

青岛海尔 (600690.SH) 白色家电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

给力：海尔集团家电资产计划 5 年内整体上市

事件

青岛海尔 1 月 8 日公告：收到控股股东海尔集团公司《关于进一步支持青岛海尔发展解决同业竞争减少关联交易的函》，承诺将青岛海尔作为旗下家电业务整合平台，自 2011 年起 5 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，做大做强。拟注入的资产包括（具体资产和业务、注入方式及时间等，将视资产和业务的成熟程度、市场监管的要求及资本市场全体股东的认可程度等确定）：

- ◆ 注入海尔集团海外白色家电业务资产，海尔集团参股的三菱重工海尔（青岛）空调机有限公司和青岛海尔开利冷冻设备有限公司以及其他白电企业股权；
- ◆ 注入家电上游资产和业务比如模具、特钢、新材料等，海外贸易业务，青岛海尔零部件集采业务；（届时青岛海尔关联交易预计会降低到 30% 以下）
- ◆ 注入其它家电相关资产和业务，比如彩电、家居业务等。
- ◆ 在整合过程中，海尔集团在收购兼并、投资新的家电业务项目时，青岛海尔具有优先选择权。

评论

公告给了市场一份明确的资产注入计划、一颗超预期的定心丸：作为 2011 新的一年公司的第一份公告，海尔集团相当明确地表明了家电业务整体上市、以青岛海尔为平台的决心（图表 1）。公告不但印证了我们前期推荐逻辑，而且海外家电、彩电资产和业务的注入计划应该是超市场预期（此前海尔集团对于青岛海尔的定位是打造白电旗舰），可谓给了市场一颗超预期的定心丸。

拟注入资产规模庞大，部分作用为内生增厚利润率、部分作用为外延扩大收入规模：2010 年我们估计公司收入规模近 570 亿元、净利率在 3.4% 左右。伴随着资产注入逐步进行，公司的利润率水平和收入规模都将明显提升——

- ◆ 在拟注入的资产中，部分作用为内生增厚利润率：家电上游资产和业务、海外贸易业务、青岛海尔零部件集采业务一旦注入，将大幅减少关联交易和降低上市公司支付的关联交易平台费（图表 2），因此尽管注入后收入因为合并的因素增厚可能不太明显，对于利润率的增厚作用将十分明显；海尔集团参股公司的股权注入也将通过投资收益增厚利润。
- ◆ 另一部分拟注入资产的作用为外延扩大收入规模：海外白色家电业务资产、彩电、家居业务等其他家电相关资产一旦注入，则将大幅扩大公司的收入规模；海尔彩电业务收入估计超过 100 亿、海外白电资产的规模合计应该也有几十亿。

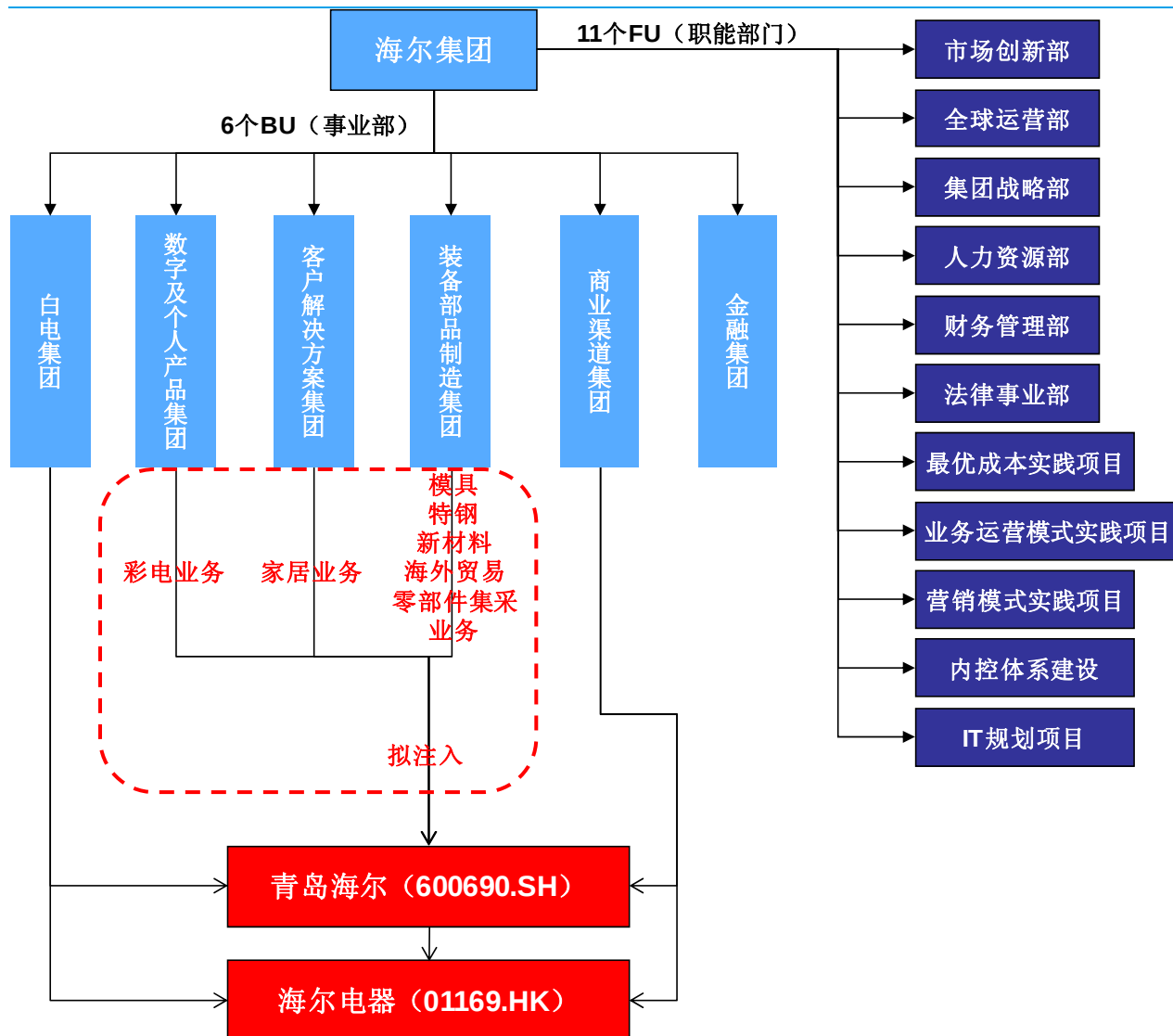
预计资产注入会灵活运用现金购买及增发手段，社会股东利益将确保：经过金融危机洗礼及三年变革后，公司资产质量和现金流状况相当优秀，1H10 每股现金流大 3.13 元、3Q10 货币资金高达 111 亿元，因此具备很强的现金收购能力。当然由于拟注入资产规模庞大，完全现金收购不切实际，我们估计后续或将用到增发手段；当然海尔集团做大 A 股市值的决心已经用实际行动证明，我们估计即使采用增发也会确保社会股东的利益，即不稀释 EPS。

盈利预测与投资建议

我们的盈利预测暂维持前期不变：2010-2012 年分别为 1.42、2.00（2011 年包含了约 10% 的资产或股权注入动作贡献的预期）、2.40 元，净利润增速分别为 65%、41%、20%。业绩均还有超预期空间，我们将根据公司资产注入的进度及时上调。

本次公告兑现了我们在推荐逻辑中认为海尔集团在强化上市公司上还有持续动作的观点，而且程度应属超市场预期。利润率持续提升和日日顺业务发展提升估值是我们持续推荐公司的逻辑，与美的格力的市值差距（同等收入规模下市值差距起码还有 100 亿）就是上升空间。公司值得做中期投资；短期还可期待股权激励获批，以及后续整合步骤临近；12 个月目标价 40 元，对应目前盈利预测的 20X11PE/16.7X12PE，建议买入。

图表1：海尔集团组织架构、及拟注入青岛海尔的资产及业务示意



来源：公司调研，国金证券研究所

图表2：从2010日常关联交易（含海尔电器）明细来看，相关资产注入将大幅减少管理交易、改善利润率

关联交易类别	关联人	2010年预计总金额	占同类交易比例	注入可能性
采购原材料、模具、商品、服务等	青岛海尔零部件采购有限公司	2,445,000	40%	公告拟注入
	合肥海尔物流有限公司	367,480	6%	2010年内海尔电器已收购
	青岛海尔物流有限公司	198,684	3%	2010年内海尔电器已收购
	海尔集团(大连)电器产业有限公司	89,669	1%	
	青岛海尔模具有限公司	86,006	1%	公告拟注入
	青岛海尔国际贸易有限公司	57,573	1%	公告拟注入
	青岛海尔营销策划有限公司	22,000	0%	
	大连海尔国际贸易有限公司	40,071	1%	公告拟注入
	海尔集团电器产业有限公司	48,990	1%	
	青岛经济技术开发区海尔能源动力有限公司	12,315	0%	
	海尔集团技术研发中心	13,000	0%	
	重庆海尔电器销售有限公司	579,022	9%	
	重庆海尔物流有限公司	167,166	3%	2010年内海尔电器已收购
	青岛海尔能源动力有限公司	14,969	0%	
	其他海尔集团关联方	108,848	2%	
销售产品及部件	青岛海尔零部件采购有限公司	271,338	4%	公告拟注入
	海尔集团电器产业有限公司	559,591	9%	
	海尔集团(大连)电器产业有限公司	104,855	2%	
	合肥海尔物流有限公司	33,310	1%	2010年内海尔电器已收购
	江苏日日顺电器有限公司	14,806	0%	
	重庆海尔物流有限公司	13,866	0%	2010年内海尔电器已收购
	青岛海尔厨房设施有限公司	9,162	0%	
	其他海尔集团关联方	36,797	1%	
金融服务	海尔集团财务有限责任公司		720,000	
	海尔集团财务有限责任公司		269,900	

(万元)	2010年预计总金额	平台费率	预计平台费
关联销售	1,043,725	1.75%	18265
关联采购	4,250,793	1.50%	63762
		合计:	82027

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司三张报表预测摘要

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	29,469	30,408	32,979	56,628	69,287	80,877	货币资金	2,421	2,462	6,282	6,842	11,842	15,880
增长率		3.2%	8.5%	71.7%	22.4%	16.7%	应收款项	2,347	3,380	4,773	7,292	8,808	10,153
主营业务成本	-23,868	-23,376	-24,263	-42,700	-52,562	-61,910	存货	2,929	1,853	1,743	2,919	3,159	3,379
%销售收入	81.0%	76.9%	73.6%	75.4%	75.9%	76.5%	其他流动资产	94	169	97	171	212	250
毛利	5,601	7,032	8,716	13,928	16,726	18,966	流动资产	7,791	7,863	12,895	17,223	24,021	29,662
%销售收入	19.0%	23.1%	26.4%	24.6%	24.1%	23.5%	%总资产	69.6%	64.3%	73.7%	73.1%	78.8%	81.8%
营业税金及附加	-66	-95	-135	-227	-277	-324	长期投资	621	1,389	1,538	3,249	3,249	3,250
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,548	2,660	2,711	2,812	2,901	2,977
营业费用	-3,502	-4,075	-4,984	-8,381	-9,700	-10,918	%总资产	22.8%	21.7%	15.5%	11.9%	9.5%	8.2%
%销售收入	11.9%	13.4%	15.1%	14.8%	14.0%	13.5%	无形资产	147	136	199	268	326	387
管理费用	-1,187	-1,691	-2,116	-3,075	-3,430	-3,639	非流动资产	3,398	4,367	4,602	6,330	6,478	6,615
%销售收入	4.0%	5.6%	6.4%	5.4%	5.0%	4.5%	%总资产	30.4%	35.7%	26.3%	26.9%	21.2%	18.2%
息税前利润 (EBIT)	845	1,171	1,481	2,246	3,319	4,085	资产总计	11,189	12,231	17,497	23,553	30,499	36,277
%销售收入	2.9%	3.9%	4.5%	4.0%	4.8%	5.1%	短期借款	97	215	40	0	0	0
财务费用	-48	-104	8	-1	-3	-3	应付款项	3,832	3,966	7,952	12,657	15,528	18,232
%销售收入	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	115	264	707	1,437	1,869	2,215
资产减值损失	37	-51	-26	-53	-33	-34	流动负债	4,043	4,445	8,698	14,094	17,397	20,447
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	79	79	1	41	41	41
投资收益	65	151	167	180	210	250	其他长期负债	10	6	47	0	0	0
%税前利润	7.4%	13.3%	9.6%	6.2%	5.8%	5.7%	负债	4,133	4,530	8,746	14,135	17,438	20,488
营业利润	899	1,167	1,631	2,372	3,493	4,298	普通股股东权益	6,309	6,774	7,721	7,820	11,062	13,310
营业利润率	3.1%	3.8%	4.9%	4.2%	5.0%	5.3%	少数股东权益	747	927	1,032	1,599	1,999	2,479
营业外收支	-19	-30	110	550	150	70	负债股东权益合计	11,189	12,231	17,498	23,553	30,499	36,277
税前利润	880	1,137	1,740	2,922	3,643	4,368							
利润率	3.0%	3.7%	5.3%	5.2%	5.3%	5.4%	比率分析						
所得税	-126	-158	-366	-453	-565	-677		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	14.3%	13.9%	21.0%	15.5%	15.5%	15.5%	每股指标						
净利润	754	979	1,375	2,469	3,078	3,691	每股收益	0.538	0.574	0.859	1.420	2.001	2.399
少数股东损益	111	211	225	568	400	480	每股净资产	4.714	5.061	5.768	5.842	8.265	9.944
归属于母公司的净利润	644	768	1,149	1,901	2,678	3,211	每股经营现金净流	0.955	0.984	3.456	2.390	3.151	3.660
净利率	2.2%	2.5%	3.5%	3.4%	3.9%	4.0%	每股股利	0.150	0.200	0.150	0.426	0.600	0.720
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.20%	11.34%	14.89%	24.31%	24.21%	24.12%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.75%	6.28%	6.57%	8.07%	8.78%	8.85%
净利润	754	979	1,375	2,469	3,078	3,691	投入资本收益率	10.01%	12.60%	13.30%	20.06%	21.40%	21.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	277	390	383	262	257	273	主营业务收入增长率	50.18%	3.19%	8.46%	71.71%	22.35%	16.73%
非经营收益	-105	-231	-123	-577	-358	-317	EBIT增长率	40.20%	38.56%	26.50%	51.62%	47.77%	23.09%
营运资金变动	349	183	2,992	1,044	1,241	1,253	净利润增长率	105.03%	19.35%	49.64%	65.38%	40.87%	19.91%
经营活动现金净流	1,275	1,320	4,626	3,198	4,218	4,900	总资产增长率	32.00%	9.31%	43.07%	34.61%	29.49%	18.94%
资本开支	-292	-399	-263	170	-221	-305	资产管理能力						
投资	-11	-682	0	-1,711	-2	-1	应收账款周转天数	12.1	8.2	11.1	10.0	9.5	9.0
其他	2	26	26	180	210	250	存货周转天数	32.7	37.3	27.0	25.0	22.0	20.0
投资活动现金净流	-301	-1,056	-236	-1,361	-13	-56	应付账款周转天数	29.2	31.1	35.9	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	2	0	-1,232	1,368	0	固定资产周转天数	29.4	29.6	27.2	16.5	14.0	12.3
债权募资	-86	118	-254	-45	0	0	偿债能力						
其他	-226	-343	-315	-1	-573	-806	净负债/股东权益	-31.81%	-28.15%	-71.32%	-72.21%	-90.35%	-100.31%
筹资活动现金净流	-312	-223	-569	-1,278	795	-806	EBIT利息保障倍数	17.6	11.3	-185.9	1,558.4	1,173.9	1,444.9
现金净流量	662	42	3,821	559	5,000	4,038	资产负债率	36.94%	37.03%	49.98%	60.01%	57.17%	56.48%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-19	买入	19.72	26.50 ~ 28.00
2	2010-06-10	买入	19.79	22.90 ~ 25.40
3	2010-08-28	买入	22.79	26.60 ~ 28.60
4	2010-08-31	买入	22.70	26.60 ~ 28.60
5	2010-09-14	买入	22.30	26.60 ~ 28.60
6	2010-09-23	买入	22.78	26.60 ~ 28.60
7	2010-10-14	买入	24.08	28.40 ~ 31.00
8	2010-10-29	买入	27.55	36.00 ~ 37.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室