

2020年08月31日

海立股份 (600619.SH)

Q2 单季收入降幅缩窄，期待经营改善

■事件：海立股份公布2020年中报。公司2020H1实现收入50.2亿元，YoY-26.4%；实现业绩0.5亿元，YoY-68.3%。折算公司2020Q2单季度实现收入26.4亿元，YoY-23.0%；实现业绩0.2亿元，YoY-65.6%。Q2公司经营表现小幅改善，预计后续随着空调市场景气度回升，公司下半年业绩将有所好转。

■Q2单季收入降幅缩窄：海立股份Q2单季收入YoY-23.0%，相较于Q1降幅小幅收窄，经营状况边际改善。公告显示，Q2公司压缩机和电机单季销量YoY-10.5%/-8.7%，虽较Q1数据有所改善，但降幅仍大。公司收入改善幅度较小，我们认为主要由于下游空调企业需求仍较弱，产业在线数据显示，公司第一大客户格力电器Q2空调产量YoY-10.4%。考虑到下游空调行业Q3排产数据同比增速转正，我们预计公司Q3收入将有所改善。值得注意的是，Q2公司预收款项余额0.3亿元，与去年同期基本持平，预付款项余额3.3亿元，同比增加近1亿元，反映虽然需求端存在压力，但公司仍积极备货。

■Q2单季毛利率下降：海立股份Q2毛利率为12.8%，同比-1.0pct。我们认为，公司毛利率持续下跌主要由于终端市场压力传导至上游企业，Q2公司产品均价降幅在10%左右。

■Q2单季经营性现金流小幅净流出：Q2公司经营性现金流净流出1.1亿元，去年同期为净流入3.1亿元。海立股份Q2单季现金流状况有所下降，我们判断主要是因为终端需求下降导致销售回款能力减弱，公司Q2销售商品收到现金减少，同比-0.5亿元。Q2末，公司货币资金+交易性金融资产（主要为结构性存款）余额为9.3亿元，环比Q1末增加1.4亿元，公司现金流状况良好。

■投资建议：海立股份是我国转子式压缩机行业的优势品牌，在非自配套市场保持领先地位。近年来公司也在高效新型压缩机及海外市场建设积极布局。后续随着空调市场景气度提升，终端需求改善，我们认为，公司业绩将有望好转。我们预计公司2020年~2022年的EPS分别为0.12/0.30/0.38元，给予增持-A的投资评级。

■风险提示：下游行业需求波动风险，汇率波动的风险，商誉减值风险

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	117.1	121.4	100.5	105.1	109.6
净利润	3.1	2.9	1.1	2.6	3.4
每股收益(元)	0.35	0.32	0.12	0.30	0.38
每股净资产(元)	4.94	5.11	5.29	5.46	5.69

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	23.8	25.9	68.7	28.1	22.0
市净率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
净利润率	2.7%	2.4%	1.1%	2.5%	3.1%
净资产收益率	7.1%	6.3%	2.3%	5.5%	6.7%
股息收益率	1.8%	2.1%	0.6%	1.4%	1.8%
ROIC	8.3%	8.4%	5.4%	4.5%	11.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 增持-A

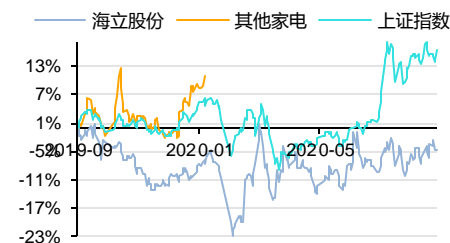
首次评级

股价 (2020-08-28) 8.38 元

交易数据

总市值(百万元)	7,402.06
流通市值(百万元)	4,878.34
总股本(百万股)	883.30
流通股本(百万股)	582.14
12个月价格区间	6.90/9.05 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.23	-10.51	-24.45
绝对收益	3.33	8.82	-6.52

