



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

观点聚焦

证券研究报告

2011年1月10日

家电

研究部

黄文倩

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210080006

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

推荐

青岛海尔(600690.CH)

集团承诺家电资产整体上市

主要财务信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	30,408	32,979	60,918	73,825	86,653
(+/-%)	3%	8%	85%	21%	17%
营业利润	1,167	1,631	2,601	3,696	5,042
(+/-%)	30%	40%	59%	42%	36%
净利润	768	1,149	1,965	2,563	3,161
(+/-%)	19%	50%	71%	30%	23%
每股收益(元)	0.57	0.86	1.47	1.91	2.36
每股净资产(元)	5.1	5.8	8.1	10.4	13.3
每股经营现金流(元)	1.0	3.5	0.7	1.7	2.2
市盈率	48.2	32.2	18.9	14.5	11.7
市净率	5.5	4.8	3.4	2.7	2.1
股价/经营现金流	28.1	8.0	39.4	16.7	12.6
EV/EBITA	22.7	15.3	8.3	5.9	4.4
净资产收益率	11.3%	14.9%	18.1%	18.5%	17.8%
投入资本回报率	9.9%	13.1%	15.5%	16.1%	15.8%
股息收益率	0.5%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%

股票信息

股票代码	A股 600690 CH Equity
当前股价(人民币)	27.68
日成交量(百万股)	7.81
52周最高价/最低价(人民币)	29.15/16.1
总市值(百万人民币)	37,090
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	1.6	7.6	16.3	-1.9
上证A指	2.9	-0.1	3.6	1.1
家电行业指数	-0.3	2.2	5.2	-0.3

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

投资提示:

公司发布公告, 集团承诺在五年内通过资产注入、股权重组等多种方式解决同业竞争及关联交易问题, 公告中涉及的拟注入资产包括集团旗下的海外白电业务、家电上游资产和业务以及其他家电相关资产。**维持首推**, 我们认为未来3年公司利润复合增速仍能维持25+%, 且随着资产注入、关联交易逐步解决, 治理结构改善, 还有超预期空间。目前市盈率仅为2011-12年14.5和11.7倍。

理由:

1、该承诺再次证明集团将A股作为资本市场旗舰平台, 利益重心持续回归A股。这是我们自2009年5月以来推荐青岛海尔的根本逻辑, 随着去年底第一批股权激励部分行权、今年年初第二次股权激励有望获批, 资产注入和关联交易即可启动, 提前于承诺时间(五年)完成的可能性较大。

2、集团家电资产整体上市将完全解决关联交易, 改善公司治理结构。家电上游资产和海外业务注入将从根本上解决采购和出口关联交易, 最终取消代理平台费。

3、集团家电资产整体上市将总计增厚公司利润8亿以上, 相当于2010年净利润40%以上(静态估算, 不考虑收入增长和盈利改善)。根据我们测算: 1) 资产注入最终有望增厚利润4亿左右; 2) 采购关联交易完全解决有望增厚利润3亿以上(代理费率1.75%); 3) 出口关联交易完全解决增厚利润近1亿(代理费率1.5%)。

4、公司帐面现金充裕, 3Q2010末达111亿, 扣除港股15亿现金、7亿港股可转债、调整应收应付后仍有69亿, 是否有融资压力取决于收购进程。

盈利预测和估值:

