

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

冰洗市场优势进一步巩固

青岛海尔(600690)中报分析

证券研究报告-中报分析

买入(上调)

发布日期: 2012-09-03

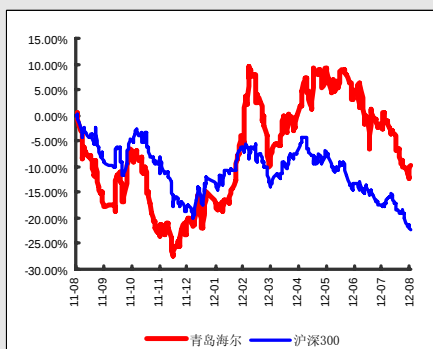
市场数据 (2012-08-30)

收盘价(元)	10.06
一年内最高/最低(元)	12.55/7.89
沪深300指数	2211.37
市净率(倍)	2.77
流通市值(亿元)	269.92

基础数据 (2012-06-30)

每股净资产(元)	3.63
每股经营现金流(元)	1.26
毛利率(%)	24.58
净资产收益率(%)	19.03
资产负债率(%)	67.3267.32
总股本/流通股(万股)	268512/268309
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

报告期内公司冰洗市占率快速提高,公司在国内冰箱市场优势进一步巩固,而国内冰洗市场高市占率使公司成为受益于节能补贴政策最大的白电企业。下半年,冰洗市场需求改善与节能补贴政策的执行有望驱动公司继续保持较高成长性。

投资要点:

- 上半年,公司冰箱、空调和洗衣机业务表现不俗,尽管受行业需求不足,营业收入增长有限,但市场占有率与盈利能力同步提高。公司空调、冰箱和洗衣机市占率分别提高2.89Pt、5.25Pt和5.44Pt。美的电器战略调整导致营收大幅下降是公司主要产品市占率快速提高的原因之一,预计美的电器的在空调市场恢复较快,但在冰箱、洗衣机市场公司有望进一步巩固已有优势。
- 今年6月1日,节能补贴政策再次实施,且覆盖范围延伸至冰洗产品,公司在国内冰洗市场市占率排名第一,且在冰箱、洗衣机第一批节能补贴推广产品清单中中标型号最多,预计其节能补贴政策的受益度也将最大。
- 投资建议:预计公司2012年、2013年每股收益为1.15元与1.35元,对应的PE分别为8.76与7.47倍,上调公司投资评级至“买入”。
- 风险提示:商品房销售、主要大白电产品需求负增长或导致公司增长乏力。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(亿元)	646.95	736.63	745.71	801.48
增长比率(%)	44.76	13.86	1.23%	7.48%
净利润(亿元)	22.40	26.90	30.84	36.14
增长比率(%)	61.97	20.09	14.65%	17.18%
每股收益(元)	0.834	1.002	1.15	1.35
市盈率(倍)	12.06	10.04	8.76	7.47

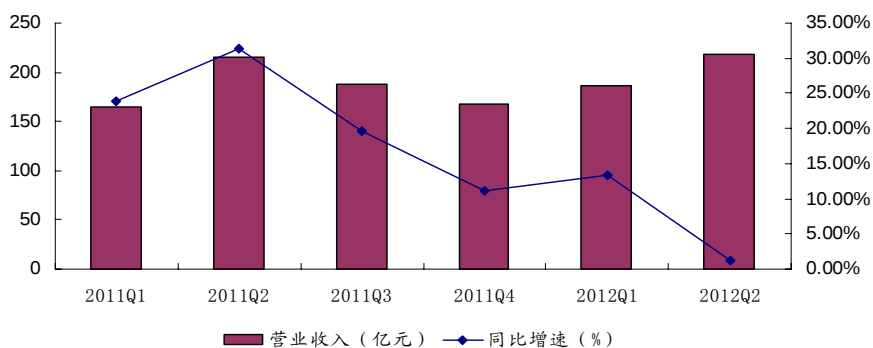
事件:

公司公布2012年中报,报告期内实现营业收入404.70亿元,同比增长6.31%,实现营业利润27.66%,同比增长22.77%,实现净利润18.52亿元,同比增长21.26%,每股收益为0.69元。

