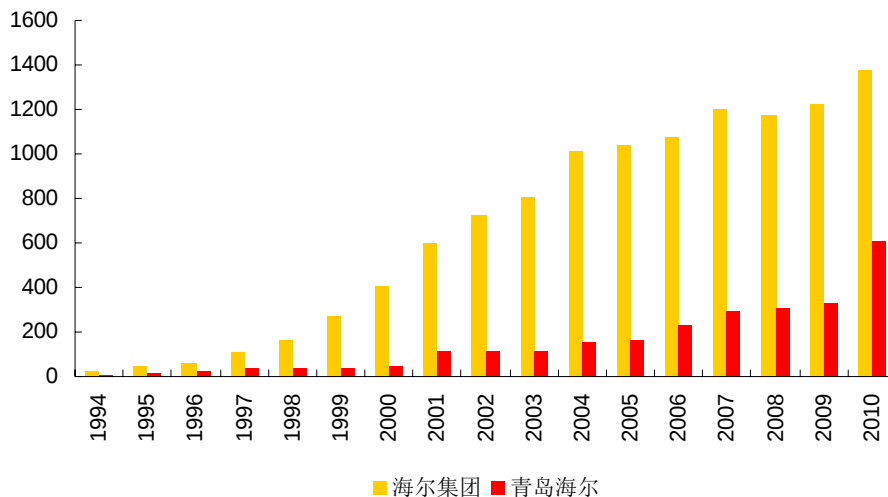
注入资产盈利情况及注入时间先后顺序均为预测数

假设各项注入业务净利润年复合增长率为 5%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 1.2 集团承诺资产情况

**增厚 EPS 0.87 元（现金收购下）** 我们简单推算以上 4 块业务在中性情景假设下，2010 年实现的收入在 460 亿元左右，净利润在 11.6 亿元左右，在不考虑股本摊薄情况下，按照目前青岛海尔的股本测算，可增厚青岛海尔 EPS 0.87 元。

**图表 海尔集团、青岛海尔收入（单位：亿元）**


资料来源：公司网站、东方证券研究所

### 1.2.1 海外白电业务

海尔集团的海外白电业务包括美国、意大利、印度、泰国 4 个从事冰、洗、空的海外控股制造工厂。另外集团在全球共有 29 个制造基地，在马来西亚、印尼、孟加拉、越南等国、巴基斯坦、伊朗、尼日利亚、约旦、突尼斯等国家均有合资工厂。与我国大多数家电企业以 OEM 出口为主不同的是，海尔在出口上采

取先难后易的战略，首先以自主品牌进入欧美市场，打响品牌后开拓新兴市场。海尔家电出口自主品牌占比高，产品定位中高端，已在欧美等成熟市场建立了较高的品牌认可度。据德国 IFR 对当地市场销售的冰箱“平均售价”监测显示：售价前三名的冰箱品牌是德国利勃海尔、米勒、海尔冰箱，平均售价依次为 928 欧元、891 欧元、855 欧元，均高出行业平均。高于行业平均的售价也显示出海尔自主品牌在海外市场具有较强的竞争力。

按照海尔集团 2010 年海外收入 55 亿美元推算，海外工厂 2010 年的收入规模在 300 亿元左右，参照惠而浦等海外白电公司在 2%-3% 的净利润率，中性假设下按 2% 净利润率推算集团海外工厂的净利润为 6 亿元。

**图表 集团海外控股工厂情况**

| 海外控股工厂 | 简介                                                                       | 市场地位                                                  | 盈利能力                                              |
|--------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 美国     | 1999 年，海尔在南卡州建立了海尔工业园，目前海尔在洛杉矶的设计中心、纽约的营销中心，南卡州的生产中心构成了海尔在美国三位一体的本土化研产销。 | 2003 年获得全美产品设计“金锤”奖，顺利入驻美国前十大连锁集团，获得“最佳供货商”，“免检供货商资格” |                                                   |
| 意大利    | 2001 年海尔并购了意大利迈尼盖蒂冰箱厂，另外加上法国里昂和荷兰阿姆斯特丹的设计中心，米兰的营销中心，海尔在欧洲实现了三位一体的本土化经营。  |                                                       | 按照海尔集团 2010 年海外收入 55 亿美元推算，海外工厂 2010 年在 300 亿元左右。 |
| 印度     | 2007 年海尔收购了印度一家冰箱工厂，目前海尔在印度已发展到近 3000 个销售网点，14 个海尔展示厅                    | 已进入了印度 10 大经销商的 8 家                                   |                                                   |
| 泰国     | 2007 年，收购了原属于日本三洋的泰国冰箱厂，成为泰国第二大冰箱制造商                                     | 辐射东南亚市场，买来西亚、泰国、新加坡、印尼                                |                                                   |

资料来源：公司网站、公司公告、东方证券研究所

### 1.2.2 合资参股白电资产

合资参股白电资产包括三菱重工海尔和海尔开利，推算 2010 年收入 30 亿元，商用空调及冷藏业务盈利能力较强，按 8% 净利润率推算公司合资参股白电资产净利润为 1.13 亿元。

**三菱重工海尔：**由三菱重工工业株式会社与海尔集团合资组建，海尔集团持有 45% 的股份。公司拥有 20 万台的家用中央空调和中央商用空调产能，是三菱重工在海外最大的商用空调生产基地，也是三菱重工在海外的最大出口基地。

**图表 三菱重工海尔**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**青岛海尔开利：**2001 年成立，海尔集团持有 49% 的股份，生产冷冻、冷藏设备。充分满足大、中、小型超市、商场、酒店等各类客户对冷冻冷藏设备的需求，已成为家乐福在亚太地区的最大冷冻设备供应商，合作伙伴包括沃尔玛、家乐福、大润发、易初莲花、好又多、苏果、大商等一大批国内外连锁巨头。

### 1.2.3 家电上游资产业务

集团家电上游资产包括海尔模具、海尔特钢及海尔新材料，推算 2010 年集团家电上游业务收入规模在 28 亿元左右，中性假设下按 7% 的净利润率，推算净利润共计 1.96 亿元。

**海尔模具：**中外合资企业。专业于家用电器、电子类、汽车类、精密类产品模具。2005 年生产能力 1400 套中型模具，最大模具重量为 60 吨。现有员工 1000 余人，其中 C3P (CAD/CAM/CAE/PDM) 专业工程师 200 余人，拥有国际最先进的三维定位测量设备和制造加工设备。2010 年青岛海尔年报显示，公司向海尔模具的关联采购额为 6.1 亿元，推算海尔模具 2010 年收入规模在 10 亿元左右，主营黑电模具的上市公司毅昌股份 8% 左右的净利率，保守按 7% 净利润率推算海尔模具 10 年的利润在 0.7 亿元左右。

**图表 海尔模具**

| 模具分类     | 收入情况     | 产品                                       | 客户                               | 盈利能力                                       |
|----------|----------|------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------------|
| 家用电器、电子类 | 收入占比 58% | 各类家电模具。彩电、空调、洗衣机、冰箱等整机模具制作周期 75 天以内。     | 除为海尔集团配套外，客户还包括三星、LG、佳能、三洋等      | 2010 年青岛海尔关联采购 6.1 亿元，推算 2010 年收入为 10 亿元左右 |
| 汽车类      | 收入占比 35% | 仪表板、保险杠、门板、外饰及内部功能件等。2005 年汽车模具产值 9 千多万。 | 大众、奥迪、通用、福特、丰田、三菱、本田、一汽、上汽、北汽福田等 |                                            |
| 精密类      | 收入占比 7%  | 手机、军用护目镜、士兵头盔、显示仪等通讯、精密器械、光学产品           | 佳能、欧姆龙                           |                                            |

资料来源：公司网站、东方证券研究所

**海尔特钢：**国内家电复合材料龙头企业，2011 年产能达到 31 万吨，成功开发 PEM、PPM 彩板。产品体系从最初的第一代 PCM 和第二代 VCM 产品，发展到拥有自主知识产权的第三代 PEM 彩板和第四代 PPM 彩板。产品应用从冰箱、洗衣机、空调拓展到电视、音响、视听设备等黑电领域以及电脑商用领域。

海尔彩板除为海尔集团做专业配套服务外，还积极开拓集团外彩板市场，目前已成功开拓 GE、三星、松下、LG 等家电品牌用户及富士康等品牌 OEM 合作商。比照同类上市公司禾盛新材 2010 年销售 10 万吨，收入 10.6 亿元，0.95 亿元，禾盛新材净利率 9% 左右。中性假设下简单推算海尔特钢 2010 年收入 16 亿元，净利润 1.12 亿元。

