海信家电（000921）重大事项点评

间接控股股东深化改革，公司治理结构有望优化

强推（维持）

目标价：14 元

当前价：10.78 元

事项：

❖ 公司发布《关于间接控股股东拟深化混合所有制改革的提示性公告》及《关于海信集团有限公司股权无偿划转的提示性公告》。本次深化混合所有制改革将以海信电子控股为主体，通过增资扩股引入战略投资者。如海信电子控股本次增资扩股成功征集到合格战略投资者，可能导致公司由青岛市国资委实际控制变更为无实际控制人。

评论：

❖ **混改前公司实际控制人为地方国资管理机构。**截至 2020Q1，公司控股股东为海信空调（持有公司 37.92%股权），间接控股股东为海信电子控股（持有海信空调 93.33%股权），实际控制人为海信集团（由青岛市国资委 100%持股），具体股权结构可见下文附录。为形成多元化的股权结构和市场化的公司治理结构，青岛市国资委有序推进海信集团深化混合所有制改革实施方案落地。

❖ **间接控股股东拟深化改革，混改后公司或无实际控制人。**本次混改以海信电子控股为主体，计划公开增发 4150 万股（约占 17.20%股权比例）引入战略投资者，原战略投资者有权参与增发。如海信电子控股成功征集到合格战略投资者完成增资控股后，青岛市国资委将会将其持有的海信集团 100%股权无偿划转给青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司（由青岛市国资委 100%持股）。本次增资扩股及股权划转完成后，海信电子控股的股权结构将进一步分散，海信集团仅持有海信电子控股 26.79%股权，故海信电子控股可能变为无实际控制人，从而使得公司由青岛市国资委实际控制变为无实际控制人，海信集团也可能将不再为公司的间接控股股东。

❖ **混改将优化治理结构，充分激发企业活力。**混改前公司实际控制人为地方国资管理机构，此次混改海信电子控股将通过增资扩股引入具有产业协同效应、能助力公司国际化发展的战略投资者，帮助公司形成更加多元化的股权体系及市场化的治理结构。混改后公司可能变为无实际控制人，公司机制将更为市场化，助力充分激发企业活力。本次混改实施方案尚需对海信电子控股进行审计、评估，并通过青岛市产权交易所公开征集战略投资者，仍存在能否征集到合格投资者的不确定性。

❖ **内销需求有望复苏，期待日立协同助力。**20Q1 受疫情影响，公司白电尤其是空调产品安装受阻，使得营收及业绩明显承压。随着国内疫情态势的持续向好，白电行业需求有望迎来复苏。公司在白电多品类市场占据重要地位，其中公司在中央空调领域形成了“海信”、“日立”、“约克”三品牌矩阵，覆盖不同消费群体，且三个品牌在多联机中央空调市场占有率位居行业第一，后续凭借优势地位公司经营表现有望随着行业复苏而有所提振。综合来看，短期公司受疫情冲击承压明显，但长期来看公司坚持高端战略，聚焦高端推广，布局多品牌运营，未来协同助力效应值得期待。

❖ **投资建议：**我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测为 0.98/1.17/1.37 元，对应 PE 分别为 11/9/8 倍。海信日立并表完成，公司产品结构持续优化，白电布局日益完善，叠加公司混改推进，治理结构有望持续优化，公司未来发展可期。参考可比公司估值，维持目标价 14 元，对应 20 年 14 倍 PE，维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，混改进程低于预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	37,453	44,060	45,988	48,031
同比增速(%)	4.0%	17.6%	4.4%	4.4%
归母净利润(百万)	1,793	1,330	1,596	1,873
同比增速(%)	30.2%	-25.9%	20.1%	17.3%
每股盈利(元)	1.32	0.98	1.17	1.37
市盈率(倍)	8	11	9	8
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 5 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560
邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com
执业编号：S0360519060003

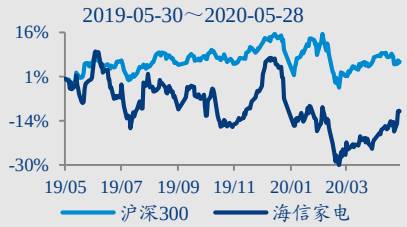
联系人：贺虹萍

电话：021-20572572
邮箱：hehongping@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	136,273
已上市流通股(万股)	136,173
总市值(亿元)	146.9
流通市值(亿元)	97.25
资产负债率(%)	62.1
每股净资产(元)	6.4
12 个月内最高/最低价	13.41/8.5