1、 逆势提升市场份额

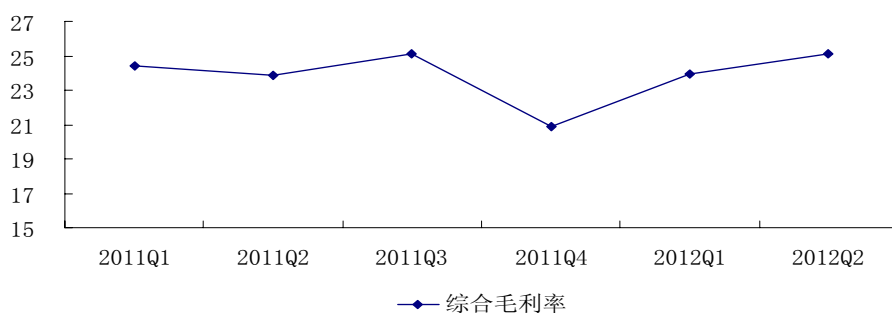
上半年,公司冰箱、空调和洗衣机业务表现不俗,尽管受行业需求不足影响,营业收入增长有限,但市场占有率与盈利能力同步提高。

图1: 公司营业收入单季增速波动



资料来源: 中原证券、公司公告

图1: 公司综合毛利率单季增速波动



资料来源: 中原证券、公司公告

1.1 空调业务改善最快

上半年,空调业务改善幅度较大,实现营业收入91.80亿元,同比增长11.32%,表现远好于行业平均(上半年,空调行业出货同比下降6.32%),同期市场占有率提升2.89Pt。

市占率提升同时,空调业务盈利能力也大幅改善。上半年,空调业务毛利率提升4.30Pt至27.25%。原材料价格下行、产品结构改善与去年同期节能补贴拉低空调销售价格是公司毛利率提升主要原因。去年同期,空调节能补贴政策导致部分产品销售价格下调,影响了毛利率。若排除此因素影响,今

年上半年空调业务毛利率同比改善幅度约为2.05Pt。

公司空调产品竞争力改善与主要竞争对手美的电器上半年处于战略转型期，各项业务均出现大幅萎缩是空调业务快速改善原因之一。美的电器新冷年空调业务恢复较快，公司空调业务改善是否具有可持续性还有待进一步观察。

1.2. 冰洗市场优势进一步巩固

上半年，公司冰箱、洗衣机业务市场优势进一步巩固。报告期内公司冰箱业务实现销售收入138.83亿元，同比下降2.34%；洗衣机业务实现销售收入55.23亿元，同比增长7.02%。增速均好于行业出货同比增幅（产业在线数据：冰洗上半年出货量同比下降9.83%，洗衣机出货量同比增长1.79%）。更为重要的是报告期内冰洗市场国内市占率均大幅提高，中怡康数据显示：报告期内公司冰箱、洗衣机产品零售市场占有率分别同比提升5.25、5.44Pt。

同期，公司冰箱、洗衣机产品毛利率分别同比提升0.51Pt、0.69Pt至30.55%和27.21%。上半年，原材料价格下行料是冰洗毛利率同比改善主要原因。

长期以来，公司冰洗产品一直位列国内市场占有率第一。报告期内，市占率又进一步大幅提升，龙头地位进一步巩固。美的电器由于战略调整，营收大幅下降是公司冰洗市占率大幅提高的原因之一。由于美的电器的冰洗相对于其空调，竞争能力稍弱，其调整恢复也将慢于其空调业务。因此推断公司冰洗业务市场优势有望进一步巩固，若冰洗市场恢复正增长，公司业绩弹性有望更大。

1.3 渠道综合服务营收增速保持较快增长

上半年，公司渠道综合服务实现销售收入48.03亿元，同比增长45.85%。而从长远看，日日顺分销体系并不仅仅被定位为公司内部的分销系统，公司希望将其建设为第三方物流、分销服务商。日日作为第三方物流、分销商的定位无疑有利于日日顺实现市场化资源配置，若该模式获得成功还有望将公司分销系统由企业的费用单位转变成营收单位。但该分销体系有鲜明的海尔烙印，对非海尔品牌产品入驻将产生负面影响，目前尚较难判断该模式最终能否成功，但上半年渠道综合服务营业收入快速增长显示日日顺渠道转型进展顺利。

表1：公司2012年上半年主营产品表现

	1H2012 营业收入	同比增速	1H2012 毛利率	同比变动
空调（亿元）	91.8	11.32%	27.25%	增加 4.3Pt
洗衣机（亿元）	55.23	7.02%	27.21%	增加 0.69Pt
冰箱（亿元）	138.83	-2.34%	30.55%	增加 0.51Pt
热水器（亿元）	19.33	10.27%	40.75%	增加 1.32Pt
小家电（亿元）	9.55	5.89%	26.86%	增加 0.17Pt
装备部品（亿元）	38.79	-7.42%	8.90%	增加 0.10Pt
渠道综合服务业务（亿元）	48.03	45.85%	3.77%	减少 1.77Pt

