

北京交通大学

经济管理学院

《财务管理》课程综合专题研究 3

公司战略、财务政策与价值估值

课程编号: 40S501Q

专 业: 2016 级会计

姓 名: 杨 奂

学 号: 16241204

任课教师: 邢 颖

授课学期: 2017~2018 学年第二学期

2018 年 7 月

基于 OBE 达成性评分表

毕业要求	毕业要求指标点	课程目标	在财务分析报告中对应课程目标指标点	目标分数	实际分数
3 专业知识	3.1 掌握财务管理专业必备的基本理论和基础知识	1	4.1 β 系数与权益资本成本测算 4.2 债务比重与资本成本的测算 4.3 加权平均资本成本率的计算	20 分	
4 问题分析	4.1 能够通过文献检索，应用基础理论及专业知识，识别复杂财务问题。	2	1.1 管理层对业绩增长与价值趋势预测 1.2 分析师对业绩增长与价值趋势预测	20 分	
5 研究/设计解决方案	5.1 能够运用财务管理原理与方法，针对特定的财务管理问题，运用实证、案例、演绎、实验等方法开展研究/设计，通过定性或定量分析得到合理结论、制定解决方案，并在方案设计中能够体现创新意识。	3	3.1 营业收入规模、结构与成长性预测 3.2 经营资产规模、结构与增长率预测 3.3 权益与债务融资的规模、结构预测 3.4 财务报表与关键财务绩效目标预测	20 分	
6 使用现代工具	6.2 能够使用专业分析方法与工具分析解决复杂财务与会计问题。	4	5.1 实体现金流量分析与预测 5.2 股权现金流量分析与预测 5.3 运用自由现金流量模型进行估值 5.4 估值主要影响因素的敏感性分析 6.1 相对价值估价法的估值 6.2 EVA 折现模型法的估值 6.3 估值结果的合理性解释	20 分	
9 团队与沟通	9.2 能够就复杂经济管理问题进行有效的书面和口头表述，能与业界同行及社会公众进行有效沟通。	5	7.1 公司价值估值结构与市值的比较 7.2 公司价值的主要影响与驱动因素 7.3 管理层预期价值管理的主要措施	20 分	
	分数合计				
任课教师签字：					

基于 OBE 达成性自评表

序号	比对	学生自查说明
1	未充分完成哪些达成度指标点	1. 债务资本成本不准确 2. wind 模板运用不到位
2	未充分完成哪些达成度指标点原因	1. 青岛海尔债务资本成本数据源相对难找，只用一个债务利率有些片面 2. excel 表的科目需要合并，理解不到位
3	自评知识点、方法与工具运用程度存在哪些不足	1. 数据库搜起来太繁琐，没有掌握技巧，excel 运用不熟导致很累，无用功多。
学生签字：		

摘要

本报告主要根据青岛海尔公司 2014-2017 年四年的经营、盈利情况，对企业未来的自由现金流量进行价值评估。本报告作者是大二学生，能力有限，请多包涵，批评指正。

通过研报阅览，海尔管理层对未来业绩普遍看好，认为在市场趋于饱和的情况下，高端领域、产业服务相结合的市场可以深耕。2017 年，海尔聚焦技术创新、深化零售转型、坚持全球化与高端化，实现了有质量的业绩增长，现金流量净额均创历史新高。线上线下零售渠道深度融合，2018 年线上业务继续保持高速增长态势，预计 2018 年家电线上市场占比将达到 33%。在内外综合因素影响下，家电行业将继续呈现出产品升级、智能化和品牌集中化的趋势。

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 分别为 18/15/12 倍，给予“买入”评级。

光大证券主要针对每股收益进行了研判，认为海尔在产品和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 分别为 18/15/12 倍，给予“买入”评级。

公司采取高端化、全球化、智能化三大战略后，固定资产更新加快，期间费用增加，海外收入增多，形成以智能家居为核心的服务体系，更新需求将促进冰洗内生需求及结构优化，预计冰洗需求分别超过 4700 万、4500 万台，增速或超 5%，海尔渠道力和产品力均远高于行业，龙头定价权和成本控制能力也高于竞争对手。收入规模绝对值不断扩大，收入结构日趋多元。

综合宏观经济政策和白色家电行业整体增长情况，预计增长率从 30%逐渐放缓到 19%并在以后年度永续增长率回归宏观经济增长率 4.5%，成本进一步控制，但销售费用、管理费用因海外扩张和高端化战略有所增长。也因宏观经济政策，销售净利率有下降。其主要依靠前期扩张资产的效能，提高周转率，来进行盈利。

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 $R_f=4.28\%$ ，根据 2018 年上半年 CSMAR 股票收益率与市场收益率数据，测算出贝塔系数为 1.26，依据 13-17 上证指数年末收盘价，计算市场平均收益率为 11.8%。根据 2018 年上半年 CSMAR 股票收益率与市场收益率数据，测算出贝塔系数为 1.26，考虑国家金融监管加强，有降低的趋势，但系统性风险隐患犹存。

按照自由现金流量折现法计算得出的公司股权价值是内在价值，其与市场价值是不尽相同的，两者是否一致取决于市场的有效程度。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。然而，在自由现金流估算过程中，增长率以及占比率取估计值是人为取值，有可能与市场未来走向产生重大偏离。同时此方法也没有考虑股权资本成本的动态变化，没有考虑企业财务杠杆的动态变化。

外部的融资成本是影响现金流估值的关键因素，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。

海尔品牌形象已深入人心，目前正在积极开拓海外市场，贸易壁垒逐渐被打破，为公司的运营和发展创造良好的条件。海尔应充分利用已建立起来的市场网络和全球供应链，加快其国际化发展进程，提高投资者对海尔股票的评价价值。

目 录

1	管理层预测与分析师预测	1
1.1	管理层对业绩增长与价值趋势预测	1
1.2	分析师对业绩增长与价值趋势预测	2
2	公司战略与业务布局结构的调整	3
2.1	经济政策与行业竞争	3
2.2	公司战略与战略转型	3
2.3	战略定位与业务布局	4
2.4	业务布局与资产配置	4
3	基于价值评估与管理的财务预测	5
3.1	营业收入规模、结构与成长性预测	5
3.2	经营资产规模、结构与增长率预测	6
3.3	权益与债务融资的规模、结构预测	7
3.4	财务报表与关键财务绩效目标预测	8
4	β 系数与加权平均资本成本测算	10
4.1	β 系数与权益资本成本测算	10
4.2	债务比重与资本成本的测算	11
4.3	加权平均资本成本率的计算	11
5	预期现金流量与贴现估值结果	12
5.1	实体现金流量分析与预测	12
5.2	股权现金流量分析与预测	12
5.3	运用自由现金流量模型进行估值	13
5.4	估值主要影响因素的敏感性分析	13
6	相对价值法与 EVA 估值法	15
6.1	相对价值估价法的估值	15
6.2	EVA 折现模型法的估值	16
6.3	估值结果的合理性解释	17
7	公司价值驱动与价值管理	18
7.1	公司价值估值结果与市值的比较	18
7.2	公司价值的主要影响与驱动因素	19
7.3	管理层预期价值管理的主要措施	19
8	分析结论与实践启示	21
8.1	分析结论	21

8.2 实践启示意义	21
8.3 存在局限性与不足	21
参考文献	23
附录:	1

1 管理层预测与分析师预测

1.1 管理层对业绩增长与价值趋势预测

从行业角度来看，受空调高基数和地产调控政策等因素的影响，2018 年国内家电整体需求增幅放缓，步入改善性消费主导的温和增长期。据中怡康测算，2018 年中国白色家电有望实现 3705 亿元的市场规模，同比仅增长 0.3%。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%。线上线下零售渠道深度融合，2018 年线上业务继续保持高速增长态势，中怡康预计 2018 年家电线上市场占比将达到 33%。在内外综合因素影响下，家电行业将继续呈现出产品升级、智能化和品牌集中化的趋势。

海尔管理层对未来业绩普遍看好，其中在 2017 年，公司聚焦技术创新与产品引领、深化企业零售转型、坚持全球创牌与三位一体的本土化布局，实现了有质量的业绩增长，收入、净利润、经营活动产生的现金流量净额均创历史新高。

全年实现收入 1592.54 亿元，增长 33.68%。

①不考虑并表 GEA 影响，公司原有冰箱、洗衣机、空调、厨卫分别增长 18%、20%、48%、25%，均创近年来最好增幅；②GEA 实现收入 458.94 亿元人民币、收入创 10 多年新高。③高端品牌卡萨帝 2017 年收入增长 41%。全年归母净利润为 69.26 亿元，增长 37.37%；扣非归母净利润 56.24 亿元，增长 29.81%。实现经营活动产生的现金流量净额 160.87 亿元，同比增长 97.72%。

市场份额提升明显：

①在全球市场，根据欧睿国际数据，2017 年海尔大型家用电器品牌份额为 10.6%，实现九连冠。②在国内市场全线产品份额提升：根据中怡康统计，2017 年海尔冰箱、洗衣机、空调、热水器、烟机、灶具市场零售份额分别提升 3.4、2.3、0.5、1.3、1.12、1.06 个百分点；冰箱、洗衣机业务继续保持行业第一并持续扩大领先优势，零售额份额分为达到 31.83%、29.89%，分别是第二名品牌的 2.5 倍、1.7 倍，实现套圈引领。③在美国市场：根据 Stevenson 公司报告，2017 年 GEA 美国家电销量份额为 20.4%；分产品份额如下：厨电 28.7%、洗碗机 21.2%、冰箱 19.8%、洗衣机 15.4%，其中厨电份额以绝对领先优势位居行业第一。

从行业整体角度来看，美的电器在年报中披露，整个家电行业的竞争热点已不再是“价格”，而是技术、产业链、服务、渠道等全方位的比拼，其中空调行业已基本进入寡头竞争，行业前三位占据了市场近七成的份额。青岛海尔也在年报中表示，消费者对家电产品在节能环保、智能化、精细化需求的持续升级，将推动行业竞争点从成本、价格转向产品力、技术力，促进行业格局向有利于龙头企业的方向发展。从年报数据来看，龙头公司 2012 年保持了稳健的增长势头。格力电器在 2012 年成为国内家电业首个营收进入“千亿俱乐部”的企业，实现营业总收入 1000.84 亿元、同比增长 19.84%，净利润 73.78 亿元、同比增长 40.88%。此外，青岛海尔、海信电器、四川长虹等家电行业龙头公司也分别实现 2012 年营业收入同比增长。

而中国家电因所具有的规模优势，产品集群及产业化配套优势，仍将保持全球竞争力，北美需求复苏稳健，南美、印度、非洲、中东等新兴市场等处于家电的普及期，市场需求快速增加，我国家电在出口市场仍大有可为。

1.2 分析师对业绩增长与价值趋势预测

光大证券主要针对每股收益进行了研判，认为海尔公司在产品和渠道两端发力的结果使得产品份额出现显著提升，且在未来 1~2 年内经营改革红利还将持续释放。中长期来看，公司致力于全产业链尤其是渠道运营效率的提升，坚持以产品和用户为导向，个体能力优势将驱动市场份额的加速集中并确保自身成长的确定性；而另一方面，协同效应逐步显现带动国际化业务渐入佳境，将进一步打开公司成长天花板。

公司冰洗产品为主的收入结构使得业绩确定性强，维持预计公司 18~20 年 EPS 分别为 1.34/1.55/1.79 元，对应 PE15/13/11 倍。维持买入评级，继续推荐。

中信建投证券则主要从品牌类比估值角度进行分析，认为家电下乡政策受益产品更新周期到来，冰洗龙头企业增长潜力或不断释放。更新将促进冰洗内生需求及结构优化，预计冰洗需求分别超过 4700 万、4500 万台，增速或超 5%，公司作为行业绝对龙头，其渠道力和产品力均远高于行业，龙头定价权和成本控制能力也高于竞争对手。

对空调及厨电市场的长期需求空间整体乐观，中短期内来看保有量的渗透率仍提供持续增量。公司市场份额稳中有升，海外市场的拓展也将提升增长强力，同时厨电产品协同性将逐步体现，依托 GEA 在北美大型厨电上的领先优势，补足公司整体技术储备与产品布局。

消费升级预期下，家电高端需求将持续提升领先。整体高端家电渗透率大幅提升，以卡萨帝品牌为代表的自主高端产品整体增长显著，目前占有率已经超过外资高端品牌，且高端领域壁垒逐步形成，卡萨帝将有望成为公司强势品牌竞争的核心驱动力，长期来看，卡萨帝增速可参考高端厨电的发展路径。

对标海外家电龙头，公司具备海外市场深度及本土市场确定性优势，同时多元化品牌和高端产品将提升公司业绩成长预期。整体公司估值安全边际具备相对优势，业绩释放强于预期。

卡萨帝目前已经进入整体家居市场，具备较强的装修装饰属性，可类比老板电器估值 23 倍（2018E）和华帝股份估值 28 倍（2018E）。随着卡萨帝收入占比逐渐提升，其相对估值溢价也将逐步体现。

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 分别为 18/15/12 倍，给予“买入”评级。

2 公司战略与业务布局结构的调整

2.1 经济政策与行业竞争

行业发展

尽管市场上已经出现了种类繁多的智能产品，但真正的智能家电不仅指智能电器，也不是智能硬件和智能 APP 的堆砌。智能家电发展趋势表示，真正的智能化不是仅仅改变尺寸形态或者开发一两个独立的新功能，智能产业定位应该是系统化、全局化、生态化。

近年来，随着家电行业智能化不断深化，智能家电市场规模也是越来越大，从智能家电市场分析来看，得益于市场不断增多的智能家电硬件产品，并在消费市场中日益普及，智能家电市场增长速度也非常的迅速。

市场前景

随着科技的不断进步发展，家电行业也进入了智能化领域。不论白电企业还是小家电企业、厨电企业还是黑电企业，涉猎最多的就是智能化产品和战略，多家企业已经推出了智能新品，也都运用了最先进的技术。

据前瞻产业研究院《中国智能家电行业市场调研与投资预测分析报告》数据显示，未来的四年，智能的家电将会占据将近 50% 的市场，同时，像智能生活的电器、智能厨电的产品的市场份额也是会分别达到 28% 以及 25% 的。在最近几年，智能白电的产业也开始迅速发展了，智能化已经成为了大多数家电企业技术还有市场的主攻的方向。市场处于成长阶段，从蓝海向红海转变的最后机遇期。

随着冰洗产品进入需求稳定的成熟期，市场更新需求达 70% 以上，因此，产品升级为增长的主要驱动力，高质量的产品力和品牌力成为撬动客户需求的试金石。海尔的长期积累开始有了用武之地，公司长期以来一直坚持“高端化产品”的战略，具有丰富的技术储备，并通过收购三洋、斐雪派克、GEA 等国外家电公司获得了大量的技术资源。

行业政策

近日，国家发改委、工信部、教育部、科技部、公安部、财政部、国土资源部、商务部、税务总局、统计局、知识产权局、中科院、工程院、国家标准委等相关单位联合发布了《物联网发展专项行动计划》，以加快推进物联网有序健康发展，其中，推动智能家居应用被列为 14 个重点任务之一。行业政策向好，受重点扶持，会有更多的税收优惠，融资障碍也会减少。

金融政策

金融政策去杠杆，以防风险为主，银根收紧；此外，2017 年以来资本市场新规陆续出台：股权质押，定向增发，债券发行等受到了不同程度的影响，企业融资风险加大。

2.2 公司战略与战略转型

过去 5 年内公司管理层的战略与调整：全球化、高端化、线上线下渠道优化变革

过去 5 年公司的战略导向与实施变化对业务布局的影响：海外市场拓展、整合 GEA、高端品牌卡萨帝迅猛增长

当前国内消费处于升级阶段，物联网线上线下智能场景进一步拓展，工业与互联网深度融合。在业务布局的范围上，采取品牌多元化战略。在业务组合上通过并购整合 GEA 深耕海外市场；实行国际创牌策略，打开国际市场，推进全球化战略；力推卡萨帝品牌，高端份额增长迅猛。

2.3 战略定位与业务布局

侧重产品高端化和品牌高端化：产品策略集中在产品升级和品牌高端化，不仅仅体现在高端品牌卡萨帝的快速增长，也体现在全产品线均价和份额的稳步提升。对应产品策略，公司也调整了销售策略。低价和同质化的产品必须依靠价格战和压货模式来抢夺份额；现在公司通过终端产品的高用户认可度，利用社区式口碑传播获得了良好的推广效果。

全球化布局多品牌协同发展，海尔旗下拥有海尔、卡萨帝、统帅、GE、AQUA、Fisher&Paykel 六大全球品牌，具备构建全球运营能力与业务持续发展的基础。随着公司对 AI、IoT、个性定制、用户交互技术方面的持续推进，有望通过对客户提供智慧家庭解决方案，实现成套销售、成套设计、成套服务，提升用户客单价，推进物联场景商务模式的探索。

2.4 业务布局与资产配置

随着智能家电产业链成熟度的提升，行业盈利模式从单一硬件销售收入到“硬件+ 内容+ 服务”的多元化收入演变。

互联网背景下，海尔的利润点表现为由硬件产品销售为主向以销售硬件产品为切入点，更加注重服务销售转变，硬件产品向多元化、智能化、高端化演进，服务营收和产品附加值不断提高。

海尔的利润源从产品销售业务扩展至渠道综合服务业务以及物流服务及平台收入，其他业务收入不断增长。

海尔的利润杠杆继续了对研发的高投入，加强国内外品牌建设，新增了平台建设、物流渠道建设以及社区建设，更加注重利用大数据、物联网等互联网发展的新技术研发智能化产品，订单接受及生产更加注重个性化。

互联网背景下，海尔的利润屏障保持了一贯的产品快速迭代模式，并通过专利保证产品竞争优势。在此基础上，海尔强化了产品 and 品牌的高端化，在产品智能化的基础上搭建起海尔生态圈。

从传统经济产生的收入看，2016 年，海尔全球营业额同比增长 6.8%，利润同比增长 12.8%；海尔近十年的收入复合增长率为 6.1%，利润复合增长率则高达 30.6%。从互联网交互产生的交易额看，在海尔产品线上平台、B2B、B2C 社会化线上平台以及互联网金融平台共产生 2727 亿的交易额，同比增长 73%。海尔集团的一系列转型策略及配套的组织模式变革必然带动青岛海尔盈利模式的转变。在互联网背景下，尤其是中国大力推动“互联网+”和“中国制造 2015”落地的背景下，物联网、大数据、各种云平台的发展助推智能化家电产业链走向成熟。随着智能家电产业链成熟度的提升，行业盈利模式有望从单一硬件销售收入到“硬件+ 内容+ 服务”的多元化收入演变。

3 基于价值评估与管理的财务预测

3.1 营业收入规模、结构与成长性预测

会计年度	2015	2016	2017
营业收入增长率	1.10%	32.67%	33.75%
平均营业增长率			22.51%

图 3-1

(一) 营业收入预测

其中 2014 年家电行业整体表现不俗，营业额近 12000 亿元，同比增长 22%。

年报披露 2016 年主营业务收入较期初增加 32.67%，主要是家电行业整体保持稳定增长，经济结构深度调整，整体家电业迎来新的购置需求以及日日顺商业流通业务增加所致。截至 2016 年底，全国 71%地区的镇级客户可以实现日日顺物流直接配送。

