

强烈推荐-A (首次)

青岛海尔 600690.SH

目标估值: 16.20 元

当前股价: 11.16 元

2011 年 8 月 31 日

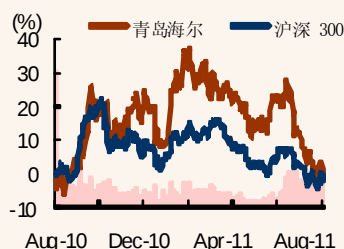
电冰箱景气延续，日日顺快速布局

基础数据

上证综指	2567
总股本(万股)	267992
已上市流通股(万股)	267992
总市值(亿元)	299
流通市值(亿元)	299
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	33.6
资产负债率	72.9%
主要股东	海尔电器国际股份有
主要股东持股比例	11.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-23	-2
相对表现	-7	-10	1



相关报告

1. 《家电行业 2011 年中期投资策略-成本压力或有缓解，旺季行情有待验证》2011/06/09

纪敏

86-755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
s1090511040039

研究助理

张立聪

86-755-82943201
zhanglc1@cmschina.com.cn

2011 年上半年青岛海尔收入稳定增长，费用控制得力。7 月份国内冰箱厂商销量同比增速依然维持在 25% 的高位，其中内销增速 33%。冰箱景气延续，利好市场龙头。日日顺快速发展，也将为海尔的家电传统业务带来协同效应。

- **收入稳定增长，费用控制得力。**青岛海尔 2011 年上半年实现收入 379.95 亿元，同比增长 17.99%；实现归属于母公司股东的净利润 15.27 亿元，同比增长 19.14%。公司的盈利能力提升，含少数股东权益的净利率达到 5.2%，比去年下半年提高 0.9 个百分点。公司通过日日顺平台进入下游渠道业务，对家电传统业务的毛利有提振作用，而公司盈利能力的提升主要得益于期间费用率控制力的强化。
- **冰箱景气延续，海尔有望受益。**产业在线数据显示，7 月份国内冰箱厂商销量同比增速依然维持在 25% 的高位，其中内销增速 33%。海尔是国内冰箱市场的龙头，其市场占有率达到 25%，遥遥领先于其他品牌。在产品结构上，公司突出大容量、高技术溢价的产品，契合居民收入提高大背景下的消费升级趋势。
- **日日顺业务扩张得力，三四级市场快速布局。**公司的冰洗业务平稳发展，渠道、空调、小家电、热水器等业务快速发展。2011 年上半年，海尔专卖店在县级网络拓展了 789 家，在乡镇级网络拓展了 2984 家，覆盖了全国 2120 个县，覆盖率达 94%。三四级市场未来成长空间诱人，日日顺发挥了海尔在供应链方面的独有优势，在全国各地快速复制已有的成功模式，有望在门店培育成熟后获得市场份额的提升。
- **给予“强烈推荐-A”投资评级。**家电市场增长确定，冰箱景气高企，而日日顺在快速发展的同时还将为家电传统业务带来协同效应。我们预计公司 2011、2012 年 EPS1.08、1.31 元。按 15x 作为公司的估值中枢，对应目标股价 16.20 元，目前价位相对安全，给予“强烈推荐-A”评级，建议积极参与。
- **风险提示：**三四级市场需求下滑、冰箱消费意愿减弱、地域文化差异为日日顺模式的复制带来挑战。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	32979	60588	77233	93703	112437
同比增长	8%	84%	27%	21%	20%
营业利润(百万元)	1631	2987	4898	6380	7359
同比增长	40%	83%	64%	30%	15%
净利润(百万元)	1149	2035	2881	3511	4048
同比增长	50%	77%	42%	22%	15%
每股收益(元)	0.86	1.52	1.08	1.31	1.51
PE	13.0	7.3	10.4	8.5	7.4
PB	1.9	2.1	3.4	2.6	2.1

资料来源：招商证券

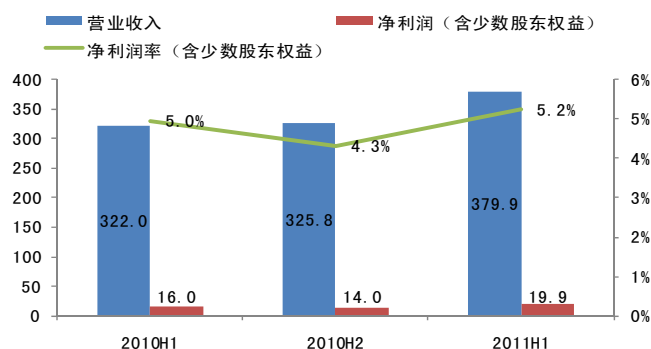
1、收入稳定增长，费用控制得力

按调整后数据，青岛海尔 2011 年上半年实现收入 379.95 亿元，同比增长 17.99%；实现归属于母公司股东的净利润 15.27 亿元，同比增长 19.14%。公司的盈利能力提升，含少数股东权益的净利率达到 5.2%，比去年下半年提高 0.9 个百分点。

