

增长有质量 收入利润同步提升

事件

青岛海尔公布 2011 年半年报：2011 年 1—6 月，公司实现收入 379.95 亿元，同比增长 17.99%；实现归属于母公司的净利润 15.27 亿元，同比增长 19.14%，报告期内实现基本每股收益 0.57 元。

研究结论

- **收入利润同步增长** 11 年上半年，公司实现收入 379.95 亿元，同比增长 17.99%，其中空调业务收入 82.47 亿元，同比增长 34.23%；冰箱业务 142.15 亿元，同比增长 8.25%；洗衣机业务实现收入 51.61 亿元，同比增长 10.53%；热水器业务 17.54 亿元，同比增长 21.83%；渠道综合服务收入 32.19 亿元，同比增长 73.77%。报告期内，公司净利率 5.24%，同比提升 0.67 个百分点，实现了收入利润的同步增长。
- **产品高端化 费用控制佳** 青岛海尔追求有质量的增长，坚持推行卡萨帝高端品牌，上半年通过产品结构优化等措施，各主要产品毛利率稳定，综合毛利率达到 24.11%。11 年上半年费用控制有力，净利率达到 5.24%，2 季度的单季度净利率更是高达 5.93%，实现了盈利能力的提升。我们认为公司近期不断进行的资源整合，降低采购平台费用，收入家电上游资产从而减少关联交易等一系列措施，都显示出公司在改善公司治理，提高运营效率等方面所做的努力，我们认为公司近期在管理上所做的努力将提升公司的竞争力，最终体现为盈利能力的提升。
- **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。从中报情况来看，日日顺渠道增长迅速，拓展情况良好。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。
- **维持买入评级，目标价 17.73 元。** 根据我们的预测，公司 11—13 年的按新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.46 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，维持公司买入评级，对应目标价 17.73 元。
- **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
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	(维持)
股价(2011 年 8 月 31 日)	11.22 元				
目标价格	17.73 元				
总股本/A 股(百万股)	1340				
A 股市值(亿元)	300.96				
国家/地区	中国				
行业	家电行业				
报告发布日期	2011 年 9 月 1 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	0.98	1.18	1.46
P/E(倍)	14.70	11.35	9.43	7.63
P/B(倍)	4.26	3.10	2.49	1.99
EV/EBITDA(倍)	5.37	3.73	2.99	2.53

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

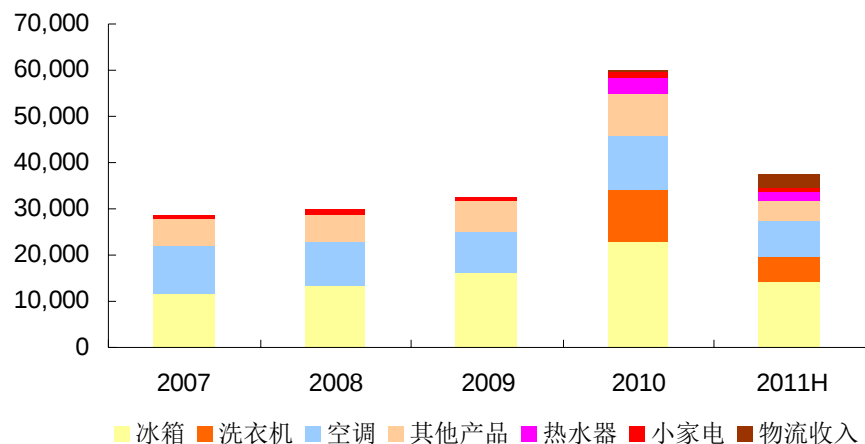
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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。

