

海信电器 (600060)

证券研究报告

2019年12月25日

公司拉开混改大幕，期待进一步激发活力

事件：12月24日，公司发布关于公司控股股东筹划权益变动的提示性公告，上市公司控股股东海信集团有限公司筹划将其持有的公司22.996%股份转让给其实际控制的青岛海信电子产业控股股份有限公司。

公司拉开混改大幕，实际控制人不变

本次公司控股股东所筹划的权益变动主要在集团层面实施的。转让前，海信集团直接持有公司股份占比39.53%，海信电子控股直接持股占比7%，最终海信集团合计控制公司46.53%的股份。转让完成后，具体变化如下：1)海信电子控股将成为公司的控股股东，直接持有公司29.99%的股份；2)海信集团直接持有公司的股份下降至16.53%。转让前后，海信集团直接、间接持股比例未发生变化，仍为46.53%，公司实际控制人仍为青岛市国资委。

从目前海信电子股权结构看，周厚健等169名自然人共计持股40.71%，转让完成后，海信电子直接持股比例增加，公司高管与股东利益一致。且本次股份转让价格将按上市公司发布提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值9.41元/股与2018年度经审计的每股净资产值10.769元/股孰高原则确定，交易价格拟定为10.77元/股，仍高于目前公司在二级市场的交易价格。

业绩拐点初现，战略定位逐渐明晰

根据中怡康数据，海信今年已连续11个月市场份额超过20%，11月零售额占比21.74%再创新高，公司下半年先后推出叠屏电视U9E、社交电视S7等引领行业的革命性产品，进一步带动高端产品销售。海外方面，截至11月公司已在美国市场实现销量同比44.5%的增长，且随着东芝品牌渠道切换结束，日本市场销量有望实现较快的恢复性增长。

同时公司拟更名为“海信视像科技股份有限公司”，由原来的“电器”拓展至整个显示行业，公司未来将以“视像无处不在、应用无处不在、客户无处不在、关爱无处不在”为导向来构建公司整体战略，今年成立的商显公司预示公司已踏出改革的第一步，新业务将为公司带来增量收入。基于公司已在芯片、软件、云平台等方面的提前布局，有望步入新的增长通道。

投资建议：公司混改方案初出炉，期待后续进一步激发企业活力。我们维持19-21年净利润分别为4.4、5.6、6.6亿元，当前股价对应19-21年分别为29.6x、23.5x、19.9xPE，考虑到公司高比例的在手现金（净现金/市值为0.63），当前PB为0.92X，给予“增持”评级。

风险提示：面板价格波动风险；彩电销售不及预期等。

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	10.04元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,308.48
流通A股股本(百万股)	1,308.48
A股总市值(百万元)	13,137.15
流通A股市值(百万元)	13,137.15
每股净资产(元)	10.89
资产负债率(%)	42.97
一年内最高/最低(元)	12.90/7.31

作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海信电器-季报点评:毛利率改善明显，新品未来表现可期》2019-10-23
- 《海信电器-半年报点评:受TVS并表影响，上半年业绩承压》2019-08-09
- 《海信电器-半年报点评:费用快速增长，业绩低于预期》2018-08-31

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,870.41	35,128.28	33,658.26	35,742.06	38,635.32
增长率(%)	3.26	6.87	(4.18)	6.19	8.09
EBITDA(百万元)	1,254.62	1,934.89	576.39	906.94	1,082.10
净利润(百万元)	966.53	392.40	444.56	558.49	659.00
增长率(%)	(45.05)	(59.40)	13.29	25.63	18.00
EPS(元/股)	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50
市盈率(P/E)	13.59	33.48	29.55	23.52	19.93
市净率(P/B)	0.95	0.93	0.91	0.89	0.86
市销率(P/S)	0.40	0.37	0.39	0.37	0.34
EV/EBITDA	14.00	5.50	22.53	9.64	12.21

