

海信家电(000921)

报告日期: 2019年10月29日

家用中央空调业绩靓丽, 传统业务有所拖累

——2019年三季度报点评

✍️ : 吴东炬 执业证书编号: S1230519040004
☎️ : 021-80106027
✉️ : wudongju@stocke.com.cn

报告导读

公司前三季度营收 270.1 亿元, 同比-6.2%, 归母净利润 13.5 亿元, 同比+17.6%, 其中扣非 11.0 亿元, 同比+9.6%; Q3 营收 80.6 亿元, 同比-4.5%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比+9.6%, 其中扣非 2.2 亿元, 同比-17.0%。

投资要点

□ 家用空调承压, 传统主业小幅下滑

公司 Q3 主营下滑 4.5%, 跌幅环比 Q2 收窄 5.5pct, 行业龙头降价促销背景下, 家用空调业务持续承压是拖累主营主要原因, 据产业在线统计, Q3 公司家用空调出货量同比-22%, 跌幅环比 Q2 扩大 14pct; 冰箱业务预计保持平稳, Q3 公司出货量同比+0.2%, 增速环比 Q2 改善 9pct, 且从中怡康数据看, 公司冰箱零售均价保持小幅上涨, 总体看, 表现符合此前预期。

□ 精装修持续放量, 中央空调延续良好增长

海信日立前三季度营收+12.5%、业绩+19.2%, 延续上半年以来的良好增长态势, 预计主要驱动力仍在于精装修配套需求快速增长, 奥维统计 2019H1 精装修住宅占比从 2018 年 27.5%提升到 30%, 空调配套率也从 26.4%提升到 30% (中央空调 80%、分体空调 20%), 精装修渗透率与空调配套率的双提升正推动中央空调精装需求高速增长, 公司作为行业龙头将充分受益, 而 9 月 30 日起海信日立正式实现并表, 公司成为 A 股家用中央空调核心标的。

□ 毛利率仍有提升, 传统主业盈利回落

家空业务承压拖累传统业务盈利能力, 剔除联营企业投资收益 (海信日立) 与非经常性损益, 测算 Q3 传统主业的扣非净利率为 0.02%, 环比 Q2 回落 1.8pct; 不过毛利率层面, 得益于成本红利与产品升级, 冰箱业务仍带动整体毛利率同比+0.5pct, 虽然销售费用率有所上升, 但叠加资产处置等非经常性损益及日立投资收益, 公司 Q3 归母净利率仍达到 4.8%, 同比+0.6pct。

□ 看好家用中央空调成长赛道, 增持评级

空调行业竞争加剧使得公司传统业务短期承压, 而目前家用中央空调业绩贡献占比近 60%, 考虑到精装修业务快速增长以及零售市场消费升级长期趋势, 海信日立持续成长将有力支撑公司业绩, 看好公司业绩长期增长; 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.17、1.31、1.47 元, 对应 PE 10、9、8 倍, 维持增持。

风险提示: 竞争加剧使得费用投入超预期、原材料成本上涨超预期

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	36019.60	34331.52	34377.56	35449.22
(+/-)	7.56%	-4.69%	0.13%	3.12%
净利润	1379.82	1590.21	1781.92	1997.80
(+/-)	-31.63%	15.25%	12.06%	12.11%
每股收益 (元)	1.01	1.17	1.31	1.47
P/E	11.33	9.83	8.77	7.82

评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥ 11.47

单季度业绩

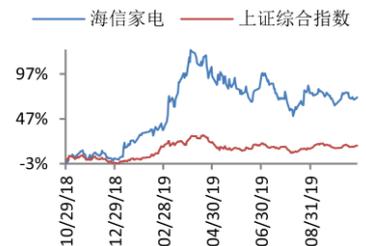
元/股

3Q/2019 0.29

2Q/2019 0.41

1Q/2019 0.32

4Q/2018 0.18



公司简介

相关报告

1 《海信家电 2019 中报点评: 传统主业承压, 中央空调表现靓丽》2019.08.23

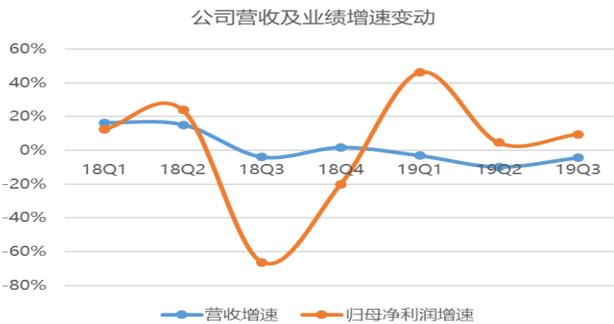
报告撰写人:

