

# 海信家电(000921.SZ/00921.HK)

Q3 主业收入降幅收窄，海信日立并表完成估值有望重构

## 核心观点:

● Q3 主业收入降幅收窄，海信日立优异表现及非流动资产处置收益驱动业绩增长

2019Q1-Q3 公司实现营业总收入 270.1 亿元 (YoY-6.2%)，归母净利润 13.5 亿元 (YoY+17.6%)，毛利率 20.4% (YoY+1.5pct)，净利率 5.0% (YoY+1.0pct)。Q3 单季营业总收入 80.6 亿元 (YoY-4.5%)，环比 Q2 (YoY-9.9%) 降幅收窄，归母净利润 3.9 亿元 (YoY+9.6%)，毛利率 20.5% (YoY+0.5pct)，净利率 4.8% (YoY+0.6pct)。2019Q1-Q3 海信日立净利润 YoY+19.2%，以及非流动资产处置获得 1.49 亿元增量，驱动公司业绩表现显著优于收入。

盈利能力端，根据奥维云网数据，2019Q1-Q3 容声/海信冰箱线下均价 YoY+6.9%/+9.1%，线下冰箱受益产品结构升级带来的均价提升，以及成本端大宗原材料价格下行共同促进毛利率提升，但成本端红利收窄叠加弱需求背景下终端促销竞争加剧使毛利率提升幅度小于上半年。费用端，Q3 单季销售、管理费用金额维持稳定，研发费用金额 YoY+14.8%，合计费用率 20.3% 因营收下滑有所提升 (YoY+1.4pct)。

● Q3 冰箱内销出货量降幅收窄带动整体收入表现优于 Q2

根据产业在线数据，2019Q3 公司冰箱内/外销出货量 YoY-5.3%/+4.7%，相比 Q2 内/外销量 YoY-17.4%/+0.8% 均有改善，预计冰箱内销量降幅收窄是原主业收入表现优于 Q2 的主要因素。2019Q3 公司空调在行业需求羸弱、龙头竞争策略更加积极的情况下，内/外销出货量 YoY-32.1%/+2.3%，对比 Q2 内/外销量 YoY-15.3%/+5.8%，内销降幅扩大，外销增长放缓，表现承压。

● 行业承压背景下海信日立表现稳健，并表完成有望重构公司估值

产业在线数据显示 2019 年 1-8 月中央空调市场销售额 YoY+1.5%，地产低景气导致行业增速持续收窄。行业承压背景下作为多联机龙头的海信日立依托工装市场强势表现前三季度实现收入 12.5% 的优异增长，其中 Q3 收入增速环比 Q2 仍有一定提升。

海信日立于 9 月 30 日完成资产负债表并表，利润表及现金流量表明细项目将从 10 月并入。中央空调长期发展空间依旧广阔，公司作为竞争力十足的多联机龙头，估值有望得到重构。

● 投资建议

由于海信日立利润表细项未知，故暂不考虑利润表并表情况，预计 2019-21 年公司归母净利润 15.4 亿元、17.6 亿元、19.4 亿元，最新收盘价对应 2020 年估值为 8.9xPE。传统白电与中央空调业务差别较大，采用分部估值法分析公司价值。中央空调业务预计 2020 年贡献 10.8 亿元净利润，参照国际中央空调龙头大金工业估值，给予 15xPE；传统白电业务预计贡献净利润 6.8 亿，参考一线龙头平均估值水平并考虑各方面差距折价给予 7xPE，两部分相加合理市值 209 亿元，对应 A 股合理价值 15.34 元，维持“增持”评级。H 股股价目前相对 A 股折价 30%，考虑两市场流动性差异，同样对合理市值折价 30%，对应 H 股合理价值 11.91 港元，给予 H 股海信家电“增持”评级。

● 风险提示：家用中央空调渗透率提升不及预期；原材料价格大幅上涨。

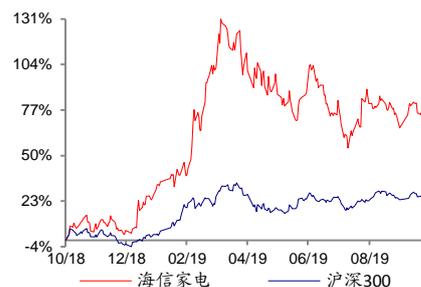
## 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,488	36,020	34,240	36,647	38,299
增长率(%)	25.3	7.6	-4.9	7.0	4.5
EBITDA(百万元)	1,090	1,095	1,213	1,356	1,430
净利润(百万元)	2,018	1,377	1,540	1,758	1,938
增长率(%)	85.5	-31.7	11.8	14.1	10.2
EPS(元/股)	1.48	1.01	1.13	1.29	1.42
市盈率(P/E)	9.40	6.99	10.15	8.89	8.07
市净率(P/B)	2.88	1.31	1.89	1.68	1.49
EV/EBITDA	14.66	5.47	8.13	6.48	5.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	11.47 元/7.85 港元
合理价值	15.34 元/11.91 港元
前次评级	增持/增持
报告日期	2019-10-29

## 相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

海信家电 2019-08-22

(000921.SZ/00921.HK): 主业

收入承压，中央空调业务驱

动业绩稳健增长

联系人: 黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

图1: 大金工业历年PE (ttm) 始终在15xPE以上



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

表 1: 海信家电可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
000333.SZ	美的集团	53.59	3.41	3.75	15.70	14.29
600690.SH	海尔智家	15.69	1.25	1.37	12.57	11.43
000651.SZ	格力电器	56.90	4.71	5.27	12.08	10.79
	行业平均				13.45	12.17
000921.SZ	海信家电	11.47	1.14	1.24	10.08	9.23

