2020 年 08 月 03 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 23

海尔智家(600690.SH) Buy 买入

私有化方案公布，提升效率，加速智慧家庭生态品牌战略

事件：

公司发布公告，拟对海尔电器（1169.HK）私有化，并通过介绍方式实现海尔智家在港交所主板上市，发行不超过 28.6 亿股 H 股股票。原海尔电器股东将可按照 1:1.60 的比例获得海尔智家新发行的 H 股股份作为私有化对价，并可获得 1.95 港币/股的现金。

本方案已通过董事会监事会审议，未来还需发改委、商务部以及两公司股东大会同意和两地得监管机构等同意，还存在不确定性。

点评：

- **私有化方案短期将提升净利润规模及摊薄短期EPS：**本次私有化前，海尔智家及其一致行动人直接或间接持有58.4%的海尔电器股份，为海尔电器的控股股东，海尔电器已纳入海尔智家得合并报表范围。按照2019年的财务数据来计算，此次私有化方案短期对海尔智家在营收、毛利率等方面没有直接影响，但由于少数股东权益的收归，公司扣非后净利规模约有32%左右的提升。而新发行股份将会稀释短期EPS表现，估计扣非后EPS约会有5%左右的下降（表1）。

- **长期将利于提升效率，加速智慧家庭生态品牌战略的发展，公司也将逐步提升分红比例：**（1）私有化完成后，公司旗下全品类将共享统一的企划、研发、营销、服务体系和“U+智慧家庭生活平台”，通过智慧家庭解决方案全品类的交叉销售带动收入增长，此外，还将利于公司在全球范围内优化资源配置，通过洗衣机、热水器及净水器品类的海外拓展带动收入增长；（2）私有化完成后，将减少关联交易及同业竞争，提升管理协同与运营效率，优化决策过程，缩短全流程响应周期，利于推动公司智慧家庭场景下“全品类一体化”的内部深度整合和“全产业链数字化”的业务系统变革；（3）私有化有利于资金的统一管理、筹划，优化资本结构；（4）海尔智家通过介绍上市登陆H股，将为公司全球员工提供股权激励平台，利于促进公司海内外业务的发展；（5）公司计划在交易完成后三年内将分红比例逐步提升至40%（海尔智家近5年分红比例约为30%，海尔电器近5年分红比例约为17%），有利于改善股东回报。

- **盈利预测与投资建议：**由于方案还具有不确定性，我们暂不调整对公司的盈利预测。我们预计公司 2020、2021 年净利润为 71.7 亿元、87.4 亿元，YOY-12.7%、+21.6%，EPS 为 1.1 元、1.3 元，P/E 为 16X、14X。虽然公司受疫情影响短期业绩下滑，但考虑到私有化海尔电器后对公司效率得提升以及智慧家庭生态战略的推进，我们给予“买入”的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6926	7440	8206	7165	8714
同比增减	%	37.51	7.43	10.30	-12.69	21.61
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.21	1.29	1.09	1.32
同比增减	%	37.53	6.51	6.28	-15.32	21.61
A 股市盈率(P/E)	X	15.85	14.88	14.00	16.53	13.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.34	0.35	0.38	0.33	0.95
股息率 (Yield)	%	1.90	1.95	2.08	1.82	5.30

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2020/7/31)	18.00
上证指数(2020/7/31)	3310.01
股价 12 个月高/低	19.83/13.52
总发行股数(百万)	6579.57
A 股数(百万)	6308.55
A 市值(亿元)	1135.54
主要股东	海尔电器国际股份有限公司(19.13%)
每股净值(元)	6.97
股价/账面净值	2.58

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.1	18.0	11.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

电冰箱	31.3%
洗衣机	20.3%
厨卫电器	16.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.7%
一般法人	58.3%

股价相对大盘走势

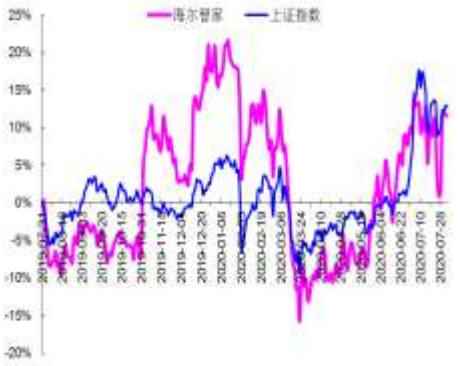


表 1：私有化对海尔智家财务指标影响的测算（以 2019 年财报测算，单位为百万元）

	2019 年财报测算变化		
单位：百万元	**交易前**	**交易后**	**变化率**
营业收入	2007.62	2007.62	0%
营业成本	1408.68	1408.68	0%
利润总额	146.306	146.30	0%
归母净利润	82.062	121.18	47.67%
扣非后归母净利润	57.65	75.72	31.35%
毛利率	29.83%	29.83%	0%
EPS	1.286	1.375	6.92%
扣非后 EPS	0.903	0.859	-4.87%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
营业收入	159254	183317	200762	195963	210625
经营成本	109890	130154	140868	138961	148155
营业税金及附加	809	857	802	813	885
销售费用	28276	28653	33682	30437	31804
管理费用	11133	8324	10113	10035	10531
财务费用	1393	939	893	939	842
资产减值损失	656	760		200	600
投资收益	1482	1923	5480	2015	1500
营业利润	10113	11391	14449	10244	12567
营业外收入	693	474	391	707	700
营业外支出	262	235	210	264	260
利润总额	10544	11629	14631	10686	13007
所得税	1493	1859	2296	1628	1977
少数股东损益	2126	2330	4128	1893	2316
归属于母公司所有者的净利润	6926	7440	8206	7165	8714

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
货币资金	35177	37456	36179	41606	47846
应收账款	12448	10431	11016	11677	12377
存货	21504	22377	28229	31051	34157
流动资产合计	88332	94260	100547	107585	115116
长期股权投资	12993	13966	20461	26599	34579
固定资产	16018	17320	21180	23933	27045
在建工程	1530	3873	2391	2152	1722
非流动资产合计	63131	72439	86907	99943	115934
资产总计	151463	166700	187454	207529	231050
流动负债合计	76894	80082	95610	114732	133089
非流动负债合计	27819	31488	26855	25512	25920
负债合计	104713	111569	122464	140244	159009

少数股东权益	14534	15728	17102	18470	19947
股东权益合计	32216	39402	47888	48815	52094
负债及股东权益合计	151463	166700	187454	207529	231050

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
经营活动产生的现金流量净额	16087	18934	15083	16,591	18,250
投资活动产生的现金流量净额	-5622	-7666	-10962	-10400	-9800
筹资活动产生的现金流量净额	923	-10489	-6013	-7026	-5840
现金及现金等价物净增加额	11045	1057	-1598	-835	2610

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。