

2011-01-08

家电行业

青岛海尔 600690-SH

集团资产注入预期明确，公司触发价值重估

◇ 事件：海尔集团进一步支持青岛海尔发展解决同业竞争减少关联交易的公告

◆ 塑造全球家电龙头，集团家电资产注入预期明确

海尔集团承诺支持青岛海尔发展成为全球家电龙头企业。自 2011 年起，在五年内拟通过资产注入股权重组等多种方式支持青岛海尔解决同业竞争、减少关联交易。有望注入的资产包括四个海外白电控股工厂；集团参股的三菱重工海尔和青岛海尔开利冷冻设备的股权；家电上游资产和业务，如模具、特钢、新材料等；其它家电相关资产和业务，如彩电、家居业务。

集团承诺与家电十二五规划相呼应。家电十二五规划计划发展 5 个左右具有综合竞争实力的国际化企业集团及 3-5 个国际知名品牌。海尔集团是全球最大的白电集团，海尔家电产品已经具备全球竞争力。公司已经明确成为集团家电业务的全球载体，长期看好。

◆ 两期股权激励理顺激励机制，公司发展进入快车道

公司已经先后推出两期股权激励计划理顺激励机制，高管以及主要的核心技术和业务人员利益同公司发展相一直。预计公司未来的竞争潜力将被充分挖掘，发展进入快车道。

◆ 资产注入预期与消费属性支持公司价值重估

不考虑资产注入影响，公司 2010-2011 年 EPS 为 1.42/1.78/2.14 元。我们建议重现发现青岛海尔的价值，给予公司较高的估值水平，2011 年 23-25 倍 PE 估值，目标价格区间 40-45 元。

首先，集团资产注入以及少数股东权益减少的预期使得公司应该享有较高的估值；其次，公司具有强烈的消费属性，估值应该介于制造类企业与消费类企业之间。我们认为家电产品具有消费属性，对于海尔这样具有很强品牌竞争力的企业应享受比普通家电企业更高的估值水平。此外，公司在三四级市场发展的日日顺家电分销模式也加强了公司的消费属性。

请关注我们的后续深度报告

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	30,408	32,979	56,275	70,412	83,505
营业收入增长率	3.19%	8.46%	70.64%	25.12%	18.60%
净利润（百万元）	768	1,149	1,902	2,386	2,871
净利润增长率	19.35%	49.64%	65.46%	25.46%	20.32%
EPS（元）	0.57	0.86	1.42	1.78	2.14
ROE（归属母公司） （摊薄）	11.34%	14.89%	20.59%	21.44%	21.36%
P/E	48	32	20	16	13
P/B	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	26	19	13	10	8

维持

买入

当前价格	27.68 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

联系人：何伟

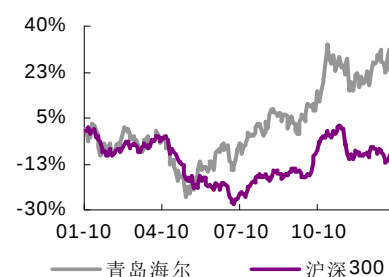
021-22169108

hewei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,340
总市值(百万元)	37,090
流通比例(%)	67.11%
12 个月最高/最低（元）	29.15/16.10
近 3 月日均成交量（百万股）	8.91
主要股东	海尔电器国 际股份有限 公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.51	9.87	35.53
绝对收益	8.55	17.74	24.94

相关报告：

战略目标稳步推进，集团物流资产注入	2010-08-31
二次股权激励凸显公司成长信心	2010-09-14
第三季度业务平稳运营	2010-10-29

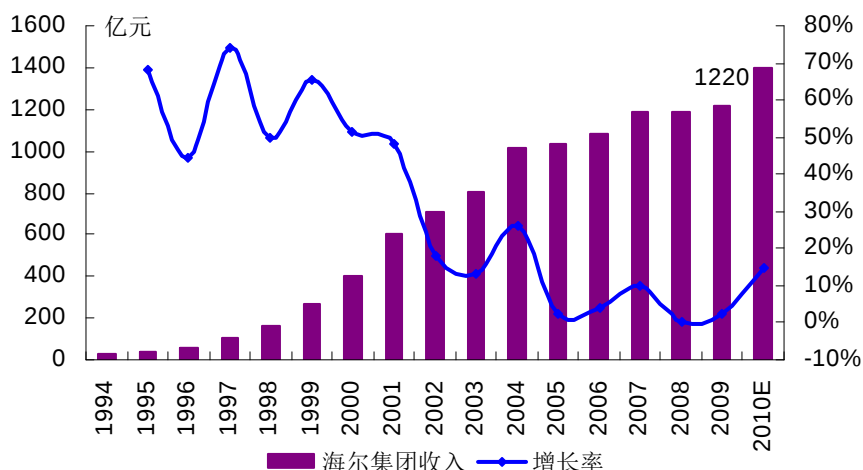
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

