

# 海信视像 (600060)

## 混改最新进展, 海信电子控股将引入战略投资者

### 事件

5月28日, 公司接到海信集团转来的青岛市国资委《关于印发〈海信集团深化混合所有制改革实施方案〉的通知》, 《海信集团深化混合所有制改革实施方案》已经青岛市人民政府批准, 混改工作将按程序推进实施。

**公司混改后将无实控人。**本次混改主体为海信视像的控股股东海信电子控股。按照混改方案, 海信电子控股将以2020年4月30日为基准日进行审计评估, 审计、评估完成后, 在青岛市产权交易所公开挂牌增发4150万股引入战略投资者, 原战略投资者有权参与增发。混改完成后, 海信集团持股比例达26.79%, 本次征集战略投资者持股比例达17.20%。如本次增资扩股成功征集到合格战略投资者, 海信电子控股的股权结构进一步分散, 无任何单一股东或存在一致行动人的股东合计可以控制海信电子控股超过30%表决权, 海信电子控股因此可能变为无实际控制人, 这也将导致海信视像、海信家电由青岛市国资委实际控制变更为无实际控制人。

**混改将进一步激发公司运营活力。**混改完成后, 集团高管及核心员工等170名自然人共计持股33.71%, 参考此前格力混改落地后加大员工激励, 期待未来在上市公司层面企业活力与经营效率被进一步激发。此外, 海信电子控股旗下还包含海信智能家居、海信商显、海信激光显示、海信网络科技、海信聚好看等优质企业, 预计通过混改将增强与公司产业的协同效应。外部战略投资者将加速公司的国际化发展战略, 给公司带来更好的发展前景。

**海信集团划转华通集团持有。**在海信电子控股增资扩股完成后, 青岛市国资委将持有的海信集团公司100%股权划转给青岛华通集团持有。华通集团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, 覆盖实业、物业、资本运作、数字四大产业板块, 是青岛国有资本市场化运作的专业平台。

### 投资建议

公司产品结构持续优化, 毛利率不断提升。更名后公司向LED大屏显示、触控一体机、交互智能平板等领域拓展, 未来业务矩阵将更加多元。混改完成后, 公司经营效率和企业活力将被进一步激活, 且TVS扭亏开始贡献盈利, 海外市场份额持续扩大。一季度末公司在手现金(货币资金+交易性金融资产-长期&短期借款)充裕, 达95.1亿元, 当前pb为1.15x, 看好公司全年业绩及长期发展前景。预计公司20-22年公司归母净利润8.67/10.72/12.33亿元, 对应EPS 0.66/0.82/0.94元/股, 当前股价对应19.3x/15.6x/13.6x PE, 维持买入评级。

**风险提示:** 彩电行业价格战升级; TV面板价格上涨; 国外疫情加剧。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,128.28	34,104.74	33,265.74	36,040.10	38,364.69
增长率(%)	6.87	(2.91)	(2.46)	8.34	6.45
EBITDA(百万元)	1,934.89	2,351.55	1,179.93	1,264.44	1,488.19
净利润(百万元)	392.40	556.07	866.74	1,071.71	1,232.99
增长率(%)	(59.40)	41.71	55.87	23.65	15.05
EPS(元/股)	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94
市盈率(P/E)	42.58	30.05	19.28	15.59	13.55
市净率(P/B)	1.19	1.15	1.09	1.03	0.97
市销率(P/S)	0.48	0.49	0.50	0.46	0.44
EV/EBITDA	5.50	2.42	15.39	3.84	10.57

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/视听器材
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.77元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,308.48
流通A股股本(百万股)	1,308.48
A股总市值(百万元)	16,709.31
流通A股市值(百万元)	16,709.31
每股净资产(元)	11.14
资产负债率(%)	41.67
一年内最高/最低(元)	14.41/7.31

