

强烈推荐-A (维持)

海信家电 000921.SZ

目标估值: 17-17.8 元

当前股价: 15.02 元

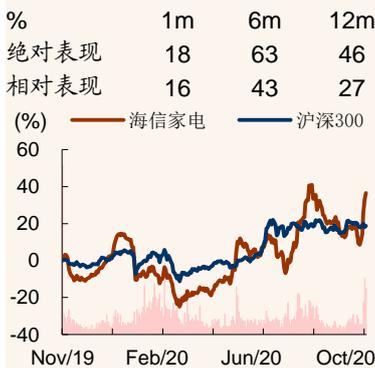
2020 年 11 月 02 日

中央空调复苏有力，冰箱外销高增，静待估值修复

基础数据

上证综指	3225
总股本 (万股)	136273
已上市流通股 (万股)	90212
总市值 (亿元)	205
流通市值 (亿元)	135
每股净资产 (MRQ)	6.7
ROE (TTM)	15.7
资产负债率	65.0%
主要股东	青岛海信空调有限公司
主要股东持股比例	37.92%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海信家电 (000921) — 中央空调业务复苏明显, 关注日立优质资产价值》2020-08-22
- 2、《海信家电 (000921) — 日立资产优质 估值修复可期》2020-01-03
- 3、《海信家电 (000921) — 现金价值突出 竣工受益预期》2019-10-30

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

- **海信家电披露 2020 年三季报。**公司前三季度营收 348.7 亿元, YoY+29.1%, 实现归母净利润 10.0 亿元, YoY-25.7%, 实现扣非归母净利润 7.6 亿元, YoY-30.4%。其中, 20Q3 单季度公司实现营收 138 亿元, YoY+71.0%, 实现归母净利润 5.0 亿元, YoY+28.2%; 实现扣非归母净利润 4.3 亿元, YoY+97.3%。海信日立并表影响收入口径, 收入端同比增速参考意义不大, 业绩端, 公司三季度业绩超市场预期。
- **日立多联机业务: 增速高于行业, 盈利能力恢复。**据产业在线, 多联机行业内销 20Q3 销额 YoY+13.4%, 延续了 Q2 YoY+11% 的较高景气度; 海信日立多联机 Q3 内销 YoY+16.8%, 表现持续优于行业。盈利能力层面, 上半年受疫情影响多联机盈利能力略低于往年正常水平, 预计 Q3 得到有效恢复。展望四季度, 日立多联机业务在 2B 项目复苏加快以及地产竣工向好预期的带动下, 有望延续 Q3 的积极表现。海信日立多联机龙头优势明显, 前三季度对公司业绩贡献可能达到八成, 其经营表现日益成为影响上市公司业绩表现的主逻辑。
- **传统主业: Q3 冰箱出口大增, 家空环比改善。**三季度以来, 受海外产能回流中国、海外疫情未受良好控制客观促进居民对储存食物及冰箱的需求、海外白电龙头前期库存较低等因素的共同影响, 冰箱行业外销增速较高, 海信家电冰箱出口额预计同比增长 50% 以上, 显著优于行业。海外疫情目前尚未得到良好防控, 预计 Q4 外销景气度有望延续。家用空调上半年在较为激烈的竞争以及疫情的被动影响下内销承压明显, Q3 外销增速较高, 内销略有下滑, 预计收入和盈利能力较 Q2 环比有明显改善。
- **治理: 混改加速, 关注后续进展。**公司前期公告间接控股股东拟引入具有产业协同效应、能助力海信国际化发展的战略投资者, 深化混合所有制改革。10 月 23 日, 经青岛国资委批复, 海信电子控股正式在青岛产权交易所挂牌面向社会公开征集战略投资者, 拟增发拟募集资金总额 37.5 亿元, 增发后新战略投资者持股比例 17.2%, 此次公开挂牌从 2020 年 10 月 23 日至 2020 年 12 月 17 日。这标志着公司混改已经进入实质性运作阶段, 未来随着混改的落地, 公司业务发展、股权结构及治理结构均有望得到进一步改善, 提升收入增长的同时有望带动估值修复。
- **估值与投资建议: 中央空调业务将日益成为公司估值的主要框架。**若假设日立下半年延续 YoY+15% 的增速, 则 2020 全年可贡献超过 9 亿业绩, 考虑到海信日立中央空调龙头地位, 以合理动态市盈率 20-25 倍匡算, 日立可对应 200-225 亿市值; 公司传统主业尚可盈利, 以 20-30 亿市值定价 (可比公司长虹美菱当前约 30 亿市值), 故公司 2020 年目标市值区间为 220-255 亿, 对应当前约 180 亿市值, 仍有较高安全边际。我们预计短期内无论是公司传统主业还是日立中央空调, 都将呈现较为明显的持续复苏迹象, 预计 2020-2022 年公司实现 eps 1.11/1.20/1.30 元, 对应 PE 13.6/12.5/11.6x。“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 海信日立增长不及预期, 人民币汇率大幅提升, 混改不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	36020	37453	46004	48755	51718
同比增长	8%	4%	23%	6%	6%
营业利润(百万元)	1509	2055	3374	3670	3983
同比增长	-26%	36%	64%	9%	9%
净利润(百万元)	1378	1794	1509	1636	1770
同比增长	-32%	30%	-16%	8%	8%
每股收益(元)	1.01	1.32	1.11	1.20	1.30
PE	14.9	11.4	13.6	12.5	11.6
PB	2.8	2.3	2.1	1.9	1.7

