中央空调标杆，收入率先恢复增长

海信家电(000921)

2020H1 收入/归母净利同比+11.27%/-47.56%，维持“增持”评级

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 210.87 亿元，同比+11.27%，归母净利 5.03 亿元，同比-47.56%，其中，2020Q2 营收同比+31.54%，归母净利同比-14.56%，Q2 收入及净利润环比有明显改善。5 月份以来，住宅地产销售数据持续回暖，中央空调业务已率先恢复增长，且地产后周期正向拉动作用有望在下半年继续呈现，公司传统家用空调、冰洗业务筑底回升预期提升，全年净利润降幅有望继续收窄。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.16、1.22、1.27 元，维持“增持”评级。

中央空调业务率先恢复，2020Q2 海信日立收入同比双位数增长

2020Q2 收入同比+31.54%，中央空调业务有较大贡献（Q2 海信日立营收实现同比双位数增长）。分产品来看，2020H1 空调（2019H1 中央空调未并表）收入 112.08 亿元，同比+25.72%；冰洗收入 72.67 亿元，同比-5.13%；其他收入（含其他主营及其他业务）同比+9.96%。5 月份以来住宅地产销售持续改善，与之相关的装修需求逐步释放，公司中央空调工装表现良好（Q2 海信日立工装收入同比增长超 20%），我们看好后续公司地产后周期需求带来的中央空调销售的继续好转。

中央空调并表带动下，产品毛利率同比大幅提升

公司 2020H1 毛利率 22.97%，同比+2.61pct，中央空调并表带动整理毛利率提升。其中，2020Q2 毛利率同比+3.49pct。分产品来看，2020H1 空调毛利率同比+6.27pct，达到 26.64%，冰洗毛利率同比-1.41pct，降为 22.02%。受中央空调业务拉动，2020H1 内销同比+13.59%，外销同比+5.52%。

并表带动 2020H1 期间费用率提升

2020H1 并表影响下，公司整体期间费用率同比提升 0.56pct。其中，Q2 工装业务高增长拉低销售费用率，平抑了 Q1 的销售费用增长，2020H1 销售费用率为 13.89%，同比+0.04pct。管理费用率为 1.49%，同比+0.22%。研发费用率为 2.70%，同比+0.71%。财务费用率为-0.33%，同比-0.41pct。

混改促活力，中央空调已经呈现出较好变化

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.16、1.22、1.27 元的预测，截止 2020 年 8 月 20 日，根据 Wind 一致预期，行业可比公司 2020 年平均 PE 为 18x，公司间接控股股东拟引入战略投资者（20200529 公告），旨在优化治理结构、提升产业协同、加速全球发展，或带动公司估值修复；随着国内地产回暖，中央空调需求已呈现出加速改善态势，我们依然看好海信日立全年业务表现，同时 Q2 以来冰洗价量均有较好表现，我们预计 2020H2 或恢复增长。考虑到公司综合实力仍弱于三大白电龙头，给予公司 2020 年 16x PE，对应目标价 18.56 元（前值 13.92~16.24 元），维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大升；地产回暖偏弱；疫情冲击及家装零售遇冷。

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	14.60
目标价格(元):	18.56

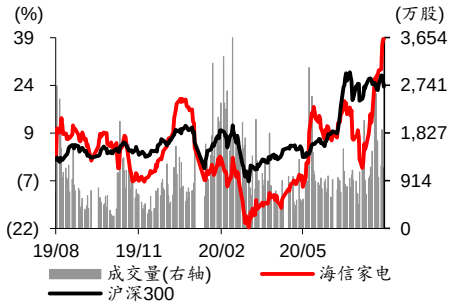
林寰宇 SAC No. S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 SAC No. S0570518120001
研究员 SFC No. BPX070
0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

1《海信家电(000921 SZ,增持)：混改稳步推进，经营逐步改善》2020.05
2《海信家电(000921 SZ,增持)：并表效应显现，关注后续疫情变化》2020.04
3《海信家电(000921 SZ,增持)：把握中央空调赛道机会》2020.01

