私有化方案落地，机制优化业绩可期

海尔智家（600690）重大事项点评 | 2020.8.3

中信证券研究部

纪敏
首席家电分析师
S1010520030002

汪浩
家电分析师
S1010518080005

联系人：吴汉翔

核心观点

公司拟通过协议安排方式私有化海尔电器（01169.HK），海尔电器计划股东将获得海尔智家新发行的 H 股股份（及部分现金付款）作为私有化对价。本次交易完成后，短期看，将改善公司现金效率，减少财务费用；从长远来看，我们认为私有化将有助于公司厘清业务单元权责，改善公司治理体制，展望未来，费用投放将更加高效，释放盈利空间。结合公司在全球化以及高端化领域的前瞻布局已进入花开结果的收获阶段，继续推荐，维持“买入”评级。

- **事项：私有化获得重大进展。**公司拟通过协议安排方式私有化海尔电器（01169.HK），海尔电器计划股东将获得海尔智家新发行的 H 股股份（及部分现金付款）作为私有化对价。方案中海尔智家 H 股估值为 16.65 元/股（约 18.47 港元/股，较海尔智家 A 股停牌前收盘价折价约 7.5%），海尔电器估值为 31.51 港元/股（较公告日前最后交易日收盘价溢价 17.35%）。基于上述估值，对应换股比例为 1:1.60，且向计划股东以现金方式按照 1.95 港元/股支付现金。交易完成后，海尔电器将成为海尔智家全资子公司并从香港联交所退市；海尔智家将在港交所主板上市。
- **短期影响：现金效率将改善，财务费用有望减少，EPS 摊薄幅度有限。**2019 年海尔智家现金资产 362 亿，海尔电器现金资产 148 亿，海尔智家剔除海尔电器后可用资金较少，海外扩张是资金较为紧张的核心原因。私有化成功后，作为整体公司现金使用效率有望显著改善，若该现金用于偿还长期借款（主要为收购 GEA 所导致的美元贷款），估计可带来数亿财务费用减少，增厚利润 5-10%。此外，现金充裕将带来分红率提升，公司未来三年拟将分红率将稳步提升至 40%。**关于 EPS 摊薄，**海尔智家本次私有化预计将新增 43%的股数（假设 EB 全部转 CB），估算 2020 年 EPS 摊薄在 10%左右，影响可控。
- **长期影响：厘清业务单元权责，改善公司治理体制。**由于历史原因，公司存在两个上市平台，导致长期以来管理、业务方面权责利益存在冲突，如经销商往往需要同时对接两个上市平台的渠道团队，导致经营效率存在折损。若公司最终实现完全持股并统一管理层团队，预计能更好改善制造、研发、销售、渠道的协同作用，理清利益关系。展望未来 5 年，我们预计公司智慧家居业务可通过费用投放更加高效，提升利润率约 2pcts 以上（2019 年营业利润率为 4.3%），带来 50-60%的盈利空间释放。
- **风险因素：**私有化方案推进不及预期；海外疫情控制不及预期，空调价格战持续，原材料价格上行。
- **投资建议：维持“买入”评级。** 假设海尔智家（600690）顺利私有化海尔电器（01169.HK），据公告 2018 年备考约 96 亿净利润，我们预计 2020 年受疫情影响盈利大概率下滑；谨慎假设按年化 10%业绩增长，因此预计 2025 年盈利规模可接近 160 亿。 假设未来分红比例可以逐步达到 40%，预计未来 5 年累计分红约 200 亿；**因此 2025 年目标市值为 160 亿盈利*20xPE+200 亿分红=3400 亿。**此次私有化，预计海尔智家将增发股本 43%（协议安排计划股东+可交换债券持有人，假设 EB 全部转 CB）；**公司当前市值接近 1200 亿，因此 5 年期累计投资收益率约为“3400 亿目标市值/（1200 亿当前市值*1.43）=100%”，年化回报率约 15%，对于海尔现有股东而言是非常友好的收益预期。**

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	183,317	200,762	201,375	218,864	235,864
营业收入增长率	15.1%	9.5%	0.3%	8.7%	7.8%
净利润(百万元)	7,440	8,206	7,709	8,751	9,687
净利润增长率	7.4%	10.3%	-6.1%	13.5%	10.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.21	1.29	1.17	1.33	1.47
毛利率%	29.0%	29.8%	29.6%	29.7%	29.8%
净资产收益率 ROE%	18.9%	17.1%	14.5%	14.7%	14.5%
每股净资产（元）	5.99	7.28	8.08	9.05	10.13
PE	13	12	15	14	12
PB	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 7 月 29 日收盘价

海尔智家	600690
评级	买入（维持）
当前价	18.00 元
总股本	6,580 百万股
流通股本	6,309 百万股
52 周最高/最低价	20.0/13.85 元
近 1 月绝对涨幅	8.63%
近 6 月绝对涨幅	-3.83%
近 12 月绝对涨幅	9.56%