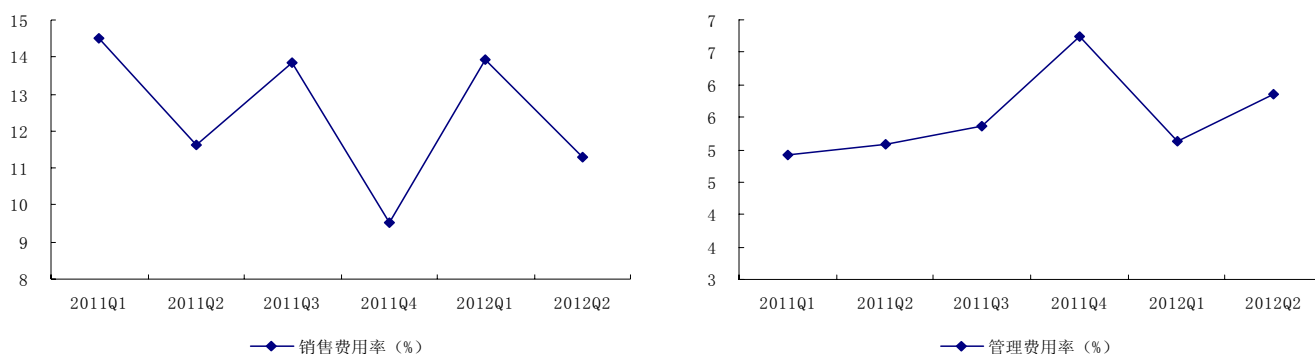
资料来源：中原证券、公司公告

2、 期间费用维持同比增长

2.1 管理费用增速较快

报告期内，公司销售费用与管理费用分别50.57亿元与22.37元，同比增速分别为3.51%和17.35%，管理费用增速相对较快。销售费用率与管理费用率分别为12.50%与5.53%，分别较去年同期下降0.36个百分点和上升0.51个百分点。

图3：公司销售费用率与管理费用率波动情况



资料来源：中原证券、公司公告

2.2 财务费用实现正收益

报告期内公司财务费用为实现收入459万，而去年同期为支出1159万，利息收入增加与汇兑损益减少是报告期内财务费用由正转负的重要原因。

3、 应付减少致经营性现金流同比下降

报告期内公司经营性现金流净额为33.86亿元，较去年同期减少11.96亿元。经营性应付增加较去年同期大幅减少是导致经营性现金流下降的主要原因，报告期末公司经营性应付较期初增长约2382万，而去年同期增长了47亿。

4、 节能补贴政策受益面最大

今年6月1日，节能补贴政策再次实施，且覆盖范围从原先的空调延伸至冰洗，公司在国内冰洗市场市占率排名第一，市场优势极其巩固，且在冰箱、洗衣机第一批节能补贴推广产品清单中中标型号最多，预计其节能补贴政策的受益度也将最大。

5、 盈利预测与估值比较

预计公司2012年、2013年每股收益为1.15元与1.35元，按30日收盘价对应的PE分别为8.76与7.47倍，上调公司投资评级至“买入”。

6、风险提示：

主要大白电产品需求负增长或导致公司增长乏力。

表2：板块估值表

板块	证券简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2011A	2012E	2013E	2012Q1		2011A	2012E	2013E	2012Q1	
白色家电	美的电器	1.09	1.12	1.28	6.14	9.18	8.42	8.20	7.17	1.50	增持
	格力电器	1.85	2.1	2.55	7.32	20.21	10.92	9.62	7.93	2.76	买入
	青岛海尔	1	1.15	1.35	3.34	10.06	10.06	8.76	7.47	3.01	买入
	小天鹅	0.71	0.71	0.76	5.63	7.42	10.45	10.45	9.76	1.32	增持
	奥马电器	1.17	1.01	1.47	5.05	11.68	9.98	11.56	7.95	2.31	买入
	合肥三洋	0.6	0.62	0.66	2.64	6.76	11.27	10.90	10.24	2.56	增持
电视	海信电器	1.94	1.31	1.52	8.62	7.91	4.08	6.04	5.20	0.92	增持
	TCL 集团	0.12	0.09	1.12	1.31	1.85	15.42	20.56	1.65	1.41	增持
	四川长虹	0.09	0.1	0.12	2.89	1.97	21.89	19.70	16.42	0.68	增持
小家电	九阳股份	0.66	0.64	0.71	3.45	6.75	10.23	10.55	9.51	1.96	增持
	老板电器	0.73	0.99	1.21	6.06	19.22	26.33	19.41	15.88	3.17	买入
	苏泊尔	0.82	0.89	1.01	5.02	10.61	12.94	11.92	10.50	2.11	增持
	华帝股份	0.62	0.69	0.8	2.5	7.25	11.69	10.51	9.06	2.90	增持
	万和电器	1.02	1.09	1.26	11.06	17.09	16.75	15.68	13.56	1.55	增持
	开能环保	0.33	0.41	0.52	4.2	12.96	39.27	31.61	24.92	3.09	增持
	日出东方	1.23	1.12	1.78	3.94	15.61	12.69	13.94	8.77	3.96	买入

