

浙商证券股份有限公司

关于海尔智家股份有限公司

重大资产购买

之

估值分析报告

2020年7月

# 声 明

一、浙商证券股份有限公司（下称“浙商证券”）作为海尔智家股份有限公司（下称“海尔智家”或“公司”）以协议安排的方式发行 H 股私有化海尔电器的独立财务顾问及估值机构，在执行估值过程中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据浙商证券在估值分析工作过程中收集的资料，本报告陈述的内容是客观的。

二、本报告为浙商证券根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2018 年修订）》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供 A 股投资者使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、就报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的股票经纪人、律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、本报告的观点仅基于已披露的公开财务信息分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本报告亦不对收购完成或失败后标的公司的交易价值或海尔电器的股价做出评价。上述因素超出了本报告的考察范围和职责范围。

八、目前市场上并无可比公司与标的公司在以下方面完全相同：市场地域、业务组成、业务规模、风险情况、资产规模、估值方法、会计政策、历史表现、未来预

期、市场空间、政治风险及监管环境等。投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为截至 2020 年 7 月 29 日对标的公司潜在价值的示意性分析。

九、相关可比交易与本次交易在以下方面存在一定差异：标的公司的业务范围、盈利能力、战略价值、协同效应、交易双方的市场地位、交易发生时的行业状况、政治及监管环境等。投资者应注意并无与本次交易在各方面完全可比的可比交易，相关可比交易分析仅为投资者提供参考。

十、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《海尔智家股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

## 摘要

本报告仅为海尔智家董事会提供参考，目的为分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。本报告所引用的市场价格数据截至 2020 年 7 月 29 日。

本报告主要采用可比公司法和可比交易法，并结合香港上市公司私有化溢价率情况作为本次交易的定价参考。基于可比公司、可比交易的估值情况，考虑到本次交易对于海尔智家的战略价值，以及 2008 年 1 月 1 日至本报告出具日公告的香港联交所已完成的换股私有化交易溢价率水平，本报告认为本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害海尔智家及其股东利益的情况。

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

# 目 录

声 明.....	1
摘 要.....	3
目 录.....	4
第一章 背景情况介绍.....	5
一、交易双方及交易标的概况.....	5
二、本次交易方案.....	11
三、本次交易背景及目的.....	14
四、报告目的.....	16
五、报告基准日.....	16
第二章 估值思路及方法.....	17
一、估值思路及方法比较.....	17
二、可比公司法.....	18
三、可比交易法.....	23
四、现金流折现法.....	31
五、香港上市公司私有化溢价情况.....	31
第三章 估值假设.....	33
一、一般假设.....	33
二、特殊假设.....	33
第四章 报告结论.....	34
一、报告结论.....	34
二、报告使用限制.....	34

# 第一章 背景情况介绍

## 一、交易双方及交易标的概况

### （一）上市公司概况

海尔智家是全球家用电器和智慧家庭解决方案的领导者、智慧家庭生态模式的开拓者，主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、净水器、厨电、小家电、U-home智能家居产品等的研发、生产和销售，致力于为全球用户提供全面的智慧家庭解决方案。海尔智家成立至今坚守“以用户为是，以自己为非”的经营理念，秉承“人是目的、有生于无”的企业价值观，通过创业、创新，不断适应时代发展。在海外市场，公司始终坚持自主创牌战略，通过自身持续耕耘与并购整合，先后收购日本三洋白电业务、美国 GE 家电业务、新西兰 Fisher & Paykel 公司、意大利 Candy 公司，持股墨西哥 MABE48.41%股权，构建起“研发、制造、营销”三位一体的当地市场竞争力。通过不断优化资源配置与平台共享、发挥全球战略协同优势，实现“海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA、Candy”七大世界级品牌布局与全球化运营。2019 年公司海外收入占比 47%，且近 100%为自主品牌收入，业务已覆盖亚、欧、美、澳、非等五大洲，向全球亿万用户群体提供成套家电产品与家庭场景解决方案。

### （二）协议安排交易对方概况

本次交易的标的资产为除海尔智家及香港海尔持有海尔电器的股份外，所有海尔电器已发行或在计划登记日前可能发行的股份，截至本报告书出具之日，海尔智家及香港海尔以外的股东持有海尔电器的股份数量为 1,530,175,386 股，占海尔电器已发行普通股股份总数的 54.32%。

本次交易为协议安排，协议安排的潜在交易对方为除本公司及香港海尔以外海尔电器的所有股东。

根据 3.5 公告，截至 2020 年 7 月 31 日，海尔电器已发行股份总数为 2,816,995,978

股，主要股东及其持股比例如下：

序号	股东名称	持股比例
1	香港海尔	31.74%
2	海尔智家	13.94%
3	HCH (HK)	11.95%
4	其他股东	42.37%

### （三）标的资产业务概况

海尔电器主要业务包括从事海尔集团下属品牌（“海尔”、“卡萨帝”和“统帅”）的洗衣机、热水器和净水器产品的研发、制造和销售；在中国分销海尔集团的电器产品；投资在中国发展的以日日顺为品牌的大件物流服务业务，涵盖家电、家居、健康器材等品类。

#### （1）洗衣机业务

根据中怡康监测数据，在中国国内市场，2019年按照销售额统计，海尔电器洗衣机业务实现线上和线下市场份额第一，线上和线下渠道市场占有率均达到36.3%。其中，高端品牌卡萨帝保持全年接近15%的增速，占海尔电器洗衣机的销售份额提升至10%以上。针对年轻消费者并主打性价比产品的统帅品牌2019年实现30%以上的增速，销售份额提升至8%以上。三大品牌覆盖广泛价位段，全面满足消费者洗护需求。

海尔电器致力于为用户提供卓越的洗护体验，通过持续产品创新和技术迭代，不断引领洗衣机行业的升级。2019年，海尔电器洗烘一体机和实现远程控制的智能化产品占整体洗衣机销售额的份额分别达到40%和57.7%，高于行业份额38.3%和33.2%。在最畅销的十款洗烘一体产品中，海尔电器以8款独占鳌头。海尔电器高端品牌卡萨帝始终引领行业标准，于2019年推出奢华系列融合纤洗护理机，通过搭载上下双筒以及超级喷雾空气洗、智能感应门体、紫外线杀菌等功能，提供集洗衣、烘干、护理于一体的智慧化衣物护理解决方案，为用户带来极致体验。融合系列带动海尔电器洗衣机在万元以上的滚筒市场份额达到75.5%。

同时，海尔电器新推海尔纤合洗衣机，以大桶径搭载直驱电机技术和超声物化空气洗功能，精确呵护高端面料，带动六千元以上的滚筒市场份额达到41.7%。而在波

轮产品方面，海尔电器洗衣机也有颠覆性突破。针对波轮洗衣机内外套桶容易积聚污渍、费水及占空间等问题，洗衣机产业创新性地提出单筒洗方案。通过研究并突破解决单筒降噪等技术难题，实现了行业首创的无外桶单桶洗衣机。该项目技术获得国际发明专利 2 项，实现单台节材节水节料，开启了波轮洗衣机行业新纪元。海尔电器洗衣机在波轮洗衣机人民币 3,500 元以上的市场份额达到 62.4%。

