

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 25 日

资源整合优化战略下的成长加速

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

SAC 执业证书编号：S0980205100168

事项：

公司举行投资者交流会，杨董事长等主要高管人员与投资者进行了深入交流。

评论：

■ 消除关联交易、代理费率有进一步下降空间

2010 年 6 月 8 日公司已公告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%。但公司控股的海尔电器（1169HK）的关联交易协议是一年签订一次，因此今年并不能修改，采购代理费率仍按协议值 2.6% 收取，我们预期 2011 年该费率会做出与 A 股同等待遇的调整。

另外日日顺成为海尔电器的全资子公司后，海尔电器的国内销售关联交易自然会大幅减少，而公司通过青岛海达瑞采购服务公司的采购比率还会进一步上升，因此可以预期 2011 年公司在采购方面的关联交易还有相当大的下降空间。

表 1： 海尔电器 2009 年主要关联交易金额及代理费率（百万元、%）

	金额	代理费率
出口销售洗衣机及热水器	870.05	1.5%
国内销售洗衣机及热水器	4,603.04	
采购原料	7,476.54	2.6%
全部关联交易额	13,889.47	

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

■ 资产整合继续推进

公司存在进一步的资产整合预期，一方面是公司可能通过增持对部分子公司的股权来减少少数股东损益，另一方面公司也可能收购白电上游产业链的资产，如模具加工等。我们从公司 2009 年公布的主要子公司净利润情况可以看到，如公司增持部分子公司股权，至少可使得公司减少少数股东损益 8000 万元以上，可增厚公司每股收益 0.06 元。

表 3：主要子公司净利润情况（百万元）

	持股比例	2009 年净利润	2008 年净利润
青岛海尔电冰箱有限公司	75%	167.19	251.37
青岛海尔特种电冰箱有限公司	75%	256.86	242.24
青岛海尔空调器有限总公司	99.95%	148.18	131.54
合肥海尔电冰箱有限公司	100%	172.61	115.72
合肥海尔空调器有限公司	80%	32.63	72.59
青岛海尔电冰箱(国际)有限公司	75%	89.71	59.94
青岛海尔空调电子有限公司	75%	105.36	57.65
青岛海尔特种电冰柜有限公司	58.45%	45.34	34.44
章丘海尔电机有限公司	99.18%	31.15	29.80
重庆日日顺电器销售有限公司	51%	7.23	-7.70

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

■ 日日顺将成为新的利润增长点

日日顺作为海尔电器的全资子公司，是家电及数码产品在三、四级市场的销售通路。日日顺将通过营销网、物流网、服务网的三网合一，将改变传统的简单批发商业模式，重点在于突出送服务、高周转，改变吸款压货的传统模式，使得各网点能够实现高周转的运营，降低了对运营资金金额的需要。在物流方面公司可以做到 150 公里内每天发货两次，上午订货下午即可到达。日日顺共有 5500 多个县级专卖店，实现了对客户和用户的“勤近快销”、“多快好省”。

公司将把日日顺发展成为销售多个品牌的通路商，已经与 GE、惠普、宏基、摩托罗拉、爱仕达等品牌销售。2009 年该公司销售非海尔的其他品牌收入约 15 亿元，预期今年达到 40 亿元，未来 3-5 年规划销售收入当中 1/3 收入比率为海尔品牌产品，2/3 为其他非海尔品牌产品，成为公司新的利润增长点。

表 4：日日顺销售额（亿元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
销售金额	120	180	249	约 330

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

表 5：神州数码分销业务收入和利润率表现

单位：港币千元	2009 年	2008 年
分部收入	24,087,251	20,889,194
分部毛利	1,035,887	966,820
分部业绩	289,103	339,420
毛利率	4.30%	4.63%
净利率	1.20%	1.62%
费用率	3.10%	3.00%

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

我们参照已上市的面向中国市场的同类上市公司神州数码，可以看到该类业务净利润约 1%。公司作为国内三、四级市场的独特销售通路，其本身多年投入才能形成如此规模，加上对客户所提供的高周转的服务附加值，我们认为日日顺未来的盈利肯定高于该公司平均值。对应海尔电器则成为很好的投资品种选择。

预期 2011 年这部分分销收入超过 400 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 3.2 亿元净利润，可增厚公司（600690）每股收益 0.12 元/股。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 6：海尔电器与集团的采购协议（百万元）

