

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白电

青岛海尔（600690）

资产整合进展点评

推荐

（维持评级）

2011年6月17日

资产整合业绩增厚程度略超预期

证券分析师：王念春 0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：

S0980510120027

事项：

- 1、公司召开董事会审议通过了《青岛海尔股份有限公司关于受让海尔集团公司及其子公司持有的青岛海尔模具有限公司等10家公司股权暨关联交易的议案》等三项议案。此次收购目标资产收购价格为18.8亿元，对应标的公司2010年净利润PE为11倍，采用现金收购方式。标的股权对应的2011年度预测净利润数为人民币19,350.56万元（每股收益增厚0.14元），2012年度预测净利润数为人民币22,209.98万元，2013年度预测净利润数为人民币25,479.75万元。
- 2、公司的控股公司海尔电器（1169 HK）公布，与昇威国际订立协议，以2.55万美元认购海鸿投资2.55万股新股份。完成认购后，海尔电器将拥有海鸿51%权益，余下则由昇威国际持有。同时海尔电器拟向昇威国际发行海尔电器的最多1500万股新股，发行价每年采用对价基准进行5-15%的折让，折让程度将依据海鸿投资的业绩表现而定。股份出售期权总代价不超过1.5亿元。
- 3、公司的控股公司海尔电器公告，与苏州日日顺及湖南日日顺的合资伙伴订立协议，向其分别授出苏州及湖南期权。若苏州和湖南日日顺可达成既定财务及营运目标，则可分别向海尔电器出售最多30%的苏州及湖南日日顺权益。有关收购部分或全部代价由海尔电器酌情决定以现金或配发新股新股支付。

评论：

■ 公司收购上游资产的业绩增厚幅度略高于预期、时间点符合预期

此次资产收购的方式和时间点符合预期，从利润增厚幅度而言则略超出预期。我们之前假定注入上游资产可给公司2011年带来约1.5亿的利润增厚，而此次公司公告估算标的资产2011年净利润数为1.9亿元，略超出我们之前的预期。我们因此会略微上调公司2011年每股收益，由原来的2.06元上调到2.09元。

对公司2011年的业绩表现，我们可做以下简要估算：

空调、冰箱及小家电等估算收入450-470亿元，由于集团把持有的部分白电企业股权转让给公司，公司报表中的少数股东损益减少，采购关联交易费用的减少情况下，净利润率提高，最后得到的估算净利润率为4.2%，比2010年综合净利润率3.5%有所提升，获得约20亿元利润；

洗衣机、热水器估算收入170亿元，同比增长约25%，同样按4.2%的净利润率估算，考虑公司的控股比率53%，公司从此部分获得3.8亿元利润；

日日顺估算销售收入400亿元（含关联交易部分），按1.2%的净利润率估算，公司获得2.5亿元利润；

注入上游家电资产获得约1.9亿元利润增厚。

■ 加快推进非海尔品牌的销售占比、有望成为日后的利润超预期增长点

公司的控股公司海尔电器的两项公告，明显是海尔电器在积极推进日日顺的非海尔品牌产品销售，增加非海尔品牌的销售收入占比。海尔电器此次不仅如同上一次与合肥、福建、烟台、山东日日顺合资伙伴授出期权，通过激励的方式激发合资伙伴做好合资日日顺公司的销售业绩；但这些多半是与有较长销售经验的家电经销商合作。而此次公司与昇威公司的合作，则是引进了小家电制造商来作为海鸿投资的股东，希望增加多个品种的非海尔品牌家电销售。我们从其中的期权安排来看还是很有利于实现非海尔品牌的销售比率快速上升的，但这个过程也涉及到多个品牌、多个品种如何实现协同资源的管理，还是有相当大的协同难度的，我们将进一步密切观察公司能否从日日顺的成长中业绩超预期。

公司控股的海尔电器旗下的日日顺分销平台挖潜空间巨大，其覆盖超过国内 80% 的乡镇，我们认为公司目前还没有充分利用该平台的销售潜能。2010 年，渠道分销当中非海尔品牌销售额大约 26-27 亿元。2011 年，公司目标将这部分收入增长到近 50 亿元，其利润率会比销售海尔品牌较高。

■ 维持对公司的“推荐”评级

预期公司 2011、2012、2013 年每股收益 2.09（原为 2.06 元）、2.55、3.05 元，维持“推荐”评级。渠道分销业务进一步挖潜空间巨大，有望成为日后的利润超预期增长点。

盈利预测及市场重要数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	60,588	75,129	90,155	103,679
(+/-%)	83.7%	24.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	2035	2795	3412	4086
(+/-%)	77.0%	37.4%	22.1%	19.8%
每股收益（元）	1.52	2.09	2.55	3.05
EBIT Margin	4.6%	4.9%	5.3%	5.4%
净资产收益率（ROE）	29.0%	31.1%	30.0%	28.7%
市盈率（PE）	17.0	12.4	10.2	8.5
EV/EBITDA	16.9	13.7	10.9	9.6
市净率（PB）	4.94	3.86	3.05	2.44

表 1：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，其中公司以现金认购出资，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
收购子公司少数股东股权	收购子公司合肥海尔空调器有限公司的少数股东青岛卓翱投资有限公司持有的合肥海尔空调器 20% 的股权，交易价格总计 5525 万元；收购完成后，合肥海尔空调器将成为本公司的全资子公司	2010-6-25 2010-6-25
海尔电器收购相关物流资产	公司控股子公司海尔电器下属 BVI 公司的全资子公司青岛新日日顺物流服务有限公司收购海尔集团公司持有的青岛海尔物流有限公司 100% 的股权，交易价格总计为人民币 76,300 万元；海尔电器（1169 HK）间接持有青岛海尔物流 100% 的股权。	2010-8-30 2010-8-30
海尔电器整合销售渠道资产	海尔电器（1169 HK）以 1880 万元向河南日日顺收购烟台日日顺 51% 的股权，同时与山东合资伙伴分别出资 1020 和 980 万设立合资企业山东日日顺。海尔电器分别与烟台合资伙伴润弘工贸、山东合资伙伴久联贸易签订相关股权激励，向二者分别授激励期权，在 2012 年 4 月 30 日至 2017 年 4 月 29 日期间完成业绩目标的前提下，二者可得海尔电器出售至多 30% 的烟台日日顺和山东日日顺的股权，获得的对价为海尔电器的新发行股份，成为海尔电器的股东。	2010-9-14 2010-9-14
海尔电器整合销售渠道	海尔电器向合肥合资伙伴及福建合资伙伴授出期权，在合肥日日顺及福建日日顺完成既定之销售和财务目标前提下，合肥合资伙伴及福建合资伙伴可向海尔电器出售最多 30% 的合肥日日顺权益及最多 30% 的福建日日顺权益，对价可用海尔电器新发行新股。	2011-4-28 2011-4-28
下调采购代理费率	公司 2011 年的《采购配送合同》中，将关联采购代理费率由 1.75% 降至 1.25%。2010 年公司采购关联交易额约 380 亿元，销售关联交易额约 100 亿元。	2011-3-31 2011-3-31
受让海尔集团公司及其子公司持有的青岛海尔模具有限公司等 10 家公司股权	公司关于受让海尔集团公司及其子公司持有的青岛海尔模具有限公司等 10 家公司股权。收购目标资产收购价格为 18.8 亿元，对应标的公司 2010 年净利润 PE 为 11 倍，采用现金收购方式，标的股权对应的 2011 年度预测净利润数为人民币 1.9 亿元（每股收益增厚 0.14 元），2012 年度预测净利润数为人民币 2.2 亿元，2013 年度预测净利润数为人民币 2.5 亿元。	2011-6-17 --

资料来源：公司公开信息、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±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±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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。