

投资评级：买入(调高)

**海信家电(000921)****混改方案获批，活力提升可期****市场数据** 2020-05-29

收盘价(元)	11.86
一年内最低/最高(元)	8.50/13.74
市盈率	10.4
市净率	2.04

**基础数据**

净资产收益率(%)	22.21
资产负债率(%)	63.3
总股本(亿股)	13.63

**最近12月股价走势****联系信息**

**洪吉然** 分析师  
SAC 证书编号: S0160517120002  
hongjr@ctsec.com

**相关报告**

1 《海信家电(000921):并表海信日立, 增厚安全边际》 2020-04-16

- **混改方案获批，若成功增资扩股则变为无实控人。**5月28日海信家电公告，其间接控股股东海信电子控股拟通过公开挂牌方式增发17.20%股权引入战略投资者以深化国企混改，如增资扩股成功，海信电子控股可能由青岛国资委实控转为无实际控制人。公司同时披露，青岛国资委拟将海信集团100%股权无偿划转给青岛华通国有资本运营有限公司，该公司为青岛市国有资本投资运营公司改革试点。
- **海信混改是青岛国改浪潮的缩影。**青岛于2019年启动新一轮国企改革，当年7月市国资委推出《国有企业混合所有制改革项目简介》，其中便包括海信集团在内的102户混改企业名录。值得注意的是，本次混改主体（海信电子控股）既是股权激励平台，也是海信集团19年前的股改产物，集团董事长在内的中高级管理人员持有海信电子控股47.13%股权，与海信集团的持股比例相当（47.11%），并且按照“人在股在、离岗退股”的循环激励原则设计，以避免国有资产终身制。
- **稳健的混改策略有哪些正面影响？**在现有股权激励平台上进行增资扩股是一种稳健的改革方案，或因其既可得战略投资者相助，也能保证海信集团仍为国有独资。可能派生的正面影响主要有两点：（1）优化治理结构和管理效率，股权分散有助增强经营灵活性和市场化决策能力，培育更有竞争力的人才机制，从而激发企业活力；（2）战略投资者或帮助公司更好地实现国际化和产业链协同，一方面战投可能具备更高的国际视野和思维，另一方面青岛的家电产业配套比起珠三角相对薄弱，战投的加入也可能补齐短板。
- **估值具备强安全边际，混改催生正面预期，上调至“买入”评级。**海信家电是A股最纯正的中央空调标的，当前市值162亿元，但仅海信日立并表的归母净利润便可给予141亿元的估算市值（对应市盈率15倍），账上亦有百亿自有现金，当前股价对应较强的安全边际。混改催生正面预期，空调销售旺季和价格战尾声将近也可能强化基本面，因此上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**混改进程不达预期，中央空调行业下滑。

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	36,020	37,453	37,828	41,648	44,959
增长率	7.6%	4.0%	1.0%	10.1%	7.9%
归属母公司股东净利润(百万)	1,377	1,794	1,346	1,457	1,628
增长率	-31.0%	30.2%	-25.0%	8.3%	11.7%
每股收益(元)	1.01	1.32	0.99	1.07	1.19
市盈率(倍)	11.7	9.0	12.0	11.1	9.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测											
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>36,020</b>	<b>37,453</b>	<b>37,828</b>	<b>41,648</b>	<b>44,959</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	29,172	29,425	29,014	31,902	34,394	营业收入增长率	7.6%	4.0%	1.0%	10.1%	7.9%
营业税费	312	327	329	362	391	营业利润增长率	-24.9%	36.2%	-23.9%	8.5%	12.1%
销售费用	5,006	5,670	5,674	6,247	6,744	净利润增长率	-31.0%	30.2%	-25.0%	8.3%	11.7%
管理费用	1,113	1,449	1,324	1,458	1,574	EBITDA 增长率	-26.4%	30.5%	-5.2%	9.4%	8.0%
财务费用	35	-8	14	72	46	EBIT 增长率	-34.3%	38.8%	-8.5%	12.2%	10.1%
资产减值损失	3	-16	10	10	10	NOPLAT 增长率	-24.4%	32.2%	-22.8%	12.2%	10.1%
加: 公允价值变动收益	-2	3	-	-	-	投资资本增长率	7.3%	-64.4%	154.4%	6.0%	-53.4%
投资和汇兑收益	829	1,122	100	100	100	净资产增长率	13.5%	58.2%	27.2%	7.2%	7.5%
<b>营业利润</b>	<b>1,509</b>	<b>2,055</b>	<b>1,563</b>	<b>1,696</b>	<b>1,901</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	56	98	48	48	48	毛利率	19.0%	21.4%	23.3%	23.4%	23.5%
<b>利润总额</b>	<b>1,565</b>	<b>2,152</b>	<b>1,611</b>	<b>1,744</b>	<b>1,949</b>	营业利润率	4.2%	5.5%	4.1%	4.1%	4.2%
减: 所得税	142	202	148	160	179	净利润率	3.8%	4.8%	3.6%	3.5%	3.6%
<b>净利润</b>	<b>1,377</b>	<b>1,794</b>	<b>1,346</b>	<b>1,457</b>	<b>1,628</b>	EBITDA/营业收入	5.3%	6.7%	6.3%	6.2%	6.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	3.4%	4.6%	4.2%	4.2%	4.3%
货币资金	3,648	6,121	7,566	8,330	10,645	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0	2,120	2,000	2,000	2,000	固定资产周转天数	33	34	34	26	20
应收账款	3,096	4,265	2,670	4,965	3,277	<b>流动营业资本周转天数</b>	-26	-35	-28	-8	-9
应收票据	2,972	1,096	3,107	1,520	3,475	流动资产周转天数	146	187	243	244	251
预付账款	224	193	246	234	274	应收账款周转天数	31	35	33	33	33
存货	2,956	3,499	2,949	4,141	3,502	存货周转天数	32	31	31	31	31
其他流动资产	1,400	7,228	7,950	8,745	9,620	总资产周转天数	216	268	331	321	319
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	40	27	25	33	23
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	3,327	468	468	468	468	ROE	18.7%	20.6%	11.2%	11.2%	11.5%
投资性房地产	23	20	20	20	20	ROA	6.5%	5.7%	4.1%	4.1%	4.3%
固定资产	3,264	3,814	3,296	2,739	2,148	ROIC	36.7%	45.2%	98.0%	43.2%	44.9%
在建工程	84	217	187	166	151	<b>费用率</b>					
无形资产	715	1,918	1,803	1,687	1,571	销售费用率	13.9%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他非流动资产	119	3,033	3,297	3,594	3,940	管理费用率	3.1%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>资产总额</b>	<b>21,828</b>	<b>33,991</b>	<b>35,559</b>	<b>38,610</b>	<b>41,092</b>	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
短期债务	-	100	585	723	-	三费/营业收入	17.1%	19.0%	18.5%	18.7%	18.6%
应付账款	4,373	7,237	4,032	6,248	4,834	<b>偿债能力</b>					
应付票据	5,442	7,560	6,947	6,346	8,940	资产负债率	63.9%	63.3%	55.3%	55.9%	55.4%
其他流动负债	3,691	5,941	7,378	7,454	8,116	负债权益比	176.7%	172.3%	123.9%	126.8%	124.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.06	1.18	1.40	1.44	1.50
其他非流动负债	432	671	739	812	894	速动比率	0.84	1.01	1.24	1.24	1.34
<b>负债总额</b>	<b>13,938</b>	<b>21,510</b>	<b>19,679</b>	<b>21,584</b>	<b>22,784</b>	利息保障倍数	35.87	-215.06	114.08	24.55	42.33
<b>少数股东权益</b>	<b>538</b>	<b>3,759</b>	<b>3,876</b>	<b>4,003</b>	<b>4,145</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363	DPS(元)	0.30	0.40	0.30	0.32	0.36
留存收益	5,972	7,333	10,641	11,661	12,800	分红比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>7,889</b>	<b>12,481</b>	<b>15,880</b>	<b>17,027</b>	<b>18,308</b>	股息收益率	2.6%	3.3%	2.5%	2.7%	3.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	1,423	1,950	1,346	1,457	1,628	EPS(元)	1.01	1.32	0.99	1.07	1.19
加: 折旧和摊销	677	796	793	823	852	BVPS(元)	5.39	6.40	8.81	9.56	10.39
资产减值准备	3	16	10	10	10	PE(X)	11.7	9.0	12.0	11.1	9.9
公允价值变动损失	2	-3	-	-	-	PB(X)	2.2	1.9	1.3	1.2	1.1
财务费用	13	-87	14	72	46	P/FCF	14.7	3.5	-34.8	11.8	5.4
投资收益	-829	-1,122	-100	-100	-100	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	46	157	117	127	142	EV/EBITDA	6.7	3.6	3.3	2.7	1.4
营运资金的变动	2,386	-5,599	-3,181	-1,214	1,035	CAGR(%)	3.6%	-3.2%	-10.7%	3.6%	-3.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,049</b>	<b>2,005</b>	<b>-1,001</b>	<b>1,175</b>	<b>3,612</b>	PEG	3.2	-2.8	-1.1	3.1	-3.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>228</b>	<b>-80</b>	<b>80</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	ROIC/WACC	3.6	4.4	9.5	4.2	4.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1,161</b>	<b>-922</b>	<b>2,366</b>	<b>-371</b>	<b>-1,257</b>	REP	0.9	1.4	0.2	0.4	0.5

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。