

公司研究

中央空调持续增长，冰洗盈利稳定

——海信家电（000921.SZ）2021年半年报点评

增持（维持）

当前价：13.02元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

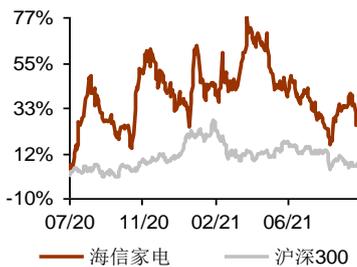
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.63
总市值(亿元)	179.61
一年最低/最高(元)	11.49/18.23
近3月换手率	27.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.54	-4.84	-11.23
绝对	-0.76	-10.52	-8.38

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2021 年半年度报告：21H1 实现营收 324 亿元，YoY+53.8%（较 19H1 增速+71.1%），归母净利润 6.2 亿元，YoY+22.3%（较 19H1 增速-35.9%）。其中 21Q2 实现营收 185 亿元，YoY+36.9%（较 19Q2 增速+80.1%）；归母净利润 4.0 亿元，YoY-13.6%（较 19Q2 增速-26.2%）。若剔除并表三电控股影响，21H1 营收 316 亿元（YoY+50%），归母净利润 6.7 亿元（YoY+33.5%）；对应 21Q2 营收 177 亿元（YoY+31%），归母净利润 4.5 亿元（YoY-9%）。

点评：

中央空调业务持续增长，家空和并表业务拖累 21Q2 业绩。分产品看，1) 公司暖通空调业务收入 161 亿元，YoY+43.9%；利润总额 14 亿元，YoY+57.6%。中央空调是公司核心业务：21H1 海信日立营收 87.8 亿元（YoY+57%，较 19H1 增速+45%），净利润 12.4 亿元（YoY+53%，较 19H1 增速+25%），贡献超 90%的净利润。艾肯数据显示，受益工程项目和家装零售市场增长，21H1 中国中央空调市场同比增幅超过 35%，其中多联机规模同比增长超 45%（较 19 年同期增长超 30%），其中日立多联机市场份额提升显著至 18.2%，日立+海信+约克合计份额超越大金成为第一。另一方面，公司家用空调收入 73 亿元，同比 20 年虽然有所增长（+31%），但需求仍然相对疲软（较 19H1 增速-17%），21H1 亏损 1.5 亿元，主因国内一二级市场饱和+龙头提价有限产生的挤压作用。2) 冰洗业务 21H1 收入 111 亿元（YoY+53.1%），利润总额几乎不变，主因原材料成本以及海运费上涨导致出口毛利率 YoY-2.4pcts。3) 其他主营（汽车空调压缩机及综合热管理业务）收入 17.9 亿元（YoY+155.2%），毛利率 YoY-6.7pcts 主因并表亏损的三电控股。

原材料涨价+低毛利业务并表致 Q2 毛利率承压。21H1 公司毛利率 20.9%，YoY-2.0pcts，其中冰洗毛利率 YoY-3.0pcts，空调毛利率与去年同期基本持平；21Q2 公司毛利率 YoY-3.2pcts，下滑较大主因原材料涨价及较低毛利率业务并表；公司费用管控有效，销售费用率 YoY-1.1pcts；在毛利率下滑影响下，21H1 净利率 1.9%，YoY-0.5pcts，其中 21Q2 同比-1.3pcts，剔除并表影响后 YoY-0.8pcts。受三电控股并表影响，21H1 末存货、预付款等较多科目出现较大上升；自有现金达到 136 亿元（YoY+10.4 亿元），主因公司经营改善资金沉淀及未到期理财产品增加等因素；21H1 经营性净现金 20.8 亿元，YoY-18%。

盈利预测、估值与评级：中央空调行业高景气+业务协同有望加强，维持“增持”评级。中央空调行业迎来强势复苏，海信家电是 A 股最纯正的中央空调标的。目前公司已完成收购三电控股进入新能源和综合热管理系统市场，有望形成资源整合、技术共享与协同的良好态势。当前海信家电市值 177 亿，公司账面上有超过百亿自有现金及现金等价物，当前股价对应较强的安全边际。预计公司 2021-23 年净利润 16.5、18.5、21.2 亿元，现价对应 PE 为 11、10、8 倍，维持“增持”评级。

