



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

首次关注
研究报告

2010年3月16日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

推荐

海尔电器(1169.HK)

发展新业务, 塑造新形象

主要财务信息

(百万港币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	8,549	11,409	12,374	38,856	55,904
(+/-%)	23.9%	33.5%	8.5%	214.0%	43.9%
税前利润	322	202	632	996	1,466
(+/-%)	44.1%	-37.2%	212.3%	57.6%	47.2%
净利润	172	152	420	686	1,018
(+/-%)	-34.4%	-11.6%	176.2%	63.1%	48.5%
每股收益 (港币)	0.09	0.08	0.21	0.34	0.51
市盈率	52.0	61.9	22.9	14.0	9.5
市净率	10.5	7.8	5.8	4.2	3.0
股价/经营现金	69.1	34.2	16.0	8.0	5.5
EV/EBITDA	23.2	31.4	13.3	8.9	6.2
净资产收益率	23.1%	15.2%	31.3%	37.8%	40.4%
投入资本回报率	17.5%	12.2%	26.0%	31.8%	34.6%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.8%	1.4%	2.1%

股票信息

	H股
当前股价 (港币)	4.83
目标股价 (港币)	6.1
日成交量 (百万股)	3.91
52周最高价/最低价 (港币)	5.27/0.74
总市值 (百万港币)	9,789
发行股数 (百万股)	2,027
主要股东(持股比例)	海尔集团(67.91%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
海尔电器	11.0	13.6	2.3	-4.7
恒生指数	2.0	4.6	-2.8	-3.0
家电行业指数	1.4	14.0	-3.4	-4.3

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

投资亮点:

海尔集团正进行业务重组, 塑造其在资本市场中的新形象。海尔电器将成为集团旗下集销售、物流和售后服务于一体的上市平台, 首先开展的是三四线城市和农村地区经销业务。

- 在海尔集团原有业务的基础上, 海尔电器有望成为在低级别市场, 尤其是增长潜力巨大的农村地区最大的家电分销商。在净利润率为 0.7% 的假设下, 2010 年新业务能够贡献净利润 2.04 亿港元。而且, 新的分销业务带来了再评级良机。
- 新的公司形象和改善的公司管理。海尔电器历史表现疲软, 目前在股权激励实施和集团重组的背景下, 海尔电器将减少关联交易以增加财务透明度, 同时持续恢复现有业务的盈利能力。
- 我们预计未来三年净利润年均复合增速预计超过 40%, 在新业务开展的同时, 海尔现有制造业务在近三年内不会被剥离出去。

业绩预测

在 75% 的新业务收入计入 2010 年整体收入的情况下, 我们预计, 海尔电器 2009、2010 和 2011 年每股收益分别为 0.21、0.34 和 0.51 港元, 若将新业务收入贡献年化, 2010 年 EPS 将达到 0.38 港元。

估值与建议

海尔电器目前股价对应的 2010 和 2011 年市盈率分别为 14x 倍和 10x 倍。我们首次关注海尔电器, 给予推荐评级, 12 个月目标价 6.1 港元, 对应 2011 年市盈率 12 倍, 未来一年存在 27% 的上涨空间。

风险:

集团重组停滞或推迟; 房地产销售大幅下降。

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

目录

新业务的开展：销售、物流与售后服务	4
首先开展低层级市场分销业务	4
相关物流和售后服务业务	4
新业务的营业收入前景	5
新业务盈利能力分析	5
现有洗衣机和热水器业务恢复盈利能力	7
管理层激励有助于推动集团重组的进行	9
盈利预测与估值	10
行业基本面支撑	10
财务分析	11
盈利预测	12
风险	13

图表目录

图表 1：海尔电器在洗衣机和电热水器行业内销市场份额排名第一（2009）	3
图表 2：海尔集团业务结构	3
图表 3：海尔电器开展分销业务（产品采购协议）	4
图表 4：物流业务收入（基于以往关联交易）	4
图表 5：分销业务收入预测	5
图表 6：分销业务关联交易：我们的预期值与产品采购协议中的最高上限	5
图表 7：分销业务盈利能力比较	6
图表 8：现有业务关联交易减少	7
图表 9：洗衣机与热水器业务盈利能力比较	8
图表 10：A股与H股股票期权安排	9
图表 11：股东结构变化	9
图表 12：家电消费补贴政策	10
图表 13：家电市场渗透率（截止 2008 年底）	10
图表 14：家电下乡产品价格补贴上限提高	11
图表 15：存货，应收账款，应付账款周转天数	11
图表 16：经营现金流量和营运资本	12
图表 17：盈率预测主要假设	12
图表 18：收入与净利润构成	12
图表 21：盈利预测与目标价敏感性分析	13
图表 19：损益表预测	14
图表 20：半年度损益表对比	15
图表 21：历史与预测财务数据	16
图表 22：可比公司估值	17
图表 23：历史市盈率与市净率区间	17

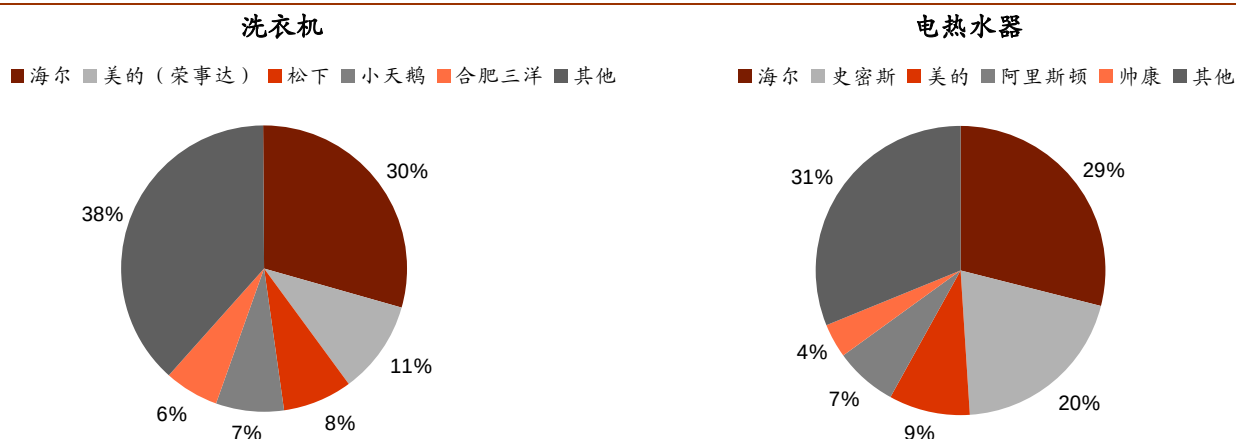
海尔是中国实力最强的白色家电品牌之一，其冰箱、洗衣机和电热水器业务在国内市场的占有率位居首位，空调业务占据行业第三，另外其未上市的液晶电视业务在国内市场位居第六位。