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本（百万股）	1,363
流通 A 股（百万股）	902.12
52 周内股价区间（元）	8.53-14.61
总市值（百万元）	19,896
总资产（百万元）	36,680
每股净资产（元）	6.37

资料来源：公司公告

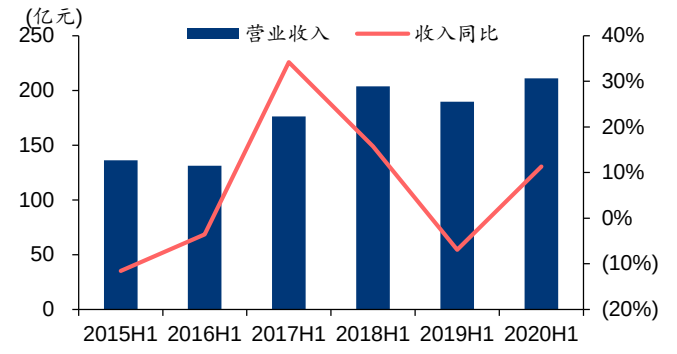
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	36,020	37,453	45,760	48,158	50,874
+/-%	7.56	3.98	22.18	5.24	5.64
归属母公司净利润（百万元）	1,377	1,794	1,580	1,659	1,734
+/-%	(31.75)	30.22	(11.91)	4.99	4.54
EPS（元，最新摊薄）	1.01	1.32	1.16	1.22	1.27
PE（倍）	14.44	11.09	12.59	11.99	11.47

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

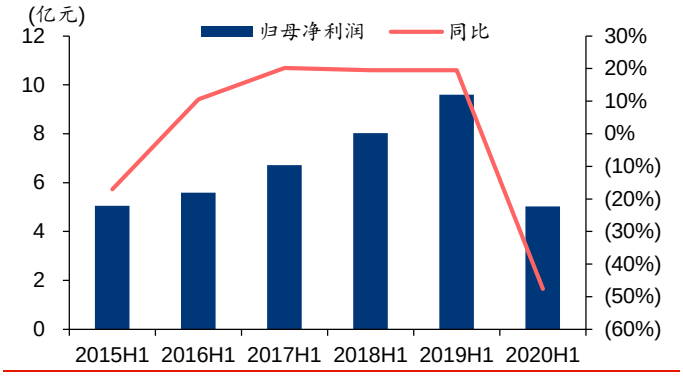
经营业绩指标概览

图表1： 2020H1 公司营业收入同比+11.27%



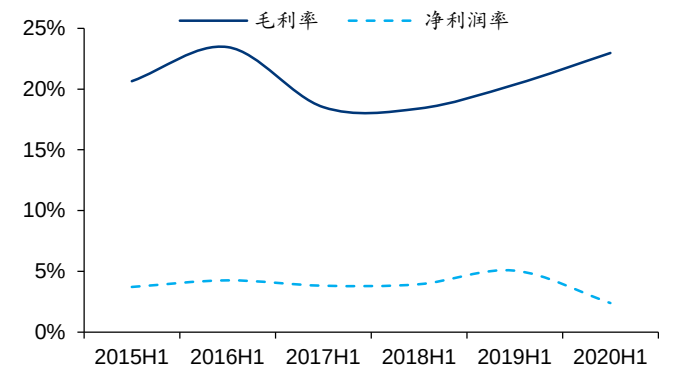
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2020H1 公司归母净利润同比-47.56%



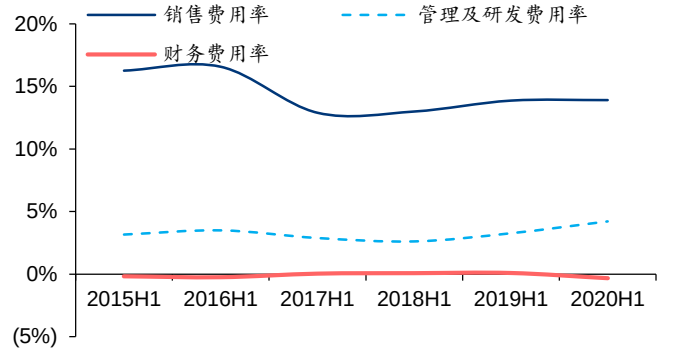
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 2020H1 公司毛利率同比提升，但净利润依然同比下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 并表影响下，公司管理及研发费用率同比有所提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

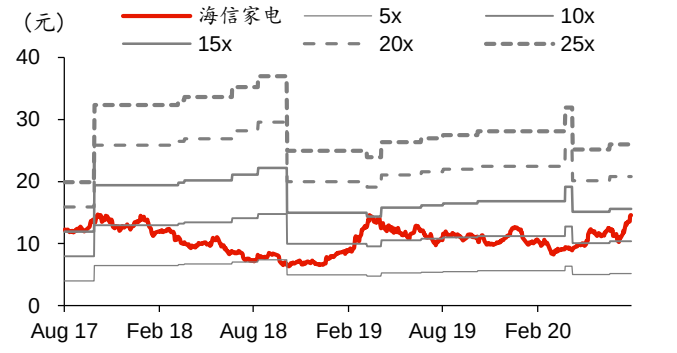
证券代码	证券简称	评级	目标价（元）	市值（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E
000651 CH	格力电器	增持	62.16~65.92	3,256	16.79	19.38	16.93	15.02
000333 CH	美的集团	买入	76.2~80.01	4,848	15.96	14.71	12.24	10.99
600690 CH	海尔智家	买入	23.58	1,471	15.60	19.81	17.01	15.09
平均					16.11	17.97	15.39	13.70

注：PE 均为 Wind 一致预测，数据截至 2020/8/20

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

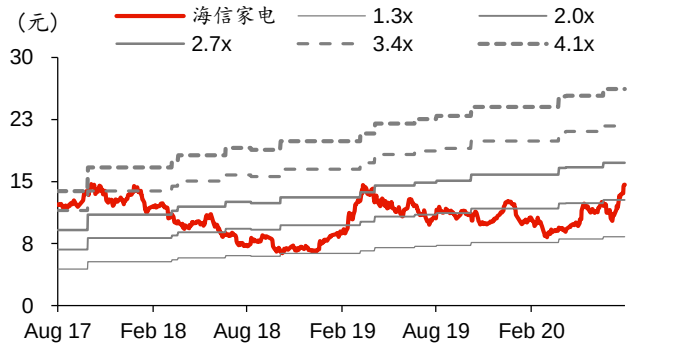
PE/PB - Bands

图表6： 海信家电历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7： 海信家电历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,297	24,520	29,934	35,889	42,792
现金	3,648	6,121	7,959	16,466	19,481
应收账款	3,096	3,968	4,006	4,319	4,567
其他应收账款	318.93	297.15	455.57	336.59	500.25
预付账款	224.12	192.80	316.59	219.49	346.83
存货	2,956	3,499	3,976	3,844	4,381
其他流动资产	4,053	10,443	13,222	10,704	13,517
非流动资产	7,531	9,470	7,075	3,900	756.74
长期投资	3,327	468.08	(2,391)	(5,249)	(8,108)
固定投资	3,264	3,814	4,160	3,710	3,229
无形资产	714.71	1,918	2,070	2,254	2,473
其他非流动资产	225.64	3,271	3,235	3,185	3,163
资产总计	21,828	33,991	37,009	39,788	43,549
流动负债	13,506	20,838	21,753	22,209	23,405
短期借款	0.00	100.08	100.08	100.08	100.08
应付账款	4,373	5,317	5,906	5,836	6,513
其他流动负债	9,133	15,421	15,748	16,273	16,793
非流动负债	432.01	671.39	671.39	671.39	671.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	432.01	671.39	671.39	671.39	671.39
负债合计	13,938	21,510	22,425	22,880	24,077
少数股东权益	537.58	3,759	4,821	6,003	7,322
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
资本公积	2,076	2,056	2,056	2,056	2,056
留存公积	3,896	5,276	7,129	9,118	11,257
归属母公司股东权益	7,352	8,722	9,763	10,905	12,150
负债和股东权益	21,828	33,991	37,009	39,788	43,549

