

The background features two graduation caps and a stack of books. On the left, a white graduation cap is shown in a faded, semi-transparent style. On the right, a dark grey graduation cap is placed on top of a stack of several books with light-colored spines. Both caps have brown tassels hanging down.

✍️ 青岛海尔估值

杨旻 16241204
2018.7-2018.8



北京交通大学
經濟管理學院
School of Economics and Management
Beijing Jiaotong University

预测



分析师——买

- ✎ 中信建投认为，公司全球经营提升整体经营效率及盈利水平，国内**渠道优化**增长领先，**海外品牌**、产品与海尔主品牌形成有效互补，有助于打开品类成长空间，预计全年公司业绩保持稳健增长。预计2017-19年EPS为1.15/1.40/1.73元，对应PE市盈率分别为18/15/12倍，给于“买入”评级。
- ✎ 光大证券主要针对每股收益进行了研判，认为海尔在产品 and 渠道两端发力的结果使得产品份额出现显著提升，预计2017-19年EPS为1.15/1.40/1.73元，对应PE市盈率分别为18/15/12倍，给于“买入”评级。



管理层——需求大

- ✎ 白色家电和黑色家电需求以更新替换为主的同时，厨卫电器以及生活电器，将成为新消费增长点，预计将分别同比增长11.5%、13.5%。
- ✎ 战略信心：技术创新与高端化、深化企业零售转型、坚持全球创牌 **高端化、智能化、全球化。**



北京交通大学
經濟管理學院
School of Economics and Management
Beijing Jiaotong University

参数估计



未来十年中国GDP增长率可以控制在4.5-6%左右，但家电业近几年更新需求大。捆绑服务提前确认收入

会计年度/预测	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入增长率	30%	26%	22%	21%	20%	19%
营业收入（万元）	20,703,080.70	26,085,881.68	31,824,775.65	38,507,978.53	46,209,574.24	54,989,393.35



- ✎ **营业成本预测** 2014年之后营业成本占比逐年降低。考虑到行业原材料价格波动以及企业的**成本控制能力**，预测青岛海尔今后的成本占比将进一步降低，为**68%-65%**。
- ✎ **税金及附加预测** **营改增**在2017年全面推开，营业税取消后，预计税金附加整体税率下降到**0.25%**。
- ✎ **销售费用和管理费用预测** 2014年-2017年公司销售费用占收入约为15.95%，管理费用占收入比约为7.02%。2017年，综合**全球化和高端化战略**，预计未来企业的销售占比在17%-20%左右，管理费用占比8%-10%。合计占比**25%-30%**左右。
- ✎ **所得税税率预测** 企业所得税税率在15%-20%之间。综合考虑当前**全面降低税负**的政策和贸易战影响，和我国扩大进口、稳定出口的政策，整体税率预计降低到**13%**。

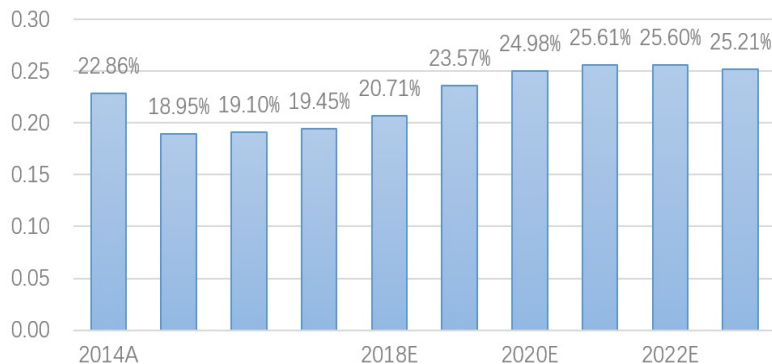


- ✎ 经营性负债预测 2015年后突增，主要是预计负债增加。报表附注显示增加是由于销售规模增大、三包期延长，计提的售后三包费增加所致。预计未来的经营性长期负债的占比2.5%左右。服务 **预计负债**
- ✎ 从资产负债表中，可以看到，青岛海尔的金融负债有两年增长下降，主要是货币回笼还款、**主动降低负债率**所致。近几年负债率是在主动下降的，预期未来金融负债占净经营资产比接近三年的平均值，取8%。【激进营运资金】



财务预测

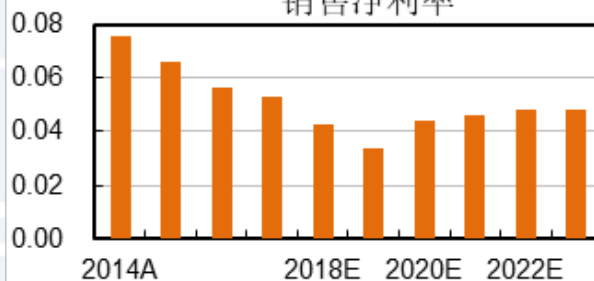
ROE



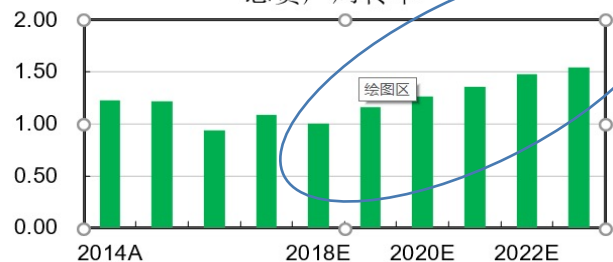
权益乘数



销售净利率



总资产周转率



按上面乐观预测，海尔也必须注意进一步优化分销渠道，消化好并购的体量。维持各项资产周转，提高营运能力，保持净资产收益率有所增长。销售净利率下降，主要海尔16年**并购gea**带来收入大量增加。



贝塔

市场回报率标准差	0.015355
日个股汇报率标准差	0.022353
相关系数	0.868496
贝塔系数	1.264305

根据2018年上半年CSMAR股票收益率与市场收益率数据，因为16年gea并表，战略有大调整，测算出贝塔系数为1.26，推测国家金融监管加强，但系统性风险隐患犹存。



Rm、Rf

无风险利率

无风险利率是投资者可以确定的预期报酬率。基于普通股是长期的有价证券，资本预算涉及的时间较长，长期政府债券的利率波动较小等原因，通常认为在计算公司资本成本时选择长期政府债券的利率比较合适。本报告选用5年期的财政部债券利率作为无风险利率的代表。本报告选取2018年4月发行的5年期国债利率4.28%为无风险利率，即 $R_f = 4.28\%$ 。 [财政部官网](#)

市场风险溢价

市场风险溢价，通常是指权益市场平均收益率与无风险资产平均收益率之间的关系。由于股票收益率复杂多变，风险溢价比较极端，无法反映平均水平，因此应该选择合适的时间跨度，应该既包括市场繁荣期，也包括市场紧缩期。

权益市场平均收益率的计算方法有算术平均数法和几何平均数法。本报告采用几何平均数法，主要理由是几何平均数受极端值的影响较算术平均数小；几何平均数的计算考虑了复合平均，能更好地预测长期的平均风险溢价。CSMAR

	上证收盘点位
2017/12/29	3307.17
2016/12/30	3103.64
2015/12/31	3539.18
2014/12/31	3234.68
2013/12/31	2115.98

$$\begin{aligned}\text{市场平均收益率} &= \sqrt[4]{3307.17 \div 2115.98} - 1 \\ &= 11.8\%\end{aligned}$$



- ✎ 计算得出权益市场的平均收益率=11.8%，风险溢价7.52%。
- ✎ 利用CAPM模型，即 $K_e = K_f + \beta(K_m - K_f) = 4.28\% + 1.264305 \times 7.52\% = 13.72\%$
- ✎ 所以权益资本成本为13.72%



债务预测

- ✎ 四年平均来看，债务比重略有上升，但是总体上，前期扩张战略所带来的大量融资需求已经减弱，预计公司未来六年杠杆率不断下降，资产负债率整体上在55%-59%左右。
- ✎ 查阅公司公开消息得知15年海尔一项税后长期借款成本为6.035%，应本人能力有限，暂未在网络上找到其他相关数据，所以据此作为债务资本成本。企业所得税税率适用优惠税率15%。应当注意，本报告WACC预计过低会造成高估企业价值。



- ✎
$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times \frac{D}{D+E} \times (1 - T)$$
- ✎ 所以企业平均资本成本
- ✎
$$WACC = 13.72\% \times 0.45 + 6.035\% \times 0.55 \times (1 - 15\%) = 8.99\%$$



FCFF估值	FCFE估值
46.19	32.82

股权自由现金流量折现法得出的每股价值为32.82元，而2017年12月青岛海尔的收盘价为18.89元。两者之间的偏差有一部分是由于不完全有效的资本市场导致的。

可以看出，股权现金流量先对于FCFF较低



敏感性分析

- ✘ 矩阵极端值，企业**资本成本**的变动幅度要比永续增长率**更为敏感**。也就是说，企业的各项融资成本变动在估值中起到了决定性作用。
- ✘ 青岛海尔应该在做优做强的基础上，继续深耕市场规模，赢得市场认可，努力降低股权融资成本，维持良好信誉，尽量降低借贷成本，同时使自己的现金流良性循环，尽量不要突然**出现资金过大的缺口**，保持外界估值稳定。

36.07	36.63	37.28
32.40	32.82	33.31
29.17	29.48	29.84



相对估值法。知名度相近

2017白色家电市盈率			
证券代码'	名称	会计年度'	市盈率'
000418	小天鹅	2017-12-31	25.11928
000521	美菱	2017-12-31	146.7289
000651	格力	2017-12-31	11.67942
000921	海信	2017-12-31	9.247715
002032	苏泊尔	2017-12-31	25.35745

2017白色家电市净率			
证券代码'	名称	会计年度'	市净率'
000418	小天鹅	2017-12-31	5.221798
000521	美菱	2017-12-31	1.02694
000651	格力	2017-12-31	3.933392
000921	海信	2017-12-31	2.728049
002032	苏泊尔	2017-12-31	6.379467
		平均	3.857929

2017白色家电市销率			
证券代码'	名称	会计年度'	市销率'
000418	格力	2017-12-31	2.006776
000521	科龙	2017-12-31	0.315293
000651	美菱	2017-12-31	1.754646
000921	小天鹅	2017-12-31	0.566453
002032	苏泊尔	2017-12-31	2.337547
		平均	1.396143



- ✎ 经计算，平均市盈率为43.62。
- ✎ 2017年，青岛海尔的每股收益为1.028元。可以计算得出青岛海尔的每股价值为： $\text{股权价值} = \text{平均市盈率} \times \text{目标企业每股收益} = 43.62 \times 1.028 = 46.58$ 元，与**实体现金流估值**相接近。美菱？
- ✎ 2017年，青岛海尔的每股净资产为5.283元。可以计算得出青岛海尔的每股价值为： $\text{股权价值} = \text{平均市净率} \times \text{目标企业每股净资产} = 3.8579 \times 5.283 = 20.38$ 元，这与当前股价相吻合。说明投资者**最在意的是企业的净资产**带来的收益，比较符合当前市场预期。
- ✎ 2017年，青岛海尔的每股销售额为1.3元。可以计算得出青岛海尔的每股价值为： $\text{股权价值} = \text{平均市销率} \times \text{目标企业每股销售额} = 1.39 \times 1.3 = 1.8$ 元，这与当前股价严重背离。说明投资者**不注重公司的具体营收**，而关注的是股市的**上涨投机和资本投入的火热程度**。



每股价值(元)

35.12

当前市场，投机性强，不关注企业真正创造了什么，而是盲目看股价进行追随购买，炒作短线心理强，导致相对估值上，市销率出现了与股价严重背离的状况。但从另一方面讲，证明了家电行业当前趋势的火热程度。家电换新在当前的一段时间里带来的需求是巨大的、可期的。尽管我国股票市场非完全有效，但是并不能简单判断家电行业的股价纯粹属于投机炒作。EVA的折现模型表明，EVA能够更简洁更有效果的判断企业价值，相比传统指标，更为敏感。且和比较准全的现金流估值相吻合。



股价被低估——看好，买入。

青岛海尔的股权价值是否确实被低估，可以由之后的青岛海尔的股价走势来验证。如图7-1、7-2显示，青岛海尔的股价在2017年3月份之前较为平稳，之后逐渐升温，一直到2018年1月15日股价最高达到23.20元。趋势上与本报告利用现金流贴现模型计算得出的32.83元的结果一致。青岛海尔2017年至今的股价，一方面证明了股权自由现金流量贴现模型在我国A股上市公司具有可操作性；另一方面也证实了青岛海尔的股权价值在很长的一段时间内一直被低估。

上图2017.1-2018.7 青岛海尔周K线

下图图7-2 2017.11-2018.7 青岛海尔日K线



日线 青岛海尔 MA5: 20.28 MA10: 19.62 MA20: 18.99 MA30: 18.60 MA60: 18.48





原因

- ✘ 营业收入增长过于乐观
- ✘ 金融市场不健全和系统性风险隐患
- ✘ 我国的股票市场是一个不成熟、弱有效市场
- ✘ 所属行业竞争激烈



局限

- ✎ 青岛海尔2017年的股市走向虽然表明自由现金流量模型得出的公司价值评估值具有一定程度的参考意义和实际用途，但由于时间、资源、研究能力的限制，以及评估过程中所要求做出的预测**有很大主观性**，都使得最终得出的股权价值不可能完全精准。因此本报告最终得出的青岛海尔公司股权价值2001.21亿元也只能是其内在价值的估计值，甚至因为本文作者在某些预测指标上的失误和未来市场的不确定性而导致预估有较大背离。
- ✎ 而且由于**未来的不确定性**，公司的经营环境、运营政策都必然会不断的发生变化，公司的股权价值也非一层不变，因此基于公司当前情况所做出的预测也应当相应的发生变化。也就是说公司价值评估应该是随着新情况的出现而不断变动的，其结果即股权的内在价值并非固定不变。



- ✎ 从敏感性分析得知，企业平均资本成本在估值中单位变动导致估值的变化最大，通过前文测算，总体来说债务融资成本要低于股权融资成本。因此海尔要**适当降低当前杠杆率，银行和第三方才更愿意以更低的成本率**借贷给企业。同时，加快高端化、全球化、智能化战略，运用捆绑服务销售的特点，适当在会计准则允许范围内提前确认收入，从而形成业绩与资金流的良性循环。
- ✎ 同时，苦练内功，主营业务的增长依旧是企业价值的内核，它直接体现了企业所创造出的价值，并且是真正被市场认可的价值，同时，**注意控制成本和期间费用，利润的留存**不仅是企业的基本目标更是资金来源方所看重的最直接的指标。

The image features a white graduation cap on the left and a dark grey graduation cap on the right, both with tassels. The white cap's tassel is light-colored, while the dark cap's tassel is brown. The dark cap is placed on top of a stack of several books with light-colored pages and dark covers. The background is a plain, light color.

请大家批评指正