

中央空调业务稳定双位数增长，并表重申公司估值

——海信家电(000921.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

增持(维持)

当前价: 11.47元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsec.com

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsec.com

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebsec.com

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebsec.com

市场数据

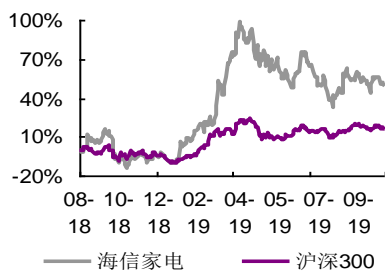
总股本(亿股): 13.63

总市值(亿元): 156.31

一年最低/最高(元): 6.40/15.32

近3月换手率: 36.13%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.30	-1.30	47.20
绝对	1.61	0.47	70.93

资料来源: Wind

相关研报

空调承压冰箱改善，海信日立主导利润增长——海信家电(000921.SZ) 2019年中报点评

.....2019-08-23

◆**海信家电19年三季度: 单季收入同比-4.5%，利润同比+9.6%。**公司19Q3实现营业收入80.6亿元，同比-4.5%，单季归母净利润3.9亿元，同比+9.6%。19Q1~Q3累计营收270.1亿元，同比-6.2%，累计归母净利润13.5亿元，同比+17.6%，对应EPS合0.99元。单季收入小幅下滑但下滑幅度环比收窄，利润保持同比正增长，但增长幅度回落，单季业绩基本符合预期。

19Q4 海信日立正式并入利润/现金流量表。公司19年9月30日起正式并表中央空调业务，所披露的9月30日资产负债表已并表，但利润表及现金流量表从10月起并表，19Q3海信日立收益仍以投资收益项计入。

◆**主业: 空调格局进一步收紧，压力加大；冰箱保持个位数温和增长。**

公司单季收入同比-4.5%，小幅下滑，拆分来看：

空调业务: 根据奥维和产业在线统计，19Q3空调行业需求和内销出货分别同比-4%/-3%，同比小幅下降，终端零售均价降幅扩大至中高个位数水平。由于19Q3单季行业竞争格局进一步收紧，份额和均价双重压力下，公司空调内销估计同比下滑20%，出口则保持同比正增长。

冰箱业务: 内销方面，行业需求波澜不惊，但由于原材料价格下行，主要品牌ASP提升速度进一步收窄至5%左右。公司单季内外销收入估计均保持同比个位数温和增长。

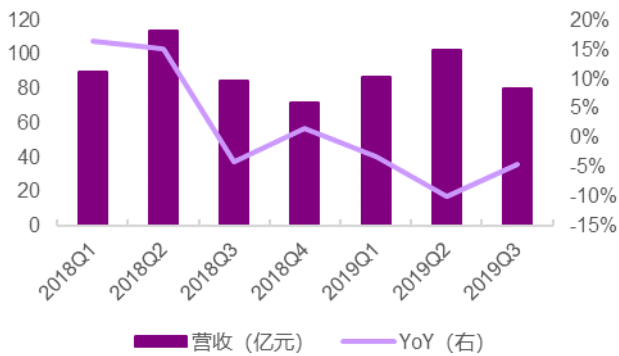
环比来看，公司单季收入增速变动不大，冰箱维持温和增长，空调内销表现不佳为拖累收入的主要因素。

◆**中央空调业务: 行业需求回落，公司表现优于整体**

行业需求承压。根据产业在线统计，2019年1~8月中央空调市场规模同比-1.5%，其中单元机同比-7.2%，多联机同比+2.8%，水机同比+2.7%。其中受地产和经济拖累，7~8月增速较19H1有一定放缓。零售渠道业务增长压力较大，工程渠道相对更好。

