短期疫情冲击显著，长期侧重央空价值

——海信家电（000921.SZ）2020 年一季报点评

公司简报

增持（维持）

当前价：9.21 元

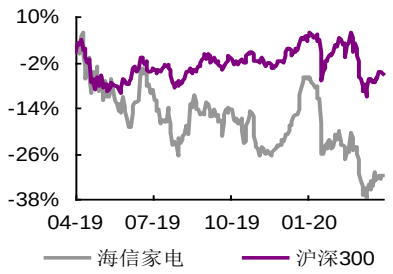
分析师

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebscn.com
金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebscn.com
王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebscn.com
王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)
021-52523879
wangyw@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 13.63
总市值(亿元)：125.51
一年最低/最高(元)：8.50/13.99
近 3 月换手率：63.55%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.42	-14.73	-29.42
绝对	0.33	-18.59	-30.45

资料来源：Wind

相关研报

海信日立利润 20%增长，央空资产价值低估——海信家电（000921.SZ）2019 年未审核业绩点评 ……2020-03-31

央空业务稳定双位数增长，并表重审公司估值——海信家电（000921.SZ）2019 年三季报点评 ……2019-10-29

◆事件：

公司 4 月 28 日晚间发布 2020 年一季报。单季实现营业收入 76 亿元，同比-12.7%，收入下滑幅度较小主要系一季度海信日立并表导致，实际原主业可比口径估计下滑 30%。单季实现归母净利润 0.4 亿元，同比-90%。收入表现符合预期，利润表现处于公司前期业绩预告区间中（预告同比下滑 70%~100%）。

◆原主业：单季疫情冲击明显，冰箱内销约 30%下滑，空调量价双承压

根据奥维推总数据，在疫情冲击下，2020Q1 单季，冰箱行业零售规模同比 30%左右下滑；而空调由于叠加了行业价格战的因素，单季零售额更是同比下滑 60%。

海信家电表现：1）内销方面，根据产业在线统计，海信家用空调 2020Q1 内销出货量同比-52%，与行业基本持平，进一步考虑价格战对出厂价的挤压，估计空调单季内销收入同比下滑 50%以上。单季冰箱内销收入增速估计与终端零售数据基本一致，同比 30%左右下行。**2）出口方面，**考虑国内疫情期间产能受限以及后续海外疫情扩散等因素，估计单季同比双位数以上下滑。

综合来看，估计单季原主业收入同比下滑幅度为 30%+。

◆中央空调：装修施工半停滞，疫情下受到显著冲击

海信日立中央空调业务在 2019Q4 起正式并表。但疫情冲击下，2020Q1 施工、装修等活动很长时间内处于实质性暂停。央空行业受到的冲击较为明显。根据产业在线统计，1~2 月中央空调行业销售规模同比下滑 42%，预计单季央空行业规模几乎砍半。其中 1~2 月海信日立销售规模同比下滑 32%，虽然表现好于行业，但估计单季也有较大幅度下行。

◆盈利分析：价格战、固定成本、防疫成本多因素拖累盈利

相比较收入所受冲击，公司单季利润端面临了更大压力。空调在 2019 年美的开启价格战后，利润端就面临了较大压力（19H2 扣非后亏损），一季度在疫情导致的规模收缩、防疫成本压制下，利润端亏损估计有所扩大。

而作为公司盈利支撑的央空业务以及盈利表现不断回暖的冰箱业务在一季度受制于疫情，估计盈利规模回落幅度也更大于收入端。

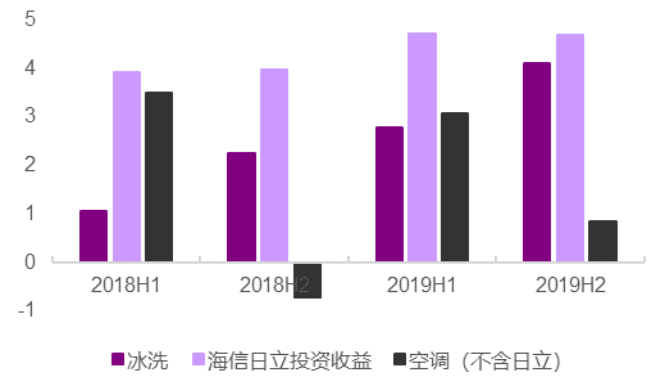
◆经营展望：央空将是投资的核心看点，长看普及短看竣工

展望公司原主业，随着疫情的缓解，行业下行幅度将逐步收窄，但空调行业格局仍然紧张，短期或难以见到盈利表现改善。但冰箱业务随着短期冲击缓解，盈利有望逐步回到正轨。

但对于公司来讲，最核心的资产仍是并表后的央空业务。从长期成长来看，央空尤其是多联机仍是家用空调未来升级的方向所在，即使以江浙等较发达地区目前渗透水平视作潜在天花板，行业也拥有充足成长空间。

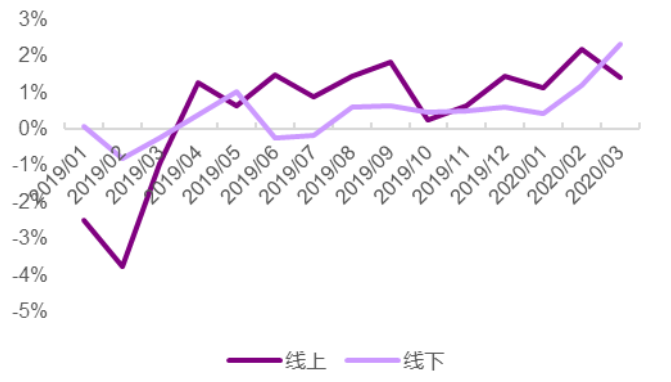
而从短期地产周期弹性来看，虽然疫情的发生扰乱了竣工复苏的逻辑，但从未来一年多时间看，竣工指标整体保持良好增长确定性较高，需求弹性有足够保障。

图 1：疫情前，公司冰箱业务营业利润处于改善周期（%）



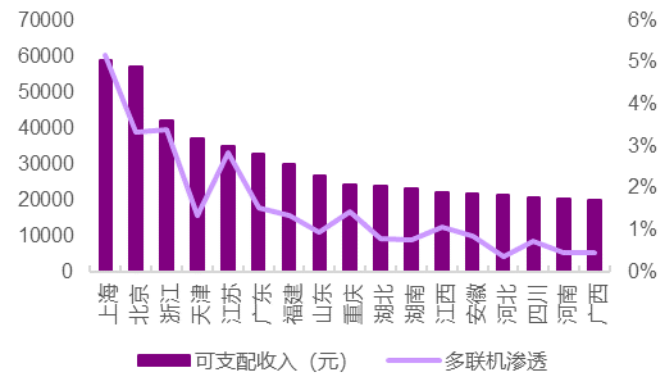
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司冰箱零售份额有同比小幅增长



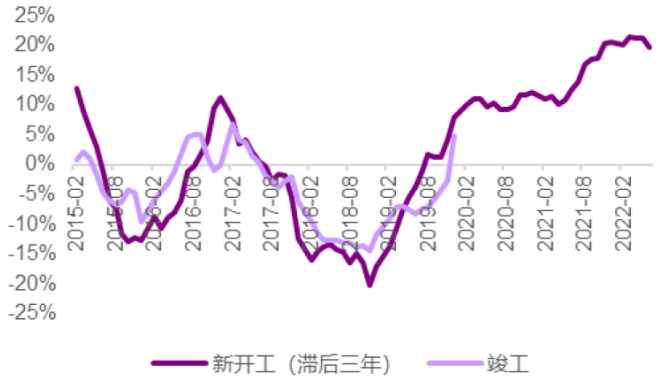
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 3：多联机渗透率与地区消费水平相关度高



资料来源：暖通资讯，国家统计局，光大证券研究所测算，多联机渗透指标定义为多联机市场规模（亿元）/总户数（万户），测算数据为 2018 年口径。

图 4：未来一到两年时间内对竣工指标无需悲观



资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算，竣工数据截止 2019 年

在 2019 年多联机行业个位数下滑的不利环境下，海信日立都凭借品牌和产品优势获得收入同比 10%，利润同比 20%增速的优秀成绩。短期疫情冲击更多是一次性扰动，长期看，优质资产的成长空间和能力依旧。

◆投资建议：

在疫情冲击和价格战因素的压制下，我们预计短期主业将面临一定压力，央空业务则会随着疫情的缓解而逐步回暖。维持预测公司 2020~21 年 EPS 为 1.07/1.21 元，新增预测 2022 年 EPS 为 1.31 元，股价对应 PE 仅为 9/8/7 倍。

进行简单的静态测算，若我们给予公司原白电主业 0.6 倍 PB 估值（基于 19 年半年报归母净资产，同为二线白电公司的长虹美菱当前市值所对应 PB 水平即为 0.6 倍），则剩余市值（截止 4 月 28 日收盘）隐含的 2020 年海信日立所贡献的归母净利的 PE 倍数仅为 8 倍左右。考虑央空行业充足的增长空间，以及海信日立在多联机领域的领先优势，**当前市值对公司优质、稀缺的央空资产有较为明显的低估，维持“增持”评级。**

◆**风险提示：**

主业下滑幅度超预期，央空行业增长低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	36,020	37,453	45,729	48,206	50,274
营业收入增长率	7.56%	3.98%	22.10%	5.42%	4.29%
净利润（百万元）	1,377	1,794	1,455	1,643	1,781
净利润增长率	-31.75%	30.22%	-18.91%	12.93%	8.43%
EPS（元）	1.01	1.32	1.07	1.21	1.31
ROE（归属母公司)（摊薄）	18.74%	20.57%	15.09%	15.57%	15.68%
P/E	9	7	9	8	7
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 28 日