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

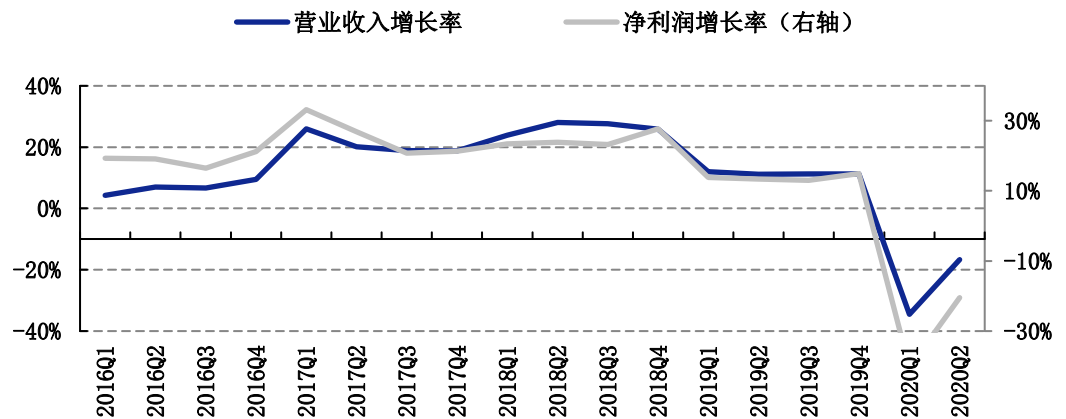
相关报告

表 1：财务指标分析

%	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入 YoY	12	10	11	11	-35	6
归母净利 YoY	14	13	12	19	-40	11
扣非归母净利 YoY	13	19	18	11	-41	-6
销售毛利率	31	30	30	33	24	26
销售费用率	16	16	16	17	11	13
毛利率-销售费用率	16	14	15	15	13	13
销售净利率	9	7	8	14	9	8
ROE	8	5	7	10	4	5
扣非后 ROE	8	5	7	8	4	5
ROA	5	3	4	6	3	3
销售商品提供劳务收到的现金/收入	65	66	57	235	72	57
经营活动现金净流量/收入	-2	2	4	31	3	-4
经营活动现金净流量/经营净收益	-18	22	42	320	29	-49
经营现金流净额占比	0	282	250	-151	-79	-55
投资现金流净额占比	0	2,411	-151	231	200	287
筹资现金流净额占比	0	-2,593	1	20	-22	-131

