

青岛海尔 (600690.SH)

推出二期员工持股计划彰显信心， 受让海尔多媒体股权分享收益

● 公司推出第二期核心员工持股计划（草案），彰显信心

青岛海尔公告第二期核心员工持股计划（草案），利用公司提取的 2.7 亿元激励基金从二级市场购买股票，自董事会审议通过后 6 个月内完成。本期持股计划的存续期不超过 36 个月，锁定期为 12 个月。对于参与持股计划的青岛海尔董事、监事、高级管理人员、及公司平台人员，2017 年和 2018 年扣非归母净利润同比增速分别不低于 25%（含）和 10%（含），则可获得持股计划股票收益的 40% 和 60%；如增速分别为 20-25% 和 8-10%，由管委会决定归属比例并报董事会薪酬与考核委员会同意后进行归属；如增速分别低于 10%（不含）和 8%（不含），则不归属。推出第二期持股计划有助于进一步激发员工的积极性；同时，公司将第二个考核期的收益比例设置得更高，也表明公司对未来业务的发展充满信心。

● 公司拟受让海尔多媒体部分股权并增资

青岛海尔和阿里巴巴拟受让海尔多媒体注册资本 8875.6 万元，并认缴海尔多媒体新增注册资本 1.29 亿元。本次交易后，海尔光电有海尔多媒体 50.51% 股权，阿里巴巴持股 25.25%，青岛海尔持股 20.20%，青岛众创盈（员工持股平台）持股 4.04%。

2016 年，海尔多媒体实现收入 67.35 亿元、净利润 1.13 亿元，股权价值为 19 亿元，对应 2016 年估值为 16.81 倍。海尔多媒体尚处于业务培育期和整合期，随着海尔集团将彩电业务逐步注入，海尔多媒体将成为集团旗下国内唯一彩电运营平台。从 4Q15 开始，海尔电视机的市场份额持续升高，显示市场竞争力有显著改善，未来有望推动收入和业绩的快速增长。

本次交易的意义在于：1) 上市公司承担有限的风险，可以分享海尔多媒体的业绩增长，并可为用户提供基于智能电视的家庭生活多应用场景综合解决方案，增加公司 U+ 智慧生态圈的吸引力和活力；2) 引入阿里巴巴，整合优质资源，开发具有更好交互特性的创新产品；3) 成立员工持股平台，增强团队稳定性，并激发积极性；4) 履行解决同业竞争的承诺。

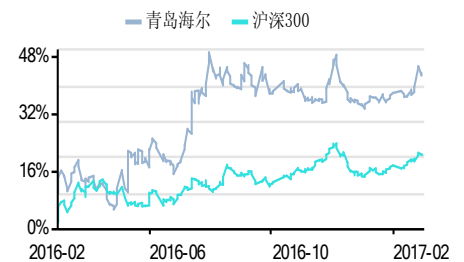
● 盈利预测和投资建议

预计 2016-2018 年公司净利润为 43.9、60.2 和 68.0 亿元，同比增长 2.15%、37.11% 和 12.91%，EPS 为 0.72、0.99 和 1.11 元。现价对应 2016 年 14.8 倍、2017 年 10.8 倍。通过员工持股计划，公司进一步增强团队的稳定性，激发积极性，并显示对未来前景的信心。我们看好公司的高端品牌布局、三四线渠道效率的提升和国际化业务拓展，2017 年业绩有望实现快速增长，维持“买入”评级。

● 风险提示：原材料价格大幅上涨。渠道调整低于预期。

公司评级	买入
当前价格	10.63 元
前次评级	买入
报告日期	2017-02-28

相对市场表现



分析师：蔡益润 S0260515040001
021-60750652
caiyirun@gf.com.cn

相关研究：

- 青岛海尔 (600690.SH)：非经常性损失和财务费用增加侵蚀利润 2016-10-30
- 青岛海尔 (600690.SH)：业绩符合预期，业务调整持续推进 2016-08-31
- 青岛海尔 (600690.SH)：业务有看点，业绩有支撑 2016-05-03