### 作者

**蔡雯娟** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《海信视像-年报点评报告:业绩逆势增长, 毛利率水平大幅提升》2020-05-01
- 《海信视像-公司深度研究:更名之后, 如何实现困境反转?》2020-01-23
- 《海信电器-公司点评:公司拉开混改大幕, 期待进一步激发活力》2019-12-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,043.12	3,317.58	3,326.57	12,988.13	3,836.47
应收票据及应收账款	10,746.37	5,393.02	14,037.92	4,076.13	15,206.28
预付账款	74.49	92.27	37.15	111.98	52.82
存货	3,527.83	3,062.11	3,456.91	3,463.55	3,961.67
其他	6,553.01	12,664.36	8,154.92	9,124.80	9,976.68
<b>流动资产合计</b>	<b>24,944.82</b>	<b>24,529.35</b>	<b>29,013.48</b>	<b>29,764.60</b>	<b>33,033.92</b>
长期股权投资	443.12	478.24	478.24	478.24	478.24
固定资产	1,401.13	1,319.72	1,185.10	1,047.23	907.40
在建工程	36.01	16.44	9.87	5.98	3.65
无形资产	957.51	1,011.05	977.35	943.65	909.94
其他	1,616.78	1,920.12	1,453.69	1,587.99	1,599.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,454.56</b>	<b>4,745.57</b>	<b>4,104.24</b>	<b>4,063.08</b>	<b>3,898.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,399.37</b>	<b>29,274.92</b>	<b>33,117.73</b>	<b>33,827.68</b>	<b>36,932.49</b>
短期借款	1,951.16	1,868.40	5,107.70	1,800.00	3,981.11
应付票据及应付账款	7,676.76	7,013.09	7,053.89	8,245.95	8,051.24
其他	2,485.05	2,831.00	1,964.62	3,091.24	2,415.01
<b>流动负债合计</b>	<b>12,112.97</b>	<b>11,712.49</b>	<b>14,126.21</b>	<b>13,137.19</b>	<b>14,447.36</b>
长期借款	1,207.85	538.45	1,310.62	1,800.00	2,327.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	720.73	757.23	527.20	668.39	650.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,928.58</b>	<b>1,295.68</b>	<b>1,837.82</b>	<b>2,468.39</b>	<b>2,978.67</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,041.56</b>	<b>13,008.17</b>	<b>15,964.03</b>	<b>15,605.58</b>	<b>17,426.02</b>
少数股东权益	1,266.47	1,688.14	1,888.05	2,062.51	2,263.23
股本	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48
资本公积	2,467.16	2,467.59	2,467.59	2,467.59	2,467.59
留存收益	12,788.63	13,261.62	13,957.17	14,851.11	15,934.75
其他	(2,472.93)	(2,459.08)	(2,467.59)	(2,467.59)	(2,467.59)
<b>股东权益合计</b>	<b>15,357.82</b>	<b>16,266.75</b>	<b>17,153.70</b>	<b>18,222.10</b>	<b>19,506.46</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,399.37</b>	<b>29,274.92</b>	<b>33,117.73</b>	<b>33,827.68</b>	<b>36,932.49</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	546.77	806.89	866.74	1,071.71	1,232.99
折旧摊销	427.92	450.50	174.90	175.56	175.96
财务费用	64.31	60.32	(68.88)	(74.62)	(79.43)
投资损失	(347.45)	(348.62)	(274.75)	(281.54)	(301.25)
营运资金变动	(1,940.16)	2,776.72	(10,350.40)	12,103.10	(12,136.75)
其它	1,161.47	(1,961.39)	231.68	174.46	200.72
<b>经营活动现金流</b>	<b>(87.14)</b>	<b>1,784.43</b>	<b>(9,420.70)</b>	<b>13,168.66</b>	<b>(10,907.76)</b>
资本支出	1,144.45	308.05	230.04	(141.09)	17.55
长期投资	76.67	35.12	0.00	0.00	0.00