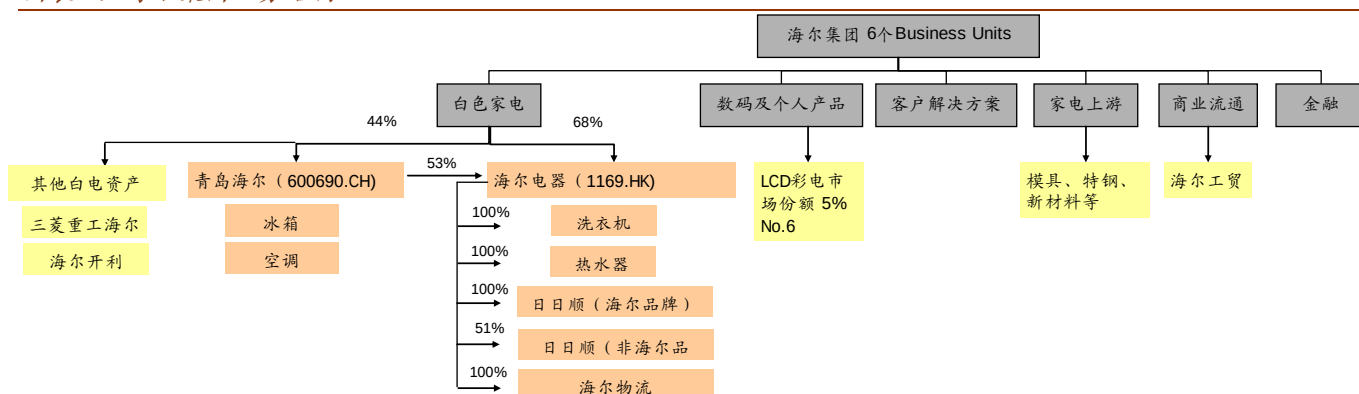
考虑到后续资本运作时间不确定性, 我们暂时维持公司2010-12年每股收益1.47元、1.91元和2.36元的盈利预测。目前股价对应公司2011-12年市盈率分别为14.5x和11.7x。

风险:

整体上市速度低于预期; 三四级冰箱和洗衣机市场份额竞争加剧。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表1：海尔集团业务结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表2：每股收益增厚测算（静态估算，不考虑收入增长、盈利改善和股本变化）

	2009	2010E	2010E备考	2011E	2012E	备注
现有预测						
每股收益（元）	0.86	1.47	1.66	1.91	2.36	
YoY	50%	71%	93%	30%	23%	
其中						
采购代理平台费下降增厚每股收益（元）		0.05	0.09			平台费从2.25%下降到1.75%
收购少数股东损益增厚每股收益（元）		0.02	0.17			2010年收购一个子公司少数股东损益
每股收益（元）				2.23	3.00	
YoY				52%	34%	
假设2012年家电资产整体上市完成，每年完成50%						
增厚幅度				17%	27%	
市盈率				12.4	9.2	
其中						
家电相关资产注入增厚每股收益（元）				0.15	0.30	
采购代理平台费取消增厚每股收益（元）				0.14	0.28	平台费从1.75%逐步降为零
出口代理平台费取消增厚每股收益（元）				0.03	0.06	平台费从1.5%逐步降为零
每股收益（元）				2.13	2.78	
YoY				45%	31%	
假设2011-2013年三年内每年完成33%						
增厚幅度				11%	18%	
市盈率				13.0	9.9	
其中						
家电相关资产注入增厚每股收益（元）				0.10	0.20	
采购代理平台费取消增厚每股收益（元）				0.09	0.18	平台费从1.75%逐步降为零
出口代理平台费取消增厚每股收益（元）				0.02	0.04	平台费从1.5%逐步降为零

