



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 12 月 30 日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

维持推荐

青岛海尔(600690.CH)

进一步明确资产整合方向，利润增长仍有空间

主要财务信息

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	29,469	30,408	33,139	37,983	41,883
(+/-%)	27%	3%	9%	15%	10%
营业利润	899	1,167	1,754	2,404	3,110
(+/-%)	8%	30%	50%	37%	29%
净利润	644	768	1,124	1,500	1,819
(+/-%)	16%	19%	46%	33%	21%
每股收益(元)	0.48	0.57	0.84	1.12	1.36
市盈率	51.5	43.2	29.5	22.1	18.2
市净率	4.7	4.3	3.6	3.0	2.4
股价/经营现金	25.9	25.2	16.8	15.8	13.0
EV/EBITDA	25.5	20.1	13.9	10.4	7.7
净资产收益率	10.2%	11.3%	14.1%	15.7%	15.9%
投入资本回报率	9.0%	9.9%	12.1%	13.3%	13.2%
股息收益率	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

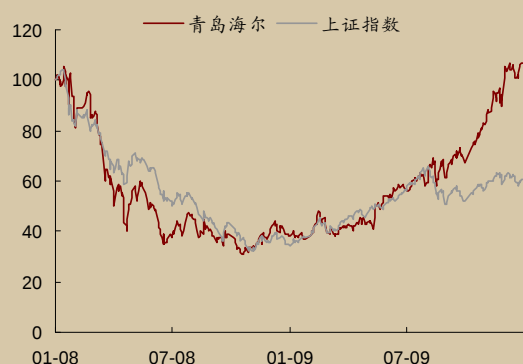
股票信息

	A股
当前股价(人民币)	24.77
日成交量(百万股)	0.00
52周最高价/最低价(人民币)	25.99/8.49
总市值(百万人民币)	33,155.12
发行股数(百万股)	1,339
其中:流通股(百万股)	756
主要股东(持股比例)	海尔集团公司(44%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
青岛海尔	5.7	16.0	58.9	175.5
上证综指	5.3	3.7	16.6	76.4
家电行业指数	5.4	0.5	26.6	133.5

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

青海海尔股东大会顺利通过受让海尔电器(1169.HK) 31.93%股份议案, 增厚每股收益, 市场已有预期。但股东大会进一步明确了A股青岛海尔和H股海尔电器的业务方向, 我们认为未来两年青岛海尔仍有进一步整合或注入资产、增厚每股收益的空间, 上调盈利预测, 维持推荐。

理由:

- 1) 现金增持海尔电器(1169.HK)有望增厚青岛海尔业绩, 我们预计分别增厚2010和2011年每股收益0.15元和0.18元, 增厚幅度分别为14%和15%;
- 2) 进一步明确了青岛海尔为“车”、H股海尔电器为“路”的定位。即青岛海尔为白电资产整体上市的旗舰平台, 以后还有望注入其他优质制造业务; H股海尔电器将转型为商业流通的上市平台, 助力青岛海尔拓展销售渠道, 以后还有望拓展为独立的电器分销渠道, 不仅销售海尔的产品, 还分销其他品牌的电器。
- 3) 公司希望股权激励一年一次, 第二批股权激励可待。
- 4) 公司判断明年行业形势向好, 且对市场份额竞争加剧已有预期。家电下乡市场份额的变化与各个企业信息录入系统先后有关, 公司的产品策略是引领一二级市场消费方向。

估值:

我们维持对公司原有空调和冰箱业务的业绩预期, 但基于增持海尔电器股份和期权费用的调整, 我们分别上调公司2009-2011年的每股收益至0.84、1.12和1.36元(YoY46%, 33%和21%), 上调幅度为1%、10%和11%, 对应2010-2011年动态市盈率22x和18x, 维持“推荐”。

风险:

- 1、市场份额竞争加剧;
- 2、原材料价格大幅并快速上涨超过预期。

附录：青岛海尔股东大会 Q&A**Q 对明年行业展望**

A 梁总：基本上和市场预测相似，行业情况会比较好，利好公司发展。但对所有公司都一样，我们关键是干好自己的事情，保持竞争力。竞争环境不一样，原材料情况也有一些影响。我们会努力抵消不利因素，发挥优势。

从产品到服务、以客户价值为中心的组织架构调整、销售渠道建设等。

Q 在目前竞争格局下，各家电产业集团都有整合的趋势，公司对 600690 和 1169 的定位和整合方向如何？

A 杨总：600690 成为白电旗舰平台，是“车”；1169 是路，主要做网络，虚网和实网结合（虚网了解需求，实网送达产品（包括营销、服务、物流三种网），零库存下即需即供模式）。600690 现在是白电的车，以后也可能有其他我们认为好的业务；1169 现在是海尔品牌的路，以后也可能卖其他品牌产品。

Q 1) 日日顺是否覆盖全国；2) 是否考虑提高股东回报；3) 网络新闻，海尔拖欠供应商货款，对海尔形象有所影响，怎么看待

A 梁总：是覆盖全国范围的；我们会考虑提高股东回报、分红等；拖欠货款的谣言是很早的事情了，是供应商违规操作。

Q 1) 600690 还看好什么“车”；2) 1169 其他的关联方股东的股权，600690 是否持续收购；3) 第二次股权激励的时间表

A 杨总：

1) 600690 现在是白电资产的“车”，以后看什么资产比

较好，我们再收进来；

2) 1169 的后续收购，看发展需要，现在 600690 控股 51%，已经可以控制其发展方向；

3) 股权激励，一年一次，使经营层越来越像小股东。

Q 明年的竞争策略，重点是市场份额还是利润；其他品牌的竞争，是否感觉到市场份额的下滑

A 梁总：市场份额没有怎么下滑，家电下乡每月的市场份额下降是由于各个企业录入信息的时间有先后，海尔启动得早，因此在前几个月信息录入也较早，其他企业在前几个月甚至为零。

其他品牌的竞争压力的确很大，我们的产品重点还是一二级市场，要做到引领一二级市场的产品方向，和消费升级的趋势匹配。但也不能完全说是高端策略，海尔还是全市场全系列覆盖的品牌。

Q 流程再造，2007 年 4 月开始，理论上 2010 年 1 月结束，是否能够如期完成，资金投入超预期还是节约，目前为止效果如何？

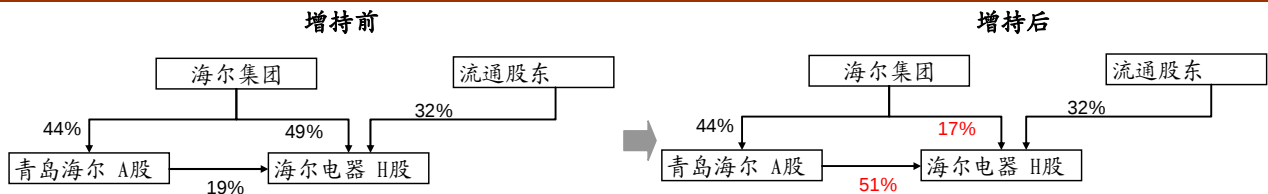
A 梁总：流程再造说 1000 天，并不是说 1000 天就结束，前期的投入主要是销售订单、财务等硬件和系统的改造，以后每年支出稳定的维护费用。