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	36,020	37,453	45,729	48,206	50,274
营业成本	29,172	29,425	34,357	36,013	37,403
折旧和摊销	673	776	831	867	904
税金及附加	312	327	398	419	437
销售费用	5,006	5,670	6,997	7,376	7,692
管理费用	426	515	640	675	704
研发费用	687	934	1,189	1,258	1,317
财务费用	35	-8	-56	-100	-137
投资收益	829	1,122	200	200	200
营业利润	1,509	2,055	2,744	3,117	3,426
利润总额	1,565	2,152	2,844	3,217	3,526
所得税	142	202	398	450	494
净利润	1,423	1,950	2,445	2,766	3,032
少数股东损益	46	157	991	1,124	1,251
归属母公司净利润	1,377	1,794	1,455	1,643	1,781
EPS(按最新股本计)	1.01	1.32	1.07	1.21	1.31

现金流量表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,049	2,005	2,845	3,651	3,884
净利润	1,377	1,794	1,455	1,643	1,781
折旧摊销	673	776	831	867	904
净营运资金增加	-295	-1,390	1,734	-24	-38
其他	-706	826	-1,175	1,166	1,236
投资活动产生现金流	228	-80	1,818	-345	-340
净资本支出	-324	-225	-450	-470	-490
长期投资变化	3,327	468	0	0	0
其他资产变化	-2,774	-324	2,268	125	150
融资活动现金流	-1,161	-922	-581	-621	-821
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	141	-141	0	0
无息负债变化	-582	7,430	2,362	928	793
净现金流	109	1,004	4,081	2,685	2,723

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	21,828	33,991	38,119	41,079	43,936
货币资金	3,648	6,121	10,202	12,887	15,609
交易性金融资产	0	2,120	10	10	10
应收帐款	3,096	3,968	3,829	4,036	4,210
应收票据	2,972	1,096	3,658	3,857	4,022
其他应收款（合计）	319	297	457	482	503
存货	2,956	3,499	4,091	4,290	4,456
其他流动资产	1,081	7,228	7,062	7,013	6,971
流动资产合计	14,297	24,520	29,601	32,880	36,099
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,327	468	468	468	468
固定资产	3,263	3,813	3,396	2,964	2,514
在建工程	84	217	223	230	239
无形资产	715	1,918	1,929	1,940	1,951
商誉	0	133	128	128	128
其他非流动资产	-	2,222	2,222	2,222	2,222
非流动资产合计	7,531	9,470	8,517	8,199	7,837
总负债	13,938	21,510	23,731	24,658	25,451
短期借款	0	100	0	0	0
应付账款	4,373	5,317	6,184	6,482	6,733
应付票据	5,442	7,560	8,589	9,003	9,351
预收账款	0	0	1,372	1,446	1,508
其他流动负债	317	3,280	3,280	3,280	3,280
流动负债合计	13,506	20,838	23,074	23,990	24,772
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	428	613	654	667	677
非流动负债合计	432	671	656	669	679
股东权益	7,889	12,481	14,388	16,421	18,485
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
公积金	2,633	2,688	2,737	2,737	2,737
未分配利润	3,339	4,644	5,511	6,420	7,233
归属母公司权益	7,352	8,722	9,638	10,547	11,359
少数股东权益	538	3,759	4,750	5,874	7,125

主要指标

盈利能力（%）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	19.0%	21.4%	24.9%	25.3%	25.6%
EBITDA 率	3.9%	4.5%	7.3%	7.7%	8.0%
EBIT 率	2.0%	2.3%	5.5%	5.9%	6.2%
税前净利润率	4.3%	5.7%	6.2%	6.7%	7.0%
归母净利润率	3.8%	4.8%	3.2%	3.4%	3.5%
ROA	6.5%	5.7%	6.4%	6.7%	6.9%
ROE（摊薄）	18.7%	20.6%	15.1%	15.6%	15.7%
经营性 ROIC	12.5%	9.5%	23.4%	27.6%	31.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	64%	63%	62%	60%	58%
流动比率	1.06	1.18	1.28	1.37	1.46
速动比率	0.84	1.01	1.11	1.19	1.28
归母权益/有息债务	-	61.93	-	-	-
有形资产/有息债务	-	222.00	-	-	-

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	13.90%	15.14%	15.30%	15.30%	15.30%
管理费用率	1.18%	1.38%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	0.10%	-0.02%	-0.12%	-0.21%	-0.27%
研发费用率	1.91%	2.49%	2.60%	2.61%	2.62%
所得税率	9%	9%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.40	0.54	0.71	0.78
每股经营现金流	0.77	1.47	2.09	2.68	2.85
每股净资产	5.39	6.40	7.07	7.74	8.34
每股销售收入	26.43	27.48	33.56	35.38	36.89

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	9	7	9	8	7
PB	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.5	7.4	3.6	2.9	2.4
股息率	3.3%	4.3%	5.8%	7.7%	8.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