

公司简评 青岛海尔 (600690.SH)

► 2009 年 12 月 1 日

洗衣机资产注入上市公司如期展开

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273

1. 事件

2009 年 11 月 30 日青岛海尔 (600690.SH) 发布公告称, 公司正在与公司实际控制人海尔集团就公司受让海尔集团持有的海尔电器集团有限公司 (香港联合交易所上市公司, 证券交易代码“1169”, 下称“海尔电器”) 31.93% 的股份事宜进行商谈, 并初步达成一致意见, 但尚未签署任何意向书或协议。

2. 我们的分析与判断

青岛海尔 (600690.SH) 是我们一直看好的白色家电龙头企业, 尤其是随着今年 5 月公司推出股权激励等政策, 以及公司展开资产整合以来, 公司成为我们大力向投资者推荐的主要投资品种。目前, 青岛海尔 (600690.SH) 已经拥有了冰箱和空调资产, 随着对海尔电器的控股, 公司将拥有洗衣机和热水器资产, 从而拥有海尔旗下全部白色家电资产, 也是海尔集团旗下盈利最强的工业资产。

此次公告并没有说明未来公司收购海尔电器 31.93% 股权采用的方式。我们判断, 未来可能会有两种方式进行:

(1). 现金收购或资产互换。截至到 11 月 30 日, 海尔电器收盘价为 4.31 港元, 港股市值为 87.35 亿港元, 如果以 31.93% 的股权来收购, 则需要 27.89 亿港元。从资金的角度看, 青岛海尔 (600690.SH) 并不缺钱, 三季度末, 公司帐面货币资金达到 65.14 亿元; 但是, 从控制权的角度看, 用现金收购海尔集团持有的海尔电器股权不是一个最优选择。资产互换是否可行有更多的不确定性, 我们会关注。

(2). 定向增发收购资产。如果采用此方案, 青岛海尔 (600690.SH) 将向海尔集团定向发行股票, 然后购买海尔集团持有的海尔电器 31.93% 的股权。通过这种方案, 海尔集团依然可以通过持有青岛海尔 (600690.SH) 获得一部分海尔电器的权益; 同时, 青岛海尔 (600690.SH) 也不必拿出更多的资金。所以我们认为公司采用这种方案的可能性较大。

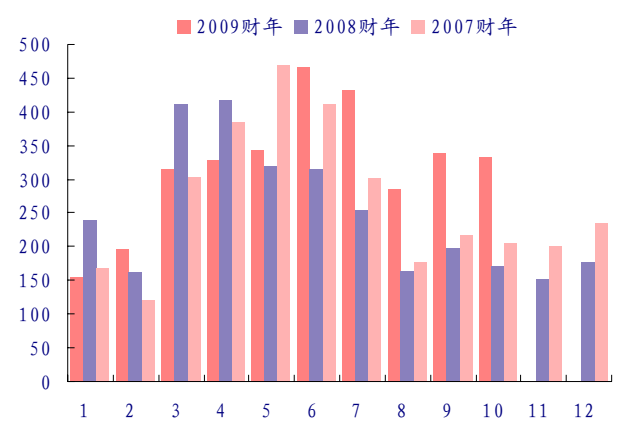
海尔电器 2007--2009 年中期的销售收入分别为 85.49 亿港元、114.09 亿港元和 53.09 亿港元, 税后净收益分别为 2.26 亿港元、1.75 亿港元和 1.71 亿港元, 净利率维持在 1.53%--3.22% 之间。如果我们不考虑增发扩大股本因素, 海尔电器将会在 2010 年给公司带来 0.13 元收益。

青岛海尔 (600690.SH) 目前持有海尔电器 19.38% 的股份, 如完成本次交易, 公司将持有海尔电器 51.31% 的股份。公司和海尔集团已经向香港证券及期货事务监察委员会提出公司是否需要向海尔电器股东发出全面要约收购的咨询意见, 并已取得香港证监会同意公司免于向海尔电器股东发出全面要约收购的原则性答复。该等事项尚需青岛海尔 (600690.SH) 董事会、股东大会、相关政府部门及海尔集团的批准。