数据支持人: 杨宝龙

1. 家用空调承压，传统主业小幅下滑

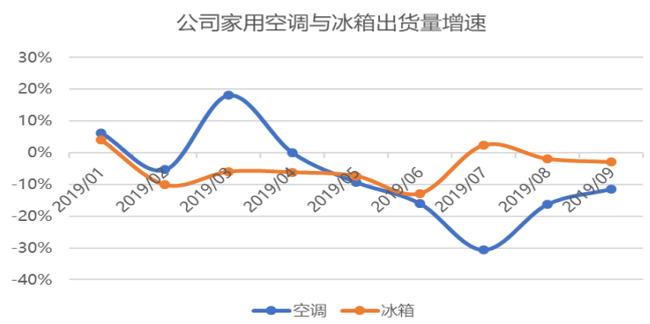
公司 Q3 主营下滑 4.5%，跌幅环比 Q2 收窄 5.5pct，行业龙头降价促销背景下，家用空调业务持续承压是拖累主营业务主要原因，据产业在线统计，Q3 公司家用空调出货量同比-22%，跌幅环比 Q2 扩大 14pct；冰箱业务预计保持平稳，Q3 公司出货量同比+0.2%，增速环比 Q2 改善 9pct，且从中怡康数据看，公司冰箱零售均价保持小幅上涨，总体看，表现符合此前预期。

图 1：公司 Q3 营收-4.5%，归母净利润+9.6%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 2：公司 Q3 空调出货同比-22%，冰箱同比+0.2%

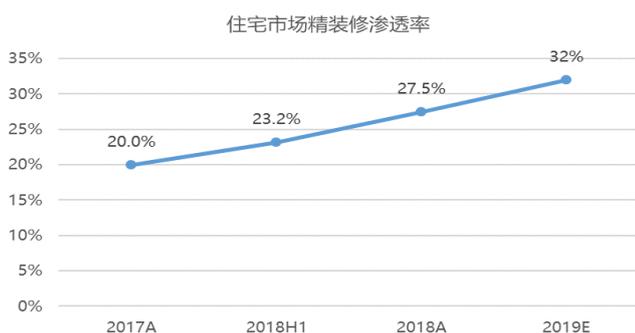


资料来源：产业在线，浙商证券研究所

2. 精装修持续放量，中央空调延续良好增长

海信日立前三季度营收+12.5%、业绩+19.2%，延续上半年以来的良好增长态势，预计主要驱动力仍在于精装修配套需求快速增长，奥维统计 2019H1 精装修住宅占比从 2018 年 27.5%提升到 30%，空调配套率也从 26.4%提升到 30%（中央空调 80%、分体空调 20%），精装修渗透率与空调配套率的双提升正推动中央空调精装需求高速增长，公司作为行业龙头将充分受益，而 9 月 30 日起海信日立正式实现并表，公司成为 A 股家用中央空调核心标的。

图 3：近年住宅精装修比例快速提升



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 4：同时精装修住宅的空调配套率也在持续提升



资料来源：奥维，浙商证券研究所

3. 毛利率仍有提升，传统主业盈利回落

家空业务承压拖累传统业务盈利能力，剔除联营企业投资收益（海信日立）与非经常性损益，测算 Q3 传统主业的扣非净利率为 0.02%，环比 Q2 回落 1.8pct；不过毛利率层面，得益于成本红利与产品升级，冰箱业务仍带动整体毛利率同比+0.5pct，虽然销售费用率有所上升，但叠加资产处置等非经常性损益及日立投资收益，公司 Q3 归母净利率仍达到 4.8%，同比+0.6pct。

图 5：公司 Q3 毛利率同比+0.5pct



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：公司 Q3 归母净利率 4.8%，同比+0.6



资料来源：wind，浙商证券研究所

4. 看好家用中央空调成长赛道，增持评级

空调行业竞争加剧使得公司传统业务短期承压，而目前家用中央空调业绩贡献占比近 60%，考虑到精装修业务快速增长以及零售市场消费升级长期趋势，海信日立持续成长将有力支撑公司业绩，看好公司业绩长期增长；预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.16、1.30、1.46 元，对应 PE 10、9、8 倍，维持增持。

5. 风险提示

竞争加剧使得费用投入超预期、原材料成本上涨超预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14296.85	15249.23	16123.20	18144.16
现金	3648.46	4632.61	5763.65	7429.75
交易性金融资产	0.21	3.33	1.21	1.58
应收账款	6068.20	5941.65	5801.24	6000.84
其它应收款	318.73	313.06	312.76	319.82
预付账款	224.12	231.73	230.76	232.42
存货	2955.75	2810.50	2814.72	2902.11
其他	1081.37	1316.36	1198.86	1257.63
非流动资产	7531.06	7652.16	7783.29	7931.22
金额资产类	0.00	1.33	0.48	0.60
长期投资	3326.78	3659.46	4025.41	4427.95
固定资产	3263.10	3087.69	2908.16	2720.65
无形资产	714.71	687.76	648.16	613.69
在建工程	84.30	72.63	62.86	36.52
其他	142.17	143.29	138.23	131.81
资产总计	21827.91	22901.39	23906.48	26075.38
流动负债	13506.49	13373.59	13003.33	13651.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	9815.70	10004.40	9683.38	10157.29
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3690.78	3369.19	3319.95	3494.64
非流动负债	432.01	404.43	415.89	417.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	432.01	404.43	415.89	417.44
负债合计	13938.50	13778.01	13419.23	14069.37
少数股东权益	537.58	590.16	649.07	715.11
归属母公司股东权	7351.82	8533.22	9838.19	11290.90
负债和股东权益	21827.91	22901.39	23906.48	26075.38
现金流量表				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1049.37	729.14	815.71	1267.51
净利润	1425.44	1642.78	1840.84	2063.85
折旧摊销	677.18	243.86	245.65	247.15
财务费用	34.61	-53.92	-40.00	-61.19
投资损失	-828.69	-980.55	-1131.04	-1283.78
营运资金变动	174.16	-276.65	-121.44	370.20
其它	-433.33	153.62	21.69	-68.70
投资活动现金流	228.41	611.62	751.94	882.15
资本支出	52.42	-17.69	-17.18	5.85
长期投资	-814.57	-336.16	-364.49	-402.35
其他	990.56	965.46	1133.61	1278.66
筹资活动现金流	-1161.18	-356.62	-436.61	-483.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1161.18	-356.62	-436.61	-483.56
现金净增加额	116.60	984.14	1131.04	1666.11

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	36019.60	34331.52	34377.56	35449.22
营业成本	29171.52	27737.92	27779.57	28642.14
营业税金及附加	311.64	305.56	312.45	314.80
营业费用	5005.94	4806.41	4709.73	4821.09
管理费用	425.69	405.74	406.29	418.95
研发费用	686.77	654.59	655.46	675.90
财务费用	34.61	-53.92	-40.00	-61.19
资产减值损失	2.55	11.91	17.81	11.06
其他经营收益	303.81	303.81	303.81	303.81
投资净收益	828.69	980.55	1131.04	1283.78
营业利润	1511.10	1750.06	1967.82	2213.02
营业外收入	74.02	74.02	74.02	74.02
营业外支出	17.84	17.84	17.84	17.84
利润总额	1567.27	1806.24	2024.00	2269.20
所得税	141.83	163.46	183.16	205.35
净利润	1425.44	1642.78	1840.84	2063.85
少数股东损益	45.62	52.57	58.91	66.05
归属母公司净利润	1379.82	1590.21	1781.92	1997.80
EBITDA	2189.72	1987.99	2191.68	2417.40
EPS (元)	1.01	1.17	1.31	1.47
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	7.56%	-4.69%	0.13%	3.12%
营业利润	-25.59%	15.81%	12.44%	12.46%
归属母公司净利润	-31.63%	15.25%	12.06%	12.11%
获利能力				
毛利率	19.01%	19.21%	19.19%	19.20%
净利率	3.96%	4.79%	5.35%	5.82%
ROE	18.43%	18.69%	18.17%	17.76%
ROIC	18.70%	18.59%	17.99%	17.48%
偿债能力				
资产负债率	63.86%	60.16%	56.13%	53.96%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.06	1.14	1.24	1.33
速动比率	0.84	0.93	1.02	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.66	1.54	1.47	1.42
应收帐款周转率	12.15	11.05	11.25	11.60
应付帐款周转率	6.77	6.43	6.56	6.67
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.17	1.31	1.47
每股经营现金	0.77	0.54	0.60	0.93
每股净资产	5.39	6.26	7.22	8.29
估值比率				
P/E	11.33	9.83	8.77	7.82
P/B	2.13	1.83	1.59	1.38
EV/EBITDA	2.56	5.83	4.80	3.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>