

机械、设备、仪表

青岛海尔 (600690)

强烈推荐 (维持)

外生增长确定，冰箱业务存分歧

事件：近日，我们拜访了公司董秘、投资者关系经理以及冰箱市场部相关人员，调研结论如下。

朱政

S1060210090013
021-62486940
zhuzheng003@pingan.com.cn

- **外生增长。**资产注入和少数股东权益收回都会积极推进，时间窗口为证监会审核通过二期股权激励后。注入资产为上游配套，主要是海尔特钢和模具，09 年贡献 1 个多亿利润，增长很快。
- **关于日日顺。**日日顺目前销售规模 300 亿，其中海尔品牌占比 90%，社会化品牌占比 10%。海尔品牌毛利率约为 2.5%，净利率 1%，社会化品牌利润率会高一点。社会化品牌主要由海尔集团和当地经销商成立的合资公司经营，目前只有少量放入海尔电器。已经加盟的社会化品牌有 GE（全国唯一代理）、宏基和惠普（全国代理之一）、爱仕达、苏泊尔、索尼、三星、创维等，主要是外资和国内小品牌，特点是质量好，但三四级市场渠道弱。短期来看，日日顺只要能顺利的获得社会化品牌的代理权，业绩有爆发增长的机会，而长期风险在于国美苏宁的渠道下沉。
- **冰箱销量分歧仍在，公司预期较为乐观。**今年冰箱业务增幅比较多，市场对未来的增长抱有分歧，目前对行业的乐观预测也仅有 10%，但海尔会比这个增速更乐观。公司认为，家电下乡数据和一些行业数据都存在偏差，这是做预测的一个风险所在。从公司实际情况看，今年公司在四川、山东和河南三省的家电下乡情况有所不同，山东和河南很好，有远不止 20% 的增长，四川表现最差，比山东、河南差了 6-7 点。
- **冰箱竞争格局向好，盈利能力稳定。**行业走向集中的方向很明显，小厂面临成本考验以及大厂的挤压，有些小厂的老板已经开始担心未来的发展。明年冰箱成本会上涨，但不会对公司有大的影响，开源节流，包括明年国家对每台冰箱征收 15 块钱的回收成本，已经可以消化。
- **品牌运作。**海尔子品牌卡萨帝相当于西门子的博世，未来会把卡萨帝和海尔的品牌独立运作，有望进一步提升公司的盈利能力和市场份额。
- **预计 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 1.46 元、1.65 元、1.89 元，**考虑资产注入和少数股东权益收回后（假设按现金方式购买），2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 1.46 元、2.05 元、2.36 元，对应前日收盘价 PE 为 18 倍、13 倍、11 倍，资产注入、少数股东权益和日日顺的发展是公司目前的看点，风险在于明年冰箱销量的不确定性，维持“强烈推荐”评级。

调研纪要

外生增长

资产注入和少数股东权益收回都会积极推进，但时间窗口不好判断，主要原因是二期股权激励正在申请证监会审核。注入资产为上游配套，主要是海尔特钢和模具，09 年贡献 1 个多亿利润，增长很快。

关于日日顺

日日顺目前销售规模 300 亿，其中海尔品牌占比 90%，社会化品牌占比 10%。海尔品牌毛利率约为 2.5%，净利率 1%，社会化品牌利润率会高一点。短期来看，综合利润率基本在 1%，以后目标是 1.6%-1.7%，利润率的提升主要依赖社会化品牌比例的提升。

社会化品牌主要由海尔集团和当地经销商成立的合资公司经营，目前只有少量放入海尔电器。海尔集团方面主要是黑电（彩电、手机）对日日顺贡献收入。

日日顺目前负责物流、售后，主要的资产是仓库（全国 91 个一级仓库）、信息系统，公司县一级门店 7000 家（6500 家专卖店、500 家加盟店）、乡镇门店 30000 家（1500 家加盟店、其余为专卖店），日日顺的门店和公司没有股权关系。

社会化品牌：GE（全国唯一代理）、宏基和惠普（全国代理之一）、爱仕达、苏泊尔、索尼、三星、创维等，主要是外资和国内小品牌，特点是质量好，但三四级市场渠道弱。

关于冰箱业务（海尔市场部相关人员）

行业销量：

今年冰箱业务增幅比较多，市场对未来的增长抱有分歧，目前对行业的乐观预测也仅有 10%，但海尔会比这个增速更乐观。政策方面还有超预期的地方，未来家电下乡和以旧换新政策可能延续。另外，家电下乡数据和一些行业数据都存在偏差，这是预测的一个风险所在。

海尔家电下乡情况：

今年四川、山东和河南三个省的情况很不一样，山东和河南很好，有远不止 20% 的增长，四川开始走弱，比山东、河南差了 6-7 点，原因不详。

竞争格局：

行业走向集中的方向很明显，小厂面临成本考验以及大厂的挤压，有些小厂的老板已经开始担心未来的发展。美的开始做高端品牌，但海尔发现做高端产品有风险，消费者对高端品牌的期望较高，稍有不慎就可能影响品牌美誉度，做高端品牌需要三到五年的沉淀。

利润：

明年成本上涨，但不会对公司有大的影响，开源节流，包括明年国家对每台冰箱征收 15 块钱的回收成本，已经可以消化。

品牌：

卡萨帝等于西门子的博世，未来会把卡萨帝和海尔的品牌独立。各有弊端：分开前，全产品、品牌放在一起操作有风险；分开后，量小，规模效应不够。

其他

为什么中报开始提了 8 个亿的预计负债（售后维修）？

主要是与海尔电器合并报表所致，8 个亿的预计负债事实上是洗衣机和热水器的三包费用，与其他流动负债中冰箱、空调的售后费用相似。

上市公司独立采购情况？

上市公司今年自行采购了 70 亿

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257