

空调承压冰箱改善，海信日立主导利润增长

——海信家电(000921.SZ)19年中报点评

公司简报

增持(维持)

当前价: 10.89元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebscn.com

市场数据

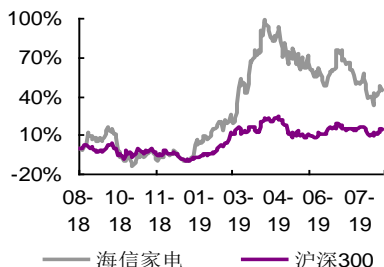
总股本(亿股): 13.63

总市值(亿元): 148.40

一年最低/最高(元): 6.40/15.32

近3月换手率: 39.93%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.22	-18.60	29.65
绝对	-7.60	-15.15	43.69

资料来源: Wind

相关研报

成本红利推升利润表现，中央空调工程渠道快速增长——海信家电(000921.SZ) 2019年一季报点评

..... 2019-04-26

冰箱业务盈利改善，日立并表重塑估值——海信家电(000921.SZ) 2018年年报点评

..... 2019-03-29

中央空调正式并表，成A股最“纯”标的——海信家电(000921.SZ)公告点评

◆海信家电19半年报: 19Q2单季收入同比下滑，海信日立利润同比+30%。公司19H1实现营业收入189.5亿元，同比-7.0%，归母净利润9.6亿元，同比+21%，上半年EPS合0.7元；拆分来看，主业整体净利同比+12%，海信日立贡献利润同比+28%。

其中19Q2单季营收102.6亿元，同比-9.9%，归母净利5.4亿元，同比+4.5%。19Q2单季收入同比跌幅扩大，主业净利润亦同比-16%，但海信日立贡献利润同比+30%，最终单季整体利润同比正增长。

◆主业: 格局趋紧空调内销压力加大，出口订单增速放缓

主业19H1营收189.5亿元，同比-7%，拆分来看:

(1)分地区看,19H1内销/出口收入对应为110/63亿元,分别同比-11%/+5%。其中,内销增速较18H2环比基本稳定,出口增速放缓较为明显,主要系18H2有一定订单抢跑,而19H1面临贸易关税和出口订单结构主动调整等因素。

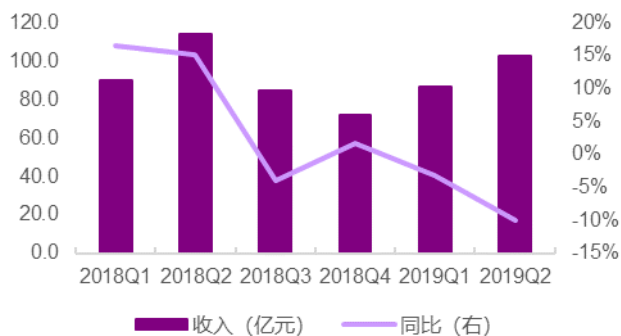
(2)分品类看,19H1空调/冰箱收入对应为89/77亿元,分别同比-8%/-3%。

其中,空调行业19H1增速较18H2有一定回暖,主要得益先线上渠道的快速放量,但美的主动的降价促销对二线龙头的份额有比较明显的冲击(尤其是线上),公司零售份额有一定同比下滑,增速呈压,内销估计同比两位数下滑。出口增速虽有放缓,但估计保持同比正增长,品类整体收入同比-8%

冰箱方面,根据奥维采样统计,19H1公司冰箱线上/线下销售额分别同比+18%/-0%,整体优于行业。结构升级带动均价提升为线下渠道营收主要拉动因素,19H1容声/海信线下累计ASP分别同比+8%/12%,而线上渠道则由于中低端产品布局增加,均价普遍有同比下降。但由于经销商信心弱等因素,产业在线监测的公司内销出货表现弱于行业。估计冰箱内销/出口均同比小幅下滑。

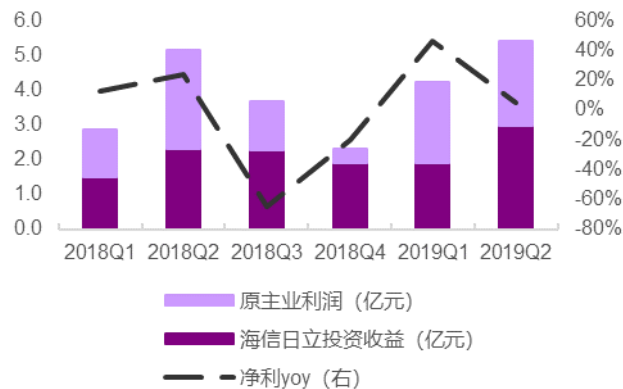
(3)分季度看,公司19Q1/Q2收入分别同比-3%/-10%。19Q2单季增速有一定放缓,主要由于单季空调内销端压力较19Q1进一步加大。

图 1：海信家电分季度收入及增速走势



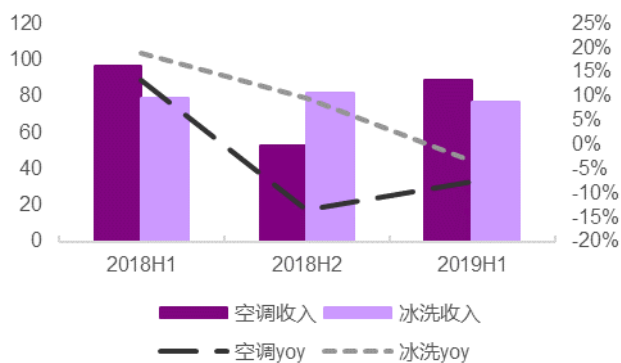
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：海信家电分季度利润及增速走势



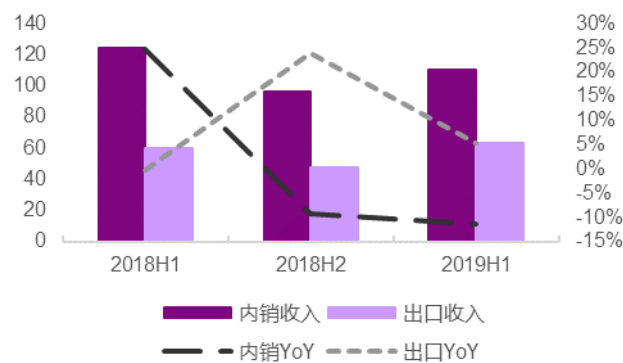
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司分品类收入增速表现 (亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司分地域收入增速表现 (亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆利润费用分析：成本红利冰箱盈利改善，竞争格局压力空调利润承压

19H1：多重红利推升毛利，冰箱净利翻倍以上增长。得益于汇率、原材料与增值税调整等多重红利，19H1 主业整体毛利率同比+1.8pct，其中：1) 冰箱/空调分别同比+4.2/-0.04pct，空调在价格竞争压力下，毛利率有一定下滑；2) 内销/出口分别同比+2.1/+3.8pct。出口利润弹性更大得益于汇率和订单的结构升级因素。

主业分部净利润方面，19H1 冰洗业务利润同比提升显著，从 1.1 亿提升至 2.8 亿，空调则从 3.7 亿元滑落至 3.1 亿元。

19Q2:单季规模下滑，费用率提升，主业利润同比下滑。单季来看，19Q2 毛利+2.1pct，但由于单季收入规模有一定同比下滑，导致销售/管理/研发费用率均出现上行，分别同比+1.4/+0.3/+0.5pct。理财产品投资收益有一定同比减少，则主要由于当期银行结构存款到期确认较少。综合来看，单季主业营业利润（不含海信日立贡献）同比-16%。

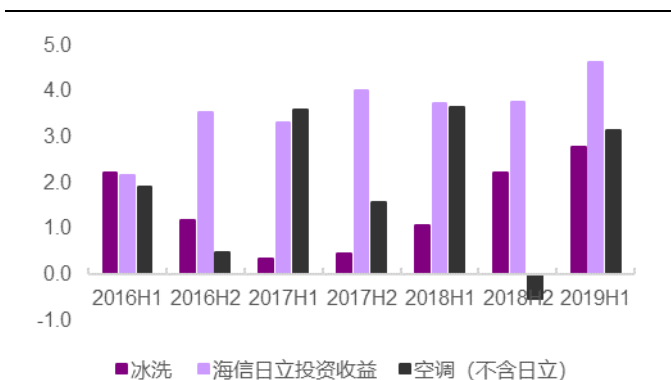
虽然单季整体经营端承压，但公司弱周期中，收紧对应收、存货等科目的管理，经营活动净现金流和货币资金继续同比改善。

◆海信日立：收入增长无惧行业压力，利润增速还有环比提升

行业规模小幅下滑，但海信日立单季收入仍逆势增长7%。19H1 海信日立实现收入60.4亿元，同比+11%，19Q2 行业整体增长显著走弱，海信日立收入增速亦有环比放缓。根据产业在线监测，19Q1 海信日立收入端同比+17%，19Q2 放缓至同比+7%。在地产弱周期拖累下，行业规模和主要品牌商均有不同程度同比下滑，但海信日立得益于在多联机领域稳中有升的表现，仍保持同比正增长。

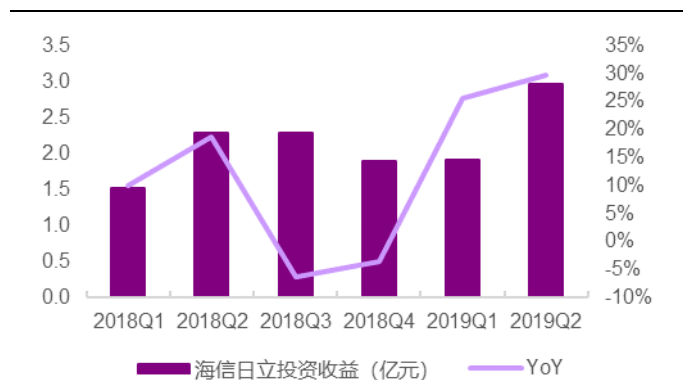
单季利润增速还有环比提升，同比+30%。收入增速虽有放缓，但海信日立单季贡献投资收益约3.0亿元，同比+30%，增速还有小幅环比提升（19Q1 同比+26%），主要得益于原材料成本红利和公司对产品结构的进一步升级和调整。

图 5：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 6：海信日立贡献净利润及同比增速（亿元）

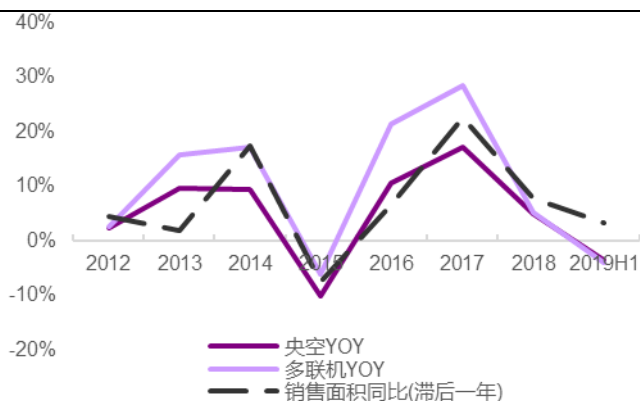


资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆中央空调：市场空间充足，海信日立为多联机龙头

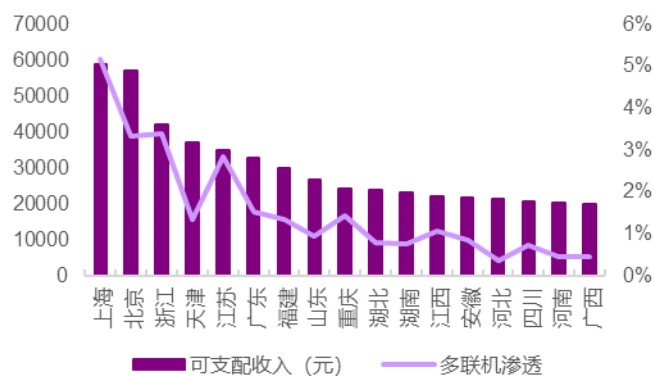
中央空调行业规模双位数复合增速，多联机占比稳步提升。中央空调市场规模在 08-18 年市场规模复合增速达 10.1%。而多联机作为中央空调的核心品类，在中小型场所中，应用广泛，家庭消费升级驱动品类在整体市场中的占比不断提升，增速领先行业整体，08-18 年整体复合增速达 16.2%。品类规模占比已超过一半。

图 7：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

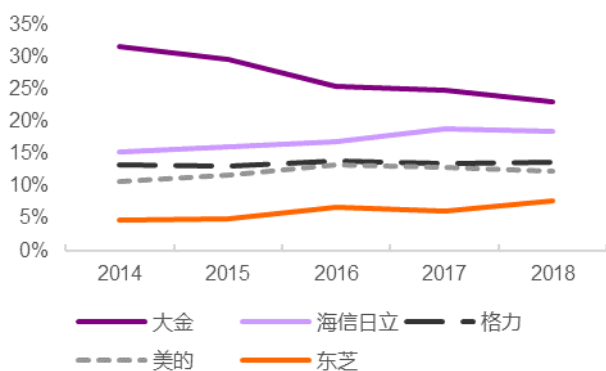
图 8：多联机渗透率与地区消费水平相关度高



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。

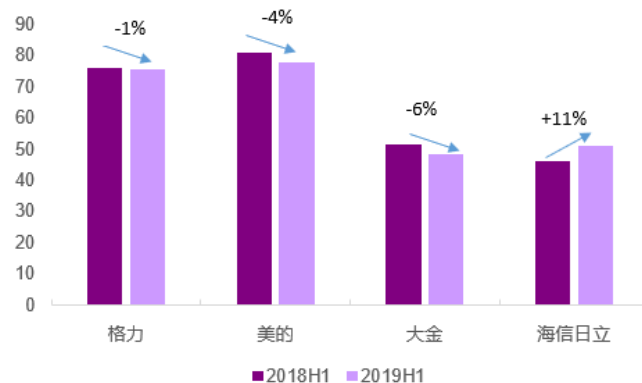
地产周期波动，无碍整体行业成长空间。虽然 18-19 年以来，在地产调控等因素作用下，多联机行业增速有一定放缓，但中长期看，考虑到城镇化的推进，精装修比例的提升以及居民收入和消费水平的增长，行业空间依旧充足。而海信日立为中央空调的多联机领域龙头，市占率仅次于大金，领先格力美的的等内资品牌，且与大金之间的差距不断缩小。

图 9：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

图 10：19H1 主要中央空调品牌销售额同比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

◆分部重审公司价值：冰箱业务仍在改善，中央空调价值被低估

主业经营展望：冰箱盈利提升有望支撑主业。主业中空调业务受到需求周期和竞争格局的影响，预计短期利润仍有较大以，但冰箱业务在 2017H2 以来，经营情况的边际改善趋势逐步显现。预计对下半年业绩表现有一定支撑。

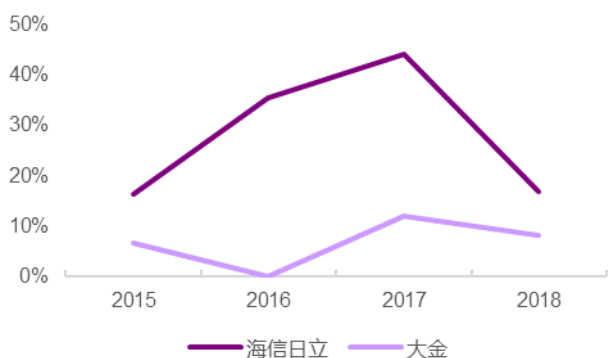
A 股最纯正的中央空调业务标的，估值修复仍将持续。如上文所述，国内中央空调市场成长空间充足。同时由于行业发展时间较短，集中度尚且较低，海信日立作为多联机领域龙头，在产品技术和渠道销售双轮驱动，份额有望进一步提升。由于预计公司将并表中央空调业务，我们认为当前市值对海信日立中央空调业务有一定低估。

◆投资建议:

中央空调业务提供盈利支撑。对于海信家电来讲,在空调需求和格局压力下,预计利润会有较大波动,而19H1弱行情下,不难看出公司最核心的资产价值以及盈利支撑在于海信日立中央空调业务。

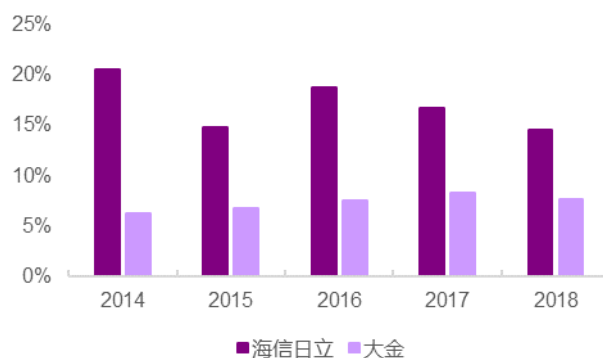
若我们给予海信日立19年盈利15倍PE估值(大金工业PE_TTM基本围绕20倍上下波动),考虑到主业业绩不确定性较大,给予0.6倍PB估值(基于19年中报归母净资产),整体看对应公司当前合理市值约为198亿元(8月22日收盘总市值为148亿元),预计估值修复将持续进行。

图 11: 海信日立和大金工业收入同比增速对比



资料来源: Wind, 彭博, 光大证券研究所

图 12: 海信日立和大金工业净利率对比



资料来源: Wind, 彭博, 光大证券研究所

维持预测公司2019~21年EPS为1.21/1.38/1.50元,对应PE为9/8/7倍,维持“增持”评级。

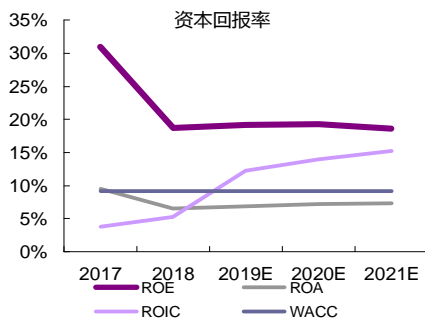
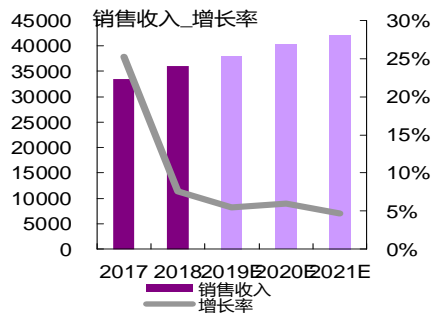
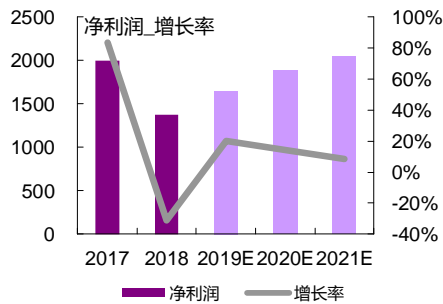
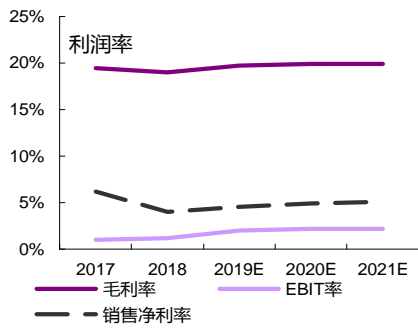
◆风险提示:

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	7	11	9	8	7
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年08月22日



	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

	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

	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	7	11	9	8	7
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	13	8	7	6
EV/EBIT	46	35	16	12	10
EV/NOPLAT	63	43	19	15	13
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	2	2	2	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会与，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 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