



上市公司调研简评研究报告

白色家电

投资者交流会纪要

调研目的

6月24日—25日，青岛海尔召开投资者交流会及股东大会，公司董事长杨绵绵女士、总经理梁海山先生等高管悉数到场，与投资者进行了广泛、深入的交流。

调研结论

A股及H股定位进一步明确

未来，青岛海尔将作为海尔集团的白色旗舰，专注于家电的制造与服务，朝美好住居生活方案解决提供商方向发展；海尔电器作为通路商，打造全新的虚实网结合、送服务上门的商业模式，两者是车和路的关系，共同发展，互相促进，实现1+1>2的效果，有利于股东长期利益。

推进资产整合 增厚公司业绩

未来公司的资产整合将表现在两个方面，一是收购A股少数股东权益。25日公司公告，收购合肥海尔空调器20%的少数股东权益就是这一整合的开始。我们注意到2009年公司的少数股东损益2.25亿元，按13.4亿的总股本计算，最多可以增厚公司每股收益0.17元，我们预计未来通过收购少数股东权益可以提高公司的业绩在0.1—0.15元之间。二是收购集团白电产业链上游资产，在相关资产成熟后注入上市公司。

关联交易平台费率有望进一步降低

6月9日，公司已经公告与青岛海尔零部件采购有限公司和青岛海尔国际贸易有限公司的代理费率由2.25%降低为1.75%，经我们了解，这一代理费率仍有进一步下降的空间。同时，港股海尔电器的关联交易按香港联交所的规定是每三年签订，今年不能变更，我们预计未来将参照A股的代理费率进行调整。

投资建议与评级

我们维持对公司的盈利预测与“增持”的评级，将目标价格提高至23元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
营业收入（百万）	32,979	52,321	59,075	66,376
营业收入增长率	8.46%	58.65%	12.91%	12.36%
净利润（百万）	1,149	1,411	1,649	2,001
净利润增长率	49.64%	22.80%	16.87%	21.35%
EPS（元）	0.86	1.06	1.23	1.50

青岛海尔（600690）

维持

增持

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85130590

执业证书编号：S1440209080388

刘义

liuyi@csc.com.cn

010-85130305

当前股价：20.34元

目标价格6个月：23.00元

调研日期：2010年06月25日

发布日期：2010年06月28日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1个月	3个月	12个月
	9.6/13.5	-3.7/12.9	51.0/63.8
12月最高/最低价（元）	25.99/0		
总股本（万股）	133,852		
流通A股（万股）	89,774		
总市值（亿元）	272		
流通市值（亿元）	183		
近3月日均成交量（万）	1,160		
主要股东			
中国工商银行-中银持续增长股	2.10%		
票型证券投资基金			

股价表现



相关研究报告

10.06.09

青岛海尔（600690）：增持海尔电器等事项点评

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



交流会纪要

问：公司高管怎么看当前冰洗行业竞争格局？海尔一枝独秀的地位会不会发生变化，形成两到三家一线品牌竞争的格局？日日顺三四级市场网络提供了什么样的优势服务？

答：近些年冰洗市场竞争格局不断变化，竞争对手也随之不断发生变化，海尔一直通作自身的转型保持竞争优势，竞争对手短期的份额提升是一种常态，即使不存在这个对手，也会存在其他对手。关于行业集中度的问题，中国市场还达不到国外成熟市场的集中程度，海尔的目标是不论竞争对手如何变化，通过自身的转型依然保持行业第一的地位，不但在国内而且在全球都保持第一。从海尔经验看，家电企业发展的必要条件是生存下来，达到零缺陷，有些品牌价格便宜，但品质难以保证，耐用消费品最必要的条件不具备的话很难生存；产品差异化是充分条件，就是说产品是不是能引领市场，是不是一种导向，比如海尔产品提供的差异化是引导型的，这种差异化首先是一种创造，并且不断升级；第三个是强粘度，跟客户的关系是不是能牢牢的粘在一起，品牌的信誉度是不是很好，对客户的强粘性是家电企业持续发展的条件。只有具备了这三个条件才有竞争实力。

日日顺做的是虚实融合的网。三张实网是营销网络,物流网络,服务网络,虚网是互联网。日日顺网络最大的价值就是一张服务的网，不单单是卖产品，要让客户用最少的钱得到最快的周转，赚到最多的利润，用户则能得到最货真价实的商品，两者缺一不可。日日顺目前有 5500 个县级营销网点、28000 个镇级营销网点、97000 村级营销网点，并且每天还在增加；物流网和服务网则是与之相配合的，目前可以做到 150 公里以内的，上午要货下午送到，下午要货隔日送到，250 公里以内的，可以做到 8 小时送到。物流网通过班车来实现送货，营销网络强大以后，物流网络的成本也降下来了，成本低，速度快。在这种情况下，服务网络的重要性也体现出来，日日顺的服务体系已经可以做到客户打一个电话，5 分钟后发票、送货单就可以打印出来。传统的网络是等客户上门，而日日顺是送服务上门，第一次交易就是终生服务的开始。

问：日日顺过去 3-5 年经营情况如何？包括收入和利润的增速。日日顺股权结构怎么样？

答：日日顺过去几年是部门的角色，没有利润方面的统计，今年 4 月 1 日才独立，06-09 年的回款额分别是 120 亿、180 亿、249 亿和 300 多亿收入。希望 5 年后日日顺的收入三分之一是海尔品牌，其余是其他品牌，主要是国际品牌。日日顺去年开始做其他品牌，销售额 15 亿，今年会达到 40 亿左右。

日日顺是海尔电器的全资子公司。

问：日日顺下面门店是否有少数股东权益？日日顺的盈利水平如何？

答：下面门店都是服务关系，没有股权关系。

日日顺相对传统模式效率更高，可以达到一个月周转 21 次，进而跟上下游分享利润，其盈利在平均水平以上。

问：对下面加盟店如何管控？日日顺在三四级市场相对于家电连锁有何优势？

答：两者模式完全不同。家电连锁是等客户上门，交易结束，关系也就结束了。日日顺是送服务、送方案上门，交易一次就是终生服务的开始，粘度更强。家电连锁是与经销商竞争，而日日顺是通过向经销商提供服务进行合作。并且我们相信中国广阔的三四级市场可以容纳日日顺这种模式。管控主要体现在提供的服务上，



以服务粘住加盟店。

问：日日顺对海尔业绩有多少贡献？日日顺对海尔的业绩贡献是否来自于社会化业务？物流中心情况如何？

答：日日顺的贡献来自于两个方面：一、使得海尔销售的增长领先于同行，对海尔本身就是一个贡献；二、社会化的增长。

我们现在有 91 个物流中心，物流中心是一级库，二级、三级库是中转库房，效率很高，尤其是三级库。车辆则是通过机制，调动社会资源，不是自购的。

问：今年海尔空调高增长是如何实现的？空调产品季节性强，空调的即需即供如何实现？

答：我们做了两件事：一、确定海尔空调的品牌定位；二、创造新的商业模式，颠覆传统的压款压货的商业模式。通过两点进行切入，一是建立自主经营体，追求实现双赢，业务才能健康持续发展；二是抓紧实现需求创新，比如推出无氟变频空调，目前达到了 29.1% 的市场占有率。

如何结合行业特点实现即需即供，首先是即需，主要是要求随时能知道用户的需求；第二、即供不是即产，用户有了需求，我们马上可以提供，我们的员工与客户一起提前了解用户的需求，提前做好生产分析。

问：未来集团其他资产整合入 A 股的节奏如何？2007 年以来费用率仍比较高，未来千日改造结束之后，盈利能力会有怎样的变化？即需即供情况下，空调是不是不能做到平衡生产，这样折旧费用是不是比较高？

答：去年利润增长的幅度数倍于收入的增长，说明了我们的盈利能力在提高，未来其他资产会逐渐装入 A 股，但首先要达到一定的标准，不能影响到利润率。

利润率和毛利率的提升需要做一些事先投入，网络建设投入、研发技术投入等，都会导致费用率上升，但整体看毛利率提升超过费用率提升，从一季度看费用率稳中略有下降。

根据几十年的生产规律和经验，我们总结出三条业务线，第一条是节日线，过去五年四大节日占空调销量 32% 左右，第二条线是季节线，5—7 月是旺季，占全年销量 50% 左右。抓住这两条线，就可以与市场 80% 的节奏吻合。第三条线是装修线，房子是春秋季装修，2—4 月和 8—11 月，抓住第三条线可以实现全年生产的相对均衡。

问：未来产品差异化的主要措施是什么？海尔电器的采购费用率是否会调整？海外业务进展如何？

答：保持行业的领先，就要做到关注用户的需求，并有能力去实现它。为做到产品差异化，我们做了很多工作，比如整合资源，调整内部机制，不断推出差异化的产品和解决方案。

海尔电器的关联交易按照香港联交所的规定是每三年签订，费用率会存在进一步调整空间。

我们的海外战略分为走出去、走进去、走上去三步。为了做到这三步，海尔集团已经在全球进行布局，包括工厂、研发中心、营销中心等，目前基本布局已经完成，效果也很明显。举个例子，欧洲经济环境差，但海尔逆势上扬，增幅很大。



问：未来 1.75%平台费率是否仍有下降空间？白电产业链上游集团其他资产如进入 A 股，是否会摊薄每股收益？

答：集团其他资产注入 A 股的前提是不摊薄每股收益。

平台费率 08 年前是 2.6%，08 年是 2.25%，目前是 1.75%，仍有下降空间。

问：如何看待跟美的的竞争？怎样应对？国际化规划及出口如何应对人民币升值及劳动力成本上升？

答：对手不止一个，竞争是一个常态。海尔的战略是不论对手是谁，都要保持行业领先地位，我们的关注点在用户粘度上。零缺陷、差异化，以此来应对行业的变化。今年我们的洗衣机高端产品仍然保持强势，低端产品受一定冲击，但不是来自于某一个竞争对手，而是家电下乡中，中小品牌分流了一部分市场份额。洗衣机市场份额 1—4 月份有些影响，但 5—6 月份已经回升。而冰箱的份额没有影响，产品结构和产品单价都是增长的。

海尔集团的海外布局已经基本完成，我们的海外市场中心是三位一体的，有研发、工厂、营销。针对高端用户群的需求开发产品，进行产品结构调整，刚才说的走出去、走进去、走上去三步战略意味着从低端产品到高端产品，我们在国内看到的高端产品基本都是为了满足海外的需求而开发的。

问：07 年以来海尔取得了长足的进步，但盈利能力跟竞争对手相比仍然是偏低的，现在还存在哪些不足？朝哪些方面努力来提升盈利能力？有些产品是不是由于行业特性或者某些原因，盈利能力注定不好，比如彩电、电脑？

答：过去有些产品虽然盈利能力不好，但也上市了，因为她可以带来销售额，可以分摊费用，但现在我们的产品根据毛利率的不同分为 A、B 类产品，我们现在做的是创造价值，提供的不只是产品，还有服务和解决方案，是美好家居生活解决方案的提供者。

我们不认为某些产品的盈利能力注定不好，还是未研究透用户的真正需求。

问：出口如何应对人民币升值？空调业务的目标是什么？房地产调控对空调行业的影响有多大？卡萨帝对盈利提升体现在哪里？

答：解决汇率问题主要是通过三个方面，一是通过模块化，加大规模降低成本；二是通过当地化，海尔集团在全球有几十个市场中心，通过这个降低汇率变化的影响；第三个是通过调整我们的产品结构，使白电成为全球引导潮流的品牌。

空调品牌的地位是成为全球引领潮流的品牌，我们的目标不仅限于国内，要成为全球的领先者。

房地产调控对空调的影响指传统空调，传统空调我们也在加强，但更重要的是创造需求，创造引领潮流的产品和解决方案，这可以规避房地产调控的影响。

卡萨帝产品价格在一两万元以上，对我们的盈利是一种很大的提升，下一步关键是怎么在我国的高端消费群体中推广。



问：青岛海尔和海尔电器之间的关联交易，是否会发生股东利益冲突？集团有何解决态度？集团注入资产参考的因素是不会摊薄每股收益还是 ROE？在什么时点增持海尔电器和收购 A 股少数股东权益？

答：我们会尊重市场自身，费用率要跟行业水平去比较，集团不会参与。注入资产的前提是不会降低 ROE。

按照公告增持海尔电器会在未来 12 个月内，视二级市场股价而定；收购 A 股少数股东权益，我们会视实际情况择机而定，尽量较快满足资本市场的需要。

问：集团经营状况如何？包括现金流状况。

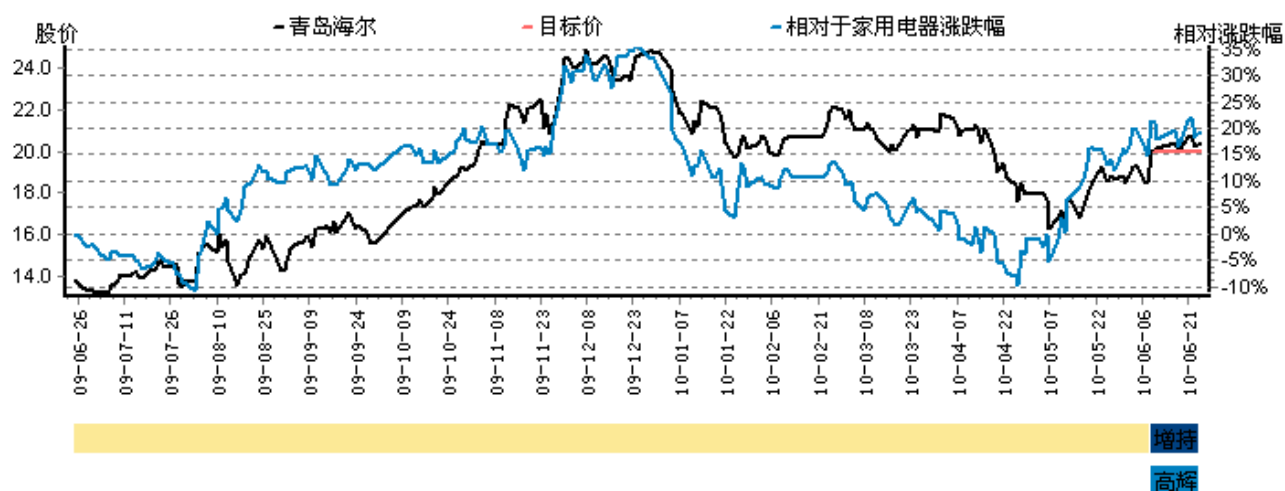
答：集团现金流非常好。

问：海尔电器做了二期股权激励，青岛海尔是否也有相关计划？

答：我们正在积极争取二期股权激励。



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

刘珂昕：国防科大信息与通信工程硕士，清华 MBA，电子元器件行业分析师。对国内外电子行业发展状况有深入研究，与公司分析相结合判断投资机会。

刘义：中央财经大学金融学硕士，家电行业分析师，致力于趋势分析把握投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。