利润表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	183,317	200,762	201,375	218,864	235,864
营业成本	130,154	140,868	141,693	153,823	165,653
毛利率	29.00%	29.83%	29.64%	29.72%	29.77%
营业税金及附加	857	802	804	874	942
销售费用	28,653	33,682	33,831	36,113	38,446
营业费用率	15.63%	16.78%	16.80%	16.50%	16.30%
管理费用	8,324	10,113	10,069	10,943	11,793
管理费用率	4.54%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	939	893	217	(55)	(377)
财务费用率	0.51%	0.44%	0.11%	-0.03%	-0.16%
投资收益	1,923	5,480	1,500	1,500	1,500
营业利润	11,391	14,449	11,851	13,476	14,937
营业利润率	6.21%	7.20%	5.89%	6.16%	6.33%
营业外收入	474	391	391	391	391
营业外支出	235	210	210	210	210
利润总额	11,629	14,631	12,032	13,657	15,118
所得税	1,859	2,296	1,888	2,143	2,373
所得税率	15.98%	15.69%	15.69%	15.69%	15.69%
少数股东损益	2,330	4,128	2,435	2,763	3,059
归属于母公司股东的净利润	7,440	8,206	7,709	8,751	9,687
净利率	4.06%	4.09%	3.83%	4.00%	4.11%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	37,456	36,179	40,639	42,996	53,454
存货	22,377	28,229	28,394	30,825	33,195
应收账款	10,431	11,016	11,050	12,009	12,942
其他流动资产	23,996	25,124	25,065	26,716	28,188
流动资产	94,260	100,547	105,148	112,546	127,779
固定资产	17,320	21,180	21,399	21,190	20,520
长期股权投资	13,966	20,461	20,456	20,455	20,453
无形资产	9,209	10,687	10,685	10,684	10,684
其他长期资产	31,944	34,579	35,143	35,894	36,320
非流动资产	72,439	86,907	87,684	88,223	87,977
资产总计	166,700	187,454	192,831	200,769	215,756
短期借款	6,299	8,585	7,860	0	0
应付账款	27,759	33,751	33,948	36,854	39,689
其他流动负债	46,024	53,274	51,502	55,193	57,225
流动负债	80,082	95,610	93,311	92,047	96,914
长期借款	15,541	13,276	13,276	13,276	13,276
其他长期负债	15,946	13,578	13,578	13,578	13,578
非流动性负债	31,488	26,855	26,855	26,855	26,855
负债合计	111,569	122,464	120,165	118,902	123,768
股本	6,368	6,580	6,580	6,580	6,580
资本公积	2,209	4,436	4,436	4,436	4,436
归属于母公司所有者权益合计	39,402	47,888	53,130	59,568	66,629
少数股东权益	15,728	17,102	19,536	22,299	25,358
股东权益合计	55,130	64,990	72,666	81,867	91,988
负债股东权益总计	166,700	187,454	192,831	200,769	215,756

现金流量表 （百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	11,629	14,631	12,032	13,657	15,118
所得税支出	-1,859	-2,296	-1,888	-2,143	-2,373
折旧和摊销	3,140	4,663	3,777	4,407	5,067
营运资金的变化	5,617	848	-1,716	1,529	65
其他经营现金流	407	-2,763	-1,348	-1,600	-1,923
经营现金流合计	18,934	15,083	10,856	15,849	15,955
资本支出	-6,757	-6,194	-4,000	-4,200	-4,400
投资收益	1,923	5,480	1,500	1,500	1,500
其他投资现金流	-2,832	-10,247	-487	-675	-349
投资现金流合计	-7,666	-10,962	-2,987	-3,375	-3,249
发行股票	2,969	441	0	0	0
负债变化	38,102	37,497	-725	-7,860	0
股息支出	-2,085	-2,235	-2,467	-2,313	-2,625
其他融资现金流	-49,475	-41,715	-217	55	377
融资现金流合计	-10,489	-6,013	-3,409	-10,117	-2,248
现金及现金等价物净增加额	779	-1,892	4,460	2,357	10,458

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.11%	9.52%	0.31%	8.68%	7.77%
营业利润增长率	12.63%	26.86%	-18%	13.71%	10.84%
净利润增长率	7.43%	10.30%	-6.06%	13.51%	10.70%
毛利率	29.00%	29.83%	29.64%	29.72%	29.77%
EBITDA Margin	8.60%	10.21%	6.75%	6.97%	7.10%
净利率	4.06%	4.09%	3.83%	4.00%	4.11%
净资产收益率	18.88%	17.14%	14.51%	14.69%	14.54%
总资产收益率	4.46%	4.38%	4.00%	4.36%	4.49%
资产负债率	66.93%	65.33%	62.32%	59.22%	57.36%
所得税率	15.98%	15.69%	15.69%	15.69%	15.69%
股利支付率	30.04%	30.07%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户“发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。