

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

苏青青

联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

二次激励获批，未来三年复合 18%以上增长

事件

青岛海尔 1 月 15 日公告：

1) 二次股权激励计划草案修订稿已经中国证监会备案无异议，并经董事会审议通过。

2) 第二期股权激励拟授予激励对象 1080 万份股票期权，占公司目前总股本的 0.807%；行权价格为 22.31 元；2012-2014 年在规定的可行权日按获授的股票期权总量的 30%、30%和 40%分三期行权。行权条件为：以 2010 年经审计的净利润为固定基数，每个行权期前一年度净利润较 2010 年度的复合增长率达到或超过 18%，且净资产收益率不低于 10%。

评论

修订稿业绩考核基期由 2009 年改为 2010 年，增强公司 2010-2013 年复合 18%以上净利润增长的确信性：去年 9 月 14 日公司董事会已通过第二次股权激励计划草案，四个月后续获证监会无异议备案，与第一次股权激励的进程基本一致（图表 1）。修订稿与去年 9 月 14 日初稿的区别是业绩考核基期由 2009 年改为 2010 年；这对于公司管理层的要求是大幅提升的，因为 1 月 11 日公司已公告 2010 年业绩 60-80%预增幅度。显示了管理层对于未来几年继续发挥整合及管理变革效益、做大做强 A 股上市公司的决心和信心。

至此公司目前董事及高管均被激励，且员工激励面更广：本次股权激励方案中的两位董事都在上次股权激励之后进入公司董事会，柴总为公司空调业务负责人、喻总为海尔集团黑电业务的负责人（今后可能会注入上市公司）。至此公司目前董事及高管均被激励，而且其他骨干员工激励面由 42 人增加 81 人到 123 人，激励面更广，是公司激励机制上的一大提升。（图表 2、3）。

未来不排除继续股权激励的可能性：股权激励对于大股东是集体所有制的海尔的意义巨大，多年来管理层及员工们为海尔成长为今日综合家电第一规模而兢兢业业，凭借的更多是他们对企业文化的认同和责任感；但由于激励上的缺失，前几年流失了不少人才（eg.: 参见海立美达管理层及核心技术人员）。目前的公司的激励面相对于公司的规模依然较小，而且由于海尔电器在港股对于股权激励并无太多限制，我们认为未来不排除继续股权激励的可能性，而 A 股只要监管许可，这样的可能性应该也存在。

盈利预测调整及投资建议

基于 1 月 11 日的业绩预增公告，我们上调 2010 年盈利预测约 5%，暂维持 2011、2012 年预测不变：2010-2012 年 EPS 分别为 1.50、2.00、2.40 元，净利润增速分别为 75%、33%、20%。由于集团资产及股权注入将逐步进行，公司今明两年业绩均还有超预期空间，我们将根据注入的进度及时上调。

股权激励获批还预示着公司后续的整合步骤将加快；除此之外，利润率持续提升和日日顺业务发展（近期公司低端品牌“统帅”在三四级市场启动值得关注）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）就是海尔市值最起码的上升空间。公司值得做中期投资，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：青岛海尔及海尔电器各两次股权激励的情况

		海尔电器（港币）		青岛海尔（人民币）	
		第一次股权激励	第二次股权激励	第一次股权激励	第二次股权激励（本次）
总股本		20.27 亿股		13.39 亿股	
时间信息	董事会决议日	—	—	2009.5.13	2010.9.14
	证监会批准日	—	—	2009.9.12	2011.1.15
	股东大会通过日	—	—	2009.9.30	未知
	授予日	2009.9.18	2010.5.18	2009.10.28	未知
	可行权日	4445 万股分四次：2010 到 2013 每年 9 月 18 日分别可行权 10%、20%、30%、40%；4000 万股分三次：2010 到 2012 每年 9 月 18 日分别可行权 30%、30%、40%	分三次：2011 到 2013 每年 5 月 18 日分别可行权 30%、30%、40%	分四次：2010 到 2013 每年 10 月 28 日分别可行权 10%、20%、30%、40%	分三次：2011 到 2013 每年授予日分别可行权 30%、30%、40%
涉及股份		8445 万股，为当时总股本的 4.17%	2596 万股，为当时总股本的 1.28%	1771 万股，为当前总股本的 1.32%	1080 万股，为当前总股本的 0.81%
股票来源		发行股份	发行股份	发行股份	发行股份
行权价格（港币/人民币）		1.7	4.82	10.88	22.31
业绩考核期		—	—	4 年业绩	3 年业绩
业绩条件		—	—	加权平均 ROE 不低于 10%；每年净利润较 08 年的复合增长率达到或超过 18%	加权平均 ROE 不低于 10%；每年净利润较 2010 年的复合增长率达到或超过 18%
激励范围		执行董事 3 人、管理层及其他人员	管理层及关键雇员	49 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及业务人员（图表 2）	83 人，包括董事及公司及子公司核心技术（业务）人员（图表 3）

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：青岛海尔第一次股权激励对象及期权分配

姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例
杨绵绵	董事长	225	12.70%
梁海山	副董事长、总经理	158	8.92%
崔少华	副董事长	68	3.84%
谭丽霞	董事	68	3.84%
金道谟	副总经理	46	2.60%
洪晓明	财务总监	28	1.58%
明国珍	副总经理、董秘	28	1.58%
公司及子公司核心技术（业务）人员共 42 人		1150（平均 27.38 万股/人）	64.92%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：本次股权激励对象及期权分配

姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例
柴永森	董事、副总经理	158	14.63%
喻子达	董事	158	14.63%
公司及子公司核心技术（业务）人员共 81 人		764（平均 9.43 万股/人）	70.74%

图表4：公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	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	6,979	11,952	15,990
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	17,360	24,131	29,772
% 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%	73.3%	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	-8,211	-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%	14.5%	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%	26.7%	21.2%	18.2%
息税前利润 (EBIT)	845	1,171	1,481	2,416	3,319	4,085	资产总计	11,189	12,231	17,497	23,690	30,609	36,387
% 销售收入	2.9%	3.9%	4.5%	4.3%	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	12,650	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	1,470	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	14,120	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%	5.8%	5.8%	5.7%	负债	4,133	4,530	8,746	14,161	17,438	20,488
营业利润	899	1,167	1,631	2,542	3,493	4,298	普通股股东权益	6,309	6,774	7,721	7,897	11,140	13,388
营业利润率	3.1%	3.8%	4.9%	4.5%	5.0%	5.3%	少数股东权益	747	927	1,032	1,632	2,033	2,512
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	23,690	30,609	36,387
税前利润	880	1,137	1,740	3,092	3,643	4,368	比率分析						
利润率	3.0%	3.7%	5.3%	5.5%	5.3%	5.4%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-126	-158	-366	-479	-565	-677	每股指标						
所得税率	14.3%	13.9%	21.0%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.538	0.574	0.859	1.503	2.001	2.399
净利润	754	979	1,375	2,612	3,078	3,691	每股净资产	4.714	5.061	5.768	5.900	8.323	10.002
少数股东损益	111	211	225	601	400	480	每股经营现金净流	0.955	0.984	3.456	2.492	3.156	3.660
归属于母公司的净利润	644	768	1,149	2,012	2,678	3,211	每股股利	0.150	0.200	0.150	0.451	0.600	0.720
净利率	2.2%	2.5%	3.5%	3.6%	3.9%	4.0%	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%	25.47%	24.04%	23.99%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.75%	6.28%	6.57%	8.49%	8.75%	8.82%
净利润	754	979	1,375	2,612	3,078	3,691	投入资本收益率	10.01%	12.60%	13.30%	21.33%	21.22%	21.65%
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%	63.09%	37.38%	23.09%
营运资金变动	349	183	2,992	1,037	1,247	1,253	净利润增长率	105.03%	19.35%	49.64%	74.99%	33.13%	19.91%
经营活动现金净流	1,275	1,320	4,626	3,335	4,224	4,900	总资产增长率	32.00%	9.31%	43.07%	35.39%	29.21%	18.88%
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	-606	-806	净负债/股东权益	-31.81%	-28.15%	-71.32%	-72.80%	-90.43%	-100.31%
筹资活动现金净流	-312	-223	-569	-1,278	762	-806	EBIT利息保障倍数	17.6	11.3	-185.9	1,676.3	1,173.9	1,444.9
现金净流量	662	42	3,821	696	4,974	4,038	资产负债率	36.94%	37.03%	49.98%	59.78%	56.97%	56.30%

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	2010-06-10	买入	19.79	22.90 ~ 25.40
2	2010-08-28	买入	22.79	26.60 ~ 28.60
3	2010-08-31	买入	22.70	26.60 ~ 28.60
4	2010-09-14	买入	22.30	26.60 ~ 28.60
5	2010-09-23	买入	22.78	26.60 ~ 28.60
6	2010-10-14	买入	24.08	28.40 ~ 31.00
7	2010-10-29	买入	27.55	36.00 ~ 37.00
8	2011-01-10	买入	26.89	40.00 ~ 40.00

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