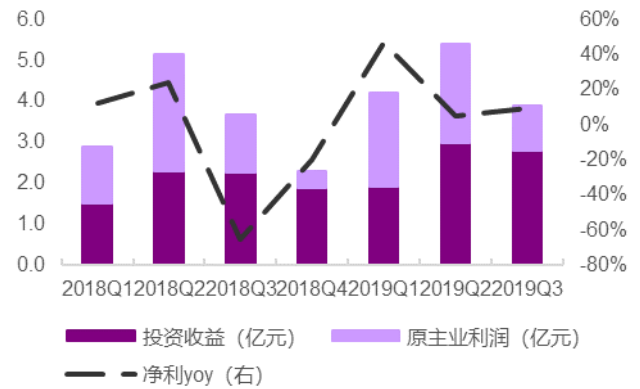
海信日立单季仍保持收入/利润两位数增长。根据公司披露，海信日立19年前三季度营业收入同比+12.5%，净利同比+19.2%，结合19H1数据推算，海信日立19Q3单季收入/净利均继续保持同比两位数增长。收入增速基本与19H1持平，但利润增速有一定回落，主要系公司季度间的税率波动所致。

图 1：海信家电分季度收入及增速走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：海信家电分季度利润及增速走势



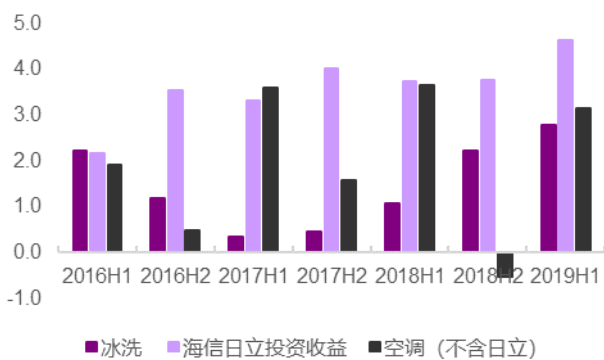
资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆盈利分析：冰箱盈利继续改善，空调拖累主业利润

19Q3 毛利率为 20.5%，同比+0.5pct，小幅提升，估计冰箱业务毛利率稳步增长，但空调内销业务毛利有一定下滑。销售/管理/研发费用率分别同比+0.8/+0.1/-0.1pct,销售费用有一定上行，估计一方面由于空调内销收入较大幅度下滑推升费用率，另一方面与一定力度的市场促销支持有关。

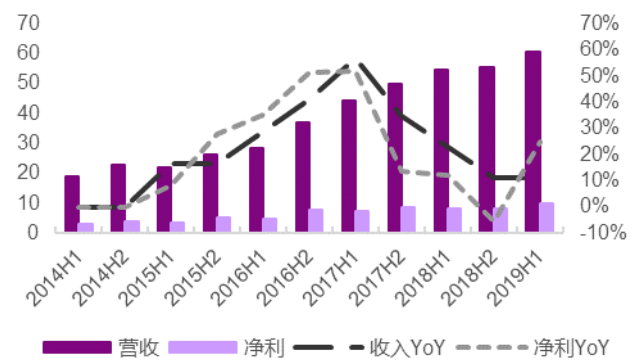
单季投资收益同比+23%，一方面来源于海信日立等合营联营企业贡献，一方面推测由于当期确认了较多理财产品等投资收益，带来了一定的单季波动。剔除投资收益后，主业利润同比-8.8%，下滑幅度大于收入，主要为空调业务有较大亏损。

图 3：公司净利润构成情况（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：海信日立收入/净利（亿元）及同比增速（右）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

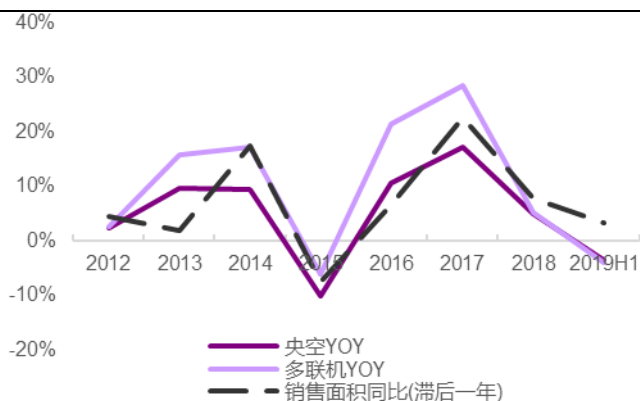
◆短期经营展望：冰箱业务支撑主业利润，央空增长确定性较强。

原主业中空调业务在需求周期和进一步收紧的格局压制下，预计收入和利润表现仍有一定压力。但冰箱业务在 2017H2 以来，经营情况的边际改善趋势逐步显现。预计对业绩表现有一定支撑。海信日立贡献了过半的利润，在行业增长平淡的背景下，收入/利润端仍保持稳定增长，确定性较高。

