



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

观点聚焦
研究报告

2010年5月19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

青岛海尔(600690.CH)

港股子公司授权二次股权激励

主要财务信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	30,408	32,979	38,810	43,618	49,166
(+/-%)	3%	8%	18%	12%	13%
营业利润	1,167	1,631	2,209	3,289	3,980
(+/-%)	30%	40%	35%	49%	21%
净利润	768	1,149	1,607	1,924	2,328
(+/-%)	19%	50%	40%	20%	21%
每股收益(元)	0.57	0.86	1.20	1.44	1.74
每股净资产(元)	5.8	6.5	7.8	9.4	11.3
每股经营现金流(元)	1.0	3.5	0.8	1.4	2.0
市盈率	30.2	20.2	14.4	12.1	10.0
市净率	3.0	2.7	2.2	1.9	1.5
股价/经营现金	17.6	5.0	23.1	12.6	8.8
EV/EBITDA	13.9	8.6	5.9	4.4	3.2
净资产收益率	11.3%	14.9%	17.9%	18.3%	18.7%
投入资本回报率	9.9%	13.1%	15.3%	15.3%	15.3%
股息收益率	0.9%	1.7%	1.4%	1.7%	1.7%

股票信息

	A股
当前股价(元)	17.34
股票代码	600690.CH
日成交量(百万股)	7.6
52周最高价/最低价(元)	25.99/11.23
总市值(百万元)	23,210
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	1.3	-17.9	-16.4	-30.1
上证综指	-2.0	-17.1	-14.0	-20.8
家电行业指数	-6.0	-21.7	-14.6	-18.2

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

近来事件

投资提示:

以 51% 股权比例并表的港股子公司海尔电器授权二次股权激励, 体现了港股管理层对洗衣机、热水器及三四线渠道业务的信心, 更重要的是对一线核心员工的激励有助于企业留住人才、增强市场竞争力。

该事件有助于提高资本市场对公司及整个海尔集团变革和盈利增长的信心, 重申“推荐”。

理由:

本次授权 2.6 千万股, 执行价格 4.82 港币, 比当前港股市价高出 10%。

本次股权激励覆盖面较第一次更广, 涉及 77 位管理人员及关键雇员。关键雇员包括各区域的一线销售总经理等, 有助于企业留住人才和提高市场竞争能力。

本次股权激励有效期四年, 未来三年可行权比例分别为 30%、30% 和 40%。与一次股权激励相似, 属于中长期的激励机制。

虽然 A 股和集团由于监管等原因目前尚难实行二次股权激励, 但港股一线员工进入股权激励范围, 对 A 股和集团的相似层级关键雇员有一定鼓励和示范效应。

估值:

我们维持盈利预测不变, 认为在今年的宏观形势下公司盈利增长确定性仍然较大。目前股价对应 2010 和 2011 年动态市盈率分别为 14x 和 12x, 重申“推荐”评级。

风险:

房地产销售波动对下半年城镇家电消费有负面影响。

图表 1: A 股和 H 股股权激励计划

股票期权计划	股票期权数量 (百万股)	激励对象	普通股总数 (百万股)	期权数量占普通股 比例	行权价	当前市值 (百万)	期权授予期限
青岛海尔 (600690.CH)	17	合计: 48人 (包括: 8名管 理人员和40名核心技术 业务人员)	1,339	1.30%	CNY 10.88 每股	302	2010年10月至2013年10月
海尔电器 (1169.HK)	84	合计: 24人 (包括: 董 事, 管理人员和外部专 家)	2,027	4.17%	HKD 1.70 每股	369	2010年9月至2013年9月
海尔电器 (1169.HK)	26	合计: 77人 (包括: 管理 人员和核心技术 业务人员)	2,027	1.28%	HKD 4.82 每股	113	2010年5月至2014年

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	30,408	32,979	38,810	43,618	49,166
(+/-%)	3%	8%	18%	12%	13%
营业总成本	-29,392	-31,516	-37,056	-40,941	-45,933
营业成本	-23,376	-24,263	-29,103	-32,677	-36,802
销售费用	-4,075	-4,984	-5,671	-6,156	-6,939
管理费用	-1,691	-2,116	-2,142	-1,967	-2,044
财务费用	-104	8	39	51	70
其他经营收益	151	167	455	612	747
营业利润	1,167	1,631	2,209	3,289	3,980
少数股东损益	-211	-225	-453	-543	-657
净利润	768	1,149	1,607	1,924	2,328
(+/-%)	19%	50%	40%	20%	21%
现金流量表					
经营活动现金流	1,318	4,626	1,004	1,847	2,635
投资活动现金流	-1,056	-236	255	412	547
融资活动现金流	-223	-569	-296	-351	-332
货币资金增加额	39	3,821	963	1,908	2,849
资产负债表					
总资产	12,231	17,497	19,477	22,155	25,907
流动资产	7,863	12,895	15,058	17,934	21,898
货币资金	2,462	6,282	7,246	9,154	12,004
应收帐款	795	1,205	1,407	1,584	1,785
存货	1,853	1,743	2,090	2,347	2,643
非流动资产	4,367	4,602	4,419	4,221	4,008
长期股权投资	1,384	1,527	1,527	1,527	1,527
固定资产	2,456	2,449	2,355	2,203	2,019
总负债	4,530	8,745	8,998	9,612	10,780
流动负债	4,445	8,698	8,952	9,566	10,734
短期借款	175	0	0	0	0
应付款项	2,253	5,772	5,529	5,760	6,487
预收帐款	1,025	989	1,164	1,309	1,475
长期负债	85	47	46	46	46
股东权益	7,701	8,752	10,478	12,543	15,127
实收股本	1,339	1,339	1,339	1,339	1,339
少数股东权益	927	1,032	1,485	2,028	2,684
财务指标					
流动比率	1.8	1.5	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.4	1.3	1.4	1.6	1.8
存货周转天数	29	26	26	26	26
应收帐项周转天数	41	53	53	53	53
应付款项周转天数	47	98	80	75	75
营业周期	22	-19	-1	4	4
毛利率	23.1%	26.4%	25.0%	25.1%	25.1%
营业利润率	3.8%	4.9%	5.7%	7.5%	8.1%
净利润率	2.5%	3.5%	4.1%	4.4%	4.7%
总资产报酬率	6.3%	6.6%	8.3%	8.7%	9.0%
净资产收益率	11.3%	14.9%	17.9%	18.3%	18.7%
投入资本回报率	9.9%	13.1%	15.3%	15.3%	15.3%
资产负债率	37.0%	50.0%	46.2%	43.4%	41.6%
全面摊薄每股收益	0.57	0.86	1.20	1.44	1.74
全面摊薄每股净资产	5.75	6.54	7.83	9.37	11.30
摊薄每股经营现金流	0.96	0.98	3.46	0.75	1.38
市盈率	30.2	20.2	14.4	12.1	10.0
市净率	3.0	2.7	2.2	1.9	1.5
股价/经营现金	17.6	5.0	23.1	12.6	8.8

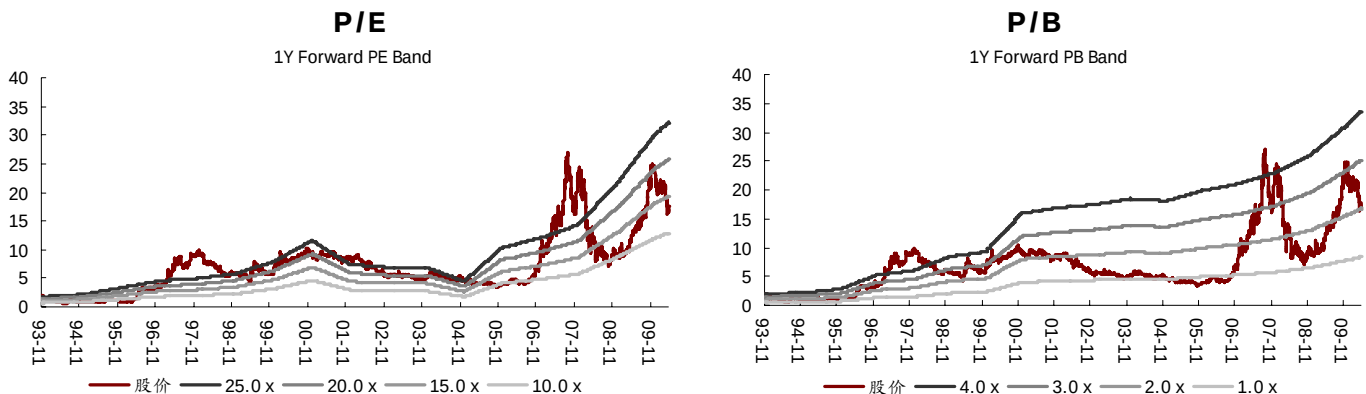
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