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,049	2,005	762.42	6,759	1,320
净利润	1,423	1,950	2,642	2,841	3,053
折旧摊销	677.18	796.40	769.65	883.93	927.91
财务费用	34.61	(8.01)	68.48	75.71	80.43
投资损失	(828.69)	(1,122)	(100.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(257.49)	541.17	(2,620)	3,008	(2,692)
其他经营现金	0.68	(152.32)	2.60	0.60	0.20
投资活动现金	228.41	(80.23)	1,723	2,341	2,265
资本支出	330.02	363.53	1,233	567.54	643.51
长期投资	(35.21)	1,055	2,859	2,859	2,859
其他投资现金	593.64	(771.74)	97.40	49.40	49.80
筹资活动现金	(1,161)	(922.45)	(647.49)	(592.63)	(569.80)
短期借款	0.00	100.08	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.65)	(20.42)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,160)	(1,002)	(647.49)	(592.63)	(569.80)
现金净增加额	109.05	1,004	1,838	8,507	3,015

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	36,020	37,453	45,760	48,158	50,874
营业成本	29,172	29,425	34,078	35,651	37,494
营业税金及附加	311.64	326.71	539.97	650.13	676.63
营业费用	5,006	5,670	6,924	7,286	7,697
管理费用	425.69	515.21	604.03	645.32	691.89
财务费用	34.61	(8.01)	68.48	75.71	80.43
资产减值损失	(2.55)	(15.86)	(4.58)	(9.63)	(111.92)
公允价值变动收益	(2.27)	2.56	(2.60)	(0.60)	(0.20)
投资净收益	828.69	1,122	100.00	50.00	50.00
营业利润	1,509	2,055	2,886	3,105	3,340
营业外收入	74.02	126.23	140.00	150.00	160.00
营业外支出	17.84	28.68	23.80	27.00	30.50
利润总额	1,565	2,152	3,002	3,228	3,470
所得税	141.83	201.80	360.29	387.36	416.35
净利润	1,423	1,950	2,642	2,841	3,053
少数股东损益	45.62	156.78	1,062	1,182	1,319
归属母公司净利润	1,377	1,794	1,580	1,659	1,734
EBITDA	2,133	2,771	3,567	3,752	3,864
EPS (元，基本)	1.01	1.32	1.16	1.22	1.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.56	3.98	22.18	5.24	5.64
营业利润	(25.71)	36.19	40.47	7.58	7.57
归属母公司净利润	(31.75)	30.22	(11.91)	4.99	4.54
获利能力 (%)					
毛利率	19.01	21.44	25.53	25.97	26.30
净利率	3.95	5.21	5.77	5.90	6.00
ROE	18.04	15.63	18.12	16.80	15.68
ROIC	292.64	(94.10)	2,050	(57.53)	(78.36)
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.86	63.28	60.59	57.50	55.29
净负债比率 (%)	(45.00)	(47.00)	(53.11)	(96.12)	(98.95)
流动比率	1.06	1.18	1.38	1.62	1.83
速动比率	0.74	0.85	1.03	1.29	1.49
营运能力					
总资产周转率	1.66	1.34	1.29	1.25	1.22
应收账款周转率	5.80	6.73	6.73	6.73	6.73
应付账款周转率	2.89	2.59	2.59	2.59	2.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.32	1.16	1.22	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.47	0.56	4.96	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.39	6.40	7.16	8.00	8.92
估值比率					
PE (倍)	14.44	11.09	12.59	11.99	11.47
PB (倍)	2.71	2.28	2.04	1.82	1.64
EV_EBITDA (倍)	7.92	5.65	4.16	2.01	1.51

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司