海信家电(000921.SZ/00921.HK)

Q2 日立恢复高增，持续复苏可期

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	15.49 元/11.26 港元
合理价值	18.32 元/14.24 港元
前次评级	增持/增持
报告日期	2020-08-21

核心观点：

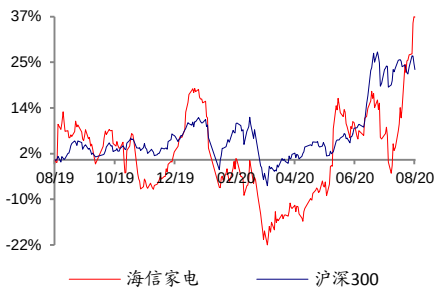
- **公司发布 2020 年中报业绩。**2020H1 营收 210.9 亿元（YoY+11.3%），归母净利 5.0 亿元（YoY-47.6%），毛利率 23.0%（YoY+2.6pct），归母净利率 2.4%（YoY-2.7pct）。扣非归母净利 3.31 亿元（YoY-62.31%），扣非净利率 1.6%（YoY-3pct）。Q2 营收 135.0 亿元（YoY+31.5%），归母净利 4.6 亿元（YoY-14.6%），毛利率 24.3%（YoY+3.5pct），归母净利率 3.4%（YoY-1.8pct）。日立并表带动整体毛利率提升（H1 空调毛利率 YoY+6.27pct）。净利率下滑主要系日立并表后增厚收入但利润增厚较小。剔除日立影响，原主业收入 155 亿元，YoY-18%。
- **中央空调业务：多联机 Q2 恢复明显，日立略好于行业。**根据产业在线，多联机 H1 内销额下滑 8%左右（Q2 同增 16%左右），日立 H1 营收 YoY-7%， Q2 工装增速超过 20%。随地产复苏有望持续增长。
- **家用空调业务：Q2 环比改善，有望量价回升。** 2020H1 家用空调收入 56.2 亿元（YoY-37%）。产业在线数据， 2020H1/Q2 行业内销 YoY-24.7%/-6.1%，海信系 YoY-24.1%/-7%与行业相当。奥维数据，Q2 海信/科龙线下均价 YoY-3.5%/-9.2%（+12.2pct/+9.3pct）。
- **冰箱业务：线上均价回升，公司表现弱于行业。**2020H1 冰洗收入 72.67 亿元（YoY-5.1%）。2020H1 公司内销量 YoY-17.7%（产业在线，行业-11.9%），海信、容声线下、线上均价 YoY+5.4%/+4.7%/-13.1%/-4.3%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 14.77 / 16.65 / 18.03 亿元，同比-17.7% / +12.8% / +8.3%。最新收盘价对应 2021 年 PE 为 12.68x，考虑可比公司估值，给予 2021 年 PE 15x，合理价值 18.32 元/股，维持“增持”评级。参考历史折价率，给予 H 股 30%折价，对应合理价值 14.24 港币/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**多联机渗透率不及预期；行业竞争加剧等。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	36,020	37,453	43,826	47,082	50,135
增长率（%）	7.6	4.0	17.0	7.4	6.5
EBITDA（百万元）	1,095	1,409	1,888	2,301	2,537
归母净利润（百万元）	1,377	1,794	1,477	1,665	1,803
增长率（%）	-31.7	30.2	-17.7	12.8	8.3
EPS（元/股）	1.01	1.32	1.08	1.22	1.32
市盈率（P/E）	6.99	9.37	14.29	12.68	11.70
ROE（%）	18.7	20.5	15.4	15.7	15.4
EV/EBITDA	5.47	7.68	9.97	7.73	6.60

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师： 曾婵
SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
0755-82771936
zengchan@gf.com.cn
分析师： 袁雨辰
SAC 执证号：S0260517110001
SFC CE No. BNV055
021-60750604
yuanyuchen@gf.com.cn
分析师： 王朝宁
SAC 执证号：S0260518100001
021-60750604
wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

海信家电(000921.SZ/00921.HK):疫情影响 Q1 承压，期待经营恢复 2020-04-29

联系人： 高润鑫
gaorunxin@gf.com.cn

（1）中央空调：随着地产复苏，以多联机为主的家用中央空调有望持续高增，海信日立作为龙头有望率先受益；

（2）空调：后续价格战趋缓，竞争趋弱，新能效升级，二线品牌有望量价齐升；

（3）冰洗：产品升级、疫情影响减弱，有望量价齐升。

收入端：我们预计公司2020-2022年营业收入增速为17.0%、7.4%、6.5%。

随中央空调占比提升、冰洗产品升级，整体毛利率有望持续提升，预计2020-2022年毛利率分别为22.82%、23.52%、23.67%。

预计公司2020-2022年归母净利润分别为14.77 / 16.65 / 18.03亿元，同比-17.7% / +12.8% / +8.3%。最新收盘价对应2021年PE为12.68x，考虑可比公司估值，且海信家电原主业虽弱于白电龙头，但中央空调并表后资产优质。给予2021年PE 15x，合理价值18.32元/股，维持“增持”评级。给予H股30%折价，对应合理价值14.24港币/股，维持“增持”评级。

表1：海信家电2018-2022年收入及预测数据（亿元）及拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	**360.20**	**374.53**	**438.26**	**470.82**	**501.35**
YoY	7.6%	4.0%	17.0%	7.4%	6.5%
家用空调	**149**	**136**	**102.2**	**107.3**	**112.7**
YoY	2.1%	-8.5%	-25.0%	5.0%	5.0%
中央空调		27	130	151	169
YoY				16.0%	12.0%
冰洗	160.7	161.3	153.2	156.3	159.4
YoY	13.9%	0.3%	-5.0%	2.0%	2.0%
其他	18	17	17.0	17.0	17.0
YoY	5.5%	-6.9%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表2：海信家电分业务毛利率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
空调	20.4%	22.5%	26.6%	27.5%	27.7%
冰洗	20.7%	23.7%	22.0%	22.5%	22.5%
其他	19.9%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
综合毛利率	**19.0%**	**21.43%**	**22.82%**	**23.52%**	**23.67%**

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：其中，空调为家用空调与中央空调合计毛利率

表 3: 海信家电可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价（元人民币）	每股收益（元人民币）			市盈率（X）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000651.SZ	格力电器	54.22	4.11	3.07	3.95	15.66	17.67	13.71
000333.SZ	美的集团	69.38	3.47	3.57	4.04	16.33	19.43	17.17
600690.SH	海尔智家	23.00	1.25	1.01	1.23	15.32	22.82	18.71
	行业平均					15.77	19.97	16.53
000921.SZ	海信家电	15.49	1.32	1.08	1.22	9.37	14.29	12.68

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：股价为 2020-8-21 收盘价；所有公司 2019 年 EPS 为年报数据， 2020 年预测数据均与广发外发报告一致。

风险提示:

多联机渗透率不及预期;

行业竞争加剧等。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**12,102**	**24,520**	**27,270**	**29,755**	**32,637**
货币资金	3,648	6,121	2,314	3,355	4,395
应收及预付	4,097	5,256	11,385	11,969	12,745
存货	2,956	3,499	3,614	3,848	4,089
其他流动资产	1,400	9,645	9,956	10,583	11,408
非流动资产	**7,531**	**9,470**	**9,744**	**9,835**	**9,656**
长期股权投资	3,327	468	468	468	468
固定资产	3,264	3,814	3,785	3,715	3,789
在建工程	84	217	397	585	360
无形资产	715	1,918	3,062	3,036	3,008
其他长期资产	141	3,054	2,031	2,031	2,031
资产总计	**19,633**	**33,991**	**37,013**	**39,590**	**42,293**
流动负债	**13,506**	**20,838**	**23,431**	**24,956**	**26,522**
短期借款	0	100	0	0	0
应付及预收	9,816	12,878	16,850	17,949	19,077
其他流动负债	3,691	7,861	6,581	7,007	7,445
非流动负债	**432**	**647**	**172**	**172**	**172**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	432	647	172	172	172
负债合计	**13,938**	**21,485**	**23,602**	**25,128**	**26,694**
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
留存收益	3,896	5,276	6,163	7,162	8,244
归属母公司股东权益	7,352	8,746	9,606	10,605	11,687
少数股东权益	538	3,759	3,805	3,856	3,912
负债和股东权益	**21,828**	**33,991**	**37,013**	**39,590**	**42,293**

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,049**	**2,005**	**-1,930**	**2,344**	**2,207**
净利润	1,423	1,950	1,522	1,717	1,859
折旧摊销	677	828	674	717	773
营运资金变动	-257	541	-3,863	81	-276
其它	-793	-1,314	-263	-170	-150
投资活动现金流	**228**	**-80**	**-683**	**-638**	**-445**
资本支出	-324	-225	-1,805	-738	-545
投资变动	-35	1,110	0	0	0
其他	588	-965	1,122	100	100
筹资活动现金流	**-1,161**	**-922**	**-1,194**	**-666**	**-721**
银行借款	0	100	-100	0	0
股权融资	0	37	0	0	0
其他	-1,161	-1,059	-1,094	-666	-721
现金净增加额	**117**	**1,003**	**-3,806**	**1,040**	**1,041**
期初现金余额	**952**	**1,061**	**6,121**	**2,314**	**3,355**
期末现金余额	**1,061**	**2,065**	**2,314**	**3,355**	**4,395**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**36,020**	**37,453**	**43,826**	**47,082**	**50,135**
营业成本	29,172	29,425	33,825	36,010	38,269
营业税金及附加	312	327	373	400	426
销售费用	5,006	5,670	6,574	7,204	7,671
管理费用	426	515	657	706	752
研发费用	687	934	1,183	1,177	1,253
财务费用	35	-8	1	62	64
资产减值损失	3	16	10	10	10
公允价值变动收益	-2	3	0	0	0
投资净收益	829	1,122	100	100	100
营业利润	**1,509**	**2,055**	**1,503**	**1,813**	**1,990**
营业外收支	56	98	175	80	60
利润总额	**1,565**	**2,152**	**1,678**	**1,893**	**2,050**
所得税	142	202	156	176	191
净利润	**1,423**	**1,950**	**1,522**	**1,717**	**1,859**
少数股东损益	46	157	46	51	56
归属母公司净利润	**1,377**	**1,794**	**1,477**	**1,665**	**1,803**
EBITDA	1,095	1,409	1,888	2,301	2,537
EPS（元）	1.01	1.32	1.08	1.22	1.32

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	7.6%	4.0%	17.0%	7.4%	6.5%
营业利润增长	-25.7%	36.2%	-26.9%	20.6%	9.8%
归母净利润增长	-31.7%	30.2%	-17.7%	12.8%	8.3%
获利能力					
毛利率	19.0%	21.4%	22.8%	23.5%	23.7%
净利率	4.0%	5.2%	3.5%	3.6%	3.7%
ROE	18.7%	20.5%	15.4%	15.7%	15.4%
ROIC	10.3%	12.0%	12.2%	15.9%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	63.2%	63.8%	63.5%	63.1%
净负债比率	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	0.90	1.18	1.16	1.19	1.23
速动比率	0.66	1.00	1.00	1.02	1.06
营运能力					
总资产周转率	1.75	1.40	1.23	1.23	1.22
应收账款周转率	7.05	8.38	3.97	4.06	4.06
存货周转率	9.18	9.12	9.36	9.36	9.36
每股指标（元）					
每股收益	1.01	1.32	1.08	1.22	1.32
每股经营现金流	0.77	1.47	-1.42	1.72	1.62
每股净资产	5.39	6.42	7.05	7.78	8.58
估值比率					
P/E	6.99	9.37	14.29	12.68	11.70
P/B	1.31	1.92	2.20	1.99	1.81
EV/EBITDA	5.47	7.68	9.97	7.73	6.60

广发家电行业研究小组

曾　　婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名。

袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。

王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。

高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明:（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场;（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。