

投资评级：增持(首次)

海信家电(000921)

并表海信日立，增厚安全边际

市场数据 2020-04-15

收盘价(元)	9.73
一年内最低/最高(元)	8.50/15.17
市盈率	10.4
市净率	2.04

基础数据

净资产收益率(%)	22.21
资产负债率(%)	63.3
总股本(亿股)	13.63

最近12月股价走势**联系信息**

洪吉然 分析师
SAC 证书编号: S0160517120002
hongjr@ctsec.com

相关报告

- **可比口径下2019年主营收入-4%，20Q1预告利润下滑70%-100%。**2019年海信家电实现营收374.53亿元(+4.0%)，归母净利润17.9亿元(+30.2%)，扣非归母净利润12.3亿元(+5.9%)，年度利润分配方案为每10股分红3.95元(分红率30%)。2019年公司增持海信日立至49.2%并形成控股，19Q4起海信日立被纳入公司合并报表范围，若按可比口径，全年主营收入314.6亿元(同比-4.1%)。同时公司发布一季度业绩预告，预计实现盈利0-1.3亿元，同比下滑70%-100%，主因疫情影响下消费市场停滞+规模不足冲击毛利。
- **中央空调逆势增长，冰洗盈利显著改善。**分地区看，公司内销收入占比60.6%，同比+3%，出口收入115亿元(+7%)。分品类看：(1)中央空调是利润之源，全年海信日立营收120.4亿元(+10%)，净利润19.2亿元(+20%)，贡献超过75%的扣非归母净利润。暖通家数据显示，2019年国内中央空调销售额同比下滑3%，告别连续四年的增长趋势，其中多联机组仍是占比最大品类(48%)，日立在多联机中市占率18.2%，同比微增并稳居第二，海信家电旗下日立+海信+约克三个品牌联手实现中国多联机市场占有率第一位。(2)公司原有空调业务收入约136亿元(-8.5%)，利润总额3.9亿元，主因头部企业降价促销侵占二线龙头份额。(3)冰洗收入161亿元，含非经损益的利润总额6.9亿元，盈利情况达到近5年最优水平。
- **手握大量自有现金，估值具备较强安全边际，给予“增持”评级。**2019年公司毛利率21.4%(+2.4pcts)，其中冰洗板块毛利率+3.0pcts，空调业务毛利率+2.1pcts，毛利率上升主因成本红利+人民币贬值+工艺改善，全年净利率5.2%(+1.3pcts)，销售费用率+1.2pcts，管理+研发费用同比+0.8pcts。其他两张报表方面，较多科目因海信日立并表出现明显上升，其中自有现金达到91.5亿元(+44亿元)，其他流动负债37.6亿元(+31亿元)，经营性净现金几乎翻倍(20亿元)。海信家电是A股最纯正的中央空调标的，当前市值133亿元，但仅海信日立并表的归母利润便可给予94-141亿元的估算市值(对应市盈率10-15倍)，账面上亦有接近百亿自有现金，当前股价对应较强的安全边际，给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**地产销售大幅下滑，人民币超预期升值。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	36,020	37,453	37,828	41,648	44,959
增长率	7.6%	4.0%	1.0%	10.1%	7.9%
归属母公司股东净利润(百万)	1,377	1,794	1,346	1,476	1,650
增长率	-31.0%	30.2%	-25.0%	9.7%	11.8%
每股收益(元)	1.01	1.32	0.99	1.08	1.21
市盈率(倍)	9.6	7.4	9.9	9.0	8.0

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测											
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	36,020	37,453	37,828	41,648	44,959	成长性					
减:营业成本	29,172	29,425	29,014	31,902	34,394	营业收入增长率	7.6%	4.0%	1.0%	10.1%	7.9%
营业税费	312	327	329	362	391	营业利润增长率	-24.9%	36.2%	-23.9%	10.0%	12.1%
销售费用	5,006	5,670	5,674	6,247	6,744	净利润增长率	-31.0%	30.2%	-25.0%	9.7%	11.8%
管理费用	1,113	1,449	1,324	1,458	1,574	EBITDA 增长率	-26.4%	30.5%	-5.2%	9.4%	8.0%
财务费用	35	-8	14	50	20	EBIT 增长率	-34.3%	38.8%	-8.5%	12.2%	10.1%
资产减值损失	3	-16	10	10	10	NOPLAT 增长率	-24.4%	32.2%	-22.8%	12.2%	10.1%
加:公允价值变动收益	-2	3	-	-	-	投资资本增长率	7.3%	-64.4%	52.5%	-24.7%	-101.6%
投资和汇兑收益	829	1,122	100	100	100	净资产增长率	13.5%	58.2%	15.3%	8.1%	8.3%
营业利润	1,509	2,055	1,563	1,719	1,927	利润率					
加:营业外净收支	56	98	48	48	48	毛利率	19.0%	21.4%	23.3%	23.4%	23.5%
利润总额	1,565	2,152	1,611	1,767	1,975	营业利润率	4.2%	5.5%	4.1%	4.1%	4.3%
减:所得税	142	202	148	163	182	净利润率	3.8%	4.8%	3.6%	3.5%	3.7%
净利润	1,377	1,794	1,346	1,476	1,650	EBITDA/营业收入	5.3%	6.7%	6.3%	6.2%	6.2%
						EBIT/营业收入	3.4%	4.6%	4.2%	4.2%	4.3%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	3,648	6,121	7,566	8,394	11,051	固定资产周转天数	33	34	34	26	20
交易性金融资产	0	2,120	2,000	2,000	2,000	流动营业资本周转天数	-26	-35	-35	-24	-25
应收账款	3,096	3,968	2,967	4,668	3,575	流动资产周转天数	146	187	246	247	256
应收票据	2,972	1,096	3,107	1,520	3,475	应收账款周转天数	31	34	33	33	33
预付账款	224	193	246	234	274	存货周转天数	32	31	31	31	31
存货	2,956	3,499	2,949	4,141	3,502	总资产周转天数	216	268	334	324	324
其他流动资产	1,400	7,525	8,277	9,105	10,015	投资资本周转天数	40	27	18	17	7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	18.7%	20.6%	12.8%	12.8%	13.0%
长期股权投资	3,327	468	468	468	468	ROA	6.5%	5.7%	4.0%	4.1%	4.3%
投资性房地产	23	20	20	20	20	ROIC	36.7%	45.2%	98.0%	72.1%	105.4%
固定资产	3,264	3,814	3,296	2,739	2,148	费用率					
在建工程	84	217	187	166	151	销售费用率	13.9%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
无形资产	715	1,918	1,803	1,687	1,571	管理费用率	3.1%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	119	3,033	3,297	3,594	3,940	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
资产总额	21,828	33,991	36,183	38,737	42,191	三费/营业收入	17.1%	19.0%	18.5%	18.6%	18.5%
短期债务	-	100	585	-	-	偿债能力					
应付账款	4,373	5,317	4,032	6,248	4,834	资产负债率	63.9%	63.3%	60.2%	59.8%	60.1%
应付票据	5,442	7,560	6,947	6,346	8,940	负债权益比	176.7%	172.3%	151.4%	149.1%	150.4%
其他流动负债	3,691	7,861	9,490	9,778	10,672	流动比率	1.06	1.18	1.29	1.34	1.39
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.84	1.01	1.15	1.16	1.24
其他非流动负债	432	671	739	812	894	利息保障倍数	35.87	-215.06	114.08	35.54	97.60
负债总额	13,938	21,510	21,791	23,184	25,340	分红指标					
少数股东权益	538	3,759	3,876	4,005	4,148	DPS(元)	0.30	0.40	0.30	0.32	0.36
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363	分红比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5,972	7,333	9,153	10,186	11,341	股息收益率	3.1%	4.1%	3.0%	3.3%	3.7%
股东权益	7,889	12,481	14,392	15,553	16,851	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	1.01	1.32	0.99	1.08	1.21
净利润	1,423	1,950	1,346	1,476	1,650	BVPS(元)	5.39	6.40	7.72	8.47	9.32
加:折旧和摊销	677	796	793	823	852	PE(X)	9.6	7.4	9.9	9.0	8.0
资产减值准备	3	16	10	10	10	PB(X)	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
公允价值变动损失	2	-3	-	-	-	P/FCF	12.1	2.9	13.0	9.2	4.0
财务费用	13	-87	14	50	20	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
投资收益	-829	-1,122	-100	-100	-100	EV/EBITDA	5.2	2.4	2.1	1.3	0.2
少数股东损益	46	157	117	128	143	CAGR(%)	4.1%	-2.8%	-10.7%	4.1%	-2.8%
营运资金的变动	2,386	-3,976	-1,693	-441	637	PEG	2.4	-2.7	-0.9	2.2	-2.9
经营活动产生现金流量	1,049	2,005	487	1,946	3,212	ROIC/WACC	3.6	4.4	9.5	7.0	10.2
投资活动产生现金流量	228	-80	80	-40	-40	REP	0.7	0.9	0.2	0.3	-1.9
融资活动产生现金流量	-1,161	-922	878	-1,077	-515						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。