**图表 海尔特钢**

| 公司    | 2007 年产量<br>(万吨) | 产品定位                                 | 市场份额<br>(2007 年) | 盈利能力<br>(2010 年)            |
|-------|------------------|--------------------------------------|------------------|-----------------------------|
| 海尔特钢  | 8                | 家电用材，主要为集团内家电产品提供配套                  | 30%              | 推算收入在 16 亿元左右，净利润在 1.1 亿元左右 |
| 禾盛新材  | 4.57             | 家电用复合材料                              | 20%              | 收入 10.6 亿元，净利润 0.95 亿元      |
| 珠海拾比佰 | 3                | 家电用 VCM 及天花板等室内装饰材料                  | 10%              |                             |
| 苏州新颖  | 2.4              | 家电用复合材料                              | 10%              |                             |
| 苏州同信  | 2                | 韩国同信设立，主要产品为建材用的耐污染彩板、家电高光覆膜产品及书写板材等 | 8%               |                             |

海尔特钢盈利能力为推算数

资料来源：公司公告、Euromonitor、产业在线、东方证券研究所

**海尔新材料：**对高性能专用工程塑料、特殊性能改性工程塑料、纳米新材料等进行开发、生产和销售，年生产能力 7 万吨。已经成功开发出阻燃、增强、耐候、耐热、PVC、塑料合金、汽车专用、纳米等八大系列 140 多种规模的产品群，广泛应用于家电、汽车、通讯、建筑材料、国防等各个领域。年产能 9 万吨。2009 年公司关联采购 3600 多万。

#### 1.2.4 其他家电相关资产

**彩电业务：**海尔是彩电二线品牌，国内品牌第六，市占率 5% 左右，位于海信、创维、康佳、TCL、长虹之后。按市占率推算海尔彩电 2010 年销售规模在 100 亿元左右，按 1.8% 净利率，净利润 1.8 亿元。

**家居业务：**包括家居设计装修、整体厨房、整体卫浴。该业务主要与房地产商进行合作，目前市占率行业前十，未来随着精装修房占比的提升以及依托海尔集团整体家电、家居的实力，预计该业务未来发展势头良好。

## 2 传统业务：老牌龙头焕发新活力

### 2.1 冰洗龙头地位稳固

公司冰箱、洗衣机是行业的绝对龙头，多年来一直占据行业第一位置。市场担心美的等品牌在冰、洗行业的崛起会影响到海尔的市场份额，而我们认为美的等品牌的崛起会提高冰、洗行业的集中度，在这过

程中更多的是挤压小企业的市场份额。公司在行业竞争中通过提升产品竞争力，提升生产管理效率，注重以“质”的竞争来稳固行业龙头地位。

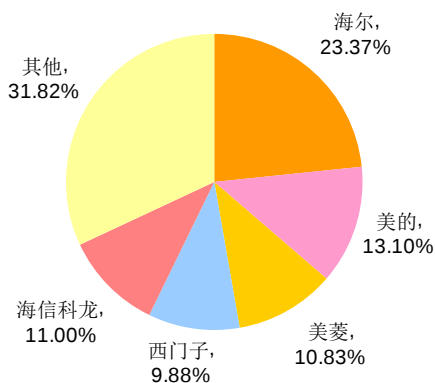
公司的空调业务优势不明显，居格力、美的之后，位列第三。2010 年，海尔推出无氟变频空调、除甲醛空调、加湿美容系列空调等满足消费者需求的利基产品，旨在为消费者提供“舒适空气环境”，取得细分市场优势。

**图表 青岛海尔各产品市场地位及业务展望**

|                  | 冰箱                  | 洗衣机                                 | 空调                                   | 热水器                                             |
|------------------|---------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 2010 年收入<br>(亿元) | 228 亿元              | 115.35 亿元                           | 113.96 亿元                            | 31.25 亿元                                        |
| 市场地位             | 全球市占率 10.8%<br>(第一) | 全球市占率 9.1%<br>(第一)                  | 内销市占率 8%<br>(第三)                     | 全球市占率 19.3%<br>(第一)                             |
|                  | 国内市占率 23%<br>(第一)   | 国内市占率 23%<br>(第一)                   |                                      | 国内市占率<br>28.37%(第一)                             |
|                  |                     |                                     |                                      |                                                 |
| 业务展望             | 国内市场：高端产品的竞争力持续上升   | 国内市场：一二级推高端产品，利用日日顺渠道提升三四级市场份额      | 国内市场：通过无氟变频、除甲醛空调等领先细分市场，利用日日顺开发农村市场 | 国内市场：产品持续升级、社区店深入发展、顾问式销售模式                     |
|                  | 海外市场：继续以高端差异化产品为切入点 | 海外市场：持续推进欧洲、美国、日本三个重点市场，从“走进”到“走上去” | 海外市场：以创造用户需求、创造客户价值为方向               | 海外市场：大客户及专业化为导向。持续推进印度、俄罗斯、澳洲三个重点市场，从“走进”到“走上去” |

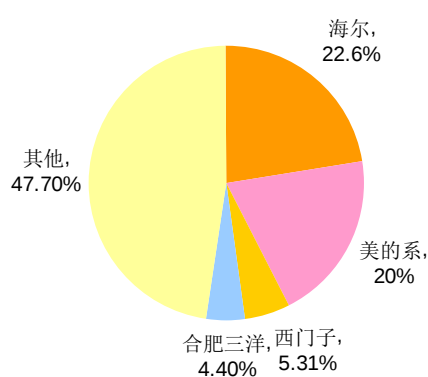
资料来源：公司公告、Euromonitor、产业在线、东方证券研究所

**图表 2010 年冰箱市场份额**



资料来源：产业在线、东方证券研究所

**图表 2010 年洗衣机市场份额**



资料来源：产业在线、东方证券研究所

## 2.2 高端产品提升盈利能力

海尔自 2007 年推出冰箱高端子品牌卡萨帝以来，卡萨帝产品在海外屡获设计大奖，其法式对开门冰箱引致美国 GE、德国利勃海尔、韩国 LG 的模仿，法国的第二大杂志《60 million》刊登的消费者最满意冰箱的调查显示，海尔卡萨帝意式三门冰箱满意度名列第一，并且以 700 欧元的价位高于伊莱克斯的 400 欧元。卡萨帝品牌经过多年运作，已经获得了市场的认可，大大提升了海尔在高端市场的竞争力。目前卡萨帝已从最初单一的冰箱产品拓展到冰箱、洗衣机、空调、酒柜、厨房电器等 9 大类产品系列。

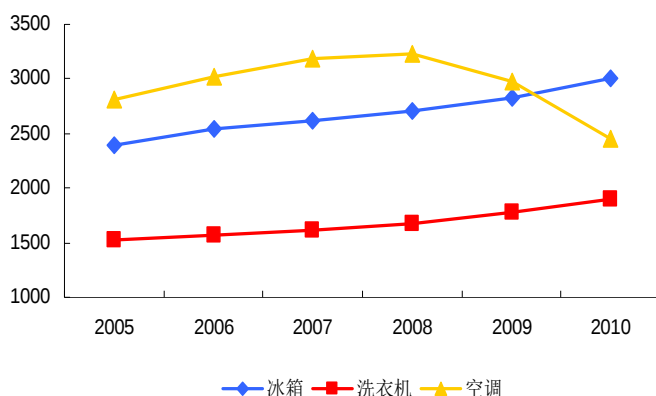
图表 卡萨帝发展大事记

|            |                                              |
|------------|----------------------------------------------|
| 2007 年     | 卡萨帝冰箱获德国 IF 设计大奖                             |
| 2008 年 3 月 | 卡萨帝意式三门冰箱获得德国红点至尊奖，是中国冰箱业首次夺取该项大奖。           |
| 2008 年 5 月 | 卡萨帝法式对开门冰箱获得第 24 届美国金锤奖                      |
| 2008 年 6 月 | 卡萨帝获得德国 Plus X Award，也是卡萨帝第三次获欧洲权威机构认可       |
| 2008 年 9 月 | 卡萨帝三门冰箱获美国《商业周刊》评选的国际杰出设计奖                   |
| 2009 年 9 月 | 2009 年德国 IFA 展会上，卡萨帝法式对开门冰箱获得 2009 年度最佳技术创新奖 |
| 2009 年 9 月 | 卡萨帝推出复式大滚筒洗衣机，获得“十大节能明星产品”大奖                 |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

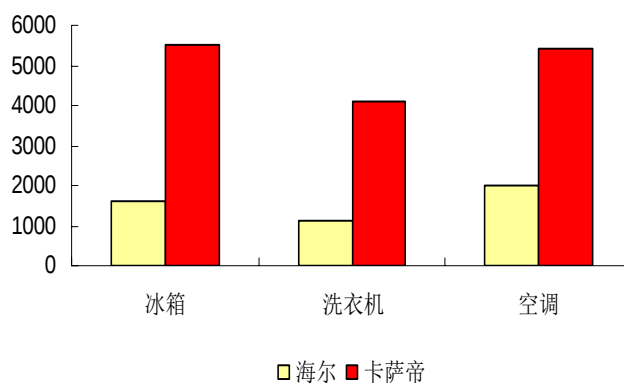
海尔坚持提升产品竞争力，注重以“质”取胜的竞争策略。从中怡康统计数据来看，海尔各品类产品均价近年来不断提升，冰洗产品均价高于国内品牌均价。目前冰箱产品中卡萨帝销售收入占比不足 4%，洗衣机、空调产品在 1% 以下。而卡萨帝高端品牌各产品均价大大高于海尔品牌，同品类产品价格是海尔产品的 2-3 倍。我们预计随着公司卡萨帝品牌运作的推进，卡萨帝子品牌占比提高公司整体的盈利能力。

图表 海尔各产品均价情况



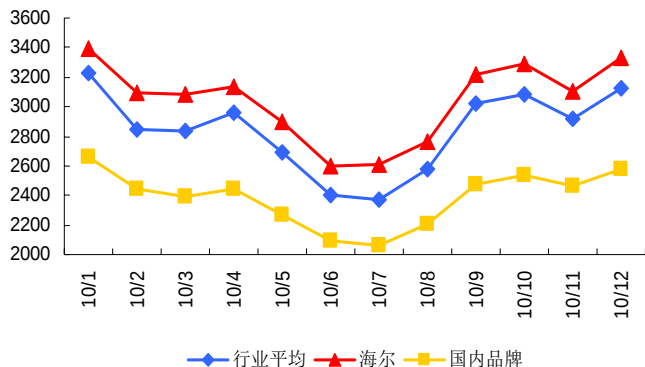
资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 卡萨帝子品牌与海尔品牌产品均价对比



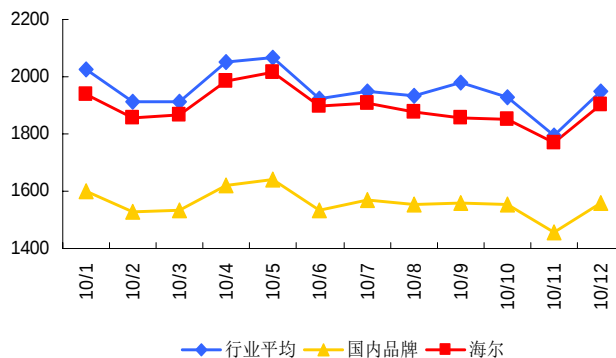
资料来源：东方证券研究所

图表 2010 年海尔冰箱均价对比



资料来源：中怡康、东方证券研究所

图表 2010 年海尔洗衣机均价对比



资料来源：中怡康、东方证券研究所

## 2.3 日日顺渠道优势助力发展

日日顺渠道为海尔在三四级市场提供有力支持 海尔电器旗下的日日顺定位于三四级市场的 B2B 分销业务，涵盖销售、物流、服务三大网络，目前已经发展了 7000 多家县级分销网点，3 万个乡镇级网点，三四级市场覆盖率高，为公司在家电行业竞争提供强大的渠道支持。我们预计随着三四级市场容量的进一步扩大以及日日顺三大网络的进一步完善，日日顺渠道对公司各产品在三四级市场销售的支持效应将进一步体现。

图表 日日顺

|    | 情况                                                                                                                                                                                             | 盈利能力                                      |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 销售 | 包括日日顺电器、海尔专卖店、日日顺 e 家（销售 3C 产品）、日日顺乐家。目前，日日顺销售渠道在全国县级市场发展了 7000 多家县级零售店（6000 家海尔专卖店，700 多家日日顺电器），覆盖 90%以上的县；3 万个乡镇级的网点，覆盖全国超过 65% 的乡镇，并在 13 万个乡村建立了村级服务联系站。除传统的渠道外，日日顺也大局进军网络销售，包括日日顺乐家、全时电器网。 | 代理海尔产品的毛利率在 2-3%，代理非海尔品牌产品毛利较高，大部分在 5-7%。 |
| 物流 | 日日顺物流在全国具有 91 个一级物流配送中心，2000 个县级专卖店二级配送站，具有成熟领先的全程可视且与客户实时互动的 IT 系统，以及贯穿供应链全程的一体化全面服务能力，能够实现在 150 公里范围内 24 小时送货，250 公里范围内 48 小时送货。客户（经销商和零售商）提前一个月下单，提前一周锁定订单，验票、开票、送货等流程快速完成。                 | 毛利率 7.7%-8.5%                             |
| 服务 | 日日顺服务网在全国建立了 3000 家星级服务中心，1 万个乡镇服务站，可以在 24 小时之内入户服务。                                                                                                                                           |                                           |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

**非海尔品牌销售** 2010 年日日顺销售规模为 282 亿元，其中非海尔产品收入在 20 亿元左右。日日顺销售的非海尔产品主要是缺乏三四级渠道的外资品牌（GE、惠而浦、宏基、索尼、三星等）和与海尔竞争关系不强的国内品牌（创维、苏泊尔、爱仕达、华硕等）。日日顺代理海尔产品的毛利率在 2-3%，代理非海尔品牌产品毛利在 5-7%。未来随着日日顺在三四级市场销售网络的不断完善，非海尔品牌的销售占比有望得到提升，从而为公司提供稳定的收入来源。

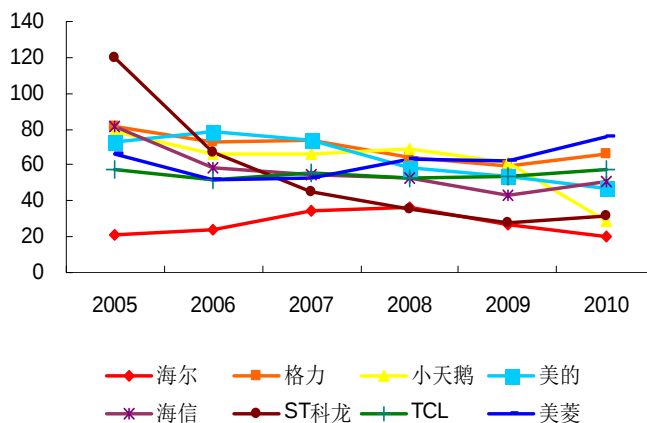
## 2.4 管理内功提升竞争力

### 2.4.1 零库存提升营运能力

公司 08 年下半年开始实行零库存战略，使海尔的存货周转率和应收账款周转率在行业内保持在较高水平。海尔的零库存依托于集团的物流系统，海尔集团是国内最早将物流管理引入制造体系的家电制造商，建立了国际先进水平的物流系统，通过三个 JIT（JIT 采购、JIT 送料、JIT 配送），实现以时间消灭空间，达到零库存的创新目标，呆滞物资降低了 90%，仓库面积减少了 20 万平方米，下达定单的周期由原来的 7 天以上缩短为现在的 1 小时以内。

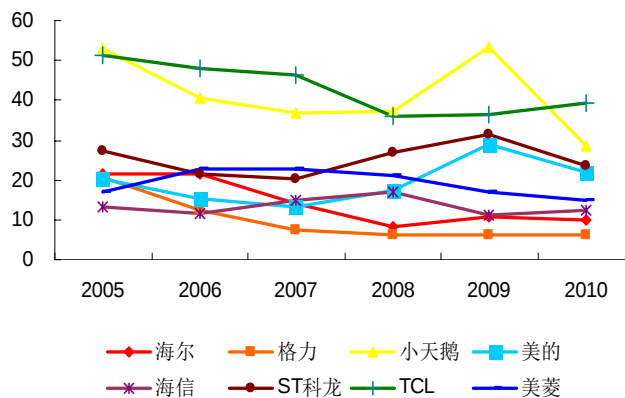
我们认为在集团公司物流、IT 系统的支持下实行的零库存战略降低了库存管理成本、加快了资金周转、也降低了家电更新换代不断加快下产品贬值的风险。海尔资产减值准备科目优于同行也体现出零库存管理对公司竞争力的提升。