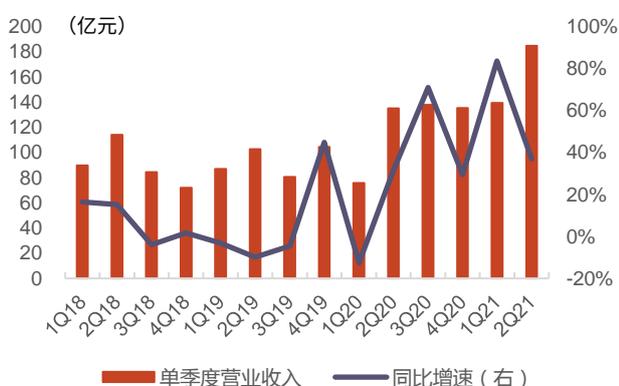
风险提示：原材料明显涨价，新业务协同不佳，市场竞争加剧，汇率大幅波动。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	37,453	48,393	54,607	59,734	64,213
营业收入增长率	3.98%	29.21%	12.84%	9.39%	7.50%
净利润 (百万元)	1,794	1,579	1,652	1,848	2,121
净利润增长率	30.22%	-11.97%	4.64%	11.87%	14.76%
EPS (元)	1.32	1.16	1.21	1.36	1.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.57%	16.15%	15.08%	15.41%	16.25%
P/E	10	11	11	10	8
P/B	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-09-01

图 1: 公司单季度营业收入及同比



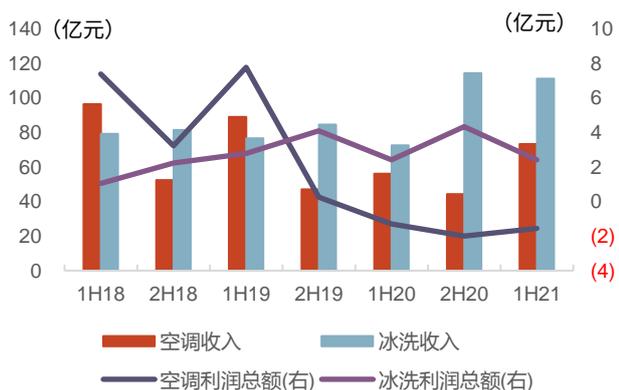
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



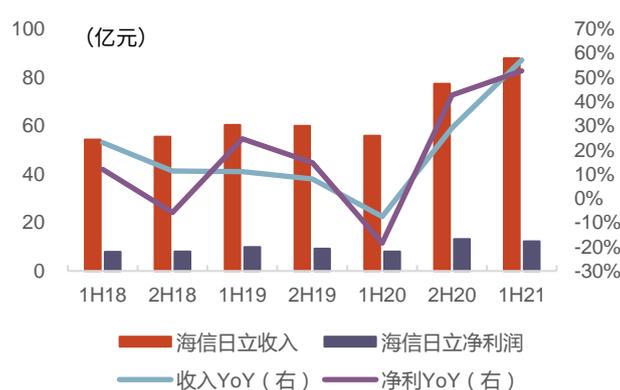
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司原主业 (不含日立) 收入及利润总额



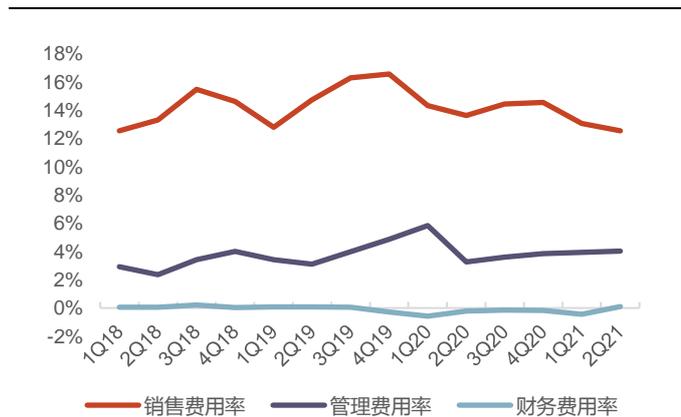
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 海信日立的收入、净利润及同比



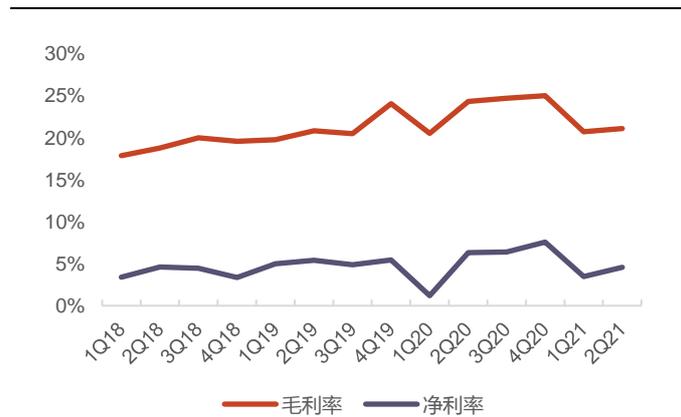
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37,453	48,393	54,607	59,734	64,213
营业成本	29,425	36,756	41,253	45,033	48,371
折旧和摊销	776	990	878	914	951
税金及附加	327	327	475	520	559
销售费用	5,670	6,891	8,355	9,139	9,825
管理费用	515	619	710	777	835
研发费用	934	1,285	1,420	1,559	1,682
财务费用	-8	-110	-52	-94	-135
投资收益	1,122	196	200	200	200
营业利润	2,055	3,195	3,036	3,427	3,740
利润总额	2,152	3,485	3,136	3,527	3,840
所得税	202	639	439	494	538
净利润	1,950	2,846	2,697	3,033	3,302
少数股东损益	157	1,267	1,045	1,185	1,181
归属母公司净利润	1,794	1,579	1,652	1,848	2,121
EPS(按最新股本计)	1.32	1.16	1.21	1.36	1.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,005	5,963	1,716	4,329	4,533
净利润	1,794	1,579	1,652	1,848	2,121
折旧摊销	776	990	878	914	951
净营运资金增加	-1,390	-437	2,961	-65	-79
其他	826	3,831	-3,775	1,631	1,539
投资活动产生现金流	-80	-3,901	2,319	-345	-340
净资本支出	-225	-585	-450	-470	-490
长期投资变化	468	524	0	0	0
其他资产变化	-324	-3,839	2,769	125	150
融资活动现金流	-922	-2,512	-441	-689	-904
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	141	-89	-52	0	0
无息负债变化	7,430	5,985	322	1,979	1,756
净现金流	1,004	-448	3,593	3,294	3,289

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.4%	24.0%	24.5%	24.6%	24.7%
EBITDA 率	4.5%	8.1%	6.7%	6.8%	6.8%
EBIT 率	2.3%	6.0%	5.1%	5.3%	5.3%
税前净利润率	5.7%	7.2%	5.7%	5.9%	6.0%
归母净利润率	4.8%	3.3%	3.0%	3.1%	3.3%
ROA	5.7%	6.8%	6.1%	6.3%	6.3%
ROE (摊薄)	20.6%	16.1%	15.1%	15.4%	16.2%
经营性 ROIC	9.5%	23.8%	20.2%	23.7%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	66%	62%	61%	60%
流动比率	1.18	1.13	1.25	1.32	1.39
速动比率	1.01	0.97	1.07	1.14	1.20
归母权益/有息债务	61.93	189.56	-	-	-
有形资产/有息债务	222.00	759.79	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	33,991	41,812	44,307	48,510	52,507
货币资金	6,121	7,111	10,704	13,998	17,287
交易性金融资产	2,120	2,621	10	10	10
应收帐款	3,968	6,594	4,572	5,002	5,377
应收票据	1,096	548	4,369	4,779	5,137
其他应收款 (合计)	297	398	546	597	642
存货	3,499	4,295	4,918	5,372	5,772
其他流动资产	7,228	8,439	8,315	8,212	8,123
流动资产合计	24,520	30,231	33,785	38,353	42,759
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	468	524	524	524	524
固定资产	3,813	3,879	3,415	2,935	2,437
在建工程	217	229	232	237	244
无形资产	1,918	1,745	1,760	1,774	1,788
商誉	133	133	128	128	128
其他非流动资产	2,222	4,297	4,297	4,297	4,297
非流动资产合计	9,470	11,580	10,522	10,157	9,748
总负债	21,510	27,405	27,676	29,655	31,412
短期借款	100	22	0	0	0
应付账款	5,317	7,292	7,425	8,106	8,707
应付票据	7,560	10,775	10,313	11,258	12,093
预收账款	0	0	1,638	1,792	1,926
其他流动负债	3,280	3,856	3,856	3,856	3,856
流动负债合计	20,838	26,719	27,032	28,985	30,719
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	613	611	642	668	690
非流动负债合计	671	686	644	670	692
股东权益	12,481	14,407	16,631	18,855	21,095
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
公积金	2,688	2,755	2,755	2,755	2,755
未分配利润	4,644	5,624	6,804	7,843	8,903
归属母公司权益	8,722	9,779	10,958	11,998	13,057
少数股东权益	3,759	4,627	5,672	6,857	8,038

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	15.14%	14.24%	15.30%	15.30%	15.30%
管理费用率	1.38%	1.28%	1.30%	1.30%	1.30%
财务费用率	-0.02%	-0.23%	-0.10%	-0.16%	-0.21%
研发费用率	2.49%	2.66%	2.60%	2.61%	2.62%
所得税率	9%	18%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.35	0.59	0.78	0.85
每股经营现金流	1.47	4.38	1.26	3.18	3.33
每股净资产	6.40	7.18	8.04	8.80	9.58
每股销售收入	27.48	35.51	40.07	43.83	47.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10	11	11	10	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.7	4.7	5.1	4.3	3.6
股息率	3.0%	2.6%	4.5%	5.9%	6.4%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE