



中央空调受益“稳增长”，热管理点燃第二引擎

海信家电（000921.SZ，00921.HK）跟踪点评 | 2022.7.13

中信证券研究部



纪敏
制造产业首席分析师
S1010520030002

核心观点

海信家电中央空调+汽车热管理双轮驱动，其中央空调主业受益“稳增长”，随着地产改善以及基建投资加码，有望迎来“估值修复”与“业绩提振”；汽车热管理近日斩获特斯拉美国电动压缩机订单，与大客户合作进一步深化，年内有望扭亏为盈。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.01/1.26/1.48 元，采用分部估值法，给予公司 A 股目标价 20 元、H 股目标价 14 港元，均维持“买入”评级。

■ **三电再获特斯拉订单，年内有望扭亏为盈。**根据财联社消息，海信家电旗下日本三电近日获得特斯拉美国生产的两款电动压缩机项目订单，并锁定 5 年供应量。在此之前，三电已成为特斯拉上海工厂电动压缩机的供应商，此次拓展合作范围至北美地区，进一步加强与大客户的合作的深度与广度。此次订单预计上量后每年合计价值超过 1 亿美元，有望带动三电收入快速复苏（2021 年三电收入约 80 亿元人民币，年收入贡献接近 10%）。随着新能源汽车业务占比的提升（电动压缩机价值量相较于传统压缩机更高）以及经营效率的提高，三电利润率有望快速修复，根据振兴计划，全年扭亏可期。

■ **中央空调受益“稳增长”，份额持续提升。**公司中央空调收入占比接近 30%，贡献主要利润，随着“稳增长”政策的发力，地产销售边际改善叠加基建投资持续加码，中央空调业务有望迎来“估值修复”与“业绩提振”（具体分析参考外发报告《家电行业跟踪点评—中央空调，“稳增长”弹性品种》2022-6-24）。公司作为多联机龙头，2021 年多联机内销市场市占率达到 19%（产业在线口径），位居第一，产品核心技术领先、设计因地制宜，前瞻布局家用市场，充分享受家用中央空调快速渗透红利，份额持续提升，在疫情与地产销售下行的趋势下仍保持较强韧性。根据产业在线数据显示，海信系中央空调销额 2022 年 1-5 月累计增长 21%，同期行业累计同比+7%。

■ **原材料价格阶段下行，公司业绩修复弹性大。**受美联储加息等因素影响，全球经济增速放缓，原材料需求收缩，价格阶段性下行。截至 7 月 7 日，伦铜/冷轧/塑料等大宗原材料价格相较于年内高点分别下降 30%/16%/9%。在此背景下，公司主业与传统白电业务盈利能力有望迎来修复。尤其对于传统白电业务而言，2021 年原材料价格上涨导致公司家用空调业务亏损严重，随着原材料价格回归理性，该部分今年有望大幅减亏，贡献公司业绩弹性。

■ **风险因素：**原材料价格持续上涨；新业务拓展不及预期；汇率大幅波动；行业竞争加剧。

■ **投资建议：**公司多元化布局再起航，传统白电坚持差异化打法，加速布局海外市场，随着原材料压力缓解盈利能力有望回暖；中央空调业务领跑多联机市场，产品渠道布局领先，提供稳定现金流，显著受益“稳增长”；控股日本三电，切入汽车热管理领域，在手订单充沛，与大客户合作持续深化，有望打开全新增长曲线。考虑到公司深化与特斯拉的合作，新能源汽车领域推进顺利，上调公司 2022-2024 年 EPS 预测至 1.01/1.26/1.48 元（原预测为 1.01/1.24/1.45 元）。采用分部估值法，中央空调业务预计 2022 年并表利润 13.3 亿元，同比增长约 15%，给予该分部 PEG 等于 1，对应 15xPE，分部市值 200 亿元；我们预计三电 2022 年收入约 85 亿元，考虑到三电暂未盈利，采用 PS 估值法，参考可比公司日本电装、韩国翰昂 2022 年 PS 水平（电装、翰昂 2022 年彭博一致预期 PS 分别为 0.9x、0.7x），给予公司 2022 年 0.8x PS，公司持股比例 75%，对应分部估值 50 亿元；传统白电目前处于亏损状态，若考虑估值，保守对标长虹美菱，分部估值约 50 亿。综合来看，给予公司合理目标市值 250-300 亿元，取中值，对应目标价 20 元，维持“买入”评级；考虑到 A、H 股价差，给予公司 H 股 60%估

海信家电	000921.SZ
评级	买入（维持）
当前价	14.21 元
目标价	20.00 元
总股本	1,363 百万股
流通股本	903 百万股
总市值	194 亿元
近三月日均成交额	227 百万元
52 周最高/最低价	17.0/10.9 元
近 1 月绝对涨幅	25.98%
近 6 月绝对涨幅	-12.89%
近 12 月绝对涨幅	9.28%