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《海信家电（000921）2019 年半年报点评：内销影响营收表现平淡，产品结构助力盈利能力改善》 2019-08-23

《海信家电（000921）2019 年三季报点评：经营表现符合预期，海信日立并表完成》 2019-10-29

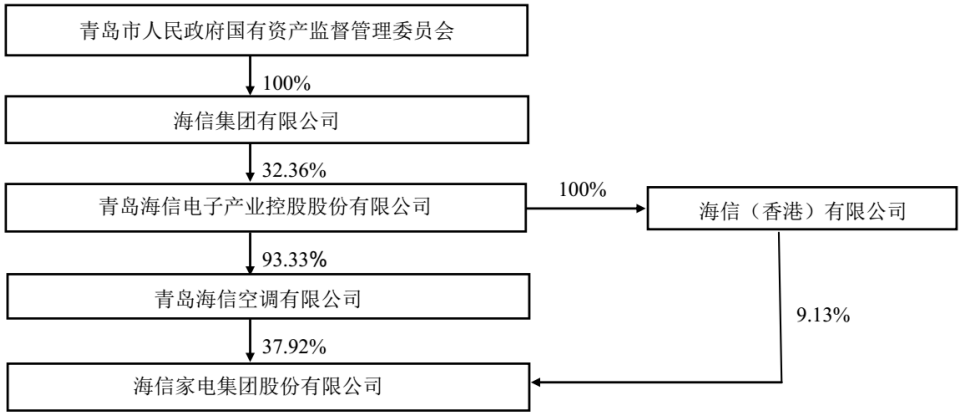
《海信家电（000921）2019 年报&2020 年一季报预告点评：日立并表增厚收入，期待未来协同发展》 2020-04-15

未经许可，禁止转载

附录：公司股权结构

一、截至 2019 年报公司与实际控制人之间的股权结构

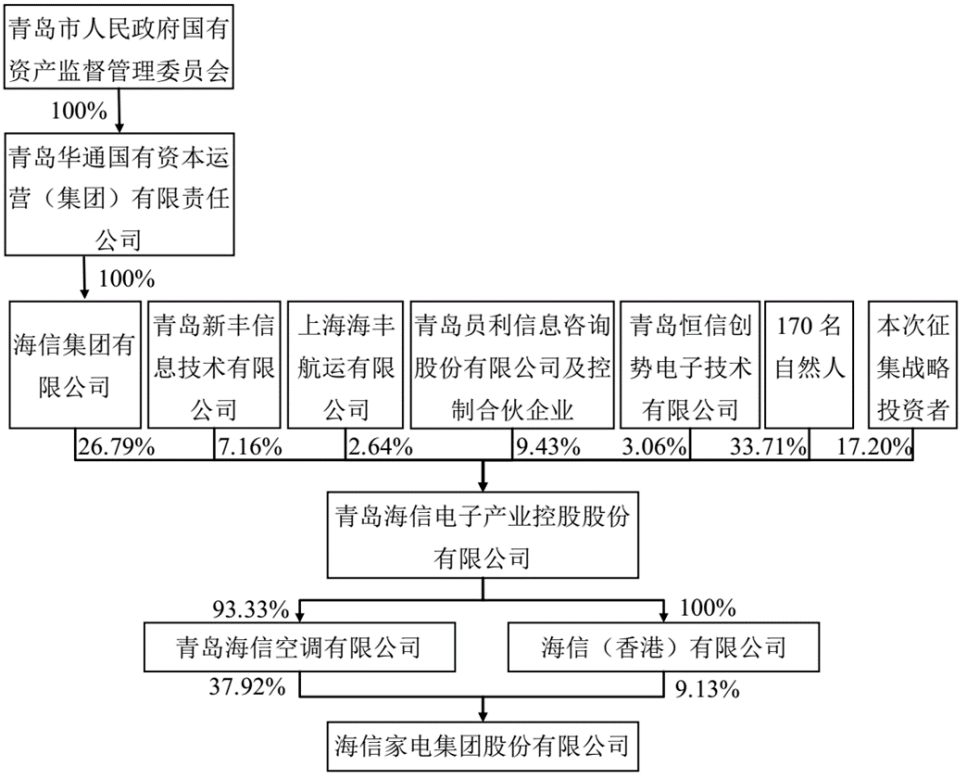
图表 1　公司与实际控制人之间的产权及控制关系（截至 2019 年报）



资料来源：公司公告

二、如混改成功实施后公司的股权结构

图表 2　如混改成功实施后公司的股权结构图



资料来源：公司公告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,121	7,198	8,886	10,788
应收票据	1,096	1,289	1,346	1,405
应收账款	3,968	4,667	4,872	5,088
预付账款	193	223	232	242
存货	3,499	4,054	4,217	4,393
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9,643	10,974	11,359	11,770
流动资产合计	24,520	28,405	30,912	33,686
其他长期投资	20	20	20	20
长期股权投资	468	468	468	468
固定资产	3,813	3,385	3,038	2,756
在建工程	217	223	229	235
无形资产	1,918	1,726	1,554	1,398
其他非流动资产	3,035	3,026	3,018	3,014
非流动资产合计	9,471	8,848	8,327	7,891
资产合计	**33,991**	**37,253**	**39,239**	**41,577**
短期借款	100	80	30	0
应付票据	7,560	8,761	9,112	9,492
应付账款	5,317	6,162	6,409	6,676
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,013	1,192	1,244	1,299
其他应付款	1,920	1,920	1,920	1,920
一年内到期的非流动负债	41	41	41	41
其他流动负债	4,888	5,539	5,727	5,919
流动负债合计	20,839	23,695	24,483	25,347
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	671	196	196	196
非流动负债合计	671	196	196	196
负债合计	**21,510**	**23,891**	**24,679**	**25,543**
归属母公司所有者权益	8,722	9,487	10,545	11,855
少数股东权益	3,759	3,875	4,015	4,179
所有者权益合计	**12,481**	**13,362**	**14,560**	**16,034**
负债和股东权益	**33,991**	**37,253**	**39,239**	**41,577**

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,005**	**2,088**	**2,401**	**2,624**
现金收益	2,739	2,368	2,559	2,770
存货影响	-543	-556	-163	-176
经营性应收影响	1,052	-908	-254	-270
经营性应付影响	3,216	2,045	599	648
其他影响	-4,458	-861	-340	-347
投资活动现金流	**-80**	**-305**	**-305**	**-305**
资本支出	-2,683	-325	-321	-318
股权投资	2,859	0	0	0
其他长期资产变化	-256	20	16	13
融资活动现金流	**-922**	**-706**	**-408**	**-417**
借款增加	141	-20	-50	-30
股利及利息支付	-737	-589	-615	-775
股东融资	37	0	0	0
其他影响	-363	-97	257	388

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**37,453**	**44,060**	**45,988**	**48,031**
营业成本	29,425	34,096	35,465	36,944
税金及附加	327	384	401	419
销售费用	5,670	6,759	6,912	7,075
管理费用	515	562	573	574
研发费用	934	1,143	1,198	1,251
财务费用	-8	-16	-12	-16
信用减值损失	-44	0	0	0
资产减值损失	-16	-16	-16	-16
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资收益	1,122	100	100	100
其他收益	278	278	278	278
营业利润	**2,055**	**1,498**	**1,818**	**2,150**
营业外收入	126	126	127	127
营业外支出	29	29	29	29
利润总额	**2,152**	**1,595**	**1,916**	**2,248**
所得税	202	149	180	211
净利润	**1,950**	**1,446**	**1,736**	**2,037**
少数股东损益	157	116	140	164
归属母公司净利润	**1,793**	**1,330**	**1,596**	**1,873**
NOPLAT	1,943	1,431	1,725	2,022
EPS(摊薄)（元）	1.32	0.98	1.17	1.37

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.0%	17.6%	4.4%	4.4%
EBIT 增长率	34.1%	-26.4%	20.5%	17.2%
归母净利润增长率	30.2%	-25.9%	20.1%	17.3%
获利能力				
毛利率	21.4%	22.6%	22.9%	23.1%
净利率	5.2%	3.3%	3.8%	4.2%
ROE	14.4%	10.0%	11.0%	11.7%
ROIC	17.6%	12.1%	13.4%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	64.1%	62.9%	61.4%
债务权益比	6.5%	2.4%	1.8%	1.5%
流动比率	117.7%	119.9%	126.3%	132.9%
速动比率	100.9%	102.8%	109.0%	115.6%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	34	35	37	37
应付账款周转天数	59	61	64	64
存货周转天数	39	40	42	42
每股指标(元)				
每股收益	1.32	0.98	1.17	1.37
每股经营现金流	1.47	1.53	1.76	1.93
每股净资产	6.40	6.96	7.74	8.70
估值比率				
P/E	8	11	9	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	10	9	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

家电组团队介绍

组长、首席分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500