图表 存货周转天数

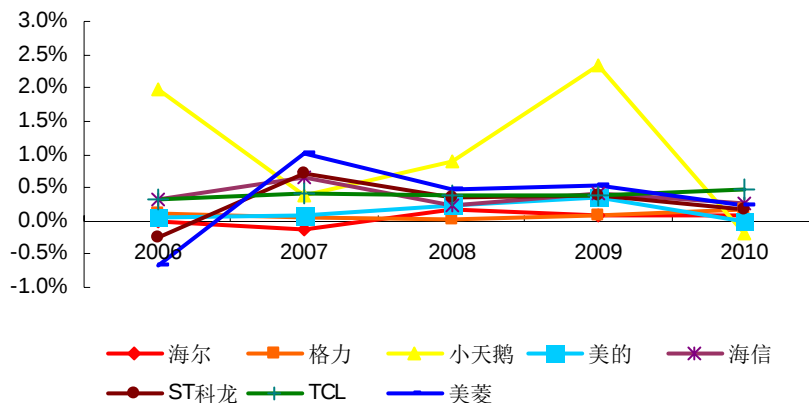


资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 应收账款周转天数



资料来源：WIND、东方证券研究所

**图表 资产减值准备占营业收入比**


资料来源：WIND、东方证券研究所

### 2.4.2 模块化生产提升效率

2010 年海尔开始实施模块化生产，目前完成了对六门冰箱等核心产品的模块化研发，将原来按型号区域企划转换为按平台企划，提升了研发与运营效率。模块化战略的进一步推进，可以缩短产品设计、测试、采购和生产制造周期，提升生产制造效率。

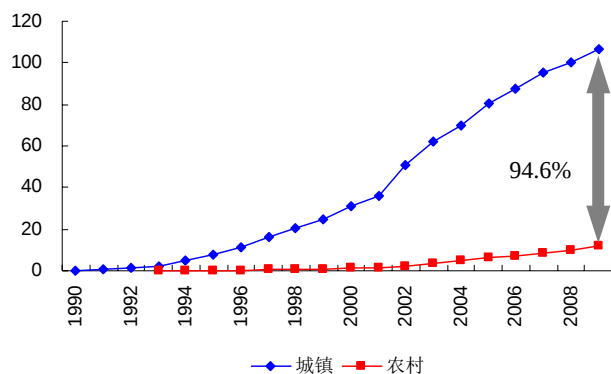
目前公司的模块化战略刚刚开始实施，还未体现出经济效益，我们认为在家电行业更新换代周期的加快，新产品推出速度加快，产品型号增多的行业背景之下，公司施行的模块化生产有助于提升公司的反应速度，提升产品设计、研发、制造的效率，这种生产管理的优化会增强公司的竞争力，最终会体现会盈利能力的提升。

## 3 行业：三大需求推动家电行业持续增长

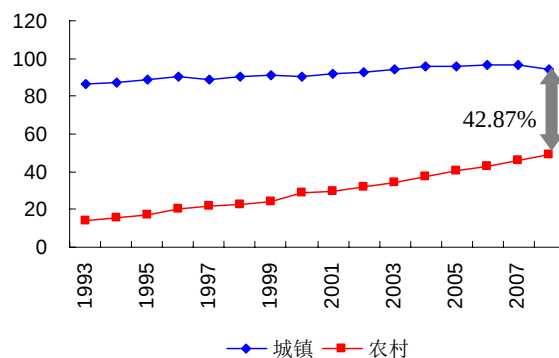
市场对我国家电行业未来是否能持续增长存在担忧，我们认为，1) 农村市场家电普及需求、2) 城镇存量家电更新需求、保障房建设拉动的城镇家电新置需求；3) 出口需求推动下，我国家电行业未来增长无忧，白电各品类未来 3 年将保持 14%-17% 的增长。

### 3.1 农村市场是未来家电行业的主要增长点

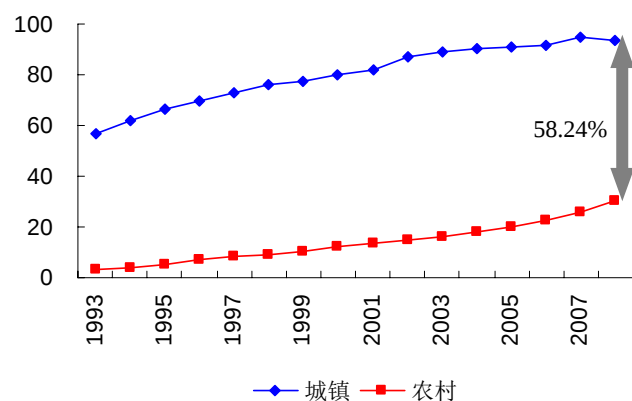
对比城镇家电需求保有量，农村居民的各品类家电保有量仍低，而农村居民的人均可支配收入已达到城镇居民当时家电需求大规模释放的水平。2009 年我国城镇居民和农村居民保有量差分别为空调 94.6%、洗衣机 42.87%、冰箱 58.24%、彩电 28.16%。各家电品类农村市场潜力仍大。我国家电协会发布的《十二五家电规划建议》指出，十二五末农村家庭家电普及程度有望达到城镇 20 实际 90 年代中后期水平，即冰箱每百户保有量 70~75 台，洗衣机百户保有量 80~85 台，空调百户保有量 25 台。

**图表 我国每百户居民空调保有量（台/百户）**


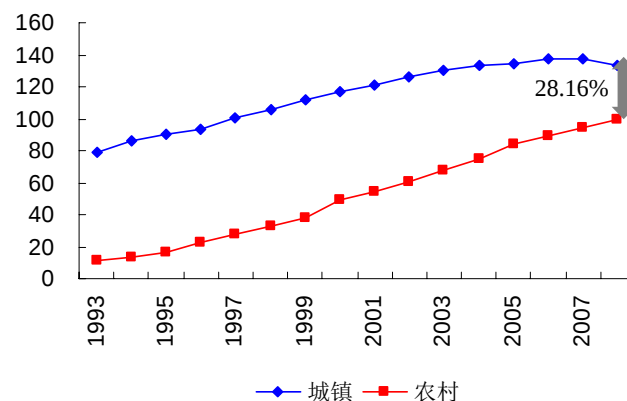
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

**图表 我国每百户居民洗衣机保有量（台/百户）**


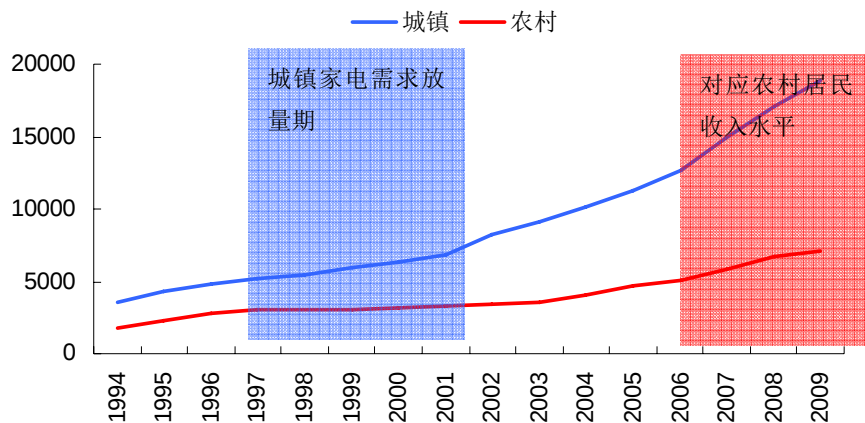
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

**图表 我国每百户居民冰箱保有量（台/百户）**


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

**图表 我国每百户居民彩电保有量（台/百户）**


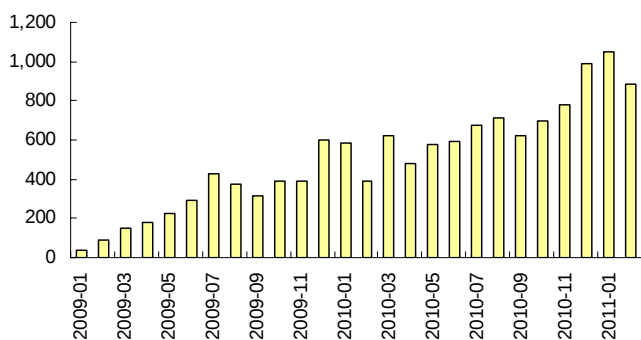
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

**图表 城镇农村人均年可支配收入情况（元/人）**


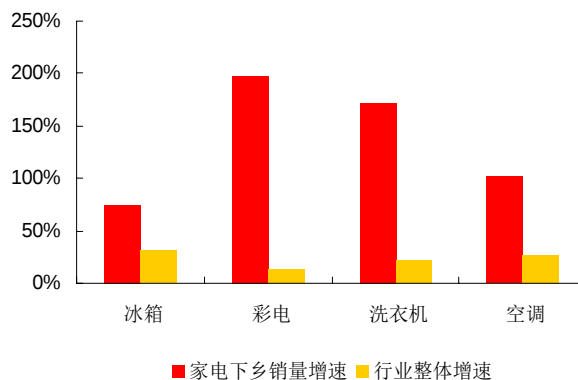
城镇为可支配收入，农村为纯收入

资料来源：国家统计局、东方证券研究所

家电下乡政策对农村家电需求起到了良好的拉动作用。近年来实施的家电下乡政策效果显著，推动了农村市场家电需求的释放。据商务部的数据 2010 年全国实现下乡销售 7726 万台，实现销售收入 1734 亿元，同比增长 123.32%，167.33%，远高于家电行业整体增速。我们预计未来农村市场的家电需求仍将保持高速增长态势。

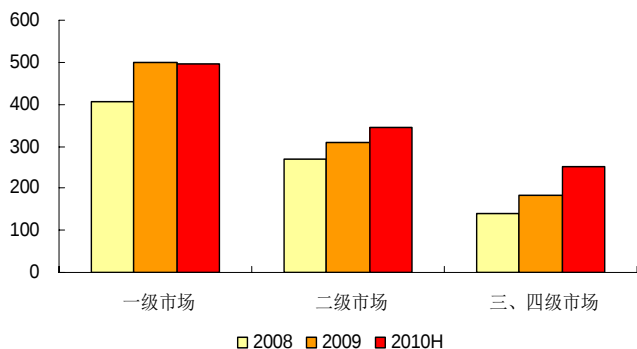
**图表 家电下乡销量（万台）**


资料来源：家电下乡信息系统、东方证券研究所

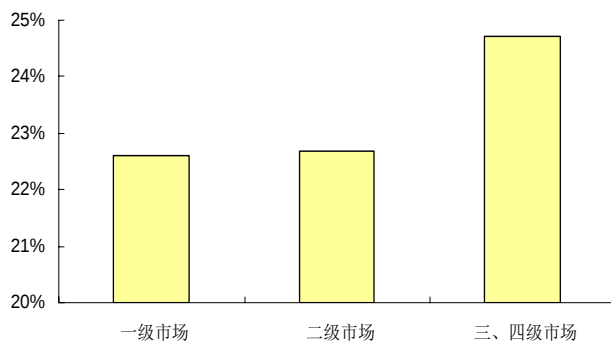
**图表 家电下乡、内销增速对比（2010 年 1-10 月同比增速）**


资料来源：家电下乡信息系统、产业在线、东方证券研究所

下游零售企业的数据也可以印证我们对于家电行业未来最大增长点在于农村市场的判断。苏宁三、四级市场的新开店数量要远大于一二级市场；另外，苏宁在三四级市场可比店面的销售同比增速高于一二级市场。

**图表 苏宁大陆地区连锁店分布（家）**


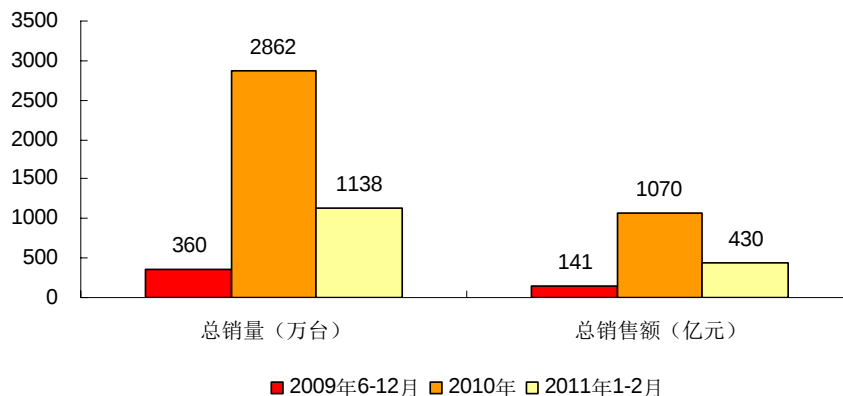
资料来源：苏宁公告、东方证券研究所

**图表 2010H 苏宁可比店面销售增速**


资料来源：苏宁公告、东方证券研究所

### 3.2 更新换代推动城镇需求稳步增长

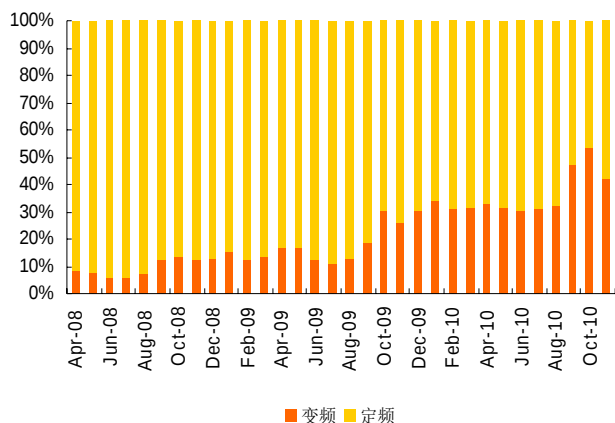
**存量家电的更新需求稳定增长。**20 世纪末、21 世纪初，城镇家庭大规模购置的家电逐步进入更新换代期，2009 年 6 月开始实施的以旧换新政策推动了城镇居民家电的更新换代、消费升级需求。据商务部数据，截至 2011 年 3 月 2 日，家电以旧换新拉动全国家电消费突破 1500 亿元，销售新家电 3971.5 万台，回收旧家电 4116.1 万台。2011 年 1-2 月，家电以旧换新销售新家电数量、销售额环比增长 27.2%、28.9%。近日，商务部副部长魏建国表示，2012 年家电以旧换新政策将延续，我们认为在以旧换新政策的推动下，未来两年，家电的更新换代需求将保持增长态势。

**图表 家电以旧换新销量、销售额**


资料来源：以旧换新信息系统、东方证券研究所

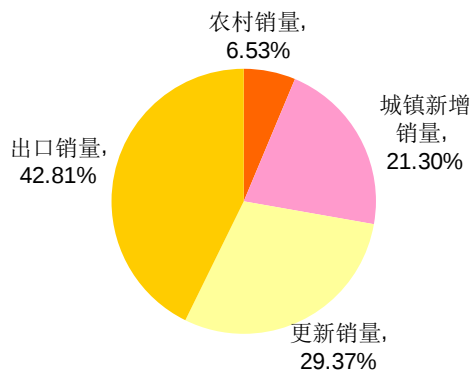
变频空调、滚筒洗衣机、多开门大容量冰箱的产品升级也加速了家电的更新需求。近年来白电各品类高端产品的销售占比逐步提高：变频空调 10 年销售占比在 30% 左右，个别月份达到 50%；滚筒洗衣机 10 年的销售占比已提升至 40%，消费升级趋明显。家电产品升级的趋势加速了存量家电的更新换代。

图表 空调产品需求结构



资料来源：中怡康、东方证券研究所

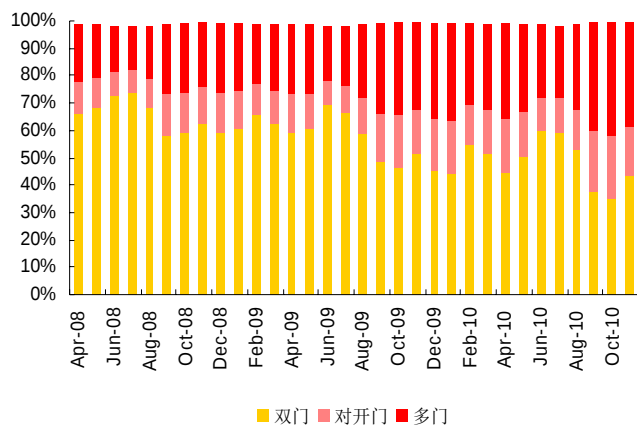
图表 2009 年我国空调销量构成



出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

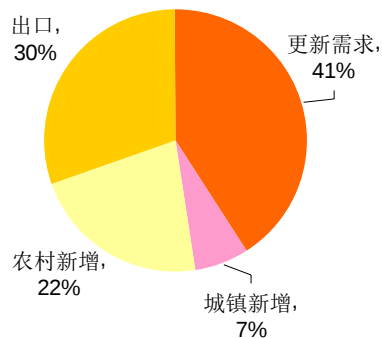
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 冰箱产品需求结构



资料来源：中怡康、东方证券研究所

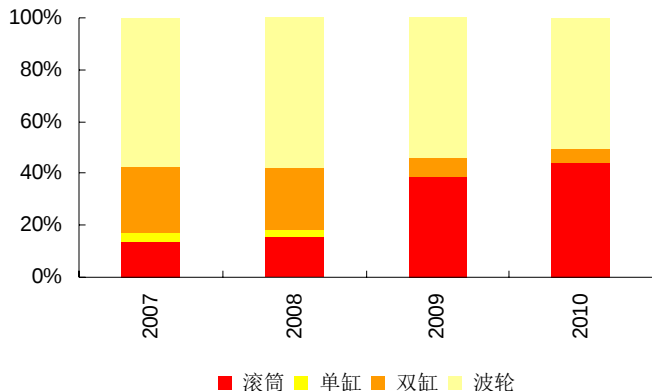
图表 2009 年我国冰箱销量构成



出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

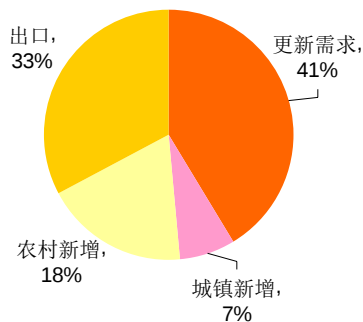
资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 洗衣机产品需求结构



资料来源：产业在线、东方证券研究所

图表 2009 年我国洗衣机销量构成



出口与总销量为产业在线数据，更新、城镇新增、农村销量为测算数

资料来源：产业在线、东方证券研究所

**保障房建设带动城镇新置家电需求。**十二五期间，我国规划建设保障房 3600 万套，其中 2011、2012 年分别建设 1000 套。我们保守按每年建设 700 万套保障房测算，未来 5 年，保障房拉动的空调需求达 728-770 万台每年，拉动冰箱及洗衣机需求 295-385 万台每年。

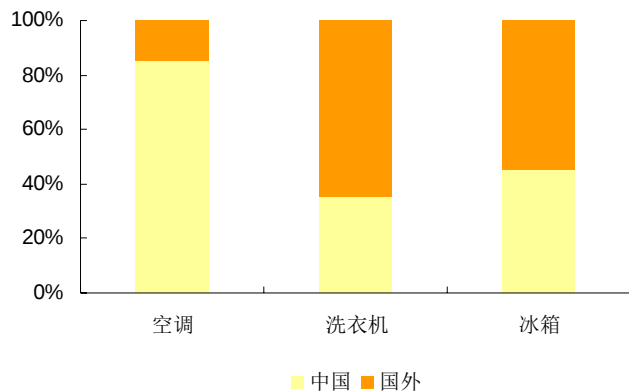
图表 保障房建设拉动的家电需求

|                | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 保障住房建设（万套）     | 590        | 700        | 700        | 700        | 700        | 700        |
| 交付（万套）         | 200        | 590        | 700        | 700        | 700        | 700        |
| 空调（万台） 2 台/户   | <b>200</b> | <b>590</b> | <b>728</b> | <b>770</b> | <b>770</b> | <b>770</b> |
| 购置率            | 50%        | 50%        | 52%        | 55%        | 55%        | 55%        |
| 冰箱（万台） 1 台/户   | <b>100</b> | <b>295</b> | <b>364</b> | <b>385</b> | <b>385</b> | <b>385</b> |
| 购置率            | 50%        | 50%        | 52%        | 55%        | 55%        | 55%        |
| 洗衣机（万台） 1 台/户  | <b>100</b> | <b>295</b> | <b>364</b> | <b>385</b> | <b>385</b> | <b>385</b> |
| 购置率            | 50%        | 50%        | 52%        | 55%        | 55%        | 55%        |
| 电视（万台） 1.2 台/户 | <b>144</b> | <b>425</b> | <b>504</b> | <b>504</b> | <b>504</b> | <b>504</b> |
| 购置率            | 60%        | 60%        | 60%        | 60%        | 60%        | 60%        |

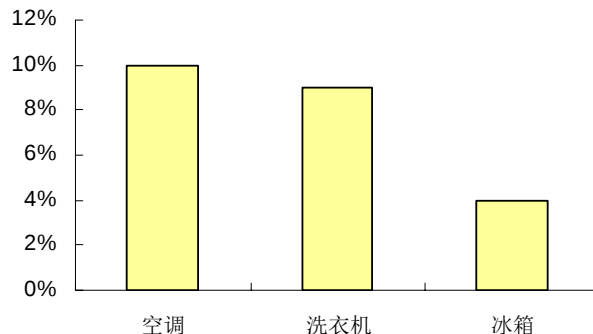
资料来源：东方证券研究所

### 3.3 产业转移助力出口增长

相比于空调，冰箱、洗衣机产业转移还不充分，我国产能占全球比重为 40%至 50%，我国庞大的家电需求、完善的产业集群以及日益提升的技术实力，我们预计未来冰箱及洗衣机产能的进一步转移将带动我国冰箱、洗衣机的出口增长。空调出口需求方面，新兴市场高速发展，10 年非洲增速达 100%以上，亚洲，拉美同比增速均超 50%，空调出口未来在新兴市场的带动下，成为未来出口需求的主要增长点。

**图表 全球家电产能分布情况**


资料来源：产业在线、东方证券研究所

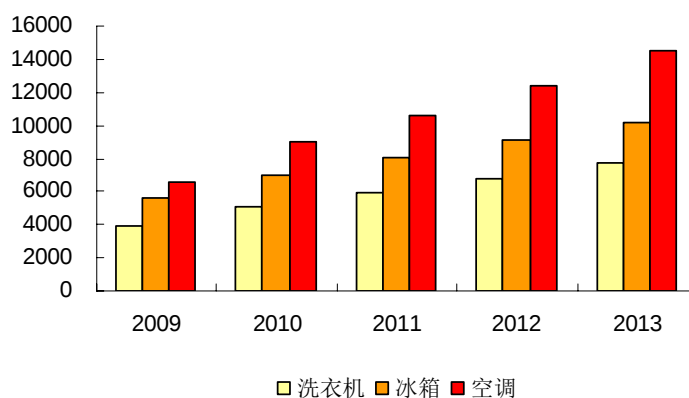
**图表 各品类 07-10 年出口复合增速**


冰箱品出口复合增速为 08 至 10 年

资料来源：产业在线、东方证券研究所

**自主品牌提升家电出口竞争实力。**《十二五家电发展规划建议》指出：十二五期间，中国家电企业要适时在国外建立生产基地，提高境外生产的比重，形成国际化的产业布局，自主品牌要进入国际主营销渠道，在国际市场中销售比重达 30%，发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3~5 个国际知名品牌，龙头企业自主品牌出口比例达到本企业出口量的 50% 以上。

综合各需求情况，我们预计未来 3 年，空调、冰箱、洗衣机将分别保持年均 17%，14%，15% 左右的增速。

**图表 冰洗空市场需求预测（单位：万台）**


资料来源：产业在线、东方证券研究所

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 现有业务稳定增长

在不考虑集团资产注入的情况下，我们预计公司 11-13 年收入增速分别为 27.37%，20.87%，16.59%，对应 11-13 年的 EPS 为 2.00、2.41 和 3.02 元。