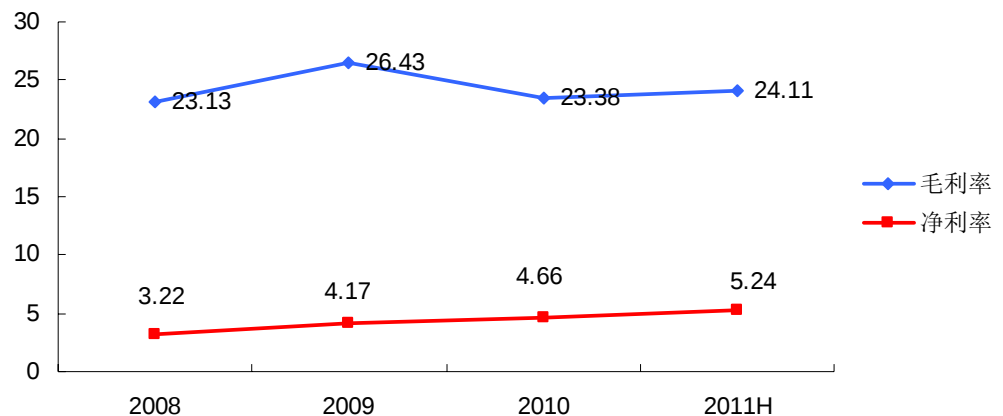
- **收入利润同步增长** 11 年上半年，公司实现收入 379.95 亿元，同比增长 17.99%，其中空调业务收入 82.47 亿元，同比增长 34.23%；冰箱业务 142.15 亿元，同比增长 8.25%；洗衣机业务实现收入 51.61 亿元，同比增长 10.53%；热水器业务 17.54 亿元，同比增长 21.83%；渠道综合服务收入 32.19 亿元，同比增长 73.77%。报告期内，公司净利率 5.24%，同比提升 0.67 个百分点，实现了收入利润的同步增长。

图表 青岛海尔分业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：WIND、东方证券研究所

图表 青岛海尔毛利率净利率情况（单位：%）

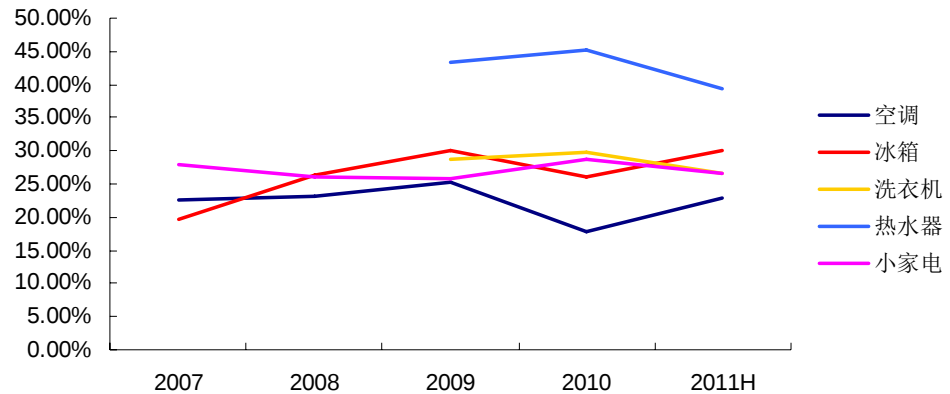


资料来源：WIND、东方证券研究所

- **产品高端化 费用控制佳** 青岛海尔追求有质量的增长，坚持推行卡萨帝高端品牌，上半年通过产品结构优化等措施，各主要产品毛利率稳定，综合毛利率达到 24.11%。11 年上半年费用控制有力，净

利率达到 5.24%，2 季度的单季度净利率更是高达 5.93%，实现了盈利能力的提升。我们认为公司近期不断进行的资源整合，降低采购平台费用，收入家电上游资产从而减少关联交易等一系列措施，都显示出公司在改善公司治理，提高运营效率等方面所做的努力，我们认为公司近期在管理上所做的努力将提升公司的竞争力，最终体现为盈利能力的提升。

图表 青岛海尔毛利率净利率情况（单位：%）



资料来源：WIND、东方证券研究所

- 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。公司在二二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。从中报情况来看，日日顺渠道增长迅速，拓展情况良好。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。

● 分业务盈利预测

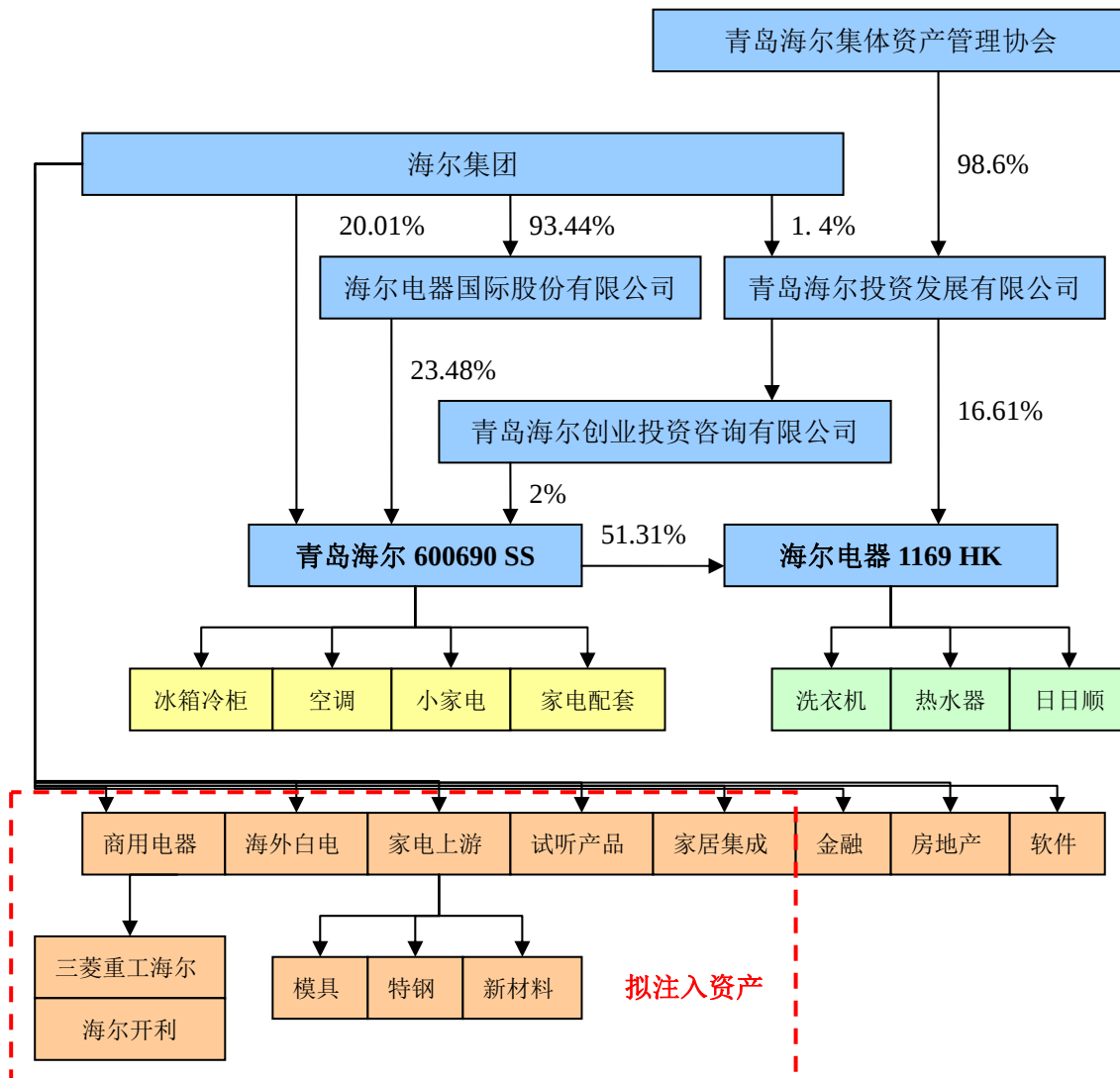
在不考虑集团资产注入的情况下，我们预计公司 11-13 年收入增速分别为 27.37%，20.87%，16.59%，对应最新股本摊薄后 11-13 年的 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.46 元。

