

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: S1130511030019

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

集团家电资产整体上市兑现第一步，上调业绩

事件

青岛海尔 6 月 16 日停牌后晚间公告：拟以现金 18.8 亿元人民币受让关联方海尔集团公司及其子公司持有的青岛海尔模具有限公司等 10 家公司股权；本次交易完成后，青岛海尔在直接持有并运营家电生产业务的基础上，将业务扩展至家电模具生产、自动化机械装置研发与制造、家电彩板研发与生产、家电零部件、电子设备的开发与生产等上游产业，从而打造全产业链的家电生产核心业务。

评论

收购标的均隶属于海尔集团内的装备部品制造集团，对内配套和对外配套的比例约为 7:3：除了为青岛海尔等海尔集团内公司提供上游原材料或配套部品的供应外，还为电子、通讯、汽车等领域的集团外生产企业提供配套，产品涉及模具、注塑、钣金冲压、彩色钢板、新型材料、粉末涂料、自动化机械设备等（图表 1）。对内配套和对外配套的比例约为 7:3。

海尔集团家电资产五年整体上市计划迈出实质性的第一步：今年 1 月 8 日公司公告了大股东《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（详见我们 1 月 9 日点评《给力：海尔集团家电资产计划 5 年内整体上市》）。本次是该公告后的首次实质性举动（图表 2），上市公司和海尔集团对于家电资产整体上市的推进以先易后难为原则，我们预计下一步的进展可能是海外贸易、零部件业务或合资公司中海尔集团权益的收购。

本次受让将令 EPS 增厚约 6%，还将发挥协同效应，受让价格合理：1) 标的股权可以实现对应的 2011-2013 年预测净利润 1.94、2.22、2.55 亿元，相当于 EPS 增厚 0.144、0.166、0.191 元，增厚幅度约为 6%。2) 与家电行业 06 年以来的历次可比交易相比，本次收购的受让静态市盈率为 11.1×10EPS，低于历史平均值 35 倍和中值 20 倍；考虑到有海尔集团提供的现金补偿支撑，标的股权 2011-2013 年预测净利润增速为 14-15%，受让价格对应的 11-13PE 分别为 10X、8X、7X，这样的估值水平对转让和受让双方来说均较为公平合理。3) 收购上游模具、板材和零部件企业顺利整合后，将发挥协同效应，青岛海尔一方面可以从更高层面上（整体业务角度）统一调配更多资源，提高现有资源的使用效率，另一方面可以增强对外部供应商的议价能力，从而降低成本，提高盈利能力，有助于业绩实现更快增长。

投资建议

资产注入增厚业绩，我们上调 2011-2013 年盈利预测约 6%：预计三年收入分别为 767、936、1078 亿元，增速分别为 26.7%、21.9%、15.2%；EPS 分别为 2.173、2.603、3.013 元，净利润增速分别为 43%、20%、16%（不考虑今后或有的资产注入）。

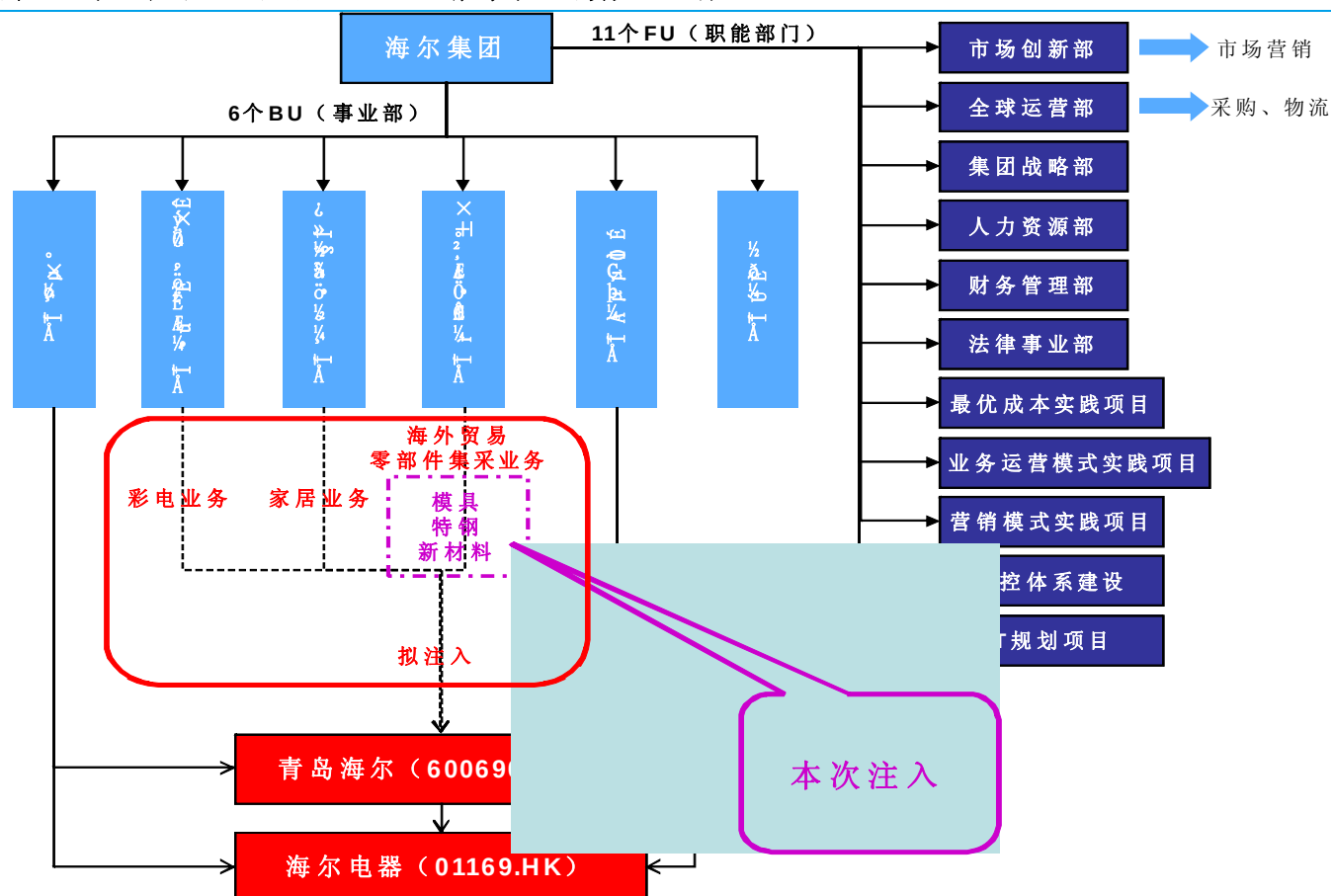
本次交易符合市场预期时间窗口，维持“买入”评级：目前股价仅对应 11.9X11PE，公司 2Q 市场份额有所回升，2Q 收入增速有望环比上升。公司今年预计收入超过 750 亿，而目前市值不到 350 亿，同为综合性白电龙头 P/S 与美的之间的差距是向上的空间；而向上的动力来自于创新能力强（产品创新、商业模式创新），市场份额稳定；净利率持续提升，源于公司定价能力强、流程再造效果持续体现、加上集团、管理层、资本市场、消费者四方利益一致；后续资产注入还将增厚业绩。10 转增 10 预计三季度除权。12 个月目标 40 元。

图表1：本次受让 10 家企业的基本情况及盈利能力、受让市盈率一览

按 2010 年收 入排序	10 年 收入	10 年 净利率	收购标 的股权	估价	受让 价格	受让市 盈率	经营介绍
合肥海尔特种 钢板研制开发 有限公司	1055	3.0%	100%	456	405	12.9	高档家电壳体采用的彩色预涂钢板（PCM）、与印刷技术结合为一体的彩色预涂钢板（PPM）、具有抗菌、隔热的功能性预涂钢板（PCM）等，是海尔内部各家电制造中心主要的部品供应商。2010 年产能 8 万吨、2011 年技改提升到 11 万吨。未来将进一步拓展电视机后背、空调外壳等新市场领域，通过扩张产能持续扩大市场份额。
青岛海尔模具 有限公司	728	8.9%	100%	697	620	9.5	模具年生产能力约达 4,300 套，最大模具重量约 45 吨。公司生产的汽车模具主要供应奔驰、宝马、大众、丰田、通用、一汽、上汽等国内外知名汽车生产商，产品包括仪表板、保险杠、门板、外饰及内部功能件等。家用电器及电子类模具除供应青岛海尔及海尔集团内其他公司外，还供应三星、LG、佳能、三洋等国外客户。除传统行业外，公司未来计划开拓航空、动车、医疗、环保等新市场领域。
青岛海尔特种 钢板研制开发 有限公司	646	4.3%	100%	288	256	9.2	2010 年生产彩涂钢板 4.29 万吨，2011 预期在 10 月通过技改提升到 6 万吨。公司除为海尔内部提供配套外，近年来逐步进行外部市场及海外市场的开拓规划，目前比较成熟的外部市场天津 LG、合肥美的及海外市场泰国、巴基斯坦等已开始批次批量使用青岛特钢的彩涂产品。将进一步拓展电视机后背等高端新型市场领域。
合肥海尔塑胶 有限公司	563	0.5%	94%	57	51	17.5	从事钣金及塑料制品的研发、设计、生产及喷涂，主要为海尔以及日立、江淮、奇瑞等国内外知名企业提供专业配套产品。目前可年产钣金产品 1,800 万件、注塑产品 1,700 件。未来三年内将主要扩大目前注塑、钣金及成套产品生产能力，提升市场份额，在家电领域开发新的市场突破点，同时提升洗衣机玻璃上盖等项目的盈利能力。
青岛美尔塑料 粉末有限公司	440	5.4%	76%	235	209	11.7	高新技术企业。主要依托海尔内部市场需求，塑料粉末主要作为高性能涂料用于青岛海尔各类家电的外壳、散热器和装饰防护用具，塑料板材主要用于冰箱的内胆和门衬。2010 年公司生产塑料粉末 9,700 吨，塑料板材 23,000 吨，2011 年公司生产塑料粉末和塑料板材的产能将分别达到 13,000 吨和 30,000 吨。
重庆海尔精密 塑胶有限公司	350	0.9%	90%	55	79	28.7	产品主要应用在洗衣机、空调、冰箱、热水器等家电行业外观、内部件上，是青岛海尔冰箱、洗衣机、空调、热水器等产品制造所需部品的重要供应商。公司拥有国际先进的注塑机 56 台，钣金设备 57 台，开平线 2 条，喷涂线 1 条，全部采用机械手及输送线无人化生产。公司目前年产钣金产品 7,200 万件、注塑产品 3,600 万件。
青岛海尔信息 塑胶研制有限 公司	207	8.8%	100%	194	173	9.5	公司产品主要应用于电子产品及洗衣机、空调等家电行业外观件中。公司具有多年家电产品外观设计经验，拥有较完善的设计队伍，在双色注塑领域具有较强的技术能力。公司具有年产 300 万台电视机壳的生产能力。公司系青岛海尔及海尔集团内其他公司的重要家电部品供应商。未来将致力于在激光雕刻、模内烫印等领域提升盈利能力。
重庆海尔智能 电子有限公司	132	3.8%	90%	33	36	8.0	主要产品包括冰箱、洗衣机、热水器、空调等家用电器的电脑板和遥控器，电冰箱、冷柜等装配的冷凝器等，是青岛海尔家电智能配套产品的主要供应商。公司前三大产品的产能合计约 1,600 万台。主要为青岛海尔西南地区的冰箱、洗衣机、空调、热水器生产企业提供配套服务。公司未来还将生产 U 盘、手机板等电子产品。
大连海尔精密 制品有限公司	69	-0.5%	90%	48	43	0.0	是青岛海尔空调、冰箱等家电部品的重要供应商。公司目前产能可满足 150 万台空调窗机和 100 万台单门冰箱的主要塑胶钣金模块制品的供应。现有注塑、钣金两个加工厂，生产设备均采购自国内外优秀企业的新型机型，具有适用范围大、精度高的优点。
青岛海尔机器 人有限公司	4.4	-37.0%	50%	8.1	7	0.0	目前主要产品为注塑自动化机械手、钣金自动化机械手、应用于家电制造业的自动化专机/生产线、特种机器人等。海尔机器人已形成适用于 20 至 4,000 吨注塑机的 4 大系列近 20 余种自动化机械手产品，年生产量已达 2,000 台以上。
合计	4195	4.2%			1880	11.1	

来源：国金证券研究所

图表2：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：国金证券研究所