海尔集团简介

海尔集团是全球最大的白电集团，大型白色家用电器市场连续两年占有率第一。集团 2009 年整体销售收入 1220 亿元，在全球有 29 个制造基地，8 个综合研发中心，19 个海外贸易公司，全球员工总数超过 6 万人，已发展成为大规模的跨国企业集团。

图表 1：海尔集团收入规模



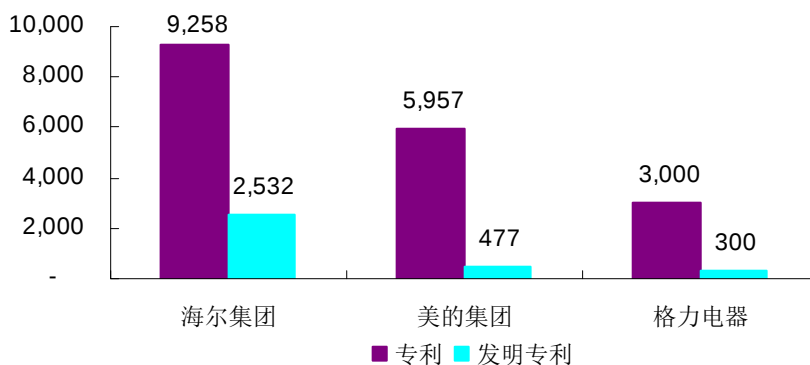
资料来源：公开资料，光大证券研究所

海尔集团是国内最优秀的学习型组织和创新型组织之一。

海尔推行“人单合一”和“T 模式”。“人单合一”实现企业内部流程有虚拟的市场订单，一张定单也都有人负责。“T 模式”是实现有竞争力的市场目标的预算体系，被证明是非常好用的一个时间管理工具。美国沃顿商学院的马歇尔教授在评析海尔的流程再造时曾说：“如果海尔能够做到这一点，肯定是全世界最有竞争力的企业，但是真正要做到这一点是非常非常困难的。

2009 年末海尔已经拥有 9258 项专利，并且其专利质量也明显高于其竞争对手，其中 27% 的专利属于发明专利，比例明显高于其竞争对手。

图表 2：家电集团专利比较



资料来源：公开资料，光大证券研究所

家电业务介绍

2010 年 Euromonitor 发布最新的全球家用电器市场调查显示：海尔品牌在大型白色家用电器市场占有率为 6.1%，蝉联全球第一，同比提升 1 个百分点。其中，海尔在冰箱、洗衣机、酒柜三个产品的市场占有率全球第一，分别为 12.6%，9.1%，14.8%。此外，海尔空调在国内排名第三，2010 年 1-10 月在城镇市场占有率 13%；海尔彩电 2010 年 1-10 月在城镇市场占有率 4%。

三菱重工海尔（青岛）空调机有限公司

成立于 1993 年的 8 月 28 日，三菱重工持股 55%，海尔集团持股 45%。公司主要生产家用空调以及中央空调，生产能力 20 万套。国内销售产品使用“海尔”商标，出口产品使用“三菱重工”商标。

青岛海尔开利冷冻设备有限公司

成立于 2001 年的 4 月 11 日，美国开利持股 51%，海尔集团持股 49%。公司从事冷冻、冷藏设备。公司是家乐福在亚太地区的最大冷冻设备供应商，沃尔玛、大润发、家世界、利群集团、易初莲花等超市连锁企业都是公司的客户。

青岛海尔模具有限公司

中外合资企业，是中国最优秀的专业模具供应商之一。公司专业于汽车、家用电器、电子、精密产品模具，拥有十几年成熟的设计加工经验。各类德国、日本产高速加工中心、火花机、线切割等专业设备 100 多台，模具年产量超 1400 套，最大模重 40 吨。除为海尔集团配套制作各家电模具外，还为三星、LG、佳能、三洋等客户制作模具。

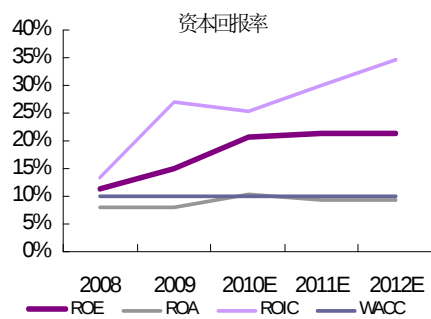
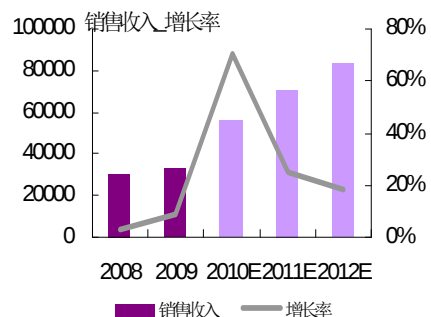
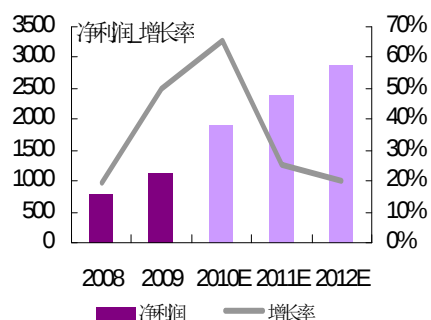
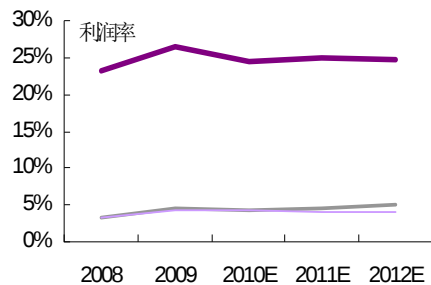
海尔特种钢板研制开发有限公司

国内家电复合材料龙头企业。产品主要供应集团内部家电产品的复合材料需求。公司具有世界先进水平的专业化复合材料研制开发和成果应用技术。第一个研制成功第三代家电彩板----环保 PEM 彩板并批量应用于家电领域；自主设计出第四代彩板--PPM 彩板，并实现规模化生产和家电领域应用。

青岛海尔新材料研发有限公司

成立于 2001 年 4 月，从事高性能改性塑料研发、生产、和销售。公司引进世界先进水平挤出生产线和全自动物料配比、捏合、输送系统，自动包装线，实现从辅料、混料、挤出、包装、码垛各道工序完全自动化生产，年生产能力 90000 吨

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,408	32,979	56,275	70,412	83,505
营业成本	23,376	24,263	42,473	52,854	62,977
折旧和摊销	338	357	451	481	495
营业税费	95	135	129	282	334
销售费用	4,075	4,984	8,160	9,858	11,440
管理费用	1,691	2,116	3,095	4,225	4,593
财务费用	104	-8	126	63	46
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	151	167	189	208	228
营业利润	1,167	1,631	2,408	3,305	4,306
利润总额	1,137	1,740	3,015	3,505	4,306
少数股东损益	211	225	571	418	445
归属母公司净利润	768.18	1,149.47	1,901.97	2,386.15	2,870.95

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	12,231	17,497	24,108	29,657	35,445
流动资产	7,863	12,895	19,422	25,252	31,337
货币资金	2,462	6,282	7,349	10,229	13,577
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	795	1,205	2,116	2,647	3,140
应收票据	2,512	3,505	5,981	7,483	8,875
其他应收款	73	63	732	845	919
存货	1,853	1,743	3,074	3,836	4,574
可供出售投资	5	11	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,384	1,527	1,527	1,527	1,527
固定资产	2,456	2,449	2,773	2,551	2,300
无形资产	135	198	188	179	170
总负债	4,530	8,745	13,270	16,510	19,542
无息负债	4,236	8,705	13,270	16,510	19,542
有息负债	294	40	0	0	0
股东权益	7,701	8,752	10,839	13,148	15,903
股本	1,339	1,339	1,340	1,340	1,340
公积金	4,167	4,262	4,523	4,804	5,135
未分配利润	1,269	2,120	3,373	4,984	6,963
少数股东权益	927	1,032	1,602	2,020	2,465

