

# 探讨私有化海尔电器，架构+治理改善提上议程

## ——海尔智家 (600690.SH) 公告点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：17.36 元

#### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebscn.com](mailto:jinxing@ebscn.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebscn.com](mailto:ganjun@ebscn.com)

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

[wangqq@ebscn.com](mailto:wangqq@ebscn.com)

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebscn.com](mailto:wangyw@ebscn.com)

#### 市场数据

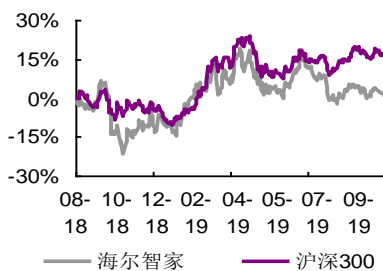
总股本(亿股)：64.15

总市值(亿元)：1113.63

一年最低/最高(元)：12.85/18.88

近3月换手率：32.96%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.50	9.32	6.04
绝对	-3.81	8.33	29.18

资料来源：Wind

#### 相关研报

卡萨帝恢复高增长，经营转向驱动内销回暖——海尔智家 (600690.SH) 2019年三季度点评

..... 2019-10-31

海外延续同比两位数增速，空调内销静待环比改善——海尔智家 (600690.SH) 2019年中报点评

..... 2019-08-30

### 事件：

海尔智家 12 月 12 日晚间公告，公司目前正在初步探讨私有化海尔电器的方案，该等可能的私有化安排将通过换股的方式进行，对价股票为将于香港联合交易所主板上市的 H 股股票。如该交易实施完成，海尔电器将在香港联合交易所主板终止上市，公告发布之日，公司尚未向海尔电器提出任何私有化安排，尚未就该等私有化安排达成任何协议、承诺或其他确定意见（如换股比例及私有化时间表等），该等私有化安排尚存在重大不确定性。

### 点评：

海尔电器为海尔智家 H 股子公司，包含国内洗衣机/热水器制造以及内销渠道分销业务。海尔电器为海尔智家持股 45.64%（截止 19 年中报）的 H 股子公司。海尔电器主要业务包含国内洗衣机、热水器的制造以及国内市场的渠道分销，而国内冰箱/空调等产品制造以及海外家电产业则归属于海尔智家。

海尔电器 2018 年实现营收 853 亿元，归母净利 38 亿元。截止 12 月 12 日收盘，其总市值大约为 550 亿元人民币。

若成功实施将增厚归母利润规模，EPS 增减将取决于换股溢价。公司成功换股吸并子公司少数股权后，整体归母净利规模将得到增厚。落实到 EPS 上，虽然海尔智家的估值水平略高于海尔电器，但由于后续换股中可能存在一定溢价，所以实际吸并后 EPS 可能基本持平或略有下降。

复杂的股权架构的设立，导致海尔过往经营中一致性受到钳制，平台合并后经营/利益一致性更强。

我们认为，相比较短期 EPS 的小幅度变化，公司对换股吸并事项探讨背后的中长期逻辑更值得关注。

由于历史原因，海尔系拥有 A/H 两个上市公司平台，且各自业务不同，过去存在较多治理问题：1) 海尔智家股东无法完全分享洗衣机、热水器这两部分优质资产的利润与现金流回报（2018 年海尔智家少数股东权益规模达 23 亿元）。2) 两个平台间存在较多复杂的内部交易结算。例如 KA 销售由海尔智家负责财务结算，自有渠道（专卖店）则由海尔电器负责，物流业务在海尔电器旗下。因此公司需要平衡各个平台的股东利益，存在一些利益不一致现象。3) 两个平台拥有各自管理团队，过去存在一些管理职能重叠或权限冲突问题。

公司本次若成功通过私有化方案，统一为一个业务/上市平台，将解决过去公司治理层面的诸多弊端，从全局角度实现股东利益最大化。

海尔智家前期因股权架构问题现金流较为紧张，因此股权融资较多，并且影响了分红率。以 2019 年中报数据，若剔除海尔电器并表部分，海尔智家账面现金及等价物（现金+净票据+理财）约 150 亿元，而有息负债则达到 364 亿；而海尔电器拥有现金 215 亿却无有息负债。因此海尔智家 2018 年出现了可转债、D 股发行等数次股权融资，致使股东利益被摊薄。

同时，海尔智家过去 5 年分红率均仅在 30%，显著低于美的集团与格力电器，与家电龙头高 ROE 能力、高现金流能力不符。若此次私有化事件完成，公司将完全拥有海尔电器账面现金资产的支配权，现金流状况有望得到重大改善。

#### ◆盈利预测、估值与评级

公司正在初步探讨私有化海尔电器的方案，标志着开始着手改善股权结构与公司治理问题。后续若成功实施，海尔系前期存在的股权结构复杂、关联交易较多的问题将得到明显改善，同时海尔智家的现金流状况也将大幅优化，公司的协同能力、盈利能力都存在持续提升的可能。考虑到公司当前估值为三大白电最低，市值也落后格力美的较多，后续可能存在较大的投资机会，建议投资者积极关注事件进展。我们维持预测公司 19-21 年 EPS 为 1.46/1.42/1.57 元，对应 PE 为 12/12/11 倍，维持"买入"评级。

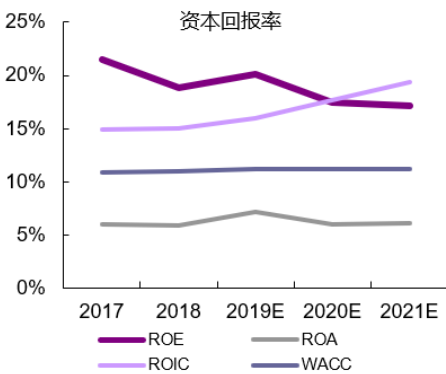
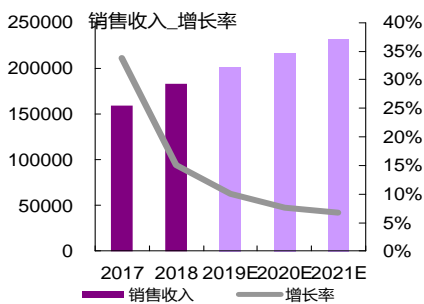
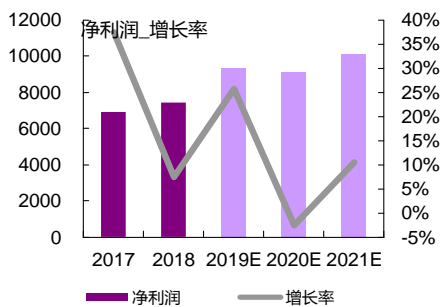
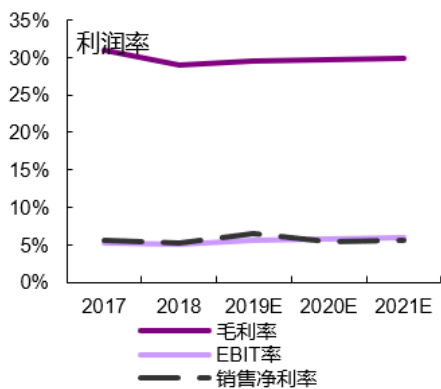
#### ◆风险提示：

方案未成功落地，换股吸并溢价过高。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	159,254	183,317	201,614	216,996	231,799
营业收入增长率	33.75%	15.11%	9.98%	7.63%	6.82%
净利润（百万元）	6,926	7,440	9,362	9,131	10,090
净利润增长率	37.51%	7.43%	25.83%	-2.46%	10.50%
EPS（元）	1.08	1.16	1.46	1.42	1.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.50%	18.88%	20.10%	17.42%	17.12%
P/E	16	15	12	12	11
P/B	3	3	2	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 12 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>159,254</b>	<b>183,317</b>	<b>201,614</b>	<b>216,996</b>	<b>231,799</b>
营业成本	109,890	130,154	142,246	152,649	162,629
折旧和摊销	2,776	3,140	1,913	2,070	2,186
营业税费	809	857	1,008	1,085	1,159
销售费用	28,276	28,653	31,916	34,350	36,694
管理费用	11,133	13,405	14,919	16,058	17,153
财务费用	1,393	939	319	255	149
公允价值变动损益	614	-145	0	0	0
投资收益	1,482	1,923	4,660	1,500	1,500
<b>营业利润</b>	<b>10,113</b>	<b>11,391</b>	<b>15,614</b>	<b>13,837</b>	<b>15,268</b>
<b>利润总额</b>	<b>10,544</b>	<b>11,629</b>	<b>15,864</b>	<b>14,037</b>	<b>15,518</b>
少数股东损益	2,126	2,330	3,805	2,800	3,100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,926</b>	<b>7,440</b>	<b>9,362</b>	<b>9,131</b>	<b>10,090</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>151,463</b>	<b>166,700</b>	<b>184,924</b>	<b>199,970</b>	<b>217,882</b>
流动资产	88,332	94,260	111,539	126,158	144,159
货币资金	35,177	37,456	43,254	52,211	65,154
交易型金融资产	21	1,872	0	0	0
应收帐款	12,448	10,431	15,254	16,839	17,988
应收票据	13,033	14,221	16,129	17,360	18,544
其他应收款	961	1,394	1,484	1,597	1,706
存货	21,504	22,377	27,549	29,430	31,226
可供出售投资	1,415	0	100	100	100
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12,993	15,705	15,705	15,705	15,705
固定资产	16,018	17,320	20,076	21,738	22,460
无形资产	7,005	9,209	8,944	8,692	8,452
<b>总负债</b>	<b>104,713</b>	<b>111,569</b>	<b>118,862</b>	<b>125,268</b>	<b>133,569</b>
无息负债	68,737	77,490	87,320	93,226	99,028
有息负债	35,976	34,079	31,541	32,041	34,541
<b>股东权益</b>	<b>46,750</b>	<b>55,130</b>	<b>66,062</b>	<b>74,702</b>	<b>84,313</b>
股本	6,097	6,368	6,415	6,415	6,415
公积金	2,930	6,174	7,047	7,047	7,047
未分配利润	22,793	26,860	33,067	38,907	45,418
少数股东权益	14,534	15,728	19,533	22,333	25,433

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,087</b>	<b>18,934</b>	<b>7,210</b>	<b>12,512</b>	<b>14,297</b>
净利润	6,926	7,440	9,362	9,131	10,090
折旧摊销	2,776	3,140	1,913	2,070	2,186
净营运资金增加	377	-3,115	5,467	1,785	1,211
其他	6,007	11,469	-9,533	-474	809
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-5,622</b>	<b>-7,666</b>	<b>3,036</b>	<b>-1,000</b>	<b>-600</b>
净资本支出	-3,776	-6,286	-2,910	-2,500	-2,100
长期投资变化	12,993	15,705	0	0	0
其他资产变化	-14,839	-17,085	5,946	1,500	1,500
<b>融资活动现金流</b>	<b>923</b>	<b>-10,489</b>	<b>-4,448</b>	<b>-2,555</b>	<b>-755</b>
股本变化	0	271	0	0	0
债务净变化	-687	-1,897	-2,538	500	2,500
无息负债变化	11,725	8,753	9,830	5,906	5,802
<b>净现金流</b>	<b>11,045</b>	<b>1,057</b>	<b>5,798</b>	<b>8,957</b>	<b>12,943</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	33.75%	15.11%	9.98%	7.63%	6.82%
净利润增长率	37.51%	7.43%	25.83%	-2.46%	10.50%
EBITDA 增长率	31.81%	11.20%	5.24%	11.19%	9.84%
EBIT 增长率	38.65%	10.58%	20.06%	11.70%	10.53%
<b>估值指标</b>					
PE	16	15	12	12	11
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	12	11	11	10	9
EV/EBIT	16	15	13	11	10
EV/NOPLAT	19	18	15	13	12
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	31.00%	29.00%	29.45%	29.65%	29.84%
EBITDA 率	7.07%	6.83%	6.54%	6.76%	6.95%
EBIT 率	5.33%	5.12%	5.59%	5.80%	6.00%
税前净利润率	6.62%	6.34%	7.87%	6.47%	6.69%
税后净利润率 (归属母公司)	4.35%	4.06%	4.64%	4.21%	4.35%
ROA	5.98%	5.86%	7.12%	5.97%	6.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.50%	18.88%	20.12%	17.44%	17.14%
经营性 ROIC	14.89%	14.96%	15.94%	17.71%	19.37%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.15	1.18	1.34	1.42	1.53
速动比率	0.87	0.90	1.01	1.09	1.20
归属母公司权益/有息债务	0.90	1.16	1.48	1.63	1.70
有形资产/有息债务	3.38	3.92	4.83	5.24	5.39
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.08	1.16	1.46	1.42	1.57
每股红利	0.33	0.35	0.51	0.56	0.62
每股经营现金流	2.51	2.95	1.12	1.95	2.23
每股自由现金流(FCFF)	1.02	1.36	0.49	1.36	1.71
每股净资产	5.02	6.14	7.26	8.17	9.19
每股销售收入	24.83	28.58	31.43	33.83	36.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