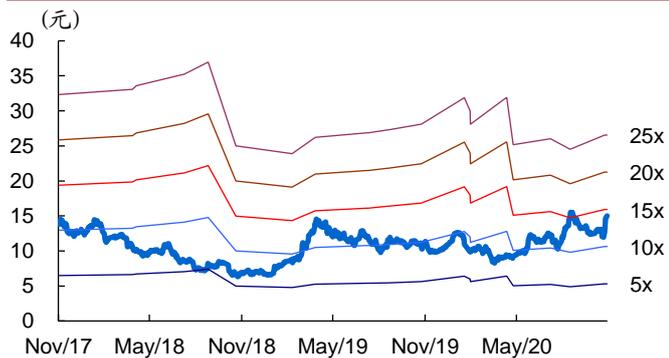
资料来源：公司数据、招商证券

表 1、海信日立经营数据跟踪

单位：亿元	2016A	2017A	2018A	2019H1 A	2019H2 A	2019A	2020H1 A	2020H2 E	2020E
营业收入	65.2	94.0	109.9	60.4	60.0	120.4	55.9	69.0	124.9
YoY		44.2%	16.9%	11.1%	8.1%	9.6%	-7.5%	15.0%	6.1%
净利润	12.2	15.7	16.0	9.9	9.3	19.2	8.1	10.7	18.8
YoY		28.1%	2.3%	24.7%	14.8%	19.7%	-18.4%	15.4%	-2.0%
对海信家电业绩贡献(投资收益/并表)	6.0	7.7	7.9	4.9	4.5	9.4	4.0	5.2	9.2