◆多联机市场空间充足，海信日立领跑行业，被低估的中央空调标的

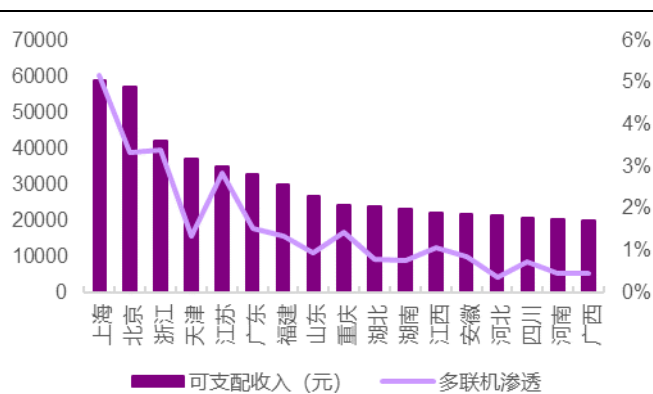
多联机中央空调成长空间依旧充足。虽然 18-19 年以来，在地产调控等因素作用下，多联机行业增速有一定放缓，但中长期看，考虑到城镇化的推进，精装修住房比例的增长以及居民收入和消费水平的提升，行业空间依旧充足。对比国内主要空调需求地区的多联机保有数据，不难发现欠发达地区与发达地区的渗透率都存在数倍的巨大落差，目前行业主要消费市场也主要集中在华东等较发达地区的一二线城市，行业规模增长潜力充足。

图 5：中央空调市场规模增速受到地产周期影响



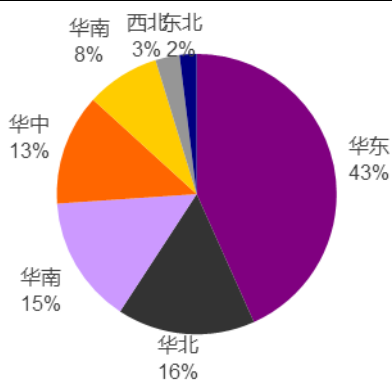
资料来源：暖通家，国家统计局，光大证券研究所测算

图 6：多联机渗透率与地区消费水平相关度高



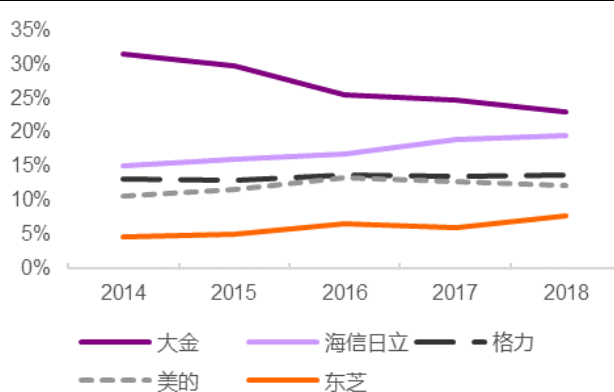
资料来源：暖通家，国家统计局，光大证券研究所测算，多联机渗透指标定义为多联机市场规模 (亿元) / 总户数 (万户)，测算数据为 2018 年口径。

图 7：多联机主要市场集中在华东地区 (2018 年)



资料来源：艾肯空调，光大证券研究所

图 8：多联机市场销售规模占比情况



资料来源：暖通家，光大证券研究所，海信日立 18 年起合并计算约克中国区多联机业务

海信日立为多联机领域龙头，份额不断提升，增长领先行业。海信日立为中央空调的多联机领域龙头，2018 年市占率达 19.5%，仅次于大金 (23.0%)，较格力美的等内资品牌显著领先。海信日立的核心优势在于相较于内资品牌拥有日立方面技术和研发支撑，产品力和品牌力领先；而相较于外资品牌，拥有海信渠道管理和市场运营的优势，故而在“产品”+“市场”的双轮驱动下，份额稳步提升，与大金之间的差距不断缩小。14~18 年海信日立收入和利润复合增速分别为 31%/26%，远超对应周期内中央空调/多联机行业的复合增速 (分别为 5%/11%)。