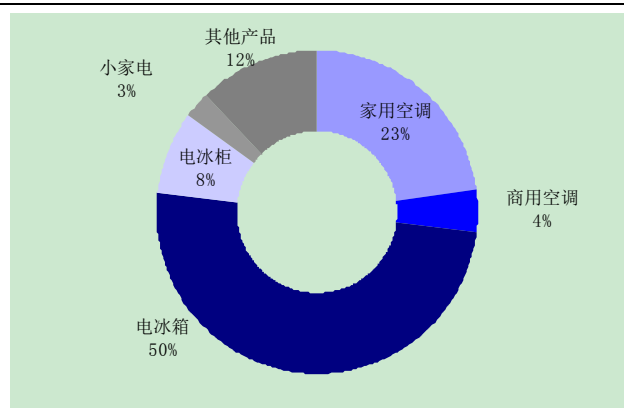
采购协议上限	2010 年 3-12 月	2011 年	2012 年
	26,200	39,300	58,950

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

■ 差异化经营战略的实施扩大

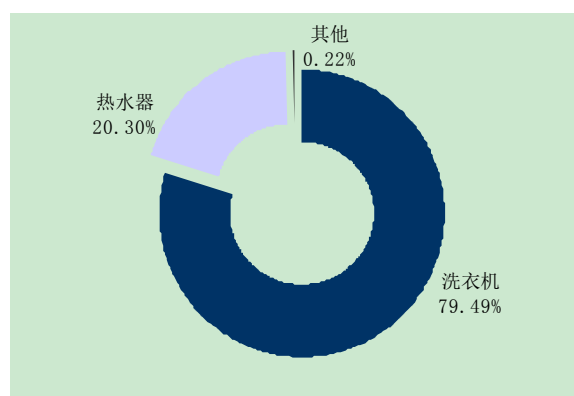
公司的三条产品业务线均将以产品差异化战略作为持续成长的主要方式，改变过去追求规模而盈利不高的模式。实际上公司近年来的经营改善也体现了这一点。

图 1：2009 年公司主营收入构成比率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：2009 年海尔电器主营收入构成比率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

冰箱：这是公司最有竞争力的产品，我们比较国内品牌产品，公司的产品创新绝对是第一的领先地位，包括对开门、三门、多门多温等各类产品，在国内品牌当中都是公司的产品创新走在前列。目前公司总体市场份额保持领先、稳定，卡萨帝系列高端产品给公司带来非常好的利润增量。

洗衣机：公司 5、6 月份市场份额有明显上升迹象，产品系列全面、滚筒、变频产品同样是领先于国内品牌。

空调：致力于提升产品附加值，无氟变频空调、物联网空调等新品不断推进，改变过去性价比不高的局面。2010 年空调销售市场份额略有提升，盈利能力进一步改善。

■ 资源整合优化战略下的成果逐步显现

公司作为中国家电行业最早的家电综合龙头企业，在资本市场全流通改革背景下，其经营战略开始出现重大调整，目标即为打造综合白电产业平台，实现在国内外的竞争实力持续上升。2006 年以来至今公司一系列的调整举措的逐步推进，终于在 2010 年形成了较好的资产整合和运营调整局面。我们认为接下来投资公司将可分享其过去经营调整和资产整合的成效放大。