海尔集团旗下有两家子公司，分别为海尔电器和青岛海尔。海尔电器最初主要生产洗衣机和热水器，在海尔集团重组完成后将成为集团旗下集销售、物流和售后服务于一体的上市平台，首先开展的是三四线城市和农村地区（下文统称低层级市场）经销业务；青岛海尔（600690.CH）最终将成为海尔集团旗下所有家电制造业的上市平台。

我们认为，海尔电器未来三年有望实现持续增长，一方面来新业务逐渐贡献利润，另一方面关联交易的减少会使现有冰箱和洗衣机业务盈利能力持续恢复。

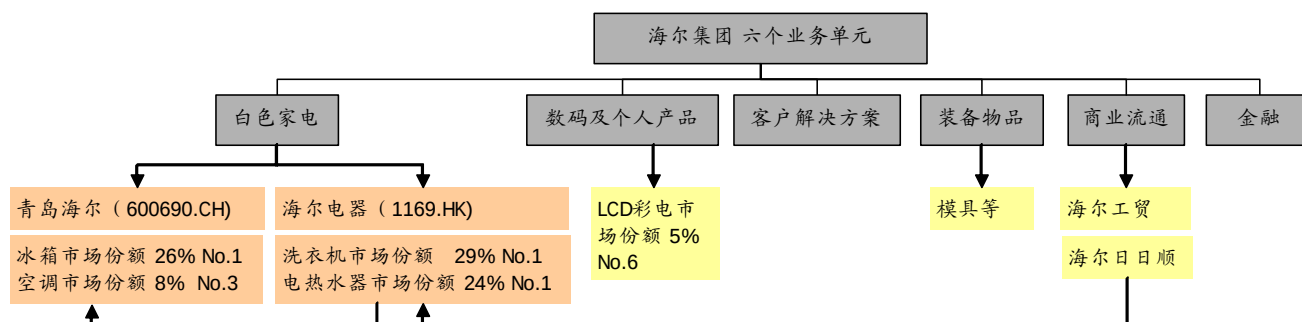
- **新业务的发展，包括低层级市场的销售、物流和售后服务：**首先，负责低层级市场分销业务将划归海尔电器开展；之后，相关物流和售后服务等业务会陆续开展。从关联交易方案以及行业盈利能力来看，在净利润率为 0.7% 的假设下，新业务能够贡献净利润 2.04 亿港元。
- **现有洗衣机和热水器业务盈利能力有望持续恢复。**类似于 A 股的变革，海尔电器 2008 年开始已经免费使用海尔商标，未来关联交易有望降低、流程改造费用可能下降。
- **管理层激励措施将有助于加快重组进程，**海尔现有制造业务在近三年内不会被剥离出去，直到新业务能够贡献大部分利润。

图表 1：海尔电器在洗衣机和电热水器行业内销市场份额排名第一（2009）



资料来源：产业在线、中怡康、中金公司研究部

图表 2：海尔集团业务结构



资料来源：产业在线、DisplaySearch、中金公司研究部

新业务的开展：销售、物流与售后服务

海尔电器定位为集团旗下家电销售渠道的上市平台。2009 年 9 月，海尔电器在上海成立了一家全资子公司，主要致力于扩大低层市场销售、物流和其它服务网络。目前新业务正逐步发展：

首先开展低层级市场分销业务

2010 年 1 月份，海尔电器与海尔集团签署了产品采购协议和内部销售协议。产品采购协议的签署标志着海尔电器新分销业务的成立。海尔电器通过关联交易采购的家电产品包括青岛海尔生产的冰箱和空调，海尔集团生产的电视，还可能包含电脑和手机等。产品采购协议设定了关联交易上限，2010 年后 10 个月、2011 年和 2012 年分别为 262 亿、393 亿和 589.5 亿人民币。

图表 3：海尔电器开展分销业务（产品采购协议）

建议关联交易上限(百万人民币)	2010年 3月-12月	2011年	2012年
产品采购协议	26,200	39,300	58,950

资料来源：公司数据、中金公司研究部

除海尔品牌的产品外，新业务还将分销其他品牌的电器。该项业务对外资品牌有一定吸引力，因为对于外资品牌来说，在低层级市场自建经销商渠道进行产品分销存在进入壁垒、管理成本高。但这些市场却是未来的主要增长点。尤其在家电下乡补贴政策自 2008 年实施后，农村需求快速成长。展望未来，海尔电器的分销业务中外部品牌的营业收入占比有望持续提高。

相关物流和售后服务业务

与分销业务协同，物流和售后服务必不可少。海尔电器分销海尔产品的同时，同时提供物流和售后服务是更为经济的运营方式。这项业务的开展也有望降低海尔电器和青岛海尔与海尔集团在物流方面的关联交易。根据历史财务报告，海尔物流的关联交易总收入超过 10 亿人民币。

与分销业务相同，物流和售后服务也同时服务于内外部客户。首先，物流和售后服务可能先提供给分销电器业务的客户，从而提供一体化的服务；此后还可能为不同行业的客户提供独立的物流服务。

图表 4：物流业务收入（基于以往关联交易）

	2006A			2007A			2008A			1H2009		
	支付运输费 (A)	营业收入 (B)	A/B	支付运输费 (A)	营业收入 (B)	A/B	支付运输费 (A)	营业收入 (B)	A/B	支付运输 费(A)	营业收入 (B)	A/B
青岛海尔 (百万人民币)	300	19,623	1.5%	623	29,469	2.1%	884	30,408	2.9%	376	16,606	2.3%
海尔电器 (百万港币)	200	6,902	2.9%	281	8,549	3.3%	379	11,409	3.3%	161	5,309	3.0%
运输费收入 (百万港币)	541			989			1,383			588		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

对于新业务，我们在此回答两个问题：

新业务的营业收入前景

我们预计，2010、2011 和 2012 年新业务收入分别为 266 亿元、430 亿元和 520 亿元，2011 和 2012 年同比分别增长 62%和 21%，其中新业务中关联交易将低于产品采购协议中设定的上限。

根据已经签署的产品采购协议，海尔电器将向青岛海尔采购冰箱和空调，向海尔集团采购彩电，但不仅限于这些产品，然后向低层级市场进行分销，2010 年 3 月-12 月采购总额将低于 262 亿元，2011 和 2012 年采购总额将分别低于 393 亿元和 589.5 亿元。

根据我们的测算，新业务 2010、2011 和 2012 年全年合理收入分别为 355 亿元、430 亿元和 520 亿元，2011 和 2012 年同比分别增长 21%。假设 50%的收入来自于低层级市场：(1) 2010、2011 和 2012 年青岛海尔将分别贡献收入 170 亿元、200 亿元和 230 亿元，在总收入中占比超过 50%；(2) 海尔集团分别贡献收入 690 亿元、810 亿元和 920 亿元，在彩电总收入中占比 70%；(3) 海尔电器自身实现收入 70 亿元、90 亿元和 100 亿元；(4) 来自于外部品牌的收入增速和占比将更高，预计 2010、2011 和 2012 年分别贡献收入 40 亿元、60 亿元和 90 亿元。

我们考虑到新业务的发展仅能贡献 2010 年后 9 个月，因此贡献营业收入 266 亿元（占全年低收入比例 75%）。

图表 5：分销业务收入预测

(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
新业务收入	14,608	17,587	27,236	35,481	43,022	52,036
(+/- %)	31.7%	20.4%	54.9%	30.3%	21.3%	21.0%
来自海尔收入	14,608	17,587	25,736	31,481	37,022	43,036
关联交易						
青岛海尔	9,797	11,376	14,410	17,315	20,152	23,435
占青岛海尔内销比重	42%	45%	50%	53%	56%	59%
海尔集团总计			5,599	6,929	8,111	9,179
海尔集团电视销售额	1,539	1,519	2,640	3,510	4,409	5,135
占海尔集团电视内销比重	57%	60%	65%	68%	71%	74%
海尔集团电脑销售额			1,259	1,667	1,982	2,272
占海尔集团电脑内销比重			70%	73%	71%	74%
海尔集团手机销售额			1,200	1,251	1,220	1,271
占海尔集团手机内销比重			70%	73%	71%	74%
海尔集团其他产品			500	500	500	500
非关联交易						
海尔电器	3,273	4,692	5,727	7,237	8,759	10,423
占海尔电器内销比重	44%	47%	52%	55%	58%	61%
外部品牌			1,500	4,000	6,000	9,000

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6：分销业务关联交易：我们的预期值与产品采购协议中的最高上限

(百万人民币)	2010E	2011E	2012E
来自海尔收入预测（注：2010 年预测值为全年收入的 75%）	23,611	37,022	43,036
关联交易上限	26,200	39,300	58,950

资料来源：公司数据、中金公司研究部

新业务盈利能力分析

我们预计，2010 年净利润率实现行业最低端水平 0.7%，2012 年逐步上升至 1.5%，与行业平均水平持平；但能否上升至更高水平，仍有待观察。

我们在此比较了一些可比公司的盈利能力，发现最近两年净利润率均值和中值为 1.5%，最低值为 0.7%。我们认为海尔电器与关联方（青岛海尔和海尔集团）之间管理和核算的独立性有助于确保产品采购价格的公平性，因为不同业务部门和主管间的利益以及股票期权激励各不相同。

图表 7：分销业务盈利能力比较

分销业务	神州数码 Digital China 861.HK		联强国际 Synnex 2347.TW		大联大 WPG electronics 3702.TW		平均 Mean	中值 Median	最小值 Minimum	最大值 Maximum
	2008A	1H2009	2008A	1H2009	2008A	1H2009				
销售收入	42,326	24,464	47,433	18,755	145,794	84,285				
营业利润	884	548	648	334	3,202	1,822				
营业利润率	2.1%	2.2%	1.4%	1.8%	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	1.4%	2.2%
净利润	609	435	321	469	1,852	1,342				
净利润率	1.4%	1.8%	0.7%	2.5%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%	0.7%	2.5%
ROE	20.7%	24.0%	1.2%	3.3%	12.7%	16.2%	13.0%	14.5%	1.2%	24.0%
毛利率	7.0%	6.2%	6.1%	6.4%	5.6%	5.8%	6.2%	6.2%	5.6%	7.0%
销售费用率	4.0%	3.6%	3.5%	3.0%	2.3%	2.4%	3.1%	3.2%	2.3%	4.0%
管理费用率	0.9%	0.7%	1.3%	1.6%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	0.7%	1.6%

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

现有洗衣机和热水器业务恢复盈利能力

在集团重组过程中，海尔电器现有洗衣机和热水器业务有望恢复盈利能力。类似于 A 股的变革，2008 年海尔集团取消了对海尔电器收取商标费。展望未来，新业务的开展减少关联交易，流程改造费用可能下降，从而降低管理费用。

(1) 一方面，我们对新业务的盈利预测中已经包括了关联交易减少带来的积极影响；另一方面，财务透明使业绩确定性较高。

(2) 成本下降主要是由于“1000 天再造”活动的结束。首先，管理费用率有望下降。新建 IT 系统和经营流程变化等因素导致的经营业务重新调整在过去三年内（始于 2007 年 4 月）产生的费用超过了 10 亿元，这些费用在一定程度上已经反映在青岛海尔和海尔电器的管理费用之中。其次，业务调整提高了运营效率，降低了综合成本。

与可比公司盈利能力比较后，我们发现**海尔电器**毛利率较高，但经营利润率与行业平均水平相差无几，这意味着其经营利润率存在提升空间，尤其是其热水器业务。另外，**海尔电器**正致力于改善产品结构，这可能有助于对冲原材料价格在 2009 年下半年和 2010 年上涨风险，在长期来看推动毛利率上升。

图表 8：现有业务关联交易减少

关联交易额		2005A	2006A	2007A	2008A	1H2009
青岛海尔 (百万人民币)	采购	13,085	15,910	21,480	20,317	9,405
	占营业成本比重	90%	82%	90%	87%	77%
	销售	16,399	21,613	16,761	14,753	3,646
	占营业收入比重	99%	93%	57%	49%	22%
	出口	3,830	5,545	6,001	4,969	2,204
	内销	12,569	16,068	10,760	9,784	1,442
海尔电器 (百万港币)	采购	4,714	5,586	6,151	7,055	2,982
	占营业成本比重	110%	110%	102%	87%	85%
	销售	n.a.	n.a.	1,327	3,788	2,884
	占营业收入比重	n.a.	n.a.	16%	33%	54%
	出口	n.a.	n.a.	847	1,056	453
	内销	n.a.	n.a.	480	2,732	2,431
建议关联交易上限(百万人民币)		2010年 3月-12月		2011年		2012年
内销协议				155		350
占总收入比重				1%		2%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9：洗衣机与热水器业务盈利能力比较

洗衣机	合肥三洋 600983.CH		小天鹅 000418.CH		美的洗衣机 000527.CH		海尔电器 1169.HK	
	2008A	1H2009	2008A	1H2009	2008A	1H2009	2008A	1H2009
销售收入	1,083	772	4,293	1,902	4,395	2,545	9,121	4,181
营业利润	131	118	42	59	93	115	166	174
营业利润率	12.1%	15.3%	1.0%	3.1%	2.1%	4.5%	1.8%	4.2%
净利润	115	109	25	63				
净利润率	10.6%	14.2%	0.6%	3.3%				
ROE	18.7%	16.2%	2.5%	4.1%				
毛利率	40.1%	42.2%	18.6%	21.3%	21.3%	23.1%	26.0%	31.0%
销售费用率	23.9%	22.1%	11.9%	12.5%				
管理费用率	4.1%	4.7%	5.4%	3.6%				

热水器	万家乐 Macro 000533.CH		A.O.史密斯 A.O.Smith AOS		华帝股份 Vatti 002035.CH		海尔电器 Haier Electric 1169.HK	
	2008A	1H2009	2008A	1H2009	2008A	1H2009	2008A	1H2009
销售收入	2,797	1,183	2,305	980	1,413	560	2,316	4,273
营业利润	66	37	133	51	-11	-13	61	125
营业利润率	2.4%	3.1%	5.7%	5.2%	-0.7%	-2.3%	2.6%	2.9%
净利润	66	31	82	32	-10	-12		
净利润率	2.3%	2.6%	3.6%	3.3%	-0.7%	-2.2%		
ROE	10.5%	4.6%	11.7%	9.6%	-3.5%	-4.0%		
毛利率	26.0%	29.7%	21.6%	22.8%	33.0%	33.0%	41.0%	46.0%
销售费用率	12.6%	15.9%	15.5%	17.7%	25.0%	25.8%		
管理费用率	6.7%	7.3%	n.a.	n.a.	6.2%	8.0%		

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

管理层激励有助于推动集团重组的进行

在重组背景下，A 股青岛海尔和 H 股海尔电器管理层均被授予了股票期权，这可能有助于加快重组进程。

另外，海尔现有热水器和洗衣机业务在近三年内不会被剥离出去，直到新业务能够贡献大部分利润，而管理层股权激励在一定程度上为此提供了保障。

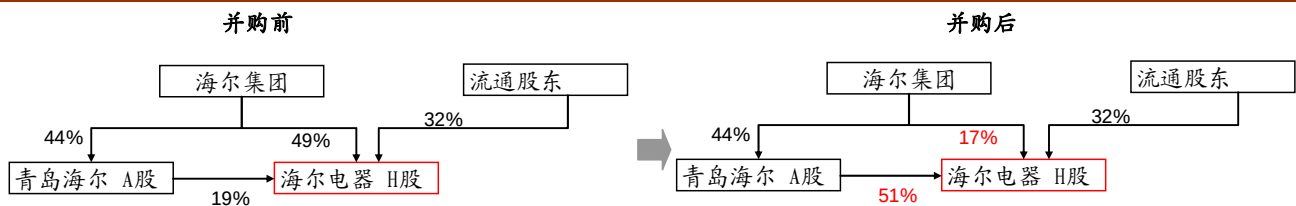
对新业务的另一担心为如果海尔电器向海尔集团定向增发，海尔电器每股收益将被稀释。我们认为，这一风险较低，因为青岛海尔希望获得海尔电器 51% 的股权，成为其大股东，每股收益稀释将不利于此。

图表 10: A 股与 H 股股票期权安排

股票期权计划	行权价	股票期权数量 (百万股)	普通股总数 (百万股)	期权数量占 普通股比例	当前市值 (百万)	期权授予期限
青岛海尔 (600690.CH)	CNY10.88 每股	17.4	1,338.7	1.30%	383	2010年10月至2017年
海尔电器 (1169.HK)	HKD1.70 每股	84.5	1,993.1	4.24%	363	2010年9月至2013年

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 11: 股东结构变化



资料来源：公司数据、中金公司研究部

盈利预测与估值

行业基本面支撑

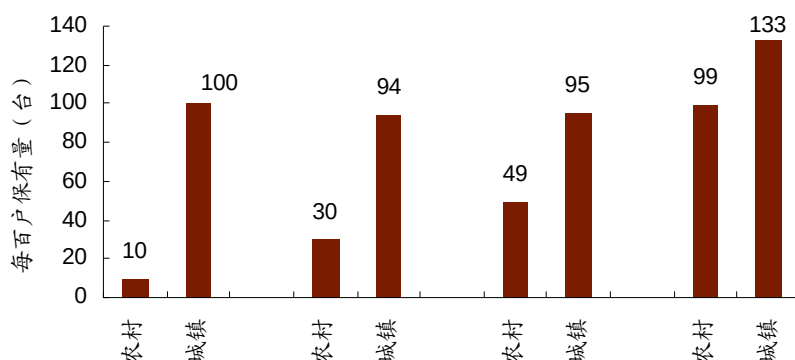
对于家电行业来说，2010 年将是前途未卜的一年。一方面，房地产市场销售前景不明，为城市家电销售蒙上阴影。另一方面，政府扩大家电下乡补贴，市场升级换代需求将刺激国内消费。我们认为，在乡村地区持续增长推动下，国内洗衣机和热水器销量有望保持增长势头。低层市场消费的增长将成为整个家电行业增长的主要推动力，促使家电行业市场渗透率和高价产品占比上升。