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：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	60,918	73,825	86,653
(+/-%)	3%	8%	85%	21%	17%
营业总成本	-29,392	-31,516	-58,496	-70,319	-81,814
营业成本	-23,376	-24,263	-46,089	-56,770	-66,590
销售费用	-4,075	-4,984	-8,764	-10,112	-11,668
管理费用	-1,691	-2,116	-3,306	-3,155	-3,261
财务费用	-104	8	-106	-42	-23
其他经营收益	151	167	179	190	202
营业利润	1,167	1,631	2,601	3,696	5,042
少数股东损益	-211	-225	-654	-484	-427
净利润	768	1,149	1,965	2,563	3,161
(+/-%)	19%	50%	71%	30%	23%
现金流量表					
经营活动现金流	1,318	4,626	941	2,224	2,945
投资活动现金流	-1,056	-236	-2,109	77	266
融资活动现金流	-223	-569	183	-638	-678
货币资金增加额	39	3,821	-664	2,000	2,930
资产负债表					
总资产	12,231	17,497	26,653	32,031	38,196
流动资产	7,863	12,895	19,241	24,611	30,810
货币资金	2,462	6,282	7,880	11,116	15,317
应收帐款	795	1,205	3,463	3,628	3,963
存货	1,853	1,743	3,324	4,313	5,058
非流动资产	4,367	4,602	7,411	7,421	7,386
长期股权投资	1,384	1,527	1,545	1,545	1,545
固定资产	2,456	2,449	4,494	4,497	4,482
总负债	4,530	8,745	14,197	16,271	18,330
流动负债	4,445	8,698	14,012	16,086	18,145
短期借款	175	0	800	800	800
应付款项	2,253	5,772	6,260	7,162	8,288
预收帐款	1,025	989	1,181	1,425	1,658
长期负债	85	47	184	184	184
股东权益	7,701	8,752	12,456	15,761	19,866
少数股东权益	927	1,032	1,617	1,903	2,130
财务指标					
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.4	1.3	1.1	1.3	1.4
存货周转天数	29	26	26	26	26
应收款项周转天数	41	53	53	53	53
应付款项周转天数	47	98	80	75	75
营业周期	22	-19	-2	3	3
毛利率	23.1%	26.4%	24.3%	23.1%	23.2%
营业利润率	3.8%	4.9%	4.3%	5.0%	5.8%
净利润率	2.5%	3.5%	3.2%	3.5%	3.6%
总资产报酬率	6.3%	6.6%	7.4%	8.0%	8.3%
净资产收益率	11.3%	14.9%	18.1%	18.5%	17.8%
投入资本回报率	9.9%	13.1%	15.5%	16.1%	15.8%
资产负债率	37.0%	50.0%	53.3%	50.8%	48.0%
全面摊薄每股收益	0.57	0.86	1.47	1.91	2.36
全面摊薄每股净资产	5.06	5.77	8.10	10.35	13.25
摊薄每股经营现金流	0.96	0.98	3.46	0.70	1.66
市盈率	48.2	32.2	18.9	14.5	11.7
市净率	5.5	4.8	3.4	2.7	2.1
股价/经营现金	28.1	8.0	39.4	16.7	12.6

