

动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

青岛海尔（600690）

公告点评

推荐

（维持评级）

2010年6月9日

经营费用仍有进一步下降空间

分析师： 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

SAC 执业证号：S0980205100168

事项：

公司6月8日召开董事会，主要决议如下：1、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修订签署了《采购配送合同》，将代理费用由原来的2.25%下降到1.75%。2、由公司或公司全资子公司在公司董事会决议通过之日起12个月内，在二级市场增持海尔电器（1169 HK）股份。3、增资章丘电机建立压缩机电机生产线，计划以丹佛斯公司为目标客户，产品主要保证丹佛斯公司需求，项目总投资预计0.7亿元。

评论：

■ 代理费率下降，2010年每股收益增厚0.05元/股

2009年3月，公司成立了青岛海达瑞采购服务有限公司，降低09年关联交易金额32.5亿元，2010年通过海达瑞的采购金额还会有明显上升，进一步减少公司关联交易金额。同时由于2010年公司成为海尔电器（1169 HK）的控股股东，海尔电器与集团的采购、销售关联交易，2010年公司总体关联交易金额会有较大幅度的上升。我们按照2010年公司可能产生的采购关联交易金额推算，采购费用率由2.25%下降到1.75%后，公司可增加6800-7000万元利润，折合每股收益0.05元。

表1：公司2010年采购关联交易金额估算（%）

	海尔电器	青岛海尔原有部分	合计
采购金额	21,009	21499	42,508

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表2：公司2008和2009年采购关联交易金额和所占比率（百万元、%）

	2008年		2009年	
	采购金额	所占比率	采购金额	所占比率
青岛海尔零部件采购有限公司	15,648	77.02%	13,494	47.02%
合肥海尔物流有限公司	1,736	8.54%	2,417	8.42%
海尔集团(大连)电器产业有限公司	947	4.66%	742	2.59%
海尔集团电器产业有限公司	411	2.02%	594	0.77%
青岛海尔国际贸易有限公司	345	1.70%	402	2.07%
重庆海尔物流有限公司	329	1.62%	272	1.40%
青岛海尔模具有限公司	212	1.05%	221	0.95%
合计	20,317		19,162	

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表 3： 公司关联交易采购费率变化

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
采购费率	2.6%	2.25%	2.25%	1.75%

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

这是公司第二次下调关联交易采购费率，第一次是在 2008 年，由 2.6% 下调到 2.25%。

■ 经营费用仍有进一步下降空间

公司的净利润率相比格力、美的为最低，费率偏高是其中主要原因之一。公司在从股权层面完成与海尔电器的整合后，从采购、销售层面的资源合理分配会更为合理，我们认为公司未来经营费用仍有进一步下降空间。公司在减少少数股东损益方面预计也会采取适当的措施，2010 年上半年公司在冰箱的中高端产品上有明显的比率提升。综合这些因素，我们认为公司未来利润率有进一步合理上升趋势。

表 4： 三大白电公司规模和净利润率比较（亿元、%）

2010 年 1 季度	青岛海尔	美的电器	格力电器
销售收入	133	155	102
净利润率	2.69	4.06	6.25
2009	青岛海尔	美的电器	格力电器
销售收入	330	473	426
净利润率	3.49	4	6.83

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

■ 通过海尔电器分享三、四级市场消费能力提升

2009 年海尔电器成立了全资子公司，用于发展面向三、四级市场的分销、物流和服务渠道。并且很快与集团签订了分销计划。目前日日顺拥有 6000 多个网点，其中 1000 多个为日日顺专卖店，销售不同品牌产品，5000 多个为海尔专卖店，主要专售海尔品牌的产品。公司有意引入更多的非海尔品牌进入日日顺渠道，已代理 GE、HP、宏基、摩托罗拉、爱仕达等品牌销售，预期 2010 年这部分分销收入超过 300 亿元。未来长期规划海尔与非海尔品牌销售各占收入的 50% 左右。假定按分销获得 0.8% 的净利润率，可以使海尔电器获得 2.4 亿元净利润。我们预期海尔电器 2010 年净利润合计 6.5-7 亿元，折合每股收益 0.3-0.34 元/股。

表 5： 海尔电器与集团的采购协议（百万元）

采购协议上限	2010 年 3-12 月	2011 年	2012 年
	26,200	39,300	58,950

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表 6： 海尔电器 2009 年经营表现（百万元、%）

	洗衣机		热水器	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
收入	9200	8138	2355	2066
息税前利润	391.5	148.3	174.2	54.6
息税前利润率	4.26%	1.82%	7.40%	2.64%

资料来源：国信证券经济研究所

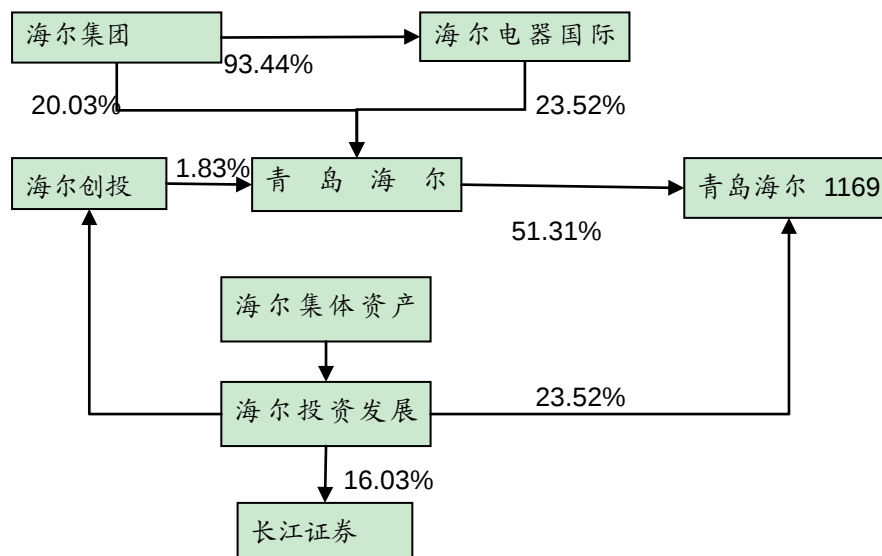
■ 增持海尔电器股权以及投资新项目将增强投资者对公司未来成长信心

公司同时公告未来一年将增持海尔电器的股权，同时增资章丘电机项目，电机项目面向未来节能趋势，都将有利于增强投资者对公司未来的成长信心。

■ 维持对公司“推荐”评级

预期 2010、2011 年公司每股收益 1.28 元、1.63 元。我们看好公司从海尔电器获取由于渠道分销所带来的价值提升，公司在资产整合以及内部经营改善仍有进一步展望空间，我们维持对公司的“推荐”评级。

图 1： 公司股权架构



资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

表 7： 公司收入和利润分布预期（亿元）

	2010 年			2011 年		
	空调和冰箱	洗衣机、热水器	分销业务	空调和冰箱	洗衣机、热水器及	分销业务
收入	360	123	260	405	145	370
净利润	13.5	5.2	1.8	16.8	3	4
合计每股收益(元)	1.28			1.63		

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。