**图表 公司分业务收入假设**

|      |           | 2009      | 2010      | 2011E     | 2012E     | 2013E      |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 销售收入（百万元） | 44,692.00 | 60,588.25 | 77,174.03 | 93,282.95 | 108,758.23 |
|      | 同比增速（%）   | 46.97%    | 35.57%    | 27.37%    | 20.87%    | 16.59%     |
|      | 综合毛利率(%)  | 27.73%    | 23.38%    | 23.47%    | 23.24%    | 23.08%     |
| 家用空调 | 销售收入（百万元） | 7,364.90  | 9,839.63  | 13,342.57 | 16,048.36 | 19,106.11  |
|      | 同比增速（%）   | -9.51%    | 33.60%    | 35.60%    | 20.28%    | 19.05%     |
|      | 毛利率(%)    | 26.01%    | 17.12%    | 20.00%    | 20.00%    | 20.00%     |
| 商用空调 | 销售收入（百万元） | 1,320.33  | 1,556.10  | 1,867.32  | 2,240.78  | 2,688.94   |
|      | 同比增速（%）   | -12.49%   | 17.86%    | 20.00%    | 20.00%    | 20.00%     |
|      | 毛利率(%)    | 21.08%    | 22.00%    | 24.00%    | 24.00%    | 24.00%     |
| 冰箱   | 销售收入（百万元） | 18,901.54 | 22,811.01 | 28,509.74 | 33,130.16 | 37,575.47  |
|      | 同比增速（%）   | 21.65%    | 20.68%    | 24.98%    | 16.21%    | 13.42%     |
|      | 毛利率(%)    | 30.04%    | 26.18%    | 26.00%    | 26.00%    | 26.00%     |
| 洗衣机  | 销售收入（百万元） | 9,187.35  | 11,535.00 | 14,855.56 | 18,643.13 | 21,954.15  |
|      | 同比增速（%）   |           | 25.55%    | 28.79%    | 25.50%    | 17.76%     |
|      | 毛利率(%)    | 28.82%    | 29.66%    | 29.00%    | 29.00%    | 29.00%     |
| 热水器  | 销售收入（百万元） | 2,343.70  | 3,124.64  | 3,749.57  | 4,312.00  | 4,829.44   |
|      | 同比增速（%）   |           | 33.32%    | 20.00%    | 15.00%    | 12.00%     |
|      | 毛利率(%)    | 43.46%    | 45.14%    | 44.00%    | 44.00%    | 44.00%     |
| 小家电  | 销售收入（百万元） | 872.88    | 1,293.40  | 1,422.74  | 1,565.01  | 1,721.52   |
|      | 同比增速（%）   | -11.17%   | 48.18%    | 10.00%    | 10.00%    | 10.00%     |
|      | 综合毛利率(%)  | 25.70%    | 28.65%    | 26.00%    | 26.00%    | 26.00%     |
| 其他产品 | 销售收入（百万元） | 3,912.17  | 9,386.79  | 12,202.83 | 15,863.68 | 19,036.41  |
|      | 同比增速（%）   | 5.56%     | 139.94%   | 30.00%    | 30.00%    | 20.00%     |
|      | 毛利率(%)    | 13.19%    | 8.20%     | 9.00%     | 9.00%     | 9.00%      |
| 物流收入 | 销售收入（百万元） | 188.53    | 288.77    | 433.16    | 649.73    | 974.60     |
|      | 同比增速（%）   |           | 53.17%    | 50.00%    | 50.00%    | 50.00%     |
|      | 毛利率(%)    | 8.54%     | 7.65%     | 7.80%     | 7.80%     | 7.80%      |

资料来源：东方证券研究所

#### 冰箱业务

我们预计冰箱行业未来三年维持 14%左右的增速，公司市场份额保持稳定，考虑到冰箱高端产品销售占比提升等产品结构优化因素，公司 11，12，13 年的冰箱业务与收入增长率分别为 24.98%，16.21%及 13.42%。

### 洗衣机业务

我们预计未来三年洗衣机行业维持 15%左右的增速，公司市占率稳定在 20%以上，公司 11，12，13 年的洗衣机业务与收入增长率分别为 28.79%，25.50%及 17.76%。。

### 空调业务

我们预计家用空调行业未来三年维持 17%左右的增速，海尔市占率维持在 8%，未来三年该业务收入增速分别为 35.06%，20.28%及 19.05%。

### 热水器业务

由于三四级市场的快速增长，公司热水器业务 2010 年同比增长 33.3%，其中新产品太阳能热水器同比增长 218%。我们预计公司热水器业务未来三年收入增速在 12%-20%。

### 其他业务

小家电未来三年收入增速 10%左右。其他产品由于 2010 年新纳入海尔电器的分销业务，收入增速超过 300%，我们预计未来随着日日顺销售的非海尔品牌增加，未来三年保持 20-30%的增速。物流业务 2010 年对外收入 2.9 亿元，未来在日日顺非海尔品牌销售增加的带动下，日日顺对外提供的物流收入也会相应增长，我们预计该业务未来三年保持 50%左右的增长。

## 4.2 估值

我们预计公司根据我们的预测，在不考虑资产注入情况下，公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.97、2.37 和 2.93 元，参考可比公司 2011 年 PE 的取值范围和均值，并考虑公司的成长性和集团承诺资产注入，给予 2011 年 18 倍 PE，对应目标价 35.46 元，首次给予买入评级。

**图表 可比公司估值水平(2011 年 6 月 3 日)**

| 证券代码      | 证券简称  | 10PE  | 11PE  | 12PE  | 13PE  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 000651.SZ | 格力电器  | 15.85 | 11.42 | 9.59  | 8.07  |
| 000527.SH | 美的电器  | 17.74 | 14.50 | 11.56 | 9.48  |
| 000418.SZ | 小天鹅 A | 20.00 | 14.61 | 10.95 | 8.78  |
| 600983.SH | 合肥三洋  | 19.14 | 15.36 | 11.65 | 8.92  |
| 000521.SZ | 美菱电器  | 13.97 | 14.39 | 13.03 | 12.02 |
| 000921.SZ | ST 科龙 | 15.04 | 14.36 | 13.13 | 12.74 |
| 平均        |       | 16.96 | 14.11 | 11.65 | 10.00 |

资料来源：wind、东方证券研究所

## 5 风险因素

### 5.1 资产注入不确定性风险

集团承诺注入资产的时点和方式均存在不确定性，但从过往几年海尔集团对上市公司资产整合及降低关联交易的一系列动作可以看出集团将 A 股上市平台做强做大的决心。

**图表 集团近年来资产整合、降低关联交易情况**

| 日期       | 分类        | 事件                                                                               |
|----------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 2007年5月  | 资产整合      | 向海尔集团购买青岛海尔空调电子有限公司75%的股权、合肥海尔空调器有限公司80%的股权、武汉海尔电器股份有限公司60%的股份、贵州海尔电器有限公司59%的股权。 |
| 2007年1月  | 消除销售方关联交易 | 为解决与大股东的关联销售问题，设立重庆海尔家电销售有限公司,由该公司在全国各地设立42家分公司从事公司及其控股子公司的产品销售。                 |
| 2008年1月  | 降低采购代理费率  | 公司与青岛海尔零部件采购公司及青岛海尔国际贸易有限公司的采购代理费用由原来的2.6%下降到2.25%                               |
| 2008年10月 | 资产整合      | 公司收购海尔电器20.10%的股份。资产收购资金6.67亿元。                                                  |
| 2009年4月  | 降低关联交易    | 成立青岛海达瑞采购服务有限公司，部分零部件采购通过控青岛海达瑞来完成，降低关联交易                                        |
| 2010年3月  | 资产整合      | 公司以每股3港元的价格用现金方式受让海尔集团所持有的，海尔电器31.93%的股份。收购完成后公司持有海尔电器51.31%的股权。                 |
| 2009年9月  | 降低关联交易    | 海尔电器成立全资子公司（日日顺），用于发展三、四级市场的销售、物流和服务网络。因此将大幅度降低海尔电器原来通过集团销售而产生的销售方关联交易。          |
| 2010年6月  | 降低采购代理费率  | 公司与青岛海尔零部件采购公司及青岛海尔国际贸易有限公司的代理费用由原来的2.25%下降到1.75%                                |
| 2010年6月  | 资产整合      | 收购合肥海尔空调器20%股权，完成全资控股                                                            |
| 2010年8月  | 资产整合      | 海尔电器收购青岛海尔物流100%股权                                                               |
| 2011年1月  | 资产整合      | 集团承诺自2011年起5年内通过资产注入、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，做大做强。                          |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

### 5.2 房地产调控风险

市场存在房地产宏观管控会对影响空调销量的担忧，我们认为房地产调控风险虽然存在，但对家电内销影响有限。理由有以下几点。

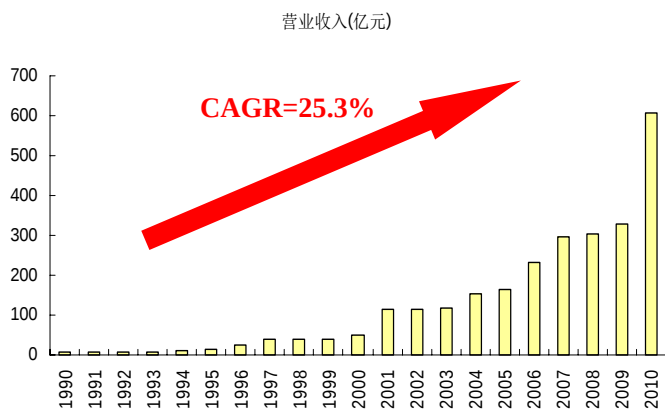
- 1) 更新换代需求对家电内销形成有力支撑。
- 2) 调控政策对房产调控影响的是投资性需求，调控后，商品住宅销售自住比例的提升，会部分抵消商品住宅销量下滑所带来的影响
- 3) 十二五的保障房建设能补齐最悲观情景下商品住宅销量下降的影响。