资料来源：中原证券

表3：盈利预测

资产负债表					利润表				
	(亿元)					(亿元)			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	313.34	327.77	393.73	467.68	营业收入	736.63	745.71	801.48	899.14
现金	128.88	168.37	223.59	278.32	营业成本	562.63	568.82	607.21	680.35
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	3.32	3.36	3.61	4.05
应收票据	79.39	82.03	88.16	98.91	销售费用	90.99	89.49	92.17	103.40
应收款项	33.38	26.76	28.76	32.27	管理费用	40.53	37.29	40.07	44.96
存货	59.69	38.62	41.23	46.20	财务费用	1.15	-0.44	-0.71	-1.12
其他	11.99	11.99	11.99	11.99	资产减值损失	1.58	2.02	2.16	2.43
非流动资产	83.89	57.97	51.60	45.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	17.01	0.00	0.00	0.00	投资收益	4.21	2.92	0.00	0.00
固定资产	45.37	41.77	37.84	32.91	营业利润	40.63	48.59	57.46	66.07
无形资产	5.32	5.06	4.80	4.56	营业外收入	3.70	0.53	0.00	0.00
其他	16.20	11.15	8.95	7.81	营业外支出	0.19	0.09	0.00	0.00
资产总计	397.23	385.74	445.33	512.97	利润总额	44.14	49.03	57.46	66.07
流动负债	259.33	213.13	223.88	235.36	所得税	7.66	7.35	8.62	9.91
短期借款	11.44	9.00	9.00	0.00	净利润	36.48	41.68	48.84	56.16

应付帐款	100.90	73.95	78.94	88.45	少数股东权益	9.58	10.84	12.70	14.60
预收帐款	22.10	22.10	22.10	22.10	归属母公司净利润	26.90	30.84	36.14	41.56
其他	124.88	108.09	113.84	124.82	EPS (元)	1.00	1.15	1.35	1.55
长期负债	22.52	15.73	15.73	15.73	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	22.52	15.73	15.73	15.73		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	281.85	228.86	239.61	251.09	每股指标				
股本	26.85	26.85	26.85	26.85	每股收益	1.00	1.15	1.35	1.55
资本公积金	2.71	2.71	2.71	2.71	每股经营现金	0.91	1.39	1.98	2.00
未分配利润	36.96	64.71	97.24	134.64	每股净资产	3.10	4.25	5.59	7.14
少数股东权益	32.01	42.85	55.55	70.15	增长率				
母公司所有者权益	83.19	114.03	150.18	191.74	营业收入增长率	21.58%	1.23%	7.48%	12.19%
负债及权益合计	397.23	385.74	445.33	512.97	营业利润增长率	36.04%	19.60%	18.25%	14.99%
					净利润增长率	32.21%	14.65%	17.18%	14.99%
现金流量表				0	获利能力				
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	23.62%	23.72%	24.24%	24.33%
经营活动现金流	62.07	27.55	54.40	62.76	净利率	3.65%	4.14%	4.51%	4.62%
净利润	36.48	41.68	48.84	56.16	ROE	32.33%	27.05%	24.07%	21.68%
资产减值准备	1.58	2.02	2.16	2.43	ROIC	29.76%	57.30%	68.52%	76.44%
折旧摊销	6.18	5.96	6.27	6.45	偿债能力				
财务费用	1.15	-0.44	-0.71	-1.12	资产负债率	73.07%	51.39%	46.71%	42.27%
投资收益	4.21	2.92	0.00	0.00	流动比率	1.21	1.54	1.76	1.99
营运资金变动	0.00	-18.75	-2.16	-1.16	速动比率	0.98	1.36	1.57	1.79
投资活动现金流	-45.12	18.67	-2.00	-1.20	营运能力				
资本支出	0.00	-2.00	-2.00	-1.20	资产周转率	2.14	1.90	1.93	1.88
其他投资	-45.12	20.67	0.00	0.00	存货周转率	11.54	11.26	14.75	15.10
筹资活动现金流	7.55	-8.95	0.71	-7.88	应收帐款周转率	28.21	26.57	30.52	31.15
借款变动	0.00	-6.95	0.00	0.00	估值比率				
其他	7.55	-2.00	0.71	-7.88	PE	10.04	8.76	7.47	6.50
现金净增加额	24.50	37.27	53.11	53.68	PB	3.25	2.37	1.80	1.41

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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。