在此基础上，我们认为公司还有进一步的资产整合和运营费用下降空间，包括进一步可能的相关资产整合，以及关联交易的减少和代理费率的下降等。

采购代理费率下降：海尔电器 2011 年采购代理费率有望在 2010 年 2.6%的基础上进一步下降。公司采购代理费率也可能在目前 1.75%的基础上下降。

资产整合：收购部分控股子公司的股权，减少少数股东损益来增厚公司业绩。相关白电产业链资产的进一步整合。

管理层激励体系：进一步完善管理层激励体系，不排除进行新的股权激励方案。

以上这些措施结合公司在主业经营上的改善可能，将推动公司业绩在未来3年有较好的持续成长性。

表 7：公司 2006 年以来一系列降低运营费用、资产整合的举措

	事件	预案日期	实施日期
免交商标使用费	2006 年 10 月 1 日起海尔集团公司、青岛海尔投资发展有限公司同意公司及其控股和参股公司免于向海尔集团公司、青岛海尔投资发展有限公司缴纳商标费。	2006-9-25	2006-10-1
消除同业竞争	公司向海尔集团公司发行股份购买其持有的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%的股份及贵州海尔电器有限公司 59%的股权。交易完成后，海尔集团公司控制公司股份比例由 36.84%增至 43.54%。资产定价 7.06 亿元。	2006-9-25	2007-5-22
消除销售方关联交易	为解决与大股东的关联销售问题,公司董事会经研究决定在重庆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。该公司为有限责任公司,拟定注册资本为 1000 万人民币,其中公司以现金认缴出资,拟持有公司 95%股权,公司的控股子公司青岛海尔空调器有限公司拟持有 5%股权。	2006-12-25	2007-1-1
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%		2008-1-1
降低采购关联交易	部分零部件采购通过控股公司青岛海达瑞采购服务有限公司来完成，降低关联交易	2009-4-24	2009-4-24
股权激励	股权激励方案，共 1771 万份期权，行权价 8.37 元，分四期行权。行权的业绩条件为每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于 10%，以 08 年的净利润为固定基数，每个行权期较 08 年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过 18%。净利润增长率是需要扣除非经常性损益的净利润增幅。激励对象包括公司董事（不含独立董事）、高管人员、核心技术人员等共 49 人	2009-5-13	2009-10-29
资产整合	公司收购德意志银行所持有的海尔电器 392,677,482 股股份（约占海尔电器已发行股份总数的 20.10%）。资产收购资金 6.67 亿元。	2008-6-27	2008-10-9
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通过海尔电器第三控股（BVI）有限公司和青岛海尔集团控股（BVI）有限公司合计持有的海尔电器 647,115,110 股的股份，占海尔电器已发行总股本的 31.93%。收购完成了公司将持有海尔电器 51.31%的股权。	2009-12-14	2010-3-31
整合三、四级市场销售网络资源、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。由于海尔电器可通过日日顺销售产品，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。	2009-9-14	2009-9-14
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%	2010-6-8	2010-6-8
发挥独特拥有的三、四级网络资源价值	海尔电器旗下公司日日顺与集团签订了产品采购协议，设定了关联交易上限，2010 年 3-12 月、2011 年和 2012 年分别为 262 亿、393 亿和 589.5 亿人民币。	2010-1-27	2010-3-1

资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所

■ 维持对公司“推荐”评级

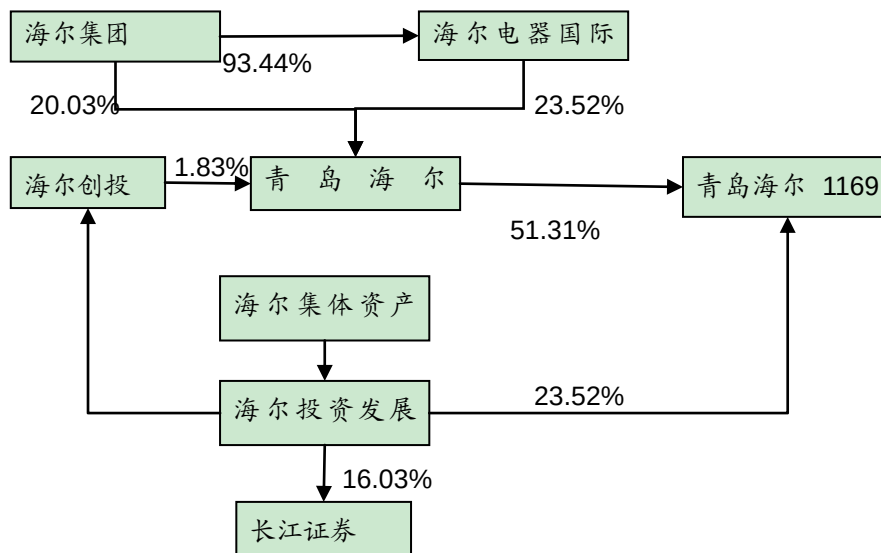
预期 2010、2011 年公司每股收益 1.28 元、1.63 元。我们看好公司从海尔电器获取由于渠道分销所带来的价值提升，公司在资产整合以及内部经营改善仍有进一步展望空间，我们维持对公司的“推荐”评级。目标价 25-27 元。

表 8：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

图 3： 公司股权架构



资料来源：公开信息、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。

免责声明:

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。