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

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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	23,571	24,148	33,479	41,182	营业收入	60,588	77,174	93,283	108,758
现金	10,098	11,186	18,028	24,060	营业成本	46,420	59,058	71,600	83,654
应收账款	2,142	3,040	3,488	4,176	营业税金及附加	160	232	280	326
其它应收款	102	149	176	207	营业费用	7,815	9,724	11,474	13,051
预付账款	556	447	700	725	管理费用	3,417	4,013	4,757	5,438
存货	3,557	4,207	5,100	5,959	财务费用	7	(5)	(64)	(128)
其他	7,117	5,118	5,987	6,055	资产减值损失	46	-	-	-
非流动资产	5,696	7,502	6,685	5,850	公允价值变动收	-	-	-	-
长期投资	1,078	1,097	1,097	1,097	投资净收益	264	180	180	180
固定资产	3,172	5,235	4,627	3,904	营业利润	2,987	4,332	5,416	6,597
无形资产	363	348	332	317	营业外收入	737	300	60	60
其他	1,082	822	629	533	营业外支出	12	10	10	10
资产总计	29,267	31,650	40,164	47,032	利润总额	3,712	4,622	5,466	6,647
流动负债	18,673	17,539	22,645	25,356	所得税	888	1,063	1,257	1,529
短期借款	861	200	200	200	净利润	2,824	3,559	4,209	5,119
应付账款	6,400	6,701	9,184	10,585	少数股东损益	790	924	1,039	1,197
其他	11,413	10,638	13,261	14,570	归属于母公司净	2,035	2,634	3,170	3,922
非流动负债	1,105	1,071	1,061	1,051	EBITDA	3,443	4,948	6,169	7,305
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	1.52	0.98	1.18	1.46
其他	1,105	1,071	1,061	1,051					
负债合计	19,778	18,611	23,706	26,407					
少数股东权益	2,469	3,393	4,432	5,628					
股本	1,340	2,680	2,680	2,680					
资本公积	1,781	441	441	441					
留存收益	3,891	6,525	8,905	11,876					
归属母公司股东权	7,020	9,646	12,026	14,997					
负债和股东权益	29,267	31,650	40,164	47,032					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5,584	3,996	7,389	6,668	成长能力				
净利润	2,824	3,559	4,209	5,119	营业收入	35.6%	27.4%	20.9%	16.6%
折旧摊销	449	621	817	836	营业利润	32.3%	45.0%	25.0%	21.8%
财务费用	7	(5)	(64)	(128)	归属于母公司净	47.1%	29.5%	20.3%	23.7%
投资损失	(264)	(180)	(180)	(180)	获利能力				
营运资金变动	2,543	3	2,574	977	毛利率	23.4%	23.5%	23.2%	23.1%
其它	24	(2)	33	44	净利率	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%
投资活动现金流	(3,531)	(2,195)	180	180	ROE	29.0%	27.3%	26.4%	26.2%
资本支出	(1,264)	(2,430)	-	-	ROIC	22.0%	25.2%	24.8%	23.9%
长期投资	(2,533)	1	-	-	偿债能力				
其他	266	235	180	180	资产负债率	67.6%	58.8%	59.0%	56.1%
筹资活动现金流	(171)	(714)	(726)	(817)	流动比率	1.26	1.38	1.48	1.62
短期借款	861	(661)	-	-	速动比率	1.07	1.13	1.25	1.38
长期借款	(74)	-	-	-	营运能力				
普通股增加	1	-	-	-	总资产周转率	2.33	2.53	2.60	2.49
资本公积增加	(568)	-	-	-	应收账款周转率	28	28	27	27
其他	(392)	(53)	(726)	(817)	应付账款周转率	8.67	9.02	9.01	8.46
现金净增加额	1,818	1,088	6,842	6,031	每股指标 (元)				
					每股收益	0.76	0.98	1.18	1.46
					每股经营现金流	2.08	1.49	2.76	2.49
					每股净资产	2.62	3.60	4.49	5.60
					估值比率				
					P/E	14.70	11.35	9.43	7.63
					P/B	4.26	3.10	2.49	1.99
					EV/EBITDA	5.37	3.73	2.99	2.53

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn