

海信家电 (000921)

2020-05-28

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

长期价值有所低估，混改或驱动估值修复

报告要点

■ 事件描述

海信家电披露《关于间接控股股东拟深化混合所有制改革的提示性公告》：

《海信集团深化混合所有制改革实施方案》已获得青岛市人民政府、青岛市国资委批准；混改以海信电子控股为主体，在青岛市产权交易所公开挂牌增发 4150 万股（约占 17.20%）引入战略投资者；如本次增资扩股成功，海信电子控股可能变为无实际控制人，从而导致海信家电由青岛市国资委实际控制变为无实际控制人，海信集团也将不再为海信家电间接控股股东。此外，增资扩股完成后，青岛市国资委实施海信集团 100% 股权无偿划转华通集团。

■ 事件评论

- **公司治理改善的起点，战略投资者协同可期：**我们认为海信电子若混改成功将是公司治理改善的关键一步，历史上因股权结构原因，与其他民营家电企业相比，公司鲜少推进股权激励等治理优化举措，而参考格力混改后的回购与激励计划，我们认为后续若混改成功，公司治理改善可期；此外参考公告中提及的合格战略投资者要求，预计公司未来大概率可与战投在产业协同、国际化等方面产生协同效应，助力公司长远发展。
- **短期经营经历至暗时刻，环比改善较为确定：**疫情影响下一季度公司家用空调、冰洗及中央空调三大业务均明显承压，整体经营处于底部；不过自二季度以来公司整体经营呈现改善趋势，虽然海外业务仍有压力，但海信日立恢复较为迅速，且白电行业内销景气度自 4 月份以来显著回暖，前期被压制需求稳步释放；总的来说，公司一季度经营大概率是年内低点，随着内销业务的有序复苏，其经营逐季环比改善趋势较为确定。
- **长期价值有所低估，混改有望驱动估值修复：**历史以来由于主业经营波动较大以及治理结构较弱的拖累，公司实际价值有所低估；公司一季度末在手现金即达到 110 亿元，而当期市值仅 132 亿元，此外海信日立 2019 年即为公司贡献 9 亿元左右利润，公司当前总体市值或低于海信日立贡献的合理市值，总体投资价值存在低估。此次混改若成功完成，随着公司治理改善、与战略投资者协同效应兑现，公司估值修复可期。
- **维持公司“买入”评级：**若公司间接控股股东海信电子控本次增资扩股引入战略投资者成功完成，后续公司治理改善较为确定，此外与战略投资者的业务协同可期，这均将带动公司估值逐步修复；从基本面来看，考虑到白电行业内销景气度回升以及海信日立经营快速恢复，公司经营逐季改善较为确定；我们预计公司 2020 及 2021 年 EPS 分别为 0.90 及 1.05 元，对应估值分别为 11.92 及 10.31 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 1、混改过程中的风险；2、海外需求波动风险；3、行业竞争加剧。

分析师 **管泉森**

☎ (8621) 61118737

✉ guanqs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070002

分析师 **孙珊**

☎ (8621) 61118737

✉ sunshan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020002

分析师 **徐春**

☎ (8621) 61118737

✉ xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

联系人 **崔甜甜**

☎ (8621) 61118737

✉ cuitt@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《短期经营有扰动，长期价值被低估》2020-04-29

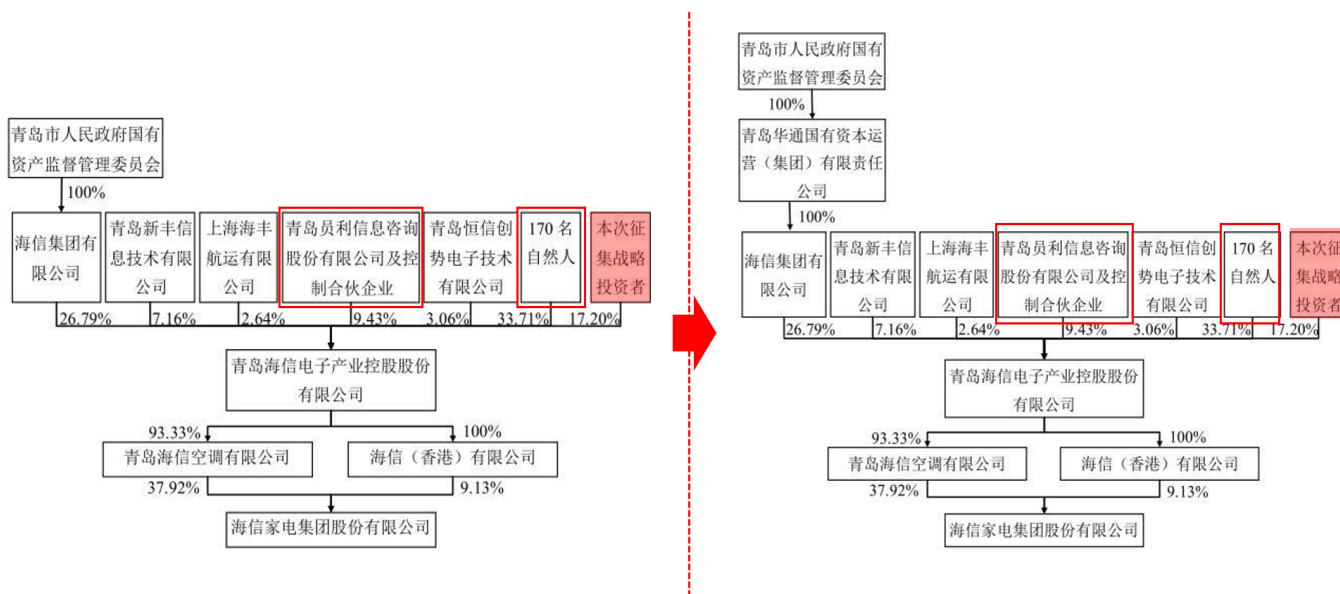
《短期虽有承压，长期发展可期》2020-04-15

《经营表现符合预期，并表优化资产结构》2019-10-29

附华通集团介绍：

青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司，成立于 2008 年 2 月，注册资本 20 亿元，是青岛市国有资本投资运营公司改革试点企业。截至 2019 年末，华通集团总资产 288.72 亿元，净资产 91.87 亿元。华通集团围绕智能化先进制造业股权投资、资本运营及产融服务、工业园区开发运营主业，逐步构建“产业+园区+基金+产融服务”四位一体的运作模式，形成实业、物业、资本运作、数字四大产业板块，致力打造国有资本市场化运作的专业平台，建设资本结构合理、商业模式清晰、优势产业突出的智能化先进制造业投资运营集团。

图 1：海信电子控股成功征集战略投资者完成增资扩股及海信集团有限股权无偿划转完成后，公司股权结构变动情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	37453	42972	47174	51423
增长率 (%)	4%	15%	10%	9%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1794	1233	1424	1637
增长率 (%)	30%	-31%	15%	15%
每股收益 (元)	1.32	0.90	1.05	1.20
净资产收益率 (%)	21%	12%	13%	13%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37453	42972	47174	51423	货币资金	6121	7717	9728	12000
营业成本	29425	33774	36919	40190	交易性金融资产	2120	2120	2120	2120
毛利	8028	9198	10255	11233	应收账款	9163	8738	9592	10456
%营业收入	21%	21%	22%	22%	存货	3499	3704	4049	4408
营业税金及附加	327	373	411	447	预付账款	193	221	242	263
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	3425	3481	3516	3551
销售费用	5670	6704	7312	7919	流动资产合计	24520	25982	29248	32798
%营业收入	15%	16%	16%	15%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	515	688	755	771	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1%	2%	2%	2%	长期股权投资	468	468	468	468
财务费用	-8	0	0	0	投资性房地产	20	20	20	20
%营业收入	0%	0%	0%	0%	固定资产合计	3814	3821	3827	3833
资产减值损失	-16	0	0	0	无形资产	1992	1905	1819	1732
公允价值变动收益	3	0	0	0	商誉	133	133	133	133
投资收益	1122	900	900	900	递延所得税资产	635	93	93	93
营业利润	2055	1343	1561	1803	其他非流动资产	2409	178	114	50
%营业收入	5%	3%	3%	4%	资产总计	33991	32600	35722	39128
营业外收支	98	56	56	56	短期贷款	100	0	0	0
利润总额	2152	1399	1617	1859	应付款项	12878	13024	14237	15498
%营业收入	6%	3%	3%	4%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	202	126	146	167	应付职工薪酬	620	712	779	848
净利润	1950	1273	1472	1692	应交税费	511	586	644	702
归属于母公司所有者的净利润	1794	1233	1424	1637	其他流动负债	6729	4013	4327	4653
少数股东损益	157	41	47	54	流动负债合计	20838	18335	19985	21700
EPS (元/股)	1.32	0.90	1.05	1.20	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2019A	2020E	2021E	2022E	递延所得税负债	58	2	2	2
经营活动现金流净额	2005	-1308	1028	1288	其他非流动负债	613	518	518	518
取得投资收益	55	900	900	900	负债合计	21510	18855	20505	22220
长期股权投资	2859	0	0	0	归属于母公司	8722	9945	11369	13006
无形资产投资	-1278	2	2	2	少数股东权益	3759	3800	3847	3901
固定资产投资	-550	-40	-40	-40	股东权益	12481	13745	15216	16908
其他	-1167	2288	121	121	负债及股东权益	33991	32600	35722	39128
投资活动现金流净额	-80	3150	983	983	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.32	0.90	1.05	1.20
股权融资	37	0	0	0	BVPS	6.40	7.30	8.34	9.54
银行贷款增加 (减少)	100	-100	0	0	PE	8.19	11.92	10.31	8.97
筹资成本	-737	0	0	0	PEG	0.27	—	0.66	0.60
其他	-322	-145	0	0	PB	1.68	1.48	1.29	1.13
筹资活动现金流净额	-922	-245	0	0	EV/EBITDA	6.05	26.53	10.32	3.72
现金净流量	1003	1597	2011	2271	ROE	21%	12%	13%	13%



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。