根据竞争均衡理论，一个企业不可能永远以高于宏观经济增长的速度发展下去，但我国家电业中高端需求缺口仍然巨大。2017 年我国的 GDP 增长率为 6.9%。亚洲开发银行首席经济学家、IFF 学术委员李昌堉认为，未来十年中国 GDP 增长率可以控制在 4.5-6%左右，尽管增长速度放缓，但增长质量将会更高。因此本报告估计未来青岛海尔的营业收入增长率在 2018-2020 年以每年四个百分比的速度回落，2020-2023 年因供给侧结构性改革已经实现重大突破，需求升级，所以每年一个百分比的速度回落，直至 2023 年到 19%并预测永续增长率为 5%。也就是说，将预测期定为 6 年，2023 年之后为永续增长期。

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

图 3-2

(2) 营业成本预测

从历史数据中可以看到，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%。

(3) 税金及附加预测

营改增在 2017 年全面推开，营业税取消后，预计整体税率下降到 0.25%。

(4) 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，公司渠道综合服务业务紧紧围绕分销网络、物流网络、服务网络和虚拟网络相结合的“四网融合”战略，为用户及客户提供全流程一体化的解决方案。不仅提升了企业的品牌经营水平，也降低了企业的销售费用。综合全球化销售战略和高端化销售战略，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。

(5) 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%。

根据前文对营业增长率，营业成本、营业税金及附加、销售管理费用占收入比率，以及平均所得税税率的预测，可以得出 2013 年-2017 年的营业净利润。

	营业收入	15,925,446.69	20,703,080.70	26,085,881.68	31,824,775.65	38,507,978.53	46,209,574.24	54,989,393.35
减:	营业成本	10,988,962.16	14,493,728.06	18,262,097.36	22,279,758.78	26,958,508.12	32,350,209.75	38,496,749.60
	营业税金及附加	80,889.10	51,757.70	65,214.70	79,561.94	96,269.95	115,523.94	137,473.48
	占营业收入百分比	0.51%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
	销售费用	2,827,601.50	3,519,523.72	4,434,599.89	5,410,211.86	6,546,356.35	7,855,627.62	9,348,196.87
	占营业收入百分比	17.76%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
	管理费用	1,113,322.53	1,656,246.46	2,086,870.53	2,545,982.05	3,080,638.28	3,696,765.94	4,399,151.47
	占营业收入百分比	6.99%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	利息费用	19,763.02	191,276.58	215,718.66	208,740.90	189,584.96	158,468.98	114,126.81
	其他财务费用	119,524.21	1,643.02	2,070.21	2,525.66	0.00	0.00	0.00
	占营业收入百分比	0.75%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
	资产减值损失	65,591.69	48,815.90	48,815.90	48,815.90	48,815.90	48,815.90	48,815.90
加:	其他经营性净收益	-0.00						
	税前经营利润	709,792.48	740,089.25	970,494.42	1,249,178.56	1,587,804.98	1,984,162.12	2,444,879.22
减:	经营利润所得税	100,487.21	96,211.60	126,164.28	162,393.21	206,414.65	257,941.08	317,834.30
	所得税率	14.16%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
	税后经营利润	609,305.27	643,877.65	844,330.15	1,086,785.35	1,381,390.33	1,726,221.04	2,127,044.92

图 3-3

3.2 经营资产规模、结构与增长率预测

净投资来看，海尔的投资战略期是两年，较为灵活，方便进出细分市场，身段较为灵活。

(1)经营现金预测

企业的经营现金包括现金及其等价物，主要存放于海尔集团财务有限责任公司。财务公司紧紧围绕集团产业开发金融市场，创新业务发展模式，为集团产业提供了优质高效的金融服务，协同产业共同发展。

伴随着海尔集团的“成为全球领先、服务引领下的美好住居生活解决方案供应商”的战略，财务公司创新“金融+产业”全流程客户服务模式，拉动产业获取大客户订单，创造零库存下“即需即供”金融解决方案，充分发挥其产业助推器的作用。

保守估计，未来企业的经营现金占比将在 20%左右。

(2)经营性长期资产预测

经营性长期资产包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产。总体上看，历史上的经营性长期资产大体上呈现出下降的趋势。本报告取 2014 年-2017 年的经营性长期资产占比平均值 12% 为未来 6 年的经营性长期资产占比值。

(3)经营性长期负债预测

经营性长期负债包括预计负债、递延所得税负债等。2014 年-2017 年，经营性长期负债数额较小，未能在管理用资产负债表中显示出来。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。

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	净资产	3,221,551.52	3,747,708.60	4,423,618.12	5,279,896.76	6,356,903.48	7,690,723.07	9,323,688.27
加:	少数股东权益	1,453,449.09	1,631,935.75	1,861,222.47	2,151,695.25	2,517,044.95	2,969,512.49	3,523,458.29
	带息债务合计	3,312,616.15	9,550,481.26	7,246,877.77	9,867,025.67	7,197,755.34	8,745,396.03	5,943,956.69
减:	超额现金	443,859.74	0.00	3,381,477.54	0.00	2,816,159.52	0.00	1,594,461.69
	非经营性资产	143,351.14	5,068.17	7,068.17	8,068.17	10,068.17	12,068.17	12,068.17
=	投资资本 IC	7,400,405.88	14,925,057.44	10,143,172.63	17,290,549.51	13,245,476.08	19,393,563.42	17,184,573.40
	本期净投资	442,854.55	7,524,651.55	-4,781,884.80	7,147,376.88	-4,045,073.43	6,148,087.34	-2,208,990.02

图 3-4

3.3 权益与债务融资的规模、结构预测

(1) 税后利息费用预测

利润表中的利息费用并不仅仅是财务费用，还包含投资收益。出现负值代表企业的投资收益超过了财务费用。

为更准确的预测未来的税后利息费用，税后利息费用占净经营资产的比率取 2014 年-2017 年四年的平均值 2%。

(2) 金融负债预测

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，根据企业年报所披露，主要是货币回笼还款所致。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%。

(3) 金融资产预测

青岛海尔的金融资产主要包括应收利息和可供出售金融资产。企业金融资产占净经营资产比较低，在 2014 年一 2017 年期间波动也并不大，平均在 0.5 左右。考虑到企业为非金融机构的性质，本报告预计未来该比率将仍维持在 0.5 %。

	经营营运资本	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	流动资产	8,506,403.62	15,640,878.51	17,137,871.19	20,093,776.04	23,177,768.93	26,631,618.25	32,735,972.75
减:	超额现金	443,859.74	-1,607,003.14	3,914,801.48	-2,101,353.41	4,126,639.53	-2,110,785.59	6,918,912.71
	交易性金融资产	2,068.17	2,068.17	2,068.17	2,068.17	2,068.17	2,068.17	2,068.17
=	经营流动资产	8,060,475.71	17,245,813.48	13,221,001.53	22,193,061.28	19,049,061.23	28,740,335.67	25,814,991.87
	流动负债	7,242,458.81	11,021,619.45	12,449,818.23	12,361,819.28	14,055,617.99	12,953,372.71	15,676,309.73
减:	短期借款	1,087,858.03	4,837,532.01	3,624,948.94	4,017,888.88	2,212,606.19	1,632,045.44	816,022.72
	交易性金融负债	252.46	252.46	252.46	252.46	252.46	252.46	252.46
=	经营流动负债	6,154,348.32	6,183,834.97	8,824,616.83	8,343,677.94	11,842,759.35	11,321,074.81	14,860,034.55
	经营营运资本	1,906,127.39	11,061,978.50	4,396,384.70	13,849,383.35	7,206,301.88	17,419,260.86	10,954,957.33
	经营营运资本增量	375,435.84	9,155,851.11	-6,665,593.80	9,452,998.64	-6,643,081.46	10,212,958.97	-6,464,303.53