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,318	4,626	2,118	3,430	3,926
净利润	768	1,149	1,902	2,386	2,871
折旧摊销	338	357	451	481	495
净营运资金增加	-158	-2,960	3,224	1,124	1,013
其他	369	6,080	-3,459	-562	-454
投资活动产生现金流	-1,056	-236	-500	8	28
净资本支出	399	263	700	200	200
长期投资变化	1,384	1,527	0	0	0
其他资产变化	-2,839	-2,026	-1,200	-192	-172
融资活动现金流	-223	-569	-552	-557	-607
股本变化	0	0	1	0	0
债务净变化	118	-254	-40	0	0
无息负债变化	279	4,469	4,565	3,240	3,032
净现金流	39	3,821	1,066	2,880	3,348

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.19%	8.46%	70.64%	25.12%	18.60%
净利润增长率	19.35%	49.64%	65.46%	25.46%	20.32%
EBITDA 增长率	17.82%	34.48%	54.26%	30.21%	26.87%
EBIT 增长率	21.72%	44.08%	61.12%	34.74%	30.52%
估值指标					
PE	48	32	20	16	13
PB	5	5	4	3	3
EV/EBITDA	26	19	13	10	8
EV/EBIT	34	24	16	12	9
EV/NOPLAT	40	30	19	14	11
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	5	8	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	23.13%	26.43%	24.53%	24.94%	24.58%
EBITDA 率	4.45%	5.52%	4.97%	5.17%	5.53%
EBIT 率	3.34%	4.44%	4.17%	4.49%	4.94%
税前净利润率	3.74%	5.28%	5.36%	4.98%	5.16%
税后净利润率 (归属母公司)	2.53%	3.49%	3.38%	3.39%	3.44%
ROA	8.00%	7.86%	10.26%	9.45%	9.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.34%	14.89%	20.59%	21.44%	21.36%
经营性 ROIC	13.41%	26.93%	25.34%	29.98%	34.71%
偿债能力					
流动比率	1.77	1.48	1.47	1.53	1.61
速动比率	135.23%	128.22%	123.62%	130.08%	137.27%
归属母公司权益/有息债务	23.05	193.99	-	-	-
有形资产/有息债务	40.53	430.77	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	0.86	1.42	1.78	2.14
每股红利	0.15	0.30	0.37	0.42	0.49
每股经营现金流	0.98	3.45	1.58	2.56	2.93
每股自由现金流(FCFF)	0.83	3.16	-1.10	1.28	1.86
每股净资产	5.06	5.76	6.89	8.30	10.03
每股销售收入	22.69	24.61	42.00	52.55	62.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

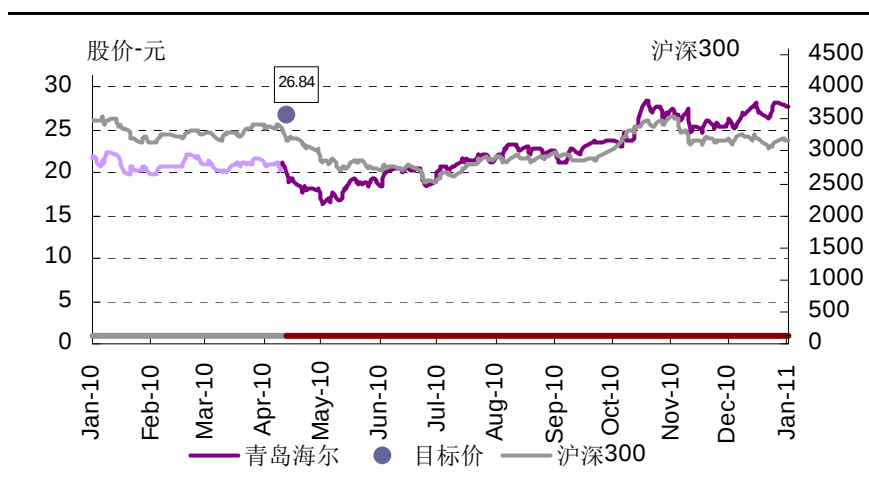
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

青岛海尔（600690）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-04-29	18.51	26.84	买入
2010-06-09	18.48	24.40	买入
2010-08-26	22.23	27.00	买入
2010-08-30	22.79	27.00	买入
2010-09-14	21.27	27.00	买入
2010-10-29	26.93	30.30	增持
2010-11-29	26.93	32.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。