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E	100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	117.1	121.4	100.5	105.1	109.6	成长性					
减:营业成本	98.6	103.9	86.8	89.1	92.1	营业收入增长率	12.1%	3.7%	-17.2%	4.5%	4.4%
营业税费	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	营业利润增长率	13.5%	-14.8%	-55.7%	122.8%	39.1%
销售费用	3.5	3.4	2.9	3.0	3.2	净利润增长率	10.5%	-8.2%	-62.2%	144.3%	27.6%
管理费用	4.8	3.9	7.6	7.9	8.2	EBITDA 增长率	48.9%	2.4%	-46.1%	27.5%	11.9%
研发费用	1.2	0.7	1.2	1.3	0.8	EBIT 增长率	89.4%	1.7%	-70.4%	70.9%	20.6%
财务费用	0.2	-0.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.1%	-18.5%	-42.9%	70.9%	20.6%
资产减值损失	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.0	投资资本增长率	-20.0%	-11.2%	103.4%	-49.9%	67.7%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.2	0.1	0.3	0.3	净资产增长率	5.7%	2.8%	3.6%	4.2%	5.3%
投资和汇兑收益	4.4	3.7	1.6	3.7	5.1	利润率					
营业利润	0.1	0.0	0.0	0.5	0.2	毛利率	15.8%	14.4%	13.7%	15.2%	15.9%
加:营业外净收支	4.5	3.7	1.7	4.1	5.3	营业利润率	3.7%	3.1%	1.6%	3.5%	4.6%
利润总额	0.3	0.1	0.3	0.6	0.8	净利润率	2.7%	2.4%	1.1%	2.5%	3.1%
减:所得税	3.1	2.9	1.1	2.6	3.4	EBITDA/营业收入	12.8%	12.6%	8.2%	10.0%	10.7%
净利润	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	8.1%	8.0%	2.9%	4.7%	5.4%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	运营效率					
	17.0	11.7	20.1	21.0	21.9	固定资产周转天数	115	113	129	112	96
货币资金	-	1.0	1.0	1.0	1.0	流动营业资本周转天数	35	13	100	105	91
交易性金融资产	22.4	29.4	26.4	20.7	31.6	流动资产周转天数	271	261	363	339	330
应收帐款	25.2	5.3	42.2	10.3	34.4	应收帐款周转天数	65	77	100	81	86
应收票据	1.1	4.3	1.2	1.8	0.8	存货周转天数	67	67	78	70	71
预付帐款	22.9	22.5	20.8	20.2	22.7	总资产周转天数	430	419	546	500	473
存货	1.4	11.8	4.8	6.0	7.5	投资资本周转天数	176	142	245	236	202
其他流动资产	0.2	-	0.2	0.1	0.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	6.3%	2.3%	5.5%	6.7%
持有至到期投资	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	ROA	2.9%	2.6%	0.9%	2.8%	2.8%
长期股权投资	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	ROIC	8.3%	8.4%	5.4%	4.5%	11.0%
投资性房地产	38.2	37.9	34.2	30.9	27.4	费用率					
固定资产	3.2	3.2	3.1	3.1	3.7	销售费用率	3.0%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
在建工程	4.4	4.6	4.2	3.8	3.3	管理费用率	4.1%	3.2%	7.6%	7.5%	7.5%
无形资产	4.6	5.1	4.7	4.7	4.6	研发费用率	1.0%	0.6%	1.2%	1.2%	0.8%
其他非流动资产	143.4	139.4	165.5	126.3	161.6	财务费用率	8.1%	6.6%	11.7%	11.6%	11.2%
资产总额	15.4	5.9	55.3	10.5	39.0	四费/营业收入					
短期债务	30.8	25.0	25.0	26.6	25.4	偿债能力	62.8%	60.7%	65.7%	53.1%	61.4%
应付帐款	24.3	31.5	9.2	10.6	15.0	资产负债率	168.8%	154.3%	191.3%	113.2%	159.3%
应付票据	13.9	13.0	13.6	13.4	13.4	负债权益比	1.07	1.14	1.13	1.32	1.29
其他流动负债	1.9	0.4	0.4	-	-	流动比率	0.80	0.84	0.93	0.99	1.05
长期借款	3.6	8.7	5.2	5.8	6.6	速动比率	7.82	14.29	2.33	3.91	7.07
其他非流动负债	90.0	84.6	108.7	67.0	99.3	利息保障倍数					
负债总额	9.7	9.7	10.1	11.0	12.1	分红指标					
少数股东权益	8.7	8.8	8.8	8.8	8.8	DPS(元)	0.15	0.18	0.05	0.12	0.15
股本	35.0	37.1	37.9	39.4	41.4	分红比率	41.8%	55.7%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	53.3	54.8	56.8	59.2	62.3	股息收益率	1.8%	2.1%	0.6%	1.4%	1.8%
股东权益	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	4.2	3.6	1.1	2.6	3.4	EPS(元)	0.35	0.32	0.12	0.30	0.38
加:折旧和摊销	5.8	6.0	5.4	5.6	5.8	BVPS(元)	4.94	5.11	5.29	5.46	5.69
资产减值准备	0.2	0.2	-	-	-	PE(X)	23.8	25.9	68.7	28.1	22.0
公允价值变动损失	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.0	PB(X)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
财务费用	1.1	0.7	1.2	1.3	0.8	P/FCF	15.8	-29.5	10.3	69.6	70.8
投资损失	-0.0	-0.0	-0.1	-0.3	-0.3	P/S	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
少数股东损益	1.1	0.8	0.4	0.9	1.1	EV/EBITDA	5.4	4.8	14.5	6.8	8.6
营运资金的变动	11.8	-9.5	-50.5	42.2	-34.3	CAGR(%)	-5.8%	7.2%	-24.9%	-5.8%	7.2%
经营活动产生现金流量	13.1	7.0	-42.5	52.3	-23.5	PEG	-4.1	3.6	-2.8	-4.9	3.1
投资活动产生现金流量	-6.9	-6.8	-1.2	-1.6	-2.2	ROIC/WACC	1.0	1.1	0.7	0.6	1.4
融资活动产生现金流量	-3.5	-5.1	52.1	-49.8	26.6	REP	1.5	1.5	1.9	2.7	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034