图 3-5

3.4 财务报表与关键财务绩效目标预测

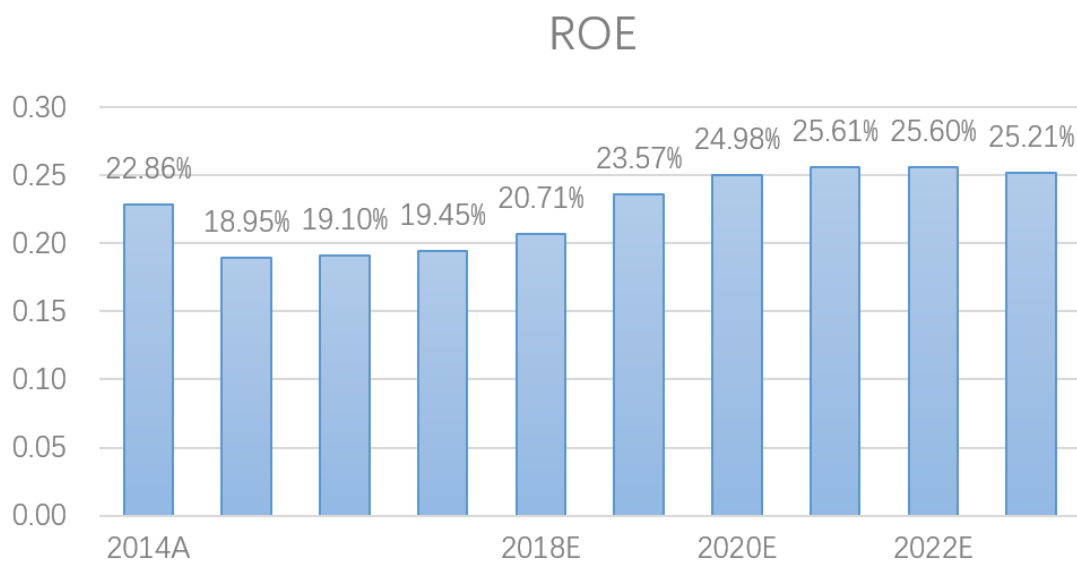


图 3-6

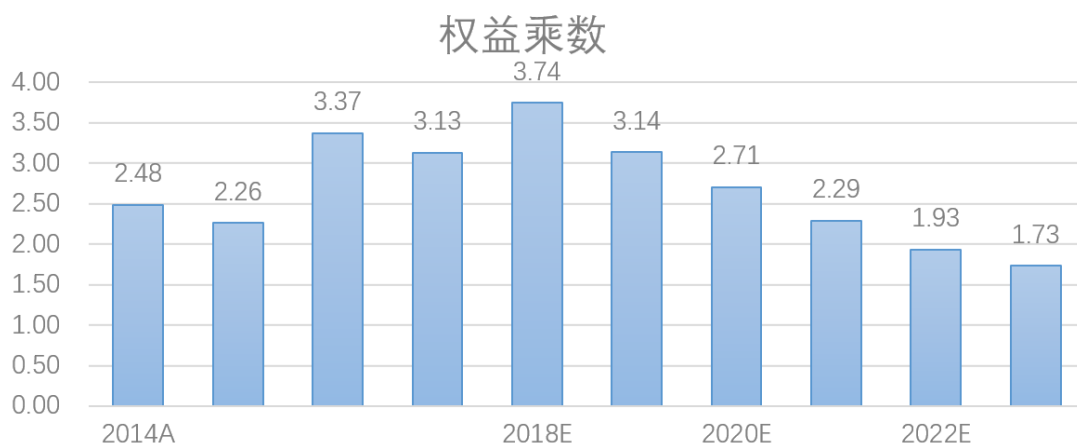


图 3-7

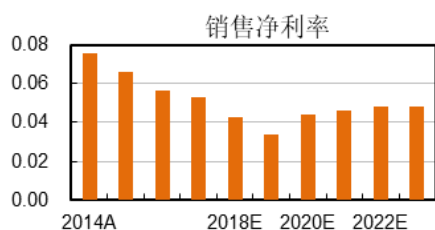


图 3-8

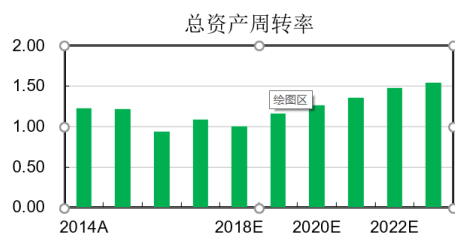


图 3-9

ROE 在预测区间内稳步上涨，其中，前期因扩张海外和推进高端化所产生高负债杠杆继续回

落，但销售费用和管理费用增长；销售净利率因其宏观经济增速放缓和金融风险加大而有所降低；企业进一步拓宽物流渠道，使周转率提升。在重大风险高压政策、及家电更新潮减弱的趋势下，海尔只能通过进一步优化分销渠道，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。

从周转率来看，主要是拓展高端领域和定制服务使其固定资产周转率加快；存货、应收账款周转率也因为市场拓展而波动，但未来外部环境仍有不确定性，政策风险很大；从毛利率来看，成本进一步控制，但是拓展海外市场 and 售后使期间费用有所上升，这是正常现象。

存货周转率

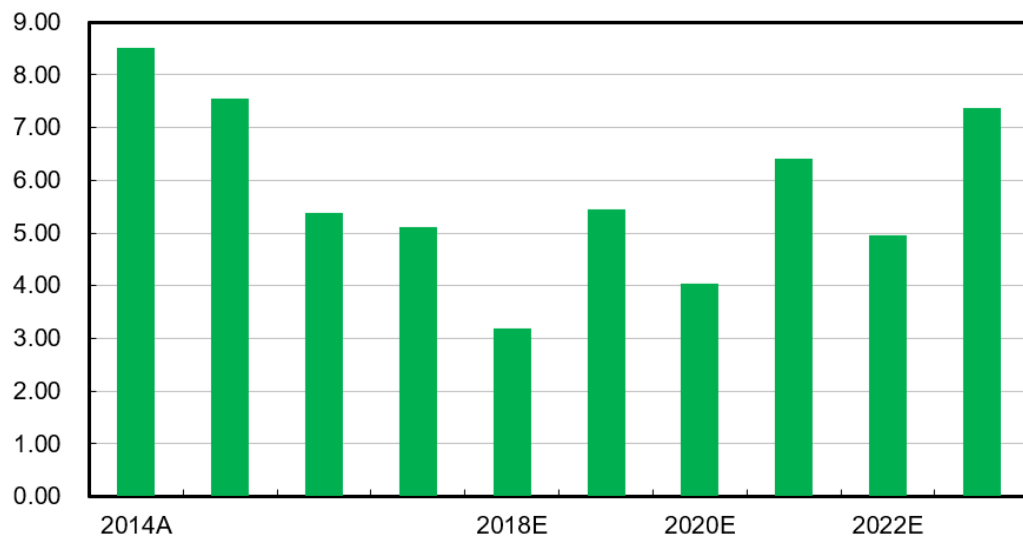


图 3-10

应收账款周转率

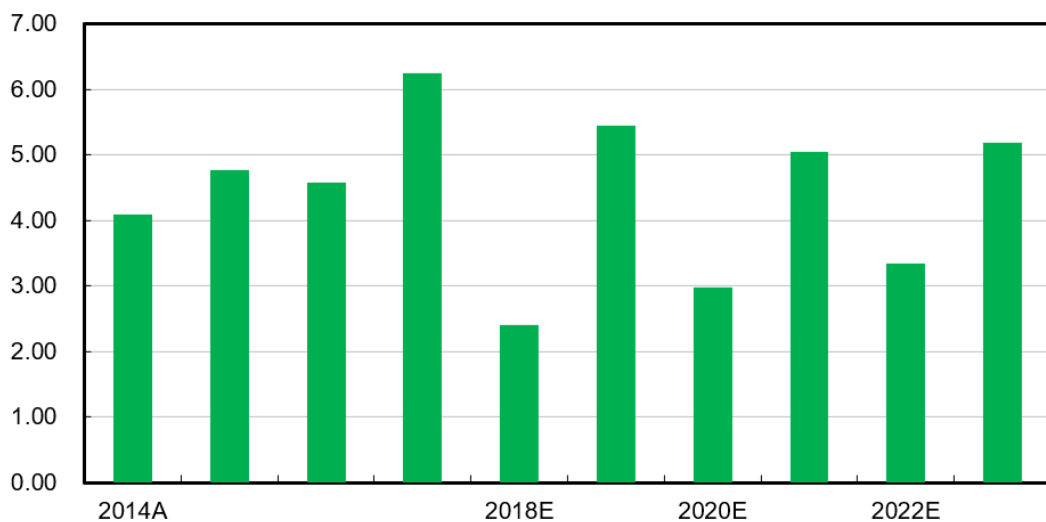


图 3-11

4 β 系数与加权平均资本成本测算

4.1 β 系数与权益资本成本测算

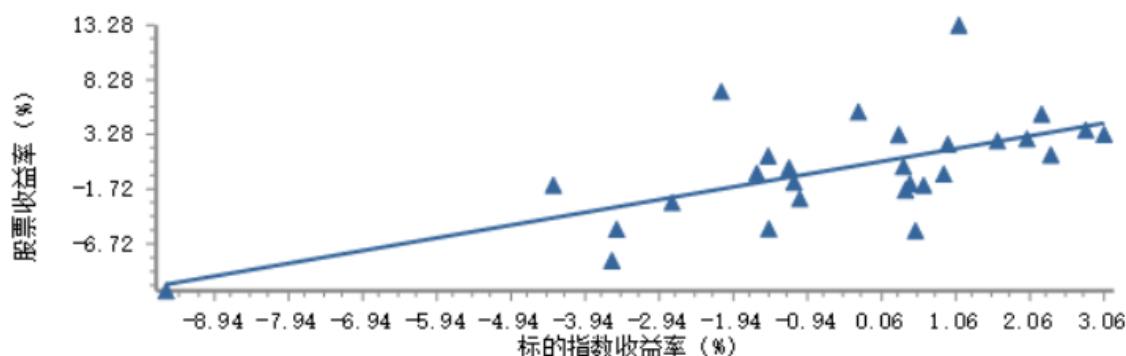
β 系数为某个资产的收益率同市场组合收益率之间的相关性，反映了个别资产收益率变化与市场上全部资产平均收益率变化的关联程度，即相对于市场全部资产平均来说，一项资产所包含的系统风险的大小。预测 β 系数后，可以依据资本资产定价法（CAPM）进行权益资本成本的预测。

数据与资料取得途径：

（1）【 β 系数】

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

图 4-1



根据 2018 年上半年 CSMAR 股票收益率与市场收益率数据，测算出贝塔系数为 1.26，考虑国家金融监管加强，有降低的趋势，但系统性风险隐患犹存。

（2）【权益资本成本】

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 $R_f=4.28\%$ 。

市场风险溢价

市场风险溢价，通常是指在一个相当长的历史时期里，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。

	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

图 4-2

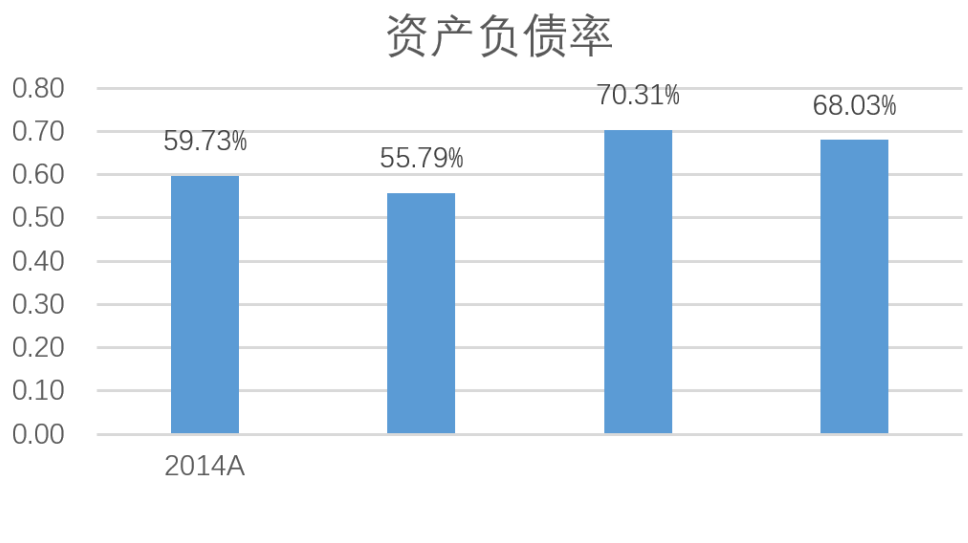
$$\text{市场平均收益率} = \sqrt[4]{3307.17 \div 2115.98} - 1 = 11.8\%$$

