

2019年10月22日

成本红利与 TVS 扭亏助力 Q3 业绩改善

海信电器 (600060)

| | | | |
|--------|------|--------------|------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 600060 |
| 上次评级: | 首次覆盖 | 52 周最高价/最低价: | 12.55/7.44 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 119.99 |
| 最新收盘价: | 9.17 | 自由流通市值(亿) | 119.99 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,308.48 |

事件概述

公司发布三季报, 2019 年前三季度实现营业收入 236.44 亿元, 同比下降 2.91%; 归母净利润 2.65 亿元, 同比下降 21.10%。其中 2019 年第三季度实现营业收入 85.4 亿元, 同比下降 17.4%, 归母净利润 2.02 亿元。

分析判断:

► 彩电行业需求疲软, Q3 收入承压。

据奥维云网(AVC)全渠道推总数据, 2019Q3 中国彩电市场零售量 1034 万台, 同比-3.6%; 零售额 277 亿元, 同比-10.4%。外出娱乐、手机直播、网站视频等渠道分流了消费者的娱乐时间, 导致电视需求下降, 同时房地产的需求拉动力减弱, 新增需求不足。在产品更新换代层面, 液晶电视的技术卖点创新力不足, 行业需求疲软下公司 Q3 收入承压, 2019Q3 实现营业收入 85.4 亿元, 同比下降 17.4%。2019Q3 内销市场需求不足拖累收入表现, 但外销市场增长稳健。

► 成本红利推动毛利率上行, 管理费用率改善提升盈利能力。

公司 2019 年前三季度毛利率水平 16.8%, 同比提高 2.9pct。其中 2019Q3 毛利率水平 18.59%, 相较于 2018Q3 毛利率 12.54% 同比提高 6.05pct, 相较于 2019Q2 毛利率 16.81% 环比提高 1.78pct。毛利率的提升主要源于 Q3 面板价格的下降和产品结构高端化。2019 年 Q3 液晶电视面板价格 (32 寸-55 寸) 同比和环比都出现了不同幅度的下降, 原材料价格下行带来成本红利。同时彩电消费需求不断细分, 尺寸结构优化升级, 大屏市场增速较快, 中小尺寸市场萎缩。公司并购 TVS 后产品结构进一步提升, 驱动毛利率水平提高。从费用率上来看, 2019Q3 公司销售费用率 10.8%, 同比提高 1.8pct, 管理费用率 1.7%, 同比下降 4.6pct; 2019 年前三季度销售费用率 10%, 同比提升 1.6pct, 管理费用率 1.7%, 同比下降 3.4pct。销售费用率提升的原因在于公司进行 KA 渠道的优化并加大营销活动投入, 管理费用率改善提升了公司的盈利能力, 2019Q3 公司净利率 2.7%, 环比 2019Q2 净利率 0.8% 提升 1.9pct。

► 盘活票据资金, 经营性现金流大幅提升。

2019 年 Q1-Q3 公司经营性净现金流 14.7 亿元, 环比 2019 年上半年 8.6 亿元增长 71%, 同比 2018 年 Q1-Q3 期间 3.95 亿元增长 272%。经营性现金流的大幅提升主要受盘活票据资金影响。为提高资金使用效率, 公司加速回款并盘活票据和资金, 非经常性损益增加, 改善公司的整体利润。其中 2019Q3 销售商品、提供劳务收到的现金为 78.32 亿元, 同比下降 22%, 下降幅度超过 2019Q3 收入降幅。

投资建议

经海外渠道调整, TVS 业务逐渐扭亏贡献业绩, 东芝在黑电领域的技术优势和品牌力未来有望带来业绩增量。经测算, 预计公司 2019-2021 年实现营业收入 347.6/361.5/383.0 亿元, EPS 为 0.25/0.37/0.41 元, 对应当前股价 PE 为 39/26/24 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料价格变动风险、市场格局变动风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 32870.41 | 35128.28 | 34759.64 | 36149.14 | 38299.89 |
| YoY (%) | 3.26% | 6.87% | -1.05% | 4.00% | 5.95% |
| 归母净利润(百万元) | 966.53 | 392.40 | 324.90 | 482.76 | 533.90 |
| YoY (%) | -45.05% | -59.40% | -17.20% | 48.59% | 10.59% |
| 毛利率 (%) | 13.69% | 14.69% | 16.84% | 16.86% | 16.94% |
| 每股收益 (元) | 0.74 | 0.30 | 0.25 | 0.37 | 0.41 |
| ROE | 7.03% | 2.78% | 2.32% | 3.47% | 3.86% |
| 市盈率 | 13.20 | 32.51 | 39.27 | 26.43 | 23.90 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 汪玲

邮箱: wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 35128.28 | 34759.64 | 36149.14 | 38299.89 | 净利润 | 546.77 | 452.71 | 672.67 | 743.92 |
| YoY (%) | 6.87% | -1.05% | 4.00% | 5.95% | 折旧和摊销 | 427.92 | 333.26 | 571.44 | 584.48 |
| 营业成本 | 29967.93 | 28906.83 | 30054.13 | 31812.21 | 营运资金变动 | -829.96 | -211.58 | -190.31 | -281.82 |
| 营业税金及附加 | 210.42 | 208.56 | 216.89 | 229.80 | 经营活动现金流 | -87.14 | 526.55 | 834.70 | 829.82 |
| 销售费用 | 2954.13 | 3441.20 | 3542.62 | 3715.09 | 资本开支 | -353.23 | -872.19 | -1371.06 | -71.94 |
| 管理费用 | 576.65 | 573.53 | 596.46 | 631.95 | 投资 | -1452.50 | -22.00 | -22.00 | -22.00 |
| 财务费用 | 89.93 | 37.88 | 5.16 | 11.15 | 投资活动现金流 | -1495.50 | -684.19 | -1183.06 | 116.06 |
| 资产减值损失 | 77.80 | 107.26 | 4.29 | 6.64 | 股权募资 | 809.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 347.45 | 205.00 | 205.00 | 205.00 | 债务募资 | 2383.52 | -1951.16 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 605.63 | 449.51 | 693.88 | 771.33 | 筹资活动现金流 | 2630.52 | -2476.54 | -575.16 | -621.16 |
| 营业外收支 | -0.28 | 37.28 | 37.28 | 37.28 | 现金净流量 | 1047.88 | -2634.18 | -923.52 | 324.73 |
| 利润总额 | 605.36 | 486.79 | 731.16 | 808.61 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 58.59 | 34.07 | 58.49 | 64.69 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 546.77 | 452.71 | 672.67 | 743.92 | 营业收入增长率 | 6.87% | -1.05% | 4.00% | 5.95% |
| 归属于母公司净利润 | 392.40 | 324.90 | 482.76 | 533.90 | 净利润增长率 | -59.40% | -17.20% | 48.59% | 10.59% |
| YoY (%) | -59.40% | -17.20% | 48.59% | 10.59% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.25 | 0.37 | 0.41 | 毛利率 | 14.69% | 16.84% | 16.86% | 16.94% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 1.56% | 1.30% | 1.86% | 1.94% |
| 货币资金 | 4043.12 | 1408.94 | 485.42 | 810.15 | 总资产收益率 ROA | 1.33% | 1.20% | 1.75% | 1.89% |
| 预付款项 | 74.49 | 71.85 | 74.70 | 79.07 | 净资产收益率 ROE | 2.78% | 2.32% | 3.47% | 3.86% |
| 存货 | 3527.83 | 3259.78 | 3389.16 | 3587.41 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 17299.38 | 17268.81 | 17700.42 | 18367.41 | 流动比率 | 2.06 | 2.26 | 2.14 | 2.13 |
| 流动资产合计 | 24944.82 | 22009.38 | 21649.71 | 22844.05 | 速动比率 | 1.76 | 1.91 | 1.79 | 1.79 |
| 长期股权投资 | 443.12 | 443.12 | 443.12 | 443.12 | 现金比率 | 0.33 | 0.14 | 0.05 | 0.08 |
| 固定资产 | 1401.13 | 1967.88 | 2796.43 | 2311.96 | 资产负债率 | 47.76% | 43.18% | 43.78% | 44.74% |
| 无形资产 | 957.51 | 957.51 | 957.51 | 957.51 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 4454.56 | 5051.04 | 5908.21 | 5453.22 | 总资产周转率 | 1.30 | 1.23 | 1.32 | 1.37 |
| 资产合计 | 29399.37 | 27060.42 | 27557.91 | 28297.26 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 1951.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.30 | 0.25 | 0.37 | 0.41 |
| 应付账款及票据 | 7676.76 | 7324.76 | 7615.48 | 8060.96 | 每股净资产 | 10.77 | 10.68 | 10.63 | 10.58 |
| 其他流动负债 | 2485.05 | 2432.48 | 2520.59 | 2670.54 | 每股经营现金流 | -0.07 | 0.40 | 0.64 | 0.63 |
| 流动负债合计 | 12112.97 | 9757.24 | 10136.07 | 10731.50 | 每股股利 | 0.00 | 0.35 | 0.42 | 0.46 |
| 长期借款 | 1207.85 | 1207.85 | 1207.85 | 1207.85 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 720.73 | 720.73 | 720.73 | 720.73 | PE | 32.51 | 39.27 | 26.43 | 23.90 |
| 非流动负债合计 | 1928.58 | 1928.58 | 1928.58 | 1928.58 | PB | 0.81 | 0.91 | 0.92 | 0.92 |
| 负债合计 | 14041.56 | 11685.83 | 12064.65 | 12660.08 | | | | | |
| 股本 | 1308.48 | 1308.48 | 1308.48 | 1308.48 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1266.47 | 1394.28 | 1584.18 | 1794.21 | | | | | |
| 股东权益合计 | 15357.82 | 15374.59 | 15493.26 | 15637.18 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 29399.37 | 27060.42 | 27557.91 | 28297.26 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。