由于公司通过日日顺平台进入下游渠道业务，对家电传统业务的毛利有提振作用，使得公司家电传统业务在销售收入同比增长 18% 的情况下，毛利率仍保持在 28.0% 的水平（上年同期为 28.3%）。

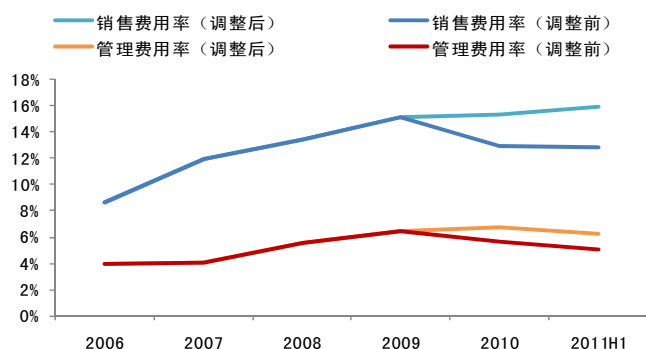
公司的盈利能力提升主要得益于期间费用率控制力的强化。由于装备部品和渠道业务的期间费用率比家电传统业务低，我们从 2010、2011 年的收入中扣除这两块业务，以此为基数计算得到调整后的期间费用率。家电传统业务的实际期间费用率位于调整前后的费用率之间，偏向于调整后的数据。可以看出，家电传统业务的销售费用率走势趋稳，而管理费用率有下行趋势。

图 1：公司的盈利能力提升



资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心

图 2：家电传统业务的实际期间费用率得到改善

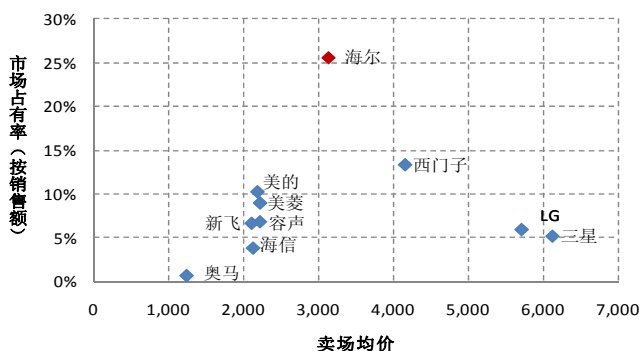


资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心

2、冰箱景气延续，龙头有望受益

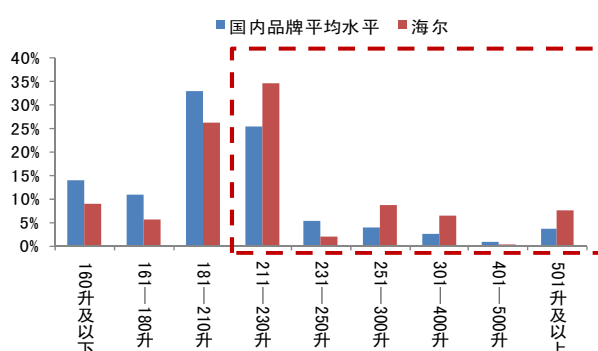
冰箱市场维持高速增长。产业在线数据显示，7 月份国内冰箱厂商销量同比增速依然维持在 25% 的高位，其中内销增速 33%。冰箱的销售旺季可以维持到 9 月份。现在空调旺季已经结束，市场关注重点很可能转移到冰箱上来。

图 3：海尔在国内冰箱市场实现定位和市占率双高



资料来源：中怡康（01-05/2011），招商证券研发中心

图 4：海尔产品结构突出大容量



资料来源：中怡康（01-05/2011），招商证券研发中心

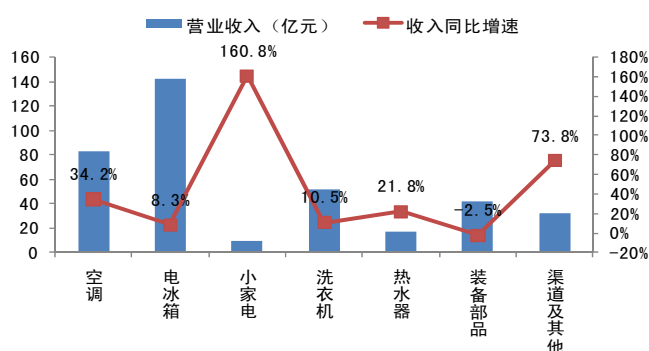
公司产品结构契合消费趋势。海尔是国内冰箱市场的龙头，其市场占有率达到 25%，遥遥领先于其他品牌。在产品结构上，公司突出大容量、高技术溢价的产品，契合居民收入提高大背景下的消费升级趋势。海尔大容量冰箱的产品销量比重明显高于市场平均水平。2011 年，海尔主推无霜三门冰箱，中怡康数据显示，公司 1-7 月在无霜三门冰箱的销量市占率达 73.56%。

3、日日顺业务扩张得力，三四级市场快速布局

公司的冰洗业务平稳发展，渠道、空调、小家电、热水器等业务快速发展。日日顺业务上半年销售收入 222.3 亿元，按调整后数据，同比增速达到 123.9%。其中，销售海尔产品实现的收入为 190.1 亿元，占青岛海尔家电产品收入的 62.8%。空调业务得益于上半年空调市场的快速发展，销售收入同比增长 34.2%。

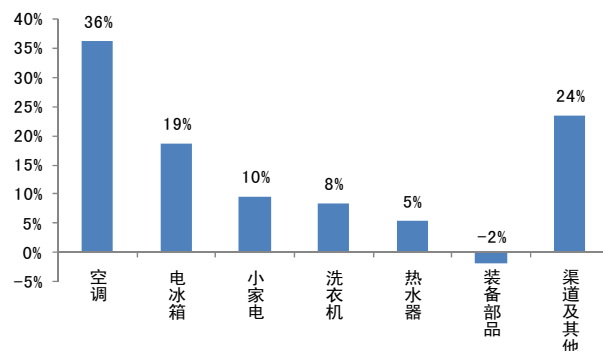
日日顺快速布局，耕耘三四级市场。2010 年，日日顺在三级市场通过加盟模式拓展了近 6000 家海尔专卖店及 700 家日日顺加盟店。2011 年上半年，海尔专卖店在县级网络拓展了 789 家，在乡镇级网络拓展了 2984 家，覆盖了全国 2120 个县，覆盖率达 94%。三四级市场未来成长空间诱人，日日顺发挥了海尔在供应链方面的独有优势，在全国各地快速复制已有的成功模式，有望在门店培育成熟后获得市场份额的提升。

图 5：上半年各业务收入及同比增速



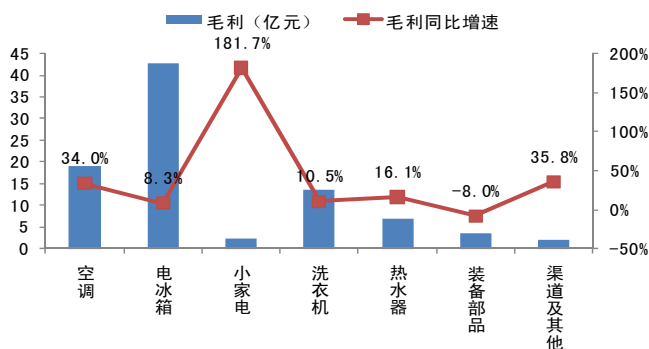
资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心

图 6：上半年各业务对公司收入增长的贡献率



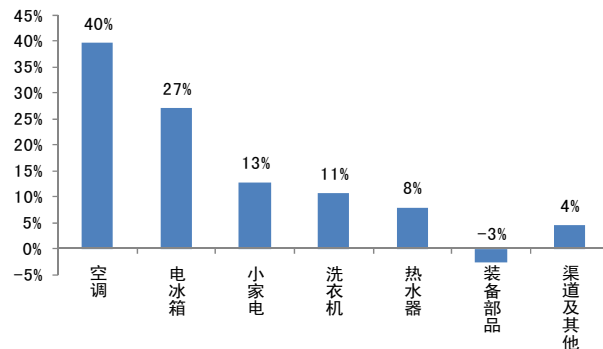
资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心

图 7：上半年各业务毛利及同比增速



资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心

图 8：上半年各业务对公司毛利增长的贡献率



资料来源：青岛海尔，招商证券研发中心