分业务重审公司价值，被低估的稀缺多联机标的。随着公司中央空调业务正式从表外归于表内：（1）公司的资产质量、收入规模和增长稳定性、现金流状况预计均会出现对应提升；（2）公司从原来的二线白电品牌企业变为纯正多联机行业标的，有助于提升市场对于公司保持较快稳定增长中央空调业务价值的重视。

进行简单的静态测算，考虑足够的安全边际后，我们给予公司原白电主业 0.6 倍 PB 估值（基于 19 年中报归母净资产），则剩余市值（截止 19 年 10 月 28 日收盘）对应 19 年海信日立归属上市公司平台的净利 PE 倍数仅为 11.5X。考虑行业增长充足增长空间，海信日立的多联机领域的领先优势，预计未来收入、利润有望继续保持稳定、较快的增长。当前市值下，对公司优质、稀缺的央空资产有较为明显的低估。

◆投资建议：

虽然空调需求承压和格局偏紧对公司空调业务盈利增长有一定压力，但公司冰箱业务经营改善有望对业绩形成一定支撑，更重要的是，多联机业务方面，凭借份额的稳步提升，以及结构升级和成本红利对利润表现的支撑，多联机业务利润增速预计达 20% 左右。维持预测公司 2019~21 年 EPS 为 1.21/1.38/1.50 元，对应 PE 为 9/8/8 倍，维持“增持”评级。

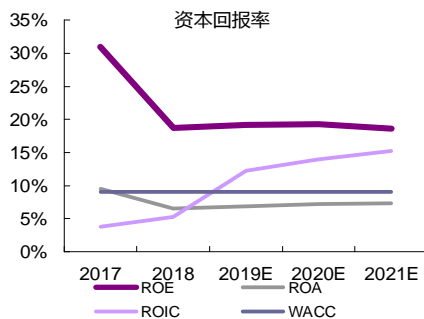
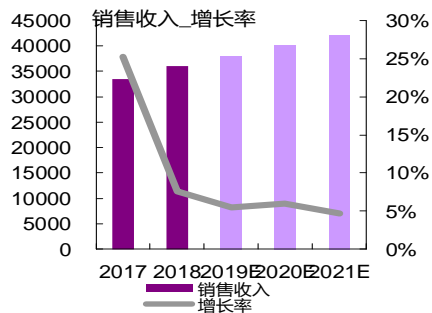
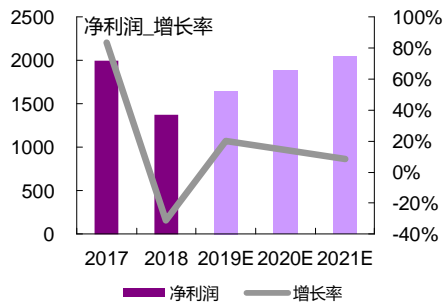
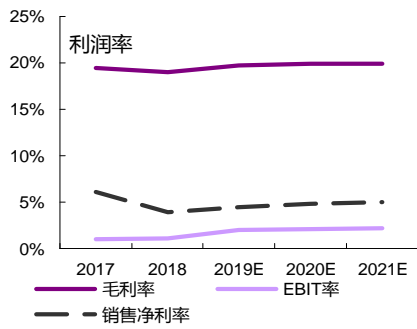
◆风险提示：

需求大幅下滑，原材料成本上涨，汇率大幅波动。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	33,488	36,020	38,008	40,289	42,198
营业收入增长率	25.28%	7.56%	5.52%	6.00%	4.74%
净利润（百万元）	1,998	1,377	1,652	1,886	2,048
净利润增长率	83.64%	-31.04%	19.93%	14.19%	8.59%
EPS（元）	1.47	1.01	1.21	1.38	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.99%	18.74%	19.23%	19.26%	18.58%
P/E	8	11	9	8	8
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 28 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,488	36,020	38,008	40,289	42,198
营业成本	26,970	29,172	30,515	32,283	33,795
折旧和摊销	714	677	689	704	719
营业税费	325	312	304	322	338
销售费用	4,772	5,006	5,260	5,576	5,840
管理费用	1,045	1,112	1,159	1,229	1,287
财务费用	10	35	17	-20	-39
公允价值变动损益	-10	-2	20	20	20
投资收益	1,562	829	1,035	1,174	1,291
营业利润	2,010	1,509	1,794	2,078	2,277
利润总额	2,232	1,565	1,854	2,118	2,297
少数股东损益	54	46	55	62	68
归属母公司净利润	1,998	1,377	1,652	1,886	2,048

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	21,474	21,828	25,009	27,044	28,999
流动资产	14,848	14,297	17,309	19,111	20,789
货币资金	2,996	3,648	5,924	6,944	7,989
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,833	2,972	3,211	3,404	3,565
应收票据	3,517	6,068	5,701	6,043	6,330
其他应收款	312	319	281	298	312
存货	3,398	2,956	3,877	4,107	4,303
可供出售投资	4	4	4	4	4
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,372	3,327	3,845	4,431	5,077
固定资产	3,252	3,263	2,969	2,653	2,318
无形资产	716	715	679	645	613
总负债	14,520	13,938	15,825	16,595	17,252
无息负债	14,520	13,938	15,825	16,595	17,252
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	6,953	7,889	9,183	10,449	11,747
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
公积金	2,557	2,633	2,758	2,758	2,758
未分配利润	2,526	3,339	4,453	5,657	6,887
少数股东权益	508	538	593	655	723

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	455	1,049	2,513	1,415	1,498
净利润	1,998	1,377	1,652	1,886	2,048
折旧摊销	714	677	689	704	719
净营运资金增加	1,353	-219	-849	366	273
其他	-3,609	-787	1,021	-1,541	-1,542
投资活动产生现金流	731	228	183	257	316
净资本支出	-378	-324	-350	-350	-350
长期投资变化	2,372	3,327	-518	-587	-646
其他资产变化	-1,263	-2,774	1,051	1,194	1,311
融资活动现金流	-1,020	-1,161	-420	-652	-769
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	789	-582	1,887	770	657
净现金流	157	109	2,276	1,020	1,044

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.28%	7.56%	5.52%	6.00%	4.74%
净利润增长率	83.64%	-31.04%	19.93%	14.19%	8.59%
EBITDA 增长率	-7.89%	3.67%	32.56%	8.56%	4.88%
EBIT 增长率	-22.80%	22.25%	83.08%	14.38%	7.14%
估值指标					
PE	8	11	9	8	8
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	14	9	7	6
EV/EBIT	48	37	17	13	11
EV/NOPLAT	66	45	21	16	14
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	2	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.46%	19.01%	19.71%	19.87%	19.91%
EBITDA 率	3.14%	3.03%	3.80%	3.89%	3.90%
EBIT 率	1.01%	1.15%	1.99%	2.15%	2.20%
税前净利润率	6.67%	4.34%	4.88%	5.26%	5.44%
税后净利润率 (归属母公司)	5.96%	3.82%	4.35%	4.68%	4.85%
ROA	9.55%	6.52%	6.83%	7.20%	7.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.99%	18.74%	19.23%	19.26%	18.58%
经营性 ROIC	3.75%	5.30%	12.19%	13.94%	15.25%
偿债能力					
流动比率	1.05	1.06	1.12	1.18	1.24
速动比率	0.81	0.84	0.87	0.93	0.98
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.47	1.01	1.21	1.38	1.50
每股红利	0.44	0.30	0.50	0.60	0.70
每股经营现金流	0.33	0.77	1.84	1.04	1.10
每股自由现金流(FCFF)	-0.54	0.67	1.34	0.52	0.64
每股净资产	4.73	5.39	6.30	7.19	8.09
每股销售收入	24.57	26.43	27.89	29.56	30.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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見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 2019 版权所有。

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