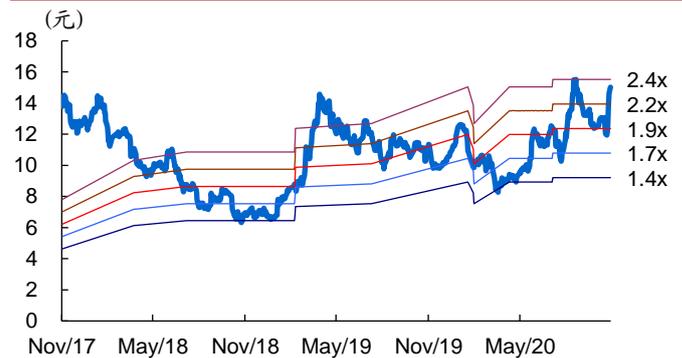
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：海信家电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：海信家电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14297	24520	29498	32987	36800
现金	3648	6121	7611	9932	12492
交易性投资	0	2120	2120	2120	2120
应收票据	2972	1096	1346	1427	1513
应收款项	3096	3968	4849	5139	5451
其它应收款	319	297	365	387	410
存货	2956	3499	4103	4335	4579
其他	1305	7420	9104	9648	10233
非流动资产	7531	9470	9751	9958	10108
长期股权投资	3327	468	468	468	468
固定资产	3263	3813	4308	4706	5028
无形资产	715	2051	1846	1661	1495
其他	226	3138	3130	3123	3117
资产总计	21828	33991	39249	42945	46907
流动负债	13506	20838	23891	25065	26299
短期借款		100	100	100	100
应付账款	9816	12878	15135	15992	16893
预收账款	716	1013	1191	1258	1329
其他	2975	6847	7465	7715	7977
长期负债	432	671	671	671	671
长期借款			0	0	0
其他	432	671	671	671	671
负债合计	13938	21510	24562	25736	26971
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积金	2076	2056	2056	2056	2056
留存收益	3913	5303	6274	7457	8737
少数股东权益	538	3759	4994	6333	7781
归属于母公司所有者权益	7352	8722	9693	10876	12155
负债及权益合计	21828	33991	39249	42945	46907

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1049	2005	2781	3469	3727
净利润	1378	1794	1509	1636	1770
折旧摊销	677	796	957	1031	1089
财务费用	13	(87)	(48)	(64)	(84)
投资收益	(829)	(1122)	(481)	(481)	(481)
营运资金变动	(249)	517	(400)	4	(20)
其它	60	108	1243	1342	1452
投资活动现金流	228	(80)	(759)	(759)	(759)
资本支出	(330)	(364)	(1240)	(1240)	(1240)
其他投资	558	284	481	481	481
筹资活动现金流	(1161)	(922)	(531)	(389)	(407)
借款变动	(543)	(682)	(41)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	(20)	0	0	0
股利分配	(600)	(413)	(538)	(453)	(491)
其他	(17)	193	48	64	84
现金净增加额	116	1003	1490	2321	2560

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	36020	37453	46004	48755	51718
营业成本	29172	29425	34583	36541	38599
营业税金及附加	312	327	401	425	451
营业费用	5006	5670	6395	6777	7189
管理费用	426	515	633	671	771
研发费用	687	934	1148	1216	1290
财务费用	35	(8)	(48)	(64)	(84)
资产减值损失	(5)	(60)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	3	3	3	3
其他收益	303	278	278	278	278
投资收益	830	1244	200	200	200
营业利润	1509	2055	3374	3670	3983
营业外收入	74	126	126	126	126
营业外支出	18	29	29	29	29
利润总额	1565	2152	3471	3768	4081
所得税	142	202	727	793	862
少数股东损益	46	157	1235	1339	1448
归属于母公司净利润	1378	1794	1509	1636	1770

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8%	4%	23%	6%	6%
营业利润	-26%	36%	64%	9%	9%
净利润	-32%	30%	-16%	8%	8%
获利能力					
毛利率	19.0%	21.4%	24.8%	25.1%	25.4%
净利率	3.8%	4.8%	3.3%	3.4%	3.4%
ROE	18.7%	20.6%	15.6%	15.0%	14.6%
ROIC	15.8%	12.6%	17.5%	16.2%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	63.9%	63.3%	62.6%	59.9%	57.5%
净负债比率	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.7	1.1	1.2	1.1	1.1
存货周转率	9.2	9.1	9.1	8.7	8.7
应收帐款周转率	5.8	6.7	8.2	7.6	7.6
应付帐款周转率	2.9	2.6	2.5	2.3	2.3
每股资料 (元)					
EPS	1.01	1.32	1.11	1.20	1.30
每股经营现金	0.77	1.47	2.04	2.55	2.73
每股净资产	5.39	6.40	7.11	7.98	8.92
每股股利	0.30	0.40	0.33	0.36	0.39
估值比率					
PE	14.9	11.4	13.6	12.5	11.6
PB	2.8	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.4	13.9	8.9	8.2	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学学士。2017 年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020 年任家电行业分析师。

团队荣誉:

金牛奖: 2018&2019 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖: 2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球: 2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。