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	96,929.76	89,748.32	113,020.3	141,174.8	150,560.4
增长率(%)	11.92%	-7.41%	25.93%	24.91%	6.65%
EBITDA(百万元)	7,744.77	6,095.69	6,671.79	8,807.12	10,031.88
净利润(百万元)	5,337.54	4,300.76	4,393.17	6,023.53	6,801.26
增长率(%)	27.88%	-19.42%	2.15%	37.11%	12.91%
EPS(元/股)	1.752	0.702	0.720	0.987	1.114
市盈率(P/E)	10.59	14.12	14.77	10.77	9.54
市净率(P/B)	2.30	2.68	2.51	2.12	1.81
EV/EBITDA	3.80	6.46	10.54	7.26	5.89

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

青岛海尔推出第二期核心员工持股计划（草案）

青岛海尔公告第二期核心员工持股计划（草案），参与对象为公司董事、监事、高管及正式员工，共计不超过600人。其中，董事、监事及其他高级管理人员7名，分别为梁海山、谭丽霞、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过4760万元，占本期持股计划17.6%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过593名，共持有份额2.22亿元，占本期持股计划82.4%。公司董事会授权管委会可以根据员工变动情况、考核情况对参与持股计划的员工名单和分配比例进行调整。

本期持股计划的资金来源为公司提取的2.7亿元激励基金，从二级市场购买股票，自董事会审议通过后6个月内完成购买。本期持股计划的存续期不超过36个月，自标的股票登记至持股计划时起计算，锁定期为12个月。

锁定期结束后，管委会基于公司的业绩考核制度对持有人进行考核，考核期为2年，考核后归属于达标的本期持股计划持有人。具体考核期及权益归属比例原则上由管委会确定。其中：

1、本期持股计划下的持有人系青岛海尔董事、监事、高级管理人员、及公司平台人员的，其考核指标及归属为：a) 该等持有人2017年度经管委会考核其结果为达标且2017年度扣非归母净利润较2016年增长超过25%（含25%），则其名下本期持股计划标的股票权益的40%全部归属于持有人；如果增长幅度在20%-25%，由管委会决定归属的比例并报公司董事会薪酬与考核委员会同意后进行归属；如果增长低于20%（不含20%），则2017年不归属。b) 该等持有人2018年度经管委会考核其结果为达标且2018年度扣非归母净利润较2017年增长超过10%（含10%），则将其名下本期持股计划标的股票权益的60%全部归属于持有人；如果增长幅度在8%-10%，由管委会决定归属的比例并报公司董事会薪酬与考核委员会同意后进行归属；如果增长低于8%（不含8%），则2018年不归属。

2、本期持股计划下的除上述第1项外的持有人，经管委会考核，在2017年度、2018年度考核结果达标，分别归属40%、60%。

公司推出第二期核心员工持股计划，一方面有助于激发员工的积极性，建立“利益共享、风险共担”的激励机制，另一方面，公司将第二个考核期的收益比例设置得更高，也表明公司对未来业务的发展充满信心。

青岛海尔拟受让海尔多媒体部分股权并增资

同时，青岛海尔公告受让青岛海尔多媒体有限公司部分股权并增资。海尔多媒体原股东海尔光电拟向青岛海尔和阿里巴巴转让海尔多媒体注册资本8875.6万元，且海尔多媒体拟新增注册资本1.29亿元，分别由青岛海尔和阿里巴巴认缴。

表1：海尔光电向青岛海尔和阿里巴巴转让海尔多媒体股权的安排

转让方	受让方	受让注册资本 (万元)	交易对价(万 元)
海尔光电	青岛海尔	3,945	21,414
	阿里巴巴	4,931	26,768

合计	8,876	48,182
----	-------	--------

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表2：青岛海尔和阿里巴巴认缴海尔多媒体新增注册资本安排

	认缴新增注册资本(万元)	增资对价(万元)
青岛海尔	5,731	31,111
阿里巴巴	7,164	38,889
合计	12,895	70,000

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

海尔光电已于2017年1月与青岛众创盈签署《股权转让协议》并同意将其所持1935.1万元海尔多媒体注册资本转让予青岛众创盈，并用于海尔多媒体实施员工激励。因此，本次交易完成后，海尔多媒体的股权结构如下，海尔光电仍为海尔多媒体的控股股东。本次交易中，支付方式为现金一次性支付。

表3：交易完成后，海尔多媒体的股权结构

股东名称	持有的注册资本(万元)	持股比例
青岛海尔	9,676	20.2%
阿里巴巴	12,095	25.25%
海尔光电	24,189	50.5%
青岛众创盈	1,935	4.0%
合计	47,895	100.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

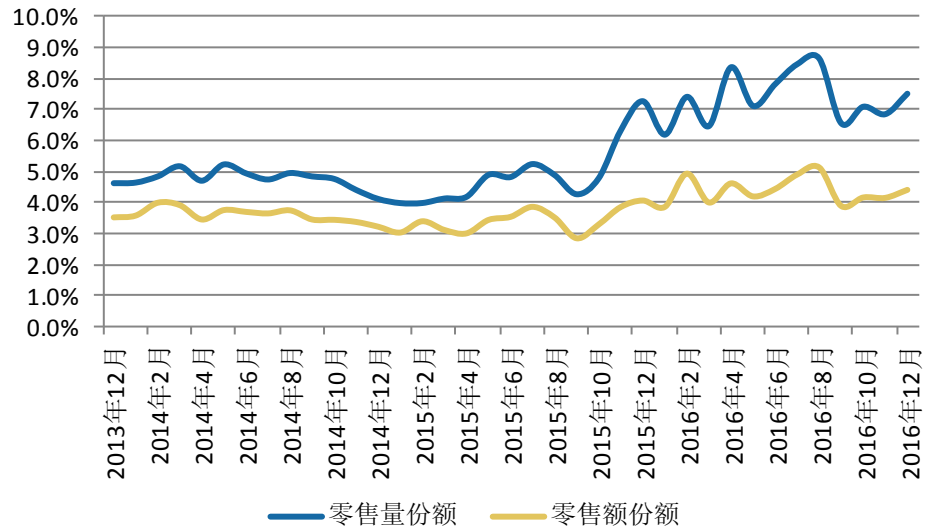
在本次交易后，在各方一致同意的前提下，青岛众创盈将有权以增资方式认购海尔多媒体的新增注册资本，使得青岛众创盈在增资后合计持有海尔多媒体5%的注册资本。

海尔多媒体为海尔光电控股子公司，为青岛海尔的实际控制人海尔集团下属控股子公司。截止2016年12月31日，海尔多媒体资产总额27.97亿元、净资产4.64亿元；2016年，海尔多媒体实现营业收入67.35亿元、净利润1.13亿元。本次交易前，海尔多媒体的整体股权价值为19亿元，对应2016年估值为16.81倍。

海尔多媒体尚处于业务培育期和整合期，随着海尔集团将相关彩电业务逐步注入海尔多媒体，海尔多媒体将成为海尔集团旗下国内唯一彩电运营平台。通过本次交易，青岛海尔既能分享海尔多媒体业绩增长带来的投资收益，又可降低整合期的业绩波动风险。未来，海尔集团、青岛海尔将继续通过合适的方式将彩电资产注入上市公司或者进行处置，从而解决同业竞争问题。

中怡康数据显示，从2015年四季度开始，海尔电视机在终端零售市场的零售量和零售额份额持续升高，显示市场竞争力有显著改善，这与团队的运营能力息息相关，未来有望保持份额的提升趋势，并推动收入和业绩的快速增长。

图1：海尔电视的终端零售量和零售额份额



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

本次交易的意义在于：1) 使得上市公司可以通过承担有限的风险来分享海尔多媒体的业绩增长收益，并与海尔白电产品结合，构建更加完善的家电生态圈，为用户提供基于智能电视的家庭生活多应用场景综合解决方案，增加公司U+智慧生态圈的吸引力和活力，2) 引入阿里巴巴，有助于整合各方的优质资源，开发具有更好交互特性的创新产品，3) 成立员工持股平台，激发员工的积极性，并增强团队的稳定性，4) 履行解决同业竞争的承诺。

盈利预测和投资建议

预计2016-2018年公司净利润为43.9、60.2和68.0亿元，同比增长2.15%、37.11%和12.91%，EPS为0.72、0.99和1.11元。现价对应2016年14.8倍、2017年10.8倍。通过员工持股计划，公司进一步增强团队的稳定性，激发积极性，并显示对未来前景的信心。我们看好公司的高端品牌布局、三四线渠道效率的提升和国际化业务拓展，2017年业绩有望实现快速增长，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨。

渠道调整低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	66026	54867	53614	77261	82618
货币资金	31225	24715	10000	22340	22253
应收及预付	24651	19850	31554	39905	44153
存货	9022	8559	11038	13994	15190
其他流动资产	1128	1743	1022	1022	1022
非流动资产	16323	21093	54333	54171	53949
长期股权投资	3583	4959	40059	40059	40059
固定资产	7404	8495	8589	8627	8604
在建工程	1341	1391	1091	791	491
无形资产	1257	2037	1453	1453	1453
其他长期资产	2737	4211	3141	3241	3341
资产总计	82349	75961	107947	131432	136567
流动负债	46083	39783	67670	65152	68458
短期借款	2292	1873	14043	0	0
应付及预收	43783	37815	53601	65127	68433
其他流动负债	8	96	25	25	25
非流动负债	4343	3775	3605	23605	18605
长期借款	0	297	297	20297	15297
应付债券	1801	1108	1108	1108	1108
其他非流动负债	2542	2370	2200	2200	2200
负债合计	50426	43558	71275	88757	87063
股本	3046	6123	6105	6105	6105
资本公积	5979	83	101	101	101
留存收益	15631	16565	19666	24346	29682
归属母公司股东权	24608	22694	25866	30547	35883
少数股东权益	7315	9708	10807	12129	13622
负债和股东权益	82349	75961	107947	131432	136567

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	96930	89748	113020	141175	150560
营业成本	70170	64658	80578	100154	106621
营业税金及附加	405	397	565	706	753
销售费用	12580	13101	18196	23153	24391
管理费用	6813	6549	7911	9318	9786
财务费用	-257	-498	316	259	289
资产减值损失	223	318	116	42	47
公允价值变动收益	112	-90	0	0	0
投资净收益	1193	1320	900	900	900
营业利润	8300	6452	6237	8445	9574
营业外收入	378	618	300	300	300
营业外支出	102	96	0	0	0
利润总额	8576	6975	6537	8745	9874
所得税	1527	1053	1046	1399	1580
净利润	7049	5922	5491	7346	8294
少数股东损益	1711	1621	1098	1322	1493
归属母公司净利润	5338	4301	4393	6024	6801
EBITDA	7745	6096	6672	8807	10032
EPS (元)	1.75	0.70	0.72	0.99	1.11

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7007	5580	7668	7543	6257
净利润	6692	5922	5491	7346	8294
折旧摊销	783	1054	902	962	1022
营运资金变动	494	-522	1131	54	-2307
其它	-962	-874	143	-819	-753
投资活动现金流	-3251	-10273	-33913	400	400
资本支出	-1909	-2481	287	-500	-500
投资变动	-1385	-7722	-34200	900	900
其他	43	-71	0	0	0
筹资活动现金流	4362	-1744	11531	4396	-6744
银行借款	1269	6603	12170	5957	-5000
债券融资	-428	-6940	-137	0	0
股权融资	5076	342	0	0	0
其他	-1554	-1750	-502	-1560	-1744
现金净增加额	8118	-6437	-14715	12340	-87
期初现金余额	20625	31225	24715	10000	22340
期末现金余额	28743	24788	10000	22340	22253

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	11.9	-7.4	25.9	24.9	6.6
营业利润增长	34.4	-22.3	-3.3	35.4	13.4
归属母公司净利润增长	27.9	-19.4	2.1	37.1	12.9
获利能力(%)					
毛利率	27.6	28.0	28.7	29.1	29.2
净利率	7.3	6.6	4.9	5.2	5.5
ROE	21.7	19.0	17.0	19.7	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.2	57.3	66.0	67.5	63.8
净负债比率	-0.9	-0.7	0.1	-	-0.1
流动比率	1.43	1.38	0.79	1.19	1.21
速动比率	1.22	1.15	0.61	0.93	0.92
营运能力					
总资产周转率	1.35	1.13	1.23	1.18	1.12
应收账款周转率	16.57	13.24	12.17	12.17	12.17
存货周转率	8.62	7.16	7.30	7.16	7.02
每股指标(元)					
每股收益	1.75	0.70	0.72	0.99	1.11
每股经营现金流	2.30	0.91	1.26	1.24	1.02
每股净资产	8.08	3.71	4.24	5.00	5.88
估值比率					
P/E	10.6	14.1	14.8	10.8	9.5
P/B	2.3	2.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	3.8	6.5	10.5	7.3	5.9

广发家电行业研究小组

蔡益润： 分析师，复旦大学数学科学学院学士，复旦大学国际金融学硕士，2014 年金牛分析师家用电器行业第五名，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。