

## 多重诱因致利润下滑，盈利能力有望回升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年年报, 实现营收 330 亿元, 同比增长 3.7%, 实现归母净利润 9.42 亿元, 同比下滑 46%。Q4 单季度实现营收 92.63 亿元, 同比下滑 5.1%, 实现归母净利润 3.42 亿元, 同比下滑 44.7%。
- **收入端: 国内需求端持续低迷, 外销收入增速良好。** 报告期内全球电视市场销量不佳, 下游需求乏力。据中怡康数据, 2017 年国内电视零售量同比下降 8.1%。公司全年内销收入 182 亿元, 同比下滑 3.6%。外销收入 124 亿元, 同比增长 27%, 占营收比重 37%, 较 2017 年上升 6.5pp, 主要得益于公司积极推进国际化进程, 收购东芝黑电等举措, 预期与公司原有业务产生协同效应, 促进技术、管理、海外渠道等多方面改善。
- **盈利端: 面板价格提升叠加外汇因素, 盈利能力大幅下滑。** 2017 年上半年, 大尺寸面板价格大幅上涨, 公司生产成本大幅提升, 报告期内公司电视机业务毛利率 14.18%, 同比下滑 3.88pp。人民币持续升值大幅降低外销盈利能力, 公司外销业务毛利率为 2.8%, 同比下滑 2pp, 同时, 公司财务费用较 2017 年增长 1.3 亿元。多重因素叠加, 报告期内公司净利率 3.04%, 同比大幅下滑 2.58pp。我们认为, 电视面板价格自 2017 年下半年进入下行周期, 预计公司盈利能力有所改善。
- **互联网电视运营业务取得快速发展。** 公司大力发展互联网运营业务, 收入同比增幅超 180%。公司互联网电视全球用户突破 3078 万, 国际用户占比约 18%; 国内日均活跃用户超过 1100 万, 日均观看时长 296 分钟。同时, 海信智能云平台的建设和运营, 通过后向运营服务盈利的商业模式, 拓展企业发展空间。
- **体育大年来临, 体育营销促进业绩增长。** 2018 年为体育大年, 公司多年持续在国内市场进行营销投入, 通过赞助国内外顶级体育赛事, 快速提升海信的全球品牌知名度。随着冬奥会的举办和世界杯赛来临, 终端需求提升, 电视市场预计将出现恢复性增长, 公司内外销有望得到改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预期公司 18/19/20 年 EPS 分别为 0.98/1.12/1.24 元。参考黑电板块一致预期均值, 给予公司 2018 年 17 倍估值, 对应目标价 16.66 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 原材料价格或大幅波动的风险。

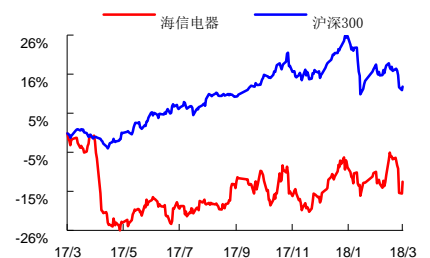
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	33008.64	37063.56	40454.93	45310.86
增长率	3.69%	12.28%	9.15%	12.00%
归属母公司净利润(百万元)	941.88	1284.98	1467.34	1618.20
增长率	-46.45%	36.43%	14.19%	10.28%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.98	1.12	1.24
净资产收益率 ROE	7.07%	8.51%	8.83%	8.86%
PE	21	15	14	12
PB	1.40	1.28	1.17	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 龚梦泓  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.08
流通 A 股(亿股)	13.08
52 周内股价区间(元)	13.53-18.38
总市值(亿元)	198.63
总资产(亿元)	232.40
每股净资产(元)	10.15

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：受体育大年影响，电视机终端需求有所提升，公司内销稳定增长。

假设 2：公司持续拓展国际业务，外销保持高速增长。

假设 3：随着电视面板价格持续回落，公司产品毛利率逐渐恢复，18-20 年内销毛利率为 24%、24.3%、24.5%，外销毛利率为 3.4%、3.8%和 4%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分地区收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
中国大陆	收入	18228.57	19686.86	20277.46	21494.11
	增速	-3.6%	8.00%	3.00%	6.00%
	毛利率	22.42%	24.00%	24.30%	24.50%
国外	收入	12384.20	14861.04	17536.03	21043.23
	增速	27.6%	20.00%	18.00%	20.00%
	毛利率	2.80%	3.40%	3.80%	4.00%
其他	收入	2395.87	2515.66	2641.44	2773.52
	增速	-25.4%	5%	5%	5%
	毛利率	2.95%	3%	3%	3%
合计	收入	33008.64	37063.56	40454.93	45310.86
	增速	3.69%	12.28%	9.15%	12.00%
	毛利率	13.64%	14.31%	14.02%	13.66%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33008.64	37063.56	40454.93	45310.86	净利润	1002.39	1319.98	1502.34	1653.20
营业成本	28504.72	31757.97	34781.90	39119.87	折旧与摊销	362.51	143.51	152.09	162.56
营业税金及附加	204.52	206.50	234.45	262.24	财务费用	110.91	-4.41	-7.79	-6.16
销售费用	2276.41	2557.39	2710.48	3035.83	资产减值损失	58.26	50.00	50.00	50.00
管理费用	1159.29	1223.10	1294.56	1359.33	经营营运资本变动	-1191.76	-1613.30	-955.73	-1457.73
财务费用	110.91	-4.41	-7.79	-6.16	其他	2025.95	-118.16	-160.19	-168.21
资产减值损失	58.26	50.00	50.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2368.26</b>	<b>-222.38</b>	<b>580.72</b>	<b>233.65</b>
投资收益	194.28	97.00	105.00	116.00	资本支出	53.52	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3091.83	97.00	105.00	116.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3038.31</b>	<b>-49.00</b>	<b>-40.00</b>	<b>-29.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1119.62</b>	<b>1370.02</b>	<b>1496.34</b>	<b>1605.76</b>	短期借款	800.00	1162.21	-209.38	274.78
其他非经营损益	18.68	138.45	216.91	280.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1138.31</b>	<b>1508.47</b>	<b>1713.24</b>	<b>1886.61</b>	股权融资	-0.14	0.00	0.00	0.00
所得税	135.91	188.49	210.90	233.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1002.39	1319.98	1502.34	1653.20	其他	-336.33	21.40	7.79	6.16
少数股东损益	60.51	35.00	35.00	35.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>463.53</b>	<b>1183.61</b>	<b>-201.58</b>	<b>280.94</b>
归属母公司股东净利润	941.88	1284.98	1467.34	1618.20	<b>现金流量净额</b>	<b>-223.37</b>	<b>912.23</b>	<b>339.14</b>	<b>485.59</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2794.12	3706.36	4045.49	4531.09	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10995.86	12368.68	13501.82	15117.31	销售收入增长率	3.69%	12.28%	9.15%	12.00%
存货	3231.05	3570.96	3918.92	4412.84	营业利润增长率	-39.00%	22.36%	9.22%	7.31%
其他流动资产	5268.52	5915.72	6457.02	7232.08	净利润增长率	-43.97%	31.68%	13.82%	10.04%
长期股权投资	232.38	232.38	232.38	232.38	EBITDA 增长率	-28.34%	-5.27%	8.72%	7.41%
投资性房地产	198.81	198.81	198.81	198.81	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1183.07	1199.33	1207.00	1204.20	毛利率	13.64%	14.31%	14.02%	13.66%
无形资产和开发支出	219.53	214.67	208.82	202.96	三费率	10.74%	10.19%	9.88%	9.69%
其他非流动资产	444.53	435.62	426.71	417.80	净利率	3.04%	3.56%	3.71%	3.65%
<b>资产总计</b>	<b>24567.86</b>	<b>27842.54</b>	<b>30196.97</b>	<b>33549.48</b>	ROE	7.07%	8.51%	8.83%	8.86%
短期借款	800.00	1962.21	1752.84	2027.61	ROA	4.08%	4.74%	4.98%	4.93%
应付和预收款项	8091.89	8708.23	9621.77	10834.08	ROIC	7.71%	7.61%	7.52%	7.39%
长期借款	6.50	6.50	6.50	6.50	EBITDA/销售收入	4.83%	4.07%	4.06%	3.89%
其他负债	1498.09	1657.24	1805.18	2017.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10396.49</b>	<b>12334.19</b>	<b>13186.28</b>	<b>14885.59</b>	总资产周转率	1.40	1.41	1.39	1.42
股本	1308.48	1308.48	1308.48	1308.48	固定资产周转率	27.69	32.50	36.36	41.36
资本公积	2258.65	2258.65	2258.65	2258.65	应收账款周转率	14.12	14.83	14.58	14.76
留存收益	10076.68	11361.66	12829.00	14447.20	存货周转率	8.11	9.30	9.22	9.34
归属母公司股东权益	13626.82	14928.79	16396.13	18014.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.42%	—	—	—
少数股东权益	544.55	579.55	614.55	649.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>14171.37</b>	<b>15508.34</b>	<b>17010.68</b>	<b>18663.88</b>	资产负债率	42.32%	44.30%	43.67%	44.37%
负债和股东权益合计	24567.86	27842.54	30196.97	33549.48	带息债务/总负债	7.76%	15.96%	13.34%	13.66%
					流动比率	2.17	2.09	2.14	2.12
					速动比率	1.85	1.80	1.84	1.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.72	0.98	1.12	1.24
					每股净资产	10.83	11.85	13.00	14.26
					每股经营现金	1.81	-0.17	0.44	0.18
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1593.04	1509.11	1640.64	1762.16					
PE	21.09	15.46	13.54	12.27					
PB	1.40	1.28	1.17	1.06					
PS	0.60	0.54	0.49	0.44					
EV/EBITDA	10.62	11.38	10.13	9.31					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn