

审慎推荐-A (维持)

海信电器 600060.SH

目标估值: 17.28-17.28 元

当前股价: 14.19 元

2017年08月17日

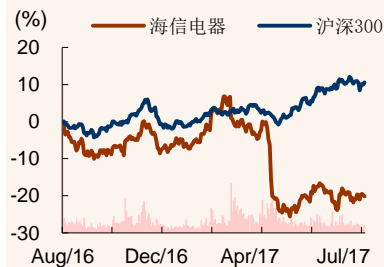
寻底之路

基础数据

| | |
|------------|----------|
| 上证综指 | 3268 |
| 总股本(万股) | 130848 |
| 已上市流通股(万股) | 130848 |
| 总市值(亿元) | 186 |
| 流通市值(亿元) | 186 |
| 每股净资产(MRQ) | 10.3 |
| ROE(TTM) | 11.1 |
| 资产负债率 | 35.7% |
| 主要股东 | 海信集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 39.53% |

股价表现

| | | | |
|------|----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 3 | -18 | -22 |
| 相对表现 | 3 | -26 | -32 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海信电器(600060)一业绩稳扎稳打, 彰显龙头本色》2017-03-03
- 2、《海信电器(600060)一行业竞争格局持续改善, 互联网运营依然可期》2017-02-14
- 3、《海信电器(600060)一用户持续增长, 运营静待爆发》2016-12-27

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

研究助理

吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- **事件描述:** 海信电器披露 2017 年中报。2017H1 公司实现营收 135.7 亿元, YoY+2.1%; 实现归母净利 4 亿元, YoY-46.6%。其中 2017Q2 单季实现营收 68.64 亿, YoY+11.4%; 归母净利 1.3 亿, YoY-39%。
- **投资思考: 艰难的寻底之路。** 尽管公司 Q2 收入端出现环比改善, 但单季净利润则创七年来新低; Q2 海信毛利率 13.12%, YoY-1.25pct, QoQ-1.28pct; 净利率 1.76%, YoY-1.61pct, QoQ-2.24pct。与 Q1 相比, Q2 业绩表现继续恶化; 而综合考量报表中的收付款以及存货等科目, 我们认为当前公司基本面仍在寻底, 对于拐点的期待还需更多耐心。
- **上游研判: 面板价格稳中有降趋势不改。** 由于面板价格松动时点在 Q2 季末, Q2 的成本压力整体与 Q1 相当, 因此面板的高价是 H1 业绩大幅下滑的主因。据 WitsView 最新面板价格, 32/43/55 寸面板均价 8 月分别下滑 1/4/5 美元, 延续 6 月以来的下行趋势。考虑到今年新产能的爬坡释放以及下游需求端并无明显的撬动支点, 面板价格仍有下探空间, 为电视厂商改善盈利创造条件。
- **存货解读: 喜忧参半。** 聚焦 H1 公司财报, 原材料库存维持高位, 但产品库存去化明显: 原材料方面, 2015 年末库存仅为 8.3 亿, 至 2016 年末达到 13.7 亿, 截止 17H1 为 13.3 亿, 仍处于历史高位, 公司或有较多高成本面板在手; 库存商品方面, 截止 17H1 仅有 17.5 亿, 与 2016 年末的 23.7 亿相比大幅下降, 并创五年内产品库存新低, 行业低迷时段进行库存去化将为后期的景气反弹有力蓄势。
- **行业景气: 等待黑电“大年”。** 已进入成熟期的电视行业内销量在 5000 万台左右波动, 大小年特征明显, 在 15、16 年连续两年的相对热卖后, 17 年行业景气回落亦无可厚非。17 年海外销售相对景气, 海信出口额 YoY+31%, 优于行业; 但考虑到 H1 汇率因素的影响, 产生 916 万得汇兑损失, 而去年同期则有 895 万的汇兑收益。展望 2018, 在体育赛事带来旺盛需求以及低基数的共同作用下, 景气回暖将成为大概率事件。维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示: 面板价格超预期上涨、A 股系统性风险。**

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 29007 | 31832 | 32778 | 34392 | 35748 |
| 同比增长 | 2% | 10% | 3% | 5% | 4% |
| 营业利润(百万元) | 1419 | 1835 | 1491 | 1976 | 2350 |
| 同比增长 | -21% | 29% | -19% | 33% | 19% |
| 净利润(百万元) | 1400 | 1759 | 1467 | 1878 | 2194 |
| 同比增长 | -12% | 26% | -17% | 28% | 17% |
| 每股收益(元) | 1.07 | 1.34 | 1.12 | 1.44 | 1.68 |
| PE | 13.3 | 10.6 | 12.7 | 9.9 | 8.5 |
| PB | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 18120 | 20331 | 21416 | 22357 | 23235 |
| 现金 | 2981 | 2596 | 3133 | 3246 | 3396 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 9348 | 8499 | 8751 | 9182 | 9544 |
| 应收款项 | 1742 | 2327 | 2376 | 2493 | 2591 |
| 其它应收款 | 67 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 存货 | 3465 | 3739 | 3890 | 4011 | 4144 |
| 其他 | 517 | 3162 | 3256 | 3416 | 3550 |
| 非流动资产 | 2584 | 2360 | 2147 | 1967 | 1815 |
| 长期股权投资 | 50 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 固定资产 | 1417 | 1226 | 1052 | 905 | 782 |
| 无形资产 | 221 | 227 | 204 | 183 | 165 |
| 其他 | 896 | 736 | 720 | 706 | 696 |
| 资产总计 | 20704 | 22691 | 23563 | 24324 | 25049 |
| 流动负债 | 9473 | 8967 | 11607 | 11016 | 10223 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 2348 | 1536 | 500 |
| 应付账款 | 5760 | 3901 | 4068 | 4194 | 4333 |
| 预收账款 | 523 | 344 | 359 | 370 | 382 |
| 其他 | 3190 | 4722 | 4833 | 4916 | 5008 |
| 长期负债 | 106 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 长期借款 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 其他 | 99 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 负债合计 | 9579 | 9081 | 11721 | 11129 | 10337 |
| 股本 | 1308 | 1308 | 1308 | 1308 | 1308 |
| 资本公积金 | 2259 | 2245 | 2245 | 2245 | 2245 |
| 留存收益 | 7253 | 9631 | 7837 | 9158 | 10637 |
| 少数股东权益 | 304 | 426 | 452 | 484 | 522 |
| 归属于母公司所有者权益 | 10820 | 13184 | 11391 | 12711 | 14191 |
| 负债及权益合计 | 20704 | 22691 | 23563 | 24324 | 25049 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------|---------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 955 | 2470 | 1447 | 1511 | 1886 |
| 净利润 | 1400 | 1759 | 1467 | 1878 | 2194 |
| 折旧摊销 | 345 | 412 | 235 | 202 | 174 |
| 财务费用 | (2) | (0) | 25 | 56 | 13 |
| 投资收益 | (45) | (47) | (47) | (47) | (47) |
| 营运资金变动 | (704) | 281 | (256) | (609) | (485) |
| 其它 | (40) | 65 | 24 | 32 | 37 |
| 投资活动现金流 | (394) | (2736) | (20) | (20) | (20) |
| 资本支出 | (412) | (292) | (20) | (20) | (20) |
| 其他投资 | 18 | (2444) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (487) | (1669) | (890) | (1379) | (1716) |
| 借款变动 | (15) | 218 | 2348 | (812) | (1036) |
| 普通股增加 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | (14) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (602) | (1952) | (3261) | (558) | (714) |
| 其他 | 129 | 79 | 22 | (9) | 34 |
| 现金净增加额 | 73 | (1934) | 537 | 113 | 150 |

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 29007 | 31832 | 32778 | 34392 | 35748 |
| 营业成本 | 24124 | 26554 | 27690 | 28546 | 29495 |
| 营业税金及附加 | 104 | 180 | 197 | 206 | 215 |
| 营业费用 | 2549 | 2252 | 2327 | 2511 | 2538 |
| 管理费用 | 819 | 970 | 983 | 1032 | 1072 |
| 财务费用 | (43) | (25) | 25 | 56 | 13 |
| 资产减值损失 | 80 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 45 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 营业利润 | 1419 | 1835 | 1491 | 1976 | 2350 |
| 营业外收入 | 263 | 344 | 344 | 344 | 344 |
| 营业外支出 | 23 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 利润总额 | 1659 | 2071 | 1726 | 2212 | 2585 |
| 所得税 | 216 | 282 | 234 | 301 | 353 |
| 净利润 | 1443 | 1789 | 1492 | 1910 | 2232 |
| 少数股东损益 | 43 | 30 | 25 | 32 | 38 |
| 归属于母公司净利润 | 1400 | 1759 | 1467 | 1878 | 2194 |
| EPS (元) | 1.07 | 1.34 | 1.12 | 1.44 | 1.68 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 2% | 10% | 3% | 5% | 4% |
| 营业利润 | -21% | 29% | -19% | 33% | 19% |
| 净利润 | -12% | 26% | -17% | 28% | 17% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.8% | 16.6% | 15.5% | 17.0% | 17.5% |
| 净利率 | 4.8% | 5.5% | 4.5% | 5.5% | 6.1% |
| ROE | 12.9% | 13.3% | 12.9% | 14.8% | 15.5% |
| ROIC | 10.7% | 11.4% | 9.2% | 11.9% | 13.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 46.3% | 40.0% | 49.7% | 45.8% | 41.3% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 10.0% | 6.3% | 2.0% |
| 流动比率 | 1.9 | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.9 | 1.5 | 1.7 | 1.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 存货周转率 | 7.4 | 7.4 | 7.3 | 7.2 | 7.2 |
| 应收帐款周转率 | 18.5 | 15.6 | 13.9 | 14.1 | 14.1 |
| 应付帐款周转率 | 4.4 | 5.5 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.07 | 1.34 | 1.12 | 1.44 | 1.68 |
| 每股经营现金 | 0.73 | 1.89 | 1.11 | 1.15 | 1.44 |
| 每股净资产 | 8.27 | 10.08 | 8.71 | 9.71 | 10.85 |
| 每股股利 | 0.49 | 1.41 | 0.43 | 0.55 | 0.64 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 13.3 | 10.6 | 12.7 | 9.9 | 8.5 |
| PB | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 11.2 | 12.9 | 10.1 | 8.9 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

纪敏，复旦大学，计算机专业学士和硕士。

2012-至今，任招商证券家电行业首席分析师。2016年获新财富家电行业第3名，水晶球家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名，保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第3名。2015年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2014年获新财富家电行业第3名，水晶球奖家电行业第4名，金牛奖家电行业第3名。2013年获新财富家电行业第5名，水晶球奖家电行业第5名，金牛奖家电行业第4名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。

2015-至今，任招商证券家电行业分析师。2015、2016年新财富家电行业第3名核心成员；2016年金牛奖家电行业第4名、2015年金牛奖家电行业第3名核心成员；2016年水晶球家电行业第5名、2015年水晶球家电行业第4名核心成员；2016年保险资管最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第3名。

隋思誉，北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学、经济学双学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。