子行业分类		代码	公司	股价	总市值	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG	
				本地货币	(百万元)	百万美元	2009A	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	净利润CAGR		
家电																					
A股	白电	000527.CH	美的电器	10.90	34,011	4,982	1,892	85%	2,466	30%	2,724	10%	0.61	0.79	0.87	18.0	13.8	12.5	20.0%	0.69	
		000651.CH	格力电器	19.68	36,971	5,415	2,913	48%	3,386	16%	3,463	2%	1.55	1.80	1.84	12.7	10.9	10.7	9.0%	1.21	
		600690.CH	青岛海尔	17.34	23,210	3,400	1,149	50%	1,607	40%	1,924	20%	0.86	1.20	1.44	20.2	14.4	12.1	29.4%	0.49	
		600983.CH	合肥三洋	18.77	6,250	915	207	80%	307	49%	411	34%	0.62	0.92	1.23	30.2	20.3	15.2	41.1%	0.50	
		000418.CH	小天鹅A	13.05	5,835	855	222	455%	339	52%	434	28%	0.62	0.95	1.22	20.9	13.7	10.7	39.7%	0.35	
		000521.CH	美菱电器	10.26	3,632	532	301	1000%	249	-17%	322	30%	1.00	0.83	1.07	10.2	12.4	9.6	3.4%	3.65	
		600336.CH	澳柯玛	7.02	2,394	351	52	298%	90	73%	118	31%	0.15	0.26	0.35	46.1	26.6	20.3	50.8%	0.52	
		000921.CH	ST科龙	6.83	4,944	724	136	159%	171	25%	n.a.	n.a.	0.26	0.32	n.a.	26.7	21.3	n.a.	n.a.	n.a.	
		A股平均															23.1	16.7	13.0		
	黑电	000100.CH	TCL集团	3.96	11,630	1,703	470	-6%	562	19%	621	11%	0.11	0.13	0.14	36.4	30.5	27.6	14.9%	2.04	
		600839.CH	四川长虹	5.64	10,706	1,568	116	272%	198	71%	285	44%	0.06	0.10	0.15	92.4	54.2	37.6	56.8%	0.95	
		000016.CH	深康佳	5.18	5,140	753	151	-44%	209	38%	377	81%	0.13	0.17	0.31	41.3	29.9	16.5	58.0%	0.51	
		600060.CH	海信电器	12.80	11,093	1,625	498	121%	620	24%	758	22%	0.57	0.72	0.87	22.3	17.9	14.6	23.4%	0.77	
		A股平均															48.1	33.1	24.1		
	小家电	002242.CH	九阳股份	11.73	8,926	1,307	610	13%	723	19%	862	19%	0.80	0.95	1.13	14.6	12.3	10.4	18.9%	0.65	
		002032.CH	苏泊尔	22.93	10,182	1,491	310	31%	400	29%	496	24%	0.70	0.90	1.12	32.8	25.4	20.5	26.4%	0.96	
		002035.CH	华帝股份	7.14	1,594	234	54	579%	75	39%	99	32%	0.24	0.33	0.44	29.7	21.4	16.1	35.6%	0.60	
		000533.CH	万家乐	11.29	7,799	1,142	193	194%	228	18%	319	40%	0.28	0.33	0.46	40.3	34.2	24.4	28.5%	1.20	
		A股平均															29.4	23.3	17.9		
H股	白电	1169.HK	海尔电器	4.37	8,857	1,136	420	176%	673	60%	1,015	51%	0.21	0.33	0.51	20.9	13.0	8.7	55.4%	0.24	
		0921.HK	海信科龙	3.25	5,647	724	136	159%	171	25%	n.a.	n.a.	0.34	0.42	n.a.	9.7	7.7	n.a.	n.a.	n.a.	
		0449.HK	志高控股	4.93	2,519	323	315	231%	366	16%	393	7%	0.71	0.83	0.89	6.9	5.9	5.5	11.7%	0.51	
		H股平均															12.5	8.9	7.1		
		H股平均															133.0	45.7	34.3		
	黑电	0751.HK	创维	5.78	14,618	1,875	1,119	143%	1,460	30%	1,769	21%	0.47	0.61	0.74	12.3	9.5	7.8	25.7%	0.37	
		1070.HK	TCL多媒体	4.87	5,289	678	397	248%	637	61%	925	45%	0.39	0.59	0.85	12.4	8.3	5.7	52.7%	0.16	
		2618.HK	TCL通讯	3.47	3,766	483	62	116%	193	213%	258	34%	0.01	0.03	0.04	374.2	119.4	89.3	104.7%	1.14	
		H股平均															133.0	45.7	34.3		
		H股平均															19.7	14.6	12.7		
美国		WHR.US	Whirlpool	107.29	8,059	8,059	328	-22%	661	102%	719	9%	4.37	8.80	9.57	24.6	12.2	11.2	48.0%	0.25	
		UTX.US	United Technology	71.47	66,687	66,687	3,829	-18%	4,344	13%	4,955	14%	4.10	4.66	5.31	17.4	15.4	13.5	13.8%	1.12	
		GE.US	GE	17.60	187,907	187,803	11,025	-37%	11,641	6%	14,128	21%	1.03	1.09	1.32	17.0	16.1	13.3	13.2%	1.22	
		H股平均															19.7	14.6	12.7		
		H股平均															25.8	13.2	11.6		
欧洲		ELUXB.SS	Electrolux	191.00	59,070	7,618	2,607	612%	4,495	72%	4,936	10%	8.71	15.01	16.49	21.9	12.7	11.6	37.6%	0.34	
		ARCLK.TI	Arcelik	6.90	4,663	3,008	485	1120%	430	-11%	466	9%	0.72	0.64	0.69	9.6	10.8	10.0	-2.0%	-5.51	
		DLG.IM	De'Longhi	3.47	519	641	32	6%	48	49%	57	18%	0.22	0.32	0.38	16.0	10.7	9.1	32.8%	0.33	
		SK.FP	SEB	56.34	2,814	3,475	146	-4%	206	41%	228	11%	2.92	4.13	4.57	19.3	13.6	12.3	25.0%	0.54	
		PHIA.NA	Philips	25.78	25,421	31,393	410	551%	1,395	240%	1,708	23%	0.42	1.41	1.73	62.0	18.2	14.9	104.1%	0.18	
		PHIA.NA															25.8	13.2	11.6		
日本		6502.JP	Toshiba	487	2,063,712	22,315	87,093	541%	140,601	61%	185,983	32%	20.55	33.18	43.89	23.7	14.7	11.1	n.a.	n.a.	
		6367.JP	Daikin Industries	3160	926,240	10,016	41,924	116%	56,284	34%	65,000	15%	143.03	192.02	221.76	22.1	16.5	14.2	24.5%	12.90	
		6752.JP	Panasonic	1227	3,009,897	32,546	101,441	198%	166,596	64%	181,800	9%	41.35	67.91	74.11	29.7	18.1	16.6	n.a.	n.a.	
		6758.JP	Sony	2834	2,846,956	30,785	98,275	341%	173,980	77%	215,000	24%	97.83	173.19	214.02	29.0	16.4	13.2	n.a.	n.a.	
		6753.JP	Sharp	1072	1,190,670	12,875	55,481	1162%	74,175	34%	83,366	12%	49.95	66.78	75.06	21.5	16.1	14.3	22.6%	0.71	
		6753.JP															25.2	16.3	13.9		
韩国		066570.KS	LG Electronics	105000	15,188,020	13,224	2,052,835	377%	2,080,527	1%	2,614,896	26%	14,192	14,383	18,078	7.4	7.3	5.8	12.9%	0.57	
		005930.KS	Samsung Electronics	792000	116,661,100	101,577	9,649,487	75%	14,838,708	54%	14,707,279	-1%	65,509	100,738	99,846	12.1	7.9	7.9	23.5%	0.34	
		国际平均															9.7	7.6	6.9		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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。