效果还不完全满意，最重要的不是流程和成本，而是观念，以客户需求为出发点进行产品开发、采购、生产的观念。成本节约也是目的和效果之一。

Q 空调业务“即需即供”导致不能“淡季压货”，是否影响经销商主推力度？

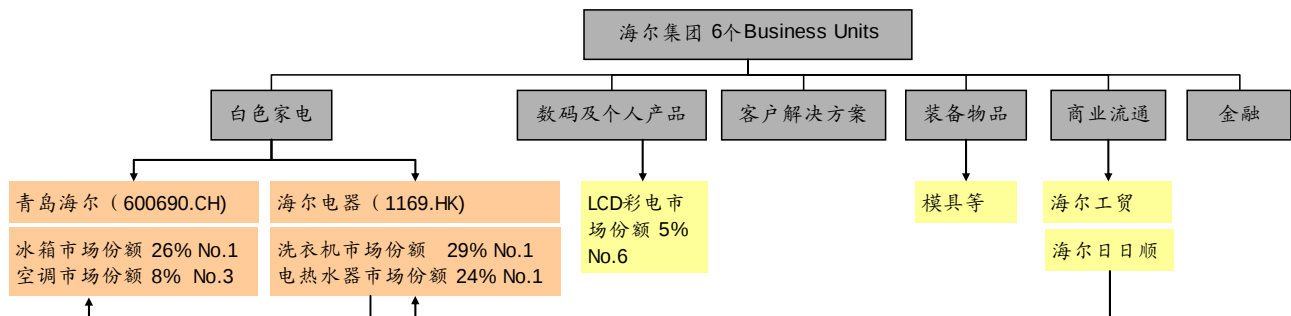
A 梁总：渠道和销售方式只是把产品卖给消费者的途径，经销商的由于自身利润不同、主推不同品牌的影响是存在的，但最关键的是消费者要购买海尔的产品。这也是我们在做的事情。

图表 1: 青岛海尔增持海尔电器 (1169.HK) 前后股权结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 海尔集团业务构成和上市平台解析



资料来源: 公司资料, 产业在线, 中怡康, DisplaySearch, 中金公司研究部

图表 3: 海尔电器 (1169.HK) 业绩回顾

(百万港币)	年度数据		半年报数据		
	2007A	2008A	1H07	1H08	1H09
营业收入	8,549	11,409	3,584	5,307	5,309
YoY	24%	33%	101%	48%	0%
营业总成本	-8,238	-11,226	-3,472	-5,164	-5,099
其中 营业成本	-6,058	-8,120	-2,481	-3,782	-3,507
销售费用	-1,647	-2,268	-747	-1,071	-1,205
管理费用	-527	-824	-242	-311	-381
其他经营费用	-6	-13	-2	0	-7
营业利润	312	184	112	143	210
财务费用	-24	-16	-10	-8	-6
其他损益净额	35	34	16	15	19
税前利润	322	202	119	150	223
所得税	-96	-27	-32	-15	-52
少数股东损益	-54	-23	-14	-7	-8
净利润	172	152	72	128	163
YoY	-34%	-12%	-43%	77%	27%
每股收益	0.08	0.07	0.04	0.06	0.08
财务比率					
毛利率	29.1%	28.8%	30.8%	28.7%	33.9%
销售费用率	19.3%	19.9%	20.8%	20.2%	22.7%
管理费用率	6.2%	7.2%	6.7%	5.9%	7.2%
财务费用率	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润率	3.6%	1.6%	3.1%	2.7%	4.0%
净利润率	2.1%	1.4%	2.1%	2.5%	3.2%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 4：青岛海尔盈利预测调整

