

2020年08月26日

海信家电 (000921.SZ)

公司快报

证券研究报告

白色家电

中央空调业务复苏明显，Q2 表现略超预期

■事件：海信家电公布 2020 年中报。公司 2020H1 实现收入 210.9 亿元，YoY+11.3%；实现业绩 5.0 亿元，YoY+47.6%；剔除海信日立并表效应，原主业（家空+冰洗）收入 YoY+18.3%。经折算，公司 Q2 单季度实现收入 135.0 亿元，YoY+31.5%；实现业绩 4.6 亿元，YoY+14.6%；剔除并表效应，我们估算原主业单季收入小幅下滑；Q2 公司实现扣非业绩 3.7 亿元，YoY+24.5%。Q2 中央空调和冰洗业务复苏较好，导致公司单季表现略超预期。

■中央空调业务复苏明显：Q2 疫情影响减弱，中央空调市场复苏显著，产业在线数据显示，Q2 多联机全行业内销额同比增长超 15%。我们估算海信日立 Q2 收入同比增长 19%左右，好于行业增速。随着下半年地产持续复苏，我们预计海信日立收入有望延续增长态势。

■家用空调业务仍有承压：我们估算 Q2 家空收入同比双位数下滑。产业在线数据显示，Q2 公司家空总销量 YoY-9.5%，其中，内销量 YoY-7.0%，与行业整体接近，出口量 YoY-13.0%，远低于行业整体。Q2 空调行业价格竞争仍激烈，中怡康线下和奥维线上数据显示，公司家空线上线下均价 YoY-12.9%/-5.3%，同期行业均价 YoY-13.2%/-9.0%。因此，我们认为 Q2 公司家空业务持续承压。近期空调行业库存有效降低，均价降幅明显收窄，叠加地产竣工预期改善，后续空调景气度有望回升，我们预计公司家空业务压力将有所减缓。

■冰洗单季表现较好，出口好于内销：我们估算 Q2 冰洗单季同比增长 8%左右，增长主要来自出口。产业在线数据显示，Q2 公司冰箱总销量 YoY+14.9%，其中，内销量 YoY-8.4%，出口量 YoY+36.1%。Q2 公司冰箱外销表现较好，我们认为主要是因为海外疫情影响当地工厂复产，订单转移至中国。当前国内疫情控制保持良好态势，我们预计下半年公司冰洗外销业务有望保持增长态势。

■Q2 毛利率提升：Q2 公司毛利率同比+3.5pct 至 24.3%，剔除日立并表，我们估算原主业毛利率小幅下滑。分业务看，我们判断中央空调业务复苏带动其毛利率明显提升；家空业务由于价格战因素，其毛利率同比仍下降；而冰洗业务由于增长主要来自利润率相对较低的外销，其毛利率改善幅度较小。后续随着中央空调业务占比提升、家空业务好转，我们预计下半年公司整体毛利率将小幅提升。

■经营质量环比改善，在手资金充裕：公司 Q2 经营性现金流净额 24.9 亿元，环比增加 24.4 亿元，主要系商品销售现金流入增加。期末在手现金 91.3 亿元（货币资金+理财），环比增加 9.8 亿元，公司在手资金充裕。

■投资建议：中央空调行业成长空间较大，龙头海信日立有望长期受益于行业发展。后续随着竣工改善带动原主业的逐步恢复，公司的估值也具备一定提升空间。我们预计公司 2020 年~2022 年 EPS1.12/1.25/1.35 元，维持增持-A 的投资评级。给予 6 个月目标价 17.88 元，对应 2020 年 16 倍动态市盈率。

■风险提示：贸易壁垒加剧，人民币汇率大幅升值，原材料成本大幅上涨

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	360.2	374.5	432.2	484.1	523.8
净利润	13.8	17.9	15.2	17.1	18.4
每股收益(元)	1.01	1.32	1.12	1.25	1.35
每股净资产(元)	5.39	6.40	7.16	8.04	8.98

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	15.4	11.8	13.9	12.4	11.5
市净率(倍)	2.9	2.4	2.2	1.9	1.7
净利润率	3.8%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%
净资产收益率	18.7%	20.6%	15.6%	15.6%	15.0%
股息收益率	2.0%	2.5%	2.2%	2.4%	2.6%
ROIC	35.5%	45.2%	252.3%	126.9%	52.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 增持-A

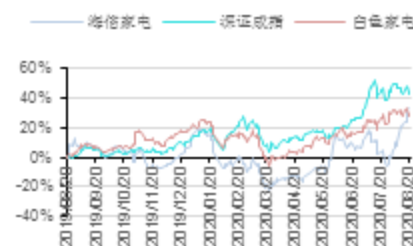
维持评级

6 个月目标价：17.88 元
股价 (2020-08-25) 15.52 元

交易数据

总市值(百万元)	19,895.79
流通市值(百万元)	13,171.00
总股本(百万股)	1,362.73
流通股本(百万股)	902.12
12 个月价格区间	8.53/15.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.11	24.57	-6.79
绝对收益	28.52	47.82	34.61