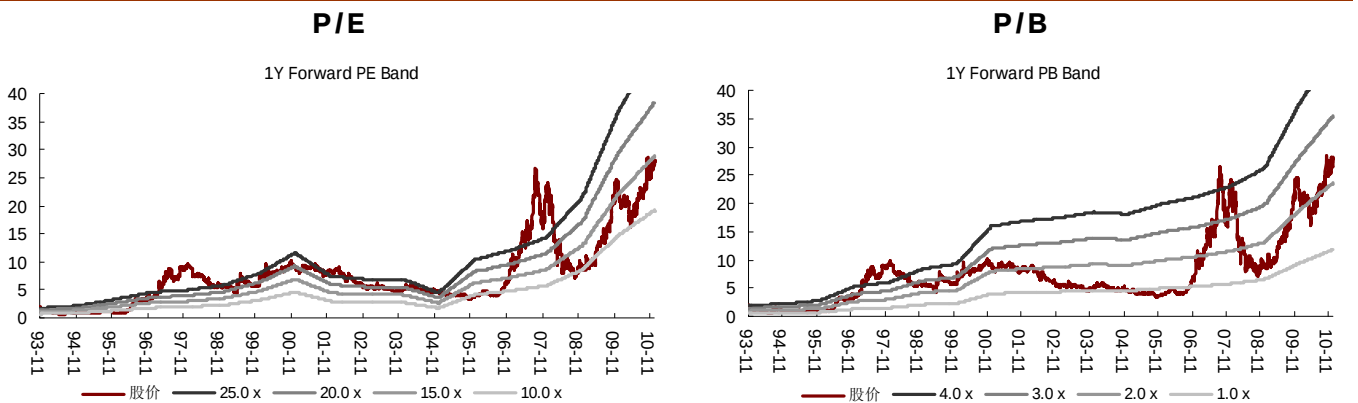
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底	PEG
			本地货币	百万美元	2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR	
家电																		
A股 白电	000527.CH	美的电器	17.35	8,165	3,350	77%	4,219	26%	4,993	18%	0.98	1.24	1.46	17.7	14.0	11.9	22.1%	0.80
	000651.CH	格力电器	17.70	7,523	3,946	35%	4,686	19%	5,287	13%	1.32	1.57	1.77	13.4	11.3	10.0	15.8%	0.85
	600690.CH	青岛海尔	27.68	5,594	1,965	71%	2,563	30%	3,161	23%	1.47	1.91	2.36	18.9	14.5	11.7	26.8%	0.70
	600983.CH	合肥三洋	12.37	994	305	48%	402	32%	502	25%	0.57	0.75	0.94	21.6	16.4	13.1	28.2%	0.76
	000418.CH	小天鹅A	18.75	1,654	545	145%	749	37%	1,016	36%	0.86	1.18	1.61	21.8	15.8	11.7	36.5%	0.60
	000521.CH	美菱电器	11.54	654	304	1%	399	31%	472	18%	0.67	0.88	1.04	17.2	13.1	11.1	24.6%	0.70
	000521.CH	美菱电器 (经营性)	11.54	654	159	-46%	313	97%	426	36%	0.35	0.69	0.94	33.0	16.7	12.3	63.9%	0.52
	600336.CH	澳柯玛	7.55	388	73	40%	146	101%	127	-13%	0.21	0.43	0.37	35.4	17.6	20.3	32.2%	1.10
	000921.CH	ST科龙 (经营性)	7.91	1,374	474	229%	596	26%	812	36%	0.35	0.44	0.60	22.6	18.0	13.2	30.9%	0.73
	000921.CH	ST科龙	7.91	1,374	641	327%	703	10%	850	21%	0.47	0.52	0.63	16.7	15.2	12.6	15.1%	1.10
A股平均													16.0	12.7	10.7			
黑电	000100.CH	TCL集团	3.60	2,301	639	36%	789	23%	814	3%	0.15	0.19	0.19	23.9	19.3	18.7	12.8%	1.86
	600839.CH	四川长虹	3.77	1,619	165	43%	261	58%	333	27%	0.06	0.09	0.12	64.9	41.1	32.3	41.8%	1.55
	000016.CH	深康佳	4.83	743	108	-29%	163	51%	263	62%	0.09	0.14	0.22	53.9	35.8	22.1	56.1%	0.96
	600060.CH	海信电器	11.92	1,558	620	24%	743	20%	874	18%	0.72	0.86	1.01	16.7	13.9	11.8	18.7%	0.89
A股平均						24%		28%		17%			26.9	21.1	18.1			
小家电	002242.CH	九阳股份	15.43	1,771	689	13%	830	20%	981	18%	0.91	1.09	1.29	17.0	14.2	12.0	19.3%	0.88
	002403.CH	爱仕达	16.51	598	81	-3%	122	50%	179	47%	0.34	0.51	0.74	48.8	32.6	22.2	48.4%	1.01
	002032.CH	苏泊尔	23.36	2,034	402	30%	517	29%	651	26%	0.70	0.90	1.13	33.5	26.1	20.7	27.2%	1.23
	002035.CH	华帝股份	14.50	488	115	114%	150	31%	199	32%	0.51	0.67	0.89	28.2	21.6	16.3	31.5%	0.89
	002035.CH	华帝股份 (经营性)	14.50	488	100	102%	150	49%	199	32%	0.45	0.67	0.89	32.2	21.6	16.3	40.7%	0.79
	002508.CH	老板电器	36.06	870	125	53%	152	22%	188	23%	0.78	0.95	1.17	46.1	37.9	30.7	22.6%	2.0
	000533.CH	万家乐	10.22	1,065	228	18%	319	40%	407	28%	0.33	0.46	0.59	31.0	22.1	17.3	33.6%	0.92
A股平均						26%		29%		25%			27.9	21.7	17.3			
H股 白电	1169.HK	海尔电器	8.70	2,395	850	102%	1,223	44%	1,598	31%	0.40	0.57	0.74	22.0	15.3	11.7	37.1%	0.59
	0921.HK	海信科龙	5.19	1,374	745	337%	857	15%	1,036	21%	0.55	0.63	0.77	9.4	8.2	6.8	17.9%	0.53
	0921.HK	海信科龙 (经营性)	5.19	1,374	542	229%	677	25%	921	36%	0.40	0.50	0.68	13.0	10.4	7.6	30.4%	0.43
	0449.HK	志高控股	0.77	779	421	34%	492	17%	528	7%	0.06	0.07	0.08	12.5	10.7	10.0	12.0%	1.04
H股平均													14.2	11.1	9.0			
黑电	0751.HK	创维	4.59	1,521	862	-31%	1,058	23%	1,162	10%	0.36	0.44	0.49	12.7	10.4	9.4	16.1%	0.79
	1070.HK	TCL多媒体	3.27	457	-905	-328%	391	143%	585	50%	-0.83	0.36	0.54	-3.9	9.1	6.1	n.a.	n.a.
	2618.HK	TCL通讯	7.21	1,016	102	343%	175	72%	295	68%	0.11	0.19	0.32	64.9	37.7	22.4	70.3%	0.92
H股平均													24.6	19.0	12.6			
美国	WHR.US	Whirlpool	87.86	6,679	711	117%	704	-1%	791	12%	9.35	9.26	10.41	9.4	9.5	8.4	5.5%	1.72
	UTX.US	United Technology	79.15	73,088	4,363	14%	4,829	11%	5,412	12%	4.73	5.23	5.86	16.8	15.1	13.5	11.4%	1.47
	GE.US	GE	18.56	197,752	11,896	8%	13,790	16%	16,209	18%	1.12	1.29	1.52	16.6	14.3	12.2	16.7%	0.99
													14.3	13.0	11.4			
欧洲	ELUXB.SS	Electrolux	186.90	8,463	4,562	75%	4,726	4%	5,316	12%	15.21	15.76	17.73	12.3	11.9	10.5	7.9%	1.55
	ARCLK.TI	Arcelik	8.42	3,646	531	9%	531	0%	560	5%	0.79	0.79	0.83	10.7	10.7	10.2	2.6%	4.07
	DLG.IM	De'Longhi	5.92	1,149	74	127%	82	11%	92	13%	0.49	0.55	0.62	12.0	10.8	9.6	11.9%	1.01
	SK.FP	SEB	78.20	5,071	246	68%	264	7%	291	10%	4.92	5.28	5.82	15.9	14.8	13.4	8.8%	1.81
	PHIA.NA	Philips	23.58	30,176	1,690	312%	1,878	11%	2,110	12%	1.71	1.90	2.14	13.8	12.4	11.0	11.7%	1.17
													12.9	12.1	11.0			
日本	6502.JP	Toshiba	474	24,044	84,420	528%	132,187	57%	166,282	26%	19.92	31.19	39.24	23.8	15.2	12.1	40.3%	0.59
	6367.JP	Daikin Industries	2977	10,445	29,806	54%	52,795	77%	65,800	25%	101.69	180.12	224.49	29.3	16.5	13.3	48.6%	0.60
	6752.JP	Panasonic	1191	34,972	108,897	205%	145,389	34%	203,500	40%	44.39	59.27	82.96	26.8	20.1	14.4	36.7%	0.73
	6758.JP	Sony	3020	36,316	83,994	306%	149,842	78%	190,900	27%	83.61	149.16	190.03	36.1	20.2	15.9	50.8%	0.71
	6753.JP	Sharp	893	11,873	30,924	603%	32,206	4%	43,553	35%	27.84	29.00	39.21	32.1	30.8	22.8	18.7%	1.72
													29.6	20.6	15.7			
韩国	066570.KS	LG Electronics	113500	14,585	437,966	-79%	1,501,232	243%	2,217,507	48%	3,028	10,379	15,330	37.5	10.9	7.4	125.0%	0.30
	005930.KS	Samsung Electronics	921000	120,519	15,020,250	56%	17,396,386	16%	18,728,026	8%	101,971	118,102	127,143	9.0	7.8	7.2	11.7%	0.77
国际平均													23.3	9.4	7.3			

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、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
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

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: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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