

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

青岛海尔 (600690)

推荐 (维持)

白电整合如期而至，后续关注整合效应

2009年12月13日

研究员
联系人

文 献
朱 政

86-021-62486940

zhuzheng@pasc.com.cn

事项

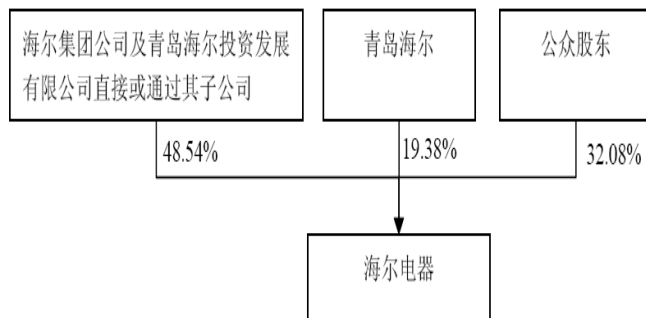
青岛海尔发布公告，拟以每股3港元的价格用现金方式受让海尔集团公司通过海尔电视第三控股（BVI）有限公司和青岛海尔集团控股（BVI）有限公司合计持有的海尔电器647,115,110股股份，占海尔电器已发行总股本的31.93%。

另外，青岛海尔控股子公司重庆日日顺电器销售有限公司与FPA签订经销协议，由重庆日日顺在中国境内经销FPA指定的斐雪派克品牌，重庆日日顺取得该等产品的排他性的销售许可。

主要观点

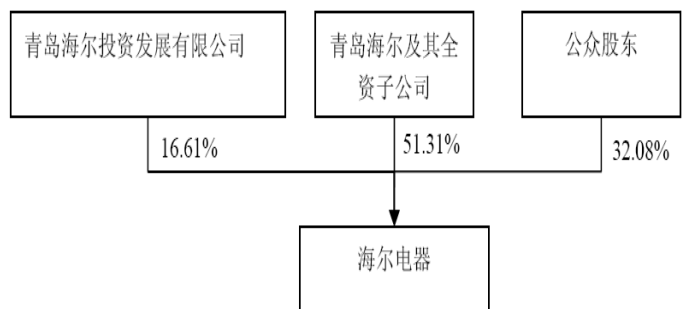
本次股权受让后，青岛海尔将绝对控股海尔电器。青岛海尔目前持有海尔电器19.38%的股权。本次交易后，青岛海尔将受让海尔集团持有的海尔电器31.93%的股份，青岛海尔对海尔电器的持股比例将上升到51.31%，获得绝对控股权。

图表1 海尔电器在本次股权受让前的股权结构



资料来源：上市公司公告

图表2 海尔电器在本次股权受让后的股权结构



资料来源：上市公司公告

受让价格合理。本次交易价格为每股3港元，较海尔电器2009年12月10日收盘价4.68港元折价35.90%；较海尔电器截至2009年12月10日前30日均价3.74港元折19.79%；较海尔电器截至2009年12月10日前45日均价3.22港元折价6.83%。据公告中预计，海尔电器09年EPS为0.16港元，对应PE为18.75倍，与家电股目前市场估值以及近年同行收购估值比较，此次交易受让价格合理。

图表3 家电股估值情况

行业	证券简称	收盘价 (2009-12-9)	总市值 (2009-12-9)	市盈率			
		单位: 元	单位: 亿元	08A	09E	10E	11E
洗衣机	小天鹅 A	14.25	78.04	-	-	31.55	24.98
	合肥三洋	23.58	78.52	69.34	37.59	27.87	21.66
平均小计		18.92	78.28	69.34	37.59	29.71	23.32
冰箱	美的电器	12.50	51.71	-	27.80	24.17	25.96
	ST 科龙	8.03	79.66	-	-	49.19	32.79
平均小计		10.27	65.68	-	27.80	36.68	29.38
空调	美的电器	22.12	460.14	40.25	25.80	20.99	17.60
	格力电器	26.90	505.34	17.19	20.04	16.54	14.74
	青岛海尔	24.21	324.06	41.91	27.95	22.79	18.79
平均小计		24.41	429.84	33.12	24.60	20.11	17.04
小家电	苏泊尔	20.75	92.14	40.09	31.40	24.94	20.50
	华帝股份	9.41	16.16	-	-	27.03	20.16
	九阳股份	29.28	148.54	14.67	21.89	17.94	15.29
平均小计		19.81	85.61	27.38	26.65	23.30	18.65
行业平均		19.10	183.43	37.24	29.27	26.30	21.25
行业中值		21.44	85.90	40.17	27.88	24.56	20.33

资料来源: wind, 上市公司公告

图表4 同行收购案例估值情况

近年家电行业收购案例汇总				
序号	1	2	3	4
可比交易	小天鹅收购美的电器洗衣机资产	海信科龙收购海信空调白电资产	美的电器收购小天鹅	SEB 部分要约收购苏泊尔
进度	2009 年 10 月 21 日公告预案	2009 年 7 月 17 日公告收购报告书	2008 年 2 月 28 日实施	2007 年 12 月 1 日实施
收购股份比例	-	-	24.01%	22.74%
交易对价	7.20 亿人民币	12.38 亿人民币	16.8 亿人民币	23.1 亿人民币
每股价格	-	-	19.16 元人民币	47 元人民币
收购市盈率	18.84 倍	19.41 倍	39.90 倍	47.50 倍

资料来源: 上市公司公告

收购有望增厚10年EPS0.08元。青岛海尔3季报显示, 公司现金资产达65亿元, 此次收购需支付现金约17亿元, 预计公司使用自有资金即可完成收购, 无需融资。海尔电器09年中期实现归属于母公司净利润1.43亿, 以此为基础测算, 不考虑整合效应, 预计收购的31.93%的海尔电器股份有望在10年增厚青岛海尔每股收益达0.08元。

股权收购先行，资产整合在后。此次收购后，青岛海尔绝对控股海尔电器，白电整合平台的地位已经确立。目前，青岛海尔与海尔电器在采购、销售方面相互独立，为了发挥白电产品的协同效应，后续的采购、销售方面的整合势在必行。上市公司目前对具体的整合方式并未披露。在与同行的比较中，海尔电器受制于高费用，盈利能力并不突出，我们认为后续整合有望提升公司盈利能力。

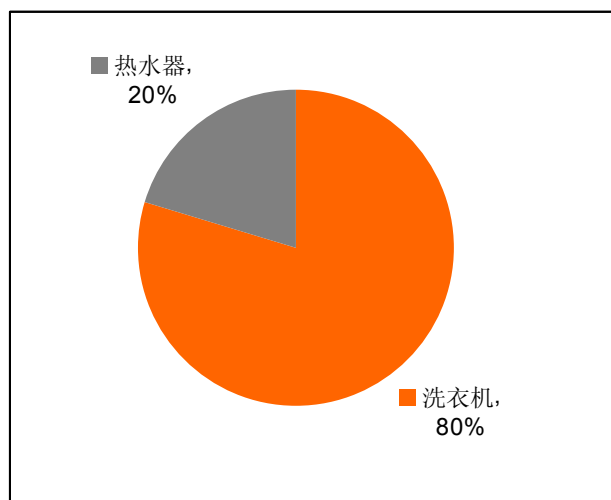
图表5 海尔电器盈利能力有提升空间（09年中报数据）

	海尔电器	青岛海尔	小天鹅	合肥三洋
收入（亿元）	46	166	19	7.7
毛利率	33.95%	26.59%	21.34%	42.19%
销售费用率	22.71%	13.90%	12.51%	22.10%
管理费用率	7.17%	6.78%	3.56%	4.68%
财务费用率	0.10%	0.16%	0.12%	-0.29%
净利润率	3.22%	4.89%	3.30%	14.15%

资料来源：上市公司公告

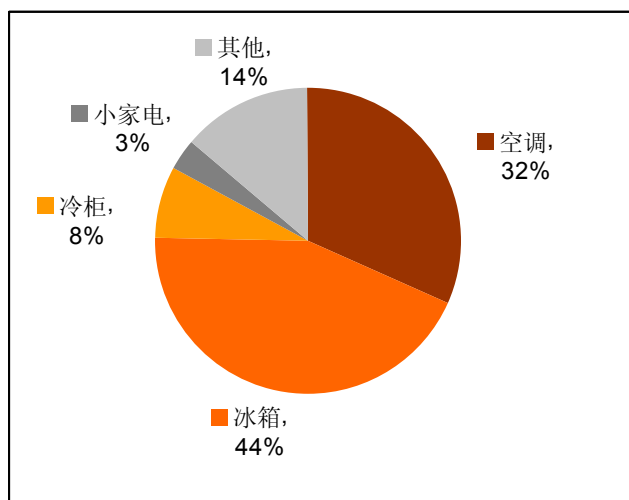
我们上调10年业绩，预计公司09年、10年EPS为0.86元、1.19元，对应PE为28倍和20倍。后续公司白电资产整合将助力业绩增长。同时，公司股权激励实施后，业绩确定性较强，我们维持“推荐”评级。

图表6 海尔电器业务构成



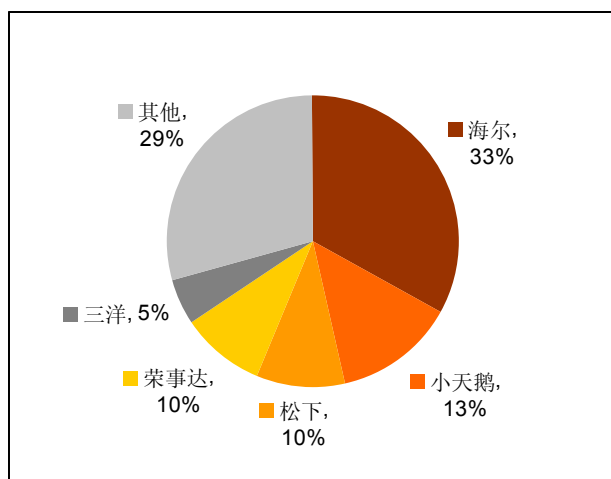
资料来源：上市公司年报

图表7 青岛海尔业务构成



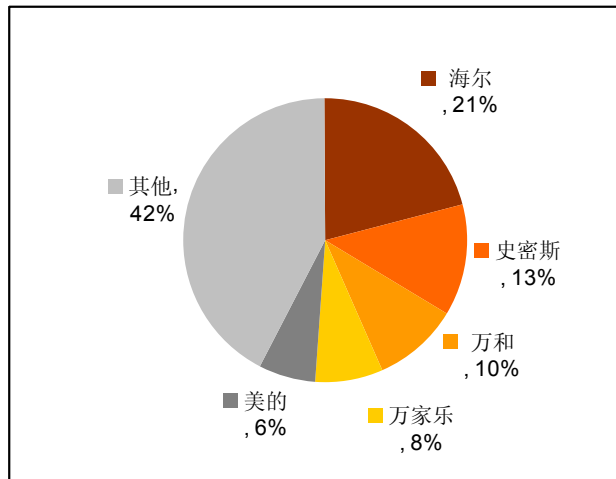
资料来源：上市公司年报

图表8 海尔洗衣机市场占有率第一



资料来源：中怡康

图表9 海尔热水器市场占有率第一



资料来源：中怡康

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为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2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

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：（0755）22200900

传真：（0755）82449257