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%

4.2 债务比重与资本成本的测算



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。

4.3 加权平均资本成本率的计算

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times \frac{D}{D + E} \times (1 - T)$$

所以企业平均资本成本

$$WACC = 13.72\% \times 0.45 + 6.035\% \times 0.55 = 6.71\%$$

通过对债权资本成本和股权资本成本的估算，初步得出对于青岛海尔股份有限公司在进行融资决策时，借债的资本成本要小于发行股票的成本。其中长期借款成本为 6.035%，股权成本为 13.72%。但在具体投资一个项目时，往往并不是选择其中一个资本成本作为贴现率，而是利用加权资本成本作为贴现率来确定投资决策，这样可以避免企业的无谓损失。以上利用账面价值法所计算出的加权平均资本成本为 6.71%。但在本报告中，在估算加权资本成本时，债务资本成本数据以本人目前能力暂时无法收集到全面的数据，且整体采用的是账面价值法，由于资本的账面价值可能与市场价值有一定差距，计算结果与实际有偏差，因而还需进一步改进。

5 预期现金流量与贴现估值结果

5.1 实体现金流量分析与预测

FCFF 估值		17	18	19	20	21	22	23
	FCFF		682,421.61	853,640.94	1,080,412.68	1,433,290.59	1,799,091.71	2,385,860.23
	WACC		9.03%	9.03%	9.03%	9.03%	9.03%	9.03%
	现值系数		0.9607	0.8811	0.8082	0.7413	0.6799	0.6236
	FCFF 现值	6,054,487.07	655,574.06	752,168.36	873,173.07	1,062,467.72	1,223,222.98	1,487,880.88
	永续价值(残值)现值	25,432,718.91						
	企业价值	31,487,205.98						
加:	非核心资产	1,445,749.28						
减:	带息债务(账面价值)	3,312,616.15						
	少数股东权益	1,453,449.09						
	股权价值	28,166,890.02						
除:	总股本(万股)	609,740.27						
	每股价值(元)	46.19						

图 5-1

本报告用 wind 模型进行现金流估值，预测永续增长率平均为 3%，对中长期增长还是趋向于回归理性，并且预估市场需求较为饱和，产业升级需要等待下一次技术革命才能再次井喷式增长。

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 $R_f=4.28\%$ ，根据 2018 年上半年 CSMAR 股票收益率与市场收益率数据，测算出贝塔系数为 1.26，依据 13-17 上证指数年末收盘价，计算市场平均收益率为 11.8%。

5.2 股权现金流量分析与预测

FCFE 估值

	FCFE		1,335,134.39	1,215,922.59	1,243,219.40	11,233,687.64	1,387,049.81	1,985,026.26
	Ke		13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%
	现值系数		0.9418	0.8277	0.7274	0.6392	0.5618	0.4937
	FCFE 现值	12,108,266.90	1,257,392.47	1,006,368.33	904,282.19	7,180,979.82	779,217.29	980,026.78
	永续价值(残值)现值	9,357,318.20						
	总股权价值	21,465,585.11						
减:	少数股东权益	1,453,449.09						
	股权价值	20,012,136.02						
除:	总股本(万股)	609,740.27						
	每股价值(元)	32.82						

图 5-2

可以看出，股权现金流量先对于 FCFF 较低，FCFF 可能会过高预估企业价值。

5.3 运用自由现金流量模型进行估值

按照自由现金流量折现法计算得出的公司股权价值是内在价值，其与市场价值是不尽相同的，在定义上有所区别，两者是否一致取决于市场的有效程度。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。

尽管青岛海尔 2017 年的股市走向证明了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可比价值，但必须注意到价值评估不等同于站在现有时点上死算。因此本报告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近似值，甚至在未来会有重大偏离。

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。

5.4 估值主要影响因素的敏感性分析

WACC		永续增长率(g)										
		1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
5.60%		84.73	89.03	94.30	100.91	109.37	120.53	135.87	158.12	193.12	255.84	399.69
6.16%		72.26	75.42	79.23	83.91	89.78	97.29	107.20	120.82	140.57	171.65	227.34
6.78%		61.85	64.19	66.98	70.36	74.51	79.70	86.36	95.14	107.20	124.70	152.23
7.46%		53.06	54.81	56.87	59.34	62.33	66.00	70.59	76.47	84.23	94.89	110.35
8.21%		45.59	46.90	48.44	50.26	52.44	55.07	58.30	62.35	67.53	74.37	83.77
9.03%		39.19	40.18	41.33	42.68	44.28	46.20	48.51	51.35	54.91	59.46	65.48
9.93%		33.67	34.42	35.29	36.30	37.49	38.89	40.56	42.59	45.08	48.20	52.19
10.92%		28.89	29.46	30.12	30.88	31.76	32.80	34.02	35.48	37.25	39.43	42.15
12.01%		24.74	25.17	25.67	26.24	26.90	27.67	28.57	29.63	30.91	32.45	34.34
13.21%		21.11	21.44	21.82	22.25	22.75	23.32	23.99	24.77	25.69	26.79	28.13
14.54%		17.95	18.20	18.48	18.81	19.18	19.61	20.10	20.67	21.35	22.15	23.10

图 5-3 FCFF

以 FCFF 估值为例，可以看出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。

Ke		永续增长率(g)										
		1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
8.56%		52.28	53.24	54.37	55.69	57.27	59.17	61.48	64.35	67.98	72.72	79.09
9.42%		46.95	47.67	48.52	49.51	50.67	52.06	53.72	55.75	58.27	61.46	65.61
10.36%		42.27	42.82	43.46	44.20	45.07	46.08	47.30	48.75	50.53	52.73	55.53
11.39%		38.14	38.56	39.05	39.60	40.25	41.00	41.89	42.95	44.22	45.77	47.69
12.53%		34.48	34.80	35.16	35.58	36.07	36.63	37.28	38.05	38.97	40.07	41.42
13.79%		31.20	31.45	31.73	32.04	32.40	32.82	33.31	33.87	34.54	35.33	36.29
15.17%		28.26	28.45	28.66	28.90	29.17	29.48	29.84	30.26	30.75	31.32	32.01
16.68%		25.61	25.75	25.91	26.09	26.29	26.53	26.79	27.10	27.46	27.88	28.37
18.35%		23.20	23.31	23.43	23.56	23.72	23.89	24.09	24.32	24.58	24.89	25.25
20.19%		21.01	21.09	21.18	21.28	21.40	21.53	21.68	21.84	22.04	22.26	22.52
22.21%		19.01	19.07	19.14	19.21	19.30	19.39	19.50	19.63	19.77	19.94	20.12

图 5-4 FCFE

在股权现金流估值中，同样可以看出股权融资成本相比于增长率要更为敏感。

估值矩阵：只适用永续增长模型

永续增长率(g)											
WACC	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
5.60%	54.27	56.39	58.99	62.24	66.41	71.90	79.46	90.42	107.66	138.55	209.40
6.16%	48.10	49.65	51.53	53.84	56.73	60.42	65.31	72.01	81.74	97.05	124.48
6.78%	42.94	44.09	45.46	47.13	49.17	51.73	55.01	59.33	65.27	73.89	87.45
7.46%	38.57	39.43	40.45	41.66	43.14	44.94	47.20	50.10	53.92	59.17	66.79
8.21%	34.85	35.50	36.26	37.15	38.22	39.52	41.11	43.11	45.66	49.03	53.66
9.03%	31.66	32.14	32.71	33.38	34.17	35.11	36.25	37.65	39.40	41.64	44.60
9.93%	28.89	29.26	29.69	30.19	30.77	31.46	32.29	33.29	34.51	36.05	38.01
10.92%	26.49	26.77	27.10	27.47	27.91	28.42	29.02	29.74	30.61	31.68	33.02
12.01%	24.40	24.61	24.85	25.14	25.46	25.84	26.28	26.81	27.44	28.19	29.13
13.21%	22.56	22.72	22.91	23.12	23.36	23.64	23.97	24.36	24.81	25.36	26.01
14.54%	20.94	21.07	21.21	21.37	21.55	21.76	22.00	22.29	22.62	23.01	23.48

图 5-5 经济利润

通过矩阵极端值观察发现，股权自由现金流相关因素对估值的敏感性相对较弱，而对经济利润的敏感性较高，证明一个企业的内在价值主要依靠经营业务收入的增长来修炼内功，提高价值，要着重关注主营业务，提高销售净利率，周转率，促进营收增长。

同时，外部的融资成本也是影响现金流估值的关键因素，无论是股权资本成本还是企业平均资本成本，可以说融资的难度取决于行业特点、宏观政策、企业自身信誉、规模的一系列因素，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。从而保持外界对其估值稳定。

6 相对价值法与 EVA 估值法

6.1 相对价值估价法的估值

市盈率模型 数据来源：CSMAR

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

图 6-1

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：股权价值=平均市盈率*目标企业每股收益=43.62 *1.028=46.58 元，与实体现金流估值相接近。

市净率模型 数据来源：CSMAR

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

图 6-2

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：股权价值=平均市净率*目标企业每股净资产=3.8579*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，比较符合当前市场期望。

市价/收入比例模型 数据来源：CSMAR

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

图 6-3

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：股权价值=平均市销率*目标企业每股销售额=1.39*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。

6.2 EVA 折现模型法的估值

企业经济增加值（EVA）是一定时期的企业调整后净营业利润扣除包括股权和债务的全部资本成本后的剩余回报。EVA 折现模型法的原理是企业的内在价值等于企业投资者资本加上预计企业未来经济增加值的现值。该模型反映了企业未来的价值增值及价值能力的持续性，体现了企业的内在价值。

EVA 的理念在于考虑企业的资本成本，计算方法也围绕这个核心，EVA 的计算公式为：EVA(经济增加值)=税后净营业利润-资本成本=税后净营业利润-资本总额 X 加权平均资本成本率((4.1)由表达式(4.1)可知，EVA 计算的三个重要变量为：税后净营业利润、资本总额和加权平均资本成本率。

EVA		718,413.73	758,125.08	1,061,404.69	870,101.94	1,305,519.29	1,175,105.47
	WACC		9.03%	9.03%	9.03%	9.03%	9.03%
	现值系数		0.9609	0.8814	0.8084	0.7415	0.6238
	EVA 现值	4,482,694.05	690,346.74	668,196.74	858,055.39	645,171.68	887,890.25
	永续价值(残值)现值	12,529,920.15					
	EVA 现值合计	17,012,614.20					
加:	基期投资资本	7,718,914.82					
	企业价值	24,731,529.02					
加:	非核心资产	1,445,749.28					
减:	带息债务(账面价值)	3,312,616.15					
减:	少数股东权益	1,453,449.09					
	股权价值	21,411,213.06					
除:	总股本(万股)	609,740.27					
	每股价值(元)	35.12					

图 6-4

6.3 估值结果的合理性解释

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。传统指标虽然可以反映青岛海尔财务能力变化，但是，却不能根据变化提出针对问题，进行对比可以看出，EVA 指标不仅可以反映财务变化，而且可以更敏锐的察觉出企业价值创造和经营问题，帮助投资者更好地评价企业财务绩效。青岛海尔可以根据自身的经营情况和发展中存在的问题，合理制定计划，结合市场需要和宏观环境，优化战略决策，改善经营管理。因此，站在经营发展的角度上，建议青岛海尔将 EVA 引入财务绩效评价，全面衡量财务状况，掌握经营绩效和企业价值。

因此，我们认为在相对价值模型中，EVA 模型较为准确的反映了当前海尔的企业整体价值。

7 公司价值驱动与价值管理

7.1 公司价值估值结果与市值的比较

从结果看，当前市值被低估。

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。接近本报告利用现金流贴现模型计算得出的 32.83 元的结果。青岛海尔 2017 年至今的股价，一则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。

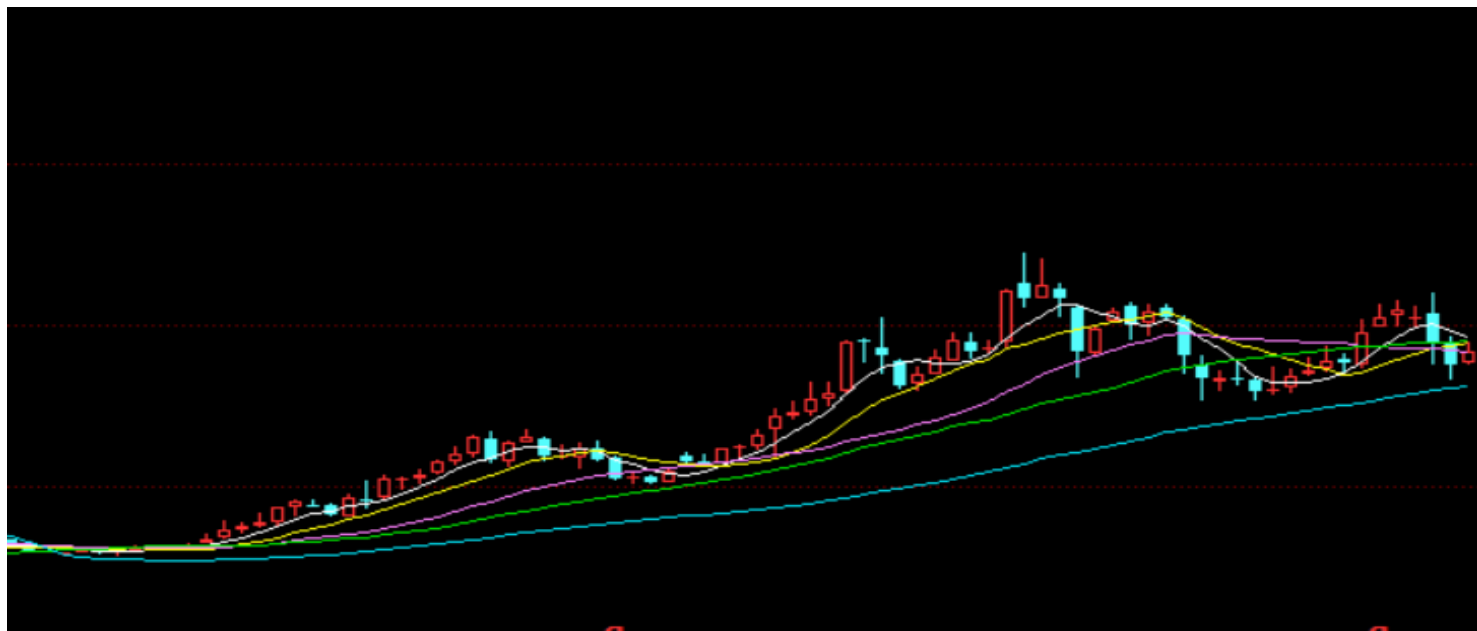


图 7-1 2017.1-2018.7 青岛海尔周 K 线



图 7-2 2017.11-2018.7 青岛海尔日 K 线

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，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。

所以，我们不能全部依赖这一股权现金流模型，把他当作圭臬是不可取的，尤其是在价值判断上，对于每期现金流的组成上，不同的人有不同的看法。而且 EXCEL 的预测模型把一些预测值自动框死，不利于真实价值评估，反而会误导市场，形成市场循环放大效应，加剧资本市场的不稳定性和波动性。

7.2 公司价值的主要影响与驱动因素

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。因此海尔要着力降低杠杆率，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。

7.3 管理层预期价值管理的主要措施

海尔品牌形象已深入人心，目前正在积极开拓海外市场，贸易壁垒逐渐被打破，为公司的运营和发展创造良好的条件。海尔将充分利用已建立起来的市场网络和全球供应链，加快其国际化发展进程，提高投资者对海尔股票的评价价值。

盈利模式上，随着智能家电产业链成熟度的提升，行业盈利模式从单一硬件销售收入到“硬件+内容+服务”的多元化收入演变。

互联网背景下，海尔的利润点表现为由硬件产品销售为主向以销售硬件产品为切入点，更加注重服务销售转变，硬件产品向多元化、智能化、高端化演进，服务营收和产品附加值不断提高。

海尔的利润源从产品销售业务扩展至渠道综合服务业务以及物流服务及平台收入，其他业务收入不断增长。

海尔的利润杠杆继续了对研发的高投入，加强国内外品牌建设，新增了平台建设、物流渠道建设以及社区建设，更加注重利用大数据、物联网等互联网发展的新技术研发智能化产品，订单接受及生产更加注重个性化。

互联网背景下，海尔的利润屏障保持了一贯的产品快速迭代模式，并通过专利保证产品竞争优势。在此基础上，海尔强化了产品和品牌的高端化，在产品智能化的基础上搭建起海尔生态圈。

拓展销售渠道，和苦练内功上，海外并购作为一种资源配置和外部治理的重要手段越来越成为我国上市公司提高全球市场份额、优化资源配置、降低资金成本等实现公司战略性目标的重要渠道，2016 海尔完成收购 GEA 之后，拥有 GEA 等六大家电品牌，成为真正的全球综合家电集团（拥有全球研发、制造、销售、和服务协同能力）。GEA 是美国领先的家电公司，大家电销售在北美市场份额位居第一，同时拥有一流的物流分销能力和强大的零售网络。海尔旗下拥有海尔、卡萨帝、统帅、GE、AQUA、Fisher&Paykel 六大全球品牌，具备构建全球运营能力与业务持续发展的基础。在顺利整合 GEA 后，公司进一步有望在产品制造、研发、采购方面形成较强的协同效应，提升整体效率。1）采购：2017 年全年已有 261 个协同项目落地，实现协同价值 8900 万美元；2）研发：梳理出 18 个全球通用产品平台，上市 10 款新品，在研产品超过 50 个；3）市场：海尔与 GEA 互相借助对方优势渠道进驻相应市场；4）生产：复制海尔互联工厂模式到 GEA。

8 分析结论与实践启示

8.1 分析结论

本报告使用股权自由现金流量模型对青岛海尔公司进行价值评估并得出评估结果，2017年青岛海尔的股市走向与该结果还是大体上吻合的，验证了股权自由现金流量折现法并不仅仅是理论派。每股价值反映了企业价值，在有效的股票市场中，股价的走势也应基本上是其经营业绩的真实反映，然而在相当长的一段时间内青岛海尔的股价被低估，股价没能成为反映经营业绩的晴雨表，可能的原因主要有：

(1)金融市场不健全和系统性风险隐患，我国股市长期以来处于投机波动期。受金融危机影响，上证指数自从2007年后，一路下跌。金融政策的摇摆不定，忽紧忽松，半夜鸡叫不断，加之政府“国家队”隔一段时间就会出动救市，熔断机制的进入与推出，股市政策的一贯性被打破，机制尚不成熟，股民信心缺失，低谷状况和投机炒作状况一直并存。

(2)我国的股票市场是一个不成熟、弱有效市场。青岛海尔股份有限公司一向为投资者称道，有着绩优蓝筹股形象。而本报告计算所得的海尔各年股权自由现金流量也说明，企业经营状况基本良好。但与格力电器和美的电器相比，其股价一直处于不温不火的状态。

(3)所属行业竞争激烈，青岛海尔的主打产品冰箱和洗衣机普及较早，目前保有量水平较高。此外，冰箱、洗衣机受家电下乡等政策的刺激，需求透支较为明显，增长可能相对趋缓。互联网+只能家居服务使非传统行业也加入了白色家电业的竞争，青岛海尔的未来发展空间受到质疑。

8.2 实践启示意义

要用数据说话，每一步都有谨小慎微，一丁点儿的变更都会造成估值的巨大差异。

数据源需要谨慎全面，在利用 excel 表时要合理调整旧表新表差异，可以根据自己的理解进行相应的合并与拆分。

不要过分依赖、完全相信 excel 计算结果，要与实际情况，市场走势，宏观经济政策相匹配，应该适时修正。

企业评估具有极大的主观性，在研读他人报告时，要保持自我精神的独立，不能尽信书，研报似乎有互相“借鉴”的嫌疑。

8.3 存在局限性与不足

在自由现金流估算过程中，增长率以及占比率取估计时人为的依据自我判断调整，有可能与市场未来走向产生重大偏离。

对未来年净资本支出以及净营运资本的增加的估计应该在估计出未来年资产负债表的基础上得出在本报告中只是简单地采用了一些增长比率以及占比比率计算得出会有一定的估算误差。

债务资本成本并没有全面数据做支撑，在当前融资难的状况下取值过小容易放大现金流。

没有考虑股权资本成本的动态变化。本报告通过资本资产定价模型，确定当期股权资本成本，并使用这一个固定的折现率对未来股权自由现金流量进行贴现。但是在实际中，不论是无风险利率还是市场收益率，甚至贝塔系数都可能由于企业经营环境发生变化而出现变化，进而影响股权资本成本的变化，最终影响公司价值评估结果。

没有考虑企业财务杠杆的动态变化。本文在计算未来债务现金流量时，使用的是过去两年债务

占资比的平均值。然而，企业在经营中会根据环境的变化而改变企业的负债数额及负债比率，引起财务杠杆的波动，从而使企业的风险发生波动。这种风险的变化一则改变债务现金流量，二则也会影响企业的股权资本成本。若忽视了这种财务杠杆和财务风险的变化，也必然将影响评估结果的准确性。

参考文献

- [1] 龙晶莹,叶栋梁.青岛海尔并购通用家电的绩效研究[J].产业与科技论坛,2018(10):120-122.
- [2] 侯雅玮.青岛海尔营运能力分析[J].江苏商论,2018(03):105-106.
- [3] 张敦力,张今,江新峰.企业营运资金管理问题研究——以格力电器为例[J].财会通讯,2018(08):67-71.
- [4] [1]牧芸.我国企业海外并购财务风险分析研究[D].北京交通大学,2017.
- [5] [2]刘娜,黄辉.自由现金流模型与剩余收益模型比较——以青岛海尔公司价值评估为例[J].财会通讯,2016(16):26-28.
- [6] [3]焦燕.EVA 价值评估模型的应用研究——以青岛海尔为例[J].企业改革与管理,2014(14):40+33.
- [7] [4]孙博文.基于现金流折现的企业价值评估——以青岛海尔为例[J].知识经济,2014(01):101-102.
- [8] [5]陈亚男.基于股权自由现金流量贴现模型的公司价值评估[D].华东交通大学,2013.
- [9] 左胜强.股票绝对估值模型中的联系与差异研究——比较分析 DDM、FCFF、FCFE 模型[J].时代金融,2014(21):147-148. 左胜强.股票绝对估值模型中的联系与差异研究——比较分析 DDM、FCFF、FCFE 模型[J].时代金融,2014(21):147-148.

附录：

资产负债表(新准则)(证券代码：600690.SH 名称：青岛海尔)				
	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报
上市前/上市后	上市后	上市后	上市后	上市后
报表格式	一般企业	一般企业	一般企业	一般企业
报表类型	合并	合并	合并	合并
流动资产：				
货币资金(万元)	2,864,403.38	2,471,481.50	2,350,463.41	3,517,727.69
结算备付金(万元)	--	--	--	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(万元)	--	2,206.99	8,043.24	2,068.17
应收票据(万元)	1,643,489.22	1,267,365.16	1,379,656.12	1,303,308.35
应收账款(万元)	529,578.17	614,139.09	1,224,724.41	1,244,800.48
预付款项(万元)	74,707.88	55,687.20	57,854.34	59,069.37
应收利息(万元)	17,848.81	18,373.12	13,531.98	20,363.75
应收股利(万元)	5,452.45	8,582.62	10,164.89	452.45
其他应收款(万元)	27,280.07	47,857.41	118,041.81	96,126.40
存货(万元)	755,791.57	855,924.40	1,523,794.24	2,150,352.48
其他流动资产(万元)	28,900.05	145,106.52	265,344.46	438,976.00
流动资产合计(万元)	5,947,451.59	5,486,724.01	6,951,618.90	8,833,245.14
非流动资产：				
可供出售金融资产(万元)	163,128.16	283,731.82	155,587.87	141,535.43
长期股权投资(万元)	335,660.97	495,890.83	1,105,781.96	1,299,276.74

投资性房地产(万元)	3,058.29	344.93	3,460.04	3,121.40
固定资产(万元)	697,069.78	842,054.85	1,553,904.69	1,601,752.34
在建工程(万元)	108,585.79	139,147.18	176,987.51	153,039.01
固定资产清理(万元)	3,140.04	7,409.64	5,580.88	5,580.88
无形资产(万元)	97,238.76	145,347.07	724,242.05	700,518.63
开发支出(万元)	6,834.18	7,806.42	91,328.38	96,605.13
商誉(万元)	7,453.02	39,248.49	2,100,412.31	1,984,331.74
长期待摊费用(万元)	10,292.67	11,305.31	11,577.36	12,376.87
递延所得税资产(万元)	89,470.64	97,148.31	159,200.94	189,521.34
其他非流动资产(万元)	31,261.80	39,908.41	85,846.14	125,406.42
非流动资产合计(万元)	1,553,194.11	2,109,343.27	6,173,910.13	6,313,065.93
资产总计(万元)	7,500,645.71	7,596,067.28	13,125,529.03	15,146,311.07
流动负债:				
短期借款(万元)	100,867.38	187,310.82	1,816,553.19	1,087,858.03
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债(万元)	--	770.74	234.02	252.46
应付票据(万元)	1,412,664.77	1,159,688.53	1,240,488.98	1,637,869.97
应付账款(万元)	1,348,752.45	1,471,351.66	2,059,420.33	2,565,401.36
预收款项(万元)	421,799.98	317,045.79	573,473.29	583,355.28
应付职工薪酬(万元)	106,206.00	123,354.43	240,438.05	234,918.91
应交税费(万元)	121,647.59	90,993.78	162,046.31	190,926.05
应付利息(万元)	715.22	1,508.14	3,057.03	5,765.65
应付股利(万元)	14,731.24	13,338.20	14,869.05	15,375.63
其他应付款(万元)	635,421.03	605,679.54	936,301.56	1,080,516.29
一年内到期的非流动负债(万元)	--	7,289.80	296,680.85	285,032.50

其他流动负债(万元)	--	--	1,722.86	2,172.92
流动负债合计(万元)	4,162,805.67	3,978,331.44	7,345,285.51	7,689,445.05
非流动负债:				
长期借款(万元)	--	29,724.13	1,553,080.13	1,603,649.28
应付债券(万元)	180,070.06	110,773.45	--	621,108.84
长期应付款(万元)	--	5,991.69	11,578.34	10,602.00
长期应付职工薪酬(万元)	--	3,320.94	120,651.09	89,816.07
预计负债(万元)	215,725.38	189,954.36	231,011.94	261,969.96
递延所得税负债(万元)	11,761.07	11,333.01	13,324.31	27,911.46
递延收益-非流动负债(万元)	13,570.75	26,412.06	34,282.56	49,714.11
其他非流动负债(万元)	4,716.07	--	58,278.51	117,093.68
非流动负债合计(万元)	425,843.34	377,509.64	2,022,206.89	2,781,865.40
负债合计(万元)	4,588,649.01	4,355,841.07	9,367,492.39	10,471,310.46
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)(万元)	304,593.51	612,315.43	609,763.07	609,740.27
资本公积(万元)	354,187.24	8,338.32	8,338.32	82,688.31
减: 库存股(万元)	610.10	7,760.45	104.20	--
其他综合收益(万元)	37,870.15	63,318.35	56,623.89	-3,636.38
其他权益工具(万元)	--	--	--	43,142.45
盈余公积(万元)	202,410.55	202,608.53	207,411.86	210,305.78
未分配利润(万元)	1,285,551.11	1,390,577.45	1,754,439.60	2,279,311.09
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	2,184,002.46	2,269,397.62	2,636,472.54	3,221,551.52
少数股东权益(万元)	727,994.23	970,828.59	1,121,564.10	1,453,449.09
所有者权益合计(万元)	2,911,996.70	3,240,226.21	3,758,036.64	4,675,000.61

负债和所有者权益总计(万元)	7,500,645.71	7,596,067.28	13,125,529.03	15,146,311.07
审计意见(境内)	无保留意见	无保留意见	无保留意见	无保留意见
审计意见(境外)				
会计师事务所	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)
报表会计准则	新会计准则	新会计准则	新会计准则	新会计准则
公告日期	2015-03-31	2016-04-29	2017-04-29	2018-04-26

利润表(证券代码: 600690.SH 名称: 青岛海尔)				
	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报
上市前/上市后	上市后	上市后	上市后	上市后
报表格式	一般企业	一般企业	一般企业	一般企业
报表类型	合并	合并	合并	合并
一、营业总收入(万元)	8,877,544.45	8,974,832.04	11,906,582.52	15,925,446.69
其中: 营业收入(万元)	8,877,544.45	8,974,832.04	11,906,582.52	15,925,446.69
利息收入(万元)	--	--	--	--
二、营业总成本(万元)	8,227,633.94	8,452,608.18	11,366,263.60	15,215,654.21
其中: 营业成本(万元)	6,434,517.84	6,465,846.32	8,212,688.22	10,988,962.16
营业税金及附加(万元)	39,970.65	39,725.10	68,776.53	80,889.10
销售费用(万元)	1,157,801.52	1,310,128.24	2,125,410.32	2,827,601.50
管理费用(万元)	599,465.52	654,919.38	838,244.21	1,113,322.53
财务费用(万元)	-23,112.95	-49,812.04	72,089.48	139,287.23
资产减值损失(万元)	18,991.37	31,801.16	49,054.84	65,591.69
加: 公允价值变动收益(万元)	--	-9,022.31	9,464.81	61,407.13

投资收益(万元)	123,747.58	132,030.22	161,971.74	148,180.01
资产处置收益(万元)	--	--	--	1,076.42
其他收益(万元)	--	--	--	90,856.20
三、营业利润(万元)	773,658.10	645,231.78	711,755.47	1,011,312.24
加：营业外收入(万元)	37,001.29	61,845.73	142,304.03	69,296.32
减：营业外支出(万元)	5,995.76	9,591.62	35,739.47	26,162.97
四、利润总额(万元)	804,663.62	697,485.89	818,320.03	1,054,445.59
减：所得税费用(万元)	135,437.41	105,276.94	149,186.60	149,280.67
五、净利润(万元)	669,226.22	592,208.95	669,133.43	905,164.92
（一）持续经营净利润(万元)	--	--	--	905,164.92
归属于母公司所有者的净利润(万元)	499,155.74	430,076.05	503,665.22	692,579.23
少数股东损益(万元)	170,070.48	162,132.89	165,468.21	212,585.69
扣除非经常性损益后的净利润(万元)	432,403.65	367,495.25	433,245.31	562,406.17
六、每股收益：				
（一）基本每股收益(元)	1.74	0.71	0.83	1.14
（二）稀释每股收益(元)	1.74	0.71	0.82	1.09
七、其他综合收益(万元)	46,026.83	7,329.71	-4,250.96	-60,405.57
归属母公司所有者的其他综合收益(万元)	35,994.80	5,571.57	-6,694.45	-60,335.12
（一）以后不能重分类进损益的其他综合收益(万元)	--	-626.52	-2,289.13	-368.34
1.重新计量设定受益计划净负债或净资产的变动(万元)	--	-626.52	-2,289.13	-368.34
（二）以后将重分类进损益的其他综合收益(万元)	35,994.80	6,198.09	-4,405.32	-59,966.78
1.权益法下在被投资单位以后将重分类进损	4,299.92	3,958.42	-1,610.39	-30,701.65

益的其他综合收益中享有的份额(万元)				
2.可供出售金融资产公允价值变动损益(万元)	32,232.21	3,398.97	-44,946.48	-305.91
4.现金流量套期损益的有效部分(万元)	--	--	996.65	2,785.39
5.外币财务报表折算差额(万元)	-537.33	-1,159.31	41,154.90	-31,744.61
归属于少数股东的其他综合收益(万元)	10,032.03	1,758.14	2,443.49	-70.44
八、综合收益总额(万元)	715,253.05	599,538.66	664,882.47	844,759.35
归属于母公司股东的综合收益总额(万元)	535,150.54	435,647.62	496,970.77	632,244.11
归属于少数股东的综合收益总额(万元)	180,102.51	163,891.04	167,911.70	212,515.24
审计意见(境内)	无保留意见	无保留意见	无保留意见	无保留意见
审计意见(境外)				
会计师事务所	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)	山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)
报表会计准则	新会计准则	新会计准则	新会计准则	新会计准则
公告日期	2015-03-31	2016-04-29	2017-04-29	2018-04-26

现金流量表(证券代码: 600690.SH 名称: 青岛海尔)				
	2014 年报	2015 年报	2016 年报	2017 年报
上市前/上市后	上市后	上市后	上市后	上市后
报表格式	一般企业	一般企业	一般企业	一般企业
报表类型	合并	合并	合并	合并
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金(万元)	9,121,678.61	11,086,908.89	13,653,655.24	16,324,396.63
客户存款和同业存放款项净增加额(万	--	--	--	--

元)				
收到的税费返还(万元)	30,581.13	61,221.79	79,896.46	113,815.68
收到其他与经营活动有关的现金(万元)	66,209.03	98,500.81	123,376.66	109,786.97
经营活动现金流入小计(万元)	9,218,468.76	11,246,631.48	13,856,928.35	16,547,999.28
购买商品、接受劳务支付的现金(万元)	6,424,623.93	8,116,199.15	10,131,180.50	11,134,250.99
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	693,522.34	786,449.74	1,213,105.99	1,632,864.22
支付的各项税费(万元)	552,398.58	727,243.54	634,810.27	783,517.89
支付其他与经营活动有关的现金(万元)	847,265.88	1,058,778.99	1,072,361.13	1,388,707.38
经营活动现金流出小计(万元)	8,517,810.73	10,688,671.42	13,051,457.89	14,939,340.48
经营活动产生的现金流量净额(万元)	700,658.04	557,960.06	805,470.46	1,608,658.80
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金(万元)	464.64	105,300.87	68,220.06	27,540.59
取得投资收益收到的现金(万元)	7,023.63	10,813.48	13,052.93	28,204.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额(万元)	9,668.79	1,120.85	26,093.23	19,127.04
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额(万元)	40,464.97	49,809.99	4,113.36	2,362.07
收到其他与投资活动有关的现金(万元)	4,308.42	1,097.25	1,004.25	19,173.04
投资活动现金流入小计(万元)	61,930.45	168,142.44	112,483.83	96,407.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(万元)	200,543.18	249,174.10	259,798.94	396,716.09
投资支付的现金(万元)	186,494.88	370,921.91	144,879.09	256,639.86
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额(万元)	--	567,226.63	3,664,735.08	5,233.44

支付其他与投资活动有关的现金(万元)	--	8,160.17	2,713.61	--
投资活动现金流出小计(万元)	387,038.06	1,195,482.81	4,072,126.72	658,589.39
投资活动产生的现金流量净额(万元)	-325,107.61	-1,027,340.37	-3,959,642.90	-562,182.06
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金(万元)	507,557.06	34,247.91	9,418.29	137,998.98
取得借款收到的现金(万元)	126,866.03	660,348.92	4,344,624.79	1,869,464.01
发行债券收到的现金(万元)	105,502.35	--	--	679,600.00
收到其他与筹资活动有关的现金(万元)	--	1,706.32	--	--
筹资活动现金流入小计(万元)	739,925.44	696,303.16	4,354,043.08	2,687,062.99
偿还债务支付的现金(万元)	148,303.88	693,999.03	1,168,505.46	2,292,211.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金(万元)	146,829.06	176,420.92	180,704.48	289,896.96
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润(万元)	13,865.78	--	--	--
支付其他与筹资活动有关的现金(万元)	8,859.81	15,444.28	22,328.23	12,666.00
筹资活动现金流出小计(万元)	303,992.75	885,864.23	1,371,538.17	2,594,774.31
筹资活动产生的现金流量净额(万元)	435,932.69	-189,561.07	2,982,504.90	92,288.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响(万元)	302.94	15,192.06	20,972.42	-34,288.01
五、现金及现金等价物净增加额(万元)	811,786.06	-643,749.32	-150,695.11	1,104,477.41
加：期初现金及现金等价物余额(万元)	2,042,107.71	3,112,031.97	2,472,458.57	2,329,523.94
六、期末现金及现金等价物余额(万元)	2,853,893.77	2,468,282.65	2,321,763.46	3,434,001.36
补充资料：				
1、将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润(万元)	669,226.22	592,208.95	669,133.43	905,164.92

加：资产减值准备(万元)	18,991.37	31,801.16	49,054.84	65,591.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧(万元)	70,540.26	95,447.23	214,955.83	240,467.33
无形资产摊销(万元)	4,791.24	5,439.10	24,132.55	33,455.52
长期待摊费用摊销(万元)	2,953.41	4,469.51	3,284.37	3,670.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(万元)	-5,346.08	-1,030.33	306.43	9,093.62
公允价值变动损失(万元)	--	9,022.31	-9,464.81	-61,407.13
财务费用(万元)	12,872.96	11,925.64	78,904.85	121,433.55
投资损失(万元)	-123,747.58	-132,030.22	-161,971.74	-148,180.01
递延所得税资产减少(万元)	1,093.89	-5,873.64	-39,812.06	-32,998.36
递延所得税负债增加(万元)	-103.24	-1,238.90	57,110.68	15,956.93
存货的减少(万元)	-77,290.15	37,258.38	-165,957.89	-672,679.20
经营性应收项目的减少(万元)	-132,993.98	449,080.68	-302,917.28	69,435.16
经营性应付项目的增加(万元)	244,776.84	-518,305.42	425,028.46	1,018,855.89
其他(万元)	14,892.88	-20,214.40	-36,317.20	40,798.21
经营活动产生的现金流量净额(万元)	700,658.04	557,960.06	805,470.46	1,608,658.80
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				
债务转为资本(万元)	--	78,944.54	--	122,322.01
一年内到期的可转换公司债券(万元)	--	--	122,322.01	--
融资租入固定资产(万元)	--	2,423.26	--	--
3、现金及现金等价物净变动情况				
现金的期末余额(万元)	2,853,893.77	2,468,282.65	2,321,763.46	3,434,001.36
减：现金的期初余额(万元)	2,042,107.71	3,112,031.97	2,472,458.57	2,329,523.94
现金及现金等价物净增加额(万元)	811,786.06	-643,749.32	-150,695.11	1,104,477.41

