安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 04 月 29 日

海信家电（000921.SZ）

公司快报

证券研究报告

白色家电

并表中央空调业务增厚收入

■事件： 海信家电发布 2020 年一季报。公司 2020Q1 实现营收 75.9 亿元，YoY-12.7%；业绩 0.4 亿元，YoY-89.7%，扣非业绩小幅亏损。并表中央空调子公司海信日立带来收入端的增厚，因此 Q1 公司收入降幅相对小，业绩端则充分反应了疫情的短期冲击。海信日立的中央空调业务在国内位居行业前列，对海信家电整体的业绩贡献已经超过一半且有望继续提升，期待公司原主业在国内生产经营恢复后可保持相对稳健，而中央空调资产是值得投资者重点关注的。

■并表子公司海信日立显著增厚收入和资产： 海信家电 2019 年 9 月 30 日起将海信日立纳入合并报表范围，中央空调业务的并表显著增厚了公司整体的收入和资产规模，而并表后持股比例仅提高 0.2%，因此对净利润端几无影响（此前为权益法核算并计投资收益）。根据公司公告，2019 年海信日立实现收入 120.4 亿元，YoY+9.6%，净利润 19.2 亿元，YoY+19.7%，在行业整体规模下滑的背景下继续保持增长。单看 2019Q4，并表中央空调约增厚海信家电收入 27.4 亿元，占当期公司整体营业收入的 26.2%。2020Q1，公司毛利率同比提高了 0.8pct，也是主要受益于中央空调业务具有更高的毛利率。

■短期原主业面临一定压力： 根据公告，我们估计 2020Q1 公司原主业（主要是空调+冰洗）收入降幅在 30%左右。可资参考的是，根据产业在线的出货数据，Q1 公司空调内销量 YoY-52.4%与行业整体接近、出口量 YoY-6.3%，好于行业整体；公司冰箱内销量 YoY-59.9%、出口量 YoY-41.7%，与行业整体水平接近。空调行业近期价格竞争仍相对激烈，根据中怡康线下零售监测数据，Q1 公司空调产品均价 YoY-16.0%，同期行业整体均价 YoY-16.7%，空调龙头的价格降幅还要高于行业整体。因此，我们认为公司的在空调业务上阶段性仍面临一定的压力，但得益于空调旺季已至，国内防疫形势好转、终端销售活动也逐步恢复，Q2 以后的改善可期。

■投资建议： 考虑到中央空调行业的成长空间仍足，海信日立在多联机领域也具备竞争优势，中央空调业务的业绩贡献占比提升和原主业的逐步恢复可期，公司的估值具备一定提升空间。我们预计公司 2020 年~2022 年 EPS1.00/1.12/1.21 元，维持增持-A 的投资评级。给予 6 个月目标价 12.0 元，对应 2020 年 12 倍动态市盈率。

■风险提示： 海外疫情的不确定性，房地产市场大幅波动的风险。

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	360.2	374.5	422.9	474.5	513.5
净利润	13.8	17.9	13.6	15.3	16.5
每股收益(元)	1.01	1.32	1.00	1.12	1.21
每股净资产(元)	5.39	6.40	7.08	7.87	8.71

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	9.1	7.0	9.2	8.2	7.6
市净率(倍)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
净利润率	3.8%	4.8%	3.2%	3.2%	3.2%
净资产收益率	18.7%	20.6%	14.1%	14.3%	13.9%
股息收益率	3.3%	0.0%	3.2%	3.7%	3.9%
ROIC	35.5%	45.2%	222.5%	55.8%	49.3%

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

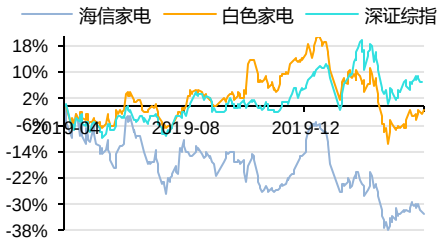
6 个月目标价： **12.0 元**

股价（2020-04-28） **9.21 元**

交易数据

总市值（百万元）	12,550.70
流通市值(百万元)	8,308.67
总股本（百万股）	1,362.73
流通股本(百万股)	902.14
12 个月价格区间	8.53/14.06 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.31	-17.5	-34.76
绝对收益	0.33	-18.57	-30.43

张立聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

王修宝 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517090003
wangxb1@essence.com.cn

相关报告

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

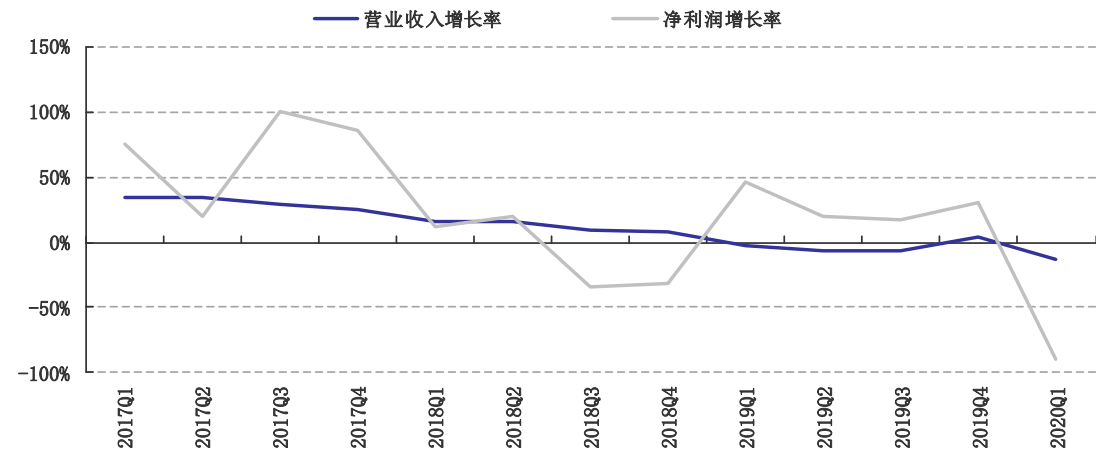
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：单季度财务指标分析

%	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入 YoY	15	-4	2	-3	-10	-4	45	-13
归母净利 YoY	24	-65	-20	49	6	10	93	-90
扣非归母净利 YoY	33	-17	27	44	2	-13	-19	-110
销售毛利率	19	20	20	20	21	21	24	21
销售费用率	13	15	15	13	15	16	17	14
毛利率-销售费用率	5	5	5	7	6	4	8	6
销售净利率	5	4	3	5	5	5	5	1
ROE	8	5	3	6	7	5	5	0
扣非后 ROE	7	4	2	5	6	3	2	0
ROA	2	2	1	2	2	1	2	0
销售商品提供劳务收到的现金/收入	67	88	75	68	73	83	82	102
经营活动现金净流量/收入	12	14	-11	3	17	6	-5	1
经营活动现金净流量/经营净收益	526	0	0	94	828	0	-327	407
经营现金流净额占比	251	353	184	55	567	18	18	-9
投资现金流净额占比	-37	172	24	21	-207	102	96	88
筹资现金流净额占比	-114	-425	-108	23	-260	-20	-14	22

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 1：收入与归母净利润同比



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

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	360.2	374.5	422.9	474.5	513.5
减:营业成本	291.7	294.2	319.9	357.2	385.3
营业税费	3.1	3.3	3.7	4.1	4.5
销售费用	50.1	56.7	63.4	71.6	78.0
管理费用	4.3	5.2	5.7	6.4	6.9
研发费用	6.9	9.3	10.4	11.9	12.8
财务费用	0.3	-0.1	-1.0	-1.5	-1.5
资产减值损失	0.0	-0.2	-	-0.0	-0.1
加:公允价值变动收益	-0.0	0.0	0.8	1.0	1.0
投资和汇兑收益	8.3	11.2	1.5	1.0	1.0
营业利润	15.1	20.5	23.1	26.8	29.5
加:营业外净收支	0.6	1.0	1.3	0.9	1.0
利润总额	15.6	21.5	24.4	27.8	30.5
减:所得税	1.4	2.0	2.1	2.6	2.8
净利润	13.8	17.9	13.6	15.3	16.5
	13.8	17.9	13.6	15.2	17.3

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	36.5	61.2	67.1	72.9	127.8
交易性金融资产	0.0	21.2	22.0	23.0	24.0
应收帐款	34.2	42.6	63.1	55.5	65.1
应收票据	29.7	11.0	47.8	31.3	54.3
预付帐款	2.2	1.9	3.0	2.5	2.8
存货	29.6	35.0	36.1	47.2	42.7
其他流动资产	10.8	72.3	32.9	38.7	47.9
可供出售金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	33.3	4.7	4.7	4.7	4.7
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产	32.6	32.6	26.6	19.6	12.5
在建工程	0.8	2.2	2.1	2.0	1.9
无形资产	7.1	19.2	17.9	16.7	15.4
其他非流动资产	1.2	35.8	13.5	17.0	21.9
资产总额	218.3	339.9	337.0	331.3	421.2
短期债务	-	1.0	-	-	-
应付帐款	61.4	72.4	73.7	69.3	99.1
应付票据	54.4	75.6	75.5	53.5	85.6
其他流动负债	19.2	59.4	40.1	39.7	44.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	4.3	6.7	5.0	5.4	5.7
负债总额	139.4	215.1	194.3	167.9	235.2
少数股东权益	5.4	37.6	46.3	56.2	67.3
股本	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
留存收益	59.7	73.3	82.8	93.6	105.1
股东权益	78.9	124.8	142.8	163.3	186.0

财务指标

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	7.6%	4.0%	12.9%	12.2%	8.2%
营业利润增长率	-25.7%	36.2%	12.4%	16.1%	9.9%
净利润增长率	-31.7%	30.2%	-24.3%	12.7%	7.8%
EBITDA 增长率	-26.9%	30.5%	22.2%	10.7%	7.8%
EBIT 增长率	-35.0%	38.7%	28.5%	14.6%	10.3%
NOPLAT 增长率	-25.2%	32.2%	9.2%	13.6%	10.3%
投资资本增长率	3.6%	-77.8%	352.8%	25.0%	-74.0%
净资产增长率	11.3%	58.2%	14.4%	14.4%	13.9%
利润率					
毛利率	19.0%	21.4%	24.4%	24.7%	25.0%
营业利润率	4.2%	5.5%	5.5%	5.7%	5.7%
净利润率	3.8%	4.8%	3.2%	3.2%	3.2%
EBITDA/营业收入	5.3%	6.7%	7.2%	7.1%	7.1%
EBIT/营业收入	3.4%	4.6%	5.2%	5.3%	5.4%
运营效率					
固定资产周转天数	33	31	25	18	11
流动营业资本周转天数	-26	-35	-21	2	-1
流动资产周转天数	146	187	220	206	223
应收帐款周转天数	33	37	45	45	42
存货周转天数	32	31	30	32	32
总资产周转天数	217	268	288	254	264
投资资本周转天数	40	24	21	35	23
投资回报率					
ROE	18.7%	20.6%	14.1%	14.3%	13.9%
ROA	6.5%	5.7%	6.6%	7.6%	6.6%
ROIC	35.5%	45.2%	222.5%	55.8%	49.3%
费用率					
销售费用率	13.9%	15.1%	15.0%	15.1%	15.2%
管理费用率	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
研发费用率	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费用率	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
四费/营业收入	17.1%	19.0%	18.6%	18.6%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	63.3%	57.6%	50.7%	55.8%
负债权益比	176.7%	172.3%	136.1%	102.8%	126.5%
流动比率	1.06	1.18	1.44	1.67	1.59
速动比率	0.84	1.01	1.25	1.38	1.40
利息保障倍数	35.88	-214.98	-23.12	-17.49	-18.59
分红指标					
DPS(元)	0.30	0.39	0.30	0.34	0.36
分红比率	30.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	3.3%	0.0%	3.2%	3.7%	3.9%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	14.2	19.5	13.6	15.3	16.5
加:折旧和摊销	6.8	8.0	8.4	8.4	8.4
资产减值准备	0.0	0.2	-	-	-
公允价值变动损失	0.0	-0.0	0.8	1.0	1.0
财务费用	0.1	-0.9	-1.0	-1.5	-1.5
投资损失	-8.3	-11.2	-1.5	-1.0	-1.0
少数股东损益	0.5	1.6	8.7	9.9	11.1
营运资金的变动	9.4	-47.0	-17.2	-22.2	24.8
经营活动产生现金流量	10.5	20.1	11.8	10.0	59.3
投资活动产生现金流量	2.3	-0.8	-1.1	-1.0	-1.0
融资活动产生现金流量	-11.6	-9.2	-4.8	-3.1	-3.4

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.01	1.32	1.00	1.12	1.21
BVPS(元)	5.39	6.40	7.08	7.87	8.71
PE(X)	9.1	7.0	9.2	8.2	7.6
PB(X)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
P/FCF	10.2	2.4	-6.3	25.0	2.3
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	3.3	3.6	2.3	2.1	0.6
CAGR(%)	20.9%	12.3%	2.5%	20.9%	12.3%
PEG	0.4	0.6	3.8	0.4	0.6
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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、王修宝声明，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
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	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	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。