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2019-10-28 收盘价, 预测为广发证券家电组预测。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>14,848</b>	<b>14,297</b>	<b>19,242</b>	<b>21,559</b>	<b>23,859</b>
货币资金	2,996	3,648	5,772	6,844	7,771
应收及预付	6,590	6,292	8,907	9,331	9,752
存货	3,398	2,956	2,952	3,152	3,292
其他流动资产	1,864	1,400	1,611	2,231	3,045
<b>非流动资产</b>	<b>6,760</b>	<b>7,531</b>	<b>10,027</b>	<b>10,118</b>	<b>9,939</b>
长期股权投资	2,510	3,327	3,327	3,327	3,327
固定资产	3,252	3,264	3,236	3,165	3,239
在建工程	148	84	264	452	227
无形资产	716	715	1,859	1,832	1,805
其他长期资产	133	141	1,341	1,341	1,341
<b>资产总计</b>	<b>21,607</b>	<b>21,828</b>	<b>29,269</b>	<b>31,677</b>	<b>33,799</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,109</b>	<b>13,506</b>	<b>19,862</b>	<b>21,161</b>	<b>22,060</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	11,171	9,816	13,722	14,657	15,305
其他流动负债	2,938	3,691	6,140	6,503	6,755
<b>非流动负债</b>	<b>411</b>	<b>432</b>	<b>562</b>	<b>562</b>	<b>562</b>
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	411	432	562	562	562
<b>负债合计</b>	<b>14,520</b>	<b>13,938</b>	<b>20,424</b>	<b>21,723</b>	<b>22,622</b>
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
资本公积	2,078	2,076	2,076	2,076	2,076
留存收益	3,125	3,896	4,820	5,875	7,038
归属母公司股东权益	6,579	7,352	8,259	9,314	10,477
少数股东权益	508	538	585	640	700
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,607</b>	<b>21,828</b>	<b>29,269</b>	<b>31,677</b>	<b>33,799</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>33,488</b>	<b>36,020</b>	<b>34,240</b>	<b>36,647</b>	<b>38,299</b>
营业成本	26,970	29,172	27,624	29,503	30,806
营业税金及附加	325	312	291	312	326
销售费用	4,772	5,006	4,759	5,057	5,285
管理费用	426	426	377	440	498
研发费用	618	687	651	696	728
财务费用	10	35	-7	25	27
资产减值损失	38	3	10	10	10
公允价值变动收益	-10	-2	0	0	0
投资净收益	1,583	829	927	1,130	1,311
<b>营业利润</b>	<b>2,031</b>	<b>1,509</b>	<b>1,682</b>	<b>1,924</b>	<b>2,121</b>
营业外收支	222	56	58	65	69
<b>利润总额</b>	<b>2,253</b>	<b>1,565</b>	<b>1,740</b>	<b>1,988</b>	<b>2,190</b>
所得税	181	142	152	176	193
<b>净利润</b>	<b>2,072</b>	<b>1,423</b>	<b>1,588</b>	<b>1,813</b>	<b>1,997</b>
少数股东损益	54	46	48	54	60
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,018</b>	<b>1,377</b>	<b>1,540</b>	<b>1,758</b>	<b>1,938</b>
EBITDA	1,090	1,095	1,213	1,356	1,430
EPS (元)	1.48	1.01	1.13	1.29	1.42

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>455</b>	<b>1,047</b>	<b>4,822</b>	<b>1,399</b>	<b>927</b>
净利润	2,072	1,423	1,588	1,813	1,997
折旧摊销	714	677	674	717	773
营运资金变动	-791	-257	3,534	53	-474
其它	-1,540	-796	-974	-1,184	-1,370
<b>投资活动现金流</b>	<b>731</b>	<b>228</b>	<b>-2,196</b>	<b>376</b>	<b>776</b>
资本支出	-378	-324	-1,922	-753	-536
投资变动	863	-35	0	0	0
其他	246	588	-273	1,130	1,311
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,020</b>	<b>-1,161</b>	<b>-503</b>	<b>-703</b>	<b>-775</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	14	0	0	0	0
其他	-1,034	-1,161	-503	-703	-775
<b>现金净增加额</b>	<b>166</b>	<b>114</b>	<b>2,124</b>	<b>1,072</b>	<b>927</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>795</b>	<b>952</b>	<b>3,648</b>	<b>5,772</b>	<b>6,844</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>952</b>	<b>1,061</b>	<b>5,772</b>	<b>6,844</b>	<b>7,771</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	25.3%	7.6%	-4.9%	7.0%	4.5%
营业利润增长	88.4%	-25.7%	11.5%	14.3%	10.3%
归母净利润增长	85.5%	-31.7%	11.8%	14.1%	10.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.5%	19.0%	19.3%	19.5%	19.6%
净利率	6.2%	4.0%	4.6%	4.9%	5.2%
ROE	30.7%	18.7%	18.7%	18.9%	18.5%
ROIC	8.5%	9.0%	16.0%	18.7%	17.6%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	67.2%	63.9%	69.8%	68.6%	66.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.05	1.06	0.97	1.02	1.08
速动比率	0.79	0.82	0.81	0.86	0.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.65	1.66	1.34	1.20	1.17
应收账款周转率	5.42	5.80	3.97	4.06	4.06
存货周转率	8.90	9.18	9.36	9.36	9.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.48	1.01	1.13	1.29	1.42
每股经营现金流	0.33	0.77	3.54	1.03	0.68
每股净资产	4.83	5.39	6.06	6.83	7.69
<b>估值比率</b>					
P/E	9.40	6.99	10.15	8.89	8.07
P/B	2.88	1.31	1.89	1.68	1.49
EV/EBITDA	14.66	5.47	8.13	6.48	5.50

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。