其他	(2,716.61)	(2,015.89)	5,338.78	(464.85)	(900.09)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,495.50)</b>	<b>(1,672.71)</b>	<b>5,568.82</b>	<b>(605.94)</b>	<b>(882.55)</b>
债权融资	3,241.07	2,507.55	6,479.24	3,681.23	6,389.78
股权融资	141.91	6.52	67.71	81.97	86.78
其他	(752.45)	(2,989.61)	(2,686.09)	(6,664.36)	(3,837.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,630.52</b>	<b>(475.54)</b>	<b>3,860.87</b>	<b>(2,901.16)</b>	<b>2,638.64</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,047.88</b>	<b>(363.83)</b>	<b>8.99</b>	<b>9,662.56</b>	<b>(9,149.66)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>35,128.28</b>	<b>34,104.74</b>	<b>33,265.74</b>	<b>36,040.10</b>	<b>38,364.69</b>
营业成本	29,967.93	27,978.75	27,671.78	29,801.56	31,608.67
营业税金及附加	210.42	209.61	143.81	197.73	210.48
营业费用	2,954.13	3,605.45	2,746.93	3,099.45	3,261.00
管理费用	576.65	578.20	551.20	583.85	621.51
研发费用	1,193.69	1,426.23	1,488.10	1,585.76	1,688.05
财务费用	89.93	15.54	(68.88)	(74.62)	(79.43)
资产减值损失	77.80	(68.68)	(34.59)	(34.59)	(34.00)
公允价值变动收益	(1.51)	9.56	31.77	0.00	0.00
投资净收益	347.45	269.07	274.75	282.54	303.25
其他	(893.83)	(656.29)	(769.60)	(760.14)	(780.84)
<b>营业利润</b>	<b>605.63</b>	<b>737.30</b>	<b>1,230.46</b>	<b>1,358.55</b>	<b>1,566.02</b>
营业外收入	35.77	84.31	11.73	60.00	60.00
营业外支出	36.05	58.15	67.00	40.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>605.36</b>	<b>763.47</b>	<b>1,175.19</b>	<b>1,378.55</b>	<b>1,586.02</b>
所得税	58.59	(43.43)	112.85	132.38	152.30
<b>净利润</b>	<b>546.77</b>	<b>806.89</b>	<b>1,062.34</b>	<b>1,246.17</b>	<b>1,433.71</b>
少数股东损益	154.36	250.82	199.91	174.46	200.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>392.40</b>	<b>556.07</b>	<b>866.74</b>	<b>1,071.71</b>	<b>1,232.99</b>
每股收益(元)	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.87%	-2.91%	-2.46%	8.34%	6.45%
营业利润	-47.07%	21.74%	66.89%	10.41%	15.27%
归属于母公司净利润	-59.40%	41.71%	55.87%	23.65%	15.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.69%	17.96%	16.82%	17.31%	17.61%
净利率	1.12%	1.63%	2.61%	2.97%	3.21%
ROE	2.78%	3.81%	5.68%	6.63%	7.15%
ROIC	5.38%	5.95%	17.36%	6.97%	31.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.76%	44.43%	48.20%	46.13%	47.18%
净负债率	-5.22%	-4.98%	18.38%	-51.07%	13.09%
流动比率	2.06	2.09	2.05	2.27	2.29
速动比率	1.77	1.83	1.81	2.00	2.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.24	4.23	3.42	3.98	3.98
存货周转率	10.39	10.35	10.21	10.42	10.33
总资产周转率	1.30	1.16	1.07	1.08	1.08
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94
每股经营现金流	-0.07	1.36	-7.20	10.06	-8.34
每股净资产	10.77	11.14	11.67	12.35	13.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	42.58	30.05	19.28	15.59	13.55
市净率	1.19	1.15	1.09	1.03	0.97
EV/EBITDA	5.50	2.42	15.39	3.84	10.57
EV/EBIT	6.31	2.74	18.07	4.46	11.98

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com