资料来源：wind，天风证券研究所

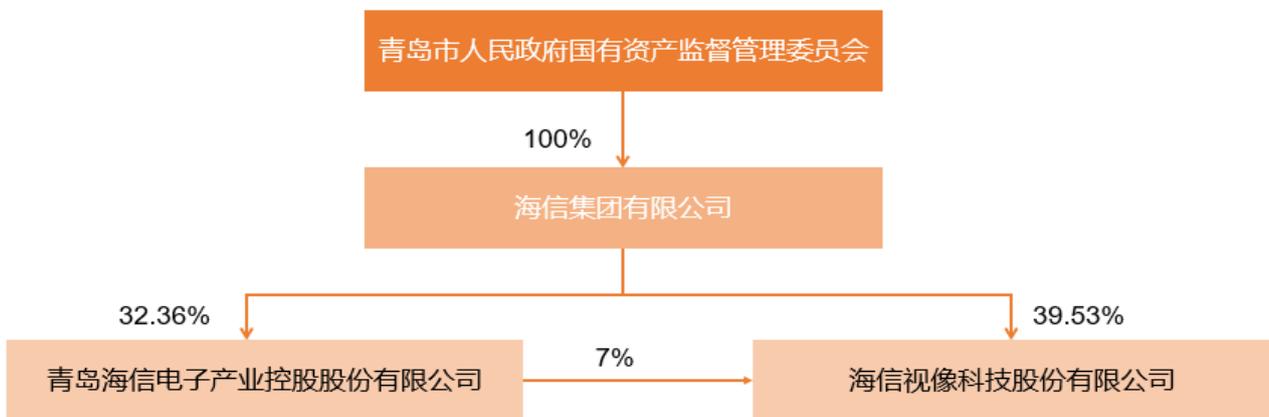
事件

12月24日，公司发布关于公司控股股东筹划权益变动的提示性公告，上市公司控股股东海信集团有限公司筹划将其持有的公司22.996%股份转让给其实际控制的青岛海信电子产业控股股份有限公司。

公司拉开混改大幕，实际控制人不变

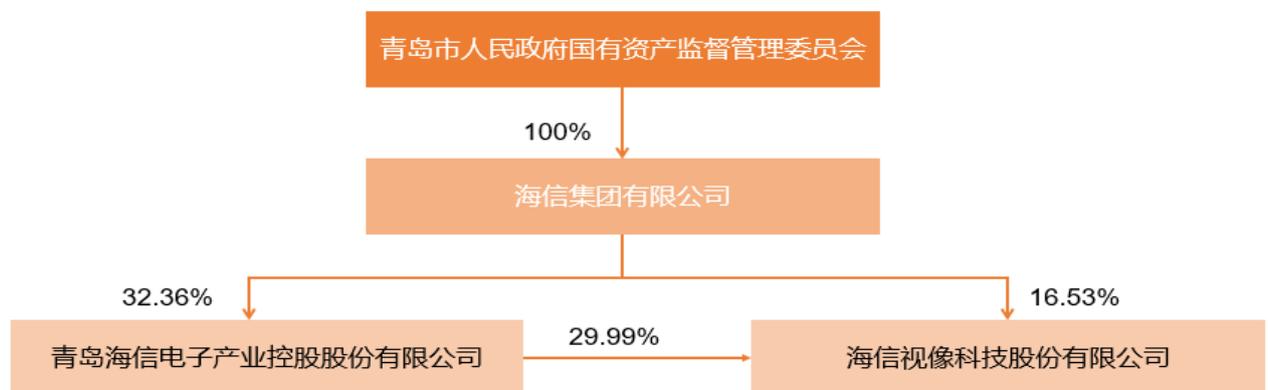
本次公司控股股东所筹划的权益变动主要在集团层面实施的。转让前，海信集团直接持有公司股份占比39.53%，海信电子控股直接持股占比7%，最终海信集团合计控制公司46.53%的股份。转让完成后，具体变化如下：1) 海信电子控股将成为公司的控股股东，直接持有公司29.99%的股份；2) 海信集团直接持有公司的股份下降至16.53%。转让前后，海信集团直接、间接持股比例未发生变化，仍为46.53%，公司实际控制人仍为青岛市国资委。

图 1：转让前股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：转让后股权结构图

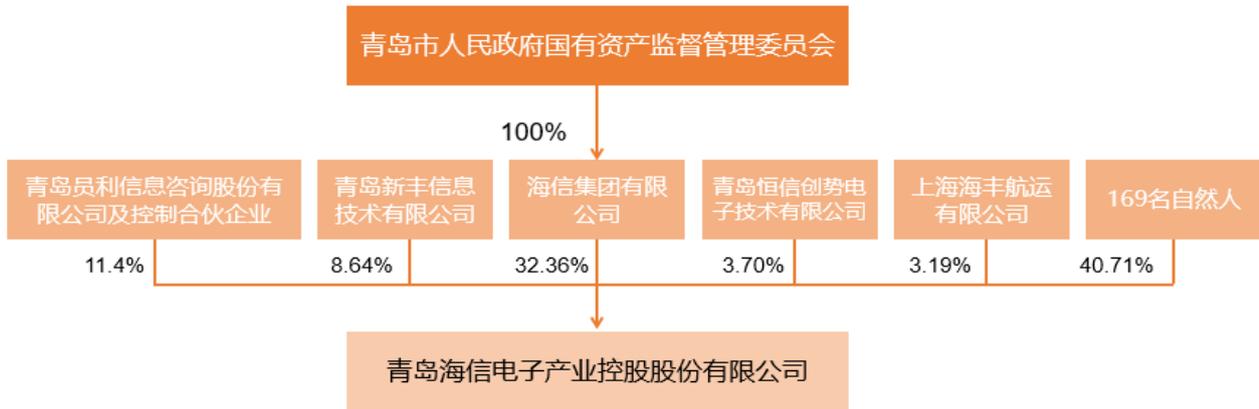


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从目前海信电子股权结构看，周厚健等169名自然人共计持股40.71%，转让完成后，海信电子直接持股比例增加，公司高管与股东利益一致。且本次股份转让价格将按上市公司发布提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值9.41元/股与2018年度经审计的每股净资产值10.769元/股孰高原则确定，交易价格拟定为10.77元/股，仍高于

目前公司在二级市场的交易价格。

图 3：海信电子股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

业绩拐点初现，战略定位逐渐明晰

根据中怡康数据，海信今年已连续 11 月市场份额超过 20%，11 月零售额占比 21.74% 再创新高，公司下半年先后推出叠屏电视 U9E、社交电视 S7 等引领行业的革命性产品，进一步带动高端产品销售。海外方面，截至 11 月公司已在美国市场实现销量同比 44.5% 的增长，且随着东芝品牌渠道切换结束，日本市场销量有望实现较快的恢复性增长。

同时公司拟更名为“海信视像科技股份有限公司”，由原来的“电器”拓展至整个显示行业，公司未来将以“视像无处不在、应用无处不在、客户无处不在、关爱无处不在”为导向来构建公司整体战略，今年成立的商显公司预示公司已踏出改革的第一步，新业务将为公司带来增量收入。基于公司已在芯片、软件、云平台等方面的提前布局，有望步入新的增长通道。

投资建议

公司混改方案初出炉，期待后续进一步激发企业活力。我们维持 19-21 年净利润分别为 4.4、5.6、6.6 亿元，当前股价对应 19-21 年分别为 29.9x、23.5x、19.9xPE，考虑到公司高比例的在手现金额（净现金/市值为 0.63），当前 PB 为 0.92X，给予“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,794.12	4,043.12	3,365.83	8,810.76	3,863.53
应收票据及应收账款	10,932.99	10,746.37	11,540.39	9,602.11	13,251.84
预付账款	56.62	74.49	32.11	88.09	44.27
存货	3,231.05	3,527.83	3,192.91	4,004.22	3,813.29
其他	5,274.76	6,553.01	4,978.37	5,608.69	5,711.51
流动资产合计	22,289.54	24,944.82	23,109.61	28,113.87	26,684.44
长期股权投资	366.45	443.12	443.12	443.12	443.12
固定资产	1,158.69	1,401.13	1,297.29	1,186.29	1,070.99
在建工程	24.38	36.01	21.60	13.02	7.87
无形资产	219.53	957.51	925.60	893.68	861.76
其他	639.54	1,616.78	1,123.71	1,162.18	1,239.63
非流动资产合计	2,408.59	4,454.56	3,811.32	3,698.29	3,623.38
资产总计	24,698.13	29,399.37	26,920.93	31,812.16	30,307.81
短期借款	800.00	1,951.16	1,304.26	1,800.00	1,522.59
应付票据及应付账款	7,510.51	7,676.76	5,995.34	9,065.45	7,188.57
其他	1,975.86	2,485.05	2,339.92	2,465.08	2,696.23
流动负债合计	10,286.37	12,112.97	9,639.52	13,330.53	11,407.38
长期借款	6.50	1,207.85	1,200.00	1,800.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.62	720.73	310.43	378.26	469.81
非流动负债合计	110.12	1,928.58	1,510.43	2,178.26	1,969.81
负债合计	10,396.49	14,041.56	11,149.95	15,508.79	13,377.19
少数股东权益	544.55	1,266.47	1,361.65	1,501.27	1,666.02
股本	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48
资本公积	2,247.88	2,467.16	2,467.16	2,467.16	2,467.16
留存收益	12,459.58	12,788.63	13,100.85	13,493.62	13,956.12
其他	(2,258.84)	(2,472.93)	(2,467.16)	(2,467.16)	(2,467.16)
股东权益合计	14,301.65	15,357.82	15,770.98	16,303.37	16,930.62
负债和股东权益总	24,698.13	29,399.37	26,920.93	31,812.16	30,307.81

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,002.39	546.77	444.56	558.49	659.00
折旧摊销	362.51	427.92	150.17	151.60	152.47
财务费用	41.47	64.31	67.04	71.48	77.27
投资损失	(194.28)	(347.45)	(274.75)	(281.54)	(301.25)
营运资金变动	(1,208.47)	(1,940.16)	(530.15)	3,656.01	(5,161.81)
其它	2,364.65	1,161.47	102.85	139.62	164.75
经营活动现金流	2,368.26	(87.14)	(40.28)	4,295.66	(4,409.57)
资本支出	353.51	1,144.45	410.31	(67.73)	(91.45)
长期投资	194.66	76.67	0.00	0.00	0.00
其他	(3,586.48)	(2,716.61)	(144.25)	349.35	392.82
投资活动现金流	(3,038.31)	(1,495.50)	266.06	281.61	301.37
债权融资	806.50	3,241.07	2,531.61	3,636.47	3,071.22
股权融资	(111.50)	141.91	(53.92)	(64.13)	(69.92)
其他	(231.47)	(752.45)	(3,380.76)	(2,704.68)	(3,840.32)
筹资活动现金流	463.53	2,630.52	(903.07)	867.65	(839.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	(206.52)	1,047.88	(677.29)	5,445.93	(4,945.22)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,870.41	35,128.28	33,658.26	35,742.06	38,635.32
营业成本	28,370.01	29,967.93	28,101.02	30,394.09	32,751.80
营业税金及附加	204.52	210.42	196.91	178.71	193.18
营业费用	2,276.41	2,954.13	3,258.61	3,038.08	3,284.00
管理费用	1,159.29	576.65	536.81	536.13	540.89
研发费用	746.81	1,193.69	1,376.20	1,072.26	1,159.06
财务费用	110.91	89.93	67.04	71.48	77.27
资产减值损失	58.26	77.80	44.92	50.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	(1.51)	7.67	0.00	0.00
投资净收益	222.44	347.45	274.75	282.54	303.25
其他	(1,422.50)	(893.83)	(759.44)	(702.54)	(723.25)
营业利润	1,144.27	605.63	553.79	821.31	969.12
营业外收入	61.23	35.77	65.48	0.00	0.00
营业外支出	42.54	36.05	28.20	0.00	0.00
利润总额	1,162.95	605.36	591.07	821.31	969.12
所得税	135.91	58.59	51.32	123.20	145.37
净利润	1,027.04	546.77	539.75	698.11	823.75
少数股东损益	60.51	154.36	95.18	139.62	164.75
归属于母公司净利润	966.53	392.40	444.56	558.49	659.00
每股收益(元)	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	3.26%	6.87%	-4.18%	6.19%	8.09%
营业利润	-37.66%	-47.07%	-8.56%	48.31%	18.00%
归属于母公司净利润	-45.05%	-59.40%	13.29%	25.63%	18.00%
获利能力					
毛利率	13.69%	14.69%	16.51%	14.96%	15.23%
净利率	2.94%	1.12%	1.32%	1.56%	1.71%
ROE	7.03%	2.78%	3.09%	3.77%	4.32%
ROIC	10.75%	5.38%	4.22%	5.32%	8.54%
偿债能力					
资产负债率	42.09%	47.76%	41.42%	48.75%	44.14%
净负债率	-13.90%	-5.22%	-5.29%	-31.74%	-4.68%
流动比率	2.17	2.06	2.40	2.11	2.34
速动比率	1.85	1.77	2.07	1.81	2.00
营运能力					
应收账款周转率	3.02	3.24	3.02	3.38	3.38
存货周转率	9.43	10.39	10.02	9.93	9.88
总资产周转率	1.39	1.30	1.20	1.22	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50
每股经营现金流	1.81	-0.07	-0.03	3.28	-3.37
每股净资产	10.51	10.77	11.01	11.31	11.67
估值比率					
市盈率	13.59	33.48	29.55	23.52	19.93
市净率	0.95	0.93	0.91	0.89	0.86
EV/EBITDA	14.00	5.50	22.53	9.64	12.21
EV/EBIT	17.15	6.31	30.47	11.58	14.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com