依托海尔电器全场景智慧成套解决方案，洗衣机产业积极整合服装、洗衣液、家纺家居、照明、健身器材等品牌商和提供方，探索搭建衣联网生态圈。通过研究用户洗护习惯，创新性开发了阳台、卫生间、衣帽间等智慧洗衣场景，并衍生定制个性化方案。其中，智能阳台方案将洗衣机、干衣机、晾衣架、阳台柜、健身器材等整合在阳台空间，并通过智家云实现洗衣机与干衣机、晾衣架、窗帘等设备之间的互联互通，创造洗烘联动、洗晾联动和语音洗衣等智能体验。用户可以一边音乐健身，一边完成衣物洗、烘、晾的操作。同时，衣联网团队持续收集用户反馈，在洗护之外满足用户在阳台上休闲、种植绿植等需求，不断迭代开发新的阳台场景。场景化销售极大提升用户成套购买动力，2019 年智慧阳台销量达到 11 万套，相应客单价达到人民币 9,705 元。未来，海尔电器将深化与服装面料、家居厂商在生产端、研发端及销售端的合作，为用户提供衣物洗、护、存、搭、购、回收的全生命周期解决方案。

在积极探索智能场景销售的同时，海尔电器运用多样化营销手段，实现精准投放。海尔专卖店开创“洗衣先生”店中店，为用户免费护理高端皮草、真丝等面料，持续推广卡萨帝品牌及具有“空气洗”功能的产品。部分门店与意见领袖合作，通过直播平台实时展示超预期的洗护效果，极大激发了用户的购买积极性。同时，面对乡村市场大量机型陈旧、机龄超期问题，部分乡镇专卖店更换“换新站”招牌，吸引用户换购。直销员更是深入乡镇用户家中，通过引导提升健康洗护意识，以及主动提供免费清洗和拆旧换新服务，赢得乡镇用户换购热情，促进下沉市场的换新消费成为重要销售增量。

洗衣机业务积极推进超级工厂和智能化大规模定制，制造效率得到极大提升。海尔电器通过对产品从创意立项、订单收集、设计研发到生产的全流程管控及大数据智能分析，更好地优化了决策并提高了全流程响应速度，2019 年交付周期由 22 天缩短至 18 天。海尔电器现有洗衣机产线覆盖区域广泛，工厂产能利用率持续优化。同时，洗衣机工厂积极探索对 5G、人工智能、虚拟现实、区块链、工业云等技术的应用，力



求不断提升效率和竞争力，降低生产成本，为行业树立大规模智能化定制的标杆。

## （2）热水器和净水器业务

海尔电器热水器和净水器业务板块包括热水器全系列产品以及净水器全系列产品，致力于成为围绕全屋净水、全屋软水、全屋热水、全屋采暖及节能用水等场景的智慧家庭用水解决方案提供商，并集合卫浴智能硬件共同打造智慧浴室生态圈。

### ① 热水器业务

海尔电器的热水器业务包括电热、燃热、太阳能、热泵在内的全系列产品，致力于为消费者提供安全、舒适、节能的全屋热水、全屋采暖解决方案。根据中怡康监测数据，在中国国内市场，2019年按照销售额和销售量统计，海尔电器热水器业务的线下市场份额分别达到20.5%和21.4%。2019年，主打高端市场的卡萨帝热水器业务实现超过30%增长，专注年轻消费者的Leader实现超过10%增长。

电热水器作为海尔电器热水器板块的主要产品，占据行业领先地位。海尔电器电热水器锐意创新，开发净水洗、3D梯度加热和储即结合等技术，实现全效除垢抑菌、超薄瞬热和8倍出水量增容效果，满足了用户不断升级的用水频次和水质健康需求。其中卡萨帝天沐系列实现了十二倍超大水量增容，达到行业最薄尺寸且能实现快速预热。此外，海尔电器践行智慧家庭战略，推出了智慧浴室成套解决方案，依托U+大数据平台和海尔AI人工智能技术，实现了浴前暖风、浴后除湿的浴室场景体验，达到智能、节能和舒适的洗浴效果。海尔电器优异的产品创新实力和时尚简约的设计获得了国际认可，其电热产品天沐MAX系列获得艾普兰创新产品奖、德国IFA产品创新成果奖，天沐风裳VP系列也斩获德国红点设计大奖和IDEA设计奖。

为提高产品安全性、稳定性和舒适性，燃热产品开发出主动消除一氧化碳专利技术和瀑布洗零冷水技术，使一氧化碳排放量比国家最低标准低60倍，同时显著提高洗浴舒适度，成功打造爆款产品。卡萨帝瀑布洗零冷水技术获得中国家电院年度技术创新成果奖，相关零冷水产品也获得了德国iF工业大奖。海尔电器燃气热水器抓住健康清洁类家电高速发展的新趋势，推出了过滤、铜水管抑菌、铜水箱抑菌、银离子杀菌、60度高温杀菌的五重抑菌技术，并快速将银离子杀菌功能切换到爆款产品，迅速占据市场份额。

在新能源产品方面，海尔电器基于太阳能和热泵技术，开创性地推出了太空能热水器产品，为用户提供全天候、高效、节能的制热解决方案，太空能系列产品荣获国家科技进步奖和艾普兰设计大奖。

## ② 净水器业务

海尔电器的净水器业务包括家用末端净水、家用全屋净水和商用净水解决方案。根据中怡康监测数据，在中国国内市场，按照销售额统计，净水器业务在 2019 年实现线上市场份额 13.0%，线下市场份额 7.0%。

在巩固家用末端净水市场的同时，家用全屋净水和商用净水是海尔电器未来重要的发展方向。2019 年，海尔电器联合中国标准化协会发布了《智能全屋净水系统通用技术要求》标准，首次基于物联网时代消费升级和用户的新体验要求，对智能全屋净水系统通用技术提出了规范化、系统化要求。海尔电器推出的全屋净水博睿套系搭载了 FEV2.0 技术，可实现“自动档+豪华大屏+净化效果全程可视”的智慧体验，并创新整合了物联网、云平台、大数据分析，为用户主动提供水质监测、滤芯寿命预警、滤芯更换提醒、定期保养等一站式管家服务。2019 年，海尔电器与欧洲著名的水处理领先集团 BWT 公司签署协议，在中国成立合资生产公司及合资销售公司，向消费者提供高端全屋净水产品。海尔电器与 BWT 公司共同推进双品牌战略，充分整合双方在技术、资源、平台、服务等方面的优势，建设全球一流的智能制造互联工厂，不断迭代智能产品，为高端用户打造全天候、全场景的全屋净水方案。

## （3）渠道服务业务

自 2015 年底向零售端管理转型以来，海尔电器不断推进市场占有率的扩大以及渠道效率的提升。

首先，贯彻智慧家庭战略，打造智家定制个性化沉浸式体验。海尔电器力求打造领先的智慧家庭美好生活服务平台，通过塑造沉浸式消费体验，提供成套设计、成套销售和成套服务的“一站式、全场景、定制化”解决方案。2019 年，首个智家定制体验中心于上海建成并正式开业，001 号体验中心通过全息 3D 技术向用户展示了围绕智慧客厅、智慧厨房、智慧浴室、智慧卧室和智慧阳台五个物理空间的未来家图景，并提供了全屋用水、全屋洗护等七个全屋解决方案，以及多种个性化场景搭配方案。用户可以通过语音互联、多屏交互及声温感应等技术，实时体验智能化居家生活。001

号体验中心重塑了用户体验，极大激发了场景化套系化购买动力。在开业的四个月时间内，吸引大量用户签约，智能家电场景方案单用户平均价格达到 25 万元，最高用户单价超过 50 万。

2019 年，渠道服务业务通过利用爆款成套方案进行实景塑造，一方面借助 AR、VR 技术改造升级智家体验店；一方面拓宽与整装公司、家居定制厂商、暖通水服务商和智能家居提供方的合作，开设全新智慧家庭门店。随着 5G 赋能智慧家电，智家定制战略将释放更大潜力。

其次，开展统仓统配项目，提升门店竞争力。针对三四线城市服务商管理不透明，传统网络拓展所需资产较重等问题，海尔电器启动统仓统配项目。统仓统配项目将服务商的库存商品归集至海尔云仓，由海尔物流进行统一的仓储、配送管理，从而实现四个效率提升：即产品效率提升、流程效率提升、人员效率提升和物流效率提升。2019 年，统仓统配项目在全国范围内覆盖 13,415 个乡镇，实现乡镇销售额同比显著增长，产品流通效率提高，SKU 大幅优化，不良品率同比下降，配送及时率达到 99.4%。云仓部分货源实现共享，专卖店占用资金也大大降低。统仓统配项目的开展，极大提升了海尔专卖店竞争力。海尔电器将持续发力，实现统仓统配项目在全国所有乡镇网络的覆盖，并同步推广为终端用户提供统一配送服务。

在统仓统配项目整合物流网络的同时，海尔电器持续推进专卖店渠道营销网、信息网、物流网和服务网的四网融合。目前，海尔电器已通过信息化系统“巨商汇”和“易理货”平台实现对所有专卖店和服务商的覆盖，做到售前售后全流程数据可视化。未来随着统仓统配全面落地及服务网络的继续整合，赋能专卖店渠道的效率和业绩将持续提升。

再次，启动智家 APP 项目，推进线上线下一体化。随着智家定制战略深入用户，海尔电器积极打造并推广线上智家 APP 平台。智家商城为全国专卖店提供网上开店入口，从而聚合所有用户资源，实现线上线下渠道融合。在信息端，无论在线下经销商加盟店、线上智家 APP 购物，信息均会自动传输到智家 APP。而在服务端，线上商城购物也由对应专卖店提供库存及服务。智家 APP 有力汇聚线上用户资源并分享给线下专卖店，从而为每个门店搭建高效的线上线下一体化销售平台，推动业绩增长。该平台通过在 2019 年年末 3 个月的推广，月度活跃用户数高达 275 万。

最后，丰富营销手段，强化品牌赋能。2019年，海尔电器运用丰富的营销手段，强化品牌认知，提升用户黏性。一方面，通过入选央视强国品牌计划、在著名影视作品如《我和我的祖国》、《中国机长》中的品牌植入，不断提升品牌认可。另一方面，充分运用微信、微博、抖音、小红书等新兴社交媒体，通过内容创新引爆话题并对口碑进行持续发酵。

而在电商渠道方面，海尔电器结合直播、短视频等内容载体，以及AR等场景化体验手段，充分展示高端产品及智能成套产品，显著带动电商客单价的提升。同时，通过不断优化视频和直播内容质量，推进店铺直播的日常化，用户对优质产品的认识更为全面，到店转化率得到有效提升。丰富的营销手段将为品牌认知度的提升和渠道业务的发展提供源源不断的动力。

## 二、本次交易方案

### （一）本次交易的方式

本次交易按照百慕大公司法第99条以协议安排的方式实施。

### （二）本次交易的交易标的

本次交易的交易标的为除海尔智家及香港海尔持有海尔电器股份外，所有海尔电器已发行或在计划登记日前可能发行的股份。为免歧义，计划股份包括由海尔智家除香港海尔以外的一致行动人持有的海尔电器股份。

### （三）本次交易的交易各方

本次协议安排计划的要约人为海尔智家。

本次协议安排计划的交易对方为海尔电器除海尔智家及香港海尔以外的全体股东。具体的交易对方以计划登记日登记的海尔电器股份持有人为准。其中，海尔电器股东HCH (HK)已作出不可承销的承诺，将按照私有化方案文件认可的方式，接受和批准海尔智家发出的私有化方案，并配合海尔智家在海尔电器股东特别大会及其他与本次交易相关的会议中，就本次交易中海尔智家提出的相关议案投赞成票，并配合海尔智家按照海尔智家的私有化方案完成海尔电器私有化。

#### (四) 交易对价

本次交易系以海尔智家新发行的 H 股股份作为私有化对价，以协议安排的方式私有化海尔电器，换股比例上市公司经过综合考虑后确定。

根据百德能出具的《H 股估值报告》，截至《H 股估值报告》出具之日，海尔智家 H 股价值的预估范围为 16.45 元/股-16.90 元/股（约等于 18.23 港元/股-18.72 港元/股）<sup>1</sup>。基于上述估值、换股比例及现金付款金额，与截至本估值分析报告出具之日的计划股份数量，计划股东在私有化提议下可获得的海尔智家 H 股股份及现金付款的理论总价值约为 429.79 亿元-440.73 亿元（约等于 476.08 亿港元-488.18 亿港元）。

#### (五) 本次交易的预计发行股份数量

若海尔电器私有化协议安排生效，公司预计将发行不超过 2,857,351,251 股 H 股股票，具体如下：

发行对象	H 股发行数量（股）
协议安排计划股东[注 1]	2,448,280,618
可交换债券持有人[注 2]	409,070,634
合计	2,857,351,251

注 1：仅包括截至本报告书出具之日的协议安排计划股东

注 2：假设在计划登记日前，可交换债券持有人全部行使换股权，并考虑到海尔电器 2019 年末期股息对 H 股发行数量的影响。

截至本报告书出具之日，海尔智家已发行本金总额为 8,000,000,000 港元的海尔智家可交换债券，其可交换为约 2.51 亿股目前由香港海尔持有的海尔电器股份（约占海尔电器当前已发行股本总额的 8.90%）。可交换债券持有人在根据可交换债券条款及条件行使换股权后，将有权按每 1,000,000 港元本金的债券换取 31,356.5773 股海尔电器股份。基于前述内容，截至本报告书出具之日，以海尔智家可交换债券换取海尔电器股份的当前隐含转换价格约为 31.89 港元。海尔电器股东已批准向截至 2020 年 7 月 3 日海尔电器股东名册中登记的股东支付 2019 年末期股息。海尔电器 2019 年末期股息将于 2020 年 8 月 3 日或前后予以支付。根据可交换债券条款及条件，如果在下述 EB 转 CB 方案生效前，就可交换财产支付或派付海尔电器 2019 年末期股息，则需要纳入额外的海尔电器股份，构成可交换财产的一部分。

尽管可交换债券条款及条件允许 Harvest、海尔智家或香港海尔在就可交换财产收到海尔电器 2019 年末期股息金额（构成可交换财产的一部分）之日后，将现金分派金额用于在市场上购买额外的海尔电器股份，但 Harvest、海尔智家或香港海尔目前尚没有行使该权利的意愿。反之，可交换债

<sup>1</sup> 根据百德能出具的《H 股估值报告》，海尔智家 H 股价值的预估范围保留五位小数的数值为 16.45465 元/股-16.90118 元/股（约等于 18.22664 港元/股-18.72116 港元/股），本报告书相关计算以上述数据为基础。

券条款及条件第 6(f)条载列的调整机制将生效，据此，根据所列明的以下公式计算的额外的海尔电器股份将被视为纳入可交换财产：

额外的海尔电器股份 = (现金分派金额 / 派息支付日期后第 11 个交易日的理论购买价格)，

其中：

任何日期的理论购买价格将等于海尔电器股份在前 10 个交易日内（不含当日）的平均收盘价格。

仅作说明之用，假设根据可交换债券条款及条件第 6(f)条，因海尔电器 2019 年末期股息基于海尔电器股份于本报告书出具之日前十个交易日（不包括于本报告书出具之日）的平均收盘价对可交换财产进行调整，这将导致纳入 4,816,527 股额外的海尔电器股份，构成可交换财产的一部分。因此，海尔智家可交换债券兑换为海尔电器股份的隐含交换价格将约为 31.29 港元。

香港海尔目前持有的海尔电器股份不构成计划股份的一部分。若可交换债券持有人于计划登记日前行使其换股权并成为海尔电器股东，则该等可交换债券持有人持有的海尔电器股份将构成计划股份的一部分。因此，于协议安排计划生效后，作为协议安排计划的一部分，海尔智家将根据换股比例发行该数目的海尔智家 H 股，于计划登记日，海尔电器将支付现金，乘以已行使换股权并成为海尔电器股东的可交换债券持有人所持有的海尔电器股份数目。若可交换债券持有人在计划登记日前尚未行使转换权，则由香港海尔或当时的可交换财产持有人持有的任何剩余海尔电器股份（构成可交换财产的一部分）将不构成计划股份的一部分，且不会于计划生效时被注销，但将纳入作为拟撤销上市的海尔电器股份的一部分。

## （六）交易对价的支付方式

本次交易拟通过如下方式向海尔电器除海尔智家及香港海尔以外的其他股东进行支付：

- 1、由上市公司向海尔电器除海尔智家及香港海尔以外的其他股东发行 H 股；
- 2、由海尔电器向海尔电器除海尔智家及香港海尔以外的其他股东支付现金付款。

## （七）提出私有化方案的先决条件

下列条件达成后，私有化方案将被提出：

- （1）中国证监会已批准以介绍上市的形式而拟议发行海尔智家 H 股；
- （2）联交所上市委员会已批准拟发行的海尔智家 H 股（作为注销计划下计划股份的对价）在联交所以介绍上市的形式上市及买卖；
- （3）必要决议已获出席海尔智家股东大会的独立海尔智家股东以至少三分之二的投票权投赞成票通过；及
- （4）必要决议已获分别出席海尔智家 A 股类别会议及海尔智家 D 股类别会议的

海尔智家 A 股股东及海尔智家 D 股股东以至少三分之二的投票权投赞成票通过；

海尔智家不得豁免以上任何一项先决条件。

### （八）本次交易决议有效期

本次 H 股发行的股东大会及类别股东会决议有效期为自股东大会及类别股东会审议通过有关决议之日起 12 个月。

## 三、本次交易背景及目的

本次交易与整合是海尔智家落实物联网智慧家庭生态品牌战略的关键举措，旨在通过优化股权及管理架构，开展业务深度整合，在全球范围内进一步优化配置资源。海尔智家将通过资源共享与发挥协同放大竞争优势，实现场景引领与生态引领。

1、落地物联网智慧家庭生态品牌战略，进一步深化跨品类的整合协同，放大平台价值

随着用户对美好生活需求的不断提升以及物联网、大数据、云计算、人工智能等技术的发展，家电消费呈现家电家居一体化、套系化、智能化、场景化的发展趋势。行业逐步呈现出“电器→网器→场景→生态”的演变趋势，最终，产品被场景替代，行业被生态覆盖。

目前海尔已进入第六个战略发展阶段——物联网智慧家庭生态品牌战略阶段。海尔智家及海尔电器在各自经营品类中已实现电器/网器级的单品引领，正在实现智慧家庭解决方案的成套引领，并将进一步实现场景引领，最终实现生态引领，从而为用户提供各品类一致的、全流程、可持续并不断迭代的智慧家庭体验。

通过本次交易，海尔智家及海尔电器将进一步深化跨品类、全流程的整合协同，共享智慧家庭业务发展平台，放大战略价值。一方面，整合产品品类发展智慧家庭解决方案，提升智慧家庭解决方案竞争力和用户体验。另一方面，共建共享智慧家庭体验云，进一步深化线上线下融合，为用户提供全生命周期的定制服务最佳体验。

2、提高全流程运营效率，提升全球协同能力

随着国内大家电产业步入成熟发展阶段，行业集中度持续提升，份额提升与结构升级成为龙头公司成长的主要驱动因素。渠道生态日益多元化，电商渠道下沉冲击传统销售模式，驱动企业提升全流程效率与组织转型，实现从分销到零售的变革。随着生活水平持续提升，新的品类持续涌现，公司需要集中资源抓住新产业增长机会，培育新的业务增长点。

随着公司全球布局完成与运营体系的日臻完善，公司在全球市场的产品引领、规模化本土生产、品牌集群、运营效率优势持续展现，近年来在全球主要市场持续实现高于行业的增长、市场份额不断提升，海外市场已经成为公司未来业绩增长的重要来源。

面对市场挑战和发展机遇，公司需通过主动加强内部整合与协同：一方面，提升全流程运营效率和竞争能力，包括“全品类一体化”的内部深度整合，建立基于智慧家庭解决方案下的统一的企划、研发、营销、服务体系，以及“全产业链数字化”的业务系统变革。另一方面，提升全球化业务布局的竞争优势，在全球范围优化资源配置（研发、采购、制造、渠道、服务能力，品牌、用户及生态伙伴资源），利用已经积累的成功市场经验，放大全流程的平台价值；并加速海外市场拓展。

### 3、优化股权及管理架构，改善公司治理，提升股东回报能力

目前海尔智家与海尔电器作为独立上市公司分别运营的方式存在一定的效率损失，影响了智慧家庭生态品牌战略的落地效果，限制了两家上市公司的长期发展。管理运营方面，部分产品品类、品牌及渠道分散在两家上市公司，重大业务决策流程跨越两家上市公司，造成时间和管理层精力的浪费，且覆盖全品类的海外业务主要隶属于海尔智家经营范围，存在潜在的同业竞争、关联交易导致的业务发展制约。资金利用和分红水平方面，当前股权架构限制了两家上市公司整体的资金管理效率，也限制了两家上市公司进行现金分红回报股东的能力。另外，实践中当前海尔智家海外员工也缺乏有效的股权激励平台。

通过本次交易，海尔智家及海尔电器将有效改善股权及管理架构，实现管理团队、员工、股东的利益一致，从而实现：第一，减少同业竞争及关联交易，提升管理协同与运营效率；第二，通过资金的统一管理、筹划，优化资金在海尔智家的配置，如改善海尔智家资产负债结构；第三，合理利用 H 股资本运作平台并解决海外员工激励问



题；第四，提升公司对股东的回报能力和回报水平。

#### **四、报告目的**

2020年7月30日，海尔智家第十届董事会第十次会议审议通过了本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关交易文件及信息披露文件。本报告仅为海尔智家董事会提供参考，分析本次交易的定价是否公允、合理以及是否存在损害公司及其股东利益的情形。报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

#### **五、报告基准日**

本次交易首次董事会召开日为2020年7月30日。本报告所引用的市场价格数据截至2020年7月29日。

## 第二章 估值思路及方法

### 一、估值思路及方法比较

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性分析。

可比公司法是根据标的公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

可比交易法是挑选与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，据此评估本次交易的定价是否合理。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下所述：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估

值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择合适的方法对本次交易定价的合理性予以考察和分析。

## 二、可比公司法

### （一）选择可比公司

海尔电器主要从事白色家电业务（洗衣机、热水器等），本次可比公司的选取遵循如下原则：

- 可比公司需以家电为主营业务，且其产品以洗衣机、热水器、净水器以及其他白色家电为主，品牌具有一定的知名度，在业务性质上与海尔电器可比；

- 可比公司需为大型家电企业，以保证其在规模上与海尔电器可比；

- 可比公司需为上市公司，以保证数据的可获得性、可靠性与可比性。根据以上原则，本报告最终选择以下 7 家公司作为海尔电器全球范围内的可比公司，分别为海尔智家、美的集团、格力电器、惠而浦、AO 史密斯、阿塞利克和伊莱克斯。以上可比公司为符合上述限制条件下本估值机构基于公开数据可获得的全口径可比公司列表。

### （二）可比公司基本情况

可比公司均为全球知名的白色家电制造企业，在各自的细分领域或地区市场均享有较高的知名度，且均为上市企业，市值在 100 亿元至 4,500 亿元之间，在规模上均属于大中型家电企业，符合本报告对可比公司的筛选原则，可比公司的基本信息如下表所示：

公司名称	上市地点	公司简介	市值 (百万人民币)
海尔智家	中国	海尔智家成立于 1989 年，是一家全球领先的美好生活解决方案服务商，主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电、U-home 智能家居产品等的研发、生产和销售以及渠道综合服务业务。公司拥有海尔、卡萨帝、统帅、美国 GE Appliances、新西兰 Fisher & Paykel、日本 AQUA、意大利 Candy 等七大世界级品	116,320

公司名称	上市地点	公司简介	市值 (百万人民币)
		牌，产品销往全球。	
美的集团	中国	美的集团成立于 1968 年，是一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团，主要家电产品有洗衣机、家用空调、商用空调、冰箱、微波炉、风扇、洗碗机、电磁炉等，产品在海内外均有销售。	443,503
格力电器	中国	格力电器成立于 1989 年，是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调企业，其空调产品销往 160 多个国家和地区，在国内外市场均占有较高的份额。	350,390
惠而浦	美国	惠而浦成立于 1911 年，是一家制造并销售大型家电的企业，主要产品包括洗衣机、冰箱、空调设备、烹饪器具、洗碗机、搅拌器及其他小型家电，为美国第一大家电品牌。	60,016
AO 史密斯	美国	AO 史密斯成立于 1874 年，是一家致力于制造住宅和商用热水器的公司，主要产品包括煤气热水器、电热水器、净水器以及空气净化器，在世界各地均有其产品销售。	55,122
阿塞利克	土耳其	阿塞利克成立于 1955 年，是一家致力于制造及销售白色家电的企业，主要产品包括洗衣机、冰箱、家用空调、商用空调、大型中央空调、微波炉、风扇、洗碗机、电磁炉等，其产品在土耳其销售，并出口至欧洲大陆、英国和突尼斯。	13,262
伊莱克斯	瑞士	伊莱克斯成立于 1919 年，是一家全球著名的家电与商用电器企业，主要产品包括厨电、冰箱、洗碗机、洗衣机、吸尘器、小家电、空调、热水器等，销售遍及 150 个国家市场。	36,830

注：

- 1、数据来源：Bloomberg、公司财报和其他公开资料；
- 2、市值为截至 2020 年 7 月 29 日前 30 个交易日的平均数据；
- 3、汇率为 1 港币=0.90278 人民币。

各可比公司的 EBITDA、净利润、企业价值和市值数据如下表所示<sup>1</sup>。

单位：百万人民币

公司名称	企业价值 (EV) <sup>2</sup>	市值 <sup>3</sup>	EBITDA	净利润 <sup>4</sup>
美的集团	464,498	443,503	31,122	24,211
格力电器	231,973	350,390	30,663	24,696
海尔智家 <sup>5</sup>	127,888	116,320	11,976	6,715
惠而浦	91,138	60,016	13,357	5,924
A. O. 史密斯	53,521	55,122	3,802	2,589
伊莱克斯	40,146	36,830	5,543	1,452

公司名称	企业价值 (EV) <sup>2</sup>	市值 <sup>3</sup>	EBITDA	净利润 <sup>4</sup>
阿塞利克	20,854	13,262	3,313	918

注:

- 1、数据来源: Bloomberg、公司财报; 财务数据为 2019 年年度财务数据
- 2、企业价值 (EV) = 市值 - 现金及现金等价物 (不包含限制性现金)、交易性金融资产及其他短期金融资产 (如理财产品) - 长期股权投资 + 付息债务 + 优先股 + 少数股东权益; 财务数据截至 2019 年 12 月 31 日;
- 3、市值为截至 2020 年 7 月 29 日前三十个交易日平均数据;
- 4、持续经营归母净利润口径;
- 5、海尔智家财务数据为经审计 2019 年数据;
- 6、汇率为 1 港币=0.90278 人民币。

### (三) 可比公司价值比率

常用的估值指标主要包括市盈率 (P/E)、企业价值比率 (EV/EBITDA)、市净率 (P/B)、市销率 (P/S) 等, 以上估值指标的利弊比较及是否适用于标的公司如下表所示:

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
市盈率 P/E	1、以每股收益来衡量盈利能力, 是较为常见决定投资价值因素; 2、市盈率指标在投资领域被广泛使用; 3、实证研究显示市盈率差异与长期平均股票回报差异具有显著关联关系。	1、每股收益可以为负数, 将使得市盈率失去意义; 2、净利润波动较为剧烈, 且受多种因素影响, 导致市盈率指标不稳定; 3、净利润容易被管理层操纵。	适合。 近年来标的公司盈利水平稳定, 扣非归母净利润水平随业务发展稳步提升, 适合使用 P/E 与可比公司进行横向比较。
企业价值比率 EV/EBITDA	1、企业价值比率指标对于计算财务杠杆差异较大的公司具有帮助; 2、企业价值比率指标对于评估重资产高折旧的公司具有帮助; 3、息税折旧摊销前利润通常为正值。	1、公司自由现金流量比息税折旧摊销前利润在估值理论上更加相关, 因此企业价值比率的准确性取决于息税折旧摊销前利润对自由现金流的解释程度; 2、如果短期内净运营资本持续积累或资本支出大量增加, 则会导致息税折旧摊销前利润高估自由现金流, 降低企业价值比率的准确性; 3、如果期间出现营运相	适合。 由于可比公司的财务杠杆各有不同, 因此用企业价值比率能够消除这一差异, EBITDA 能够较为真实的反映标的公司的运营盈利情况。

估值指标	优点	缺点	是否适合标的公司及原因
		关的较大额非经常性损益或非现金支出，则会导致息税折旧摊销前利润低估自由现金流，降低企业价值比率的准确性。	
市净率 P/B	1、对于实体性资产较多且资产账面价值能可靠计量的行业，例如资源类、制造业、金融类企业等，市净率较为适用； 2、净资产为累计数值且通常为正值，因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用； 3、每股净资产比每股收益更加稳定，因此当每股收益剧烈波动时市净率指标往往更加有用； 4、实证研究显示市净率对于解释长期股票回报差异时具有帮助。	1、当公司具有显著规模差异时市净率可能具有误导性； 2、会计政策差异可能导致股东运用市净率对于公司真实投资价值的判断错误； 3、通货膨胀和技术变革可能导致资产的账面价值与公允价值之间差异显著。	不适合。 标的公司处于家电行业，属于强现金流行业，并不关注账面资产价值且 P/B 不能有效反映企业的盈利能力。
市销率 P/S	1、市销率对于经营亏损的公司依旧适用； 2、与每股收益和账面价值不同，销售收入往往难以被操纵或扭曲； 3、实证研究显示市销率的差异与长期平均股票回报差异显著相关。	1、高额的销售收入并不意味着高额的营业利润，因此市销率并不反应不同公司之间的成本结构差异； 2、尽管不像利润那样容易被扭曲，但销售收入的确认方式仍可能扭曲销售预测。	不适合。 由于各家公司的成本结构不同，净利润率也各不相同，用市销率无法准确反映公司的盈利能力。

综合上表分析，常用的估值指标中，EV/EBITDA 和 P/E 是适合标的公司的估值指标。由于本次估值分析过程中不对标的公司进行任何的财务预测，因此选择历史指标较为合适。根据相关分析计算，可比公司的 EV/EBITDA 和 P/E 如下表所示：

可比公司	EV/EBITDA	P/E
美的集团	14.9x	18.3x
格力电器	7.6x	14.2x
海尔智家	10.7x	17.3x
惠而浦	6.8x	10.1x
A. O. 史密斯	14.1x	21.3x

可比公司	EV/EBITDA	P/E
伊莱克斯	7.2x	25.4x
阿塞利克	6.3x	14.4x
中值	<b>7.6x</b>	<b>17.3x</b>
均值	<b>9.7x</b>	<b>17.3x</b>
市值加权均值	<b>11.2x</b>	<b>16.6x</b>

注：

1、数据来源：Bloomberg 截至 2020 年 7 月 29 日的的数据；

2、海尔智家的 EBITDA、净利润（持续经营业务归母口径）为经审计 2019 年年度数据，股权价值与企业价值的差额计算基于 2019 年 12 月 31 日数据。其余公司 EBITDA、净利润（持续经营业务归母口径）为 2019 年年度数据，股权价值与企业价值的差额计算基于 2019 年 12 月 31 日数据。

#### （四）可比公司法分析结果

根据百德能出具的《H 股估值报告》，截至《H 股估值报告》出具之日，海尔智家 H 股价值的预估范围为 16.45 元/股-16.90 元/股（约等于 18.23 港元/股-18.72 港元/股）。基于上述估值、换股比例及现金付款金额，与截至本报告出具之日的海尔电器已发行的总股份数量，海尔电器在私有化提议下的理论总价值约为 791.23 亿元-811.36 亿元（约等于 876.44 亿港元-898.73 亿港元），中值为人民币 801.30 亿元（约等于 887.59 亿港元）。

考虑截至 2019 年 12 月 31 日的海尔电器付息债务、现金及现金等价物、交易性金融资产及其他短期金融资产、少数股东权益及长期股权投资，海尔电器在本次私有化提议下的企业价值为人民币 568.75 亿元（约等于 630.00 亿港元）。

根据经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计的海尔电器的财务报告<sup>1</sup>，海尔电器 2019 年实现的 EBITDA 为 45.86 亿元，归属于母公司的持续经营业务净利润为 41.00 亿元。因此本次交易的 EV/EBITDA 为 12.40x，P/E 为 19.55x，相关指标如下表所示：

EBITDA (百万元)	归属于母公司的持续 经营业务净利润 (百万元)	EV/EBITDA	P/E
4,585.86	4,099.52	12.40	19.55

注：

1、数据来源：安永华明（2020）专字第 60464982\_J01 号《审计报告》。

根据可比公司的估值情况，EV/EBITDA 的中值为 7.6x，平均值为 9.7x，市值加权均值为 11.2x；P/E 的中值为 17.3x，平均值为 17.3x，市值加权均值为 16.6x。本次交易的 EV/EBITDA、P/E 与可比公司估值水平相比，处于合理区间内。

综上，基于可比公司的估值情况，考虑到本次交易对于海尔智家有一定的战略价值，本次交易中海尔电器相关资产的交易作价具有合理性与公允性。

### 三、可比交易法

#### （一）选择可比交易

根据海尔电器的经营范围及所处行业，本次估值中可比交易的选取遵循如下原则：

- 最近十年（2010 年-2019 年）内公告并完成的交易
- 标的公司为大型白色家电（冰箱、洗衣机、空调等）生产企业（不包括黑电生产企业），且与海尔电器业务范围相似；
- 可比交易涉及重要股权转让且交易价值可观

本报告最终选择以下 9 个交易作为本次估值分析的可比交易（代表符合上述限制条件下基于公开数据可获得的全部可比交易列表：

- 1. 美的集团收购小天鹅 43.77% 股权；
- 2. 青岛海尔收购意大利家电制造商 Candy 100% 股权；
- 3. 海信集团收购斯洛文尼亚家电制造商 Gorenje 62.46% 股权；
- 4. 青岛海尔收购美国通用电器家电业务资产 GEA；
- 5. 美国家电制造商 Middleby Corporation 收购英国家电制造商 Aga Rangemaster Group 100% 股权；
- 6. 惠而浦收购意大利家电制造商 Indesit 100% 股权；
- 7. 博世-西门子家用电器集团收购波兰小家电制造商 Zelmer 100% 股权；



- 8. 海尔集团收购新西兰家电制造商斐雪派克 80% 股权；
- 9. 伊莱克斯收购智利家电制造商 Compania Tecno Industrial 100% 股权。

## （二）可比交易基本情况

1. 可比交易 1：美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）收购无锡小天鹅股份有限公司（以下简称“小天鹅”）47.33% 股权

2018 年 10 月 23 日，美的集团向小天鹅（股票简称：小天鹅 A、小天鹅 B，股票代码：000418.SZ、200418.SZ）除美的集团及 TITONI 外的所有换股股东发行股票，交换该等股东所持有的小天鹅 A 股股票及小天鹅 B 股股票，目标股比占小天鹅总股本的 47.33%。美的集团本次换股吸收合并完成后，小天鹅终止上市并注销法人资格，美的集团或其全资子公司承继及承接小天鹅的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

小天鹅前身创立于 1958 年，并于 1997 年在深圳证券交易所上市。小天鹅洗衣机销量在国内市场较为领先，产品出口至 80 多个国家和地区，小天鹅 2017 年销售额达到 213.85 亿元。

此次交易中，小天鹅的企业价值约为 286.84 亿人民币，对应的 EV/EBITDA 为 13.02x。交易的具体情况如下表所示：

单位：百万人民币

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
美的集团	小天鹅	47.33%	14,383.2	28,684.8	发行股份	2,202.7	1,506.4	7,047.1

注：

- 1、数据来源：标的公司公告，标的公司财报；
- 2、交易宣布日期为 2018 年 10 月 23 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，标的公司净资产指截至 2018 年 6 月 30 归属于母公司股东的权益。

2. 可比交易 2：青岛海尔收购意大利家电制造商 Candy 100% 股权

2018年9月28日，青岛海尔拟通过境外全资子公司 Haier Europe Appliance Holding B.V.支付 4.75 亿欧元（根据中国人民银行公布的 2018 年 9 月 28 日银行间外汇市场人民币汇率中间价计算，折合人民币约 38.05 亿元）收购 Beppe Fumagalli、Aldo Fumagalli 及 Albe Finanziaria S.r.l 合计持有的意大利公司 Candy S.p.A（以下简称“Candy”）100%的股份。

Candy 成立于 1945 年，是意大利的国际家用电器制造商。旗下五大板块包括洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电、冰箱和售后服务与其他业务，2017 年实现净收入 11.6 亿欧元。其中，洗衣机板块是 Candy 收入的最主要来源，约占整体收入的 49%。Candy 公司业务遍布欧洲、中东、亚洲及拉美等地区，拥有位于欧洲和亚洲的 6 大专业生产基地、超过 45 个子公司和代表处，以及 2,000 多个售后服务中心与 6,000 余名服务专员。

该交易于 2019 年 1 月完成，Candy 的企业价值约为 6.29 亿欧元，对应的 EV/EBITDA 为 8.24x。

交易的具体情况如下表所示：

单位：百万欧元

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
青岛海尔	Candy	100%	475.00	629.00	现金	76.30	2.20	100.00

注：

1、数据来源：收购方公告，Dealogic

2、交易宣布日期为 2018 年 9 月 28 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，标的公司净资产指截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东的权益。

3. 可比交易 3：海信集团收购斯洛文尼亚家电制造商 Gorenje, d.d.（以下简称“Gorenje”）62.46%的股权

海信集团通过旗下海信卢森堡家电控股公司在 2018 年 5 月 29 日至 6 月 26 日以要约收购形式收购斯洛文尼亚家电制造商 Gorenje 家电公司的 62.46% 股权，要约价格为每股 12 欧元，共有持股总额为 15,254,871 股的 5,165 名股东接受了海信集团的收购要约。

Gorenje 诞生于 1950 年，斯洛文尼亚家电制造商，是欧洲四大家电集团之一，主要产品包括厨电、冰箱、洗衣机以及洗碗机等。Gorenje 2017 年销售额达到 8.02 亿欧元。

该交易于 2018 年 10 月底完成，Gorenje 的企业价值约为 7.01 亿欧元，对应的 EV/EBITDA 为 9.17x。

交易的具体情况如下表所示：

单位：百万欧元

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
海信集团	Gorenje	62.46%	183.06	700.51	现金	76.37	0.47	354.08

注：

1、数据来源：标的公司年报、公告

2、交易宣布日期为 2018 年 5 月 29 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，标的公司净资产指截至 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东的权益。

#### 4. 可比交易 4：青岛海尔收购美国通用电器家电业务资产 GEA

2016 年 1 月 14 日，青岛海尔宣布将以 54 亿美元的现金对价收购通用电气及其子公司所持有的家电业务资产（以下简称“GEA”）。

通用电气旗下家电业务已有长达 100 多年的发展历史，涵盖冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨房电器等多种家电产品。截至目前，通用电气已发展成为一个集厨电产品、制冷产品、洗衣产品、洗碗机和家庭护理产品于一体的综合型家用电器制造商，为消费者提供约 30 种不同类别、数千款不同型号的领先家用电器产品，在业内积累了丰富的行业经验、领先的研发水平和技术、强大的战略营销网络和世界级的物流和分拨能力，拥有极具影响力和竞争力的行业地位。

该交易于 2016 年 6 月完成，GEA 的企业价值约为 55.80 亿美元，对应的 EV/EBITDA 为 10.11x。

交易的具体情况如下表所示：

单位：百万美元

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
青岛海尔	GEA	100%	5,580.00	5,580.00	现金	552.00	222.93	2,085.00

注：

1、数据来源：GEA 新闻公告与青岛海尔备考财务报表

2、交易宣布日期为 2016 年 1 月 14 日（美国东部时间），标的公司的 EBITDA 为基于估值报告披露的数据。标的公司的净利润对应会计日期为 2014 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，标的公司净资产指截至 2015 年 12 月 31 日归属于母公司股东的权益。

5. 可比交易 5：美国电器制造商 Middleby Corporation 收购英国国家电制造商 Aga Rangemaster Group 100% 股权

2015 年 7 月 15 日，美国电器制造商 Middleby Corporation 宣布以 1.29 亿英镑的价格收购英国 Aga Rangemaster Group 的 100% 股权。

Aga Rangemaster Group 成立于 1939 年，是一家在英国伦敦证券交易所上市的控股公司，主要制造和销售各种炊具及厨电产品，包括炉具、油烟机、烤箱、冰箱等，旗下品牌包括 AGA、MERCURY、RAYBURN、GRANGE、FIRED EARTH、DIVERTIMENTI、AGA MARVEL、LEISURE、STANLEY 等。Aga Rangemaster Group 的总部设在英国，并在英国、北美、法国、加拿大和爱尔兰均拥有生产基地，其 2014 年的销售额达到 2.61 亿英镑。

该交易于 2015 年 9 月完成，Aga Rangemaster Group 的企业价值约为 1.33 亿英镑，对应的 EV/EBITDA 为 7.80x。

交易的具体情况如下表所示：

单位：百万英镑

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
Middleby Corporation	Aga Rangemaster Group	100%	129.2	132.6	现金	17.0	-3.2	104.1

注：

1、数据来源：SEC8-K 文件，标的公司财报；

2、交易宣布日期为 2015 年 7 月 15 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2014 年 7 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日，标的公司净资产指截至 2015 年 6 月 30 日的归属于母公司股东的权益。

6. 可比交易 6: 惠而浦收购意大利家电制造商 Indesit 100% 股权

2014 年 7 月 10 日, 美国家电制造商 Whirlpool Corporation (以下简称“惠而浦”) 宣布其位于意大利的全资子公司 Whirlpool Italia Holdings S.r.l. 以协议转让方式收购意大利家电制造商 Indesit Company S.p.A (以下简称“Indesit”) 发行在外的由 Fineldo S.p.A. 和 Merloni 家族合计持有的约 60.4% 股权, 随后 Whirlpool Italia Holdings S.r.l. 通过要约收购方式收购 Indesit 全部剩余股份。交易完成后, 惠而浦间接持有 Indesit 100% 的股权, 此次交易总对价达 11.35 亿欧元。

Indesit 是意大利著名家电制造商, 自 1975 年成立至今已有 40 余年历史, 公司于 1987 年在米兰挂牌上市。Indesit 旗下主要产品包括洗衣机、干衣机、洗碗机、冰箱、冷柜、炊具、微波炉等, 2013 年全年销售额为 26.7 亿欧元。其在全球拥有 8 个工业基地, 分别位于意大利、波兰、英国、俄罗斯和土耳其, 制冷产品年产能超过 400 万套, 洗衣机、干衣机年产能达到 500 万套, 厨具产品年产能达到 350 万套。

该交易于 2014 年 12 月完成, Indesit 的企业价值约为 16.32 亿欧元, 对应的 EV/EBITDA 为 8.45x。交易的具体情况如下表所示:

单位: 百万欧元

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
惠而浦	Indesit	100%	1,134.5	1,632.1	现金	193.2	19.5	481.5

注:

- 1、数据来源: SEC8-K 文件, 标的公司财报;
- 2、交易宣布日期为 2014 年 7 月 10 日, 标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日, 标的公司净资产指截至 2014 年 6 月 30 日的归属于母公司股东的权益。

7. 可比交易 7: 博世-西门子家用电器集团收购波兰小家电生产商 Zelmer SA (以下简称“Zelmer”) 100% 股权

2012 年 11 月 14 日, 博世-西门子家用电器集团 (Bosch und Siemens Hausgeraete GmbH) 宣布通过其在波兰的子公司拟以每股 40 兹罗提的价格要约收购波兰家电生产商 Zelmer 的全部股权, 交易对价为 6.08 亿兹罗提。

Zelmer 成立于 1951 年并在华沙证券交易所上市，是波兰著名的小家电生产商，其产品涵盖吸尘器、洗碗机、空气净化器、咖啡机等，并出口至俄罗斯、德国、美国、加拿大等诸多欧美国家。

该交易于 2013 年 3 月完成，Zelmer 的企业价值约为 6.72 亿兹罗提，对应的 EV/EBITDA 为 9.04x。交易的具体情况如下表所示：

单位：百万兹罗提

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
博世－西门子家用电器集团	Zelmer	100%	608.0	672.3	现金	EBITDA	净利润	净资产
						74.4	37.1	302.8

注：

- 1、数据来源：Dealogic, Bloomberg, 标的公司财报；
- 2、交易宣布日期为 2012 年 11 月 14 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2011 年 10 月 1 日至 2012 年 9 月 30 日，标的公司净资产指截至 2012 年 9 月 30 日归属于母公司股东的权益。

#### 8. 可比交易 8：海尔集团收购新西兰家电制造商斐雪派克 80% 股权

2012 年 9 月 11 日，海尔集团通过 Haier New Zealand Investment Holding Co Ltd 向 Fisher & Paykel Appliances Holdings Ltd（以下简称“斐雪派克”）发出全面收购要约，拟以现金支付对价方式收购其除海尔集团所持有的 20% 股权以外的全部剩余股份，交易价格为每股 1.28 新西兰元，该项交易总金额约为 7.42 亿新西兰元。

斐雪派克是新西兰国宝级电器品牌，其在全球 50 个国家和地区均有运营，生产基地遍布新西兰、中国、泰国、墨西哥和意大利。斐雪派克生产的炉灶、冰箱、洗衣机和洗碗机在新西兰市场广受欢迎，其开发的抽屉式洗碗机在美国也拥有良好市场。

该交易于 2012 年 11 月完成，斐雪派克的企业价值约为 9.83 亿新西兰元，对应的 EV/EBITDA 倍数为 12.56x。交易的具体情况如下表所示：

单位：百万新西兰元

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
海尔集团	斐雪派克	80%	741.60	982.50	现金	EBITDA	净利润	净资产
						78.20	18.40	605.20

注：

1、数据来源：Dealogic，Bloomberg，标的公司财报；

2、交易宣布日期为 2012 年 9 月 11 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2011 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日，标的公司净资产指截至 2012 年 3 月 31 日归属于母公司股东的权益。

9. 可比交易 9：伊莱克斯收购智利家电制造商 Compañia Tecno Industrial（以下简称“CTI”）100% 股权

2011 年 8 月 22 日，伊莱克斯（Electrolux AB）宣布将以约 2,498.09 亿智利比索的价格要约收购智利家电制造商 CTI 的 100% 股权。

CTI 成立于 1905 年，是智利本土的家用电器制造商，旗下品牌包括 Fensa、Mademsa 和 Somela。CTI 生产并销售包括冰箱和洗衣机在内的多种家电产品。

该交易于 2011 年 10 月完成，CTI 的企业价值约为 2,612.71 亿智利比索，对应的 EV/EBITDA 为 7.43x。

交易的具体情况如下表所示：

单位：百万智利比索

收购方	标的公司	收购股权比例	交易对价	EV	支付方式	标的公司财务指标		
						EBITDA	净利润	净资产
伊莱克斯	CTI	100%	249,808.7	261,270.7	现金	35,145.6	22,059.0	76,741.1

注：

1、数据来源：Dealogic，Bloomberg；

2、交易宣布日期为 2011 年 8 月 22 日，标的公司的 EBITDA 和净利润对应会计日期为 2010 年 7 月 1 日至 2011 年 6 月 30 日，标的公司净资产指截至 2011 年 6 月 30 日归属于母公司股东的权益。

### （三）可比交易的价值比率

由于海外并购交易通常以 EV/EBITDA 定价，可比交易 P/E 数据难以完整取得，因此在可比交易法分析时选取 EV/EBITDA 作为估值分析倍数。根据相关分析计算，上述 9 宗可比交易的 EV/EBITDA：

可比交易标的公司	EV/EBITDA
小天鹅	13.02x
Candy	8.24x

可比交易标的公司	EV/EBITDA
Gorenje	9.17x
GEA	10.11x
AGA Rangemaster	7.80x
Indesit	8.45x
Zelmer	9.04x
斐雪派克	12.56x
CTI	7.43x
中值	<b>9.04x</b>
平均值	<b>9.54x</b>

注：LTM 是指截至在交易公告前标的公司发布的最近一期财报前 12 个月的财务数据

#### （四）可比交易法分析结果

根据可比交易的估值情况，EV/EBITDA 的中值为 9.04x，平均值为 9.54x。本次交易的倍数情况请见本文第二章“二、可比公司法之（四）可比公司法分析结果”。本次交易的 EV/EBITDA 与可比交易的估值水平相比，处于合理区间内。

综上，基于可比交易的估值情况，考虑到本次交易对于海尔智家有一定的战略价值，本次交易中海尔电器相关资产的交易作价具有合理性与公允性。

## 四、现金流折现法

本次交易采用协议安排方式，在交易完成之前，受上市公司监管及商业保密限制不能提供详细的未来盈利及现金流预测，同时由于白电行业市场目前处于竞争较为激烈的状态，而现金流折现法的估值模型中变量和假设较多，可能会直接影响预测的准确性，因此本次交易未进行盈利及现金流预测。

## 五、香港上市公司私有化溢价情况

私有化交易对价一般可采用现金或者换股两种支付方式，根据本次估值目的，海尔智家将使用新发行 H 股作为交易对价私有化海尔电器，属于换股私有化交易。



以下选取了 2008 年 1 月 1 日至本报告出具日公告的香港联交所已完成的换股私有化交易（不包含实物分派及现金对价选择权的交易），以对比分析本次交易隐含溢价率的合理性及公允性。以下换股私有化交易案例代表符合上述限制条件下本估值机构基于香港联交所网站查询可获得的全口径交易列表。

首次公告日	标的公司	收购方	溢价率	
			首次公告前 1 交易日 收盘价	首次公告前 30 交易日 收盘均价
2017/9/8	中材股份	中国建材	19.19%	31.18%
2014/12/30	中国北车	中国南车	13.30%	23.85%
2010/5/19	骏威汽车	广州汽车	18.47%	27.09%
2008/6/2	中国网通	中国联通	3.02%	17.25%
<b>均值</b>			<b>13.50%</b>	<b>24.84%</b>
<b>中值</b>			<b>15.89%</b>	<b>25.47%</b>

注 1：未包含长江实业与和记黄埔的换股私有化交易，主要原因为该交易涉及实物分派，非纯换股私有化交易

在换股私有化案例中，私有化价格相比首次公告前一日交易收盘价、前一月交易收盘均价的溢价率均值为 13.50%、24.84%，中值为 15.89%、25.47%。

根据百德能出具的《H 股估值报告》，截至《H 股估值报告》出具之日，海尔智家 H 股价值的预估范围为 16.45 元/股-16.90 元/股（约等于 18.23 港元/股-18.72 港元/股）。基于上述估值、换股比例及现金付款金额，计划股东每股在私有化提议下可获得的海尔智家 H 股股份及现金付款的理论总价值对应本次交易公告前 1 交易日以及前 30 交易日海尔电器平均收盘价溢价率分别为 17.35% 以及 28.34%。基于香港联交所 2008 年 1 月 1 日至本报告出具日的换股私有化交易的溢价率水平，本次交易溢价率具有合理性与公允性。

## 第三章 估值假设

### 一、一般假设

#### 1、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

#### 2、持续经营假设

持续经营假设是指以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

### 二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

## 第四章 报告结论

### 一、报告结论

基于前述分析，本报告主要采用可比公司法和可比交易法，结合香港上市公司私有化溢价率情况，作为海尔电器估值参考，并对本次交易对价的合理性进行分析，认为本次交易的估值定价具有合理性与公允性，不存在损害海尔智家及其股东利益的情况。

### 二、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 7 月 29 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2020 年 7 月 29 日至 2021 年 7 月 28 日使用有效。

（本页无正文，为《浙商证券股份有限公司关于海尔智家股份有限公司重大资产购买之估值分析报告》之签字盖章页）

估值人员： \_\_\_\_\_

王 锋

王 建

浙商证券股份有限公司

2020年7月30日