(人民币百万元)		调整前			调整后		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
营业总收入		33139	37983	41883	33139	37983	41883
营业收入		33139	37983	41883	33139	37983	41883
	YoY	9.0%	14.6%	10.3%	9.0%	14.6%	10.3%
营业总成本		-31606	-35977	-39279	-31581	-36006	-39296
其中 营业成本		-24129	-28222	-31422	-24129	-28222	-31422
销售费用		-4971	-5128	-5403	-4971	-5128	-5403
管理费用		-2360	-2509	-2344	-2335	-2539	-2364
财务费用		-28	15	31	-28	16	34
其他经营收益		203	171	188	196	427	523
营业利润		1736	2177	2792	1754	2404	3110
	YoY	49%	25%	28%	50%	37%	29%
营业外利润		48	0	0	48	0	0
利润总额		1784	2177	2792	1802	2404	3110
	YoY	57%	22%	28%	58%	33%	29%
所得税		-357	-435	-698	-360	-481	-777
少数股东损益		-314	-383	-461	-317	-423	-513
净利润		1113	1358	1633	1124	1500	1819
	YoY	44.9%	22.0%	20.2%	46.4%	33.4%	21.3%
每股收益		0.83	1.01	1.22	0.84	1.12	1.36
调整幅度					1%	10%	11%
财务比率							
毛利率		23.9%	24.5%	24.6%	27.2%	25.7%	25.0%
销售费用率		13.2%	13.2%	13.2%	15.0%	13.5%	12.9%
管理费用率		5.6%	5.6%	4.6%	7.0%	6.5%	5.5%
财务费用率		0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
营业利润率		5.2%	5.9%	7.1%	5.3%	6.3%	7.4%
剔除其他经营收益		4.7%	5.4%	6.6%	4.7%	5.2%	6.2%
有效税率		18.0%	18.0%	25.0%	20.0%	20.0%	25.0%
净利润率		3.3%	3.8%	4.1%	3.4%	3.9%	4.3%
剔除海尔电器利润		3.2%	3.4%	3.7%	3.2%	3.4%	3.7%
其他假设							
海尔电器净利润		264	352	440	359	537	665
A股持有海尔电器股权		19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	51.3%	51.3%
贡献A股利润		51	68	85	70	275	341
股权激励费用		40	40	40	15	70	60

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	29,469	30,408	33,139	37,983	41,883
(+/-%)	27%	3%	9%	15%	10%
营业总成本	-28,634	-29,392	-31,581	-36,006	-39,296
营业成本	-23,868	-23,376	-24,129	-28,222	-31,422
销售费用	-3,502	-4,075	-4,971	-5,128	-5,403
管理费用	-1,187	-1,691	-2,335	-2,539	-2,364
财务费用	-48	-104	-28	16	34
其他经营收益	65	151	196	427	523
营业利润	899	1,167	1,754	2,404	3,110
少数股东损益	-111	-211	-317	-423	-513
净利润	644	768	1,124	1,500	1,819
(+/-%)	16%	19%	46%	33%	21%
现金流量表					
经营活动现金流	1,279	1,318	1,976	2,103	2,544
投资活动现金流	-301	-1,056	-116	215	311
融资活动现金流	-312	-223	-229	-252	-300
货币资金增加额	665	39	1,631	2,066	2,554
资产负债表					
总资产	11,189	12,231	13,877	16,595	19,619
流动资产	7,791	7,863	9,628	12,526	15,746
货币资金	2,421	2,462	4,200	6,266	8,820
应收帐款	579	795	862	986	1,089
存货	2,929	1,853	1,574	1,841	2,050
非流动资产	3,398	4,367	4,249	4,069	3,873
长期股权投资	600	1,384	1,384	1,384	1,384
固定资产	2,359	2,456	2,367	2,241	2,069
总负债	4,133	4,530	4,685	5,391	5,971
流动负债	4,043	4,445	4,600	5,306	5,886
短期借款	97	175	175	175	175
应付款项	2,828	2,253	1,995	2,318	2,580
预收帐款	804	1,025	1,117	1,281	1,412
长期负债	90	85	85	85	85
股东权益	7,056	7,701	9,192	11,204	13,648
实收股本	1,339	1,339	1,339	1,339	1,339
少数股东权益	747	927	1,244	1,667	2,180
财务指标					
流动比率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.0	2.3
存货周转天数	45	29	24	24	24
应收款项周转天数	29	41	41	41	41
应付款项周转天数	53	47	42	42	42
营业周期	21	22	22	22	22
毛利率	19.0%	23.1%	27.2%	25.7%	25.0%
营业利润率	3.1%	3.8%	5.3%	6.3%	7.4%
净利润率	2.2%	2.5%	3.4%	3.9%	4.3%
总资产报酬率	5.8%	6.3%	8.1%	9.0%	9.3%
净资产收益率	10.2%	11.3%	14.1%	15.7%	15.9%
投入资本回报率	9.0%	9.9%	12.1%	13.3%	13.2%
资产负债率	36.9%	37.0%	33.8%	32.5%	30.4%
全面摊薄每股收益	0.48	0.57	0.84	1.12	1.36
全面摊薄每股净资产	5.27	5.75	6.87	8.37	10.20
摊薄每股经营现金流	1.15	0.96	0.98	1.48	1.57
市盈率	51.5	43.2	29.5	22.1	18.2
市净率	4.7	4.3	3.6	3.0	2.4
股价/经营现金	25.9	25.2	16.8	15.8	13.0

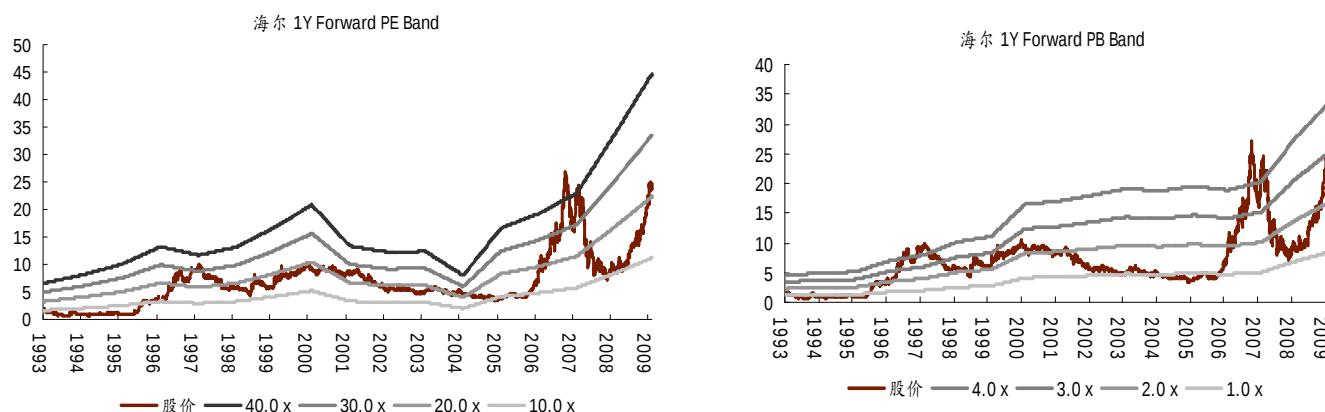
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 6：可比公司估值

代码	公司	总市值 (百万美元)	货币单位	股价 (本国货币)	每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	净利润CAGR	
A股												
白电												
000527.CH	美的电器	7,111	CNY	23.35	0.50	0.86	1.00	47.0	27.1	23.4	16.4%	1.7
000651.CH	格力电器	7,965	CNY	28.96	1.05	1.40	1.68	27.7	20.7	17.3	14.7%	1.4
600690.CH	青岛海尔	4,854	CNY	24.77	0.57	0.84	1.12	43.2	29.5	22.1	27.2%	1.1
600983.CH	合肥三洋	1,138	CNY	23.35	0.35	0.64	0.85	66.7	36.8	27.6	33.9%	1.1
000418.CH	小天鹅A	937	CNY	14.39	0.07	0.33	0.51	205.6	43.7	28.2	35.2%	1.2
000521.CH	美菱电器	687	CNY	13.33	0.06	0.27	0.44	222.2	48.8	30.2	68.3%	0.7
600336.CH	澳柯玛	387	CNY	7.75	0.04	n.a	n.a	193.8	n.a	n.a	n.a	n.a
000921.CH	ST科龙	869	CNY	8.23	-0.23	0.22	0.28	-35.8	37.4	29.9	0.17	2.2
A股平均								82.4	34.9	25.5		
黑电												
000100.CH	TCL集团	2,176	CNY	5.06	0.17	0.09	0.14	29.6	56.2	36.3	40.8%	1.4
600839.CH	四川长虹	1,801	CNY	6.48	0.02	0.07	0.11	395.3	95.3	59.8	46.7%	2.0
000016.CH	深康佳	1,119	CNY	7.88	0.21	0.15	0.26	37.8	51.0	30.1	42.0%	1.2
600060.CH	海信电器	2,209	CNY	26.11	0.39	0.80	1.05	67.0	32.4	24.9	26.5%	1.2
A股平均								132.4	58.8	38.3		
小家电												
002242.CH	九阳股份	2,129	CNY	28.66	1.18	1.35	1.64	24.3	21.2	17.5	18.0%	1.2
002032.CH	苏泊尔	1,392	CNY	21.42	0.53	0.70	0.89	40.2	30.8	24.1	25.2%	1.2
002035.CH	华帝股份	241	CNY	9.59	-0.06	0.18	0.43	-159.8	n.a	n.a	n.a	n.a
000533.CH	万家乐	953	CNY	11.31	0.11	0.19	0.27	102.8	59.5	41.9	35.7%	1.7
A股平均								1.9	37.2	27.8		
H股												
白电												
1169.HK	海尔电器	1,333	HKD	5.10	0.07	0.20	0.30	68.6	25.6	17.1	n.a	n.a
0921.HK	海信科龙	869	HKD	3.84	-0.23	0.22	0.28	-16.7	17.5	14.0	n.a	n.a
0449.HK	志高控股	354	HKD	5.38	0.22	0.52	0.59	24.9	10.3	9.2	0.11	0.9
H股平均								25.6	17.8	13.4		
黑电												
0751.HK	创维	2,536	HKD	7.93	0.19	0.47	0.61	41.1	16.9	13.0	25.7%	0.7
1070.HK	TCL多媒体	1,116	HKD	8.56	-0.36	0.36	0.62	-23.7	24.0	13.9	58.0%	0.4
2618.HK	TCL通讯	256	HKD	1.85	0.04	n.a	n.a	46.25	n.a	n.a	n.a	n.a
H股平均								8.7	20.4	13.4		
美国												
WHR.US	Whirlpool	6,135	USD	82.59	5.57	4.38	6.04	14.8	18.8	13.7	19.2%	1.0
UTX.US	United Technology	66,397	USD	70.84	5.00	4.14	4.62	14.2	17.1	15.3	9.3%	1.8
GE.US	GE	163,152	USD	15.33	1.72	1.00	0.96	8.9	15.3	16.1	11.1%	1.4
欧洲												
ELUXB.SS	Electrolux	7,377	SEK	171.00	1.29	11.46	13.67	132.6	14.9	12.5	36.7%	0.4
ARCLK.TI	Arcelik	2,599	TRY	5.80	0.07	0.71	0.52	82.9	8.2	11.2	8.0%	1.0
DLG.IM	De'Longhi	690	EUR	3.20	0.27	0.23	0.30	11.8	13.7	10.6	21.7%	0.6
SK.FP	SEB	2,796	EUR	38.81	3.20	2.90	3.34	12.1	13.4	11.6	12.4%	1.1
PHIA.NA	Philips	28,181	EUR	21.08	-0.09	0.65	1.08	-234.2	32.7	19.5	75.6%	0.4
日本												
6502.JP	Toshiba	23,788	JPY	515	39	-3	26	13.1	-147.5	20.2	n.a	n.a
6367.JP	Daikin Industries	11,693	JPY	3660	264	46	125	13.9	79.2	29.4	113.0%	0.7
6752.JP	Panasonic	35,642	JPY	1333	133	-53	55	10.0	-25.0	24.2	n.a	n.a
6758.JP	Sony	29,399	JPY	2685	368	-68	91	7.3	-39.7	29.5	n.a	n.a
6753.JP	Sharp	14,165	JPY	1170	93	8	49	12.6	154.7	24.0	n.a	n.a
韩国												
066570.KS	LG Electronics	14,815	KRW	119500	2992	13796	15907	39.9	8.7	7.5	0.2	0.5
国际平均								10.7	11.8	17.2		

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 7：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。