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

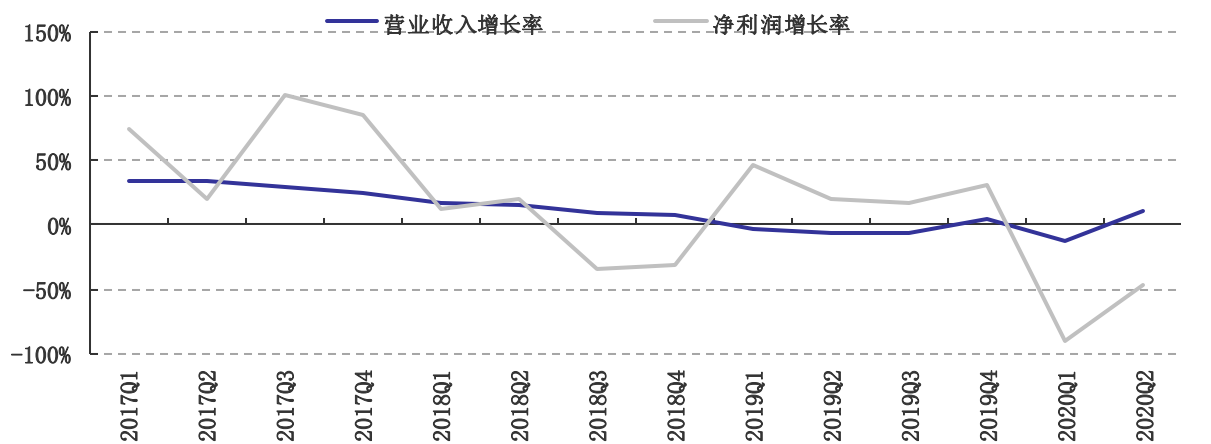
- 海信家电：并表中央空调业务增厚收入——2020 一季报点评/张立聪 2020-04-29
- 海信家电：Q2 收入增速环比放缓，海信日立表现优于行业/张立聪 2019-08-23

表 1: 财务指标分析

	%	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入 YoY		-4	2	-3	-10	-4	45	-13	32
归母净利 YoY		-65	-20	49	6	10	93	-90	-15
扣非归母净利 YoY		-17	27	44	2	-13	-19	-110	-24
销售毛利率		20	20	20	21	21	24	21	24
销售费用率		15	15	13	15	16	17	14	14
毛利率-销售费用率		5	5	7	6	4	8	6	11
销售净利率		4	3	5	5	5	5	1	6
ROE		5	3	6	7	5	5	0	5
扣非后 ROE		4	2	5	6	3	2	0	4
ROA		2	1	2	2	1	2	0	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入		88	75	68	73	83	82	102	75
经营活动现金净流量/收入		14	-11	3	17	6	-5	1	18
经营活动现金净流量/经营净收益		0	0	94	828	0	-327	407	263
经营现金流净额占比		353	184	55	567	18	18	-9	446
投资现金流净额占比		172	24	21	-207	102	96	88	-114
筹资现金流净额占比		-425	-108	23	-260	-20	-14	22	-232

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	360.2	374.5	432.2	484.1	523.8	成长性					
减:营业成本	291.7	294.2	324.4	361.5	390.0	营业收入增长率	7.6%	4.0%	15.4%	12.0%	8.2%
营业税费	3.1	3.3	3.8	4.2	4.6	营业利润增长率	-25.7%	36.2%	27.7%	15.6%	9.7%
销售费用	50.1	56.7	64.8	73.1	79.6	净利润增长率	-31.7%	30.2%	-15.1%	12.3%	7.3%
管理费用	4.3	5.2	5.8	6.5	7.0	EBITDA 增长率	-26.9%	30.5%	34.0%	10.8%	7.7%
研发费用	6.9	9.3	10.6	12.1	13.1	EBIT 增长率	-35.0%	38.7%	45.8%	14.3%	9.9%
财务费用	0.3	-0.1	-1.1	-1.6	-1.7	NOPLAT 增长率	-25.2%	32.2%	23.8%	13.3%	9.9%
资产减值损失	0.0	-0.2	-	-0.0	-0.1	投资资本增长率	3.6%	-77.8%	125.3%	164.4%	-114.2%
加:公允价值变动收益	-0.0	0.0	0.8	1.0	1.0	净资产增长率	11.3%	58.2%	16.3%	16.0%	15.2%
投资和汇兑收益	8.3	11.2	1.5	1.0	1.0	利润率					
营业利润	15.1	20.5	26.2	30.3	33.3	毛利率	19.0%	21.4%	24.9%	25.3%	25.5%
加:营业外净收支	0.6	1.0	1.3	0.9	1.0	营业利润率	4.2%	5.5%	6.1%	6.3%	6.4%
利润总额	15.6	21.5	27.5	31.3	34.2	净利润率	3.8%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%
减:所得税	1.4	2.0	2.3	2.9	3.2	EBITDA/营业收入	5.3%	6.7%	7.7%	7.7%	7.6%
净利润	13.8	17.9	15.2	17.1	18.4	EBIT/营业收入					
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	33	31	25	17	11
货币资金	36.5	61.2	90.2	75.3	156.8	流动资产周转天数	-26	-35	-30	-4	-8
交易性金融资产	0.0	21.2	22.0	23.0	24.0	流动营业资本周转天数	146	187	222	206	226
应收帐款	34.2	42.6	53.4	54.2	59.2	流动资产周转天数	33	37	40	40	39
应收票据	29.7	11.0	49.1	31.6	55.7	应收帐款周转天数	32	31	30	29	29
预付帐款	2.2	1.9	3.1	2.5	2.9	存货周转天数	217	268	289	253	266
存货	29.6	35.0	37.1	41.2	43.3	总资产周转天数	40	24	12	28	16
其他流动资产	10.8	72.3	32.9	38.7	47.9	投资资本周转天数					
可供出售金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	18.7%	20.6%	15.6%	15.6%	15.0%
长期股权投资	33.3	4.7	4.7	4.7	4.7	ROA	6.5%	5.7%	7.1%	8.7%	7.0%
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	ROIC	35.5%	45.2%	252.3%	126.9%	52.7%
固定资产	32.6	32.6	26.6	19.6	12.5	费用率					
在建工程	0.8	2.2	2.1	2.0	1.9	销售费用率	13.9%	15.1%	15.0%	15.1%	15.2%
无形资产	7.1	19.2	17.9	16.7	15.4	管理费用率	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	1.2	35.8	13.5	17.0	21.9	研发费用率	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
资产总额	218.3	339.9	352.8	326.5	446.4	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	-	1.0	-	-	-	四费/营业收入	17.1%	19.0%	18.5%	18.6%	18.7%
应付帐款	61.4	72.4	84.7	60.0	114.1	偿债能力					
应付票据	54.4	75.6	77.6	53.0	87.9	资产负债率	63.9%	63.3%	58.9%	48.4%	56.6%
其他流动负债	19.2	59.4	40.3	39.8	44.8	负债权益比	176.7%	172.3%	143.1%	94.0%	130.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.06	1.18	1.42	1.74	1.58
其他非流动负债	4.3	6.7	5.0	5.4	5.7	速动比率	0.84	1.01	1.24	1.47	1.40
负债总额	139.4	215.1	207.6	158.2	252.5	利息保障倍数	35.88	-214.98	-22.20	-17.48	-18.11
少数股东权益	5.4	37.6	47.5	58.8	71.5	分红指标					
股本	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	DPS(元)	0.30	0.39	0.34	0.38	0.40
留存收益	59.7	73.3	84.0	96.0	108.8	分红比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	78.9	124.8	145.1	168.4	193.9	股息收益率	2.0%	2.5%	2.2%	2.4%	2.6%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	14.2	19.5	15.2	17.1	18.4	EPS(元)	5.39	6.40	7.16	8.04	8.98
加:折旧和摊销	6.8	8.0	8.4	8.4	8.4	BVPS(元)	15.4	11.8	13.9	12.4	11.5
资产减值准备	0.0	0.2	-	-	-	PE(X)	2.9	2.4	2.2	1.9	1.7
公允价值变动损失	0.0	-0.0	0.8	1.0	1.0	PB(X)	17.1	4.1	87.7	-12.7	2.6
财务费用	0.1	-0.9	-1.1	-1.6	-1.7	P/FCF	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
投资损失	-8.3	-11.2	-1.5	-1.0	-1.0	P/S	3.3	3.6	4.0	4.2	2.0
少数股东损益	0.5	1.6	9.9	11.3	12.7	EV/EBITDA	25.8%	16.8%	6.7%	25.8%	16.8%
营运资金的变动	9.4	-47.0	3.5	-45.6	48.6	CAGR(%)	0.6	0.7	2.1	0.5	0.7
经营活动产生现金流量	10.5	20.1	35.2	-10.5	86.3	PEG	5.39	6.40	7.16	8.04	8.98
投资活动产生现金流量	2.3	-0.8	-1.1	-1.0	-1.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-11.6	-9.2	-5.1	-3.5	-3.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034