图表 12：家电消费补贴政策

家电下乡		以旧换新补贴	空调节能补贴
试点范围	全国	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东和福州、长沙9省市	全国
补贴产品	各类家电；主要为中低端产品	电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑5类家电	一、二级定速空调，属于中高端产品
补贴幅度	售价的13%	不超过售价10%，分品种确定补贴最高上限；回收运输实行定额补贴	定额补贴，相当于终端售价10%-15%
补贴方式	补贴消费者	补贴消费者	补贴生产企业，生产企业按补贴降价销售
实施时间	2009.2-2013.2，提高价格上限	2009.6-2010.5，此后扩大试点范围	2009.6-节能产品销售达到一定比例

资料来源：商务部、政府网站、中金公司研究部

图表 13：家电市场渗透率（截止 2008 年底）



资料来源：商务部、政府网站、中金公司研究部

图表 14: 家电下乡产品价格补贴上限提高

家电下乡产品	2007.12	2008.12	2009.4	2010.1
彩电	1,500	2,000	3,500	7,000
冰箱	2,000	2,500	2,500	4,000
手机	1,000	1,000	1,000	2,000
洗衣机	n.a.	2,000	2,000	3,500
壁挂式空调	n.a.	n.a.	2,500	3,500
落地式空调	n.a.	n.a.	4,000	6,000
电脑	n.a.	n.a.	3,500	5,000
电磁炉	n.a.	n.a.	600	1,000
微波炉	n.a.	n.a.	1,000	1,500
太阳能热水器	n.a.	n.a.	4,000	5,000
储水式电热水器	n.a.	n.a.	1,500	2,500
燃气热水器	n.a.	n.a.	2,500	3,500

资料来源: 商务部、政府网站、中金公司研究部

随着农村地区消费的持续增长, 海尔电器凭借其品牌知名度、新业务发展以及现有业务盈利能力的提升, 未来三年净利润年均复合增速预计超过 40%。我们预计, 海尔电器 2009、2010 和 2011 年每股收益分别为 0.21、0.34 和 0.51 港元。对于新业务的盈利预测, 我们前面已经讨论过, 在此不再阐述。

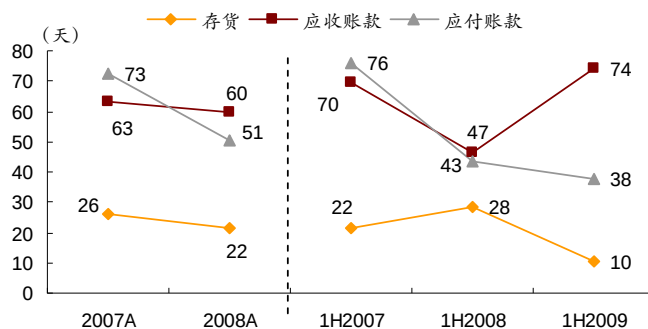
海尔电器目前股价对应的 2010 和 2011 年市盈率分别为 14x 倍和 10x 倍。从目前市况来看, 海尔电器 2010 年市盈率应该可以保持在 12-13 倍。我们认为, 高增长的盈利确定性有望使 2011 年市盈率上升至 12 倍、甚至由于对 2012 年的持续增长预期达到 15 倍。

综合考虑, 我们首次关注海尔电器, 给予推荐评级, 12 个月目标价 6.1 港元, 对应 2011 年市盈率 12 倍, 存在 27% 的上涨潜力。

财务分析

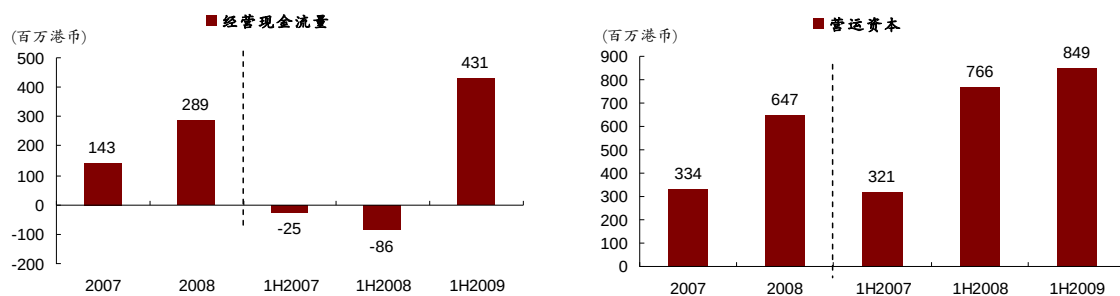
从历史上来看, 虽然海尔电器盈利能力波动性较大, 但其现金流和营运资金较为稳健。在“1000 天再造”活动期间, 海尔电器推行即时供应链, 降低了库存周转天数以及应付应收账款周转天数。展望未来, 随着新分销业务的发展, 应收账款周转天数有望进一步下降; 由于海尔电器对分销商的议价能力高于对连锁店的议价能力, 分销商预付款有望出现增加, 从而推动 2010 年经营性现金流有所改善。

图表 15: 存货, 应收账款, 应付账款周转天数



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 16: 经营现金流量和营运资本



资料来源：公司数据、中金公司研究部

盈利预测

我们预计，海尔电器 2009-2011 年每股收益分别为 0.21、0.34 和 0.51 港元，主要假设包括：

- (1) 现有洗衣机和热水器业务收入增速保持在 8%、19%和 15%，净利润率回升至 3.4%。
- (2) 新业务从 3 月份开始贡献业绩。海尔 2010 年全年来自于低层市场中 75%的收入将计入海尔电器中。未来三年，海尔低层市场销售收入同比保持 20%以上的增长。
- (3) 新业务净利润率 0.7%，在行业中处于最低水平；随着重组的进行和收入的不断增长，2012 年净利润率将逐步升至 1.5%，与行业平均盈利能力持平。

图表 17: 盈率预测主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收入增长率	24%	33%	8%	214%	44%
现有业务				19%	15%
新增分销业务				New	62%
毛利率	29.1%	28.8%	32.7%	16.1%	14.2%
现有业务				32.0%	32.5%
新增分销业务				5.0%	5.0%
销售费用率	19.3%	19.9%	20.9%	21.4%	21.9%
管理费用率	6.2%	7.2%	6.8%	5.4%	5.0%
实际有效税率	29.9%	13.5%	23.5%	23.9%	25.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 18: 收入与净利润构成

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
收入构成						
占总收入比重						
现有业务	100%	100%	100%	38%	30%	29%
新增分销业务				62%	70%	71%
总收入增长率	24%	33%	8%	214%	44%	19%
现有业务				19%	6%	4%
新增分销业务				195%	38%	15%
净利润构成						
占总利润比重						
现有业务	100%	100%	100%	70%	53%	40%
新增分销业务				30%	47%	60%
总利润增长率	-34%	-12%	176%	63%	49%	45%
现有业务				15%	9%	5%
新增分销业务				49%	40%	40%
净利润率	2.0%	1.3%	3.4%	1.8%	1.8%	2.2%
现有业务	2.0%	1.3%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%
新增分销业务				0.7%	1.0%	1.5%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

风险

1. 新业务发展停滞或推迟可能会导致业绩贡献时间推后。

(1) 收入：我们假设海尔 2010 年全年来自于低层市场中 75% 的收入将计入海尔电器中。如果新业务贡献业绩时间延迟，上述比例可能有所下降，从而影响海尔电器 2010 年业绩。不过，2011 年收入表现应该尚可。

(2) 利润率：我们假设 2010 和 2011 年新业务利润率分别为 0.7% 和 1.0%。盈利能力改善存在滞后风险。但是，即便假设 2011 年净利润率为 0.7%，12 个月目标价较当前股价仍高出 6%，因此目前投资于海尔电器较为安全。

2. 房价大幅下跌，导致城市地区家电销售放缓。

图表 21：盈利预测与目标价敏感性分析

新业务净利润率(2011E)	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
每股收益(2011E)	0.39	0.41	0.44	0.46	0.49	0.51	0.54	0.56	0.58	0.61	0.63
12个月目标价(12倍2011年市盈率)	4.7	5.0	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 19：损益表预测

(百万港币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,549	11,409	12,374	38,856	55,904
同比增长	23.9%	33.5%	8.5%	214.0%	43.9%
营业成本	(6,058)	(8,120)	(8,325)	(32,610)	(47,941)
毛利	2,491	3,289	4,049	6,246	7,963
同比增长	35.4%	32.0%	23.1%	54.3%	27.5%
毛利率	29.1%	28.8%	32.7%	16.1%	14.2%
其他收入	35	34	38	42	46
销售费用	(1,647)	(2,268)	(2,584)	(3,161)	(3,713)
同比增长	32.4%	37.7%	13.9%	22.3%	17.5%
销售费用率	19.3%	19.9%	20.9%	8.1%	6.6%
管理费用	(527)	(824)	(844)	(2,101)	(2,797)
同比增长	31.2%	56.4%	2.5%	148.8%	33.1%
管理费用率	6.2%	7.2%	6.8%	5.4%	5.0%
营业费用	(6)	(13)	(15)	(17)	(20)
营业利润	346	218	644	1,009	1,479
同比增长	47.5%	-37.0%	195.6%	56.6%	46.6%
营业利润率	4.0%	1.9%	5.2%	2.6%	2.6%
财务费用	(24)	(16)	(13)	(13)	(13)
税前利润	322	202	632	996	1,466
所得税	(96)	(27)	(148)	(238)	(366)
实际有效税率	29.9%	13.5%	23.5%	23.9%	25.0%
净利润	172	152	420	686	1,018
同比增长	-34.4%	-11.6%	176.2%	63.1%	48.5%
净利润率	2.0%	1.3%	3.4%	1.8%	1.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 20：半年度损益表对比

(百万港币)	1H2006	2H2006	1H2007	2H2007	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009E
损益表								
营业收入	2,933	3,969	3,584	4,965	5,307	6,102	5,309	7,065
同比增长			22.2%	25.1%	48.1%	22.9%	0.0%	15.8%
营业成本	-2,183	-2,879	-2,481	-3,577	-3,782	-4,338	-3,507	-4,819
毛利	749	1,090	1,103	1,388	1,525	1,764	1,802	2,247
同比增长			47.1%	27.4%	38.3%	27.1%	18.2%	27.4%
毛利率	25.6%	27.5%	30.8%	28.0%	28.7%	-1.1%	33.9%	31.8%
其他收入	7	36	16	19	15	19	19	19
销售费用	-513	-731	-747	-900	-1,071	-1,197	-1,205	-1,378
同比增长			45.7%	23.1%	43.4%	33.0%	12.6%	15.1%
占销售收入比重	17.5%	18.4%	20.8%	18.1%	20.2%	19.6%	22.7%	19.5%
管理费用	-149	-253	-242	-285	-311	-513	-381	-464
同比增长			62.6%	12.8%	28.6%	79.9%	22.3%	-9.6%
占销售收入比重	5.1%	6.4%	6.7%	5.7%	5.9%	8.4%	7.2%	6.6%
营业费用	-	-2	-2	-4	-	-13	-7	-8
营业利润	95	140	128	218	158	60	229	416
同比增长			35.0%	56.0%	23.5%	-72.6%	44.5%	595.8%
营业利润率	3.2%	3.5%	3.6%	4.4%	3.0%	1.0%	4.3%	5.9%
财务费用	-6	-5	-10	-14	-8	-8	-6	-7
税前利润	89	134	119	203	150	52	223	409
同比增长			32.8%	51.5%	26.8%	-74.4%	48.6%	685.1%
税前利润率	3.0%	3.4%	3.3%	4.1%	2.8%	0.9%	4.2%	5.8%
所得税	-30	-9	-32	-64	-15	-13	-52	-96
有效税率	34.0%	7.0%	27.2%	31.5%	9.9%	24.1%	23.4%	23.5%
净利润	162	125	86	139	135	40	171	312
少数股东权益	11	14	14	40	7	16	8	55
占净利润比重	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司股东净利润	152	111	72	100	128	24	163	257
同比增长			-52.2%	-9.9%	77.1%	-76.1%	27.1%	977.6%
归属母公司股东净利润率	5.2%	2.8%	2.0%	2.0%	2.4%	0.4%	3.1%	3.6%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 21：历史与预测财务数据

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,549	11,409	12,374	38,856	55,904
营业成本	-6,058	-8,120	-8,325	-32,610	-47,941
其他收入	35	34	38	42	46
销售费用	-1,647	-2,268	-2,584	-3,161	-3,713
管理费用	-527	-824	-844	-2,101	-2,797
财务费用	-24	-16	-13	-13	-13
税前利润	322	202	632	996	1,466
所得税	-96	-27	-148	-238	-366
净利润	172	152	420	686	1,018
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	143	289	617	1,234	1,804
投资活动现金流	-30	-126	-44	-44	-44
融资活动现金流	61	-174	-84	-137	-204
货币资金增加额	173	-11	489	1,053	1,556
货币资金期初余额	399	595	612	1,129	2,209
货币资金期末余额	595	612	1,129	2,209	3,793
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	595	612	1,129	2,209	3,793
应收账款	1,347	2,398	1,862	2,236	2,144
应收票据	-	-	-	-	-
存货	659	307	153	599	881
关联方欠款	178	186	236	297	390
	2,779	3,504	3,379	5,341	7,208
固定资产净值	758	743	686	627	565
无形资产	50	32	2	32	32
其他资产	78	80	80	80	80
	887	857	801	742	680
总资产	3,666	4,361	4,180	6,083	7,888
流动负债					
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,032	1,047	496	625	919
应付票据	169	0	0	0	0
其他应付	64	182	126	1,251	1,839
应付关联方	0	0	0	0	0
应付税金	104	55	55	55	55
其他	1,076	1,572	1,572	1,572	1,572
	2,445	2,856	2,249	3,503	4,385
非流动负债					
长期借款	153	134	134	134	134
递延事项	0	11	11	11	11
	279	235	235	235	235
总负债	2,724	3,092	2,484	3,738	4,620
股东权益	847	1,161	1,525	2,101	2,943
少数股东损益	95	108	171	243	324
财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	29.1%	28.8%	32.7%	16.1%	14.2%
营业利润率	4.0%	1.9%	5.2%	2.6%	2.6%
净利润率	2.0%	1.3%	3.4%	1.8%	1.8%
净资产收益率	23.1%	15.2%	31.3%	37.8%	40.4%
应收账款周转天数	63.3	59.9	54.9	21.0	14.0
存货周转天数	26.1	21.7	6.7	6.7	6.7
资产负债率	74.3%	70.9%	59.4%	61.5%	58.6%

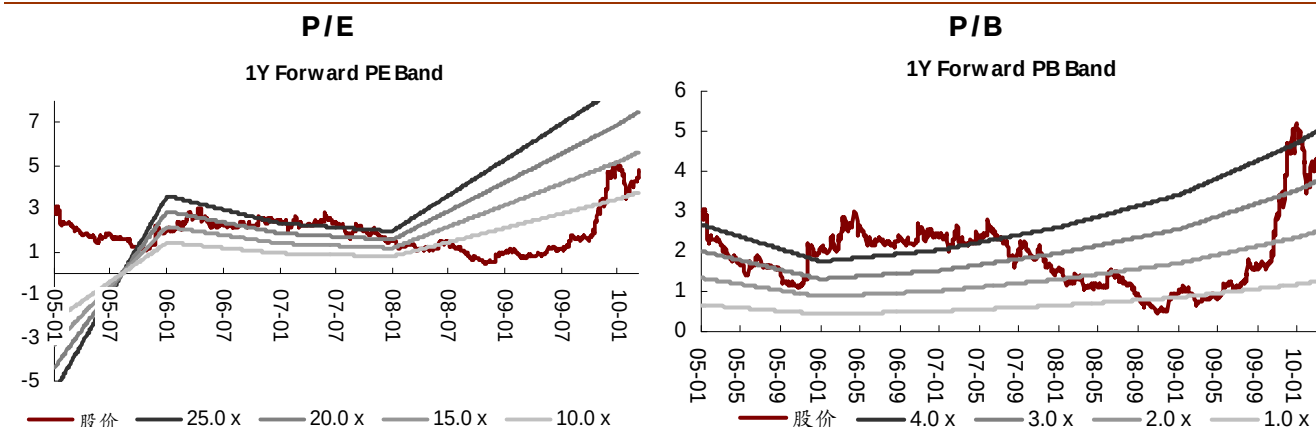
资料来源：公司数据、中金公司研究部 注：资产负债表和现金流量表中项目未考虑新业务影响。

图表 22: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益					市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG			
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2009E			2010E	2011E	
家电																					
A股	白电	000527.CH	美的电器	20.43	42,498	1,794	73.7%	2,073	15.5%	2,429	17.2%	0.58	0.50	0.86	1.00	1.17	23.7	20.5	17.5	16.4%	1.25
		000651.CH	格力电器	26.01	48,862	2,626	33.5%	3,152	20.0%	3,453	9.5%	0.68	1.05	1.40	1.68	1.84	18.6	15.5	14.2	14.7%	1.06
		600690.CH	青岛海尔	20.63	27,614	1,124	46.4%	1,500	33.4%	1,819	21.3%	0.48	0.57	0.84	1.12	1.36	24.6	18.4	15.2	27.2%	0.68
		600983.CH	合肥三洋	26.22	8,731	215	87.4%	288	33.9%	366	26.9%	0.00	0.35	0.65	0.87	1.10	40.5	30.3	23.9	30.4%	1.00
		000418.CH	小天鹅A	16.2	7,105	323	45.5%	383	18.5%	n.a.	n.a.	0.00	0.62	0.91	1.07	n.a.	17.9	15.1	n.a.	n.a.	n.a.
		000521.CH	美的电器	11.83	4,174	170	562.0%	221	29.8%	219	-0.8%	0.00	0.09	0.57	0.73	0.73	20.9	16.1	16.2	13.5%	1.19
		600336.CH	澳柯玛	7.69	2,623	32	144.7%	62	95.8%	74	17.7%	0.00	0.04	0.09	0.18	0.22	82.2	40.0	35.7	51.8%	0.81
		000921.CH	ST科龙	7.78	5,383	117	195.7%	149	27.3%	159	6.7%	0.24	-0.23	0.22	0.28	0.30	35.4	27.8	26.1	16.5%	1.68
			A股平均														33.0	23.2	21.2		
	黑电	000100.CH	TCL集团	5.34	15,683	470	-6.1%	562	19.4%	621	10.6%	0.09	0.12	0.11	0.13	0.14	49.1	41.1	37.2	14.9%	2.75
		600839.CH	四川长虹	6.53	12,395	129	314.6%	206	59.3%	278	35.0%	0.20	0.02	0.07	0.11	0.15	96.1	60.3	44.7	46.7%	1.29
		000016.CH	深康佳	7.54	7,343	186	-25.9%	315	69.3%	375	19.2%	0.17	0.21	0.15	0.26	0.31	48.8	28.8	24.2	42.0%	0.69
		600060.CH	海信电器	25.71	14,854	464	106.2%	604	30.2%	744	23.2%	0.35	0.39	0.80	1.05	1.29	32.0	24.6	19.9	26.6%	0.92
			A股平均														56.5	38.7	31.5		
	小家电	002242.CH	九阳股份	25.59	12,982	678	26.0%	825	21.7%	954	15.6%	0.00	1.06	1.34	1.63	1.88	19.1	15.7	13.6	18.6%	0.85
		002032.CH	苏泊尔	19.1	8,481	309	30.4%	395	27.8%	484	22.5%	0.39	0.53	0.70	0.89	1.09	27.4	21.5	17.5	25.2%	0.85
		002035.CH	华帝股份	11.66	2,003	54	579.5%	78	45.3%	104	33.2%	0.00	-0.07	0.31	0.45	0.61	37.3	25.7	19.3	39.1%	0.66
		000533.CH	万家乐	11.23	6,465	99	-48.9%	134	35.9%	407	203.1%	0.22	0.34	0.17	0.23	0.71	65.4	48.1	15.9	102.9%	0.47
			A股平均														46.6	28.0	15.3		
H股	白电	1169.HK	海尔电器	4.83	9,789	420	176.2%	686	63.1%	1,018	48.5%	0.09	0.08	0.21	0.34	0.51	22.9	14.0	9.5	55.6%	0.25
		0921.HK	海信科龙	3.07	6,119	101	143.6%	127	25.0%	n.a.	n.a.	0.24	-0.50	0.22	0.28	n.a.	13.9	11.2	n.a.	n.a.	n.a.
		0449.HK	志高控股	5.45	2,784	230	142.1%	258	12.2%	286	10.9%	0.85	0.22	0.52	0.60	0.70	10.4	9.1	7.8	11.5%	0.79
			H股平均														15.8	11.4	8.6		
	黑电	0751.HK	创维	8.59	21,684	1,119	143.3%	1,460	30.5%	1,769	21.2%	0.19	0.19	0.47	0.61	0.74	18.3	14.1	11.6	25.7%	0.55
		1070.HK	TCL多媒体	7.85	7,951	397	248.0%	637	60.8%	925	45.1%	-0.51	-0.36	0.39	0.63	0.91	20.1	12.5	8.6	52.7%	0.24
		2618.HK	TCL通讯	3.02	3,243	62	116.1%	193	213.5%	258	33.6%	0.00	0.00	0.01	0.03	0.04	325.7	103.9	77.8	104.7%	0.99
美国																					
			H股平均														121.4	43.5	32.7		
		WHR.US	Whirlpool	86.53	6,473	328	-21.5%	524	59.6%	543	3.7%	0.00	5.59	4.38	7.00	7.26	19.7	12.4	11.9	28.7%	0.43
		UTX.US	United Technology	72.04	67,530	3,829	-18.3%	4,317	12.7%	4,883	13.1%	0.00	5.00	4.08	4.60	5.21	17.6	15.6	13.8	12.9%	1.21
		GE.US	GE	16.48	175,839	11,025	-36.7%	10,599	-3.9%	12,895	21.7%	0.00	1.63	1.03	0.99	1.21	15.9	16.6	13.6	8.1%	2.04
欧洲																					
		ELUXB.SS	Electrolux	162.2	50,118	2,607	612.3%	3,989	53.0%	4,666	17.0%	0.00	1.22	8.71	13.32	15.58	18.6	12.2	10.4	33.8%	0.36
		ARCLX.TI	Arcelik	5.75	3,582	485	1119.9%	405	-16.5%	418	3.0%	0.00	0.06	0.78	0.65	0.67	7.4	8.8	8.6	-7.3%	-1.22
		DLG.IM	DeLonghi	3.0225	452	40	31.4%	37	-6.7%	49	30.1%	0.00	0.20	0.27	0.25	0.33	11.3	12.1	9.3	10.2%	1.18
		SK.FP	SEB	48.075	2,401	146	-3.8%	190	30.5%	212	11.3%	0.00	3.03	2.92	3.81	4.24	16.5	12.6	11.3	20.5%	0.61
		PHIA.NA	Philips	24.13	23,454	410	550.5%	1,099	168.0%	1,442	31.2%	0.00	-0.09	0.42	1.13	1.48	57.2	21.3	16.3	87.5%	0.24
日本																					
		6502.JP	Toshiba	440	1,864,545	-45,118	86.9%	92,491	305.0%	145,500	57.3%	0.00	-81.07	-10.65	21.83	34.34	-41.3	20.2	12.8	n.a.	n.a.
		6367.JP	Daikin Industries	3650	1,069,866	17,601	-19.1%	40,722	131.4%	59,500	46.1%	0.00	74.22	60.05	138.93	202.99	60.8	26.3	18.0	83.9%	6.52
		6752.JP	Panasonic	1342	3,291,998	-117,347	69.0%	114,839	197.9%	157,200	36.9%	0.00	-154.49	-47.84	46.81	64.08	-28.1	28.7	20.9	n.a.	n.a.
		6758.JP	Sony	3380	3,395,331	-40,014	59.6%	108,088	370.1%	190,272	76.0%	0.00	-98.49	-39.83	107.60	189.41	-84.9	31.4	17.8	n.a.	n.a.
		6753.JP	Sharp	1069	1,187,338	7,046	105.6%	53,969	666.0%	72,000	33.4%	0.00	-113.28	6.34	48.59	64.82	168.5	22.0	16.5	219.7%	0.10
韩国																					
		066570.KS	LG Electronics	107000	15,477,320	2,052,835	376.8%	2,085,296	1.6%	2,589,190	24.2%	0.00	2,976.33	14,191.95	14,416.37	17,899.96	7.5	7.4	6.0	12.3%	0.60
		005930.KS	Samsung Electronics	778000	114,598,900	9,649,487	74.6%	12,997,289	34.7%	13,695,000	5.4%	0.00	37,514.80	65,509.39	88,237.28	92,973.97	11.9	8.8	8.4	19.1%	0.46
			国际平均														9.7	8.1	7.2		

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 23: 历史市盈率与市净率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。