3. 投资建议

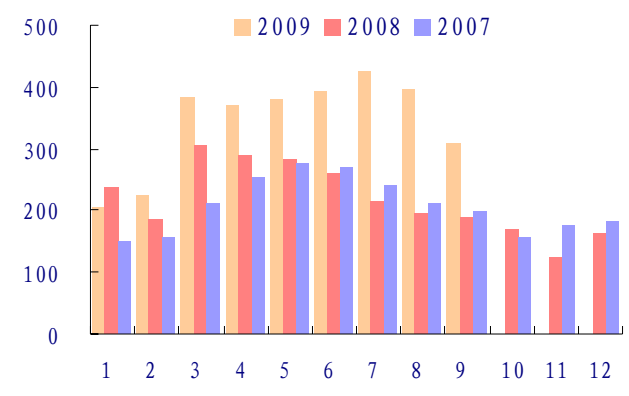
我们认为青岛海尔 (600690.SH) 正在进入利润快速增长期, 随着公司白色家电资产陆续注入上市公司, 公司凭借较强的供应链管理体系和零库存下的按需即供模式迅速提高运营效率和盈利能力, 将给投资者带来持续的回报。我们预计公司对海尔电器整合的效果将在 2010 年显现, 我们调整 2009、2010 和 2011 年每股收益分别为 0.87 元、1.12 元和 1.27 元, 对应的 PE 估值为 27X、20.97X 和 18.50X, 继续维持公司“推荐”评级。

图 1: 2007-2009 年中国家用空调行业内销销售量 (万台)



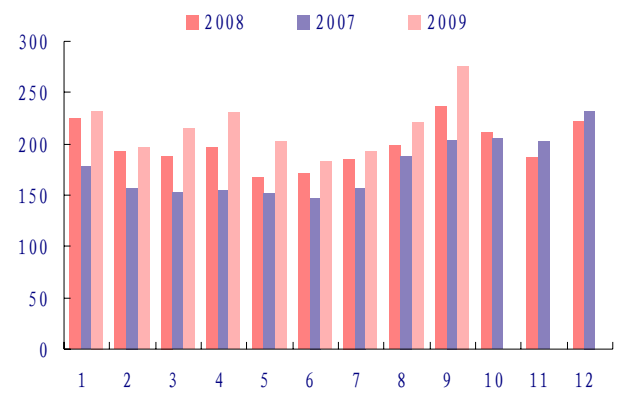
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 3: 2007-2009 年中国家用冰箱行业内销销售量 (万台)



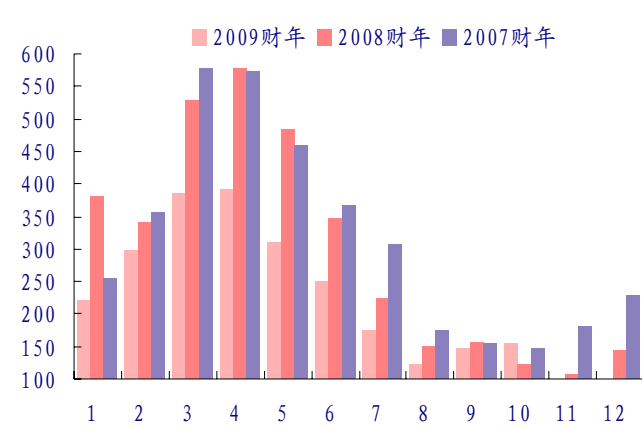
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 5: 2007-2009 年中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



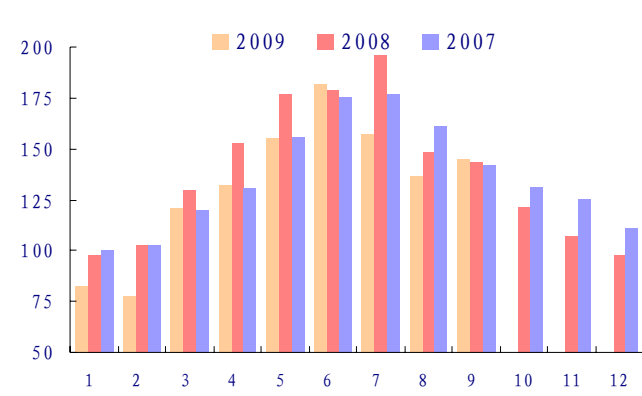
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 2: 2007-2009 年中国家用空调行业外销销售量 (万台)



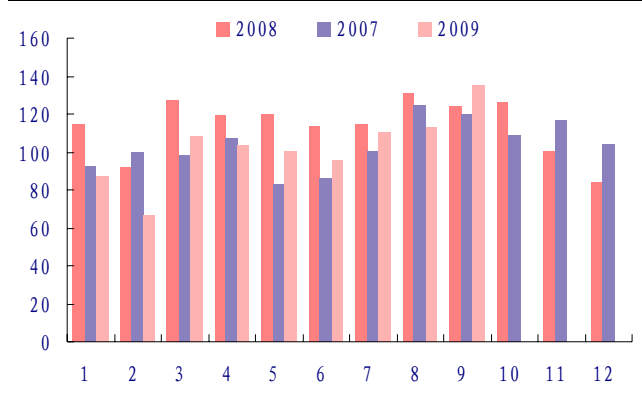
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 4: 2007-2009 年中国家用冰箱行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 6: 2007-2009 年中国洗衣机行业外销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、深康佳 A（000016.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908