值折价，按照汇率 1 港元兑 0.853 人民币（2022 年 7 月 11 日收盘价），对应 2022 年 9xPE，对应目标价 14 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	48,393	67,563	76,657	84,739	92,991
营业收入增长率 YoY	29.2%	39.6%	13.5%	10.5%	9.7%
净利润(百万元)	1,579	973	1,380	1,711	2,013
净利润增长率 YoY	-12.0%	-38.4%	41.9%	24.0%	17.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.16	0.71	1.01	1.26	1.48
毛利率	24.0%	19.7%	20.6%	21.1%	21.3%
净资产收益率 ROE	16.1%	9.4%	12.1%	13.4%	14.1%
每股净资产 (元)	7.18	7.59	8.39	9.34	10.44
PE	12.2	19.7	13.9	11.2	9.5
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
PS	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.7	7.7	7.4	6.1	5.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 7 月 12 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	48,393	67,563	76,657	84,739	92,991
营业成本	36,756	54,250	60,889	66,876	73,217
毛利率	24.0%	19.7%	20.6%	21.1%	21.3%
税金及附加	327	399	546	559	609
销售费用	6,891	7,672	8,432	9,321	10,229
销售费用率	14.2%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	619	1,327	1,763	1,949	2,139
管理费用率	1.3%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用	(110)	57	50	117	34
财务费用率	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
研发费用	1285	1987	2223	2542	2883
研发费用率	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%
投资收益	196	507	300	334	381
EBITDA	3,132	2,740	2,822	3,444	3,841
营业利润率	6.60%	4.12%	4.58%	5.00%	5.21%
营业利润	3,195	2,781	3,511	4,239	4,842
营业外收入	304	191	207	234	211
营业外支出	15	56	33	35	41
利润总额	3,485	2,917	3,685	4,439	5,012
所得税	639	574	725	873	986
所得税率	18.3%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
少数股东损益	1,267	1,370	1,581	1,854	2,013
归属于母公司股东的净利润	1,579	973	1,380	1,711	2,013
净利率	3.3%	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,111	7,023	10,586	10,987	11,522
存货	4,295	8,437	7,939	8,976	10,253
应收账款	6,594	8,757	9,745	10,773	11,822
其他流动资产	12,231	15,483	20,799	24,023	24,458
流动资产	30,231	39,700	49,070	54,759	58,053
固定资产	3,879	5,189	5,264	5,335	5,196
长期股权投资	524	1,436	1,436	1,436	1,436
无形资产	1,745	1,644	1,594	1,544	1,494
其他长期资产	5,432	7,979	7,126	6,982	6,982
非流动资产	11,580	16,249	15,421	15,298	15,109
资产总计	41,812	55,949	64,491	70,057	73,162
短期借款	22	2,859	7,644	7,708	4,474
应付账款	7,292	11,779	12,178	13,375	14,643
其他流动负债	19,405	23,374	24,101	25,254	26,812
流动负债	26,719	38,012	43,922	46,337	45,929
长期借款	0	32	32	32	32
其他长期负债	686	2,312	2,276	2,276	2,276
非流动性负债	686	2,345	2,308	2,308	2,308
负债合计	27,405	40,357	46,231	48,645	48,237
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
资本公积	2,062	2,069	2,069	2,069	2,069
归属于母公司所有者权益合计	9,779	10,342	11,431	12,728	14,228
少数股东权益	4,627	5,249	6,829	8,684	10,696
股东权益合计	14,407	15,591	18,260	21,412	24,925
负债股东权益总计	41,812	55,949	64,491	70,057	73,162

现金流量表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	2,846	2,343	2,960	3,566	4,026
折旧和摊销	1,024	1,137	668	741	808
营运资金的变化	2,411	1,405	-697	48	564
其他经营现金流	-318	-571	-276	-241	-370
经营现金流合计	5,963	4,314	2,655	4,114	5,028
资本支出	-614	-1,107	-619	-619	-619
投资收益	196	507	300	334	381
其他投资现金流	-3,483	-3,823	-3,208	-2,962	-473
投资现金流合计	-3,901	-4,423	-3,527	-3,246	-712
权益变化	31	29	0	0	0
负债变化	-78	817	4,777	64	-3,235
股利支出	-538	-473	-292	-414	-513
其他融资现金流	-1,927	1,102	-50	-117	-34
融资现金流合计	-2,512	1,475	4,436	-467	-3,782
现金及现金等价物净增加额	-450	1,365	3,564	401	534

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	29.2%	39.6%	13.5%	10.5%	9.7%
营业利润	55.5%	-13.0%	26.3%	20.7%	14.2%
净利润	-12.0%	-38.4%	41.9%	24.0%	17.6%
利润率 (%)					
毛利率	24.0%	19.7%	20.6%	21.1%	21.3%
EBITDA Margin	6.5%	4.1%	3.7%	4.1%	4.1%
净利率	3.3%	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.1%	9.4%	12.1%	13.4%	14.1%
总资产收益率	3.8%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%
其他 (%)					
资产负债率	65.5%	72.1%	71.7%	69.4%	65.9%
所得税率	18.3%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
股利支付率	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。