

动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

青岛海尔（600690）

公告点评

推荐

（维持评级）

2010 年 9 月 14 日

股权激励范围扩大、激发核心团队提升公司竞争力

分析师： 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

SAC 执业证书编号：S0980205100168

事项：

公司公告第二期股权激励草案：拟给予激励对象共1080万份股票期权，行权价22.31元，有效期为自股票期权授权日起四年。激励对象可在股票期权自授予日起12个月且2010年年度报告公告后，在本计划规定的可行权日按获授的股票期权总量的30%、30%、40%分三期行权。行权的业绩条件为每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于10%，以09年的净利润为固定基数，每个行权期较09年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过18%。净资产收益率与净利润的指标均以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据，净利润指归属于母公司所有者的净利润。股票期权成本应计入公司管理费用，并在经常性损益中列支。激励对象包括董事（不包括独立董事）、高级管理人员、公司及子公司核心技术（业务）人员共83人。

评论：

■ 激励对象范围明显扩大

公司第一期股权激励的首次授权日为去年 2009 年 10 月 28 日，相比公司上一次股权激励，这一次的二期股权激励的激励对象范围有明显扩大。显示公司希望借助股权激励这一有效的激励方式，激发公司主要的技术和业务人员骨干的团队力量来提升公司竞争力，进而获得业绩的稳健增长。第一期股权激励时，公司按 2008 年净利润基数基础为 7.9 亿元，而本次二期股权激励按 2009 年净利润基数为 10.67 亿元，同比 2008 年增长 35%。

表 1： 公司一期和拟二期股权激励对比

	股票期权总量（万份）	行权价（元）	激励对象	业绩条件
第一期	1771	8.37	主要高管及核心技术（业务）人员共 48 人	每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于 10%，以 08 年的净利润为固定基数，每个行权期较 08 年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过 18%。这里的净利润增长率是需要扣除非经常性损益的净利润增幅，期权成本计入管理费用。
第二期	1080	22.31	主要高管及核心技术（业务）人员共 83 人	行权的业绩条件为每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于 10%，以 09 年的净利润为固定基数，每个行权期较 09 年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过 18%。净资产收益率与净利润的指标均以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据，净利润指归属于母公司所有者的净利润。股票期权成本应计入公司管理费用，并在经常性损益中列支。

资料来源：公司股权激励草案、国信证券经济研究所，详细对比请参看附表。

■ 彰显公司对未来成长信心，资产整合以及产品创新进程加快

虽然从业绩约束条件来看，达到的业绩增速并没有超过我们之前对公司的盈利预测，但我们认为仍然给市场很好的传达了公司对未来的成长信心。以及通过资产整合完成白电整合平台、产品创新、营销模式创新等提升盈利的进程都有望加快的信号。同类公司中如美的给公司形成较大的竞争压力，公司也需要加快进行白电资产平台的搭建。我们认为公司将从以下四个途径来提升公司的竞争力及业绩增速：

- ✓ 各项费用包括关联交易费用的缩减
- ✓ 收购部分子公司股权，减少少数股东损益
- ✓ 通过产品差异化创新，获得主要三类白电（冰箱、洗衣机、空调）的市场份额提升和产品结构优化
- ✓ 通过海尔电器控股的日日顺，获得三、四级市场渠道通路业务扩展得到的新的利润来源

表 2：公司 2006 年以来一系列降低运营费用、资产整合的举措

	事件	预案日期	实施日期
免交商标使用费	2006 年 10 月 1 日起海尔集团公司、青岛海尔投资发展有限公司同意公司及其控股和参股公司免于向海尔集团公司、青岛海尔投资发展有限公司缴纳商标费。	2006-9-25	2006-10-1
消除同业竞争	公司向海尔集团公司发行股份购买其持有的青岛海尔空调电子有限公司 75%的股权、合肥海尔空调器有限公司 80%的股权、武汉海尔电器股份有限公司 60%的股份及贵州海尔电器有限公司 59%的股权。交易完成后，海尔集团公司控制公司股份比例由 36.84%增至 43.54%。资产定价 7.06 亿元。	2006-9-25	2007-5-22
消除销售方关联交易	为解决与大股东的关联销售问题,公司董事会经研究决定在重庆设立重庆海尔家电销售有限公司,由该公司在全国各地设立 42 家分公司从事公司及其控股子公司的产品销售。该公司为有限责任公司,拟定注册资本为 1000 万人民币,其中公司以现金认购出资,拟持有公司 95%股权,公司的控股子公司青岛海尔空调器有限总公司拟持有 5%股权。	2006-12-25	2007-1-1
降低采购代理费率	公司与青岛海尔零部件采购公司及青岛海尔国际贸易有限公司的采购代理费用由原来的 2.6%下降到 2.25%		2008-1-1
降低采购关联交易	部分零部件采购通过控股公司青岛海达瑞采购服务有限公司来完成，降低关联交易	2009-4-24	2009-4-24
股权激励	股权激励方案，共 1771 万份期权，行权价 8.37 元，分四期行权。行权的业绩条件为每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于 10%，以 08 年的净利润为固定基数，每个行权期较 08 年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过 18%。净利润增长率是需要扣除非经常性损益的净利润增幅。激励对象包括公司董事（不含独立董事）、高管人员、核心技术人员等共 49 人	2009-5-13	2009-10-29
资产整合	公司收购德意志银行所持有的海尔电器 392,677,482 股股份（约占海尔电器已发行股份总数的 20.10%）。资产收购资金 6.67 亿元。	2008-6-27	2008-10-9
资产整合	公司以每股 3 港元的价格用现金方式受让海尔集团通过海尔电器第三控股（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 股的股份，占海尔电器已发行总股本的 31.93%。收购完成了公司将持有海尔电器 51.31%的股权。	2009-12-14	2010-3-31
整合三、四级市场销售网络资源、降低关联交易	海尔电器成立全资子公司（日日顺），用于发展三、四级市场的销售、物流和服务网络。由于海尔电器可通过日日顺销售产品，因此将大幅度降低海尔电器原来通过集团销售而产生的销售方关联交易。	2009-9-14	2009-9-14
降低采购代理费率	公司与青岛海尔零部件采购公司及青岛海尔国际贸易有限公司修订签署了《采购配送合同》，将代理费用由原来的 2.25%下降到 1.75%	2010-6-8	2010-6-8
发挥独特拥有的三、四级网络资源价值	海尔电器旗下公司日日顺与集团签订了产品采购协议，设定了关联交易上限，2010 年 3-12 月、2011 年和 2012 年分别为 262 亿、393 亿和 589.5 亿人民币。	2010-1-27	2010-3-1
收购子公司少数股东股权	收购子公司合肥海尔空调器有限公司的少数股东青岛卓翱投资有限公司持有的合肥海尔空调器 20%的股权，交易价格总计 5525 万元；收购完成后，合肥海尔空调器将成为本公司的全资子公司	2010-6-25	2010-6-25
海尔电器收购相关物流资产	公司控股子公司海尔电器下属 BVI 公司的全资子公司青岛新日日顺物流服务有限公司收购海尔集团公司持有的青岛海尔物流有限公司 100%的股权，交易价格总计为人民币 76,300 万元；海尔电器（1169 HK）间接持有青岛海尔物流 100%的股权。	210-8-31	
公告二期股权激励草案	拟给予激励对象共 1080 万份股票期权，行权价 22.31 元，有效期为自股票期权授权日起四年。激励对象可在股票期权自授予日起 12 个月且 2010 年年度报告公告后，在本计划规定的可行权日按获授的股票期权总量的 30%、30%、40%分三期行权。行权的业绩条件为每一个行权年度的前一年净资产收益率不低于 10%，以 09 年的净利润为固定基数，每个行权期较 09 年净利润增幅或者是年复合增长率达到或者超过 18%。	2010-9-14	

资料来源：公司有关资产整合等隔离书籍、国信证券经济研究所

■ 维持对公司“推荐”评级

预期 2010、2011、2012 年公司每股收益 1.30 元、1.75 元、2.06 元。我们看好公司从海尔电器获取由于渠道分销所带来的价值提升，公司在资产整合以及内部经营改善仍有进一步展望空间。本次二次股权激励向市场进一步传达了公司对未来的成长信心，以及对未来资产整合、产品创新带动下的盈利能力提升的加快推进趋势，维持对公司的“推荐”评级。