## 附录

### 1.1 公司简介

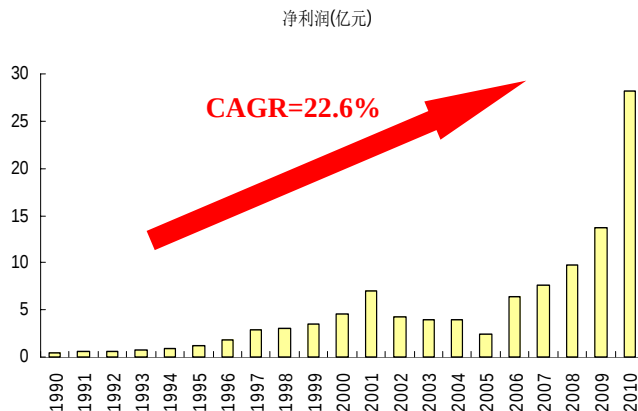
青岛海尔股份有限公司成立于 1989 年，营业收入从 1990 年的 5.36 亿元增长至 2010 年的 605.88 亿元。公司由原先生产电冰箱单一产品扩展到目前涉及冰箱、冷柜、洗衣机、热水器、空调、小家电、电脑板、注塑件、电子商务等业务（其中洗衣机、热水器、日日顺业务在控股子公司海尔电器 1169HK 旗下）。目前公司冰箱、洗衣机、热水器业务均位列国内第一，空调业务排名第三。

图表 青岛海尔营业收入历史情况



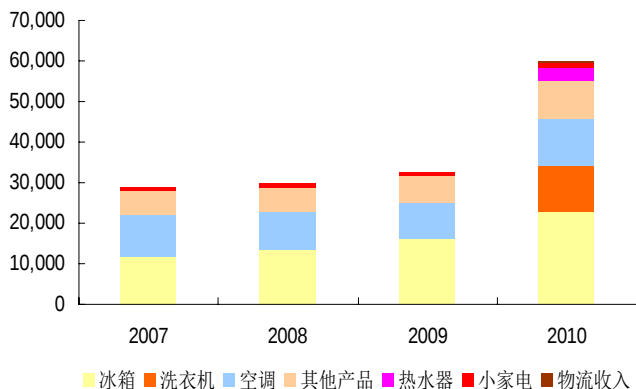
资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 青岛海尔净利润历史情况



资料来源：Wind、东方证券研究所

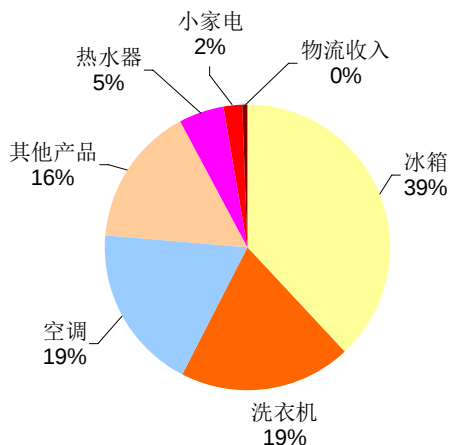
图表 青岛海尔分业务收入情况（百万元）



洗衣机、热水器、物流业务是 2010 年新纳入合并范围业务

资料来源：Wind、东方证券研究所

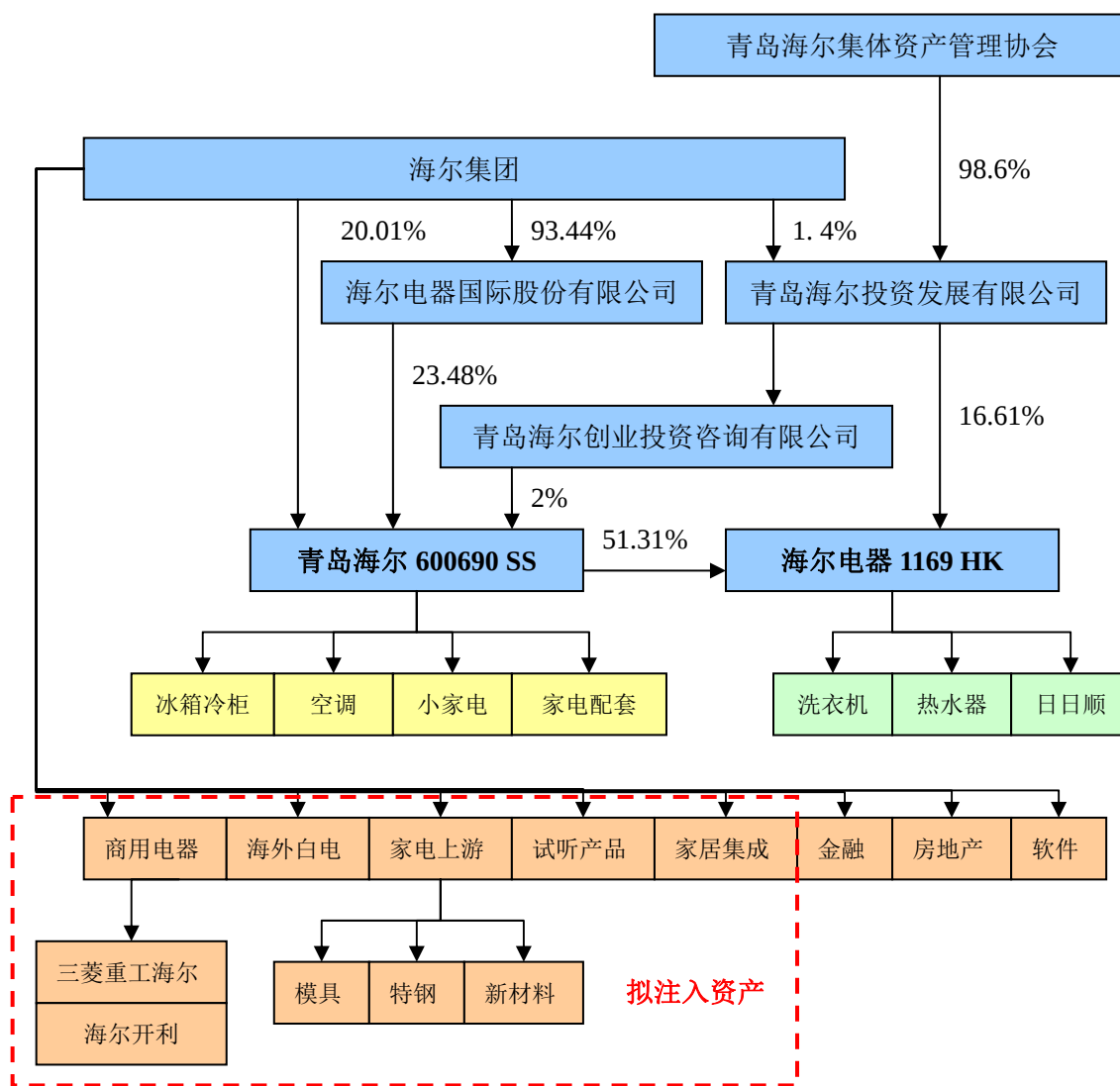
图表 青岛海尔 2010 年各业务收入占比（%）



资料来源：Wind、东方证券研究所

**全球第一白电企业** 据Euromonitor发布的全球家用电器市场调查结果显示，2010年海尔品牌在大型白电家用电器市场的占有率为6.1%，居全球第一。海尔集团2010年共实现销售收入1375亿元，其中海外55亿美元，实现利润62亿元。海尔集团合计持有海尔电器20.67%的股份，是公司的控股股东。集团属下拥有白色家电、厨卫家电、试听产品、通讯、IT、物流等多个产业。目前集团旗下拥有青岛海尔（600690）和海尔电器（1169HK）两个上市平台，青岛海尔定位于集团旗下的全球家电业务平台，而海尔电器定位于渠道经营平台。

**图表 青岛海尔股权结构图**



资料来源：公司公告、东方证券研究所

### 附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)