附表：

附表 1： 公司一期股权激励对象

编号	姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例	标的股票占总股本比例
1	杨绵绵	董事长	225	12.91%	0.17%
2	梁海山	副董事长、总经理	158	9.07%	0.12%
3	崔少华	副董事长	68	3.90%	0.05%
4	谭丽霞	董事	68	3.90%	0.05%
5	周利民	董事	68	3.90%	0.05%
6	金道谟	副总经理	46	2.64%	0.03%
7	洪晓明	财务总监	28	1.61%	0.02%
8	明国珍	副总经理、董秘	28	1.61%	0.02%
公司及子公司核心技术（业务）人员（40 人）			1054	60.47%	0.79%
合计			1771	100%	1.30%

资料来源：公司股权激励草案、国信证券经济研究所，详细对比请参看附表。

附表 2： 公司二期股权激励对象

编号	姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例	标的股票占总股本比例
1	柴永森	董事、副总经理	158	14.63%	0.12%
2	喻子达	董事	158	14.63%	0.12%
公司及子公司核心技术（业务）人员（81 人）			764	70.74%	0.57%
合计			1080	100%	0.81%

资料来源：公司股权激励草案、国信证券经济研究所，详细对比请参看附表。

一期股权激励的行权安排和业绩约束条件：

有效期为自股票期权授权日起五年。激励对象可在股票期权自授予日起 12 个月且 2009 年年度报告公告后，在本计划规定的可行权日按获授的股票期权总量的 10%、20%、30%、40%分四期行权，授权日为 2009 年 10 月 28 日，具体行权期安排如下：

附表 3：一期股权激励的行权安排

行权期	行权有效期	所占比率
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	10%
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	30%

第四个行权期	自授权日起 48 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	40%
--------	--	-----

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

附表 4：业绩约束条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%； 以 2008 年经审计的净利润为固定基数，公司 2009 年度经审计净利润较 2008 年度增长率达到或超过 18%。
第二个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%； 以 2008 年末净利润为固定基数，公司 2010 年度经审计净利润较 2008 年度的年复合增长率达到或超过 18%
第三个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%； 以 2008 年末净利润为固定基数，公司 2011 年度经审计净利润较 2008 年度的年复合增长率达到或超过 18%。
第四个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%； 以 2008 年末净利润为固定基数，公司 2012 年度经审计净利润较 2008 年度的年复合增长率达到或超过 18%。

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

二期股权激励草案：

附表 3：二期股权激励草案行权安排

行权期	行权有效期	所占比率
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

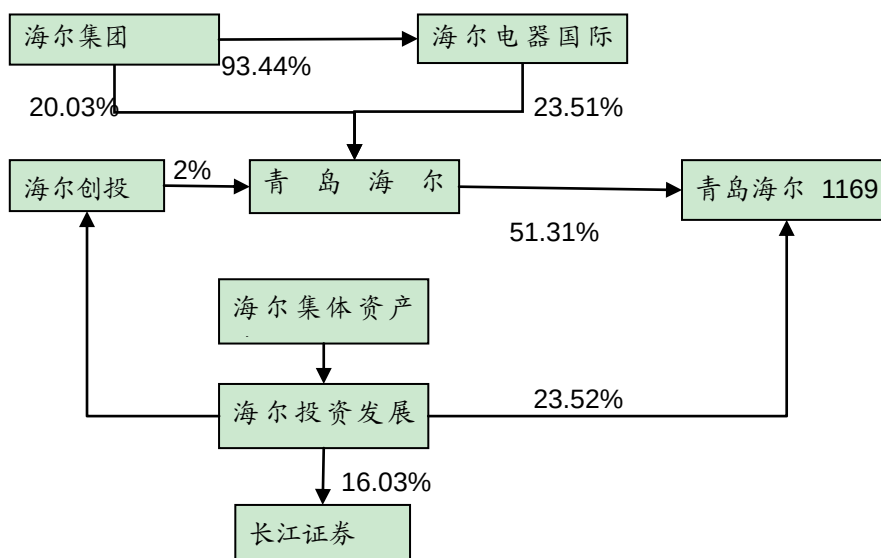
资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

附表 4：二期股权激励草案业绩约束条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年经审计的净利润为固定基数，公司 2010 年度经审计净利润较 2009 年度增长率达到或超过 18%。
第二个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年末净利润为固定基数，公司 2011 年度经审计净利润较 2009 年度的年复合增长率达到或超过 18%
第三个行权期	前一年度加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年末净利润为固定基数，公司 2012 年度经审计净利润较 2009 年度的年复合增长率达到或超过 18%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 1: 公司股权架构



资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。